



이수화학 (005950)

2021~23년, 역대급 LAB Up-Cycle 시작

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Not Rated

현재 주가(11/15)	14,050원
상승여력	-
시가총액	3,928억원
발행주식수	27,960천주
52 주 최고가 / 최저가	17,850 / 11,150원
90 일 일평균 거래대금	188.05억원
외국인 지분율	2.2%
주주 구성	
이수 (외 9인)	28.2%
자사주 (외 1인)	2.7%
이수화학우리사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.8	6.8	3.3	6.4
상대수익률(KOSPI)	-13.3	12.3	8.2	-13.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020	2021E
매출액	1,531	1,516	1,319	1,667
영업이익	7	9	-33	82
EBITDA	21	27	-11	105
지배주주순이익	7	-7	-88	94
EPS	404	-436	-4,336	3,521
순차입금	267	332	260	451
PER	22.4	-22.0	-3.0	4.0
PBR	0.5	0.5	1.2	1.3
EV/EBITDA	20.1	18.3	-52.2	8.0
배당수익률	4.4	4.2	2.3	2.1
ROE	2.3	-2.4	-31.1	33.9

주가 추이



3Q21 OP 193억원. 화학부문은 최대 실적

3Q 연결 OP는 193억원(QoQ -15.3%, YoY +9.9%)을 기록했다.

3Q 별도(화학) OP는 280억으로 사상 최대 분기 실적을 기록했으나, 건설(YoY -75억원) 일회성 반영으로 적자 전환했기 때문이다. 참고로, 이수화학의 과거 최대 별도 실적은 232억원(2Q11)이다.

1) 화학: LAB 판가는 2Q(1,489\$) => 3Q(1,685\$) => 10월 (1,733\$)로 강세다. 원료인 등유 가격도 상승세이나(2Q 557\$/톤 => 3Q 607\$/톤), 타이탄 수급으로 판가 인상 진행될 전망이다.

2) 건설: 3Q 발생한 일회성 비용은, 11월 착공되는 인천/의정부 재건축/재개발 사업 개시 전 철거 비용으로, -75~-100억원을 예상한다. 4Q 건설 매출/이익률 모두 증가할 것으로 전망된다.

4Q21 OP 263억원. 정기보수를 미루게한 역대급 상황

4Q OP 263억원(QoQ +36%)을 전망한다. 1) LAB 마진은 2023년까지 글로벌이 증설이 없어, 장기간 강세 유지될 전망이며, 2) 특수화학(TDM/NDM) 사항도 견조하기 때문이다. 3) 건설 부문은 11월 착공(2,430억원) 프로젝트 매출 반영이 시작된다.

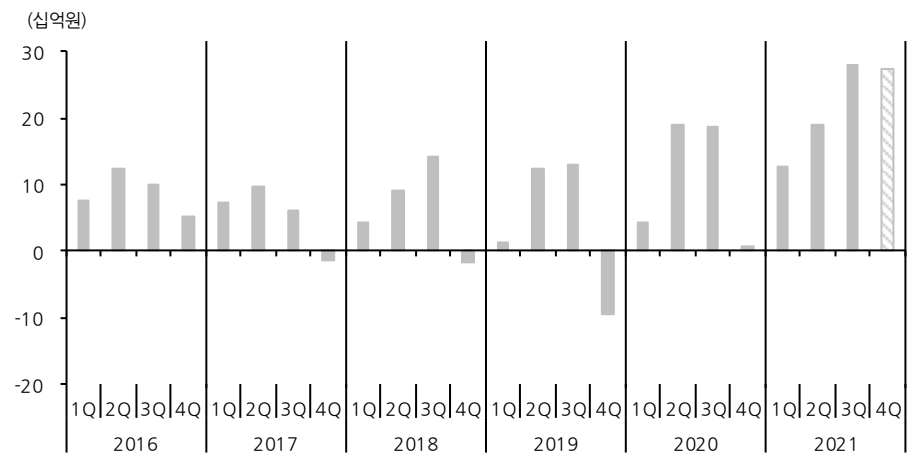
2022년 OP 868억원. YoY +6%

2022년, 추가 실적 개선을 기대한다. LAB 정기보수로 감익(-70억원) 예상되지만, 건설 일회성(-75~100억원)이 제거되기 때문이다. 또한, LAB 강세 지속, 이수앱지스 러시아 스푸트니크 백신 판매에 기인한다.

