

이수화학 (005950)

한상원

sangwon.han@daishin.com

투자의견

Not Rated

6개월 목표주가

Not Rated

현재주가
(19.08.07)

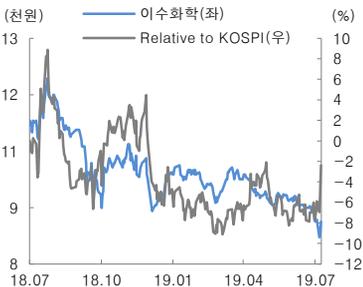
9,100

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	1909.71
시가총액	139십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	76십억원
52주 최고/최저	12,150원 / 8,770원
120일 평균거래대금	2억원
외국인지분율	3.63%
주요주주	이수 외 9 인 39.62%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	-8.8	-11.7	-19.1
상대수익률	4.3	3.9	1.9	-2.6



나 홀로 호황

화학 시장 부진에도 좋은 제품이 있다?

- 이수화학의 주력 제품인 LAB(세탁세제 원료)의 경우 전반적 화학 시장 부진(=수요 위축)과는 무관히 양호한 시장 흐름 시현 중: 2Q19 증익(+129억원 QoQ)도 대부분이 LAB가 속한 석유화학 부문(+114억원)에서 발생
- LAB의 양호한 시장은 공급 덕분: 공급 측면에서는 2016년 Labix(+10만톤)의 증설 이후 2020년 Farabi(+12만톤)까지 증설 공백기에 진입 vs. 반면 수요는 생필품에 해당하기 때문에 글로벌 경기와 무관히 안정적인 수준을 유지(연평균 수요 증가 +10만톤, +2~3% 내외) → 2020년까지 구조적 공급 개선에 따른 시장 반등 구간에 진입 판단
- 2017~18년 시장 개선이 예상보다 지연된 이유는 양호한 시장에 상대적 신규 설비들이 디보틀넥킹(소규모 생산능력 확대, 약 5~10만톤 내외로 추산)을 진행했기 때문 vs. 2019년 들어서는 JX(일본)가 8만톤 규모의 설비를 폐쇄(5월)하며 공급은 더욱 타이트

2Q19 영업이익 113억원(흑자 전환 QoQ)으로 양호한 실적 기록

- 2분기 영업이익은 전년 동기 대비 98% 증가한 113억원을 기록하며 전분기 대비로도 흑자 전환에 성공 → 4Q18~1Q19 실적 부진에서 탈출
- 주력인 화학 부문이 LAB의 스프레드 상승(+105달러/톤)과 전분기 고가 원료 투입, 재고 손실 등에 따른 일회성 비용(약 50억원) 소멸 등 덕분에 이익이 대폭 증가 vs. 주요 연결 자회사인 이수건설(건설)과 이수엠지S(바이오)의 실적은 부진
- 3Q19 영업이익은 161억원(+42.4% QoQ)로 추가적인 개선 전망
 - 1) 5월 JX의 설비 폐쇄 영향이 시차를 두고 시장에 반영(재고 소진되며 7월부터 LAB 가격이 재차 상승 국면에 진입)
 - 2) 건설도 일시적인 사업장 공백기(2016~17년 수주의 대부분이 재개발, 재건축으로 다른 프로젝트 대비 수주 이후 착공까지 긴 시차가 발생에서 벗어나 하반기부터는 분기 1천억원 내외의 매출 회복 기대 → 상반기 부진 감내해도 연간 매출액 3천억원 달성 예상 vs. 연간 영업이익은 76억원(OPM 2.4%) 전망

실적은 분명한 개선세(2019F OP +418%) vs. 주가는 절대 저평가

- 화학 및 건설 부문의 이익 개선으로 2019년 연간 영업이익은 전년 대비 418% 증가 전망 vs. 반면 현재 주가는 12MF PBR 0.3배로 절대 저평가 상태
- 연말 DPS 500원 가정 시 배당 수익률 6%에 근접(실적 개선 불구 보수적인 관점에서 전년과 동일한 DPS인 400원을 가정해도 배당 수익률은 4.4%)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,508	1,531	1,582	1,642	1,646
영업이익	31	6	33	45	51
세전순이익	1	10	18	20	29
총당기순이익	-1	-2	14	16	23
자배분순이익	3	7	20	21	27
EPS	227	446	1,316	1,375	1,785
PER	67.1	22.4	6.9	6.6	5.1
BPS	18,431	20,199	21,150	22,068	23,379
PBR	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	1.2	2.3	6.4	6.4	7.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 이수화학, 대신증권 Research&Strategy본부

