기업브리프

키움증권
2017. 5. 11

실적 Review

이수화학 (005950)

실적 Review: 일시적 비용 증가

BUY(Maintain)
목표주가: 24,000원
주가(5/10): 16,750원
시가총액: 2,559억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com
RA 이창희
02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/10)		2,270.12pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,000원	13,950원
등락률	-16.25%	20.07%
수익률	절대	상대
1W	3.1%	-3.1%
6M	10.9%	-2.1%
1Y	6.7%	-6.8%

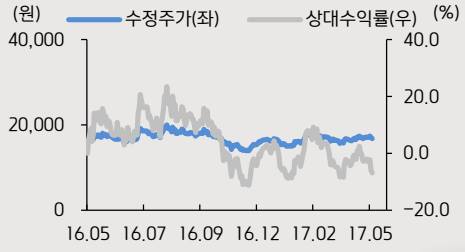
Company Data

발행주식수		15,278천주
일평균 거래량(3M)		84천주
외국인 지분율		8.00%
배당수익률(17E)		3.07%
BPS(17E)		20,678원
주요 주주	㈜이수(외 11인)	39.23%
	이수화학 자사주 펀드	4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,154	17,198	17,677	17,916
보고영업이익	650	668	758	810
핵심영업이익	650	668	758	810
EBITDA	767	779	870	925
세전이익	206	422	540	593
순이익	102	329	421	463
지배주주지분순이익	115	274	352	386
EPS(원)	753	1,796	2,301	2,528
증감률(%YoY)	N/A	138.4	28.1	9.8
PER(배)	21.6	9.1	7.1	6.4
PBR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	7.2	8.6	7.5	6.8
보고영업이익률(%)	4.3	3.9	4.3	4.5
핵심영업이익률(%)	4.3	3.9	4.3	4.5
ROE(%)	2.9	9.2	10.8	10.9
순부채비율(%)	96.0	99.2	87.6	74.8

Price Trend



이수화학의 올해 1분기 영업이익은 62억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 전 분기 화학부문 정기보수 진행에 따른 물량 측면의 긍정적 기저효과가 발생하였지만, 원재료 가격 급등으로 마진이 일부 훼손되었고, 비화학부문(건설/바이오)에서 일시적 비용이 발생하였기 때문입니다. 한편 2분기는 비화학부문의 일회성 비용 제한 및 화학부문 성수기 돌입으로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상됩니다.

>>> 올해 1분기 실적, 시장 기대치 하회

이수화학의 올해 1분기 실적은 매출액 4,051억원(YoY +22.47%, QoQ +6.52%), 영업이익 62억원(YoY -46.23%, QoQ -60.62%)을 기록하며, 시장 기대치(160억원)를 하회하였다.

이는 화학부문의 전 분기 정기보수 진행에 따른 물량 측면의 기저효과가 존재하였지만, 주요 원재료 중 하나인 벤젠/아세톤 가격 급등으로 인한 스프레드 하락 및 비화학부문(건설/바이오)의 일시적 비용 증가에 기인한다.

사업부문별로는 1) 화학부문 영업이익은 전 분기 정기보수에 따른 판매량 증가 등에도 불구하고, 벤젠 등 원재료 가격 급등으로 판가 전가가 지연되어 작년 대비 5.2% 감소한 73억원을 기록하였다. 2) 건설부문 영업이익은 동절기 계절적 요인에 따른 공정률 하락 및 일부 기초 원자재 수급 지연 등 일회성 비용 증가로 작년 대비 81.8% 감소한 8억원을 기록하였다. 3) 바이오부문 영업이익은 1분기 항암신약 비임상 완료 등 개발비를 반영하며 -19억원을 기록하였다.

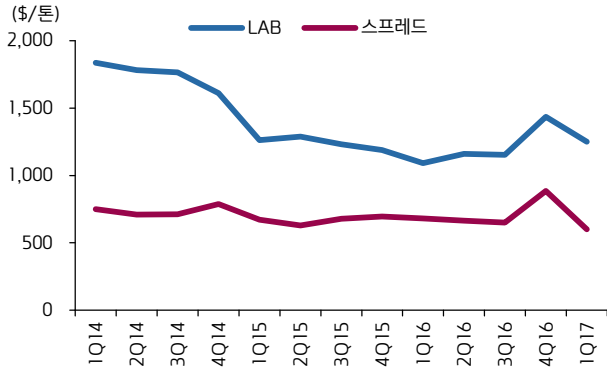
한편 올해 2분기 영업이익은 202억원을 기록하며, 전 분기 대비 큰 폭의 개선이 있을 것으로 예상된다. 이는 1) 비화학부문의 일시적 비용이 제한될 것으로 예상되고, 2) 화학부문은 계절적 성수기에 따른 수요 증가가 전망되는 가운데 원재료 가격 하향 안정화 및 중국 등 역내 업체 정기보수 확대로 전 분기 감소하였던 스프레드가 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 제시한다.

