



# BUY(Maintain)

목표주가: 17,500원  
주가(5/11): 13,300원  
시가총액: 2,032억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (5/11)	2,477.71pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	18,350원	11,800원
등락률	-27.52%	12.71%
수익률	절대	상대
1W	9.9%	8.4%
6M	-18.9%	-16.8%
1Y	-16.6%	-22.7%

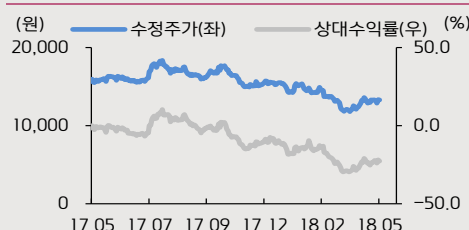
### Company Data

발행주식수	15,278천주
일평균 거래량(3M)	70천주
외국인 지분율	5.73%
배당수익률(18E)	3.76%
BPS(18E)	19,537원
주요 주주	(주)이수(외 11인) 39.23%
	이수화학 자사주 펀드 4.93%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,154	15,078	14,451	14,800
보고영업이익	650	344	369	487
핵심영업이익	650	344	369	487
EBITDA	767	472	491	614
세전이익	206	47	244	467
순이익	102	23	208	365
지배주주지분순이익	115	45	209	332
EPS(원)	753	295	1,369	2,172
증감률(%YoY)	N/A	-60.9	364.4	58.6
PER(배)	21.6	51.7	9.7	6.1
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	7.2	9.6	10.6	8.9
보고영업이익률(%)	4.3	2.3	2.6	3.3
핵심영업이익률(%)	4.3	2.3	2.6	3.3
ROE(%)	2.9	0.7	5.8	9.7
순부채비율(%)	96.0	94.9	88.2	81.8

### Price Trend



# 이수화학 (005950)

## 이란 제재 시 세계 LAB 수급 추가 개선 전망



이수화학의 올해 1분기 영업이익은 29억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 화학 부문은 부정적 환율 효과가 발생하였고, 비화학부문은 수주 공백 및 연구개발비 증가에 기인합니다. 다만 올해 1분기를 저점으로 실적 개선이 전망됩니다. 1) 화학부문은 유가 상승에 따른 재고자산의 긍정적인 래깅 효과가 발생할 전망이고, 2) 건설부문은 올해 하반기부터 주택사업 수주가 확대될 것으로 보이기 때문입니다. 한편 동사의 배당수익률은 3.8%로 하반기로 갈수록 배당주로서의 매력 추가될 전망입니다.

### >>> 1분기 영업이익, 시장 기대치 하회

이수화학의 올해 1분기 실적은 매출액 3,557억원(YoY -12.2%, QoQ +14.8%), 영업이익 29억원(YoY -54.0%, QoQ -23.4%)을 기록하며, 시장 기대치를 소폭 하회하였다. 수출주에 부정적인 환율 효과가 발생하였고, 선진국 진출을 위한 바이오부문의 연구개발비 증가에 기인한다. 부문별로는 1) 화학 부문 영업이익은 부정적인 환율 효과 및 작년 4분기 정기보수에 따른 고원가율 이연에도 불구하고, 중국 내수 판가 반등 등으로 전 분기 대비 흑자 전환한 34억원을 기록하였다. 2) 건설부문 영업이익은 동절기 계절적 사유로 인한 공정을 하락 및 하반기로 수주 지연으로 전 분기 대비 76.7% 감소한 18억원을 기록하였다. 3) 바이오부문 영업이익은 애브서틴 유럽/미국시장 진출을 위한 연구개발비 증가로 전 분기 대비 적자를 지속한 -23억원을 기록하였다.

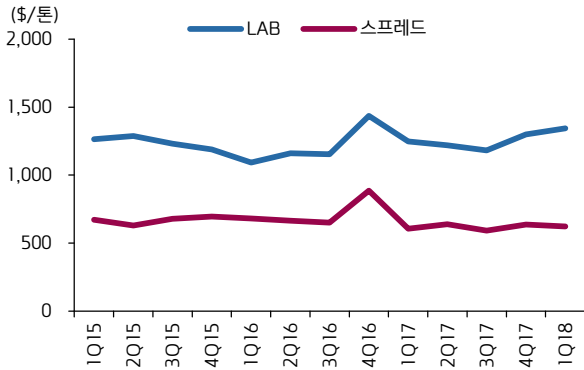
### >>> 2분기 영업이익, 전 분기 대비 311.1% 증가 전망

동사의 올해 2분기 영업이익은 전 분기 대비 311.1% 증가한 118억원을 기록할 전망이다. 1) 작년 3분기 중국 정부의 물가 안정을 위한 중국 LAB 내수 단가 인하 영향이 완전히 회복되었고, 2) 유가 상승에 따른 화학부문 재고자산의 긍정적인 래깅 효과가 발생할 전망이며, 3) 이란 제재 발생 시 LAB 수급 타이트 현상이 심화될 가능성이 있기 때문이다. 참고로 이란의 LAB 생산 능력은 15만톤 이상이다.

