

# 이수화학(A005950)

## BUY(유지)

## 2013년 기대해도 좋다

목표주가(원)	30,000
현재주가(원)	23,550
상승여력(%)	27.3
KOSPI 지수	2,002.3
KOSDAQ 지수	531.4
시가총액(억 원)	3,597
자본금(억 원)	763
액면가(원)	5,000
발행주식수(백만)	15.28
52 주 배타	1.31
60 일 평균거래량(천주)	49,126

2012년 석유화학 업황회복 지연으로 알킬벤젠(LAB) 스프레드는 예상보다 낮게 형성되고 있음. 그러나 필수소비재 성향이 높아 판매물량은 매우 견조하고, 3분기 영업실적은 저원이 투입 및 평가 상승으로 양호할 전망. 또한 9월 글로벌 유일 증설로 성장성 확보가 가능하며, 2013년은 한층더 타이트한 수급이 예상되어 업종 내에서 주목해야 할 종목

### ■ 여전히 타이트한 알킬벤젠 수급, 견조한 실적 유지될 전망

2분기 영업실적은 중국 수요 부진 및 유가 급락으로 실적 우려가 나타났지만, 전방산업의 견조한 판매물량으로 174억원(QoQ +6.9%)을 달성했음. 3분기 영업실적은 6월 국제유가 급락에 따라 7월 실적이 부진했던 것으로 추정되나 5월이후 낮아진 원재료 가격이 8월, 9월에 투입되어 전분기와 유사한 175억원(QoQ +0.5%)으로 추정됨

### ■ 2012년 9월 글로벌 유일 신증설은 최적의 타이밍

'13년까지 알킬벤젠의 글로벌 신증설이 전무한 상황에서 9월 이수화학의 신증설(중국 합작법인 GOC 10만톤)로 성장성이 부각될 전망. 또한 '13년 공급증가율은 '08년이후 최저 수준으로 한 층 타이트한 수급상황이 예상되어, 9월 신증설은 최적의 타이밍으로 판단됨

### ■ 2013년 최저수준의 공급증가율은 시황에 직결될 전망

알킬벤젠은 필수소비재 성향이 높고 신흥국을 중심으로 수요가 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 따라서 현재 타이트한 수급상황에서 수요보다 공급이 시황에 직결될 것으로 분석. '13년 공급증가율은 '08년이후 최저(명목 증가분 '0) 수준으로 영업환경이 매우 우호적일 전망. 특히 알킬벤젠 생산설비는 40년 이상 된 노후설비 비중이 높아 1~2년내 스크랩이 진행될 경우 기대 이상의 초호황이 예상된다

### ■ 목표주가 30,000원, 투자 의견 BUY 유지

#### Analyst

박건태(화학)  
02) 3770-0143  
guntae6276@naver.com



FY	매출액	영업이익	세전계속사업이익	순이익	EPS	EPS성장률	PER	EV/EBITDA	ROE
2010	13,266	816	570	303	2,325	-27.6	8.3	5.2	7.0
2011	16,827	759	610	319	2,364	1.7	10.5	6.6	6.4
2012F	18,847	653	523	399	2,682	13.5	8.8	8.1	7.0
2013F	20,051	862	721	546	3,675	37.0	6.4	6.0	8.9
2014F	21,045	947	818	620	4,169	13.4	5.6	5.4	9.4

자료: 유화증권(K-IFRS 개별기준)

## 추세적으로 주가 방향성은 우상향

### 2008년 이후 초과공급 해소 → 공급자 우위

세계 알킬벤젠 시장은 '90년대 후반부터 중국 및 인도 등 신흥시장 성장으로 '02년까지 호황을 누렸다. 시황 호조에 힘입어 중국과 중동에서는 대규모 설비증설 및 신규사업자가 진입하였고, 이는 경쟁심화로 이어져 수익성이 크게 악화되었다. '04년부터 이수화학은 영업적자를 나타냈지만 지속적인 시황 악화로 경쟁업체가 퇴출되었고, '07년 7월 Sasol이 미국 Baltimore 소재 10만 톤과 이태리 Porto Torres 소재 12만톤 LAB 공장을 매각하면서 '08년부터 공급과잉이 해소되기 시작하였다

