



이수화학 (005950)

전고체업체로 Re-Rating 중

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617 / ▶ RA 윤용식 yongs0928@hanwha.com 3772-7691

Buy (신규)

목표주가(신규): 28,000원

현재 주가(9/1)	23,800원
상승여력	▲17.6%
시가총액	6,654억원
발행주식수	27,960천주
52 주 최고가 / 최저가	25,550 / 12,100원
90 일 일평균 거래대금	119.07억원
외국인 지분율	6.1%
주주 구성	
이수 (외 7 인)	28.2%
자사주 (외 1 인)	2.7%
이수화학우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	52.6	57.1	90.4	79.6
상대수익률(KOSPI)	54.1	67.2	100.9	104.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,703	2,136	2,596	2,596
영업이익	82	63	79	145
EBITDA	106	85	104	176
지배주주순이익	94	52	61	114
EPS	3,363	1,910	2,238	4,189
순차입금	239	446	395	294
PER	4.3	12.5	10.6	5.7
PBR	1.4	2.1	1.8	1.4
EV/EBITDA	6.1	13.1	10.2	5.4
배당수익률	3.4	2.1	2.1	2.1
ROE	35.2	17.2	17.6	27.2

주가 추이



이수화학에 대해 투자의견 Buy 와 TP 2.8 만원으로 분석을 시작합니다. LAB 의 타이트한 수급밸런스로 본업에서 견조한 실적을 시현 중입니다. 또한, 2027 년부터 개화될 전고체 산업에서 고체 전해질 개발에 핵심역할을 할 것으로 보여 중장기적 밸류에이션 상승도 기대합니다.

2Q22 Review: 원가부담 우려를 불식시킨 견조한 실적

이수화학(별도) OP는 202억원(QoQ +29%, YoY +7%)으로 견조했다. LAB의 주 원료인 등유 가격 1Q22(95\$/b) → 2Q22(136\$/b) 상승에 따른 원가부담 및 정기보수(3~4월)/파업(6/20~7/19) 영향에도 견조한 실적을 시현하였다. LAB의 안정적인 시황 지속(1Q22 1,931\$/톤 => 2Q22 2,073\$/톤)과 특수화학 판매량 증가 효과로 분석된다.

3Q22 영업이익 144억원(연결), 143억원(별도) 전망.

파업에 의한 생산 차질로 3Q 화학사업 OP는 143억원(QoQ -29%)을 전망한다. 건설은 높은 원가율이 부담되나, 신규 사업장 착공에 따른 증익을 기대한다. 애플은 애플워치의 공급계약 체결에 대한 매출과 이익 반영될 예정이지만 R&D비용으로 인해 적자 지속될 전망이다.

전고체 업체로 Re-Rating 중

8/1일 이후 이수화학 주가는 +53 % 급등해 사상 최고가를 경신했다. 급등 이유는 황화물계 전고체 배터리의 고체 전해질 원료인 Li2S 개발에 대한 기대 때문으로 판단된다.

이수화학은 국내 유일의 Li₂S 양산 가능 업체로 평가받고 있다. 물질 개발에 있어 황 가공기술력이 핵심인데, 동사는 LAB 부산물인 황을 이용해 TDM/NOM 등을 제품화한 이력이 있기 때문이다. 기술력을 인정받아 차세대 전기차 배터리 개발 국책 과제에 참여해 고체 전해질 원료의 저가화 기술을 연구 중이며, 에코프로비엠/솔리드퍼워/희성촉매와 각각 고체전해질 공급 계약 및 공동 개발 MoU를 체결하였다.

