

# 이수화학 (005950.KS)

## 2017년은 이익 증가 사이클의 시작

4분기 건설부문 호조로 영업이익 당사 추정치 상회. 순이익은 예상대로 의정부경전철 후순위채, 이연법인세 자산 상각으로 순적자 기록. 1분기부터 주요 제품인 LAB(연성알킬벤젠) 가격인상 효과가 실적에 나타날 전망

### 4분기 실적: 화학부문 일시적인 부진

2016년 4분기 실적은 매출액 3,803억원(+ 20.9% y-y), 영업이익 159억원(흑전 y-y, 영업이익률 4.2%)을 기록하면서 당사 추정치를 상회. 다만 순이익 측면에서 의정부경전철 파산으로 인한 후순위채 손실(231억원) 및 이연법인세 자산 상각(115억원)으로 순적자 기록

4분기 화학부문은 정기보수 영향과 제품단가 이슈로 일시적인 수익성 감소. 하지만 2017년 1월부터 제품 가격 인상이 진행되고 있음

주요 제품인 LAB는 산업 전반적으로 신규 증설 부재. 향후 신규 증설이 발표된다고 하더라도 플랜트 건설 시간을 고려하면 제품 수급이 향후 2~3년간 지속적으로 타이트해질 전망. 화학부문 영업이익은 2016년 341억원에서 2017년 516억원으로 확대 예상 (+ 51.5% y-y)

### 건설부문, 의약부문 실적 안정화, 밸류에이션 저평가 요인 해소

주요 PF사업인 브라운스톤 협프리스를 포함하여 안정적인 공사진행으로 건설부문 4분기 영업이익은 128억원으로 호조세 시현. 순이익은 예상대로 의정부경전철 관련 손실 반영. 향후 건설부문은 안정적 수익 확보가 가능한 토목, 건설 중심으로 시공할 예정으로 2017년 4% 수준의 안정적인 영업이익률 달성을 가능. 의약부문도 수출 증가로 손익분기점 수준의 수익성을 기록할 전망

이수화학에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 23,000원 유지. 현재 주가는 2017년 기준 PER 6.8배 수준. 글로벌 경쟁사 2017년 평균 PER 9.7배 대비 저평가로 밸류에이션 메리트 보유

### 이수화학 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P					1Q17E
					발표치	y-y	q-q	추정치	컨센서스	
매출액	314.4	330.7	399.7	404.7	380.3	20.9	-6.0	379.0	374.9	401.7
영업이익	-7.7	11.6	20.7	16.8	15.9	흑전	-5.6	10.6	10.5	19.1
영업이익률	-2.4	3.5	5.2	4.2	4.2			2.8	2.8	4.8
세전이익	-30.6	8.0	19.3	6.9	-13.6	적지	적전	-12.3	-15.1	17.5
(지배)순이익	-24.1	6.2	19.3	5.5	-19.5	적지	적전	-17.7	-24.1	11.8

주: IFRS 연결기준

자료: 이수화학, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2017. 3. 9

### Buy (유지)

목표주가	23,000원 (유지)
현재가 ('17/03/08)	17,200원
업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,095.41 / 605.75
시가총액(보통주)	262.8십억원
발행주식수(보통주)	15.3백만주
52주 최고가('16/08/17)	20,000원
최저가('16/11/28)	13,950원
평균거래대금(60일)	1,322백만원
배당수익률(2016P)	3.07%
외국인지분율	10.5%
주요주주	
이수 외 12인	39.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월	
	절대수익률 (%)	11.7	-4.2	13.2
상대수익률 (%p)	8.3	-5.6	5.1	
2015	2016P	2017E	2018F	
매출액	1,471.2	1,515.4	1,617.6	1,695.7
증감률	-20.5	3.0	6.7	4.8
영업이익	0.1	65.0	73.1	85.9
영업이익률	0.0	4.3	4.5	5.1
(지배자분)순이익	-43.4	11.5	38.5	46.0
EPS	-2,840	754	2,519	3,011
증감률	적지/ 흑전	234.4	19.5	
PER	N/A	21.6	6.8	5.7
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	54.2	7.8	7.0	5.9
ROE	-13.8	3.9	12.2	13.2
부채비율	193.2	162.3	136.4	112.8
순차입금	366.9	291.7	264.4	236.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 정연승  
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com

