



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(10/31): 15,500원

시가총액: 2,368억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/31)	2,008.19pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,000원	8,900원
등락률	-22.50%	74.16%
수익률	절대	상대
1W	-14.1%	-12.6%
6M	-2.5%	-3.2%
1Y	50.5%	52.1%

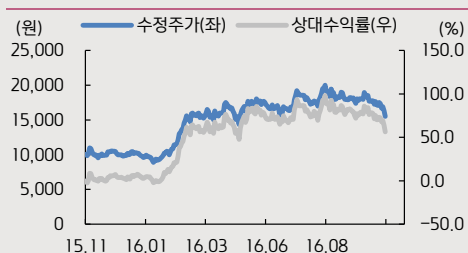
Company Data

발행주식수	15,278천주	
일평균 거래량(3M)	86천주	
외국인 지분율	12.34%	
배당수익률(16E)	2.58%	
BPS(16E)	21,418원	
주요 주주	이수 외 12인	39.25%
	이수화학 자사주 펀드	4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,712	16,080	18,841	20,579
보고영업이익	1	609	736	851
핵심영업이익	1	609	736	851
EBITDA	107	710	839	957
세전이익	-426	415	574	712
순이익	-546	406	448	556
지배주주지분순이익	-434	349	381	473
EPS(원)	-2,840	2,285	2,494	3,095
증감률(%YoY)	N/A	N/A	9.2	24.1
PER(배)	-3.6	6.8	6.2	5.0
PBR(배)	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	52.8	8.2	7.5	6.7
보고영업이익률(%)	0.0	3.8	3.9	4.1
핵심영업이익률(%)	0.0	3.8	3.9	4.1
ROE(%)	-15.1	11.0	11.0	12.3
순부채비율(%)	104.6	79.6	82.5	76.3

Price Trend



기업분석

이수화학 (005950)

내년과 내후년을 더욱 긍정적으로 바라보는 이유



현재 이수화학의 주가는 전 고점 대비 약 22.5% 하락하였다. 부정적 환율 효과 및 4분기 정기보수(10월 20일~11월 20일) 진행에 따른 생산 감소 등을 고려한 수급 측면의 요인으로 보인다. 하지만 싸이클 산업의 특성 상 올해 시작된 LAB 수급 개선은 단년으로 끝나지 않고, 최소 2~3년의 듀레이션을 유지할 것으로 전망되는 등 최근 주가 하락은 과도하고 판단된다.

>>> 3분기 영업이익, 작년 대비 41.6% 증가 전망

이수화학의 올해 3분기 영업이익은 181억원으로 시장기대치에 부합할 전망이다. 수출주에 부정적인 환율 효과 지속 및 8월 성과급(15억원) 지급 등 일부 일회성 비용 반영에도 불구하고 작년 대비 영업이익이 41.6% 증가하는 호실적이 전망되는 이유는 1) 1~2분기 대비 정기보수 등이 없는 가운데 3분기 계절적 성수기 효과로 판매량이 전 분기 대비 10% 가량 증가하였고, 2) LAB 스프레드가 여전히 견고한 수준을 유지하였으며, 3) 건설과 의약 등 비석유화학부문이 전 분기와 유사한 호실적을 기록한 것으로 예상되기 때문이다.