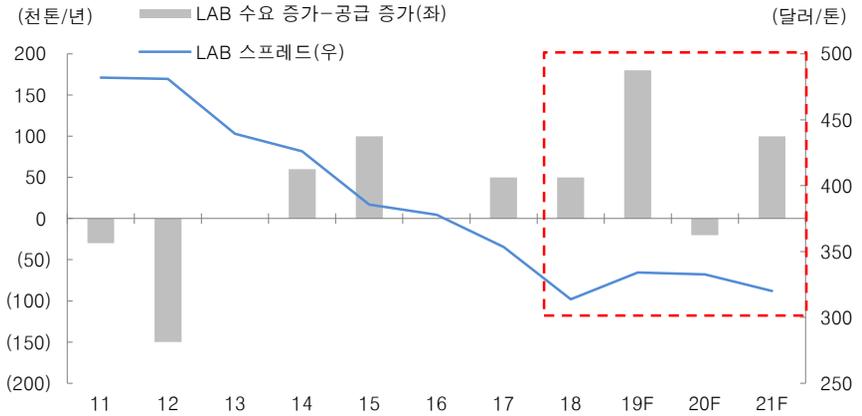
표 1. 이수화학 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	전체	355.7	418.8	403.5	353.3	353.9	400.8	444.7	382.9	1,531.3	1,582.2	1,641.5	1,645.7
	화학	291.3	319.8	334.1	277.4	297.2	336.3	329.3	281.3	1,222.7	1,244.1	1,213.0	1,224.5
	-석유화학	259.1	280.6	297.9	236.8	256.9	298.2	282.6	240.7	1,074.4	1,078.4	1,014.3	1,026.3
	-특수화학	32.2	35.5	35.7	38.1	38.3	37.4	45.1	38.9	141.5	159.7	192.6	191.9
	건설	61.9	94.9	64.7	70.4	52.9	58.4	109.8	96.0	291.9	317.2	405.1	397.2
	바이오	2.4	4.1	4.6	5.6	3.8	6.0	5.6	5.5	16.7	21.0	23.4	24.1
영업이익	전체	2.4	5.7	12.4	(14.1)	(1.6)	11.3	16.1	7.7	6.5	33.4	45.4	50.9
	화학	4.2	9.0	14.1	(1.8)	1.2	12.6	14.5	7.7	25.5	36.1	44.2	48.4
	-석유화학	0.9	5.9	7.7	(3.2)	(1.7)	8.2	10.5	5.9	11.4	22.8	25.0	25.1
	-특수화학	2.3	3.2	4.7	4.3	3.3	4.0	4.1	1.8	14.6	13.2	19.1	23.2
	건설	1.0	0.2	0.0	(7.8)	0.6	0.8	3.8	2.4	(6.7)	7.6	11.2	11.9
	바이오	(2.3)	(3.9)	(1.8)	(4.5)	(3.4)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(12.6)	(10.3)	(10.0)	(9.4)
세전이익	(2.2)	2.9	4.7	4.3	(5.1)	9.0	12.5	1.9	9.8	18.4	20.1	29.0	
순이익	(0.0)	2.8	0.4	3.6	(3.1)	9.7	10.6	2.9	6.8	20.1	21.0	27.3	
영업이익률	전체	0.7	1.4	3.1	-4.0	-0.5	2.8	3.6	2.0	0.4	2.1	2.8	3.1
	화학	1.4	2.8	4.2	-0.7	0.4	3.8	4.4	2.7	2.1	2.9	3.6	3.9
	-석유화학	0.3	2.1	2.6	-1.3	-0.7	2.8	3.7	2.5	1.1	2.1	2.5	2.5
	-특수화학	7.2	9.1	13.2	11.3	8.7	10.7	9.0	4.7	10.3	8.3	9.9	12.1
	건설	1.6	0.2	0.0	-11.2	1.1	1.4	3.5	2.5	-2.3	2.4	2.8	3.0
	바이오	-96.3	-95.4	-39.0	-80.9	-90.3	-35.4	-40.3	-44.1	-75.1	-48.9	-42.6	-38.9
증감률 (%YoY)													
매출액	전체	-12.2	1.6	6.0	14.1	-0.5	-4.3	10.2	8.4	1.6	3.3	3.7	0.3
	화학	1.6	17.0	23.2	23.1	2.0	5.2	-1.5	1.4	15.7	1.8	-2.5	0.9
	-석유화학	-0.1	16.5	29.5	14.3	-0.9	6.3	-5.1	1.6	14.6	0.4	-5.9	1.2
	-특수화학	20.5	29.3	-12.4	123.8	19.0	5.4	26.2	2.1	26.4	12.8	20.6	-0.4
	건설	-46.0	-28.6	-37.8	-12.3	-14.5	-38.4	69.7	36.5	-32.4	8.7	27.7	-2.0
	바이오											11.2	3.4
영업이익	전체	-60.9	-59.1	44.0	적전	적전	98.1	29.9	흑전	-79.3	418.4	35.7	12.1
	화학	-42.3	-6.9	134.5	적지	-71.0	41.0	2.7	흑전	18.4	41.6	22.4	9.5
	-석유화학	-81.1	-15.8	62.5	적전	적전	39.5	35.3	흑전	-35.1	101.2	9.5	0.5
	-특수화학	-24.2	2.0	70.0	흑전	42.3	23.7	-14.2	-57.8	77.1	-9.6	45.2	21.3
	건설	17.1	-96.4	-99.7	적전	-38.9	313.4	N/A	흑전	적전	흑전	46.5	6.5
	바이오	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
증감률 (%QoQ)													
매출액	전체	14.8	17.8	-3.7	-12.4	0.2	13.3	10.9	-13.9				
	화학	29.3	9.8	4.5	-17.0	7.1	13.2	-2.1	-14.6				
	-석유화학	25.1	8.3	6.2	-20.5	8.5	16.1	-5.2	-14.9				
	-특수화학	89.3	10.2	0.6	6.6	0.7	-2.4	20.5	-13.8				
	건설	-22.8	53.4	-31.8	8.7	-24.8	10.5	87.8	-12.6				
	바이오	-42.3	69.5	12.6	20.4	-31.9	58.8	-6.7	-1.5				
영업이익	전체	2.7	135.1	117.2	적전	적지	흑전	42.4	-52.4				
	화학	흑전	112.3	57.8	적전	흑전	934.0	14.9	-46.9				
	-석유화학	-7.9	555.3	31.1	적전	적지	흑전	27.1	-43.6				
	-특수화학	흑전	39.1	45.9	-9.5	-22.6	20.9	1.2	-55.5				
	건설	-87.5	-79.9	-95.4	적전	흑전	35.9	379.2	-37.5				
	바이오	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				

