



BUY(Initiate)

목표주가: 21,000원

주가(1/5): 14,350원

시가총액: 4,012억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(1/5)	2,953.97pt		
52 주 추가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	17,850원	11,150원	
등락률	-19.6%	28.7%	
수익률	절대	상대	
	1M	-14.3%	-13.9%
	6M	15.3%	28.5%
	1Y	-5.0%	-3.8%

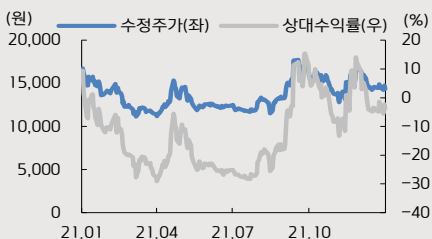
Company Data

발행주식수	27,960천주
일평균 거래량(3M)	971천주
외국인 지분율	2.1%
배당수익률(21E)	2.1%
BPS(21E)	11,343원
주요 주주	이수 외 8인 28.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,516.2	1,319.0	1,685.5	1,769.5
영업이익	9.4	-32.7	81.0	92.0
EBITDA	26.9	-11.1	108.9	115.4
세전이익	-5.3	-140.9	92.4	104.1
순이익	-18.9	-139.9	72.0	81.2
지배주주지분순이익	-7.3	-87.6	45.1	50.8
EPS(원)	-436	-4,536	1,613	1,819
증감률(%YoY)	적전	적지	흑전	12.8
PER(배)	-22.1	-2.9	9.0	8.1
PBR(배)	0.5	1.2	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	21.4	-55.7	6.6	6.3
영업이익률(%)	0.6	-2.5	4.8	5.2
ROE(%)	-2.4	-31.1	15.6	15.0
순부채비율(%)	87.9	88.8	65.1	48.6

Price Trend



기업브리프

이수화학(005950)

반복되는 12년 주기설



이수화학은 올해도 증익 추세가 이어질 전망이다. 건설/의약 등 비석유화학부문의 실적 안정화가 예상되는 가운데, 석유화학의 업사이클이 공급 증가 제한으로 올해도 유지될 것으로 전망되기 때문이다. 또한 NOM/NDM 가동률 개선, Li2S 상업화, PCM 원료 판매 증가, 5G 케이블/플렉서블 디스플레이 원료 투자 확대에 동사의 스페셜티 비중은 추가적으로 증가할 전망이다. 한편 위탁 설비를 고려 시 스푸트니 크의 원활한 판매가 될 경우 의약부문의 실적도 크게 개선될 가능성도 존재합니다.

>>> **작년 4분기 영업이익, 전년 동기 대비 937억원 증가 전망**
 이수화학의 작년 4분기 영업이익은 254억원으로 전년 동기 대비 937억원이 증가할 전망이다.

일부 성과급 발생 전망에도 불구하고, 1) 정기보수 이연으로 석유화학부문 물량의 훼손이 제한될 전망이고, 2) 수출추세에 우호적인 환율 효과가 지속되고 있으며, 3) 신증설 제한으로 주력 제품인 LAB의 견고한 수익성이 유지되고 있고, 4) Rubber/Latex/아크릴릭스 파생품/PMMA/ABS/PS 등 전방 제품군의 수요 호조로 TDM 등 Heavy Mercaptans의 높은 마진율이 지속되고 있으며, 5) IPA는 원재료 아세톤 가격의 급락으로 최근 스프레드가 반등하고 있기 때문이다. 또한 6) 건설부문도 전 분기에 발생한 신규 주택 사업장(의정부 장암, 인천 롯데우람)의 철거비 제거로 전 분기 대비 흑자전환이 예상된다.

한편 LAB/MEK 수익성 호조로 동사의 지분법업체인 Great Orient Chemical(중국 LAB, 지분율 50%), 산동동명이수화학(중국 MEK, 지분율 40%)의 실적도 추가적인 개선이 전망된다.

>>> 올해 4분기, 고체 전해질 원재료 플랜트 가동 계획

작년 100억원 수준의 Capex가 올해는 300억원으로 증가할 전망이다. 스페셜티 화학제품에 대한 투자 확대에 기인한다. 동사는 약 210억원을 투자하여 황화리튬 시제품 생산을 위한 데모 설비를 구축할 계획이다. 기존 온산 공장 유휴 부지를 활용하여, 올해 9월 완공 후 4분기부터 본격 가동할 계획이다.

