



BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원

주가(7/19): 16,100원

시가총액: 2,460억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/19)		2,429.94pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,000원	13,950원
등락률	-19.50%	15.41%
수익률	절대	상대
1W	-0.9%	-3.3%
6M	6.3%	-9.3%
1Y	-13.2%	-28.0%

Company Data

발행주식수	15,278천주
일평균 거래량(3M)	86천주
외국인 지분율	5.98%
배당수익률(17E)	3.11%
BPS(17E)	21,540원
주요 주주	(주)이수(외 11인)
	39.23%
이수화학 자사주 펀드	4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,154	15,824	16,351	16,630
보고영업이익	650	650	849	902
핵심영업이익	650	650	849	902
EBITDA	767	761	962	1,017
세전이익	206	469	692	743
순이익	102	427	630	677
자배주주지분순이익	115	406	599	644
EPS(원)	753	2,658	3,922	4,212
증감률(%YoY)	N/A	252.8	47.5	7.4
PER(배)	21.6	6.1	4.1	3.8
PBR(배)	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	7.2	7.6	5.7	5.0
보고영업이익률(%)	4.3	4.1	5.2	5.4
핵심영업이익률(%)	4.3	4.1	5.2	5.4
ROE(%)	2.9	11.7	15.4	14.5
순부채비율(%)	96.0	83.8	66.1	49.5

Price Trend



실적 Preview

이수화학 (005950)

매수 타이밍 도래



이수화학의 올해 2분기 영업이익은 152억원으로 전 분기 대비 144% 증가할 전망입니다. 전 분기에 있었던 비화학부문의 일회성 비용이 제거된 가운데, 성수기 효과 등으로 석유화학부문의 실적이 전 분기 대비 크게 개선될 것으로 예상되기 때문입니다. 한편 동사의 3분기 영업이익은 저가 원재료 투입 효과 및 전 분기 이연된 판매량 증가로 추가적으로 개선되며, 5분기만에 재차 200억원을 상회할 전망입니다. 동사에 대한 매수 타이밍이 도래하였다고 판단됩니다.

>>> 2분기 영업이익, 전 분기 대비 144% 증가 전망

이수화학의 올해 2분기 영업이익은 152억원으로 전 분기 대비 144% 증가할 전망이다. 비화학부문의 일회성 비용이 제한된 가운데, 성수기 효과 등으로 석유화학부문 실적이 전 분기 대비 크게 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

석유화학부문 영업이익은 106억원으로 전 분기 대비 45% 증가할 전망이다. 일부 판매 지연으로 4~5월 수출이 부진하였지만, 1) 6월부터 수출/판매량이 급속히 회복되었고, 2) 작년 4분기 정기보수에 따른 고원가율 이연 효과가 제거되었으며, 4) 전 분기 성과급 지급(10억원 수준)으로 인한 기저 효과가 발생할 전망이고, 5) 제품 가격이 견조한 가운데, 벤젠/케로신 등 주요 원재료가격이 하향 안정화되었기 때문이다.

건설부문 영업이익은 43억원으로 전 분기 대비 424% 증가할 전망이다. 이는 1) 전 분기 계절적 원인으로 인한 공정률 하락 효과가 제거되었고, 2) 전 분기 수익성을 악화시켰던 원자재 수급 지연이 정상화되었기 때문이다.

의약부문 영업이익은 3억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. 이는 1) 해외 매출 발생이 주로 2분기부터 반영되기 시작하고, 2) 전 분기 임상1상 예정인 항암신약(ISU104) 관련 개발비 반영 효과가 제거될 것으로 예상되기 때문이다.

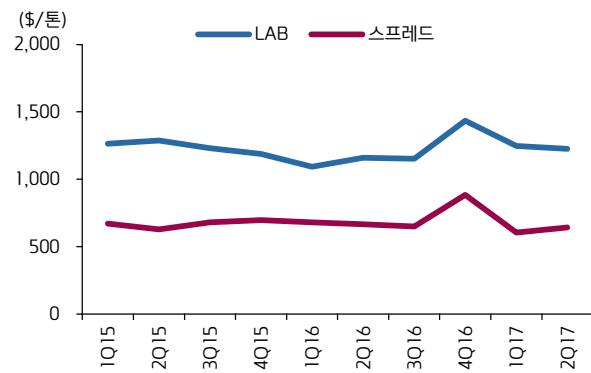
한편 올해 3분기 영업이익은 216억원을 기록하며, 전 분기 대비 큰 폭의 개선이 있을 것으로 예상된다. 이는 1) 비화학부문의 일시적 비용이 제한될 것으로 전망되고, 2) 석유부문은 계절적 성수기에 따른 수요 증가가 전망되는 가운데, 원재료 가격 하향 안정화 및 중국/인도/인도네시아 등 역내 업체 정기보수 확대로 스프레드가 추가적으로 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 24,000원(유지)

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지한다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 싸이클 산업의 특성 상 작년부터 시작된

