

이수화학 005950

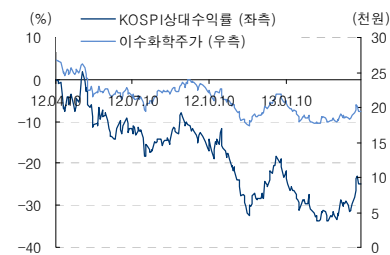
Apr 09, 2013

Strong Buy [상향]
TP 27,000원 [상향]

Company Data

현재가(04/08)	19,350 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	26,750 원
52 주 최저가(보통주)	17,300 원
KOSPI (04/08)	1,918.69p
KOSDAQ (04/08)	528.78p
자본금	764 억원
시가총액	2,956 억원
발행주식수(보통주)	1,528 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	11.3 만주
평균거래대금(60 일)	22 억원
외국인지분(보통주)	6.67%
주요주주	
이수 외 7 인	39.08%
국민연금공단	7.89%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3%	-12.8%	-27.1%
상대주가	11.2%	-10.0%	-22.9%

1분기는 Warm-up, 2분기부터 달라진다 !!!

원료가 안정하의 LAB 수급타이트에 따른 2분기 실적 정상화에 근거하여 투자의 견을 '매수'에서 '적극매수'로 상향하고, ① 이수건설 안정화에 따른 지분가치 상향 (장부가액 50%→70% 반영) 및 ② 자산매각 차익 등을 반영한 순차입금의 현실화를 통해 목표주가를 27,000원으로 15.9%상향한다. 목표주가는 '13년 예상 실적 기준 PER 12.5배 수준으로 현주가 대비 39.5%의 상승여력이 있다.

1분기 영업이익 103억원, 2분기 138억원으로 정상적인 수준으로 회귀

1분기 개별 영업이익은 103억원(QoQ +256.1%)으로, 일회성비용(정기보수 및 성과급 등 60억원)을 제외한 지난해 4분기와 유사할 것으로 보인다. 당초 주원료인 Benzene 및 Kerosene급등에 따른 원재료가 상승이 1, 2월 매출물량 감소로 이어지면서 실망스런 1분기가 예상됐으나, 3월 급격한 물량증가와 더불어 기대치에 부합하는 견조한 실적이 기대된다. 2분기 개별 영업이익은 영업이익 138억원(QoQ +33.7%)으로, 3월 초 이래의 원재료가격 급락·환율상승 영향으로 정상적인 실적 수준으로 회귀할 것으로 판단된다.

신규증설 미미로 수급 타이트 지속, 중국 세제시장 성장 수혜 기대

LAB 수요는 연평균 3.5%성장하는 반면, '14년 하반기 Gulf Farabi(10만톤/년)를 제외하고는 신규 출회물량이 없는 상황으로, '15년 하반기까지는 수급타이트가 지속될 것으로 보인다. 수출물량의 60~70%를 중국에 의존하는 타 화학사들과는 달리, 동사는 중국의존도가 25%에 불과하여, 향후 연8%의 지속적인 성장이 기대되는 중국 세제시장 성장에 따른 상당한 수혜가 기대된다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	1,683	1,848	1,941	2,054	2,156
YoY(%)	26.8	9.8	5.0	5.8	5.0
영업이익 (십억원)	76	44	52	61	64
OP 마진(%)	4.5	2.4	2.7	3.0	3.0
순이익 (십억원)	32	34	33	41	45
EPS(원)	2,364	2,297	2,168	2,708	2,923
YoY(%)	1.7	-2.8	-5.6	24.9	8.0
PER(배)	10.5	9.5	8.9	7.2	6.6
PCR(배)	3.9	6.3	4.2	3.7	3.7
PBR(배)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	6.6	10.4	8.0	6.6	5.9
ROE(%)	6.4	6.1	5.6	6.7	6.8



| 정유/화학 |

수석연구원 손영주
 3771-9337

potential@iprovest.com

1. Valuation

이수화학에 대해, 원료가 안정화의 LAB 수급타이트에 따른 2분기 실적 정상화에 근거하여 투자의견을 ‘매수’에서 ‘적극매수’로 상향하고, 소폭의 영업이익 전망치 하향에도 불구하고 ① 이수건설 안정화에 따른 지분가치 상향(장부가액 50%→70% 반영) 및 ② 자산매각 차익 등을 반영한 순차입금의 현실화를 통해 목표주가를 23,300원에서 27,000원으로 15.9%상향한다. 목표주가는 ‘13년 예상 실적 기준 PER 12.5배 수준으로 현주가 대비 39.5%의 상승여력이 있다.

