

평가담당자

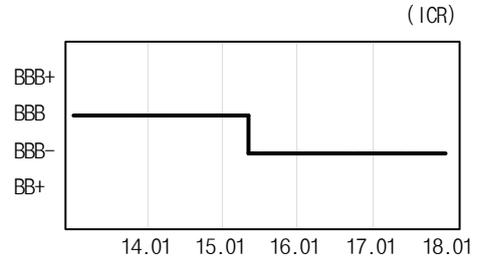
박지원 선임연구원
02-368-5434
jwpark@korearatings.com

최주욱 평가4실
평가전문위원
02-368-5303
jwchoi@korearatings.com

평가 개요

기업신용등급	BBB-/안정적
평가종류	본평가
후순위사채	NR
기업어음	NR

등급 추이



주요 재무지표

(단위: 억원, 배, %)

	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
매출액	17,747	14,760	10,301	8,994	8,250
EBIT(영업이익)	329	62	31	305	256
EBITDA	399	136	108	385	325
총자산	10,808	9,757	8,979	9,413	9,480
총차입금	4,099	3,705	3,013	2,880	2,946
순차입금	2,896	3,310	2,834	2,488	2,474
EBIT/매출액(영업이익률)	1.9	0.4	0.3	3.4	3.1
EBITDA마진	2.2	0.9	1.0	4.3	3.9
EBITDA/금융비용	2.4	0.7	0.7	3.8	4.5
순차입금/EBITDA	7.3	24.4	26.2	6.5	5.7
부채비율	89.9	72.5	62.0	64.5	64.6
차입금의존도	37.9	38.0	33.6	30.6	31.1
적용재무제표	별도	별도	별도	별도	별도

주 1. K-IFRS기반 표준재무지표로 조정 재무성한 수치임
2. EBITDA = EBIT(영업이익)+감가상각비+무형자산상각비

평정요지

한국기업평가는 (주)이수화학(이하 '동사')의 기업신용등급(ICR)을 **BBB-**로 평가하며, 주요 평정요인은 다음과 같다.

- 주력 제품인 연성알킬벤젠의 세계 상위권의 시장지위 등 사업역량 우수
- 수익성 및 커버리지지표 저하 불구, 전반적인 재무안정성 양호
- 일정 수준의 수익기조 유지 가능할 전망
- 계열 관련 재무적 지원부담이 신용도 제약

회사 개요

1969년 이수화학공업(주)로 설립된 동사는 1973년 BAB(Branched Alkyl-Benzene, 경성알킬벤젠) 플랜트 준공, 1980년 LAB(Linear Alkyl-Benzene, 연성알킬벤젠) 플랜트 준공, 1997년 TDM 자체 개발 및 수 차례의 증설 등을 시행하였으며, 평가일 현재 합성세제의 제조 원료인 LAB, N-P(Normal-Paraffin, 노말파라핀) 등을 국내에서 유일하게 생산하고 있는 이수그룹의 주력 화학계열사이다.

▶ **평정논거(Key Rating Rationale)**

주력 제품의 세계 상위권의 시장지위 등으로 사업역량이 우수하다.

연산 28 만톤 규모의 LAB 국내 독점생산체제와 세계 상위권의 시장지위를 보유하고 있는 가운데, 국내외 주요 합성세제 메이커와의 안정적인 거래 기반, 주 원료인 N-P 의 자체 조달 및 외부 판매기반을 보유하고 있어 전반적인 사업역량이 우수하다.

수익성 및 커버리지 지표의 저하에도 전반적인 재무안정성은 양호한 수준이다.

전방 수요둔화, 주력제품 스프레드 감소 등으로 2011 년 하반기부터 2015 년 상반기 까지 수익성 및 차입금커버리지 지표가 동반 저하되었다. 다만, 영업실적이 저하된 시점에도 차입금의존도와 부채비율 등 레버리지 지표가 비교적 우수한 수준을 유지한 점, 2016 년 수익성 회복으로 조정EBITDA 마진 및 주요 커버리지 지표가 개선세를 보인 점 등을 감안하면 전반적인 재무안정성은 양호한 수준에 부합한다.

단기간 타이트한 수급구조 하에 견조한 수익창출력 유지가 전망된다.