## 이수화학 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	1,471.2	1,515.4	1,617.6	1,695.7
	- 수정 전		1,514.2	1,640.4	1,700.5
	- 변동률		0.1	-1.4	-0.3
영업이익	- 수정 후	0.1	65.0	73.1	85.9
	- 수정 전		59.7	81.5	87.9
	- 변동률		8.8	-10.3	-2.4
영업이익률(수정 후)		0.0	4.3	4.5	5.1
EBITDA		10.7	76.2	84.2	96.9
(지배지분)순이익		-43.4	11.5	38.5	46.0
EPS	- 수정 후	-2,840	754	2,519	3,011
	- 수정 전		870	2,777	3,118
	- 변동률		-13.4	-9.3	-3.4
PER		N/A	21.6	6.8	5.7
PBR		0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA		54.2	7.8	7.0	5.9
ROE		-13.8	3.9	12.2	13.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준,

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 부문별 연간 매출액, 영업이익 전망

(단위: 십억원, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
화학부문	매출액	1,049.3	896.2	1,057.6	1,143.7
	영업이익	2.1	34.1	51.6	65.7
	영업이익률(%)	0.2	4.2	5.4	6.4
건설부문	매출액	418.1	600.1	539.6	530.5
	영업이익	3.1	31.7	22.1	20.5
	영업이익률(%)	0.7	5.8	4.4	4.2
의약부문	매출액	11.5	19.1	20.4	21.5
	영업이익	-5.0	-0.8	-0.6	-0.4
	영업이익률(%)	-43.5	-9.4	-6.8	-4.2

자료: 이수화학, NH 투자증권 리서치본부 전망

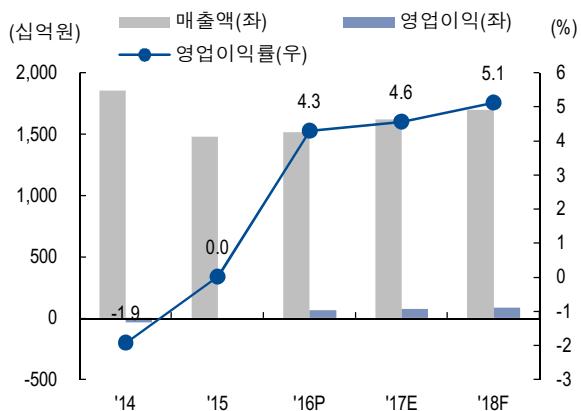
## 이수화학 분기별 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F
매출액	330.7	399.7	404.7	380.2	401.7	425.5	434.0	356.5
화학부문	204.5	248.6	247.5	195.6	252.5	277.7	292.0	235.3
건설부문	123.2	145.4	151.1	180.4	144.4	142.8	136.7	115.7
의약부문	3.1	5.8	6.1	4.2	4.7	4.9	5.3	5.5
영업이익	11.6	20.7	16.8	15.9	19.1	26.2	16.3	11.5
화학부문	7.7	12.4	10.0	4.0	12.2	19.6	11.3	8.6
건설부문	3.8	7.4	6.8	12.8	6.9	6.5	4.9	3.8
의약부문	-0.5	0.5	0.1	-0.9	0.1	0.1	0.1	-0.9
영업이익률(%)	3.5%	5.2%	4.2%	4.2%	4.8%	6.2%	3.8%	3.2%
화학부문	3.8%	5.0%	4.0%	2.0%	4.8%	7.1%	3.9%	3.7%
건설부문	3.1%	5.1%	4.5%	7.1%	4.8%	4.5%	3.6%	3.3%
의약부문	-15.8%	8.7%	1.1%	-21.4%	1.7%	1.8%	2.3%	-16.9%

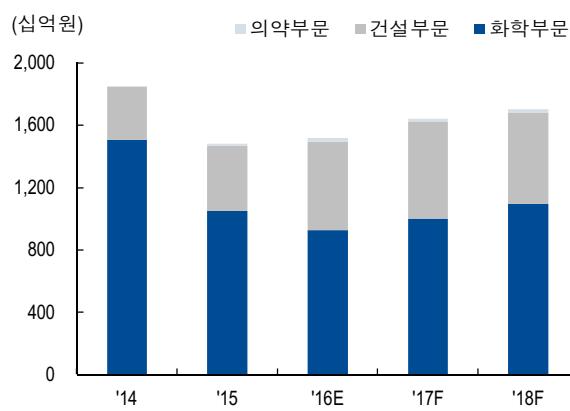
자료: 이수화학, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 2017년 영업이익 증가 전망