도표 1. Valuation

	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	산출방법
영업가치 (A)	390	25,506	'13년 EBITDA 평균, Mutiple 7.1 배 적용
비영업가치 (B)	216	14,133	
순차입금 (C)	193	12,654	'13년 예상 순차입금
합계 (F=A+B-C)	412	26,985	
현재주가 (원)		19,350	
상승 여력 (%)		39.5%	
발행주식수(천주)		15,277	

자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 자회사 가치

(단위: 십억원)

	지분율	장부가치	적정가치	산출방법
이수건설	100%	225	157	장부가 30% 할인
이수유화	63%	11	6	장부가 50% 할인
이수앱지스	42%	79	33	시가평가
기타		40	20	장부가 50% 할인
합계		355	216	

자료: 교보증권 리서치센터

도표 3. 실적 추정 Histroy

(단위: 십억원)

구 분	기존 추정(13.2.6)		재추정(13.4.9)		기존추정대비	
	'13F	'14F	'13F	'14F	'13F	'13F
매출액	1,986.3	2,101.6	1,940.7	2,053.8	-45.6	-47.8
영업이익	53.1	67.1	52.0	61.2	-1.1	-5.9
영업이익율	2.7%	3.2%	2.7%	3.0%	0.0%	-0.2%
당기순이익	33.4	42.7	32.0	39.5	-1.4	-3.2
당기순이익율	1.7%	2.0%	1.6%	1.9%	0.0%	-0.1%

자료: 교보증권 리서치센터

2. 실 적

2-1. 1분기 Preview

1분기 개별 영업실적은 매출액 4,676억원(QoQ +18.1%), 영업이익 103억원(QoQ +256.1%)으로, 일회성비용(정기보수 및 성과급 등 60억원)을 제외한 지난해 4분기와 유사할 것으로 보인다. 당초 주원료인 Benzene가격 급등(12월 1,460\$/MT→1월 1,426\$→2월 1,426\$→3월 1,335\$) 및 Kerosene가격 급등(12월 125\$/bbl→1월 1,28\$→2월 134\$→3월 123\$)에 따른 원재료가 상승이 1, 2월 매출물량 감소로 이어지면서(원료가 상승분의 판가전가 미흡시, 재고비축 후 차후 매출 진행) 실망스런 1분기가 예상됐으나, 3월 급격한 물량증가와 더불어 기대치에 부합하는 견조한 실적이 기대된다.

2분기 개별 영업이익은 매출액 5,076억원(QoQ +8.6%), 영업이익 138억원(QoQ +33.7%)으로, 3월 초 이래의 원재료가격 급락·환율상승 영향으로 정상적인 실적 수준으로 회귀할 것으로 판단된다. 지난해 국제유가 급등락속에 화학업종 전반의 실적이 크게 훼손되었고, 동사도 3분기 이래 실적이 크게 감소하였으나, 1분기 Warm-up을 거친 뒤 2분기부터는 본격적인 이익 성장이 기대된다.

도표 4. 1분기 실적 Preview_결산기준

(단위: 십억원)

구 분	1Q12	4Q12	1Q13F	YoY	QoQ	2Q13F	1Q13 대비	'12	'13F	YoY
매출액	485.7	396.1	467.6	-3.7%	18.1%	507.6	8.6%	1,848.3	1,940.7	5.0%
영업이익	13.5	2.9	10.3	-23.2%	256.1%	13.8	33.7%	43.9	52.0	18.5%
영업이익률	2.8%	0.7%	2.2%	-0.6%	1.5%	2.7%	0.5%	2.4%	2.7%	0.3%
당기순이익	11.3	8.6	5.9	-48.1%	-31.8%	8.6	47.5%	34.2	32.0	-6.4%
당기순이익률	2.3%	2.2%	1.3%	-1.1%	-0.9%	1.7%	0.5%	1.9%	1.6%	-0.2%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 5. 1분기 실적 Preview_Kerosene 재매출 제외기준

(단위: 십억원)