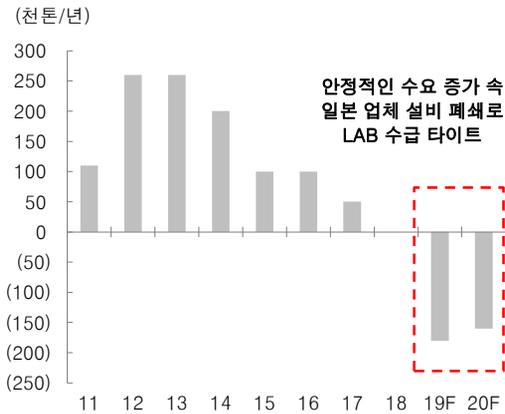
자료: 이수화학, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 글로벌 LAB 수급 변화 vs. 스프레드 추이 및 전망



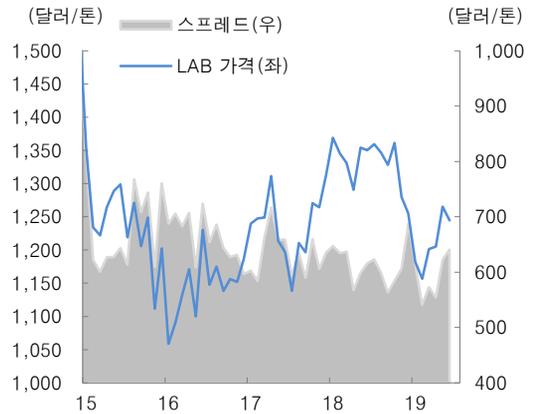
자료: KITA, Platts, 산업 자료, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. LAB 수급 밸런스: 수요 대비 공급(Capa) 규모