해당 설비는 국내 황화물계 고체 전해질 개발 수요량을 전부 충족할 수 있는 연산 20톤 규모이며, 향후 개발 수요 확대까지 감안하여 리튬핑/운영 최적화를 통한 증설이 가능하게 설계되었다.

한편 황화물계 고체 전해질의 주요 원재료인 황화리튬은 현재 Kg당 \$1.2만에 가격이 형성되어 있다. 동사는 황화수소 핸들링 기술을 보유하고 있어, 황화리튬 저가화에 기여할 것으로 보인다.

참고로 미국 Solid Power는 자체 황화물계 고체 전해질 물질 물량이 2024년 50톤에서 2028년 4만톤으로 800배 증가할 것으로 전망하고 있다.

>>> **올해 석유화학부문 영업이익, 창사 최대치 재차 경신 예상**
 동사의 올해 석유화학부문 영업이익은 작년에 이어 창사 최대치를 재차 경신할 전망이다.

1) 주력 제품인 LAB의 수급 타이트가 올해도 지속될 것으로 예상된다. LAB는 인구 증가로 주요 전방인 세탁 세제 수요가 연평균 2~3% 가량 성장세를 지속하는 가운데, 중국 경쟁사 화재 발생 및 2020년 Labix 10만톤 증설 이후 신증설 등이 제한적이기 때문이다.

2) TDM/NOM/NDM은 ABS/라텍스 증설 확대 및 신차 판매량 증가로 인한 합성고무 수요 개선으로 견고한 수익성이 지속될 전망이다. 또한 신규 상업가동 후 가동률이 미진하였던 NOM/NDM의 고객처(품질 승인 확대)/사용처 증가도 예상된다.

3) 동사는 파라핀계 PCM 원료 생산을 확대하며, NP 제품군의 추가적인 수익성 개선이 전망된다.

한편 동사는 재작년 증자를 통하여 550억원 이상의 자금을 확보하였다. 이중 170억원은 Special LAB/BAB 시설 투자에 사용하고, 266억원은 5G 케이블 원료/전기차 타이어 원료/플렉서블 디스플레이 소재 원료 등 고부가 수첨제품 시설 투자에 투입할 계획으로 보인다.

또한 동사는 기존 알킬레이션, 수소화, 탈수소화 역량을 활용하여 올해 말까지 LOHC(Liquid Organic Hydrogen Carrier, 액상유기수소운반체) 물질 개발을 완료하며, 성장성이 큰 수소 산업에 대응할 전망이다.

>>> **이수앱지스, 실적 개선 전망**

동사의 의약부문인 이수앱지스의 실적 개선이 예상된다.

1) 고셔병 치료제인 애브서틴이 알제리 식약처로부터 품목 허가를 받았다. 알제리 고셔병 치료제 시장은 약 250억원 규모로 사노피 젠자임의 세레자임이 독점적으로 점유하고 있으나, 가격 경쟁력을 보유한 애브서틴의 품목 허가로 최소 50%의 시장 점유율 확보가 가능할 것으로 보인다. 참고로 2020년 이수앱지스 애브서틴 매출액은 115억원이었다.

2) 재작년 최초로 기술을 수출한 바이오 시밀러 ISU 305는 현재 기술 이전을 지속적으로 진행하고 있다. 상황에 따라 추가적인 매출액/이익 개선에 기여할 것으로 보인다.

3) 또한 이수앱지스는 작년 상반기부터 진행한 러시아 코로나 백신 SPUTNIK

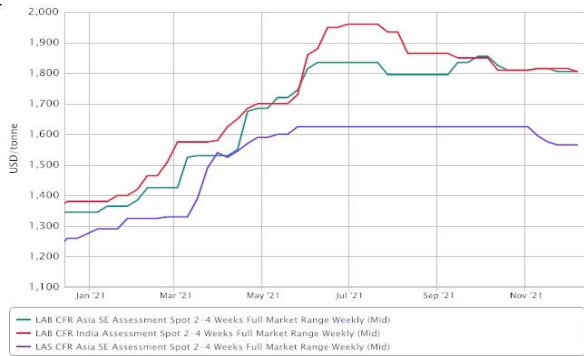
에 대한 위탁 생산을 추진하고 있다. 동사는 1,000L 생산 장비를 신규 확충하며, 연간 5천만 Dose 생산이 가능하다. 물량 확보에 따라 매출 기여도가 변동될 전망이나, 오미크론 변종에 효과가 좋거나, 물량을 원활히 확보할 경우 현재 의약부문 매출액의 2~4배 성장도 가능할 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 21,000원 신규 제시

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 21,000원을 제시하며, 커버리지에 신규 편입한다.