중국 및 인도 등 신흥국을 중심으로 한 안정적인 수요성장 및 단기적 수급밸런스 유지 전망 등을 감안하면, 견조한 수익창출기조를 유지할 것으로 전망된다. 공급 측면에서 2016 년 이후 시황호조로 LAB 신증설 움직임이 시작되었으나, 준공까지 시차를 감안하면 단기적으로 타이트한 수급이 유지될 것으로 전망된다. 수요 측면에서는 중국, 인도 등 아시아 신흥공업국가의 소득수준 증가 및 중산계층 확대에 의한 세탁기 보급률 확대가 LAB 수요 성장을 견인할 것으로 예상된다.

계열 관련 재무적 지원부담이 신용도를 제약하고 있다.

종속법인인 이수건설의 과중한 재무부담이 이어져 해당 재무위험이 동사에 전이된 상태이다. 동사는 2013 년 이수건설 유상증자(500 억원)에 참여한 바 있으며, 차입금 대부분에 대해 지급보증을 제공하고 있다. 이수건설의 보수적인 사업관리와 수주활동, 유상증자 등 자금확충을 통한 재무구조 개선, 수익성 회복 추세를 감안하면 단기간 내 영업실적 급락 및 레버리지 급등이 발생할 가능성은 낮지만, 모니터링이 필요하다.

▶ **등급전망 - 안정적(Stable)**

세계 상위권의 시장지위 및 장기 업력에 기반한 안정적인 거래기반을 바탕으로 현 수준의 재무안정성 유지가 가능할 전망이다. 2016 년 재무지표 개선으로 상향 등급변동 요인의 조건 일부가 충족되었으나, 실적의 안정성 및 계열 지원부담의 완화 여부에 대한 추가 모니터링이 필요할 것으로 판단된다.

▶ **등급변동요인**

아래와 같은 요건을 충족할 것으로 판단되는 경우 신용등급 상향을 검토할 수 있다.

- 이수건설의 수익성 개선추세 지속에 따라 동사의 지원부담이 감소하고,
- 조정매출액(등유 매출액 제외)이 5천억원을 상회하는 가운데,
- 조정EBITDA마진(등유매출 제외) 7% 이상, 순차입금/EBITDA 6.5배 이하 지속

반면, 아래와 같은 부정적 상황이 예상되는 경우 신용등급 하향을 검토할 수 있다.

- 이수건설에 대한 지원부담 현실화로 유동성위험이 가중되거나,
- 조정EBITDA마진 4%미만, 순차입금/EBITDA 10배 초과 상태 지속

별도 기준	연도별			3개년 평균		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
조정매출액(억원)	6,391	5,193	4,349	7,077	6,228	5,311
조정EBITDA마진(%)	2.1	2.1	8.9	4.9	3.4	4.0
순차입금/EBITDA(배)	24.4	26.2	6.5	7.9	14.1	13.7

주요 평정요인(Key Rating Factors)

▣ 사업 요인

주력 제품인 연성알킬벤젠의 세계 상위권의 시장지위 구축

동사는 합성세제의 제조에 필요한 LAB(Linear Alkyl-Benzene) 및 동 제품의 주원료인 N-P(Normal-Paraffin)를 주력으로 생산하고 있으며, ABS, SBR, SB-LATEX 등 고분자 수지합성에 필요한 중간원료인 TDM(Tertiary Dodecyl Mercaptan), D-SOL(De-aromatized Solvent) 등도 병행 생산하고 있다. 주력 제품인 LAB 관련 연산 18 만톤 규모의 국내 독점생산체제와 세계 상위권의 시장지위를 보유하고 있는 가운데, 국내외 주요 합성세제 메이커와의 안정적인 거래 기반을 보유하고 있어 전반적인 사업역량이 우수한 수준이다. 2012 년 10 월 중국 태창시 소재 연성알킬벤젠 생산설비(GOC 태창, 연산 10 만톤 규모) 구축 및 상업생산 개시를 통해 주력제품의 시장지위가 세계 3 위권으로 상승하는 등 생산능력 및 시장지배력이 제고된 점은 사업평가 상 긍정적인 요인으로 작용하고 있다.