### 투자의견 Buy(유지), 목표주가 17,500원(유지)

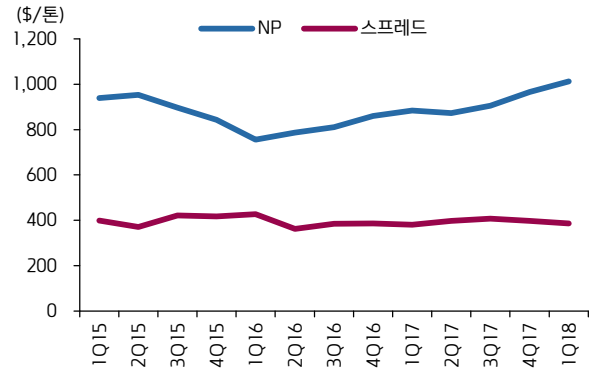
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 17,500원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 플랜트 건설에 따르는 시차 효과로 재작년부터 시작된 세계 LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 정밀화학 중 스페셜티 제품군은 안정적인 이익을 지속하고 있으며, 연구개발을 통하여 동사는 중장기적으로 3~4개의 황화수소 고부가 다운스트림 제품을 추가 런칭을 준비하고 있고, 3) 애브서틴 오리지널 시장 규모는 약 1조원으로 미국/유럽 시장이 60% 차지하고 있으며, 선진 시장 진출 완료 시 바이오부문의 실적이 크게 확대될 전망이며, 4) 건설부문은 올해 상반기를 저점으로 하반기부터 주택 수주분이 실적에 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다.

국내 LAB 가격 및 스프레드 추이(분기별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 노말파라핀 가격 및 스프레드 추이(분기별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

이수화학 바이오부문 파이프라인의 성장성

(단위: 백만불)	제품	적응증	오리지널 약품명(제조사)	시장 규모		CAGR
				2016	2022	
출시	애브서틴	고셔병	Cerezyme(Sanofi)	835	989	2.9%
	파바갈	파브리병	Fabrazyme(Sanofi)	734	1,075	6.6%
	글로티넵	항혈전제	Reopro(Eli Lilly)	87	59	-6.3%
임상	ISU304	B형 혈우병	신약	1,466	2,435	8.8%
	ISU104	난치성 암	신약	14,135	28,322	12.3%
연구	ISU305	발작성야간혈색소뇨증	Soliris(Alexion)	2,843	5,139	10.4%
	ISU106	면역항암제	Opdivo(BMS)	3,774	9,133	15.9%

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	석유화학	257	303	271	225	291	262	251	250	1,049	903	1,056	1,054
	건설	115	133	104	80	62	80	125	100	410	593	432	367
	의약	4	6	5	4	3	7	7	7	11	19	19	24
	합계	405	412	381	310	356	349	383	357	1,471	1,515	1,508	1,445
영업이익	석유화학	7	10	6	-1	3	10	9	2	2	35	22	25
	건설	1	5	4	8	2	3	4	7	3	30	18	15
	의약	-2	0	-1	-3	-2	-1	0	0	-5	-1	-5	-3
	합계	6	15	9	4	3	12	13	9	0	65	34	37

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	15,078	14,451	14,800
매출원가	13,914	13,837	14,000	13,363	13,574
매출총이익	799	1,317	1,077	1,088	1,226
판매비및일반관리비	798	668	734	719	739
영업이익(보고)	1	650	344	369	487
영업이익(핵심)	1	650	344	369	487
영업외손익	-426	-444	-297	-126	-20
이자수익	49	45	35	25	25
배당금수익	3	2	4	2	2
외환이익	208	270	200	78	86
이자비용	270	208	209	156	156
외환손실	139	182	257	125	112
관계기업지분법손익	-134	-43	12	60	80
투자및기타자산처분손익	-5	-8	0	0	-1
금융상품평가및기타금융이익	-91	-225	-34	50	57
기타	-47	-95	-47	-59	0
법인세차감전이익	-426	206	47	244	467
법인세비용	121	104	24	36	103
유효법인세율 (%)	-28.3%	50.5%	50.7%	14.7%	22.0%
당기순이익	-546	102	23	208	365
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	45	209	332
EBITDA	107	767	472	491	614
현금순이익(Cash Earnings)	-440	219	151	329	492
수정당기순이익	-423	217	40	158	322
증감율(% YoY)					
매출액	-20.5	3.0	-0.5	-4.2	2.4
영업이익(보고)	N/A	120,385.4	-47.1	7.5	31.8
영업이익(핵심)	N/A	120,385.4	-47.1	7.5	31.8
EBITDA	N/A	617.2	-38.5	4.0	25.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-60.9	364.4	58.6
EPS	N/A	N/A	-60.9	364.4	58.6
수정순이익	N/A	N/A	-81.6	295.6	103.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	4,920	4,888	4,965
현금및현금성자산	364	844	886	1,020	1,004
유동금융자산	477	217	487	467	478
매출채권및유동채권	3,154	3,533	2,451	2,349	2,406
채고자산	1,312	1,317	1,096	1,050	1,076
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,131	5,225	5,479
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	397	380	389
투자자산	1,848	1,872	1,772	1,783	1,894
유형자산	1,914	2,006	2,132	2,272	2,405
무형자산	157	185	209	194	181
기타비유동자산	552	574	621	595	610
자산총계	10,286	11,002	10,051	10,112	10,444
유동부채	4,836	6,049	5,876	5,818	5,850
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	1,376	1,319	1,351
단기차입금	1,187	2,394	3,057	3,057	3,057
유동성장기차입금	1,714	972	1,431	1,431	1,431
기타유동부채	9	211	12	12	12
비유동부채	1,942	1,488	678	661	669
장기매입채무및비유동채무	47	38	41	39	40
사채및장기차입금	1,609	1,020	205	205	205
기타비유동부채	286	430	432	418	424
부채총계	6,777	7,538	6,554	6,480	6,519
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	865	1,015	1,287
기타자본	602	575	524	524	524
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	2,834	2,985	3,257
비지배주주지분자본총계	547	518	663	648	668
자본총계	3,508	3,464	3,497	3,633	3,925
순차입금	3,669	3,325	3,320	3,205	3,210
총차입금	4,510	4,386	4,692	4,692	4,692