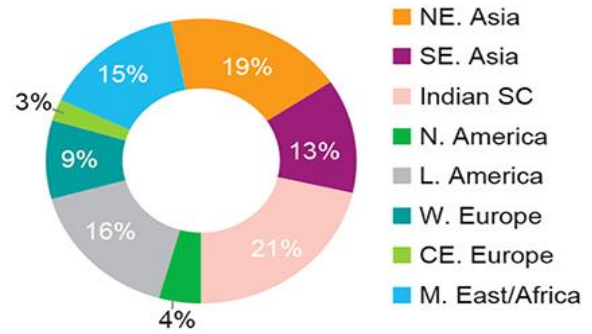
투자의견 Buy를 제시하는 이유는 건설/의약부문의 실적이 안정화되는 가운데, 본업인 석유화학부문은 이익 개선 사이클이 유효하고, 스페셜티 비중이 지속적으로 확대되고 있기 때문이다.

아시아 LAB/LAS 가격 추이



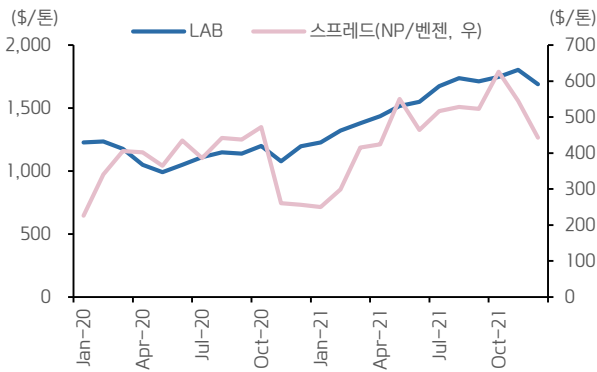
자료: ICIS, 키움증권 리서치

세계 지역별 LAB 수요 현황(2020년)



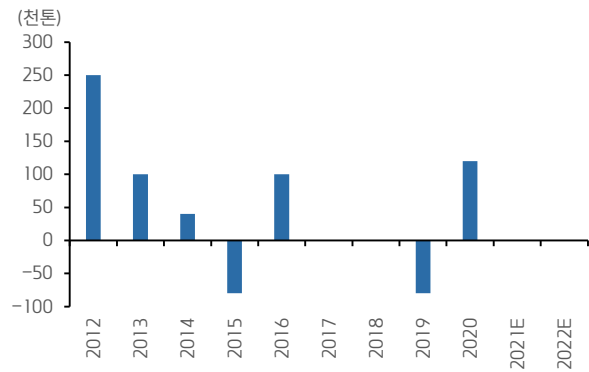
자료: IHS, 키움증권 리서치

국내 LAB 가격 및 스프레드(NP/벤젠) 추이



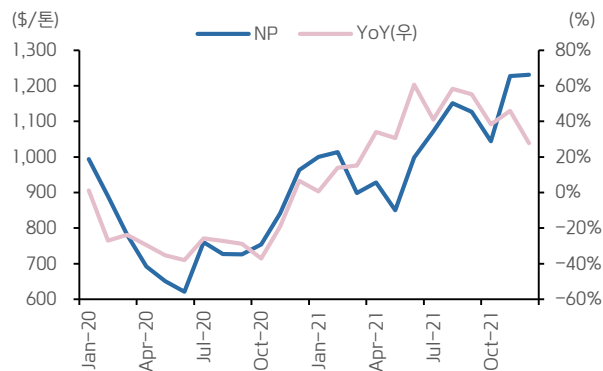
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