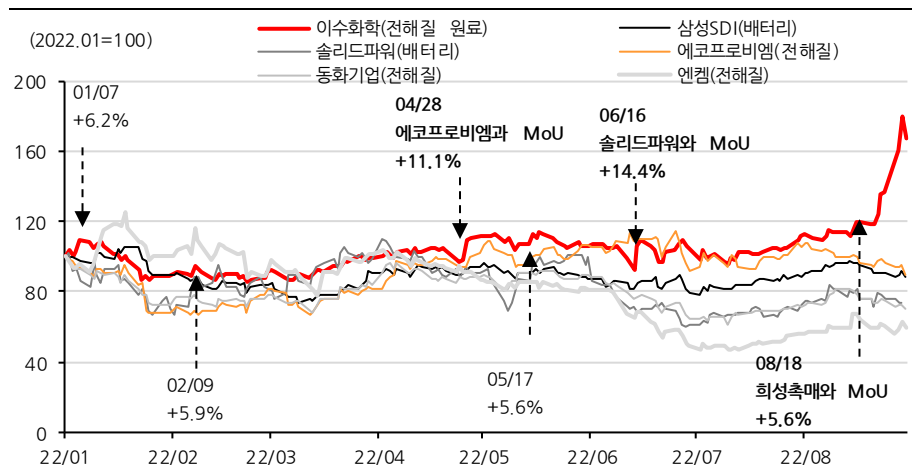
2022년 말 20톤/년 규모(세계 최대) Li₂S 데모 플랜트 가동을 앞두고 있어, 향후 전고체 배터리 원료 개발에서 타 업체 대비 우위를 점할 수 있을 것으로 기대한다.

1. 시장은 이미 전고체 배터리 가능성에 주목

이수화학은 현재 삼성SDI, 에코프로비엠, 솔리드파워 등과 전고체 배터리 개발에 협력하고 있다. 4Q22 완공 예정인 황화리튬 데모 플랜트는 20톤/년 규모에 불과하나, 향후 증설이 가능하게 설계되어 있어 시장 수요에 대응할 수 있을 것으로 예상된다. 동사는 고체전해질 원료인 황화리튬의 안정적인 공급과 생산비용 저가화에 핵심 역할을 수행할 것으로 기대된다.

시장은 이수화학에 대해 이미 2차전지 밸류에이션 부여를 시작했다고 판단한다. 이는 올해 동사 주가가 +5% 이상 상승한 11일 중 6일이 전고체 배터리와 관련한 기사가 보도되었다는 것으로도 확인할 수 있다. 즉, 전고체 배터리 성장 가능성과, 동사의 황화리튬 공급 능력에 대한 기대가 큰 것으로 해석된다.

[그림1] 이수화학 및 전고체 배터리 관련 업체 주가 동향



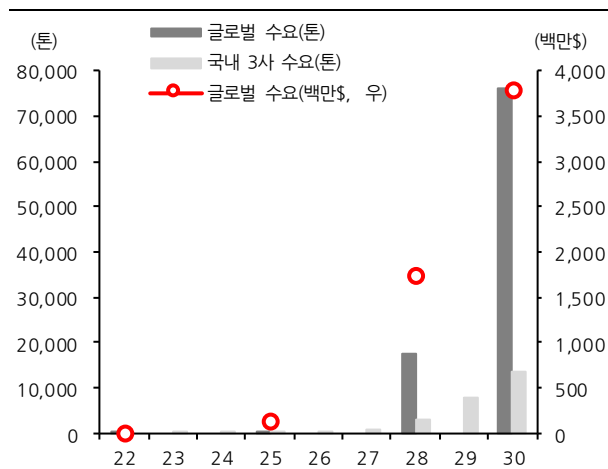
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 이수화학의 주가 상승은 이미 전고체배터리 개발과 동행

날짜	이수화학 주가 상승폭(%)	해당 날짜 전고체배터리 관련 뉴스
2022-01-07	+6.16%	도요타, 2025년까지 전고체 배터리 적용한 EV 판매 목표 발표
2022-02-09	+5.91%	한국금융분석원, 이수화학의 고체 전해질 개발에 대한 보고서 발간
2022-04-28	+11.07%	에코프로-이수화학, 전고체 배터리 공동 개발 발표
2022-05-17	+5.57%	정부, 배터리산업 집중 육성 계획 발표
2022-06-16	+14.39%	이수화학, 솔리드파워와 황화리튬 공급 MoU 체결
2022-08-18	+5.55%	이수화학, 희성촉매와 황화물계 고체전해질 공동 개발 추진