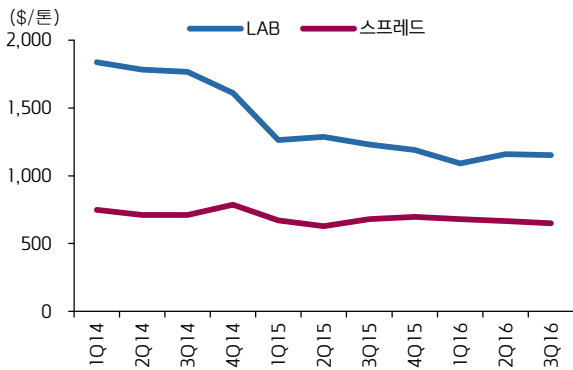
>>> 내년과 내후년 실적을 더욱 긍정적으로 바라보는 이유

우리는 동사가 올해 호실적을 기점으로 향후 2~3년간 증익 추세를 이어갈 것으로 전망하고 있다. 1) CAHA에 따르면 세계 LAB 수요는 향후 2025년까지 연평균 +2.5% 증가(수요의 50%를 차지하는 아시아는 CAGR +3.2%)가 전망되는 가운데, 공급은 올해 태국 Labix의 신설(+10만톤)을 마지막으로 현재 추가로 발표된 프로젝트가 없어 중장기적으로도 LAB 수급타이트 현상이 지속될 가능성이 크며, 2) 동사 LAB의 주요 수요처인 애경, 미원 등은 내년과 내후년에 LAS 등의 생산능력을 약 7만톤 정도 증설을 검토/추진하고 있는 등 동사는 추가 생산능력을 늘리지 않더라도 마진율이 상대적으로 양호한 내수 판매량이 점진적으로 증가할 가능성이 크며, 3) 저유가 기조 유지에 따라 대체재인 알코올계 세제가 저조한 경제성을 지속할 것으로 전망되기 때문이다. 한편 지분법 법인이자 동사의 LAB Tolling Business의 개념(NP 공급)을 보유한 GOC은 작년 분기 당 50억원 수준의 당기순손실을 지속하였다. 하지만 최근 LAB 업황 개선으로 올해는 당기순손실이 분기 당 8억원수준으로 감소하였으며, 내년은 흑자전환이 전망된다. 참고로 GOC는 미래 사업을 위한 부지를 확보하고 있으며 소규모 증설 등을 검토 중으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원 유지

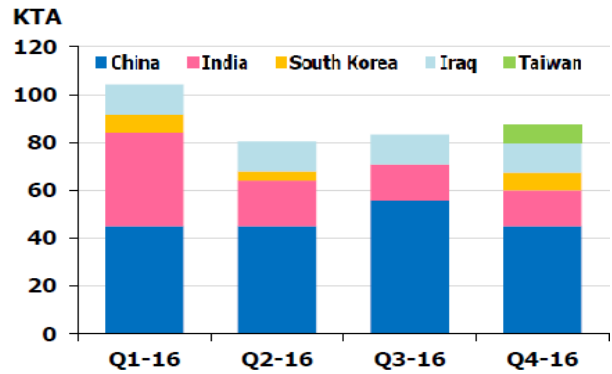
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 1) 싸이클 산업의 특성 상 올해 시작된 LAB 수급 개선이 최소 2~3년은 유지될 것으로 전망되며, 2) 그 동안 발목을 잡았던 투자자들의 실적이 개선되고 있고, 현 주가는 올해 실적 기준 PER 6.8배, PBR 0.7배로 저평가 메리트가 있기 때문이다.

국내 LAB 스프레드 추이(분기평균)



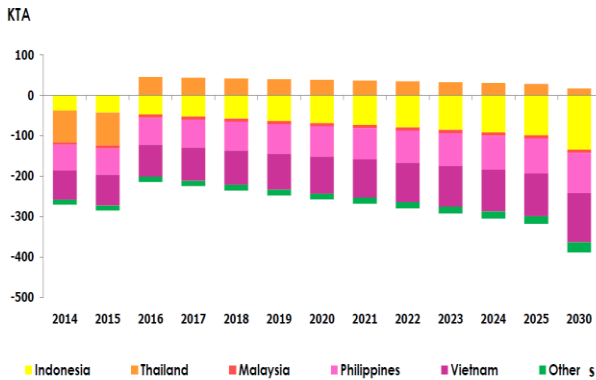
자료: KITA, 페트로넷, 키움증권 리서치

아시아/중동 LAB 유효 정기보수 추이(분기별)