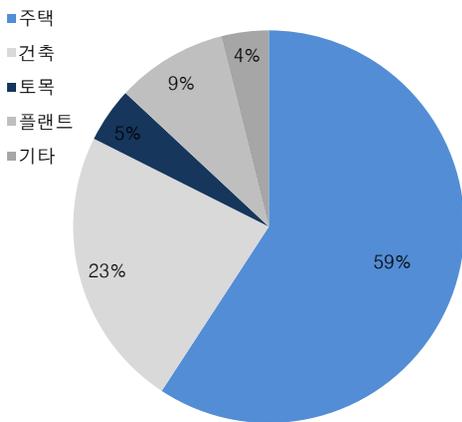
자료: 산업 자료, Quantiwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 월별 LAB 가격 vs. 스프레드 추이



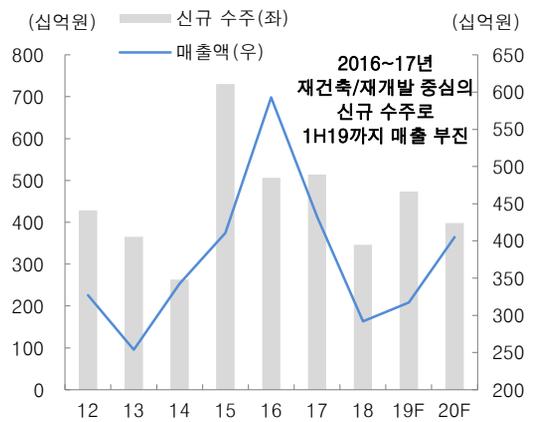
자료: Platts, KITA, Quantiwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 16~17년 이수건설 신규 수주 비중



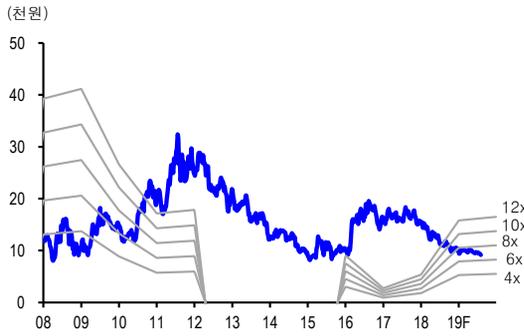
자료: 이수화학, Quantiwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 연도별 건설 부문 영업실적 추이 및 전망



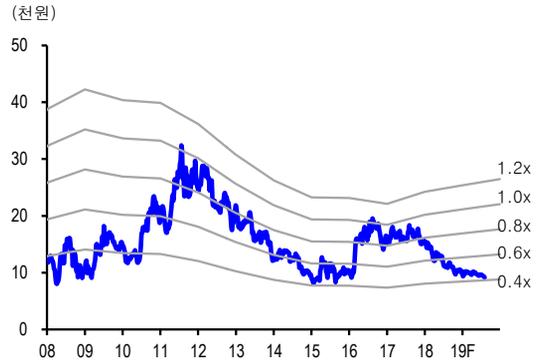
자료: 이수화학, Quantiwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 이수화학 12MF PER 밴드 차트



자료: 이수화학, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 이수화학 12MF PBR 밴드 차트



자료: 이수화학, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. Peer Group Valuation 비교

(단위: 십억원, %, 배)

	시가총액 (십억원)	주가 수익률(%)			Valuation(2019F)			Valuation(2020F)			
		1M	3M	6M	PER	PBR	EV/ EBITDA	PER	PBR	EV/ EBITDA	
글로벌											
LAB	이수화학	139	-5.6	-8.8	-11.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	IOC(인)	21,129	-14.2	-14.9	-5.4	7.9	1.0	6.3	7.7	1.0	6.1
	SINOPEC(중)	6,946	-14.8	-25.3	-31.0	6.3	0.8	5.6	6.4	0.8	5.7
	Huntsman(미)	5,198	-8.9	-9.0	-14.7	8.0	1.6	5.9	6.6	1.4	5.3
한국											
정밀화학	SKC	1,595	10.8	18.7	6.5	14.1	1.0	9.5	10.5	0.9	8.1
	롯데정밀화학	1,161	-15.6	-2.4	-2.7	6.7	0.8	3.4	5.5	0.7	2.9
	휴켄스	918	-0.7	6.9	1.4	11.5	1.3	4.5	11.1	1.3	4.5
	송원산업	409	-24.4	-19.6	-23.0	6.8	0.9	5.4	5.0	0.8	4.5
글로벌	Shin-Etsu	51,789	4.7	5.7	14.6	14.4	1.8	6.4	14.2	1.6	6.3
특수/정밀화학	Akzo Nobel	23,708	-2.5	9.2	14.4	26.2	2.7	13.5	19.5	2.6	11.8
	Eastman	11,410	-13.1	-11.5	-14.1	8.7	1.5	7.3	7.8	1.4	7.0
	Ashland	5,528	-5.0	-2.0	-3.5	27.2	1.4	13.2	21.3	1.4	12.1
	Cabot	2,770	-18.0	-17.3	-9.1	9.5	2.0	6.0	8.4	1.8	5.7