### 2013년 한층더 타이트한 수급상황 전망으로 주목해야 할 종목

따라서 현재 알킬벤젠 시장은 공급과잉이 해소되고 초과수요가 발생하는 공급자 우위시장으로 최근 석유화학 업황이 부진한 모습을 보이고 있지만, 업종 내에서 우호적인 영업환경을 유지하고 있으며, '13년 한 층 타이트한 수급상황이 예상되어 업종 내에서 주목해야 할 종목이다.

현재 알킬벤젠 수급은 타이트한 상황이며, 신흥국을 중심으로 수요는 꾸준히 증가될 전망이다. 따라서 필수소비재 성향이 높은 알킬벤젠의 특성을 고려하면 수요는 급감하기 힘든 구조이다. 결국 알킬벤젠 수급은 타이트한 수급상황에서 수요가 꾸준히 확대될 것으로 추정되어 공급적인 측면이 중장기 시황에 직결될 것이다. 공급적인 측면에서 하반기 이수화학의 신증설이 글로벌 유일이며, '13년은 전무한 상황으로 알킬벤젠의 중장기 시황은 매우 긍정적이다.

### 노후설비 비중이 높아 스크랩 진행 시 기대 이상의 호황 가능

또한 알킬벤젠 생산설비는 40년 이상 된 노후설비가 많아, 1~2년내 스크랩이 진행될 경우 기대 이상의 호황을 예상한다. 수급이 기대 이상으로 타이트해질 경우, 신규 사업자 및 기존 업체들의 증설로 큰 흐름상 공급과잉 구조로 전환될 우려가 있지만, 글로벌 시장규모가 8조원 수준인 점을 감안하면 대기업의 시장진입은 매우 희박하며, 기존 업체들의 증설도 시장 특성상 보수적일 것이다. 만약 증설되어도 평균 2년 이상의 기간이 소요될 것이다. 따라서 '13년까지 노후설비 스크랩이 진행될 경우 극도로 타이트한 수급상황이 전개될 것이다.

### Valuation 매력이 부각될 전망

석유화학 업황 부진이 이어지고 있지만, 이수화학의 '12년 PBR(e)은 0.6배로 업종 내 최저 수준을 나타내고 있다. 알킬벤젠이 필수소비재 성향이 높다는 점을 감안하면 업종 내에서 할인 거래될 이유는 없다고 판단하며, 하반기 글로벌 유일 신증설 및 '13년 한층더 타이트한 수급상황 전망에 따라 Valuation 매력이 부각될 것으로 예상된다.

[그림 1] 이수화학 주가 추이

[단위: 원]