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 전고체 배터리 수요 전망



자료: SNE 리서치, 한화투자증권 리서치센터

2. Valuation: 투자의견 BUY, 목표주가 2.8 만원

이수화학에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 2.8만원을 제시한다. 1) 범용제품과 달리 LAB의 타이트한 공급이 최소 2년은 유지될 것으로 보이며, 2) 특수제품(TDM, NOM/NDM) 가동률도 상승해 본업인 화학 사업의 견조한 실적이 예상되기 때문이다. 3) 황화물계 고체 전해질 원료인 황화리튬을 생산할 수 있는 국내 유일한 업체에다, 4Q22 20톤/년 규모 데모플랜트 가동 예정인 점도 프리미엄 부여 요인이다.

목표주가는 SOTP를 통해 산출했다.

화학사업부 가치 평가는 1) LAB: '22년 화학 업종 평균 EV/EBITDA(7.1배)를 적용했으며, 2) 고체전해질 원료 가치로 “전해액기업 합산 시가총액 x2%”를 적용했다. 건설은 중소형 건설사 4개 업체의 '21년 평균 EV/EBITDA에 최근 원가율 상승을 반영해 3.5배로 낮췄으며, 앱지스는 현재 기업가치에 지분율을 곱해 산출했다.

[표2] SOTP Valuation(이수화학)

(단위: 십억원)

	지분율	장부가	2022년 EBITDA	평가액	평가 방법
1) 투자자산가치					
이수앱지스	29.5%	17.7	-10.3	45.6	=이수앱지스(2,572억원) x 지분(29.5%)
비상장 투자회사 합		48.9	13.5	48.9	장부가 기준
2) 영업가치					
화학			72.5	721.4	
화학			77.8	552.4	'22년 EBITDA x 7.1배(화학업종 '22년 EV/EBITDA)
-Li₂S 사업 가치			0.0	106.0	전해액 기업(동화기업, 엔켐, 솔브레인, 후성) 시가총액의 2%
건설	85.0%	334.8	5.0	17.5	중소형 건설사 '21년 평균 EV/EBITDA 고려, 3.5배 적용
순차입금				58.7	2022년 6월 기준
총 기업가치				757.2	
주식수(천주)				27,206	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				28,000.0	
현재주가(원)				23,800	9/1일 기준
상승여력				+18%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