구 분	1Q12	4Q12	1Q13F	YoY	QoQ	2Q13F	1Q13 대비	'12	'13F	YoY
매출액	203.4	165.9	196.4	-3.4%	18.4%	213.2	8.6%	774.0	812.7	5.0%
영업이익	13.5	2.9	10.3	-23.2%	256.1%	13.8	33.7%	43.9	52.0	18.5%
영업이익률	6.6%	1.7%	5.3%	-1.4%	3.5%	6.5%	1.2%	5.7%	6.4%	0.7%
당기순이익	11.3	8.6	5.9	-48.1%	-31.8%	8.6	47.5%	34.2	32.0	-6.4%
당기순이익률	5.6%	5.2%	3.0%	-2.6%	-2.2%	4.1%	1.1%	4.4%	3.9%	-0.5%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 6. 분기별 영업이익(율)_08~13년

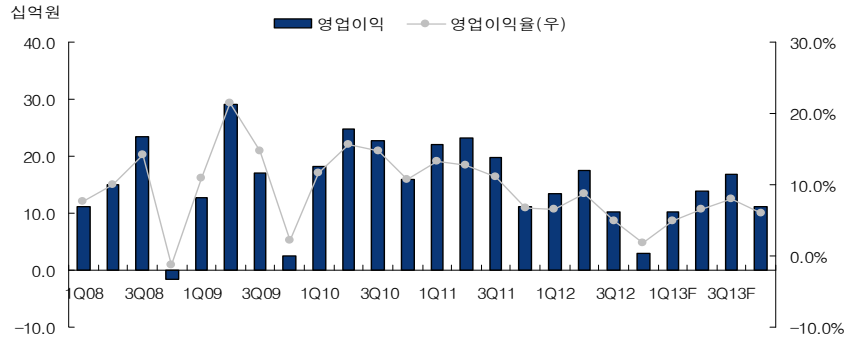


도표 7. 알킬벤젠 월별 수출_10년~

(단위:천\$,톤,\$/톤)

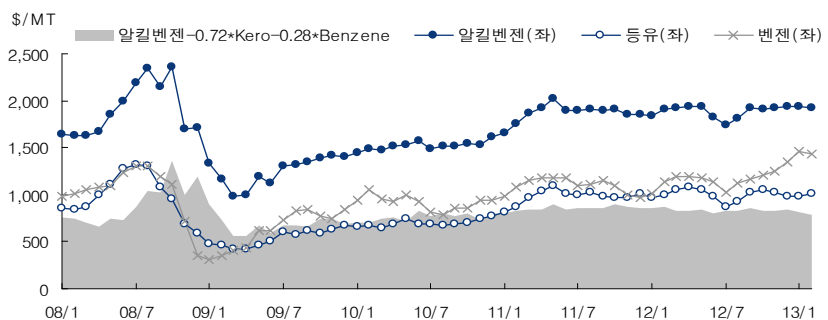
월	10년			11년			12년			13년		
	금액	수량	단가	금액	수량	단가	금액	수량	단가	금액	수량	단가
1	11,010	7,628	1,443	14,440	8,689	1,662	19,312	10,480	1,843	13,460	6,953	1,936
2	26,740	18,030	1,483	16,909	9,654	1,752	18,983	9,908	1,916	18,859	9,828	1,919
3	10,265	6,960	1,475	23,942	12,790	1,872	20,725	10,805	1,918			
전월대비										40.1%	41.4%	-0.9%
전년월대비										-0.7%	-0.8%	0.2%

자료: KITA, 교보증권 리서치센터

2-2. 스프레드

Kerosene과 Benzene을 감안한 LAB스프레드_1M lag는 연중 800~900\$/MT의 안정세를 보이며, Global 수급타이트를 대변한다. 수급타이트를 기반으로 원료가 상승분을 제품가에 전가하는 Fomular를 적용함에 따른 당연한 결과이다. 최근 전반적인 화학 업종 부진속에 LAB 트레이드들의 소극적인 구매의지로 인해 가파른 스프레드 개선을 기대하기는 어려우나, 업종 Turn-around시 가장 빠른 실적개선세를 기대할 수 있다.