자료: 이수화학, 유화증권

## 하반기 글로벌 유일 신증설은 최적의 타이밍

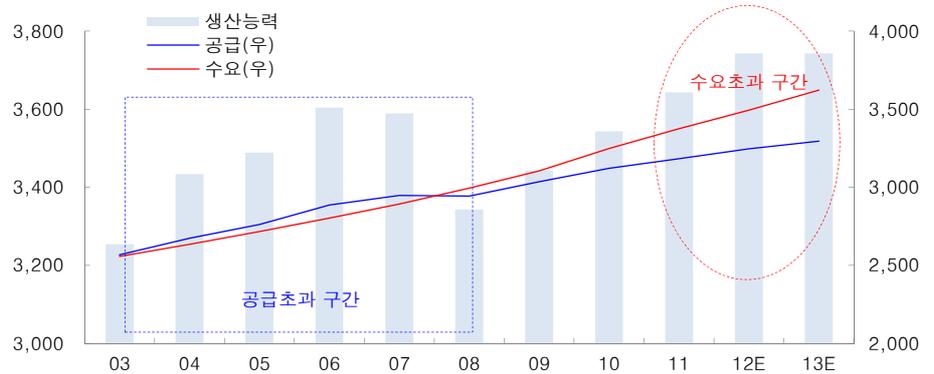
### 2013년 알킬벤젠의 영업환경은 상당히 우호적일 전망

‘12년과 ‘13년 글로벌 알킬벤젠(LAB) 공급증가율은 둔화될 것으로 추정되고, 수요는 꾸준히 확대될 것으로 보인다. 따라서 2월 27일 발간한 ‘Seller Market 그 이상을 그린다’ 보고서에서 언급한 알킬벤젠의 우호적인 영업환경이 추세적이라는 전망을 유지한다. ‘12년 알킬벤젠의 공급증가율은 2.0%로 추산되는 반면 수요 증가율은 대내외 리스크 확대에도 불구하고 중국 10.0%, 인도 8.5% 등 고성장세가 유지되어, 전세계 수요는 3.5% 확대될 전망이다. 이는 알킬벤젠 11만톤 규모이다. ‘13년에는 공급증가율이 1.5%로 분석되고 수요증가율은 3.6%를 상회할 것으로 추정되어 영업환경이 상당히 우호적일 전망이다.

### 2013년 신규증설 물량 ‘0’

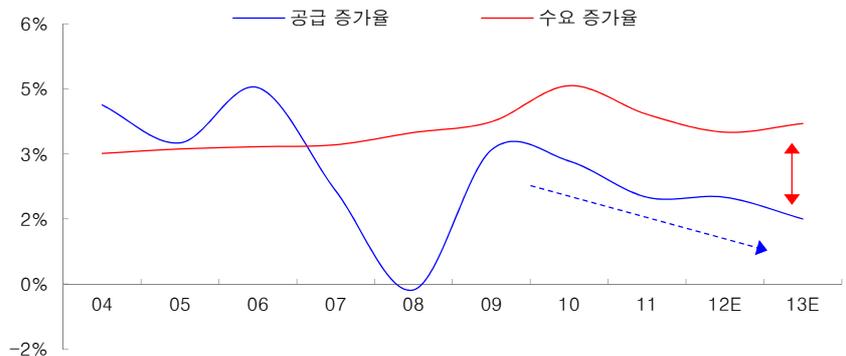
공급적인 측면에서 ‘12년은 9월 이수화학과 Salim 그룹의 중국 합작법인 GOC 10만톤 증설을 제외하면 신규증설이 없다. 이는 시장흡수가 충분히 가능한 물량으로 성장성 확보가 가능하다. 특히 ‘13년은 신규증설 물량이 ‘0’이다. 이는 ‘13년 완공 예정이었던 인도 IOC의 8만톤 증설계획이 지연되어 ‘14년이후 나올 것으로 보이기 때문이다. ‘13년은 ‘08년 이후 공급증가율이 최저 수준으로 알킬벤젠의 호황국면이 예상되어, 9월 신증설은 최적의 타이밍으로 판단된다.

[그림 2] 세계 알킬벤젠 수급 추이 및 전망 [단위: 1,000 MT]



자료: 화학정보, 이수화학, 유화증권

[그림 3] 세계 알킬벤젠 수요 및 공급 증가율 추이 [단위: %]



자료: 화학정보, 이수화학, 유화증권

[표 1] 세계 알킬벤젠(LAB) 신증설 현황 [단위: 1,000 톤]

완공시기	지역	회사	증설규모	진행
2012	중국	GOC	100	9월 완공
2013	인디아	IOC	80	미착공
2014	사우디	Gulf Farabi Petrochemical	100	건설중
	러시아	Nizhnekamsk	80	미착공
	카타르	QPC	200	미착공

자료: 화학정보, 이수화학, 유화증권

### 2013년 최저수준의 공급증가율은 시황에 직결될 전망

#### 1인당 GDP 10,000달러까지 세탁기 보급률 급성장

수요적인 측면에서는 신흥국 중심으로 꾸준한 성장이 예상된다. 세계 인구의 42.0%를 차지하는 중국, 인도, 브라질의 세탁기 보급률이 높아짐에 따라 알킬벤젠 수요도 확대될 것으로 보이기 때문이다. [그림 4]을 보면, 국내 1인당 GDP가 '80년 1,689 달러에서 '95년 11,779달러까지 상승했다. 동 기간 동안 세탁기 보급률은 고성장세를(CAGR 10.9%) 보였다. 즉 1인당 GDP 10,000 달러까지 세탁기 보급률은 가파르게 증가한다.

