



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(3/21): 16,450원

시가총액: 2,513억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/21)	2,178.38pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,000원	13,950원
등락률	-17.75%	17.92%
수익률	절대	상대
1W	-9.6%	-12.7%
6M	-8.9%	-14.8%
1Y	7.2%	-2.1%

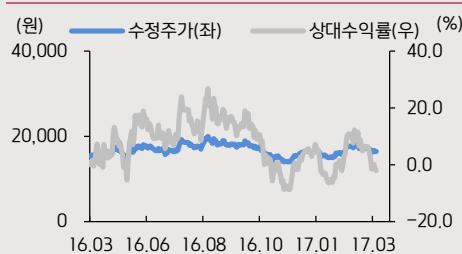
Company Data

발행주식수	15,278천주
일평균 거래량(3M)	80천주
외국인 지분율	9.89%
배당수익률(16E)	3.07%
BPS(16E)	19,746원
주요 주주	(주)이수(외 12인)
	39.25%
	이수화학 자사주 펀드
	4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,712	15,154	17,398	17,816
보고영업이익	1	650	748	723
핵심영업이익	1	650	748	723
EBITDA	107	751	851	828
세전이익	-426	206	608	606
순이익	-546	102	474	473
자배주주지분순이익	-434	93	396	396
EPS(원)	-2,840	608	2,595	2,591
증감률(%YoY)	N/A	N/A	326.5	-0.2
PER(배)	-3.6	26.8	6.3	6.3
PBR(배)	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	52.8	7.8	7.5	7.5
보고영업이익률(%)	0.0	4.3	4.3	4.1
핵심영업이익률(%)	0.0	4.3	4.3	4.1
ROE(%)	-15.1	2.9	12.6	11.3
순부채비율(%)	104.6	88.3	86.6	74.8

Price Trend



기업분석

이수화학 (005950)

1H17, 중국 LAB 정기보수 작년 대비 50% 증가



작년 타이트했던 LAB의 수급은 올해도 지속될 전망입니다. 세계적으로 추가 신증설이 전무한 가운데 중국의 LAB 정기보수가 올해 상반기에 집중되기 때문입니다. 이에 이수화학은 수주 감소에 따른 건설부문의 감익에도 불구하고, 화학부문의 실적 개선으로 작년 대비 증익 추세를 이어갈 전망입니다. 한편 현재 주가는 올해 실적 기준 PER 6.3배, PBR 0.7배로 저평가 매리트가 존재하고 있으며, 연결 자회사인 이수앱지스는 최근 3개년 매출액 성장률이 64%로 고 성장세를 기록하고 있습니다.

>>> 화학부문 영업이익, 작년 대비 35.8% 증가 전망

이수화학은 건설부문 수주 감소에 따른 감익에도 불구하고, 작년 대비 증익 추세를 이어갈 전망이다. 화학부문의 실적 개선에 기인한다. 우리는 올해 동사의 화학부문 영업이익이 463억원으로 작년 대비 35.8% 증가할 것으로 전망하고 있다. 그 이유는 아래와 같다.

첫째, 작년 태국 Thai Oil의 플랜트 신설 이후 추가적으로 계획된 세계 LAB 플랜트의 신증설이 없다. LAB 플랜트 건설에 1.5~2년의 시차가 필요하다는 점을 고려하면, 현재 수급이 타이트한 LAB 업황은 향후 2년 이상 지속될 가능성이 크다. 또한 북미/유럽 등의 LAB 설비(약 100만톤 규모)는 70년이상 된 노후화 플랜트로 향후 점진적 설비 축소가 전망된다.