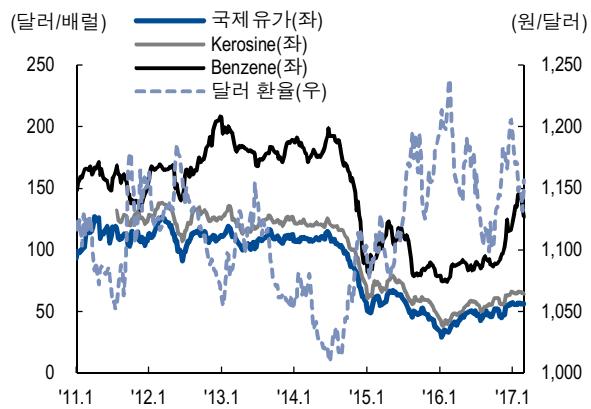
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 화학부문 매출 비중 증가 전망



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 국제유가, 원재료 가격 추이: 유가 및 원재료 추이



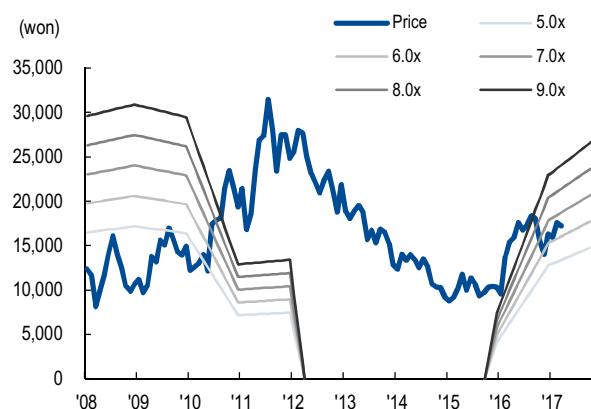
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. LAB 제품 가격 상승 추세



자료: KITA, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. PER Band 차트



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. PBR Band 차트



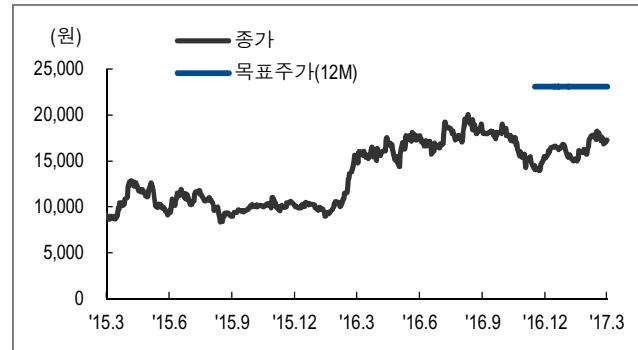
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
<b>매출액</b>	<b>1,471.2</b>	<b>1,515.4</b>	<b>1,617.6</b>	<b>1,695.7</b>	PER(X)	N/A	21.6	6.8	5.7
증감률 (%)	-20.5	3.0	6.7	4.8	PBR(X)	0.5	0.8	0.8	0.7
<b>매출원가</b>	<b>1,391.4</b>	<b>1,378.6</b>	<b>1,464.0</b>	<b>1,525.4</b>	PCR(X)	9.4	4.6	3.1	2.7
<b>매출총이익</b>	<b>79.9</b>	<b>136.8</b>	<b>153.6</b>	<b>170.3</b>	PSR(X)	0.1	0.2	0.2	0.2
Gross 마진 (%)	5.4	9.0	9.5	10.0	EV/EBITDA(X)	54.2	7.8	7.0	5.9
판매비와 일반관리비	79.8	71.8	80.5	84.4	EV/EBIT(X)	10,737.9	9.1	8.0	6.6
<b>영업이익</b>	<b>0.1</b>	<b>65.0</b>	<b>73.1</b>	<b>85.9</b>	EPS(W)	-2,840	754	2,519	3,011
증감률 (%)	흑전 120,424.7	12.5	17.5		BPS(W)	19,380	19,658	21,607	24,048
OP 마진 (%)	0.0	4.3	4.5	5.1	SPS(W)	96,297	99,188	105,880	110,990
<b>EBITDA</b>	<b>10.7</b>	<b>76.2</b>	<b>84.2</b>	<b>96.9</b>	자기자본이익률(ROE, %)	-13.8	3.9	12.2	13.2
<b>영업외손익</b>	<b>-42.6</b>	<b>-44.4</b>	<b>-13.5</b>	<b>-12.9</b>	총자산이익률(ROA, %)	-5.1	1.1	4.9	6.0
금융수익(비용)	-21.2	-13.0	-13.0	-12.4	투하자본이익률 (ROIC, %)	0.1	6.6	11.8	13.1
기타영업외손익	-8.1	-20.0	0.0	0.0	배당수익률(%)	2.9	3.1	3.5	3.5
종속, 관계기업관련손익	-13.4	-11.5	-0.5	-0.5	배당성향(%)	-10.1	63.1	22.6	18.9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-42.6</b>	<b>20.6</b>	<b>59.6</b>	<b>72.9</b>	총현금배당금(십억원)	4	7	9	9
<b>법인세비용</b>	<b>12.1</b>	<b>10.2</b>	<b>14.3</b>	<b>17.5</b>	보통주 주당배당금(W)	300	500	600	600
계속사업이익	-54.6	10.4	45.3	55.4	순부채(현금)/자기자본(%)	104.6	82.4	67.7	54.0
<b>당기순이익</b>	<b>-54.6</b>	<b>10.4</b>	<b>45.3</b>	<b>55.4</b>	총부채/ 자기자본(%)	193.2	162.3	136.4	112.8
증감률 (%)	적지	흑전	336.2	22.4	이자발생부채	455	370	337	306
Net 마진 (%)	-3.7	0.7	2.8	3.3	유동비율(%)	110.3	116.7	128.7	144.5
지배주주지분 순이익	-43.4	11.5	38.5	46.0	총발행주식수(mn)	15	15	15	15
비지배주주지분 순이익	-11.2	-1.1	6.8	9.4	액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	5.6	0.0	0.0	0.0	주가(W)	10,300	16,300	17,200	17,200
<b>총포괄이익</b>	<b>49.0</b>	<b>10.4</b>	<b>45.3</b>	<b>55.4</b>	시가총액(십억원)	157	249	263	263