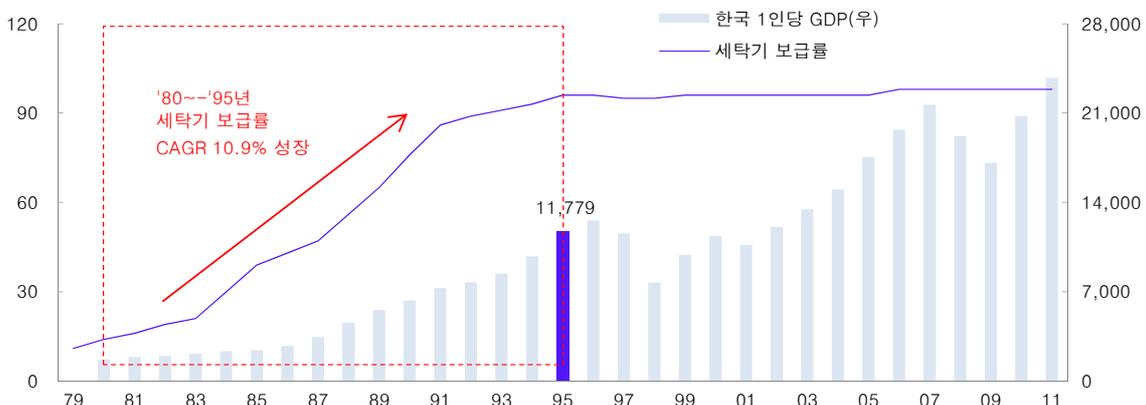
#### 2014년이후 까지도 중국, 인도 시장의 고성장 지속

IMF에서는 중국과 인도의 1인당 GDP를 '11년 각각 5,184달러와 1,527달러로 예측했고, '14년에는 각각 6,986달러와 1,973달러로 추정하고 있다. 이는 10,000달러를 크게 못 미치는 수치로 중국과 인도의 세탁기 보급률은 '14년이후 까지도 고성장세가 예상된다. 브라질의 경우 '11년 1인당 GDP 12,917달러에서 '14년 14,893달러까지 상승할 것으로 예상하고 있어 10,000달러를 상회지만, 세계 인구의 3.0%를 차지하고 있고, 저소득층 규모 및 인구증가 속도가 높아 높은 성장이 예상된다.

#### 2013년 수급상황 최고치 전망

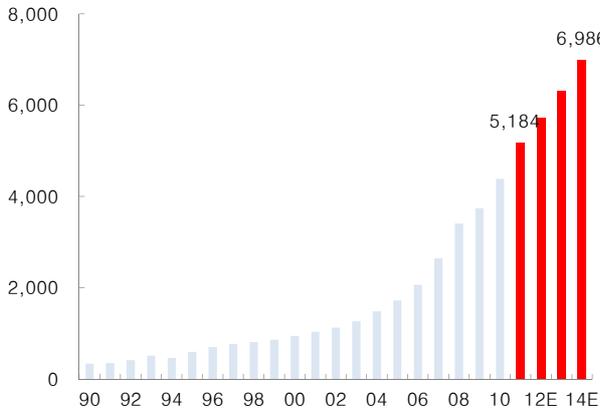
현재 타이트한 수급상황에서 신흥국 중심으로 수요가 꾸준히 상승할 것으로 보여, 공급증가율 감소는 수급에 직접적인 영향을 줄 것으로 판단한다. '12년 타이트한 수급 상황에서 '13년은 공급증가율이 '08년이후 최저수준으로 타이트한 수급이 최고치에 달할 것으로 전망한다. 중소형 업체중 이수화학에 지속적인 관심이 필요하다.