세계 LAB 공급 순증 추이/전망



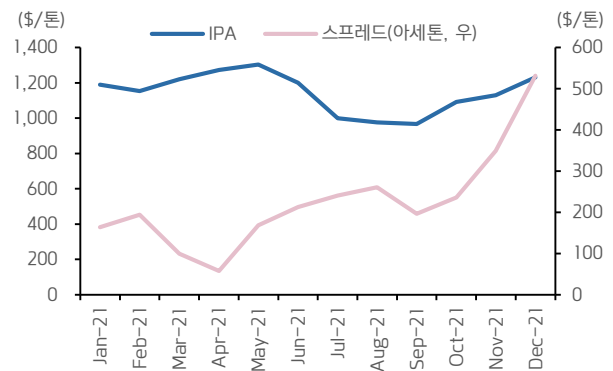
자료: 이수화학, ICIS, 키움증권 리서치

국내 NP 가격 추이



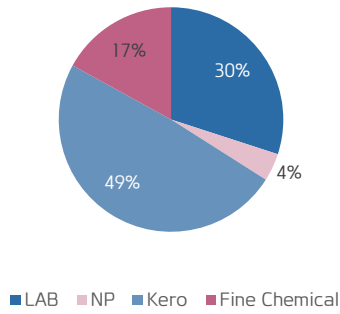
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

국내 IPA 가격 및 스프레드 추이



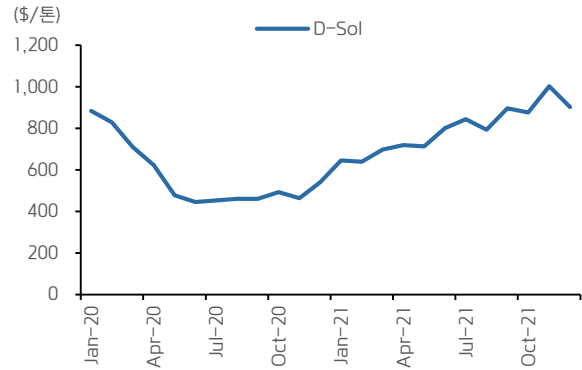
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

이수화학 석유화학부문 Sales Breakdown



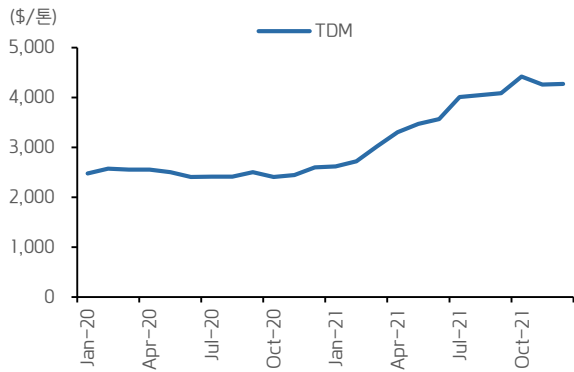
자료: 이수화학, 키움증권 리서치

국내 D-Sol 가격 추이



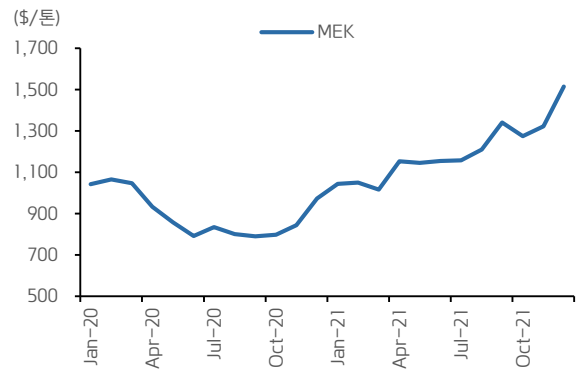
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

국내 TDM 가격 추이



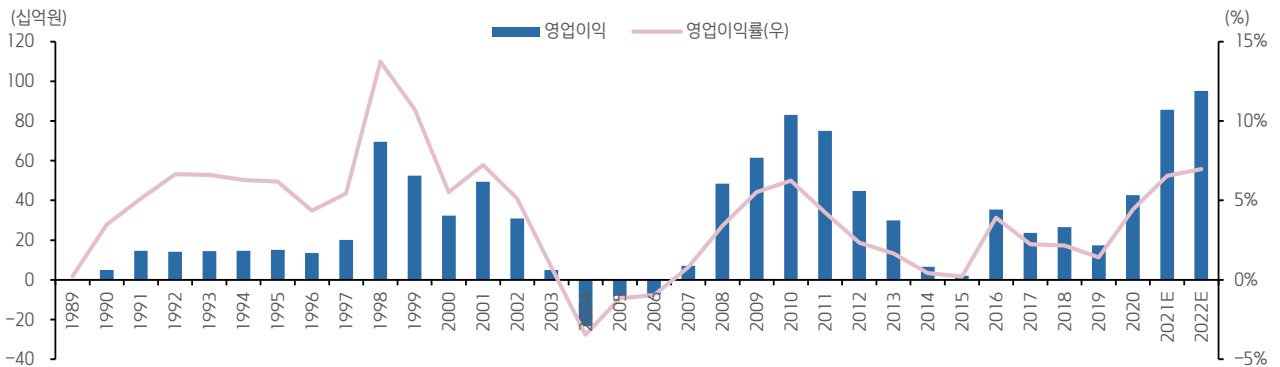
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