유가 회복으로 매출실적 반등

동사 별도기준 외형은 유가 추이와 밀접한 연관성을 보이고 있다. 사업구조상 저유항 등유 재판매 비중이 매우 높으며, 주력제품인 LAB, N-P 의 주 원료가 등유 및 벤젠으로 구성되어 있기 때문이다. 이에 따라 국제유가가 급락한 2014 년 하반기부터 2016 년까지 동사 외형은 지속적으로 역성장하였다. 핵심제품인 LAB 와 N-P 판매량이 정체된 점도 매출실적 부진에 일조했다.

2017 년에는 하반기 유가회복에 힘입어 매출실적이 반등하였다. 3 분기 별도기준 매출액은 8,250 억원으로 전년 동기대비 18.6%가량 증가하였으며, 등유매출을 제외한 조정매출액 또한 가격 상승효과에 기인하여 약 11.5% 가량 증가하였다. 전년도에 이어 정밀화학부문 판매실적이 2 개년 연속 역성장한 반면, 주력인 석유화학부문 LAB 및 N-P 제품 판매실적이 크게 회복된 점도 매출회복에 긍정적인 영향을 미쳤다.

【부문별 매출 추이(별도기준)】

(단위: 억원, %)

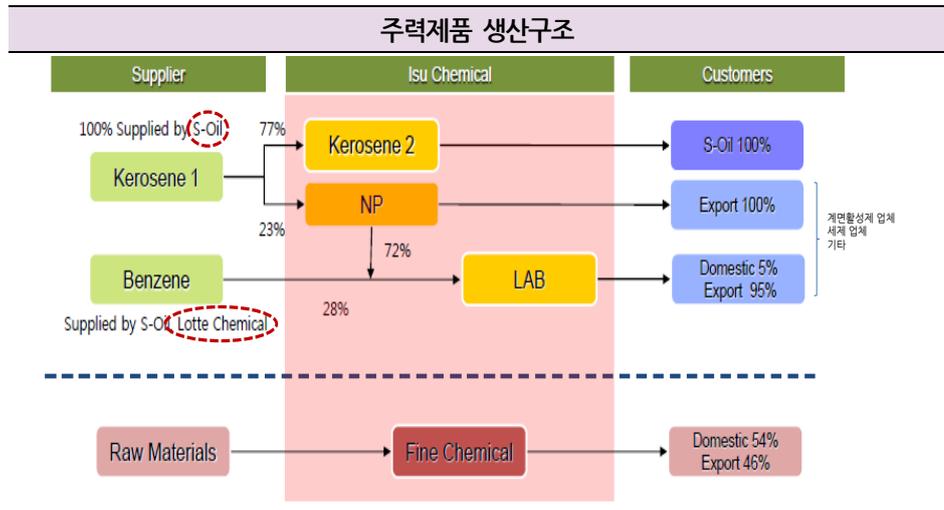
구분		2012	2013	2014	2015	2016	16.3Q	17.3Q
매출액	석유화학	16,751	16,312	13,354	9,245	8,013	6,216	7,416
	등유	10,744	10,649	8,370	5,109	4,644	3,599	4,510
	N-P	1,386	1,445	1,042	891	607	498	619
	LAB	4,066	3,746	3,428	2,554	2,339	1,792	2,062
	기타(BAB, TAB 등)	555	473	514	691	422	326	225
	정밀화학	1,691	1,393	1,355	1,013	946	709	818
	D-SOL	812	838	733	510	435	331	380
	TDM	336	336	330	315	301	222	241
	IPA 등	542	220	291	188	210	156	197
	기타(임대수익 외)	42	42	52	44	35	29	17
전체 합계		18,484	17,747	14,760	10,301	8,994	6,954	8,250
조정 합계(등유 제외)		7,740	7,099	6,391	5,193	4,349	3,355	3,741
매출비중	등유매출	58.1	60.0	56.7	49.6	51.6	51.8	54.7
	LAB	22.0	21.1	23.2	24.8	26.0	25.8	25.0
	N-P	7.5	8.1	7.1	8.6	6.7	7.2	7.5
매출증가율	전체 매출	9.8	-4.0	-16.8	-30.2	-12.7	-18.7	18.6
	조정 매출	9.6	-8.3	-10.0	-18.8	-16.2	-19.8	11.5