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
<b>현금및현금성자산</b>	36	24	19	16	<b>영업활동 현금흐름</b>	57	49	27	33
매출채권	116	135	144	151	당기순이익	-55	10	45	55
<b>유동자산</b>	<b>533</b>	<b>477</b>	<b>491</b>	<b>514</b>	+ 유형자산상각비	11	11	11	11
유형자산	191	191	191	192	+ 종속, 관계기업관련손익	13	5	1	1
투자자산	172	149	131	116	+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0
<b>비유동자산</b>	<b>495</b>	<b>451</b>	<b>432</b>	<b>416</b>	Gross Cash Flow	17	54	85	97
<b>자산총계</b>	<b>1,029</b>	<b>929</b>	<b>923</b>	<b>930</b>	- 운전자본의증가(감소)	73	22	-30	-34
단기성부채	291	228	205	184	<b>투자활동 현금흐름</b>	-17	28	8	4
매입채무	83	82	87	91	+ 유형자산 감소	9	0	0	0
<b>유동부채</b>	<b>484</b>	<b>409</b>	<b>382</b>	<b>356</b>	- 유형자산 증가(CAPEX)	-14	-10	-10	-10
장기성부채	164	141	132	122	+ 투자자산의매각(취득)	10	18	18	14
<b>장기충당부채</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	Free Cash Flow	43	39	17	23
<b>비유동부채</b>	<b>194</b>	<b>166</b>	<b>151</b>	<b>137</b>	Net Cash Flow	40	76	35	37
부채총계	678	575	533	493	<b>재무활동 현금흐름</b>	-65	-89	-40	-39
자본금	76	76	76	76	자기자본 증가	7	0	0	0
자본잉여금	137	137	137	137	부채증감	-72	-89	-40	-39
이익잉여금	91	96	125	163	현금의증가	-25	-13	-5	-2
비지배주주지분	55	54	60	70	기말현금 및 현금성자산	36	24	19	16
<b>자본총계</b>	<b>351</b>	<b>354</b>	<b>391</b>	<b>437</b>	기말 순부채(순현금)	367	292	264	236

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
이수화학	005950.KS	2016.12.12	Buy	23,000원(12개월)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 3일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.6%	24.4%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '이수화학'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지([www.nhqv.com](http://www.nhqv.com))에서 이를 조회하실 수 있습니다.