국내 MEK 가격 추이



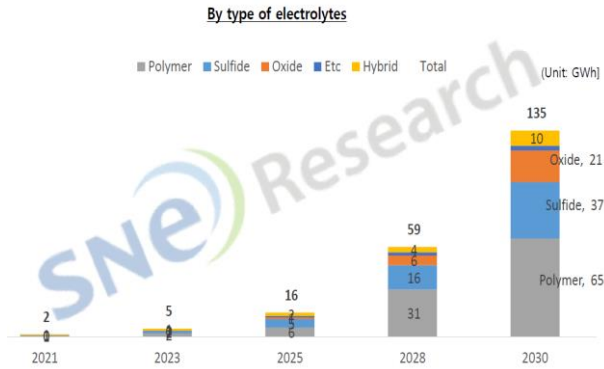
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

이수화학 석유화학부문 장기 영업이익/영업이익률 추이/전망



자료: 이수화학, 키움증권 리서치

세계 전고체전지 시장 전망



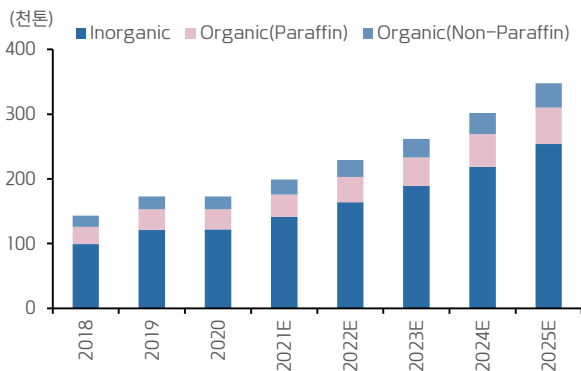
자료: SNER, 키움증권 리서치

이수화학 황화리튬 제품 사진



자료: 이수화학, 키움증권 리서치

PCM 수요 추이/전망



자료: M&M, 이수화학, 키움증권 리서치

이수앱지스 파이프라인

구분	타겟	적응증	Discovery	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Collaborator
Oncology	Anti-ErbB3 Antibody (barecatamab/ISU104)	두경부암	[Progressing]					
		대장암	[Progressing]					
		유방암	[Progressing]					
	ISU104-CAR-NK	혈액암 고형암	[Progressing]					KRX
	Interferon-β (Pro-cytokine)	고형암	[Progressing]					
Rare Disease	Factor IX (Dac A) / ISU04	중형 혈우병	[Progressing]					CATALYST BIOSCIENCES
		발작성야간 발작성소동증	[Progressing]					PHARMASYNTEZ
	Anti-ASM Antibody (ISU203)	알츠하이머	[Progressing]					KIU 한국생명연구원

자료: 이수앱지스, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)	2021				2022				2019	2020	2021E	2022E	
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	석유화학	270	318	347	372	360	350	337	318	1,225	960	1,307	1,365
	건설	75	87	74	114	81	93	79	122	270	333	349	373
	의약	4	8	9	9	5	8	9	9	21	26	29	31
	합계	350	412	429	495	445	451	424	449	1,516	1,319	1,686	1,770
영업이익	석유화학	13	19	28	26	24	23	25	23	17	43	86	95
	건설	3	5	-7	1	3	5	-8	1	8	-62	2	2
	의약	-2	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-2	-16	-13	-6	-5
	합계	13	22.8	19	25	26	27	16	23	9	-33	81	92