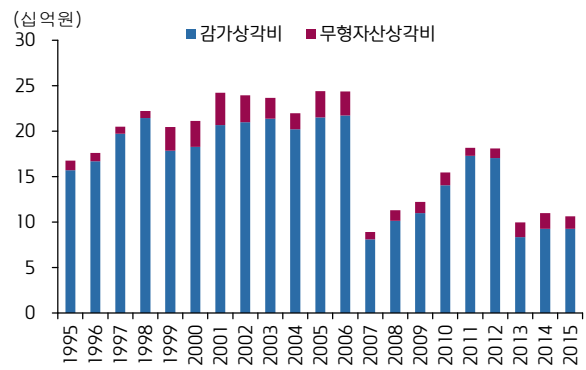
자료: TO, 키움증권 리서치

동남아시아 LAB 수급 밸런스 전망(연별)



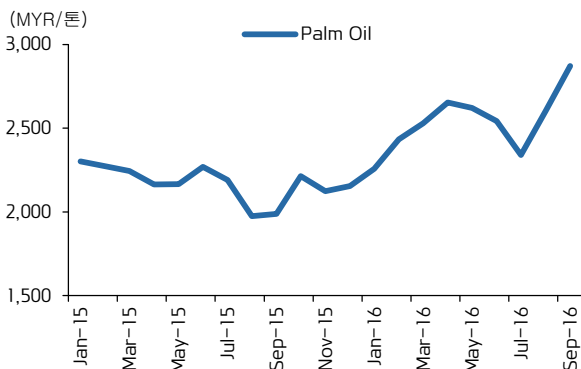
자료: 미쓰이상사 등, 키움증권 리서치

이수화학 감가상각비 추이(연별)



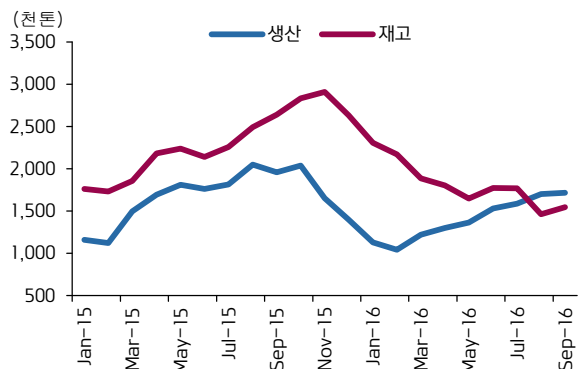
자료: 이수화학, 키움증권 리서치

말레이시아 팜오일 가격(월별)



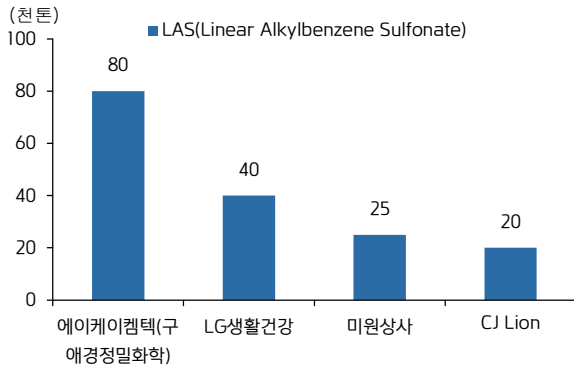
자료: MPOC, 키움증권 리서치

말레이시아 팜오일 생산/재고 추이(월별)