2023년까지 매년 최대 실적 갱신할 것

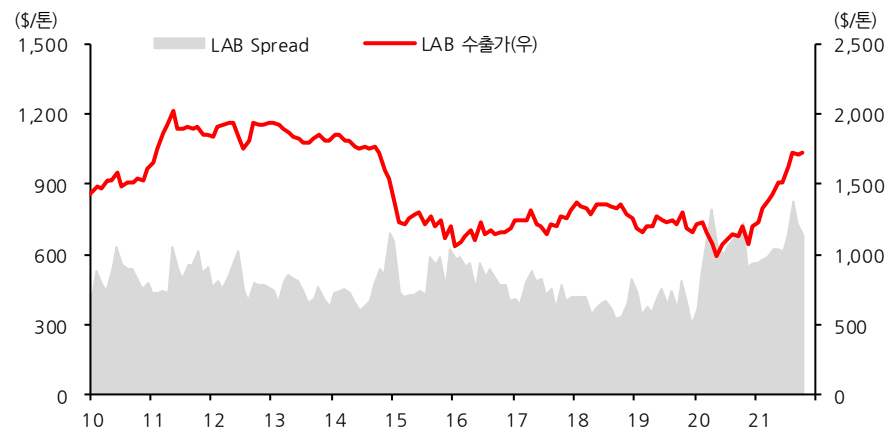
최소 2023년까지 LAB Up-Cycle은 지속될 것이다. 글로벌 LAB 증설 부재 속 수요는 꾸준히 늘어날 것이기 때문이다. 2022년에 추가 증설 착공이 없다면 LAB Cycle이 2024년까지 확대될 가능성도 있다. 신규 제품인 NOM/NDM(2020년) 가동률 개선도 향후 실적에 기여할 것이며, 충분한 건설 수주(1.5조)와 국내 주택 Cycle도 긍정적이다.

[그림1] 이수화학 분기별 영업이익(별도) 추이 및 전망(2023년까지 역대급 시황 지속)



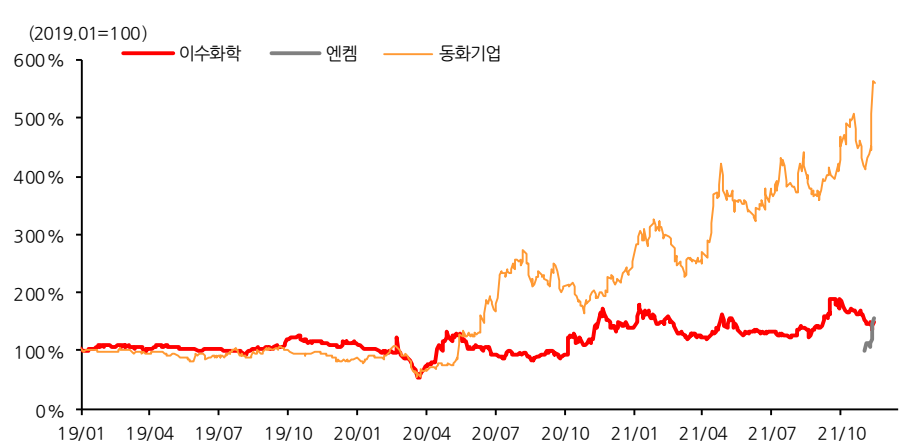
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] LAB 마진 추이 (Spot)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] (고체/액체) 전해질 업체 추가 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 이수건설 4Q21 주택/건축 신규 착공 예정 사업장

- 2021 년 착공(예정) 주택사업장					
착공(예정)		사업장	구분	수주금액	세대수
2021 년	11 월	인천 롯데 우람	재건축	1,101	645
	11 월	의정부 장암	재개발	1,329	769

- 건축 사업장 : 부천여월 LH 가로주택정비사업 (267 억원, 12 월)