도표 8. 월별 알킬벤젠 스프레드_08년~



3. LAB 수급

3-1. 증설 계획

LAB 수급은 300만톤/년 수준에서 Global수급 Balance가 유지되고 있다. 전세계 LAB Capa는 374만톤/년 수준이며, 평균가동율은 80%수준으로 파악된다. 수요는 연평균 3.5%성장하고 있으며, 중국·동남아·인도 등 인구밀집국은 5~7%의 높은 성장세를 보이고 있다. '09년 이후 신·증설 계획이 발표되었으나, 완공건은 중국 Fushen(7만톤/년, 12년 하반기 완공), GOC(10만톤/년, 이수화학·살림 JV)에 불과하고, 향후 증설 물량은 '14년 하반기 Gulf Farabi(10만톤/년)가 유일하다. LAB 공사기간이 2.6년임을 감안하면, '15년 하반기까지 Farabi를 제외하고는 신규 출회물량이 없는 상황이다.

도표 9. 신규 증설 계획

업체명	지역	예상증가분(천톤)	예상가동시기	비고
GOC	중국	100	2102.Q4	2012.10 월 준공
Gulf Farabi Petrochemical	사우디	100	2014	건설 진행예정
Indian Oil Corporation	인도	80	2014	예정(미착공)
Nizhnekamsk	러시아	80	2014	예정(미착공)
QPC	카타르	200	2014	예정(미착공)

자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

동사는 LAB 28 만톤/년(Global M/S 7.5%)을 보유한 Global No3. 업체로서, 前공정인 NP(Normal Paraffin) 22 만톤/년을 보유한 LAB 수직 계열화 업체이다. 규모의 경제를 통한 원가경쟁력을 보유하고 있고, 이를 기반으로 일정 수익을 담보하는 판가협상력을 가지고 있다. 증설 부재로 인해 향후 동사의 수익성이 점진적으로 개선되는 것은 명약관화(明若觀火)하다 하겠다.

도표 10. 생산 Capacity

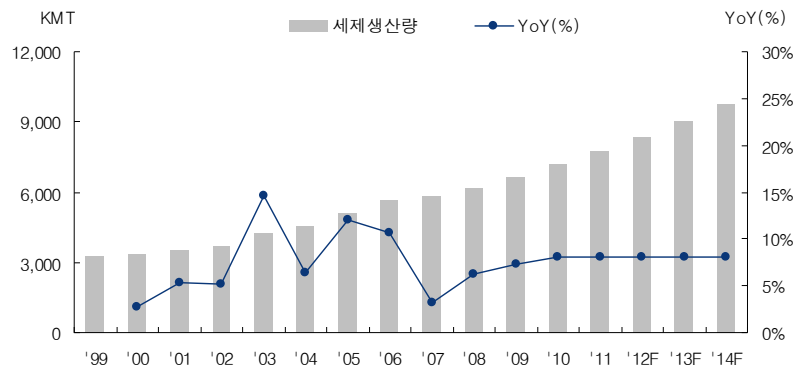
지역	생산능력(천톤)	비고
남아메리카	405	
북아메리카	425	
유럽	721	Sasol(355), Sepsa(340)
아시아	1,480	이수화학(280), Fushun(270), Jintung(250)
중동/아프리카	713	
합계	3,744	

자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

3-2. 중국 세제시장 및 지역별 수출

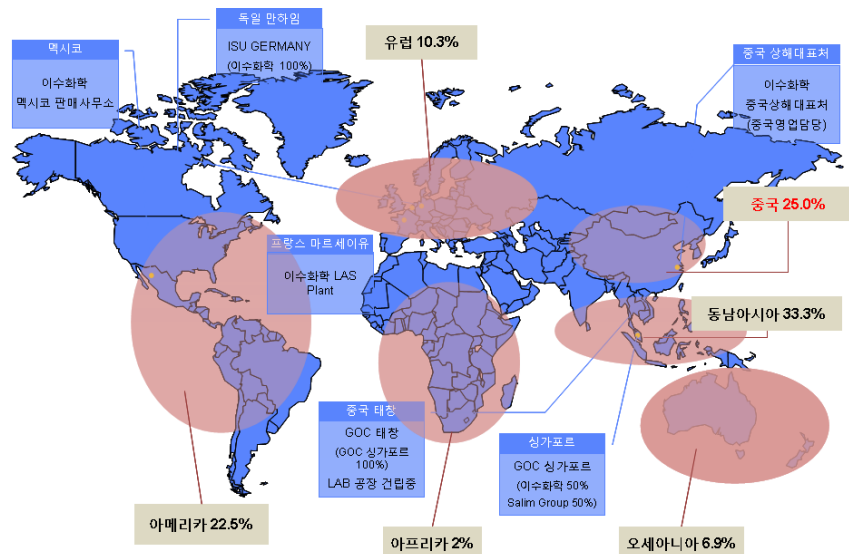
중국 세제생산은 소득 개선 및 세탁기 보급 확대와 더불어 '00년 이래 전년대비 5~15%의 급격한 증가세를 보였고, 향후에도 8%의 지속적인 성장이 기대된다. 세제는 중국 소득수준과 연동해서 성장하는 필수소비재로서, 성장성에 대한 신뢰가 매우 높다 하겠다. 동사는 수출물량의 60~70%를 중국에 의존하는 타화학사들과는 달리, 중국의 존도가 25%에 불과하여, 향후 중국 세제시장 성장에 따른 상당한 수혜가 기대된다.