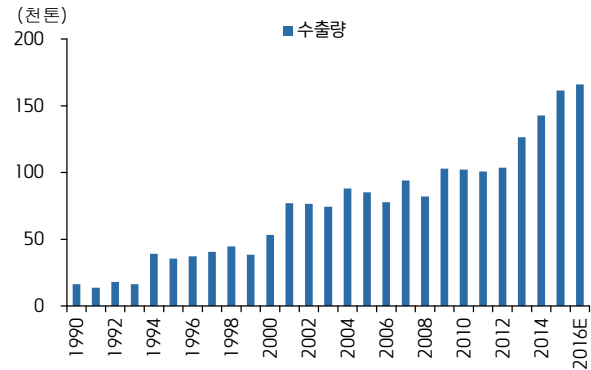
자료: MPOC, 키움증권 리서치

국내 LAS 주요 업체 생산능력 현황



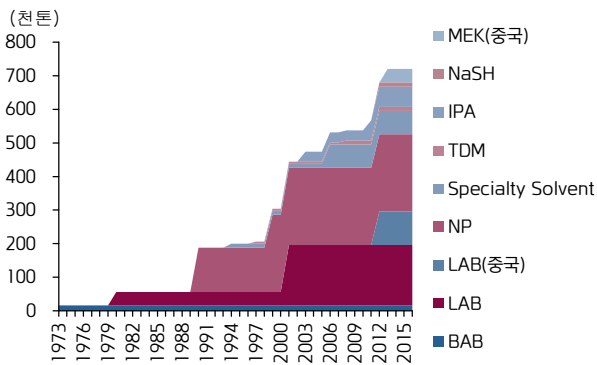
자료: AK홀딩스, 키움증권 리서치

국내 음이온계 계면활성제 수출 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

이수화학 주요제품 생산능력 추이



자료: 이수화학, 키움증권 리서치

이수화학 중국 LAB 공장(GOC) 전경



자료: 이수화학, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)		2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	263	309	298	179	204	249	262	248	1,502	1,049	963	1,173
	건설	80	96	104	131	123	145	157	199	342	410	624	687
	의약	2	3	3	4	3	6	6	6	7	11	21	24
	합계	345	408	404	314	331	400	425	452	1,852	1,471	1,608	1,884
영업이익	석유화학	-6	2	10	-5	8	12	11	5	5	2	36	45
	건설	-1	2	4	-1	4	8	7	4	-35	3	23	25
	의약	-1	-1	-1	-2	0	1	0	1	-6	-5	1	3
	합계	-8	3	13	-8	12	21	18	10	-36	0	60	73

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	18,516	14,712	16,080	18,841	20,579
매출원가	18,127	13,914	14,552	17,027	18,561
매출총이익	388	799	1,528	1,813	2,019
판매비및일반관리비	746	798	919	1,077	1,167
영업이익(보고)	-357	1	609	736	851
영업이익(핵심)	-357	1	609	736	851
영업외손익	-546	-426	-194	-162	-139
이자수익	52	49	27	37	41
배당금수익	2	3	3	4	4
외환이익	191	208	166	233	244
이자비용	362	270	146	198	198
외환손실	133	139	184	206	212
관계기업지분법손익	-91	-134	-52	20	40
투자및기타자산처분손익	7	-5	-4	-6	-6
금융상품평가및기타금융이익	-92	-91	8	-1	-4
기타	-121	-47	-13	-44	-48
법인세차감전이익	-903	-426	415	574	712
법인세비용	-39	121	8	126	157
유효법인세율 (%)	4.3%	-28.3%	2.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	-864	-546	406	448	556
지배주주지분순이익(억원)	-583	-434	349	381	473
EBITDA	-247	107	710	839	957
현금순이익(Cash Earnings)	-754	-440	507	551	661
수정당기순이익	-783	-423	402	455	566
증감율(% YoY)					
매출액	-10.7	-20.5	9.3	17.2	9.2
영업이익(보고)	N/A	N/A	112,860.2	20.9	15.6
영업이익(핵심)	N/A	N/A	112,860.1	20.9	15.6
EBITDA	N/A	N/A	564.2	18.2	14.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	9.2	24.1
EPS	N/A	N/A	N/A	9.2	24.1
수정순이익	N/A	N/A	N/A	13.0	24.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	55	370	921	71	332
당기순이익	-864	-546	406	448	556
감가상각비	93	92	88	91	95
무형자산상각비	17	14	13	12	11
외환손익	-27	-12	18	-27	-32
자산처분손익	116	15	4	6	6
지분법손익	91	134	52	-20	-40
영업활동자산부채 증감	450	531	360	-463	-291
기타	179	142	-21	24	29
투자활동현금흐름	-5	-165	-3	-514	-406
투자자산의 처분	61	-91	159	-333	-207
유형자산의 취득	3	87	0	0	0
유형자산의 취득	-120	-139	-153	-168	-185
무형자산의 취득	-12	-5	0	0	0
기타	62	-18	-9	-13	-14
재무활동현금흐름	-972	-456	-21	-21	-50
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	-58	-73
기타	20	311	23	37	23
현금및현금성자산의순증가	-923	-251	896	-465	-123
기초현금및현금성자산	1,539	615	364	1,261	796
기말현금및현금성자산	615	364	1,261	796	673
Gross Cash Flow	-395	-161	560	534	624
Op Free Cash Flow	86	494	917	208	480