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	1,516.2	1,319.0	1,685.5	1,769.5	1,740.3
매출원가	1,419.7	1,189.4	1,397.0	1,461.5	1,425.1
매출총이익	96.5	129.6	288.5	308.0	315.2
판매비	87.0	162.3	207.6	216.1	211.4
영업이익	9.4	-32.7	81.0	92.0	103.8
EBITDA	26.9	-11.1	108.9	115.4	123.4
영업외손익	-14.7	-108.2	11.4	12.2	13.6
이자수익	2.1	1.9	2.0	2.4	3.0
이자비용	18.6	23.3	23.4	23.9	24.0
외환관련이익	21.4	13.9	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	14.2	52.7	12.0	12.0	12.0
종속 및 관계기업손익	-0.1	18.2	18.2	19.1	20.0
기타	-5.3	-66.2	6.6	6.6	6.6
법인세차감전이익	-5.3	-140.9	92.4	104.1	117.4
법인세비용	15.3	-1.0	20.3	22.9	25.8
계속사업순이익	-20.5	-139.9	72.0	81.2	91.6
당기순이익	-18.9	-139.9	72.0	81.2	91.6
지배주주순이익	-7.3	-87.6	45.1	50.8	57.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.0	-13.0	27.8	5.0	-1.7
영업이익 증감율	26.2	-447.9	-347.7	13.6	12.8
EBITDA 증감율	28.5	-141.3	-1,081.1	6.0	6.9
지배주주순이익 증감율	-207.2	1,100.0	-151.5	12.6	12.8
EPS 증감율	적전	적지	흑전	12.8	12.8
매출총이익률(%)	6.4	9.8	17.1	17.4	18.1
영업이익률(%)	0.6	-2.5	4.8	5.2	6.0
EBITDA Margin(%)	1.8	-0.8	6.5	6.5	7.1
지배주주순이익률(%)	-0.5	-6.6	2.7	2.9	3.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	561.7	514.2	602.1	649.9	713.5
현금 및 현금성자산	59.2	188.6	209.4	246.7	321.7
단기금융자산	60.3	25.2	22.7	20.4	18.4
매출채권 및 기타채권	283.4	181.9	232.4	244.0	240.0
재고자산	124.8	97.1	124.0	130.2	128.1
기타유동자산	94.3	46.6	36.3	29.0	23.7
비유동자산	506.3	461.4	465.2	494.4	508.3
투자자산	99.7	115.5	137.2	159.8	183.3
유형자산	250.5	262.2	247.9	257.6	250.6
무형자산	22.3	24.7	21.1	18.0	15.4
기타비유동자산	133.8	59.0	59.0	59.0	59.0
자산총계	1,068.0	975.6	1,067.3	1,144.2	1,221.8
유동부채	477.1	504.5	508.7	501.4	490.4
매입채무 및 기타채무	166.8	154.7	158.9	151.6	140.6
단기금융부채	294.9	344.0	344.0	344.0	344.0
기타유동부채	15.4	5.8	5.8	5.8	5.8
비유동부채	209.7	175.2	178.2	187.2	190.2
장기금융부채	196.2	165.7	168.7	177.7	180.7
기타비유동부채	13.5	9.5	9.5	9.5	9.5
부채총계	686.8	679.7	686.9	688.6	680.6
지배지분	303.7	259.7	317.2	362.1	413.5
자본금	76.4	121.6	139.8	139.8	139.8
자본잉여금	141.9	159.9	159.9	159.9	159.9
기타자본	-13.2	-13.2	-13.2	-13.2	-13.2
기타포괄손익누계액	2.6	5.6	7.9	10.2	12.4
이익잉여금	46.6	-51.1	-14.1	28.5	77.7
비지배지분	77.5	36.2	63.2	93.6	127.8
자본총계	381.3	296.0	380.3	455.7	541.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-5.4	82.7	146.3	196.4	220.3
당기순이익	-18.9	-139.9	72.0	81.2	91.6
비현금항목의 가감	50.6	170.6	181.9	179.1	176.8
유형자산감가상각비	15.8	18.3	24.3	20.3	17.0
무형자산감가상각비	1.7	3.3	3.6	3.1	2.6
지분법평가손익	-1.1	-18.2	-18.2	-19.1	-20.0
기타	34.2	167.2	172.2	174.8	177.2
영업활동자산부채증감	-4.8	77.6	-66.5	-20.1	-1.7
매출채권및기타채권의감소	-34.0	71.3	-50.5	-11.6	4.0
재고자산의감소	-7.3	26.9	-27.0	-6.2	2.2
매입채무및기타채무의증가	33.3	3.2	4.2	-7.3	-11.1
기타	3.2	-23.8	6.8	5.0	3.2
기타현금흐름	-32.3	-25.6	-41.1	-43.8	-46.4
투자활동 현금흐름	-78.5	-6.4	-36.5	-56.7	-37.0
유형자산의 취득	-42.6	-13.5	-10.0	-30.0	-10.0
유형자산의 처분	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.0	-5.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.1	2.3	-3.5	-3.5	-3.5
단기금융자산의감소(증가)	-30.5	35.1	2.5	2.3	2.0
기타	-9.5	-25.5	-25.5	-25.5	-25.5
재무활동 현금흐름	95.1	61.5	7.1	-6.2	-12.2
차입금의 증가(감소)	107.2	22.9	3.0	9.0	3.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	54.8	18.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.2	-9.2	-7.1	-8.2	-8.2
기타	-2.9	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
기타현금흐름	-0.3	-8.3	-96.1	-96.1	-96.1
현금 및 현금성자산의 순증가	10.9	129.4	20.8	37.3	75.1
기초현금 및 현금성자산	48.3	59.2	188.6	209.4	246.7
기말현금 및 현금성자산	59.2	188.6	209.4	246.7	321.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	-436	-4,536	1,613	1,819	2,051
BPS	18,001	10,682	11,343	12,951	14,791
CFPS	1,877	1,592	9,081	9,312	9,600
DPS	400	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-22.1	-2.9	9.0	8.1	7.2
PER(최고)	-25.0	-3.6	11.4		
PER(최저)	-17.2	-1.0	6.5		
PBR	0.5	1.2	1.3	1.1	1.0
PBR(최고)	0.6	1.5	1.6		
PBR(최저)	0.4	0.4	0.9		
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PCFR	5.1	8.3	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	21.4	-55.7	6.6	6.3	5.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-30.7	-5.1	11.3	10.0	8.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.8	2.3	2.1	2.0	2.0
ROA	-1.9	-13.7	7.1	7.3	7.7
ROE	-2.4	-31.1	15.6	15.0	14.8
ROIC	2.7	-6.5	12.8	13.5	15.0
매출채권회전율	5.8	5.7	8.1	7.4	7.2
재고자산회전율	12.5	11.9	15.2	13.9	13.5
부채비율	180.1	229.7	180.6	151.1	125.7
순차입금비율	87.9	88.8	65.1	48.6	28.0
이자보상배율	0.5	-1.4	3.5	3.9	4.3
총차입금	454.8	476.6	479.6	488.6	491.6
순차입금	335.3	262.8	247.6	221.5	151.5
NOPLAT	26.9	-11.1	108.9	115.4	123.4
FCF	-17.7	44.5	14.6	45.1	88.8