자료: 한화투자증권 리서치센터

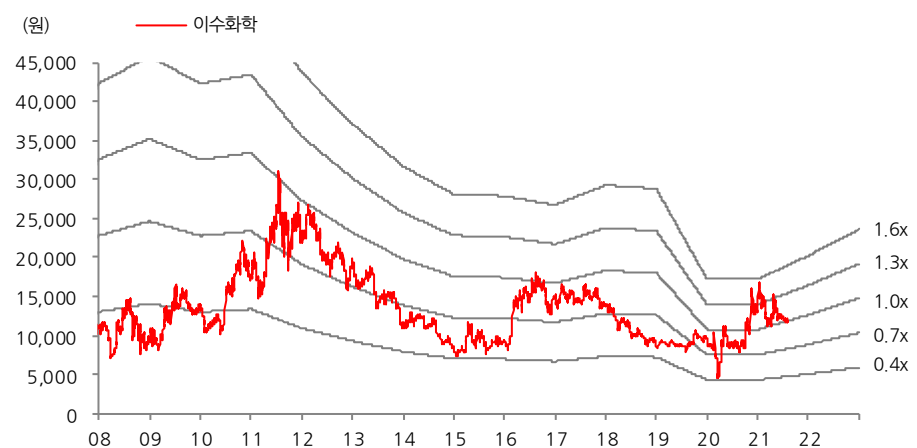
[표2] 이수화학 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	362.7	315.6	330.9	309.9	349.6	409.3	428.9	488.8	1,319.0	1,676.6	1,885.7
QoQ(%)	-0.1%	-13.0%	4.8%	-6.3%	12.8%	17.1%	4.8%	14.0%			
YoY(%)	2.5%	-21.3%	-17.0%	-14.7%	-3.6%	29.7%	29.6%	57.7%	-13.0%	27.1%	12.5%
화학	289.0	221.9	254.9	194.7	270.0	318.1	346.8	394.9	960.4	1,329.8	1,517.7
- Kerosene	142.6	80.4	105.0	73.8	121.5	158.9	182.2	174.6	401.8	637.1	677.5
- LAB	74.4	67.8	67.6	55.3	75.2	82.7	93.2	112.6	265.1	363.7	434.1
- NP	21.0	16.3	16.9	15.6	21.4	21.7	26.4	26.0	69.8	95.4	102.8
- 특수(분자량조절)	62.4	49.9	55.2	46.8	66.2	72.7	79.3	81.6	214.4	299.7	303.4
건설	69.7	87.4	69.7	106.2	75.3	86.6	73.5	84.0	333.0	319.4	334.6
바이오	3.9	6.3	6.3	9.1	4.3	7.5	8.6	10.0	25.6	30.4	33.4
영업이익	1.5	16.5	17.6	-68.3	13.4	22.8	19.3	26.3	-32.7	81.8	86.8
영업이익률(%)	0.4%	5.2%	5.3%	-22.0%	3.8%	5.6%	4.5%	5.4%	-2.5%	4.9%	4.6%
QoQ(%)	흑자전환	991.4%	6.3%	적자전환	흑자전환	70.7%	-15.3%	35.9%			
YoY(%)	흑자전환	46.4%	79.7%	적자지속	782.5%	38.0%	9.9%	흑자전환	적자전환	흑자전환	6.1%
화학	4.4	18.9	18.8	0.6	12.7	18.9	28.0	27.3	42.7	86.8	81.7
건설	1.1	0.7	0.7	-64.6	2.8	1.9	-6.8	2.3	-62.1	0.1	9.0
바이오	-4.0	-3.1	-1.8	-4.3	-2.0	-0.8	-1.8	-3.3	-13.2	-7.9	-3.9
당기순이익	1.4	9.2	14.0	-164.5	14.3	38.7	15.9	18.4	-139.9	87.3	59.8
지배순이익	5.0	12.4	16.2	-121.2	17.2	39.5	18.4	18.4	-87.6	93.6	59.3
지배순이익률(%)	1.4%	3.9%	4.9%	-39.1%	4.9%	9.6%	4.3%	3.8%	-6.6%	5.6%	3.1%