도표 11. 중국 세제생산 증가율



자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

도표 12. 지역별 수출현황



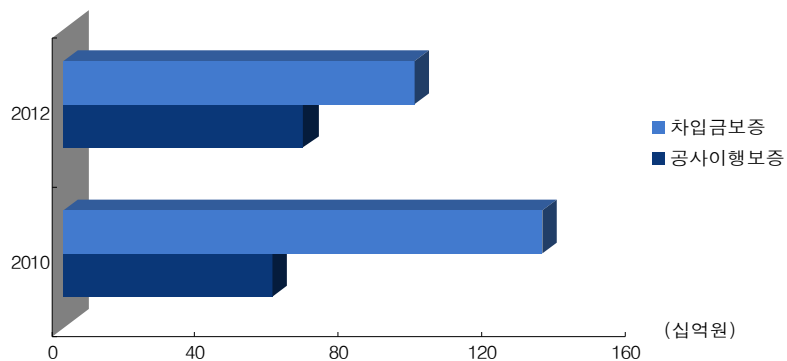
자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

4. 이수건설 Risk 희석

동사는 100%자회사인 이수건설에 대해 2,200억원의 차입금을 지급보증(공사이행보증 532억원)하고 있다. 주택/개발 중심에서 토목/건축 중심으로 사업포트폴리오를 재편함에 있어 필요한 자금의 지급보증으로 부실 위험은 상당히 낮다 하겠다. PF의 경우, 총 1,337억 중 대구 APT 공사 209억원을 제외한 1,128억원은 토지가 대환 또는 신규 PF건으로 부실과는 거리가 있는 있는 것이다.

그리고 11년에 이어 12년에도 당기순이익 흑자 기조를 이어가고 있는 상황('10년 - 145억원→'11년 +10억원→'12년 +12억원)인 바, 이수건설에 대한 우려로 동사에 대한 투자를 망설일 필요는 없다고 생각한다.

도표 13. 이수건설 지급보증



자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

도표 14. 이수건설 PF 잔액

현장명	PF 차입액 (백만원)	사업장 특성
경기도 광주 오포	11,299	토지 매입 중 건설경기 악화로 미착공된 건. 사업포기시 토지비용으로 PF 상환 가능
경기도 평택 안정리	60,824	미군부대 이전 및 삼성전자 투자 등 호재로 토지가 상승, PF 사업 정리 시 상환 가능
안동 태화동	1,700	2010년 신규 PF
대구 ITT	13,000	대구 분양시장 침체로 공사 중단된 건. 상황이 호전시 공사 재개 예정
대구 수성 2차	7,915	대구 분양시장 침체로 상황 주시. 토지매입이 완료로 추가적인 토지비 투입 없음
당산동 PF	39,000	2012년 신규 PF
합계	133,738	