Compliance Notice

- 당사는 1월 5일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 '이수애플리스(086890)'의 전환사채를 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖의 언급된 종목들의 발행 주식은 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.

고지사항

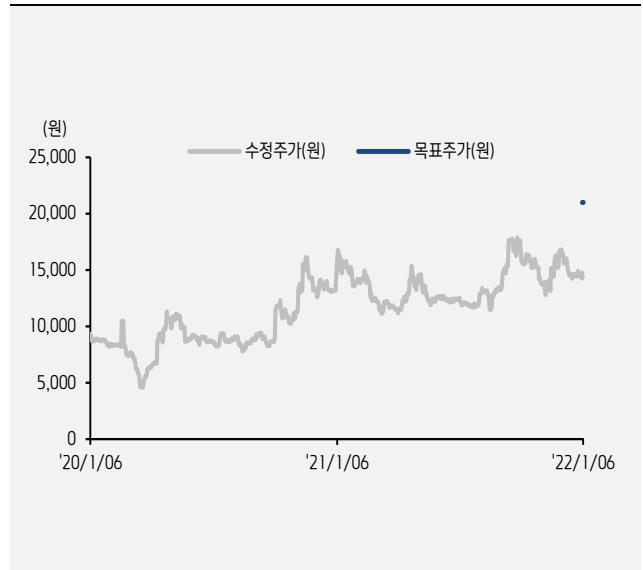
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이수화학 (005950)	2022/01/06	Buy(Initiate)	21,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%