



BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(11/10): 16,400원

시가총액: 2,506억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/10)	2,542.95pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	18,950원	13,950원
등락률	-10.63%	17.56%
수익률	절대	상대
1W	-1.8%	-6.0%
6M	-2.1%	-12.6%
1Y	8.6%	-14.5%

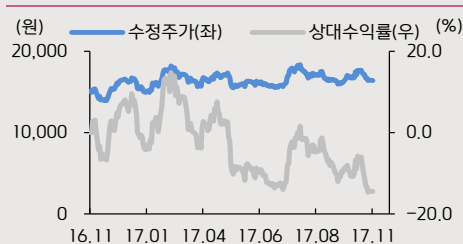
Company Data

발행주식수	15,278천주
일평균 거래량(3M)	72천주
외국인 지분율	6.70%
배당수익률(17E)	3.66%
BPS(17E)	20,291원
주요 주주	(주)이수(외 11인) 39.23%
	이수화학 자사주 펀드 4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,154	15,894	15,970	16,248
보고영업이익	650	418	529	545
핵심영업이익	650	418	529	545
EBITDA	767	528	642	660
세전이익	206	283	442	456
순이익	102	223	345	356
지배주주지분순이익	115	215	342	352
EPS(원)	753	1,409	2,236	2,306
증감률(%YoY)	N/A	87.0	58.7	3.1
PER(배)	21.6	11.6	7.3	7.1
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	7.2	11.4	9.0	8.6
보고영업이익률(%)	4.3	2.6	3.3	3.4
핵심영업이익률(%)	4.3	2.6	3.3	3.4
ROE(%)	2.9	6.3	9.2	8.9
순부채비율(%)	96.0	94.7	84.6	76.6

Price Trend



기업브리프

이수화학 (005950)

중국 차익거래 물량 출회로 인한 단기적 악화



이수화학의 올해 3분기 영업이익은 91억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 중국 LAB 내수 가격 인하에 따라 화학부문의 수익성이 단기적으로 훼손되었고, 비화학부문도 일부 판매 지연으로 전 분기 대비 실적이 감소하였기 때문입니다. 다만 올해 4분기에는 부진하였던 중국 LAB 업황이 회복되고 있고, 올해 순이익 개선으로 3% 이상의 배당수익률을 기록하며 동사는 배당주로서의 매력을 지속할 전망입니다.

>>> 3분기 영업이익, 시장 기대치 하회

이수화학의 올해 3분기 실적은 매출액 3,806억원(YoY -5.94%, QoQ -7.67%), 영업이익 91억원(YoY -45.99%, QoQ -40.55%)을 기록하며, 시장 기대치를 하회하였다. 중국 LAB 내수 가격 인하에 따른 화학부문 수익성 훼손 및 바이오부문의 일부 판매 지연에 기인한다.

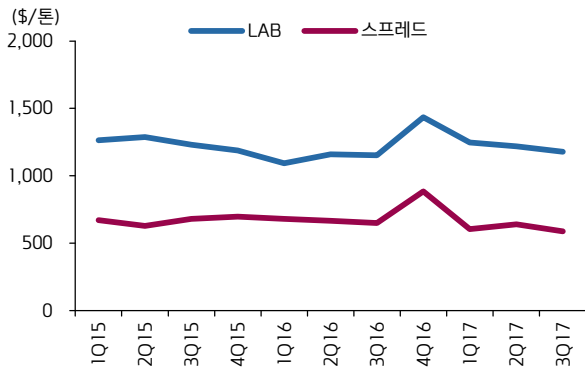
부문별로는 1) 화학부문 영업이익은 LAB가 7~9월 고른 판매량을 지속하였으나, 중국 내수 LAB 가격 인하로 인하여 중국 내수용 물량이 역내로 공급 확대되면서 동사의 9월 수익성 저하로 전 분기 대비 37.4% 감소한 60억원을 기록하였다. 2) 바이오부문 영업이익은 하반기 예상되었던 이란/멕시코/터키 등 일부 애브서틴 판매의 지연으로 전 분기 대비 적자전환한 -5억원을 기록하였다. 3) 건설부문 영업이익은 전 분기 대비 감소한 36억원을 기록하였지만, 방어적 수주 확대로 3.4%의 견조한 영업이익률을 기록하였다.