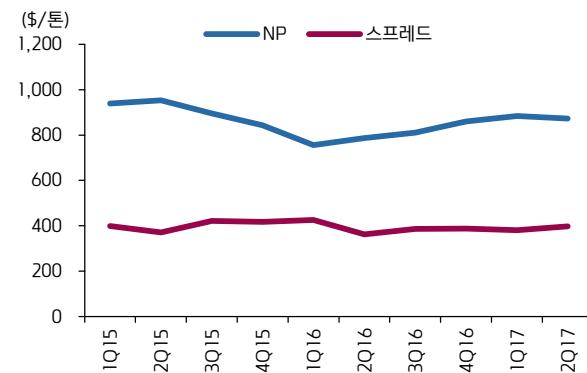
LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 그 동안 연결 실적을 훼손하던 투자사 및 지분법 업체들의 실적이 점진적으로 개선되고 있고, 3) 수소 외부 구매 및 사업장 내 히터 연료의 LNG 전환 등 본사 제조원이 감축 활동이 확대되고 있기 때문이다.

국내 LAB 스프레드 추이(분기별)



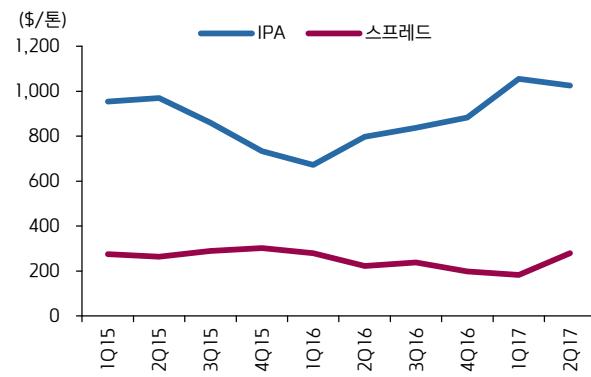
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 노말파라핀 스프레드 추이(분기별)



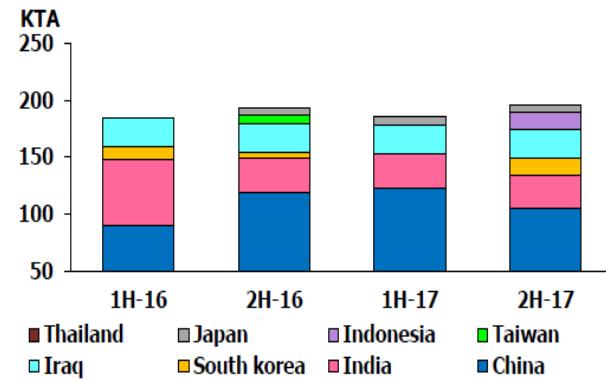
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 IPA 스프레드 추이(분기별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

아시아/중동 LAB 유효 정기보수/폐쇄 전망



자료: 업계, 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	257	233	262	234	1,502	1,049	903	986
	건설	123	145	151	173	115	135	141	161	342	410	593	552
	의약	3	6	6	4	4	4	4	4	7	11	19	15
	합계	331	400	405	380	405	372	406	399	1,852	1,471	1,515	1,582
영업이익	석유화학	8	12	10	5	7	11	15	11	5	2	35	44
	건설	4	8	7	12	1	4	6	10	-35	3	30	22
	의약	0	1	0	-1	-2	0	0	0	-6	-5	-1	-1
	합계	12	21	17	16	6	15	22	22	-36	0	65	65

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	14,712	15,154	15,824	16,351	16,630
매출원가	13,914	13,837	14,506	14,813	15,027
매출총이익	799	1,317	1,318	1,538	1,603
판매비및일반관리비	798	668	668	689	701
영업이익(보고)	1	650	650	849	902
영업이익(핵심)	1	650	650	849	902
영업외손익	-426	-444	-182	-158	-159
이자수익	49	45	34	32	33
배당금수익	3	2	12	11	12
외환이익	208	270	122	0	0
이자비용	270	208	207	201	201
외환손실	139	182	132	0	0
관계기업지분법손익	-134	-43	14	40	40
투자및기타자산처분손익	-5	-8	-8	-10	-10
금융상품평가및기타금융이익	-91	-225	34	22	21
기타	-47	-95	-50	-52	-53
법인세차감전이익	-426	206	469	692	743
법인세비용	121	104	42	62	66
유효법인세율 (%)	-28.3%	50.5%	8.9%	8.9%	8.9%
당기순이익	-546	102	427	630	677
지배주주지분순이익(억원)	-434	115	406	599	644
EBITDA	107	767	761	962	1,017
현금순이익(Cash Earnings)	-440	219	538	742	792
수정당기순이익	-423	217	401	618	668
증감율(% YoY)					
매출액	-20.5	3.0	4.4	3.3	1.7
영업이익(보고)	N/A	120,385.4	0.1	30.6	6.2
영업이익(핵심)	N/A	120,385.4	0.1	30.6	6.2
EBITDA	N/A	617.2	-0.7	26.3	5.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	252.8	47.5	7.4
EPS	N/A	N/A	252.8	47.5	7.4
수정순이익	N/A	N/A	84.4	54.1	8.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	370	775	416	610	703
당기순이익	-546	102	427	630	677
감가상각비	92	100	95	98	102
무형자산상각비	14	17	16	14	13
외환손익	-12	-102	10	0	0
자산처분손익	15	0	8	10	10
지분법손익	134	43	-14	-40	-40
영업활동자산부채 증감	531	43	-114	-90	-47
기타	142	572	-12	-12	-11
투자활동현금흐름	-165	-113	-262	-259	-224
투자자산의 처분	-91	49	-78	-65	-39
유형자산의 처분	87	0	0	0	0
유형자산의 취득	-139	-144	-158	-174	-174
무형자산의 처분	-5	-42	0	0	0
기타	-18	23	-25	-20	-11
재무활동현금흐름	-456	-186	-40	-47	-56
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	33	25	17
현금및현금성자산의순증가	-251	479	114	303	423
기초현금및현금성자산	615	364	844	957	1,261
기말현금및현금성자산	364	844	957	1,261	1,684
Gross Cash Flow	-161	732	530	700	750
Op Free Cash Flow	494	297	489	697	577