자료: 다음 기준, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 이수화학 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	1,508	1,531	1,516	1,319	1,667
매출총이익	108	87	96	130	186
영업이익	31	7	9	-33	82
EBITDA	44	21	27	-11	105
순이자손익	-17	-16	-16	-21	-22
외화관련손익	-6	8	7	-39	5
지분법손익	1	-3	0	18	21
세전계속사업손익	1	12	-5	-141	109
당기순이익	-1	-2	-19	-140	87
지배주주순이익	3	7	-7	-88	94
증가율(%)					
매출액	-0.5	1.5	-1.0	-13.0	25.9
영업이익	-50.3	-76.1	26.6	적전	흑전
EBITDA	-40.9	-52.3	28.6	적전	흑전
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	7.1	5.7	6.4	9.8	11.2
영업이익률	2.1	0.5	0.6	-2.5	4.9
EBITDA 이익률	2.9	1.4	1.8	-0.8	6.3
세전이익률	0.1	0.8	-0.3	-10.7	6.6
순이익률	-0.1	-0.1	-1.2	-10.6	5.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
영업현금흐름	10	-39	-5	83	-74
당기순이익	-1	-2	-19	-140	87
자산상각비	13	13	17	22	23
운전자본증감	-7	-46	-5	78	-70
매출채권 감소(증가)	104	-17	-34	71	-54
재고자산 감소(증가)	22	-9	-7	27	-30
매입채무 증가(감소)	-82	-20	33	3	15
투자현금흐름	-46	85	-78	-6	-66
유형자산처분(취득)	-21	33	-43	-13	-76
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-4	-5	0
투자자산 감소(증가)	-24	-3	-23	16	4
재무현금흐름	42	-87	95	61	94
차입금의 증가(감소)	22	-124	133	-6	101
자본의 증가(감소)	-11	-11	-9	46	-7
배당금의 지급	-11	-11	-9	-9	-7
총현금흐름	41	23	32	31	1
(-)운전자본증감(감소)	-3	23	16	-119	131
(-)설비투자	22	27	43	14	77
(+)자산매각	0	57	-4	-5	1
Free Cash Flow	21	30	-31	132	-206
(-)기타투자	9	-36	-2	46	-66
잉여현금	12	66	-29	86	-139
NOPLAT	-20	0	7	-24	65
(+) Dep	13	13	17	22	23
(-)운전자본투자	-3	23	16	-119	131
(-)Capex	22	27	43	14	77
OpFCF	-27	-36	-34	104	-119

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
유동자산	492	465	562	514	569
현금성자산	137	78	123	216	183
매출채권	217	237	281	182	235
재고자산	110	119	125	97	128
비유동자산	508	470	506	461	536
투자자산	279	234	233	175	196
유형자산	213	220	251	262	317
무형자산	15	17	22	25	23
자산총계	1,000	936	1,068	976	1,104
유동부채	588	415	477	504	505
매입채무	106	95	154	137	78
유동성이자부채	450	268	295	344	387
비유동부채	68	118	210	175	292
비유동이자부채	22	77	160	133	246
부채총계	655	533	687	680	797
자본금	76	76	76	122	136
자본잉여금	140	128	142	160	173
이익잉여금	85	60	47	-51	-17
자본조정	-20	-6	-11	-8	-8
자기주식	-13	-13	-13	-13	-13
자본총계	344	402	381	296	307

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
주당지표					
EPS	206	404	-436	-4,336	3,521
BPS	16,700	18,301	18,014	10,770	10,756
DPS	500	400	400	300	300
CFPS	2,441	1,369	1,878	1,522	53
ROA(%)	0.3	0.7	-0.7	-8.6	9.0
ROE(%)	1.2	2.3	-2.4	-31.1	33.9
ROIC(%)	-3.2	0.1	1.1	-4.2	11.6
Multiples(x, %)					
PER	67.1	22.4	-22.0	-3.0	4.0
PBR	0.8	0.5	0.5	1.2	1.3
PSR	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
PCR	5.7	6.6	5.1	8.7	265.1
EV/EBITDA	12.9	20.1	18.3	-52.2	8.0
배당수익률	3.6	4.4	4.2	2.3	2.1
안정성(%)					
부채비율	190.4	132.5	180.1	229.7	259.4
Net debt/Equity	97.2	66.4	87.0	87.9	146.7
Net debt/EBITDA	762.0	1,276.8	1,232.2	-2,348.6	428.2
유동비율	83.7	112.1	117.7	101.9	112.6
이자보상배율(배)	1.5	0.4	0.5	n/a	3.4
자산구조(%)					
투하자본	59.9	66.0	64.6	55.5	62.6
현금+투자자산	40.1	34.0	35.4	44.5	37.4
자본구조(%)					
차입금	57.8	46.2	54.4	61.7	67.3
자기자본	42.2	53.8	45.6	38.3	32.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 11월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%