자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

[이수화학 005950]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,683	1,848	1,941	2,054	2,156
매출원가	1,574	1,768	1,853	1,955	2,053
매출총이익	108	81	88	99	104
매출총이익률 (%)	6.4	4.4	4.5	4.8	4.8
판매비와관리비	32	37	36	38	40
영업이익	76	44	52	61	64
영업이익률 (%)	4.5	2.4	2.7	3.0	3.0
EBITDA	82	51	61	72	74
EBITDA Margin (%)	4.9	2.7	3.1	3.5	3.4
영업외손익	-15	0	-10	-8	-7
관계기업손익	0	0	-4	-2	0
금융수익	30	38	31	31	31
금융비용	-45	-40	-37	-37	-38
기타	0	2	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	61	44	42	53	57
법인세비용	29	9	9	11	12
계속사업순이익	32	34	33	41	45
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	34	33	41	45
당기순이익률 (%)	1.9	1.8	1.7	2.0	2.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	32	34	33	41	45
지배순이익률 (%)	1.9	1.8	1.7	2.0	2.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-6	-6	-6	-6
포괄순이익	31	28	27	35	38
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	31	28	27	35	38

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	43	16	29	43	45
당기순이익	32	34	33	41	45
비현금항목의 가감	54	18	37	39	37
감가상각비	5	6	8	10	9
외환손익	0	0	5	5	5
지분법평가손익	0	0	4	2	0
기타	48	12	20	22	23
자산부채의 증감	-1	-7	-22	-16	-15
기타현금흐름	-42	-29	-20	-21	-22
투자활동 현금흐름	-37	-5	-23	-24	5
투자자산	-10	4	10	10	10
유형자산	-25	-26	-30	-30	0
기타	-1	18	-3	-4	-4
재무활동 현금흐름	36	32	-24	-7	-7
단기차입금	-53	0	0	0	0
사채	-10	0	0	0	0
장기차입금	140	153	0	0	0
유상증자	0	20	0	0	0
현금배당	-8	-8	-7	-7	-7
기타	-33	-133	-17	0	0
현금의 증감	42	43	-17	16	43
기초 현금	21	62	105	88	104
기말 현금	62	105	88	104	147
NOPLAT	40	34	41	48	50
FCF	19	9	-3	13	46

자료: 이수화학, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	324	371	371	399	454
현금및현금성자산	62	105	88	104	147
매출채권 및 기타채권	135	150	158	167	176
재고자산	99	94	108	114	120
기타유동자산	27	22	17	14	11
비유동자산	611	626	640	655	650
유형자산	180	178	200	220	210
관계기업투자금	345	352	342	332	322
기타금융자산	6	15	15	15	15
기타비유동자산	80	81	83	88	103
자산총계	935	998	1,011	1,054	1,104
유동부채	197	225	209	212	214
매입채무 및 기타채무	60	75	77	79	81
차입금	34	34	34	34	34
유동상채무	86	113	95	95	95
기타유동부채	16	4	4	4	4
비유동부채	196	198	200	206	217
차입금	144	154	154	154	154
전환증권	20	10	10	10	10
기타비유동부채	32	34	36	42	53
부채총계	392	423	409	417	430
지배지분	543	575	602	636	674
자본금	68	76	76	76	76
자본잉여금	118	129	129	129	129
이익잉여금	360	379	406	440	478
기타자본변동	-2	-10	-10	-10	-10
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	543	575	602	636	674
총차입금	293	317	298	296	295

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,364	2,297	2,168	2,708	2,923
PER	10.5	9.5	8.9	7.2	6.6
BPS	40,186	37,644	39,373	41,639	44,120
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	6,051	3,399	3,991	4,736	4,859
EV/EBITDA	6.6	10.4	8.0	6.6	5.9
SPS	124,572	124,328	127,027	134,425	141,147
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
CFPS	1,408	577	-165	864	2,983
DPS	600	450	450	450	450

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	26.8	9.8	5.0	5.8	5.0
영업이익 증가율	-6.9	-42.1	18.4	17.7	5.0
순이익 증가율	5.4	6.9	-3.0	24.9	8.0
수익성					
ROIC	10.4	9.8	11.0	11.8	11.8
ROA	3.7	3.5	3.3	4.0	4.1
ROE	6.4	6.1	5.6	6.7	6.8
안정성					
부채비율	72.3	73.5	68.1	65.6	63.8
순차입금비용	31.3	31.8	29.4	28.1	26.7
이자보상배율	4.4	2.5	3.5	4.1	3.9

이수화학 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2011.04.22	적극매수	38,200			
2012.05.31	적극매수	31,200			
2012.07.21	적극매수	31,200			
2012.11.16	적극매수	25,800			
2013.02.06	매수	23,300			
2013.04.09	적극매수	27,000			

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%