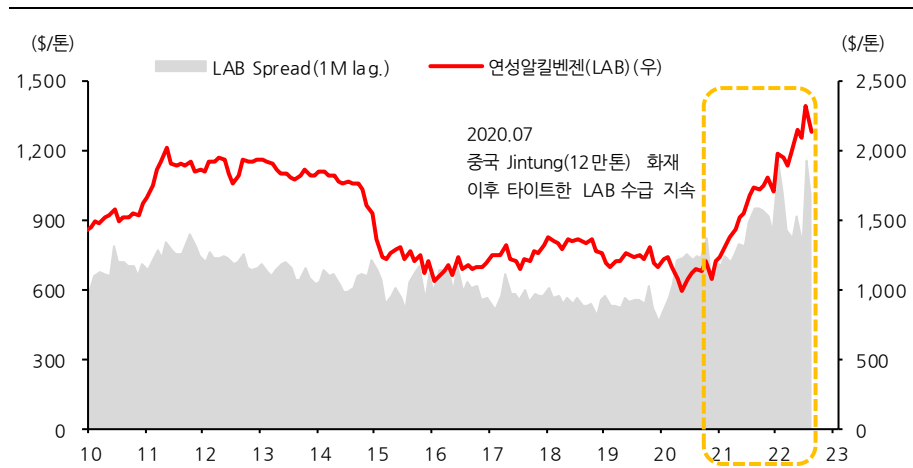
[표3] 이수화학 실적 추이 (* 6/20~7/19 파업으로 인한 생산 중단 반영)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	349.6	412.3	428.9	512.6	466.7	510.9	531.3	627.6	1,703.3	2,136.4	2,596.3
QoQ(%)	14.9%	17.9%	4.0%	19.5%	-8.9%	9.5%	4.0%	18.1%			
YoY(%)	-3.6%	30.6%	29.6%	68.5%	33.5%	23.9%	23.9%	22.4%	29.7%	25.4%	21.5%
화학	218.5	274.4	299.2	335.9	359.0	382.4	394.2	503.9	1,128.0	1,639.5	2,068.3
- Kerosene	121.5	158.9	182.2	198.9	185.3	205.5	196.0	265.8	661.5	852.6	1,092.1
- LAB	75.2	84.9	94.2	103.0	99.5	109.6	112.4	129.1	357.3	450.6	529.7
- NP	21.3	20.1	23.6	26.4	24.6	32.2	28.3	37.6	91.4	122.6	152.6
- 특수(분자량조절)	35.8	38.4	40.8	48.2	46.7	64.5	57.5	71.3	163.1	240.0	294.1
건설	75.3	86.6	73.5	113.3	102.1	118.0	126.0	113.6	348.7	459.8	480.1
앱지스	4.3	7.5	8.6	7.6	5.6	10.4	11.1	10.0	28.0	37.1	47.8
영업이익	13.4	22.8	19.3	26.5	15.4	15.5	14.4	18.0	82.1	63.3	79.2
영업이익률(%)	3.8%	5.5%	4.5%	5.2%	3.3%	3.0%	2.7%	2.9%	4.8%	3.0%	3.0%
QoQ(%)	흑자전환	70.7%	-15.3%	37.1%	-41.9%	0.7%	-7.0%	24.8%			
YoY(%)	782.5%	38.0%	9.9%	흑자전환	15.1%	-32.1%	-25.4%	-32.1%	흑자전환	-22.8%	25.0%
화학	12.7	18.9	28.0	16.0	15.7	20.2	14.3	20.5	75.5	70.7	77.8
건설	2.8	1.9	-6.8	14.8	3.4	-4.2	1.3	1.1	12.7	1.6	7.2
앱지스	-2.0	-0.8	-1.8	-4.3	-3.4	-0.5	-1.1	-3.6	-9.0	-8.6	-5.8
당기순이익	14.3	38.7	15.9	27.7	11.0	17.6	10.9	13.8	96.5	53.2	60.9
지배순이익	17.2	39.5	18.4	18.9	13.5	17.7	10.9	13.8	94.0	55.9	60.9
지배순이익률(%)	4.9%	9.6%	4.3%	3.7%	2.9%	3.5%	2.0%	2.2%	5.5%	2.6%	2.3%

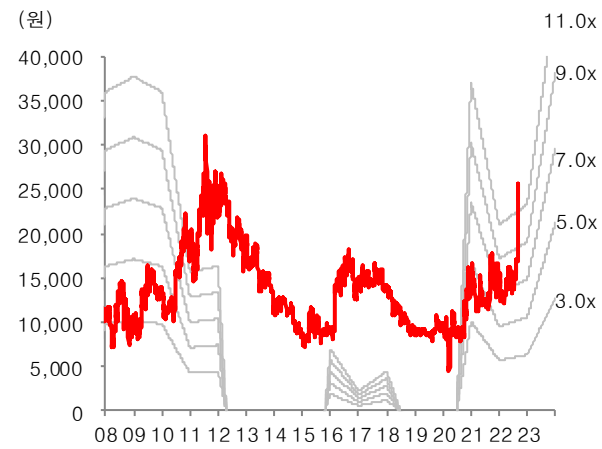
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] LAB 수출가 및 스프레드 추이



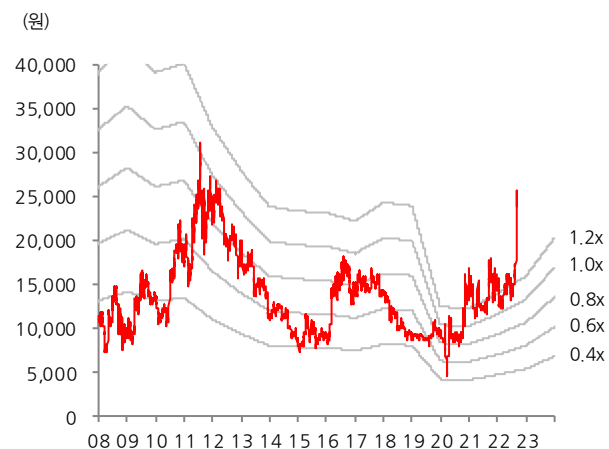
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 이수화학 12M Fwd. PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