[그림 4] 국내 1인당 GDP 10,000 달러까지 세탁기 보급률 급성장 [단위: %, 달러]



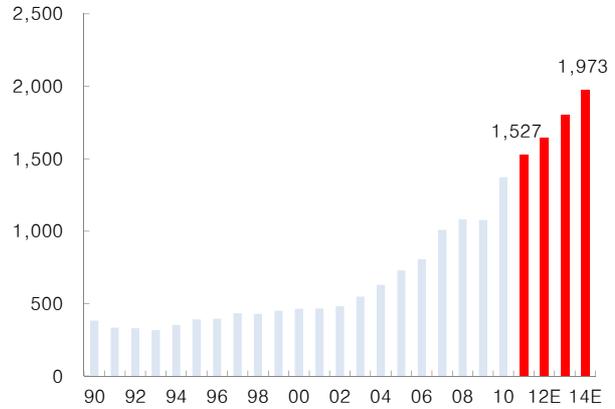
자료: IMF, 화학정보, 유화증권

[그림 5] 중국 1인당 GDP 추이 및 전망 [단위: 달러]



자료: IMF, 유화증권

[그림 6] 인도 1인당 GDP 추이 및 전망 [단위: 달러]



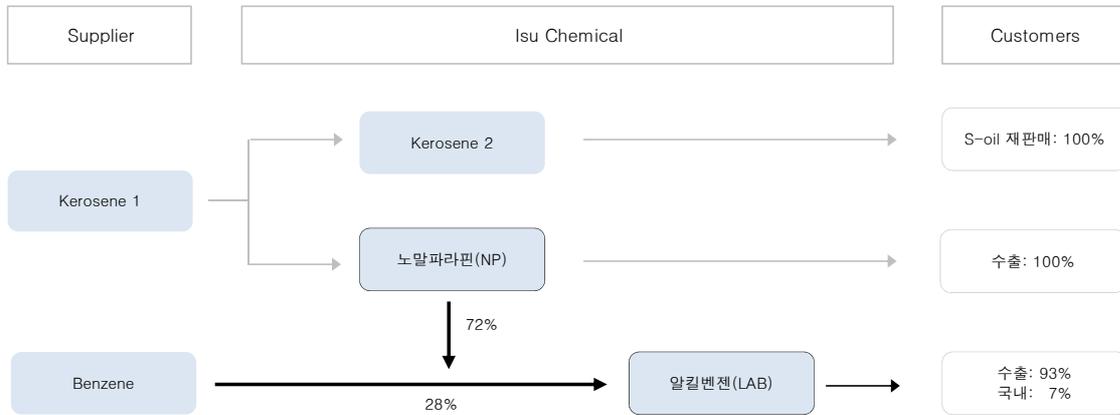
자료: IMF, 유화증권

[표 2] 세계 알킬벤젠(LAB) 생산능력 (2011년 기준) [단위: 1,000 톤]

지역	회사명	소재지	생산능력	
북미	미국	Huntsman Performance Products	Chocolate Bayou(TX)	180
	미국	Sasol	Lake Charles(LA)	125
	캐나다	Petresa Canada	Becancour(PQ)	120
남미	브라질	Deten Quimica*	Camacari	220
	베네주엘라	Quimica Venoco	Guacara	135
	아르헨티나	Repsol YPF	Ensenada	50
유럽	프랑스	Chevron Chemical	Gonfreville	100
	독일	Chemische Fabrik Wibarco	Iddenburen	66
	이탈리	Sasol	Augusta	220
	스페인	CEPSA Quimica	San Roque	220
	러시아	Kinef	Kirishi	110
중동	이집트	Ameriya Petroleum Refining	Amerya	50
	이집트	Egyptian Petrochemicals Holdings	Alexandria	100
	이란	Iran Chemical Industries Investment	Esfahan	100
	이란	Bisetun	Kemanshah	55
	이라크	Aradet	Baiji	50
	사우디	Gulf Farabi Petrochemical	Al Jubail	170
	두바이	Emalab	Jebel Ali	30
	카타르	Qatar Petroleum	Mesaieed	100
	시리아	United Joint Stock Company for Petrochemical Industries	Damascus	40
	마케도니아	OHIS	Skopje	18
아시아	중국	Fushun Petrochemical	Fushun	200
	중국	Jin Tung Petrochemical	Nanjing	200
	중국	Sinopec Jinling Petrochemical	Nanjing	100
	인디아	Indian Oil(IOC)	Baroda	120
	인디아	Nirma	Baroda	110
	인디아	Tamilnadu Jinling Petrochemical	Patalganga	115
	인디아	Tamilnadu Petrochemical	Manali	100
	인도네시아	Unggul Indah Cahaya	Merak	210
	일본	Nippon Petrochemicals	Kawasaki	90
	타이완	Formosan Union Chemical	Lin Yuan	90
	한국	이수화학	울산	180
	합계			3,774