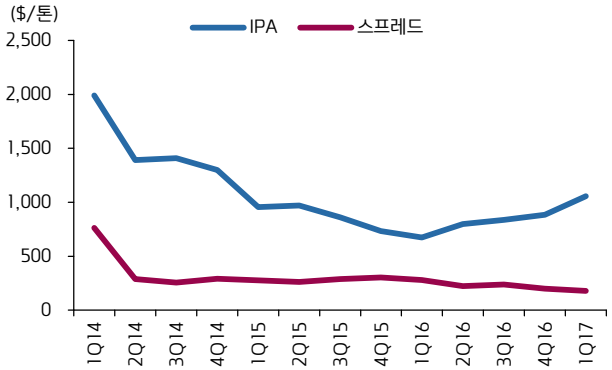
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 싸이클 산업의 특성 상 작년 시작된 LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 그 동안 전사 실적을 훼손하던 투자사 및 지분법 업체들의 실적이 점진적으로 개선되고 있고, 3) 수소 외부 구매 전환 및 사업장 내 히터 연료의 LNG 전환 등 제조원가 감축 활동을 확대하고 있기 때문이다.

LAB 스프레드 추이(분기별)



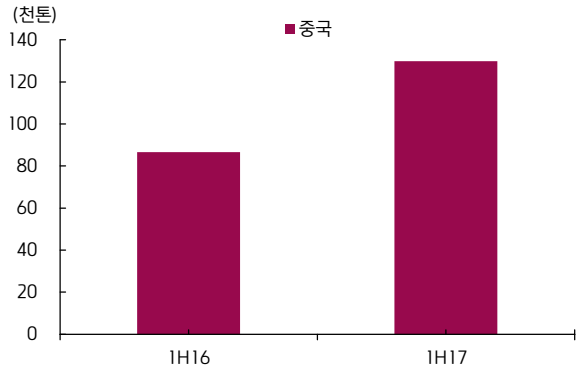
자료: 업계, 키움증권 리서치

IPA 스프레드 추이(분기별)



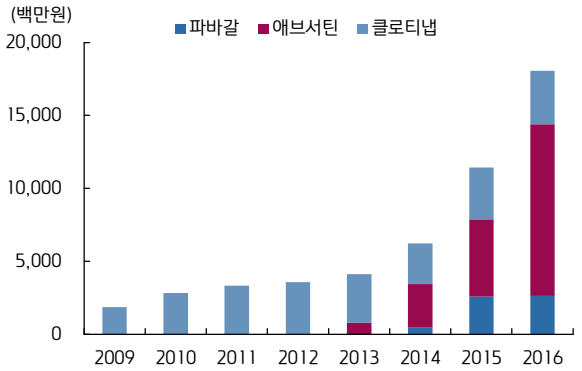
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 LAB 정기보수 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

이수앱지스 매출액 추이(제품별)



자료: 이수앱지스, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)		2016				2017				2014	2015	2016	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	204	249	248	203	287	305	312	242	1,502	1,049	903	1,146
	건설	123	145	151	173	115	135	141	161	342	410	593	552
	의약	3	6	6	4	4	6	6	6	7	11	19	22
	합계	331	400	405	380	405	446	458	410	1,852	1,471	1,515	1,720
영업이익	석유화학	8	12	10	5	7	15	14	7	5	2	35	44
	건설	4	8	7	12	1	7	6	10	-35	3	30	24
	의약	0	1	0	-1	-2	0	0	0	-6	-5	-1	-1
	합계	12	21	17	16	6	22	21	17	-36	0	65	67

