



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원
주가(12/2): 14,650원
시가총액: 2,238억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/2)	1,970.61pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,000원	8,900원
등락률	-26.75%	64.61%
수익률	절대	상대
1W	-5.8%	-5.4%
6M	-14.8%	-14.2%
1Y	39.5%	42.3%

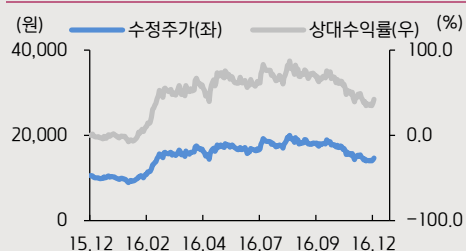
Company Data

발행주식수	15,278천주
일평균 거래량(3M)	76천주
외국인 지분율	11.61%
배당수익률(16E)	2.73%
BPS(16E)	21,453원
주요 주주	(주)이수(외 12인) 39.25%
	이수화학 자사주 펀드 4.93%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,712	15,745	17,155	19,637
보고영업이익	1	595	717	847
핵심영업이익	1	595	717	847
EBITDA	107	696	820	953
세전이익	-426	408	576	733
순이익	-546	414	450	572
지배주주지분순이익	-434	354	376	479
EPS(원)	-2,840	2,315	2,462	3,132
증감률(%YoY)	N/A	N/A	6.3	27.2
PER(배)	-3.6	6.3	6.0	4.7
PBR(배)	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	52.8	8.1	7.0	6.3
보고영업이익률(%)	0.0	3.8	4.2	4.3
핵심영업이익률(%)	0.0	3.8	4.2	4.3
ROE(%)	-15.1	11.2	11.0	12.7
순부채비율(%)	104.6	77.3	71.8	70.4

Price Trend



기업분석

이수화학 (005950)

내년, 연성알킬벤젠 수급 더욱 타이트 해진다



이수화학은 지난 11월 말에 화학부문 정기보수를 마무리하였다. 이제는 동사의 내년 실적 개선에 대해 집중할 시기로 보인다. 연성알킬벤젠은 필수재 성격의 특성 상 수요는 향후 견조한 흐름을 지속할 것으로 예상되는 가운데 공급 증가 제한으로 스프레드 및 마진은 올해에 이어 강세 기조를 유지할 전망이다. 특히 동사의 주력 시장 중 하나인 동남아시아/아시아태평양은 타이오일 증설에도 불구하고 내년에도 수급 쏠티지 현상이 지속될 것으로 보인다.

>>> 내년 실적을 긍정적으로 바라보는 이유

이수화학은 올해 호실적으로 기점으로 향후 2~3년간 증익 추세를 유지할 것으로 전망된다.

첫째, 세계 연성알킬벤젠(이후 LAB) 수요는 향후 2020년까지 연평균 2.8% 증가가 전망되는 가운데 공급은 올해 태국 Thai Oil의 신설을 마지막으로 추가로 발표된 프로젝트가 없어 중장기적으로도 LAB 수급 타이트 현상이 지속될 가능성이 크기 때문이다. 특히 아시아태평양 지역은 계속해서 LAB 시장을 독점하다시피 하고 있는데, 2015년 기준 전체 시장의 46%를 점유하고 있다. 2014~2020년 동안 아시아태평양의 연평균 성장률은 3.6%로 가장 빠르게 성장하는 LAB 시장 지역을 지속할 것으로 보인다. 중국과 인도, 동남아시아의 가처분 소득 증가와 더불어 산업화의 확대는 이 지역 LAB 수요를 견인할 전망이다.

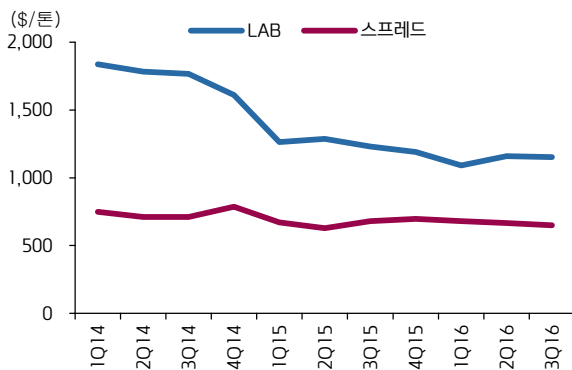
둘째, 동사의 LAB의 주요 수요처인 애경, 미원 등은 내년과 내후년에 LAS 등의 생산능력을 약 7만톤 정도 신증설을 검토하고 있는 등 동사는 추가 생산능력을 늘리지 않더라도 마진율이 상대적으로 양호한 내수 판매량이 점진적으로 증가할 가능성이 커 보인다.