주: 2019-20년 추정치는 Bloomberg 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 8. 글로벌 LAB 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 한국 정밀화학 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

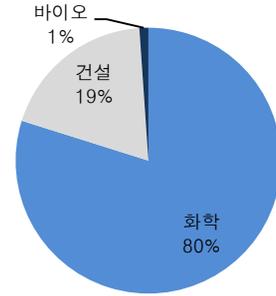
- 이수화학은 前이수엔지스 대표이사 출신 류승호 대표이사
- 최대 주주는 이수 그룹 지주사 (주)이수 외 39.2% 보유
- 사업부는 화학, 건설, 바이오로 구분
- 주요 생산제품: LAB(28만톤/년), NP(22만톤/년), IPA(6만톤/년) 등
- LAB 기준 글로벌 4위(점유율 7%) 업체

주가 변동요인

- 글로벌 LAB 수급 변화에 따른 시황 변동
- 등유, 벤젠 등 주요 원재료 가격 변화
- 국제 유가 및 환율 변동

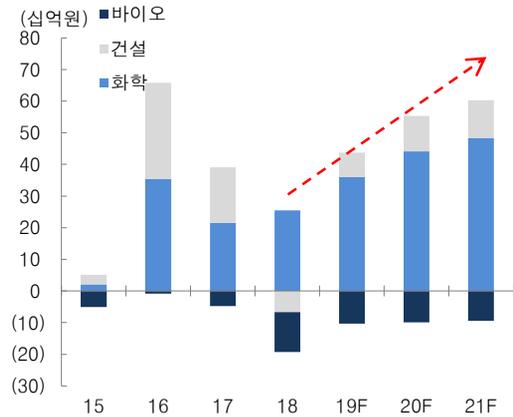
자료: 이수화학, 대신증권 Research&Strategy본부

매출 비중



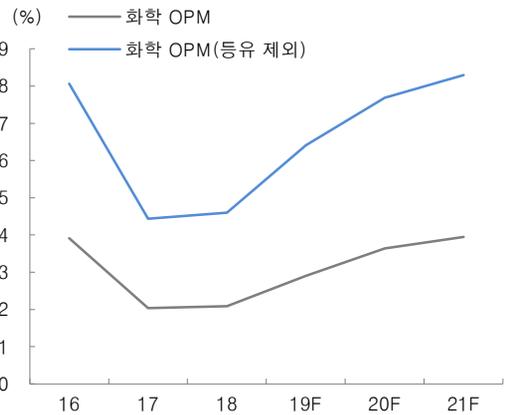
자료: 이수화학, 대신증권 Research&Strategy본부

사업부별 영업이익의 추이 및 전망



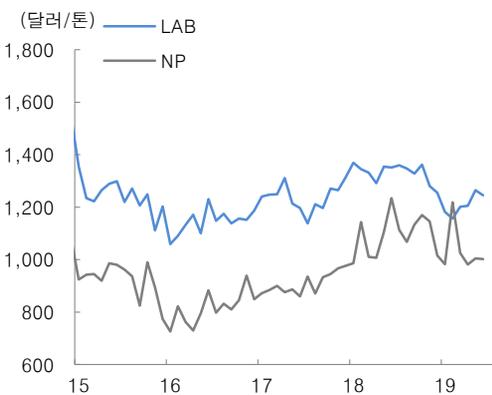
자료: 이수화학, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

화학 사업부 영업이익률 추이 및 전망



주: 등유는 구매가와 판매가 가격이 동일하기 때문에 실질적 이익 기여는 0(Zero)
 자료: 이수화학, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

