



BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(9/22): 16,100원

시가총액: 2,460억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/22)	2,388.71pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	18,950원	13,950원
등락률	-15.04%	15.41%
수익률	절대	상대
1W	-6.9%	-7.8%
6M	-1.5%	-10.6%
1Y	-11.3%	-23.9%

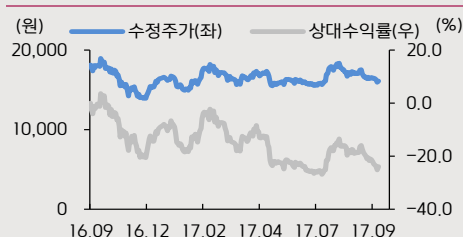
Company Data

발행주식수	15,278천주
일평균 거래량(3M)	95천주
외국인 지분율	7.06%
배당수익률(17E)	3.73%
BPS(17E)	21,179원
주요 주주	(주)이수(외 11인) 39.23%
	이수화학 자사주 펀드 4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,154	15,957	15,769	16,047
보고영업이익	650	561	688	741
핵심영업이익	650	561	688	741
EBITDA	767	672	801	856
세전이익	206	468	686	738
순이익	102	374	544	585
지배주주지분순이익	115	351	510	548
EPS(원)	753	2,297	3,336	3,589
증감률(%YoY)	N/A	204.9	45.2	7.6
PER(배)	21.6	7.0	4.8	4.5
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	7.2	8.8	6.9	6.0
보고영업이익률(%)	4.3	3.5	4.4	4.6
핵심영업이익률(%)	4.3	3.5	4.4	4.6
ROE(%)	2.9	10.4	13.6	13.1
순부채비율(%)	96.0	87.3	67.9	53.7

Price Trend



기업브리프

이수화학 (005950)

올해 EPS, 작년 대비 204.9% 증가 전망



이수화학의 올해 3분기 영업이익은 188억원으로 전 분기 대비 22.7% 증가할 전망입니다. 화학부문의 실적 호조세가 지속되고 있는 가운데, 비화학(건설/의약)부문도 안정적 실적을 유지하고 있기 때문입니다. 한편 올해 동사의 순이익/EPS는 일회성 비용(건설 및 해외법인 이슈) 제한으로 작년 대비 큰 폭의 개선이 전망됩니다. 이에 올해 동사의 전반적인 배당 규모의 증가가 예상됩니다.

>>> 3분기 영업이익, 전 분기 대비 22.7% 증가 전망

이수화학의 올해 3분기 영업이익은 188억원으로 전 분기 대비 22.7% 증가할 전망이다. 저가 원재료 투입, LAB/NP/스페셜티 제품의 견조한 판매로 화학부문의 실적 호조세가 지속될 전망이며, 이수건설/이수애플스 등 비화학부문도 일회성 비용이 제한되며 안정적 실적을 지속하고 있기 때문이다. 한편 동사의 주력 제품인 LAB는 연간 2~3%의 자연 수요 증가가 지속되고 있는 가운데, 경쟁사의 플랜트 신증설이 없어 보수적으로도 2019년까지는 점진적 수급 개선이 예상된다.

>>> 올해 EPS, 작년 대비 204.9% 증가 전망

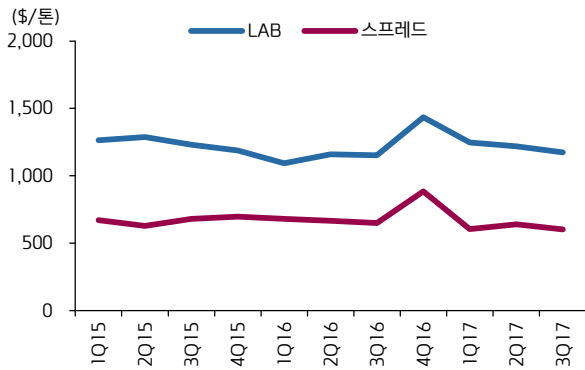
작년 대비 건설 수주 감소에 따른 건설부문의 이익 감소에 근거해 올해 동사의 연결 영업이익은 작년 대비 감소할 전망이다. 하지만 올해 당기순이익 및 EPS는 작년 대비 큰 폭의 개선이 있을 것으로 판단된다. 영업외단에 일회성 비용이 제한되며, 지분법손익이 작년 대비 개선 추세에 있기 때문이다.