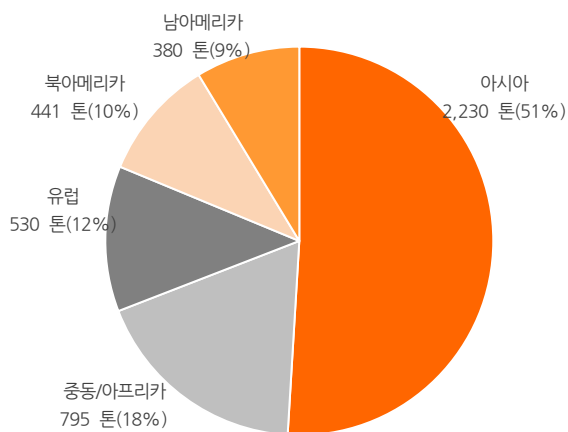
[그림5] 이수화학 12M Fwd. PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

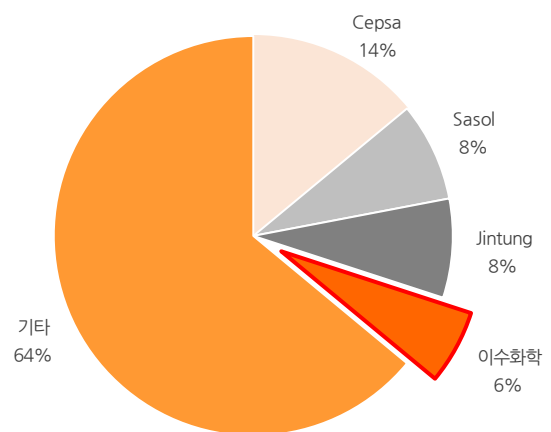
<참고>

[그림6] 지역별 LAB 생산량 및 비중



자료: 이수화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 업체별 LAB 시장점유율



자료: 이수화학, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 이수화학 NP 공정(부산물인 H₂S 핸들링 기술 보유)



자료: 이수화학, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,313	1,703	2,136	2,596	2,596
매출총이익	128	185	171	202	282
영업이익	-37	82	63	79	145
EBITDA	-15	106	85	104	176
순이자손익	-21	-11	-13	-8	-8
외화관련손익	-39	11	8	0	0
지분법손익	18	18	10	0	0
세전계속사업손익	-145	119	69	75	140
당기순이익	-143	97	53	61	114
지배주주순이익	-79	94	52	61	114
증가율(%)					
매출액	-13.4	29.7	25.4	21.5	0.0
영업이익	적전	흑전	-22.9	25.1	82.7
EBITDA	적전	흑전	-19.8	23.1	68.7
순이익	적지	흑전	-44.8	14.3	87.2
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	10.9	8.0	7.8	10.9
영업이익률	-2.8	4.8	3.0	3.0	5.6
EBITDA 이익률	-1.1	6.2	4.0	4.0	6.8
세전이익률	-11.0	7.0	3.2	2.9	5.4
순이익률	-10.9	5.7	2.5	2.3	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	82	61	-45	80	147
당기순이익	-143	97	53	61	114
자산상각비	22	24	21	25	31
운전자본증감	75	-42	-109	-8	-1
매출채권 감소(증가)	74	-37	-90	-6	0
재고자산 감소(증가)	22	-50	-71	-4	0
매입채무 증가(감소)	3	6	59	3	0
투자현금흐름	-6	-62	-24	-17	-32
유형자산처분(취득)	-13	-8	-22	-11	-17
무형자산 감소(증가)	-5	1	-5	-2	-12
투자자산 감소(증가)	15	-20	10	-1	-1
재무현금흐름	61	52	-45	6	6
차입금의 증가(감소)	18	67	-25	20	20
자본의 증가(감소)	46	-7	-14	-14	-14
배당금의 지급	-9	-7	-14	-14	-14
총현금흐름	33	112	87	88	148
(-)운전자본증감(감소)	-124	45	210	8	1
(-)설비투자	14	8	22	11	17
(+)자산매각	-5	2	-5	-2	-12
Free Cash Flow	139	61	-150	66	118
(-)기타투자	51	34	-93	3	3
잉여현금	87	27	-57	64	115
NOPLAT	-27	67	49	64	118
(+) Dep	22	24	21	25	31
(-)운전자본투자	-124	45	210	8	1
(-)Capex	14	8	22	11	17
OpFCF	105	38	-161	70	132