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	200	370	353
당기순이익	-546	102	23	208	365
감가상각비	92	100	113	107	114
무형자산상각비	14	17	15	14	13
외환손익	-12	-102	-15	46	26
자산처분손익	15	0	1	0	1
지분법손익	134	43	-12	-60	-80
영업활동자산부채 증감	531	74	-2	104	-58
기타	142	541	78	-50	-28
투자활동현금흐름	-165	-113	-495	-148	-303
투자자산의 처분	-91	49	-10	73	-41
유형자산의 처분	87	0	11	0	0
유형자산의 취득	-139	-144	-224	-247	-247
무형자산의 처분	-5	-42	-44	0	0
기타	-18	23	-228	25	-15
재무활동현금흐름	-456	-186	354	-87	-66
단기차입금의 증가	-1,512	-494	-162	0	0
장기차입금의 증가	795	388	386	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-51	-80	-105	-73	-73
기타	312	0	235	-15	7
현금및현금성자산의순증가	-251	479	42	135	-16
기초현금및현금성자산	615	364	844	886	1,020
기말현금및현금성자산	364	844	886	1,020	1,004
Gross Cash Flow	-161	701	202	266	411
Op Free Cash Flow	494	327	27	348	191

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,840	753	295	1,369	2,172
BPS	19,380	19,286	18,553	19,537	21,318
주당EBITDA	700	5,018	3,087	3,211	4,020
CFPS	-2,879	1,433	989	2,154	3,219
DPS	300	500	500	500	600
주가배수(배)					
PER	-3.6	21.6	51.7	9.7	6.1
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	52.8	7.2	9.6	10.6	8.9
PCFR	-3.6	11.4	15.4	6.2	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	2.3	2.6	3.3
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	2.3	2.6	3.3
EBITDA margin	0.7	5.1	3.1	3.4	4.2
순이익률	-3.7	0.7	0.2	1.4	2.5
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	0.7	5.8	9.7
투하자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	3.5	7.6	7.4
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	187.4	178.4	166.1
순차입금비율	104.6	96.0	94.9	88.2	81.8
이자보상배율(배)	0.0	3.1	1.6	2.4	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	5.0	6.0	6.2
채고자산회전율	9.1	11.5	12.5	13.5	13.9
매입채무회전율	8.7	6.9	7.8	10.7	11.1

Compliance Notice

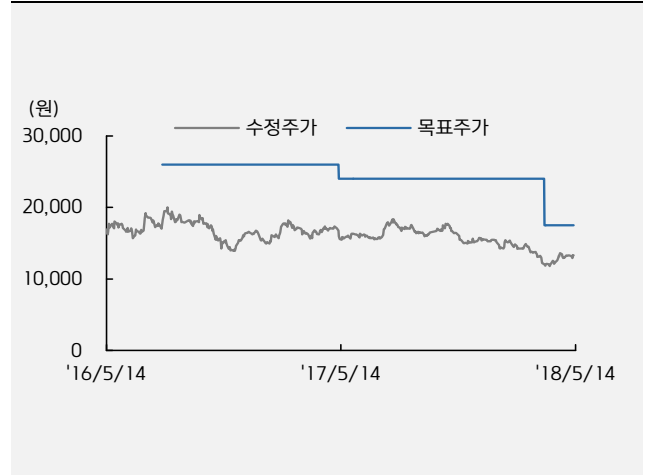
- 당사는 5월 11일 현재 '이수화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	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	-35.7	-33.3
	2017/05/11	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-33.7	-31.9
	2017/07/20	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.2	-23.5
	2017/09/25	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-31.2	-23.5
	2017/10/16	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-30.9	-23.5
	2017/11/13	BUY(Maintain)	24,000원	6개월	-38.6	-32.9
	2018/03/27	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-27.2	-22.3
	2018/05/14	BUY(Maintain)	17,500원	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%