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,719	5,332	5,693	5,990	6,346
현금및현금성자산	615	364	1,261	796	673
유동금융자산	195	477	169	198	216
매출채권및유동채권	2,990	3,155	2,596	3,042	3,323
재고자산	1,919	1,335	1,667	1,953	2,133
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,219	4,954	5,162	5,664	6,048
장기매출채권및기타비유동채권	557	547	598	701	765
투자자산	2,532	2,334	2,439	2,772	3,012
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	10,855	11,653	12,393
유동부채	4,808	4,836	5,016	5,379	5,608
매입채무및기타유동채무	1,441	1,926	2,105	2,466	2,694
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	10	11	13
비유동부채	2,392	1,942	1,969	2,014	2,042
장기매입채무및비유동채무	25	47	51	60	66
사채및장기차입금	2,091	1,609	1,609	1,609	1,609
기타비유동부채	276	286	308	345	368
부채총계	7,200	6,777	6,984	7,393	7,650
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	1,417	913	1,225	1,557	1,968
기타자본	478	602	602	602	602
지배주주지분자본총계	3,341	2,961	3,273	3,605	4,016
비지배주주지분자본총계	397	547	598	655	727
자본총계	3,738	3,508	3,871	4,260	4,743
순차입금	4,630	3,669	3,080	3,516	3,621
총차입금	5,440	4,510	4,510	4,510	4,510

투자지표

(단위: 원, 배, %)

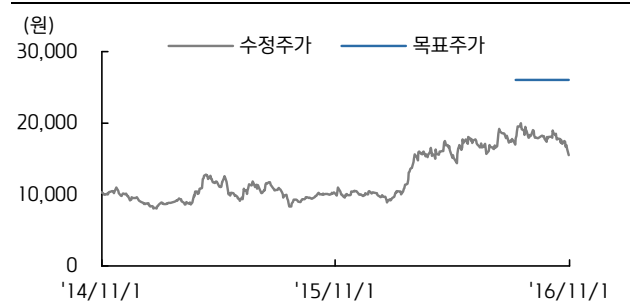
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-3,813	-2,840	2,285	2,494	3,095
BPS	21,868	19,380	21,422	23,595	26,288
주당EBITDA	-1,618	700	4,647	5,492	6,262
CFPS	-4,937	-2,879	3,320	3,605	4,327
DPS	100	300	400	500	500
주가배수(배)					
PER	-2.4	-3.6	6.8	6.2	5.0
PBR	0.4	0.5	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	-27.1	52.8	8.2	7.5	6.7
PCFR	-1.8	-3.6	4.7	4.3	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-1.9	0.0	3.8	3.9	4.1
영업이익률(핵심)	-1.9	0.0	3.8	3.9	4.1
EBITDA margin	-1.3	0.7	4.4	4.5	4.6
순이익률	-4.7	-3.7	2.5	2.4	2.7
자기자본이익률(ROE)	-22.2	-15.1	11.0	11.0	12.3
투자자본이익률(ROIC)	-5.8	0.0	12.2	14.5	15.4
안정성(%)					
부채비율	192.6	193.2	180.4	173.5	161.3
순차입금비율	123.9	104.6	79.6	82.5	76.3
이자보상배율(배)	N/A	0.0	4.2	3.7	4.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	4.8	5.6	6.7	6.5
재고자산회전율	11.1	9.0	10.7	10.4	10.1
매입채무회전율	11.6	8.7	8.0	8.2	8.0

- 당사는 10월 31일 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

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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%