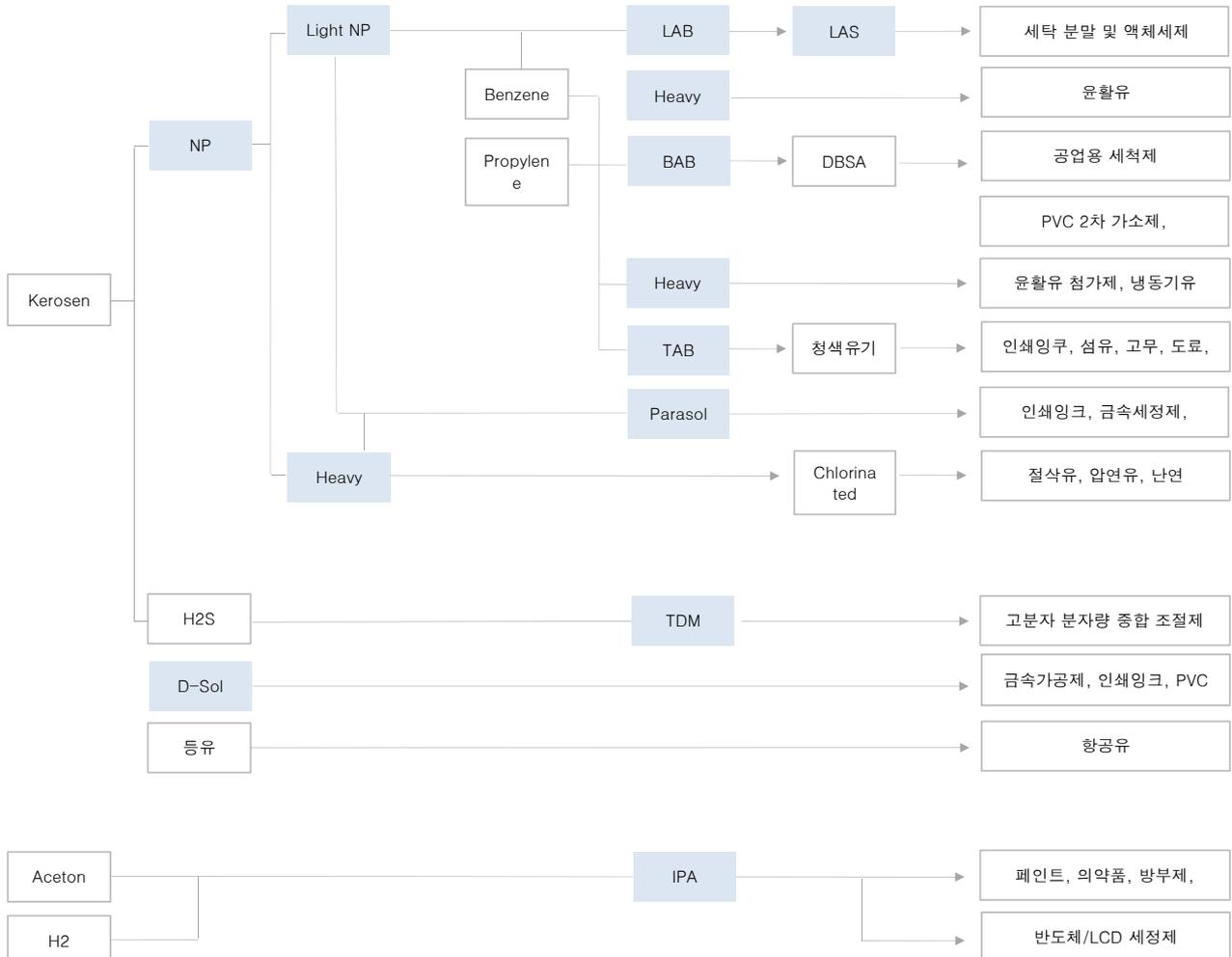
자료: ICIS, 화학정보, 유화증권

[그림 7] 수직 계열화된 생산구조



자료: ICIS, 화학정보, 유화증권

[그림 8] Value Chain



자료: ICIS, 화학정보, 유화증권

재무상태표		(단위: 억원)				포괄손익계산서		(단위: 억원)			
	2011	2012F	2013F	2014F		2011	2012F	2013F	2014F		
유동자산	3,241	3,639	3,814	4,086	매출액	16,827	18,847	20,051	21,045		
현금 및 현금성자산	621	537	630	757	매출원가	(15,744)	(17,829)	(18,801)	(19,698)		
매출채권 및 기타채권	1,309	1,727	1,757	1,844	매출총이익	1,083	1,018	1,250	1,347		
재고자산	993	1,055	1,103	1,157	판매비와관리비	(325)	(365)	(388)	(400)		
비유동자산	6,112	6,378	6,620	6,891	조정영업이익	758	653	862	947		
관계기업투자등	1,005	1,050	1,050	1,050	기타수익	7	(0)	0	0		
유형자산	1,799	1,964	2,061	2,033	기타비용	(6)	(0)	0	0		
무형자산	80	83	78	74	영업이익	759	653	862	947		
자산총계	9,352	10,017	10,434	10,977	이자수익	(128)	(131)	(141)	(129)		