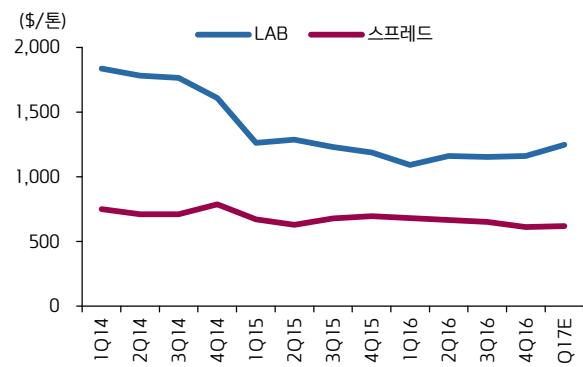
둘째, 올해 상반기 LAB 수급 타이트 현상이 더욱 심화될 예상이다. 수요 성장이 큰 중국(계면활성제 기준: 2015~2020년 CAGR 4.7%)이 올해 상반기에 정기보수가 집중되기 때문이다. 참고로 IHS에 따르면 올해 상반기 중국의 LAB 정기보수 물량은 약 13만톤으로 작년 대비 50% 이상 증가할 전망이다. 셋째, 과거 고유가 시기에는 LAB의 대체재인 천연 지방알코올의 경제성이 높게 나왔지만, 저유가 전환 및 엘니뇨 현상 증가로 Crude PKO(야자핵 기름) 등은 LAB 가격을 상회하며 천연 알코올의 경제성이 열위에 있는 상황이다.

넷째, 일부 역내 업체(Shell GTL 등)의 셧다운 등으로 LAB의 주요 원재료인 NP의 공급이 현재 불안정한 상태로 동사의 NP 수출도 증가하고 있다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원 유지

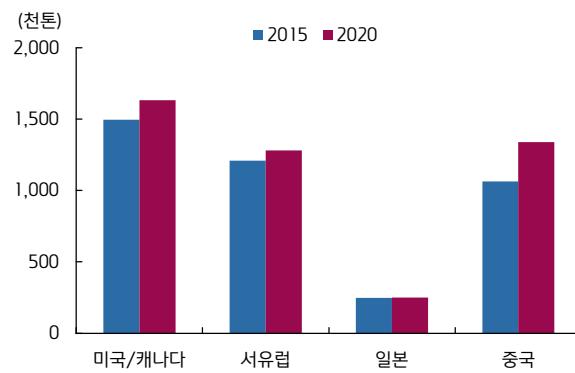
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원을 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 1) 향후 신증설 발표 제한으로 작년부터 시작된 LAB 업황 호조세가 최소 2~3년은 유지될 것으로 예상되며, 2) 이수건설 등 투자사들의 실적이 개선되고 있고, 3) 현재 주가는 올해 실적 기준 PER 6.3배, PBR 0.7배로 저평가 매리트가 존재하며, 4) 차입금 상환 확대로 재무 구조 개선이 지속될 것으로 예상되며, 5) 이수앱지스의 경우 적용 지역 확대에 따른 수출 증가 등으로 올해는 영업이익 측면에서 흑자전환이 전망되기 때문이다.

LAB 스프레드 추이(분기별)



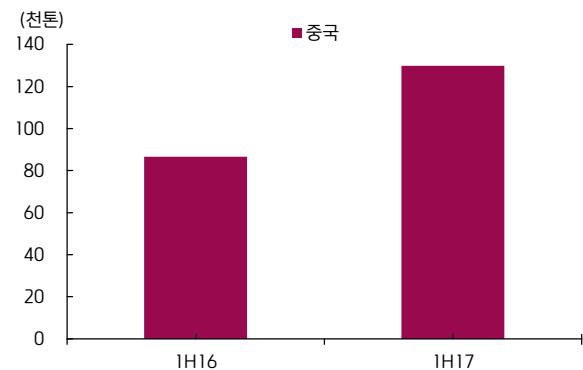
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 주요 지역별 계면활성제 수요 현황/전망