참고로 작년에는 의정부 경전철 파산 및 해외법인 이연법인세자산 처리 등 일회성 비용이 약 350억원 계상되었으며, 지분법손실 43억원이 발생하였다. 올해는 LAB 시장 개선으로 GOC 등 지분법법체의 손익이 흑자로 전환된 가운데, 기술한 일회성 비용 제한으로 영업외단에서만 400억원 수준의 증익 효과가 전망된다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 24,000원(유지)

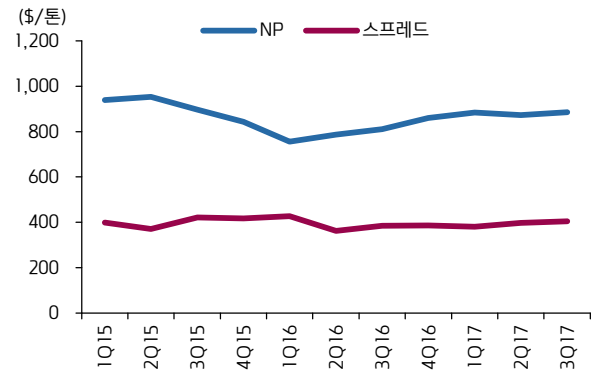
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 플랜트 건설에 따르는 시차 효과로 작년부터 시작된 세계 LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 투자사 및 지분법법체들의 실적이 점진적으로 개선되어 연결 실적의 훼손이 제한되고, 3) 정밀화학 중 스페셜티 제품군은 안정적인 이익을 지속하고 있으며, 연구개발을 통하여 동사는 중장기적으로 3~4개의 고부가 스페셜티 제품을 추가 런칭을 준비하고 있고, 4) 올해 순이익 증가로 배당수익률이 3~4% 수준을 기록할 것으로 전망되기 때문이다.

국내 LAB 스프레드 추이(분기별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 노말파라핀 스프레드 추이(분기별)



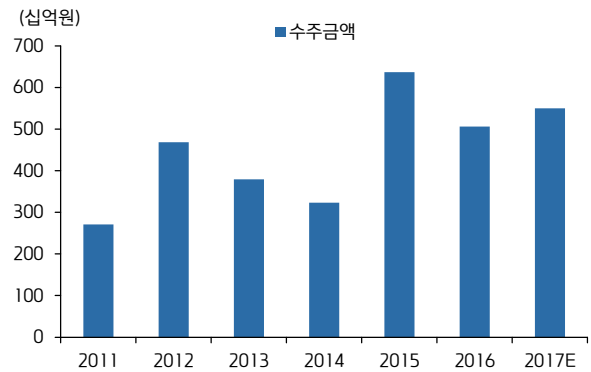
자료: KITA, 키움증권 리서치

최근 LAB 증설 현황

(단위: 천톤)				
구분	지역	업체명	생산능력	비고
2012	중국	GOC	100	이수화학/Salim
	사우디	Farabi Petrochemicals	100	
	중국	Sinopec Jinling Petrochem	50	Sinopec
2013	중국	Jintung Petrochemical	100	Jinling/Hotung
2014	브라질	Deten Quimica	40	Cepsa
2016	태국	Labix	100	Thai Oil/Mitsui

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

이수건설 수주금액 추이(연별)



자료: 이수화학, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)		2016				2017				2014	2015	2016	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	204	249	248	203	257	303	245	220	1,502	1,049	903	1,024
	건설	123	145	151	173	115	133	141	161	342	410	593	550
	의약	3	6	6	4	4	6	6	6	7	11	19	22
	합계	331	400	405	380	405	412	391	387	1,852	1,471	1,515	1,596
영업이익	석유화학	8	12	10	5	7	10	12	7	5	2	35	36
	건설	4	8	7	12	1	5	6	9	-35	3	30	21
	의약	0	1	0	-1	-2	0	0	0	-6	-5	-1	-1
	합계	12	21	17	16	6	15	19	16	-36	0	65	56

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	15,957	15,769	16,047
매출원가	13,914	13,837	14,722	14,416	14,630
매출총이익	799	1,317	1,235	1,353	1,418
판매비및일반관리비	798	668	673	665	677
영업이익(보고)	1	650	561	688	741
영업이익(핵심)	1	650	561	688	741
영업외손익	-426	-444	-93	-2	-3
이자수익	49	45	28	37	37
배당금수익	3	2	3	0	0
외환이익	208	270	229	226	226
이자비용	270	208	136	161	161
외환손실	139	182	189	118	118
관계기업지분법손익	-134	-43	11	40	40
투자및기타자산처분손익	-5	-8	-5	-6	-7
금융상품평가및기타금융이익	-91	-225	-5	-19	-19
기타	-47	-95	-31	0	0
법인세차감전이익	-426	206	468	686	738
법인세비용	121	104	93	142	153
유효법인세율 (%)	-28.3%	50.5%	20.0%	20.7%	20.7%
당기순이익	-546	102	374	544	585
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	351	510	548
EBITDA	107	767	672	801	856
현금순이익(Cash Earnings)	-440	219	485	657	700
수정당기순이익	-423	217	384	569	605
증감율(% YoY)					
매출액	-20.5	3.0	5.3	-1.2	1.8
영업이익(보고)	N/A	120,385.4	-13.6	22.6	7.7
영업이익(핵심)	N/A	120,385.4	-13.6	22.6	7.7
EBITDA	N/A	617.2	-12.3	19.1	6.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	204.9	45.2	7.6
EPS	N/A	N/A	204.9	45.2	7.6
수정순이익	N/A	N/A	76.6	48.3	6.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	341	652	620
당기순이익	-546	102	374	544	585
감가상각비	92	100	95	98	102
무형자산상각비	14	17	16	14	13
외환손익	-12	-102	-40	-107	-107
자산처분손익	15	0	5	6	7
지분법손익	134	43	-11	-40	-40
영업활동자산부채 증감	531	43	-137	32	-47
기타	142	572	38	104	107
투자활동현금흐름	-165	-113	-278	-154	-221
투자자산의 처분	-91	49	-89	14	-36
유형자산의 처분	87	0	0	0	0
유형자산의 취득	-139	-144	-158	-174	-174
무형자산의 처분	-5	-42	0	0	0
기타	-18	23	-30	7	-11
재무활동현금흐름	-456	-186	-37	-76	-70
단기차입금의 증가	-1,512	-494	0	0	0
장기차입금의 증가	795	388	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-51	-80	-73	-87	-87
기타	312	0	35	11	17
현금및현금성자산의순증가	-251	479	25	422	328
기초현금및현금성자산	615	364	844	869	1,291
기말현금및현금성자산	364	844	869	1,291	1,620
Gross Cash Flow	-161	732	477	620	667
Op Free Cash Flow	494	297	377	658	455