유동부채	1,965	2,363	2,314	2,333	외환손익	(5)	0	0	0		
매입채무 및 기타채무	397	463	492	517	관계기업등 투자손익	0	0	0	0		
단기금융부채	1,234	1,526	1,424	1,399	세전계속사업이익	610	523	721	818		
비유동부채	1,959	1,741	1,772	1,788	법인세비용	291	124	174	198		
장기금융부채	1,685	1,465	1,475	1,467	계속사업이익	319	399	546	620		
기타비유동부채	233	235	256	280	중단사업이익	0	0	0	0		
부채총계	3,924	4,103	4,086	4,122	당기순이익	319	399	546	620		
지배주주지분	5,428	5,914	6,348	6,855	지배주주	319	399	546	620		
자본금	675	764	764	764	EBITDA	816	720	942	1,024		
자본잉여금	1,176	1,287	1,287	1,287	FCF	383	(125)	509	644		
이익잉여금	3,597	3,905	4,360	4,889	EBITDA마진율 (%)	4.9%	3.8%	4.7%	4.9%		
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	영업이익률 (%)	4.5%	3.5%	4.3%	4.5%		
자본총계	5,428	5,914	6,348	6,855	지배주주귀속 순이익률 (%)	1.9%	2.1%	2.7%	2.9%		