셋째, 동사의 지분법법인인 GOC(Great Orient Chemical)는 작년 분기 당 50억원 수준의 당기순손실을 지속하였다. 하지만 최근 LAB 업황 개선으로 올해는 당기순손실이 분기 당 8~9억원 수준으로 감소하였으며, 내년은 LAB 수급 타이트 지속으로 흑자전환이 예상된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원 유지

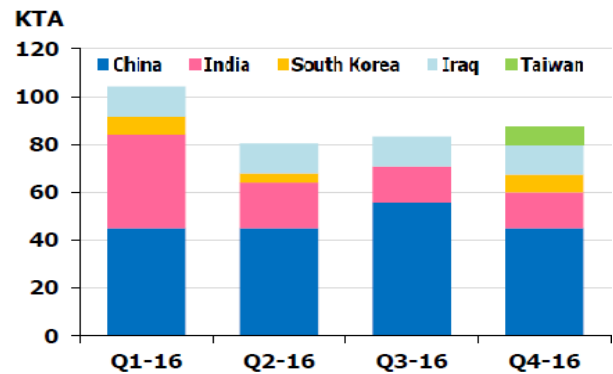
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 26,000원을 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 1) 향후 신증설 발표 제한으로 올해부터 시작된 LAB 업황 호조세가 최소 2~3년은 유지될 것으로 예상되며, 2) 이수건설, 이수앱지스 등 투자사들의 실적이 개선되고 있고, 3) 현재 주가는 내년 실적 기준 PER 6배, PBR 0.6배로 저평가 메리트가 존재하기 때문이다.

LAB 스프레드 추이(분기평균)



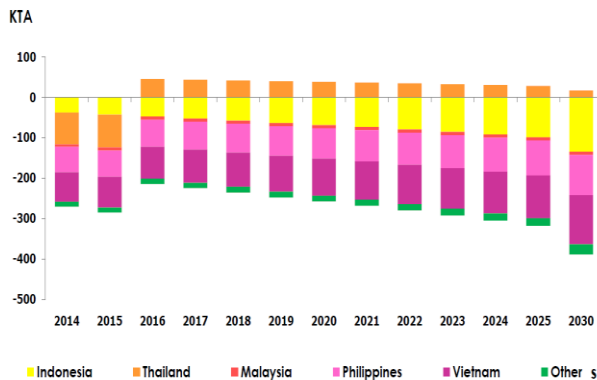
자료: KITA, 페트로넷, 키움증권 리서치

아시아/중동 LAB 유효 정기보수 추이(분기별)



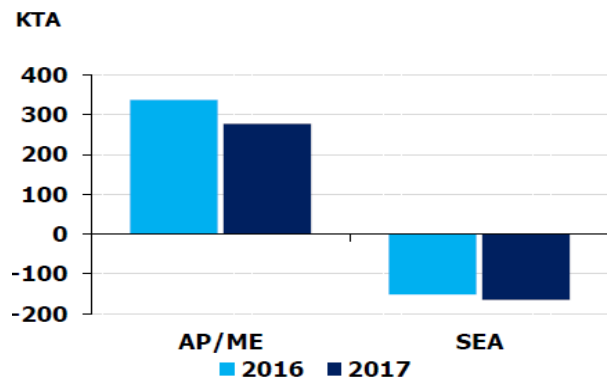
자료: TO, 키움증권 리서치

동남아시아 LAB 수급 전망



자료: 미쓰이상사 등, 키움증권 리서치

아시아 알킬벤젠 생산능력-수요



자료: TO, 키움증권 리서치

이수화학 실적 전망

(단위: 십억원)		2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	석유화학	263	309	298	179	204	249	248	242	1,502	1,049	943	1,020
	건설	80	96	104	131	123	145	151	191	342	410	610	671
	의약	2	3	3	4	3	6	6	6	7	11	21	24
	합계	345	408	404	314	331	400	405	439	1,852	1,471	1,575	1,716
영업이익	석유화학	-6	2	10	-5	8	12	10	6	5	2	36	46
	건설	-1	2	4	-1	4	8	7	4	-35	3	23	25
	의약	-1	-1	-1	-2	0	1	0	0	-6	-5	0	1
	합계	-8	3	13	-8	12	21	17	10	-36	0	59	72