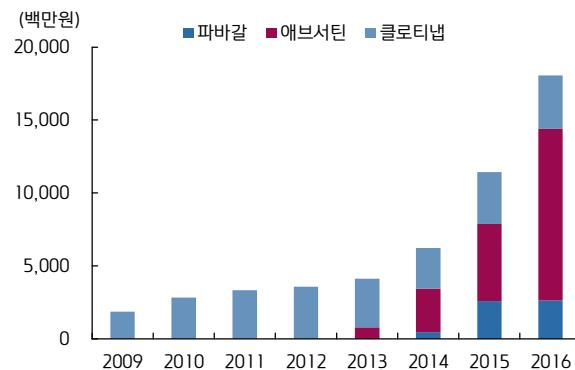
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 LAB 정기보수 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

이수앱지스 매출액 추이(제품별)



자료: 이수앱지스, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)	2015				2016				2014 Annual	2015 Annual	2016 Annual	2017E Annual	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
매출액	석유화학	263	309	298	179	204	249	248	196	1,502	1,049	896	1,157
	건설	80	96	104	131	123	145	151	181	342	410	600	558
	의약	2	3	3	4	3	6	6	4	7	11	19	24
	합계	345	408	404	314	331	400	405	380	1,852	1,471	1,515	1,740
영업이익	석유화학	-6	2	10	-5	8	12	10	4	5	2	34	46
	건설	-1	2	4	-1	4	8	7	13	-35	3	32	28
	의약	-1	-1	-1	-2	0	1	0	-1	-6	-5	-1	1
	합계	-8	3	13	-8	12	21	17	16	-36	0	65	75

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	18,516	14,712	15,154	17,398	17,816
매출원가	18,127	13,914	13,666	15,692	16,112
매출총이익	388	799	1,488	1,706	1,704
판매비및일반관리비	746	798	838	958	981
영업이익(보고)	-357	1	650	748	723
영업이익(핵심)	-357	1	650	748	723
영업외손익	-546	-426	-444	-141	-116
이자수익	52	49	17	34	37
배당금수익	2	3	2	3	4
외환이익	191	208	111	233	244
이자비용	362	270	95	191	191
외환손실	133	139	100	138	142
관계기인지분법손익	-91	-134	-38	20	40
투자및기타자산처분손익	7	-5	-2	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-92	-91	-71	-100	-105
기타	-121	-47	-268	0	0
법인세차감전이익	-903	-426	206	608	606
법인세비용	-39	121	104	134	133
유효법인세율 (%)	4.3%	-28.3%	50.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	-864	-546	102	474	473
지배주주지분순이익(억원)	-583	-434	93	396	396
EBITDA	-247	107	751	851	828
현금순이익(Cash Earnings)	-754	-440	203	577	579
수정당기순이익	-783	-423	175	576	581
증감율(% YoY)					
매출액	-10.7	-20.5	3.0	14.8	2.4
영업이익(보고)	N/A	N/A	120,385.3	15.2	-3.4
영업이익(핵심)	N/A	N/A	120,385.3	15.2	-3.4
EBITDA	N/A	N/A	602.1	13.4	-2.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	326.5	-0.2
EPS	N/A	N/A	N/A	326.5	-0.2
수정순이익	N/A	N/A	N/A	229.4	0.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,719	5,332	5,378	5,689	5,966
현금및현금성자산	615	364	1,201	893	1,055
유동금융자산	195	477	159	183	187
매출채권및유동채권	2,990	3,155	2,447	2,809	2,877
재고자산	1,919	1,335	1,571	1,804	1,847
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,219	4,954	5,037	5,460	5,646
장기매출채권및기타비유동채권	557	547	564	647	663
투자자산	2,532	2,334	2,348	2,623	2,713
유형자산	1,957	1,914	1,978	2,055	2,145
무형자산	167	157	144	133	122
기타비유동자산	6	2	2	3	3
자산총계	10,938	10,286	10,415	11,149	11,612
유동부채	4,808	4,836	4,894	5,189	5,244
매입채무및기타유동채무	1,441	1,926	1,984	2,278	2,332
단기차입금	1,042	1,187	1,187	1,187	1,187
유동성장기차입금	2,307	1,714	1,714	1,714	1,714
기타유동부채	18	9	9	11	11
비유동부채	2,392	1,942	1,955	1,992	2,000
장기매입채무및비유동채무	25	47	48	56	57
사채및장기차입금	2,091	1,609	1,609	1,609	1,609
기타비유동부채	276	286	297	328	335
부채총계	7,200	6,777	6,849	7,181	7,244
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	1,417	913	969	1,304	1,638
기타자본	478	602	602	602	602
지배주주지분자본총계	3,341	2,961	3,017	3,352	3,686
비자매주주지분자본총계	397	547	550	616	682
자본총계	3,738	3,508	3,566	3,968	4,368
순차입금	4,630	3,669	3,150	3,434	3,267
총차입금	5,440	4,510	4,510	4,510	4,510