현금흐름표		(단위: 억원)				주요투자지표					
	2011	2012F	2013F	2014F		2011	2012F	2013F	2014F		
영업활동으로 인한 현금흐름	536	176	740	726	P/E (x)	10.5	8.8	6.4	5.6		
당기순이익(손실)	319	388	546	620	P/CF (x)	8.9	7.5	5.6	5.0		
비현금수익비용가감	536	353	396	404	P/B (x)	0.6	0.6	0.6	0.5		
유형자산감가상각비	50	47	53	51	EV/EBITDA (x)	6.6	8.1	6.0	5.4		
무형자산상각비	9	19	28	26	EPS (원)	2,364	2,682	3,675	4,169		
영업활동으로 인한 자산 및 부채	(12)	(449)	(28)	(101)	CFPS (원)	2,797	3,131	4,214	4,688		
매출채권 감소(증가)	(14)	(423)	(30)	(87)	BPS (원)	39,593	38,531	41,434	44,812		
재고자산의 감소(증가)	(264)	(63)	(47)	(55)	DPS (원)	600	600	600	600		
매입채무 증가(감소)	127	15	30	24	매출액증가율 (%)	26.8%	12.0%	6.4%	5.0%		
투자활동으로 인한 현금흐름	(308)	(251)	(270)	(287)	EBITDA증가율 (%)	-7.3%	-11.8%	30.9%	8.7%		
유형자산처분(취득)	(235)	(208)	(150)	(23)	조정영업이익증가율 (%)	-7.1%	-13.8%	32.0%	9.9%		
무형자산감소(증가)	(22)	(22)	(22)	(22)	지배주주순이익증가율 (%)	5.4%	24.9%	37.0%	13.5%		
장단기금융자산의 감소(증가)	(5)	(46)	0	0	EPS증가율 (%)	1.7%	13.5%	37.0%	13.5%		
재무활동으로 인한 현금흐름	188	(9)	(376)	(311)	매출채권회전율 (회)	13.4	12.7	11.7	11.9		
장단기금융부채의 증가(감소)	440	106	(92)	(33)	재고자산회전율 (회)	19.5	18.4	18.6	18.6		
자본의 증가(감소)	0	199	0	0	ROA (%)	3.7%	4.1%	5.3%	5.8%		
배당금지급	(80)	(80)	(91)	(91)	ROE (%)	6.4%	7.0%	8.9%	9.4%		
현금의 증가	416	(85)	94	127	부채비율 (%)	72.3%	69.4%	64.4%	60.1%		
기초현금	205	621	537	630	순차입금/자기자본 (%)	37.3%	37.0%	31.5%	26.9%		
기말현금	621	537	630	757	영업이익/금융비용 (x)	4.4	3.5	4.5	5.1		

## Compliance

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자 박건태)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

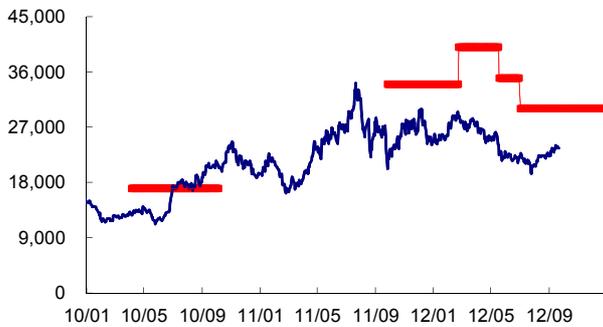
### <기업분석 투자의견 구분>

<b>Strong Buy</b>	6개월내 시장 대비 25% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
<b>Buy</b>	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
<b>Market Perform</b>	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
<b>Underperform</b>	6개월내 시장 대비 10%이상의 주가 하락이 예상될 경우
<b>Trading Buy</b>	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 그 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

### <산업분석 투자의견 구분>

<b>Overweight</b>	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
<b>Neutral</b>	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
<b>Underweight</b>	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

## 이수화학 주가추이 및 목표주가



## Rating Change

날 짜	목표주가	투자의견
2010.04.05	17,000원	Buy
-	-	-
2011.09.26	34,000원 (재개)	Buy
2011.10.24	34,000원	Buy
2012.01.09	34,000원	Buy
2012.02.20	34,000원	Buy
2012.02.27	40,000원 (상향)	Buy
2012.04.23	40,000원 (유지)	Buy
2012.05.21	35,000원 (하향)	Buy
2012.07.02	30,000원 (하향)	Buy
2012.07.23	30,000원	Buy
2012.09.24	30,000원	Buy

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료의 지적재산권은 당사에게 있으므로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.