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,307	5,912	6,249	6,729	7,245
현금및현금성자산	364	844	957	1,261	1,684
유동금융자산	477	217	227	234	238
매출채권및유동채권	3,154	3,533	3,689	3,812	3,877
재고자산	1,312	1,317	1,376	1,421	1,446
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	4,978	5,091	5,260	5,458	5,613
장기매출채권및기타비유동채권	508	453	473	489	497
투자자산	1,848	1,872	1,949	2,049	2,125
유형자산	1,914	2,006	2,069	2,145	2,218
무형자산	157	185	170	155	142
기타비유동자산	552	574	600	620	630
자산총계	10,286	11,002	11,509	12,187	12,858
유동부채	4,836	6,049	6,168	6,261	6,311
매입채무및기타유동채무	1,926	2,472	2,581	2,667	2,713
단기차입금	1,187	2,424	2,424	2,424	2,424
유동성장기차입금	1,714	942	942	942	942
기타유동부채	9	211	221	228	232
비유동부채	1,942	1,488	1,523	1,549	1,567
장기매입채무및비유동채무	47	38	40	41	42
사채및장기차입금	1,609	1,020	1,020	1,020	1,020
기타비유동부채	286	430	463	488	505
부채총계	6,777	7,538	7,691	7,811	7,878
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	913	926	1,270	1,807	2,387
기타자본	602	575	575	575	575
지배주주지분자본총계	2,961	2,947	3,291	3,827	4,407
비지배주주지분자본총계	547	518	528	549	572
자본총계	3,508	3,464	3,819	4,376	4,980
순차입금	3,669	3,325	3,202	2,891	2,464
총차입금	4,510	4,386	4,386	4,386	4,386

투자지표

(단위: 원, 배, %)

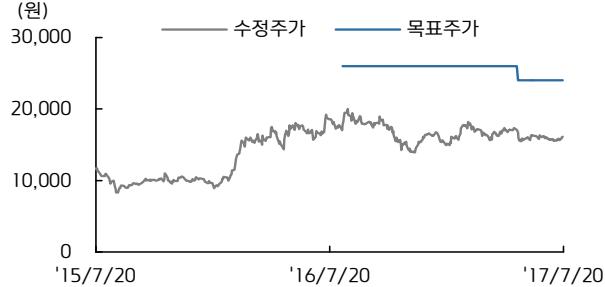
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-2,840	753	2,658	3,922	4,212
BPS	19,380	19,286	21,540	25,052	28,849
주당EBITDA	700	5,018	4,982	6,295	6,655
CFPS	-2,879	1,433	3,520	4,859	5,181
DPS	300	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-3.6	21.6	6.1	4.1	3.8
PBR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	52.8	7.2	7.6	5.7	5.0
PCFR	-3.6	11.4	4.6	3.3	3.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.0	4.3	4.1	5.2	5.4
영업이익률(핵심)	0.0	4.3	4.1	5.2	5.4
EBITDA margin	0.7	5.1	4.8	5.9	6.1
순이익률	-3.7	0.7	2.7	3.9	4.1
자기자본이익률(ROE)	-15.1	2.9	11.7	15.4	14.5
투하자본이익률(ROIC)	0.0	6.5	13.4	16.9	13.3
안정성(%)					
부채비율	193.2	217.6	201.4	178.5	158.2
순차입금비율	104.6	96.0	83.8	66.1	49.5
이자보상배율(배)	0.0	3.1	3.1	4.2	4.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.5	4.4	4.4	4.3
재고자산회전율	9.1	11.5	11.8	11.7	11.6
매입채무회전율	8.7	6.9	6.3	6.2	6.2

- 당사는 7월 19일 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
	2017/03/21	Buy(Maintain)	26,000원
	2017/04/18	Buy(Maintain)	26,000원
	2017/05/11	Buy(Maintain)	24,000원
	2017/07/20	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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%