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	55	370	755	182	468
당기순이익	-864	-546	102	474	473
감가상각비	93	92	88	91	95
무형자산상각비	17	14	13	12	11
외환손익	-27	-12	-10	-95	-102
자산처분손익	116	15	2	3	3
지분법손익	91	134	38	-20	-40
영업활동자산부채 증감	450	531	515	-376	-70
기타	179	142	7	93	99
투자활동현금흐름	-5	-165	113	-448	-239
투자자산의 처분	61	-91	270	-273	-48
유형자산의 처분	3	87	0	0	0
유형자산의 취득	-120	-139	-153	-168	-185
무형자산의 처분	-12	-5	0	0	0
기타	62	-18	-4	-6	-7
재무활동현금흐름	-972	-456	-32	-42	-66
단기차입금의 증가	-3,057	-1,511	0	0	0
장기차입금의 증가	1,632	795	0	0	0
자본의 증가	500	0	0	0	0
배당금지급	-67	-51	-44	-73	-73
기타	20	311	12	31	7
현금및현금성자산의순증가	-923	-251	836	-308	163
기초현금및현금성자산	1,539	615	364	1,201	893
기말현금및현금성자산	615	364	1,201	893	1,055
Gross Cash Flow	-395	-161	240	558	538
Op Free Cash Flow	86	494	1,113	307	573

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-3,813	-2,840	608	2,595	2,591
BPS	21,868	19,380	19,746	21,939	24,128
주당EBITDA	-1,618	700	4,913	5,571	5,422
CFPS	-4,937	-2,879	1,329	3,775	3,787
DPS	100	300	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-2.4	-3.6	26.8	6.3	6.3
PBR	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	-27.1	52.8	7.8	7.5	7.5
PCFR	-1.8	-3.6	12.3	4.3	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-1.9	0.0	4.3	4.3	4.1
영업이익률(핵심)	-1.9	0.0	4.3	4.3	4.1
EBITDA margin	-1.3	0.7	5.0	4.9	4.6
순이익률	-4.7	-3.7	0.7	2.7	2.7
자기자본이익률(ROE)	-22.2	-15.1	2.9	12.6	11.3
투하자본이익률(ROIC)	-5.8	0.0	13.3	15.3	14.0
안정성(%)					
부채비율	192.6	193.2	192.0	181.0	165.8
순차입금비율	123.9	104.6	88.3	86.6	74.8
이자보상배율(배)	N/A	0.0	6.9	3.9	3.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	4.8	5.4	6.6	6.3
재고자산회전율	11.1	9.0	10.4	10.3	9.8
매입채무회전율	11.6	8.7	7.8	8.2	7.7

- 당사는 3월 21일 현재 '이수화학 (005950)' 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
이수화학 (005950)	2016/08/09	Buy(Initiate)	26,000원
	2016/11/01	Buy(Maintain)	26,000원
	2016/12/05	Buy(Maintain)	26,000원
	2017/03/22	Buy(Maintain)	26,000원

목표주가 추이



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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%