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	513	669	710	792	915
현금성자산	216	283	143	213	335
매출채권	177	217	306	312	312
재고자산	100	151	223	227	227
비유동자산	456	500	535	526	526
투자자산	184	238	257	260	263
유형자산	249	242	254	240	230
무형자산	24	20	24	26	33
자산총계	969	1,169	1,244	1,318	1,441
유동부채	508	522	556	540	521
매입채무	154	173	153	156	156
유동성이자부채	345	313	376	356	336
비유동부채	175	255	264	306	348
비유동이자부채	133	209	212	252	292
부채총계	683	777	819	845	869
자본금	122	140	140	140	140
자본잉여금	165	173	173	173	173
이익잉여금	-59	-23	15	62	163
자본조정	23	-6	-6	-6	-6
자기주식	-13	-13	-13	-13	-13
자본총계	286	392	425	472	573

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-3,236	3,363	1,910	2,238	4,189
BPS	10,292	10,152	11,524	13,215	16,804
DPS	300	500	500	500	500
CFPS	1,369	4,008	3,094	3,153	5,277
ROA(%)	-7.7	8.8	4.3	4.8	8.3
ROE(%)	-28.4	35.2	17.2	17.6	27.2
ROIC(%)	-4.7	13.1	8.0	9.5	17.4
Multiples(x, %)					
PER	-	4.3	12.5	10.6	5.7
PBR	1.3	1.4	2.1	1.8	1.4
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	9.6	3.6	7.7	7.5	4.5
EV/EBITDA	-38.4	6.1	13.1	10.2	5.4
배당수익률	2.3	3.4	2.1	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	239.1	198.3	192.7	178.9	151.7
Net debt/Equity	91.3	61.0	104.8	83.7	51.3
Net debt/EBITDA	-1,731.6	226.4	525.5	378.9	166.8
유동비율	100.9	128.1	127.7	146.7	175.8
이자보상배율(배)	-	4.4	2.9	3.5	6.2
자산구조(%)					
투하자본	54.5	51.0	63.0	58.9	53.1
현금+투자자산	45.5	49.0	37.0	41.1	46.9
자본구조(%)					
차입금	62.6	57.1	58.1	56.3	52.3
자기자본	37.4	42.9	41.9	43.7	47.7

[Compliance Notice]

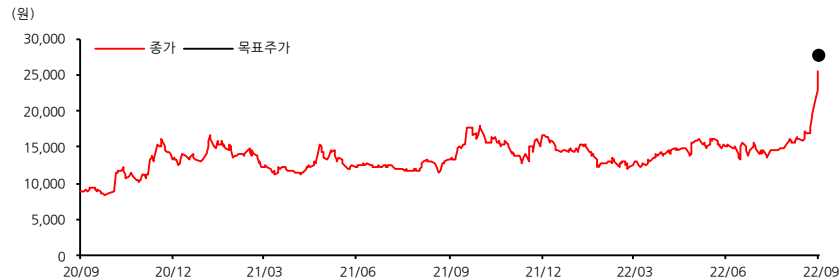
(공표일: 2022년 09월 02일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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.

[이수화학 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.09.02	2022.09.02				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	전우제	28,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.02	Buy	28,000 원		

[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 추정치에 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: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%