주요 제품 가격 추이



주: NP(노말파라핀)은 LAB의 주요 원재료이나 이수화학은 수지 계열화 달성
 자료: KITA, 대신증권 Research&Strategy본부

주요 원료 가격 추이



자료: Platts, Petronet, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,508	1,531	1,582	1,642	1,646
매출원가	1,400	1,445	1,461	1,504	1,506
매출총이익	108	86	121	138	141
판매비와관리비	77	80	87	92	90
영업이익	31	6	33	45	51
영업외수익	2.1	0.4	2.1	2.8	3.1
EBITDA	44	20	48	60	66
영업외손익	-30	3	-15	-25	-22
관계기업손익	1	-3	-3	-3	-2
금융수익	30	24	26	20	21
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-54	-40	-34	-37	-35
외환관련손실	26	12	10	16	14
기타	-7	22	-4	-6	-5
법인세비용차감전순이익	1	10	18	20	29
법인세비용	-2	-11	-5	-4	-6
계속사업순이익	-1	-2	14	16	23
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1	-2	14	16	23
당기순이익	-0.1	-0.1	0.9	1.0	1.4
비재계분순이익	-4	-8	-6	-5	-5
재계분순이익	3	7	20	21	27
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	0	0	0
포괄순이익	-12	13	14	16	23
비재계분포괄이익	-8	-8	-6	-5	-5
재계분포괄이익	-4	21	20	21	27

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	227	446	1,316	1,375	1,785
PER	67.1	22.4	6.9	6.6	5.1
BPS	18,431	20,199	21,150	22,068	23,379
PBR	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	2,874	1,305	3,139	3,924	4,290
EV/EBITDA	14.4	25.8	10.7	8.6	7.4
SPS	98,688	100,231	103,563	107,444	107,720
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	2,694	1,511	3,727	4,496	4,835
DPS	500	400	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증/감	-0.5	1.6	3.3	3.7	0.3
영업이익 증/감	-50.3	-79.3	418.4	35.7	12.1
순이익 증/감	작전	작지	흑전	14.5	43.8
수익성					
ROIC	-5.0	-0.2	5.4	7.6	8.3
ROA	3.0	0.7	3.5	4.7	5.2
ROE	1.2	2.3	6.4	6.4	7.9
안정성					
부채비율	190.4	132.5	129.6	120.5	112.2
순차입금비율	97.2	66.6	65.9	61.8	51.5
이자보상비율	1.5	0.3	1.7	2.5	2.9

자료: 이수화학 대안증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	492	465	471	472	495
현금및현금성자산	89	48	61	53	78
매출채권 및 기타채권	220	240	239	252	250
재고자산	110	119	124	125	127
기타유동자산	74	58	47	42	39
비유동자산	508	470	496	497	494
유형자산	213	220	247	246	246
관계기업투자지급	4	4	1	-2	-4
기타비유동자산	291	246	249	253	252
자산총계	1,000	936	967	969	988
유동부채	588	415	449	423	411
매입채무 및 기타채무	136	125	146	139	136
차입금	336	225	232	241	242
유동상채무	113	43	47	19	9
기타유동부채	3	23	24	25	25
비유동부채	68	118	97	107	111
차입금	20	76	75	74	74
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	42	22	32	38
부채총계	655	533	546	530	522
자본부분	282	309	323	337	357
자본금	76	76	76	76	76
자본잉여금	140	128	128	128	128
이익잉여금	85	60	75	89	109
기타자본변동	-20	43	44	44	44
비자본부분	63	94	98	103	109
자본총계	344	402	421	440	466
순차입금	335	268	278	272	240

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	10	-39	56	31	49
당기순이익	-1	-2	14	16	23
비현금성특목기갑	42	25	43	53	51
감가상각비	13	13	15	15	15
외환손익	-2	-4	-10	2	-1
지분법평가손익	-1	3	3	3	2
기타	32	12	35	34	35
자산부채의 증감	-7	-46	20	-17	-3
기타현금흐름	-24	-17	-22	-20	-22
투자활동 현금흐름	-46	85	-17	3	1
투자자산	23	37	2	1	2
유형자산	-21	33	-40	-13	-13
기타	-48	15	21	15	12
재무활동 현금흐름	42	-87	60	28	38
단기차입금	69	-96	7	9	1
사채	9	10	0	0	0
장기차입금	29	24	-1	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-11	-6	-7	-7
기타	-54	-14	59	27	45
현금의 증감	4	-40	12	-8	25
기초 현금	84	89	48	61	53
기말 현금	89	48	61	53	78
NOPLAT	-20	-1	25	35	40
FCF	-31	-17	0	37	41

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 한상원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

이수화학(005950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190805)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.4%	11.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상