주: 2012년 BAB(경성알킬벤젠) 매출액은 LAB에 포함
 자료: 동사 제시

일관생산체제 등 우수한 생산효율성 확보

LAB의 주요 원재료인 N-P을 자체 생산하는 설비를 보유하는 등 일괄 생산체제를 구축함으로써, 원재료 조달 및 생산 효율성에서 강점을 보유하고 있다. 생산구조를 살펴보면, 생산시설 인근에 위치한 S-Oil(주)로부터 등유(kerosene)를 매입하여 N-P를 추출하고, 벤젠(benzene)과 N-P를 원료로 LAB를 생산하고 있다. N-P가 추출된 저유황 등유는 S-Oil(주)에 재판매하고 있으며 자가소비 후 잉여 N-P 물량은 중국, 호주 및 대만 등의 LAB 생산업체로 수출하고 있다. 또한 N-P의 추출과정에서 발생하는 부산물을 활용, 중간원료(TDM 등)를 생산·판매하고 있다.

주요 원재료인 등유 및 벤젠은 S-Oil 및 롯데케미칼 등으로부터 파이프라인을 통해 안정적으로 조달하고 있다. 이러한 원재료 조달구조는 생산효율성을 제고함은 물론 사업안정성 확보에도 일정 부문 기여하고 있다.

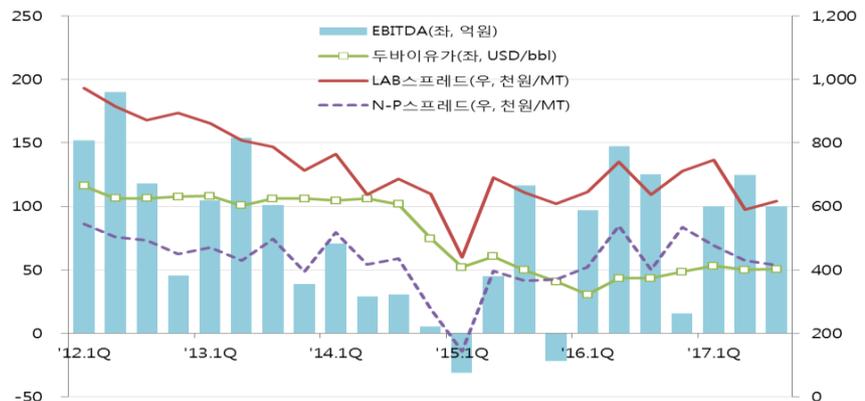


자료: 동사 제시

주요제품 공급상황, 국제유가 추이 등이 수익성 변동요인으로 작용

주력 제품인 LAB, N-P의 판매가격은 국제유가 및 원달러환율 변동에 밀접하게 연동된다. 주요 제품 원재료가 등유 및 벤젠으로 구성된 가운데, 원재료 가격 변동분의 판가전이가 비교적 원활하게 이루어지고 있어 유가변동에 판가수준이 민감하게 움직이고 있다. 또한, 등유를 제외한 조정매출액 기준 수출비중이 80%를 상회하는 높은 수준임에 따라, 원달러환율 추이가 판가수준에 영향을 주고 있다.

국제유가, 주요제품 스프레드 및 수익성 추이



자료: 동사제시

동사 수익성은 주로 주요제품 수급상황 및 유가 변동성에 의해 결정된다. 주력제품인 LAB, N-P 등은 전방산업의 범위 및 시장규모가 협소함에 따라, 주요업체 증설 또는 대규모 정기보수 여부에 따라 역내 스프레드가 민감하게 변동되는 특성을 보이고 있다. 또한, 주요제품 원재료의 매입시점과 생산 투입시점의 시차가 약 3 개월 내외로 유지되고 있어, 유가 변동성이 낮은 시기에는 원재료 가격의 평가전이를 통해 비교적 스프레드가 안정적으로 유지되어 왔으나, 유가 급등락 시기에는 판가-원가 스프레드의 변동성이 큰 편이다.

▶ 재무 요인

수익성 및 커버리지 지표 저하에도 전반적인 재무안정성 양호

전방 수요둔화, 주력제품 스프레드 감소, 주요 외생변수인 유가, 환율의 비우호적 움직임 등의 영향으로 2011 년 하반기부터 2015 년 상반기까지 영업수익성 및 차입금 커버리지 지표가 동반 저하되는 양상을 보였다. 특히, EBITDA 마진과 더불어 순차입금/EBITDA 및 EBITDA/총금융비용 등 차입금 커버리지 지표는 2015 년까지 미흡한 수준을 기록하였다.