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	17,198	17,677	17,916
매출원가	13,914	13,837	15,769	16,135	16,311
매출총이익	799	1,317	1,429	1,542	1,605
판매비및일반관리비	798	668	761	784	795
영업이익(보고)	1	650	668	758	810
영업이익(핵심)	1	650	668	758	810
영업외손익	-426	-444	-246	-218	-217
이자수익	49	45	38	41	42
배당금수익	3	2	4	4	4
외환이익	208	270	215	226	226
이자비용	270	208	161	161	161
외환손실	139	182	115	118	118
관계기업지분법손익	-134	-43	20	40	40
투자및기타자산처분손익	-5	-8	-12	-13	-13
금융상품평가및기타금융이익	-91	-225	-235	-236	-235
기타	-47	-95	0	0	0
법인세차감전이익	-426	206	422	540	593
법인세비용	121	104	93	119	131
유효법인세율 (%)	-28.3%	50.5%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	-546	102	329	421	463
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	274	352	386
EBITDA	107	767	779	870	925
현금순이익(Cash Earnings)	-440	219	440	534	578
수정당기순이익	-423	217	576	670	651
증감율(%, YoY)					
매출액	-20.5	3.0	13.5	2.8	1.4
영업이익(보고)	N/A	120,385.4	2.8	13.5	6.9
영업이익(핵심)	N/A	120,385.4	2.8	13.5	6.9
EBITDA	N/A	617.2	1.6	11.8	6.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	138.4	28.1	9.8
EPS	N/A	N/A	138.4	28.1	9.8
수정순이익	N/A	N/A	165.1	16.3	-2.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	6,201	6,478	6,785
현금및현금성자산	364	844	449	566	794
유동금융자산	477	217	246	253	257
매출채권및유동채권	3,154	3,533	4,009	4,121	4,176
재고자산	1,312	1,317	1,495	1,537	1,557
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,485	5,666	5,808
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	514	529	536
투자자산	1,848	1,872	2,080	2,167	2,234
유형자산	1,914	2,006	2,069	2,145	2,218
무형자산	157	185	170	155	142
기타비유동자산	552	574	652	670	679
자산총계	10,286	11,002	11,685	12,144	12,593
유동부채	4,836	6,049	6,411	6,496	6,539
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	2,806	2,884	2,923
단기차입금	1,187	2,424	2,424	2,424	2,424
유동성장기차입금	1,714	942	942	942	942
기타유동부채	9	211	240	246	250
비유동부채	1,942	1,488	1,553	1,579	1,595
장기매입채무및비유동채무	47	38	44	45	45
사채및장기차입금	1,609	1,020	1,020	1,020	1,020
기타비유동부채	286	430	490	514	530
부채총계	6,777	7,538	7,964	8,075	8,134
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	1,138	1,428	1,753
기타자본	602	575	575	575	575
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	3,159	3,449	3,774
비지배주주지분자본총계	547	518	561	620	686
자본총계	3,508	3,464	3,721	4,069	4,460
순차입금	3,669	3,325	3,690	3,566	3,335
총차입금	4,510	4,386	4,386	4,386	4,386

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	81	421	506
당기순이익	-546	102	329	421	463
감가상각비	92	100	95	98	102
무형자산상각비	14	17	16	14	13
외환손익	-12	-102	-100	-107	-107
자산처분손익	15	0	12	13	13
지분법손익	134	43	-20	-40	-40
영업활동자산부채 증감	531	43	-348	-81	-41
기타	142	572	98	103	103
투자활동현금흐름	-165	-113	-463	-256	-222
투자자산의 처분	-91	49	-227	-63	-38
유형자산의 처분	87	0	0	0	0
유형자산의 취득	-139	-144	-158	-174	-174
무형자산의 처분	-5	-42	0	0	0
기타	-18	23	-77	-18	-9
재무활동현금흐름	-456	-186	-13	-48	-57
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	-73	-73
기타	312	0	60	25	16
현금및현금성자산의순증가	-251	479	-395	117	228
기초현금및현금성자산	615	364	844	449	566
기말현금및현금성자산	364	844	449	566	794
Gross Cash Flow	-161	732	430	503	546
Op Free Cash Flow	494	297	272	615	514

투자지표

(단위: 원, 배, %)

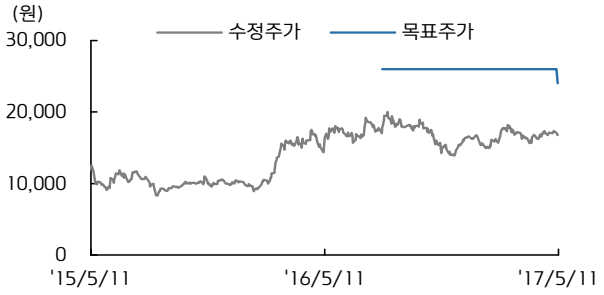
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,840	753	1,796	2,301	2,528
BPS	19,380	19,286	20,678	22,576	24,701
주당EBITDA	700	5,018	5,097	5,697	6,055
CFPS	-2,879	1,433	2,878	3,494	3,782
DPS	300	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-3.6	21.6	9.1	7.1	6.4
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	52.8	7.2	8.6	7.5	6.8
PCFR	-3.6	11.4	5.7	4.7	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	3.9	4.3	4.5
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	3.9	4.3	4.5
EBITDA margin	0.7	5.1	4.5	4.9	5.2
순이익률	-3.7	0.7	1.9	2.4	2.6
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	9.2	10.8	10.9
투하자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	13.4	14.5	11.4
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	214.1	198.4	182.4
순차입금비율	104.6	96.0	99.2	87.6	74.8
이자보상배율(배)	0.0	3.1	4.1	4.7	5.0
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	4.6	4.3	4.3
재고자산회전율	9.1	11.5	12.2	11.7	11.6
매입채무회전율	8.7	6.9	6.5	6.2	6.2

- 당사는 5월 10일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
이수화학	2016/08/09	Buy(Initiate)	26,000원
(005950)	2016/11/01	Buy(Maintain)	26,000원
	2016/12/05	Buy(Maintain)	26,000원
	2017/03/21	Buy(Maintain)	26,000원
	2017/04/18	Buy(Maintain)	26,000원
	2017/05/11	Buy(Maintain)	24,000원

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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%