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	6,205	6,565	6,986
현금및현금성자산	364	844	869	1,291	1,620
유동금융자산	477	217	228	226	230
매출채권및유동채권	3,154	3,533	3,720	3,676	3,741
재고자산	1,312	1,317	1,387	1,371	1,395
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,278	5,353	5,497
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	477	471	480
투자자산	1,848	1,872	1,958	1,984	2,049
유형자산	1,914	2,006	2,069	2,145	2,218
무형자산	157	185	170	155	142
기타비유동자산	552	574	605	598	608
자산총계	10,286	11,002	11,483	11,918	12,483
유동부채	4,836	6,049	6,192	6,158	6,208
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	2,603	2,572	2,618
단기차입금	1,187	2,424	2,424	2,424	2,424
유동성장기차입금	1,714	942	942	942	942
기타유동부채	9	211	222	220	224
비유동부채	1,942	1,488	1,525	1,536	1,554
장기매입채무및비유동채무	47	38	40	40	41
사채및장기차입금	1,609	1,020	1,020	1,020	1,020
기타비유동부채	286	430	465	477	494
부채총계	6,777	7,538	7,717	7,695	7,762
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	1,215	1,650	2,122
기타자본	602	575	575	575	575
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	3,236	3,671	4,143
비지배주주지분자본총계	547	518	530	553	578
자본총계	3,508	3,464	3,766	4,223	4,721
순차입금	3,669	3,325	3,288	2,869	2,536
총차입금	4,510	4,386	4,386	4,386	4,386

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,840	753	2,297	3,336	3,589
BPS	19,380	19,286	21,179	24,025	27,118
주당EBITDA	700	5,018	4,399	5,241	5,603
CFPS	-2,879	1,433	3,176	4,298	4,584
DPS	300	500	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-3.6	21.6	7.0	4.8	4.5
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	52.8	7.2	8.8	6.9	6.0
PCFR	-3.6	11.4	5.1	3.7	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	3.5	4.4	4.6
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	3.5	4.4	4.6
EBITDA margin	0.7	5.1	4.2	5.1	5.3
순이익률	-3.7	0.7	2.3	3.5	3.6
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	10.4	13.6	13.1
투자자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	11.5	13.8	11.1
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	204.9	182.2	164.4
순차입금비율	104.6	96.0	87.3	67.9	53.7
이자보상배율(배)	0.0	3.1	4.1	4.3	4.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	4.4	4.3	4.3
재고자산회전율	9.1	11.5	11.8	11.4	11.6
매입채무회전율	8.7	6.9	6.3	6.1	6.2

Compliance Notice

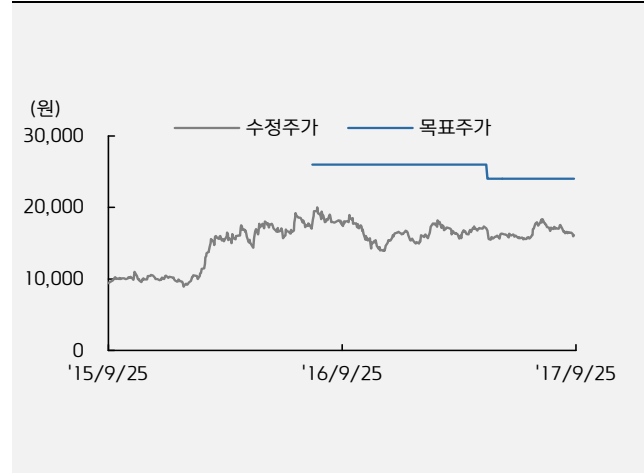
- 당사는 9월 22일 현재 '이수화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수화학 (005950)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	26,000원	6개월	-38.0	-32.7
	2016/11/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.0	-26.2
	2016/12/05	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-32.7	-23.1
	2017/03/21	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-32.5	-23.1
	2017/04/18	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-39.9	-32.7
	2017/05/11	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-35.0	-27.1
	2017/07/20	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-35.0	-27.1
	2017/09/25	BUY(Maintain)	24,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%