다만, 영업실적이 저하된 시점에도 차입금의존도와 부채비율 등 레버리지 지표가 비교적 우수한 수준을 유지한 점, 2016 년 수익성 회복으로 조정 EBITDA 마진 및 주요 커버리지 지표가 개선세를 보인 점 등을 감안하면 전반적인 재무안정성은 양호한 수준에 부합하는 것으로 판단된다.

【주요 재무지표 추이(별도기준)】

(단위: 억원, 배, %)

구분	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
EBITDA	399	136	108	385	325
금융비용	169	194	149	102	73
총차입금	4,099	3,705	3,013	2,880	2,946
순차입금	2,896	3,310	2,834	2,488	2,474
EBITDA 마진(%)	1.9	0.4	0.3	3.4	3.1
조정 EBITDA 마진(%)	5.6	2.1	2.1	8.9	8.7
순차입금/EBITDA(배)	7.3	24.4	26.2	6.5	5.7
EBITDA/금융비용(배)	2.4	0.7	0.7	3.8	4.5
부채비율(%)	89.9	72.5	62.0	64.5	64.6
차입금의존도(%)	37.9	38.0	33.6	30.6	31.1

주: 조정매출액은 전체 매출액에서 등유매출을 제외한 수치
자료: 감사보고서

개선된 수급구조가 유지된 가운데 수익창출력 안정화

N-P 생산과정의 부산물인 저유황 등유제품(Kerosene2)이 최초 등유 공급처인 S-Oil 에 마진없이 재판매(전체 매출의 약 50%)되고 있어, 회계상 영업수익성 지표는 실질적인 수익창출력보다 낮게 나타나는 특징을 보이고 있다. 또한, 최근 3 개년간 국제유가 등락폭이 매우 커서, 재고평가손익이 수익성에 미치는 영향이 확대되었던 것으로 파악된다.

2015 년에는 유가 급락에 따른 부정적인 재고효과가 반영된 가운데, 정기보수, 불산 누출사고 및 통상임금 협상 타결 등으로 인한 비경상적 비용 발생으로 수익성이 악화되었다. 2016 년에는 주요업체 신증설 제한 및 기존 업체 설비폐쇄 영향으로 수급구조가 개선됨에 따라 주력제품인 LAB 와 N-P 의 제품판가-원재료투입단가 스프레드가 점진적인 개선세를 보였다. 하반기 들어 원달러환율 하락, 정기보수에 따른 고정

비 부담 발생으로 EBITDA 마진이 재차 위축되었으나, 연간 수익성은 2011 년 수준으로 회복되었다.

2017년에는 중국정부 가격안정화 정책에 따른 역내 판가인하, 주요 원재료인 벤젠의 아시아 지역 내 가격 급등 등의 일시적 악재가 존재하였으나, 전반적으로 전년도와 유사한 수준의 수익창출력을 시현하였다. 신흥시장을 중심으로 완만한 수요 상승세가 유지되고 있는 점이 동사 수익성이 안정화되는데 주요 요인으로 작용하고 있다. 또한, 연중 국제 유가가 점진적으로 상승하고 있어 원가변동분의 원활한 판가전이가 이루어지고 있다.

설비 및 운전자본투자부담이 낮아 잉여현금 창출기조 유지

유가하락 진정에 따른 부정적 재고효과 제거, 수급구조 개선 및 유가변동성 완화에 기인한 스프레드 회복 등으로 2016~2017년 영업현금창출력이 이전 2개년 대비 안정화되었다. 또한, 유가급락을 경험한 2014년 하반기 이후 운전자본 관리를 강화하여, 연평균 400~600억원 내외의 순영업활동현금흐름을 시현하고 있다. 투자측면에서는 2012년 이후 글로벌 공급능력 확대에 의한 수급구조 악화가 우려됨에 따라 본사기준 대규모 투자가 중단되어 연평균 자본적지출액이 150억원 내외로 집행되었다. 투자자산 관련 지출이 잉여현금흐름 내에서 통제됨에 따라 2015년 이후 안정적인 잉여현금 창출기조가 이어지고 있다.