한편 건설부문은 10월 말까지 신규 수주 금액이 3,665억원으로 연간 목표 대비 73% 수준을 기록하였고, 11~12월 중 일부 지역 재건축 입찰 및 공공입찰 참여로 연간 수주 목표를 초과 달성이 가능할 전망이다. 올해 4분기 화학부문은 계절적 비수기 및 동사 정기보수 진행 영향에도 불구하고, 9월 중순부터 11월 초까지 세계적으로도 규모가 되는 중국의 Jintung Petrochemical의 LAB 플랜트(연산 34만톤)와 JXTG Nippon(10월 23일~12월 초, 9만톤)의 정기보수 진행으로 역내 LAB 업황이 전 분기 대비 반등할 전망이다.

투자의견 Buy(유지), 목표주가 24,000원(유지)

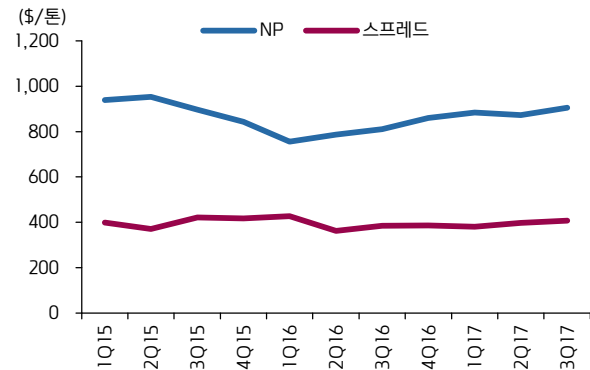
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지한다. 3분기 실적 부진에도 불구하고, 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 플랜트 건설에 따르는 시차 효과로 작년부터 시작된 세계 LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 투자사 및 지분법업체들의 실적이 점진적으로 개선되어 연결 실적의 훼손이 제한되고, 3) 정밀화학 중 스페셜티 제품군은 안정적인 이익을 지속하고 있으며, 연구개발을 통하여 동사는 중장기적으로 3~4개의 고부가 스페셜티 제품을 추가 런칭을 준비하고 있고, 4) 올해 순이익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

국내 LAB 가격 및 스프레드 추이(분기별)



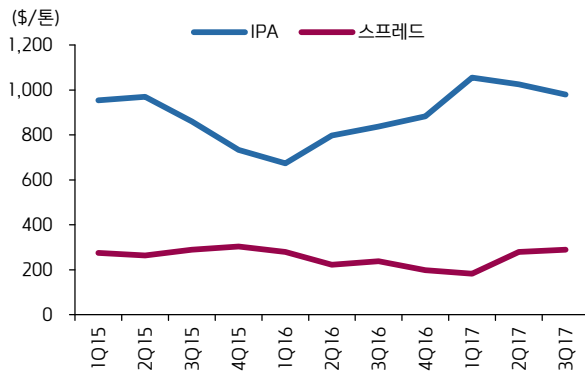
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 노말파라핀 가격 및 스프레드 추이(분기별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 IPA 가격 및 스프레드 추이(분기별, 아세톤법)



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

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)		2016				2017				2014	2015	2016	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	204	249	248	203	257	303	271	224	1,502	1,049	903	1,055
	건설	123	145	151	173	115	133	104	161	342	410	593	513
	의약	3	6	6	4	4	6	5	6	7	11	19	21
	합계	331	400	405	380	405	412	381	391	1,852	1,471	1,515	1,589
영업이익	석유화학	8	12	10	5	7	10	6	6	5	2	35	29
	건설	4	8	7	12	1	5	4	6	-35	3	30	15
	의약	0	1	0	-1	-2	0	-1	-1	-6	-5	-1	-2
	합계	12	21	17	16	6	15	9	11	-36	0	65	42

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	15,894	15,970	16,248
매출원가	13,914	13,837	14,806	14,767	15,018
매출총이익	799	1,317	1,088	1,203	1,230
판매비및일반관리비	798	668	671	674	685
영업이익(보고)	1	650	418	529	545
영업이익(핵심)	1	650	418	529	545
영업외손익	-426	-444	-134	-87	-89
이자수익	49	45	28	37	38
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	-71	-85	-86
법인세차감전이익	-426	206	283	442	456
법인세비용	121	104	60	97	100
유효법인세율 (%)	-28.3%	50.5%	21.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	-546	102	223	345	356
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	215	342	352
EBITDA	107	767	528	642	660
현금순이익(Cash Earnings)	-440	219	334	458	471
수정당기순이익	-423	217	233	370	376
증감율(% YoY)					
매출액	-20.5	3.0	4.9	0.5	1.7
영업이익(보고)	N/A	120,385.4	-35.7	26.7	3.0
영업이익(핵심)	N/A	120,385.4	-35.7	26.7	3.0
EBITDA	N/A	617.2	-31.1	21.4	2.8
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	87.0	58.7	3.1
EPS	N/A	N/A	87.0	58.7	3.1
수정순이익	N/A	N/A	7.0	59.0	1.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	200	408	390
당기순이익	-546	102	223	345	356
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	-126	-13	-47
기타	142	572	38	104	107
투자활동현금흐름	-165	-113	-269	-191	-221
투자자산의 처분	-91	49	-82	-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	-28	-3	-11
재무활동현금흐름	-456	-186	-39	-71	-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	34	17	17
현금및현금성자산의순증가	-251	479	-107	146	99
기초현금및현금성자산	615	364	844	736	882
기말현금및현금성자산	364	844	736	882	981
Gross Cash Flow	-161	732	326	421	437
Op Free Cash Flow	494	297	244	454	306