자료: 이수화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	18,516	14,712	15,745	17,155	19,637
매출원가	18,127	13,914	14,261	15,474	17,687
매출총이익	388	799	1,484	1,682	1,950
판매비및일반관리비	746	798	889	965	1,102
영업이익(보고)	-357	1	595	717	847
영업이익(핵심)	-357	1	595	717	847
영업외손익	-546	-426	-187	-141	-114
이자수익	52	49	18	34	39
배당금수익	2	3	2	3	4
외환이익	191	208	111	233	244
이자비용	362	270	95	191	191
외환손실	133	139	100	138	142
관계기업지분법손익	-91	-134	-38	20	40
투자및기타자산처분손익	7	-5	-2	-3	-3
금융상품평가및기타금융이익	-92	-91	-71	-100	-105
기타	-121	-47	-11	0	0
법인세차감이익	-903	-426	408	576	733
법인세비용	-39	121	-6	127	161
유효법인세율 (%)	4.3%	-28.3%	-1.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	-864	-546	414	450	572
지배주주지분순이익(억원)	-583	-434	354	376	479
EBITDA	-247	107	696	820	953
현금순이익(Cash Earnings)	-754	-440	515	552	677
수정당기순이익	-783	-423	487	552	680
증감율(% YoY)					
매출액	-10.7	-20.5	7.0	9.0	14.5
영업이익(보고)	N/A	N/A	110,212.3	20.5	18.2
영업이익(핵심)	N/A	N/A	110,212.3	20.5	18.2
EBITDA	N/A	N/A	550.8	17.8	16.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	6.3	27.2
EPS	N/A	N/A	N/A	6.3	27.2
수정순이익	N/A	N/A	N/A	13.4	23.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	55	370	968	297	221
당기순이익	-864	-546	414	450	572
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	416	-236	-416
기타	179	142	7	93	99
투자활동현금흐름	-5	-165	41	-345	-494
투자자산의 처분	61	-91	198	-170	-302
유형자산의 취득	3	87	0	0	0
유형자산의 취득	-120	-139	-153	-168	-185
무형자산의 취득	-12	-5	0	0	0
기타	62	-18	-4	-6	-7
재무활동현금흐름	-972	-456	-25	-38	-41
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	19	21	32
현금및현금성자산의순증가	-923	-251	983	-85	-314
기초현금및현금성자산	1,539	615	364	1,348	1,262
기말현금및현금성자산	615	364	1,348	1,262	948
Gross Cash Flow	-395	-161	551	533	637
Op Free Cash Flow	86	494	959	415	352

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,719	5,332	5,688	5,991	6,361
현금및현금성자산	615	364	1,348	1,262	948
유동금융자산	195	477	165	180	206
매출채권및유동채권	2,990	3,155	2,542	2,770	3,171
재고자산	1,919	1,335	1,632	1,778	2,036
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,219	4,954	5,125	5,424	5,919
장기매출채권및기타비유동채권	557	547	586	638	730
투자자산	2,532	2,334	2,415	2,596	2,919
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	10,813	11,415	12,280
유동부채	4,808	4,836	4,972	5,157	5,484
매입채무및기타유동채무	1,441	1,926	2,061	2,246	2,571
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	10	12
비유동부채	2,392	1,942	1,964	1,989	2,028
장기매입채무및비유동채무	25	47	50	55	63
사채및장기차입금	2,091	1,609	1,609	1,609	1,609
기타비유동부채	276	286	304	325	357
부채총계	7,200	6,777	6,935	7,146	7,512
자본금	764	764	764	764	764
주식발행초과금	682	682	682	682	682
이익잉여금	1,417	913	1,230	1,557	1,974
기타자본	478	602	602	602	602
지배주주지분자본총계	3,341	2,961	3,278	3,605	4,022
비지배주주지분자본총계	397	547	600	665	747
자본총계	3,738	3,508	3,878	4,269	4,769
순차입금	4,630	3,669	2,997	3,067	3,355
총차입금	5,440	4,510	4,510	4,510	4,510

투자지표

(단위: 원, 배, %)

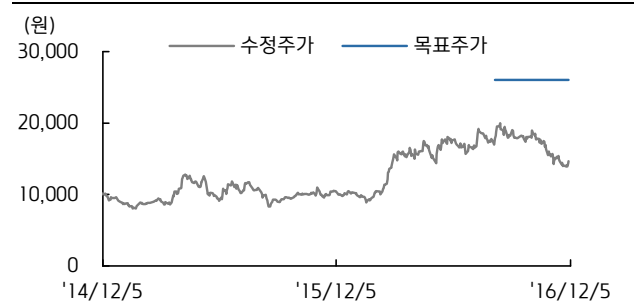
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-3,813	-2,840	2,315	2,462	3,132
BPS	21,868	19,380	21,453	23,593	26,324
주당EBITDA	-1,618	700	4,554	5,366	6,237
CFPS	-4,937	-2,879	3,369	3,616	4,434
DPS	100	300	400	500	500
주가배수(배)					
PER	-2.4	-3.6	6.3	6.0	4.7
PBR	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	-27.1	52.8	8.1	7.0	6.3
PCFR	-1.8	-3.6	4.3	4.1	3.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-1.9	0.0	3.8	4.2	4.3
영업이익률(핵심)	-1.9	0.0	3.8	4.2	4.3
EBITDA margin	-1.3	0.7	4.4	4.8	4.9
순이익률	-4.7	-3.7	2.6	2.6	2.9
자기자본이익률(ROE)	-22.2	-15.1	11.2	11.0	12.7
투자자본이익률(ROIC)	-5.8	0.0	12.0	14.6	16.0
안정성(%)					
부채비율	192.6	193.2	178.8	167.4	157.5
순차입금비율	123.9	104.6	77.3	71.8	70.4
이자보상배율(배)	N/A	0.0	6.3	3.8	4.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	4.8	5.5	6.5	6.6
재고자산회전율	11.1	9.0	10.6	10.1	10.3
매입채무회전율	11.6	8.7	7.9	8.0	8.2

- 당사는 12월 2일 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 (005950)	2016/08/09	Buy(Initiate)	26,000원
	2016/11/01	Buy(Maintain)	26,000원
	2016/12/05	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%