【주요 현금흐름 추이(별도기준)】

(단위: 억원, 배, %)

구분	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
OCF	233	44	-38	406	197
운전자본투자	330	373	-642	-40	-81
NCF	-98	-329	604	446	278
자본적지출	121	103	151	124	98
FCF	-286	-498	438	279	107
OCF/매출액(%)	1.3	0.3	-0.4	4.5	2.4
순차입금/OCF(배)	12.4	74.5	-75.4	6.1	9.4

주1: OCF=EBITDA-이자/법인세등+비현금항목조정

주2: NCF=OCF-운전자본투자

주3: FCF=NCF-자본적지출-배당금지급

자료: 감사보고서

▶ 향후 전망

단기간 타이트한 수급구조 하에 견조한 수익창출기조 유지될 전망

중국 및 인도 등 신흥국을 중심으로 한 안정적인 수요성장 및 단기적 수급밸런스 유지 전망 등을 감안하면, 견조한 수익창출기조를 유지할 것으로 전망된다.

공급 측면에서 중단기간 내에 신규 설비가동으로 인한 공급능력 확대 가능성은 낮다. 2016년 이후 시항호조로 LAB 신증설 움직임이 시작되었으나, 계획부터 준공까지 최소 2~3년의 시차가 존재한다. 현재 글로벌 시장에서 발표된 가장 빠른 설비 준공시점은 2020년 Farabi의 12만톤 증설 계획이다. 따라서 단기적으로 타이트한 수급이 유지될 것으로 전망된다.

수요 측면에서는 아시아 신흥국을 중심으로 수요 성장기조가 이어질 전망이다. 미, EU 등 선진국의 수요정체에도 불구하고 중국 및 인도 등 아시아 신흥공업국가의 경제성장은 소득수준 증가 및 중산계층 확대를 통한 세탁기 보급률 확대에 이어지며 합성세제의 주요 원료인 LAB의 수요를 견인할 것으로 예상된다.

재무 레버리지의 완만한 축소 및 차입금 커버리지 개선 가능할 전망

우수한 시장지위 및 견조한 수급구조에 기반한 주력제품 마진의 하방경직성, 일정수준의 영업현금흐름 유지 및 CAPEX 부담 완화 등의 요인을 감안하면 잉여현금의 내부 유보가 이루어질 것으로 보여, 이에 따른 완만한 재무레버리지 축소 및 차입금커버리지 개선이 가능할 것으로 전망된다.

▶ 기타 요인

이수건설 등 계열 관련 재무 지원은 신인도상 부담요인

100% 종속법인인 이수건설의 과중한 재무부담이 이어지고 있어 계열 전반의 신용위험상 주요한 모니터링 요인이 되고 있다. 이수건설은 열위한 주택사업역량 및 해외사업역량 등으로 구조적인 사업기반 개선여부의 불확실성이 상존하고 있다. 동사는 2013년 12월 이수건설의 재무구조 개선을 위한 유상증자(500억원)에 참여한 바 있으며, 차입금 대부분에 대해 지급보증을 제공하고 있다. 계열 지원관련 자금유출 사례 및 지급보증 부담이 과중한 점 등은 동사 신인도에 부정적요인으로 작용하고 있다.

이수건설의 보수적인 사업관리와 수주활동, 유상증자 등 지속적인 자금확충을 통한 재무구조 개선, 2015~2016년 흑자시현 등 수익성 회복 추세를 감안하면 단기간 내 영업실적 급락 및 레버리지 급등이 발생할 가능성은 높지 않다고 판단된다. 다만, 향후 차환 진행 상황 및 신규수주 등 사업추진에 따른 운전자본부담 증가와 재무레버리지 확대 여부에 대한 모니터링이 필요하다.

【이수건설 재무현황 및 지급보증 추이】

(단위: 억원, 배, %)

구분	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	3,090	2,557	3,447	4,193	6,017
EBITDA	255	-284	-317	47	352
FCF	-287	-223	279	32	356
총차입금	2,410	2,015	1,266	1,271	1,358
순차입금	2,365	1,936	1,153	1,112	1,012
EBITDA/금융비용(배)	2.0	-1.9	-2.4	0.5	3.5
부채비율(%)	178.3	174.1	150.5	194.6	231.6
차입금의존도(%)	42.1	38.8	28.6	27.1	26.9
동사가 제공하는 지급보증 규모	2,514	2,415	1,660	1,515	1,582