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	6,051	6,223	6,415
현금및현금성자산	364	844	736	882	981
유동금융자산	477	217	228	229	233
매출채권및유동채권	3,154	3,533	3,705	3,723	3,788
재고자산	1,312	1,317	1,382	1,388	1,412
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,268	5,385	5,529
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	475	477	486
투자자산	1,848	1,872	1,952	2,002	2,067
유형자산	1,914	2,006	2,069	2,145	2,218
무형자산	157	185	170	155	142
기타비유동자산	552	574	602	605	616
자산총계	10,286	11,002	11,320	11,608	11,943
유동부채	4,836	6,049	6,180	6,194	6,243
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	2,593	2,605	2,651
단기차입금	1,187	2,424	2,424	2,424	2,424
유동성장기차입금	1,714	942	942	942	942
기타유동부채	9	211	222	223	227
비유동부채	1,942	1,488	1,524	1,541	1,558
장기매입채무및기타유동채무	47	38	40	40	41
사채및장기차입금	1,609	1,020	1,020	1,020	1,020
기타비유동부채	286	430	464	481	498
부채총계	6,777	7,538	7,705	7,735	7,802
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	1,079	1,346	1,623
기타자본	602	575	575	575	575
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	3,100	3,367	3,644
비지배주주지분자본총계	547	518	515	506	498
자본총계	3,508	3,464	3,615	3,873	4,142
순차입금	3,669	3,325	3,422	3,275	3,172
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	1,409	2,236	2,306
BPS	19,380	19,286	20,291	22,038	23,848
주당EBITDA	700	5,018	3,459	4,199	4,319
CFPS	-2,879	1,433	2,187	2,996	3,082
DPS	300	500	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-3.6	21.6	11.6	7.3	7.1
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	52.8	7.2	11.4	9.0	8.6
PCFR	-3.6	11.4	7.5	5.5	5.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	2.6	3.3	3.4
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	2.6	3.3	3.4
EBITDA margin	0.7	5.1	3.3	4.0	4.1
순이익률	-3.7	0.7	1.4	2.2	2.2
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	6.3	9.2	8.9
투자자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	8.6	10.6	8.1
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	213.1	199.7	188.4
순차입금비율	104.6	96.0	94.7	84.6	76.6
이자보상배율(배)	0.0	3.1	3.1	3.3	3.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	4.4	4.3	4.3
재고자산회전율	9.1	11.5	11.8	11.5	11.6
매입채무회전율	8.7	6.9	6.3	6.1	6.2

Compliance Notice

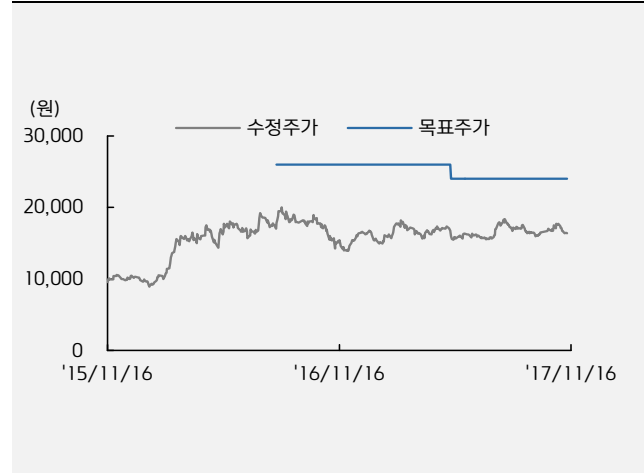
- 당사는 11월 10일 현재 '이수화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수화학 (005950)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	26,000원	6개월	-30.3	-23.1
	2016/11/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-34.0	-23.1
	2016/12/05	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.8	-23.1
	2017/03/21	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-37.0	-34.0
	2017/04/18	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-28.7	-27.7
	2017/05/11	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-32.5	-27.7
	2017/07/20	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.9	-23.5
	2017/09/25	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.9	-23.5
	2017/10/16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-29.0	-26.3
	2017/11/13	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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%