자료: 각 사 감사보고서

▶ 계열 요인

계열 내 중요도 매우 높으나, 계열로부터의 지원 가능성 미반영

이수계열 내 사업적 비중이 절대적인 수준이며, 사업·전략·신인도 전반에서의 통합도가 매우 높은 수준이다. 따라서 동사에 대한 계열의 지원의지는 매우 높은 수준이라고 판단된다. 그러나 모회사 및 여타 계열사의 재무여력과 재무안정성 등을 종합적으로 고려하면, 동사는 지원객체가 아닌 지원주체로서의 역할을 담당하고 있다. 이러한 점을 감안하여 유사시 계열로부터의 지원가능성을 반영하지 않는다.

▶ 유동성 분석

유동성 대응능력 열위한 수준

2017년 9월말 별도기준 총차입금은 2,946 억원이며, 이 중 단기성차입금 비중이 86.9%로 만기구조가 매우 단기화되어 있다. 다만, 장·단기차입금과 관련하여 본사사

옥, 공장 토지 및 건물 등 장부가액 3,045 억원의 유형자산이 담보로 제공되고 있어 차환부담을 일부 완화하고 있다. 또한, 보유 현금성자산(2017년 9월말 기준 472 억 원), 담보제공을 통한 차환여력 및 상장사로서의 금융시장 조달능력 등은 유동성 대응능력 보강요인으로 작용하고 있다.

(단위: 억원, %)

구분	17년 9월말 잔액	연도별 상환금액		
		1년	2년	이후
단기차입금	2,156	2,156		
장기차입금	626	240	340	46
회사채	164	164		
총차입금(B/S)	2,946	2,560	340	46
(비중)	100.0	86.9	11.5	1.6

자료: 분기검토보고서

석유화학산업 평가방법론 적용 결과

구분		AAA	AA	A	BBB	BB	B
사업 항목	매출액규모			○			
	사업/제품 포트폴리오				○		
	원가구조			○			
	판매구조				○		
	시장지배력			○			
재무 항목	EBITDA 마진						○
	순차입금/EBITDA						○
	EBITDA/총금융비용						○
	차입금의존도			○			
	부채비율		○				
모델등급					○		

주: ○ 표시는 상대적으로 중요한 지표를 의미

본 평가는 당사의 공시된 석유화학산업 평가방법론과 KR 신용평가일련론, 계열신용평가방법론을 적용하였습니다. 공시된 신용평가방법론은 당사 홈페이지 www.rating.co.kr의 리서치/평가방법론에서 찾아볼 수 있습니다.

본 기업신용등급은 원화 및 외화에 대한 채무상환능력을 포괄하고 있습니다.

<유의사항>

- (1) 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 현재 시점에서의 한국기업평가㈜의 의견입니다. 신용등급은 특별한 언급이 없는 경우 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용평가는 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니라, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상환능력에 대해 예측한 독자적인 의견으로, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 본 보고서상 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있으며, 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 신용평가 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 본 보고서 내용의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 본 보고서의 모든 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 본 보고서상 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 신용등급은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 신용등급 및 본 보고서는 당사 고유의 평가기준에 따른 의견으로만 해석되어야 하며, 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다.

<예측정보 관련 유의사항>

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과 치와 차이가 발생할 수 있습니다. 또한, 예측정보는 상기 <유의사항>의 적용을 받습니다.

다음은 '표준내부통제기준' 제38조·제44조 제6항·제46조 제4항, '금융투자업규정' 제8-19조의9 제2항에 따라 제공되는 내용이며, 평가의견의 일부입니다.

【장기 채무자 신용등급 정의】

등급기호	등급의 정의
AAA	채무상환능력이 최고 수준이며, 예측 가능한 장래의 환경변화에 영향을 받지 않을 만큼 안정적이다.
AA	채무상환능력이 매우 우수하며, 예측 가능한 장래의 환경변화에 영향을 받을 가능성이 낮다.
A	채무상환능력이 우수하지만, 장래의 환경변화에 영향을 받을 가능성이 상위 등급에 비해서는 높다.
BBB	채무상환능력은 있으나, 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있다.
BB	최소한의 채무상환능력은 인정되나, 장래의 안정성면에서는 투기적 요소가 내포되어 있다.
B	채무상환능력이 부족하며, 그 안정성이 가변적이어서 매우 투기적이다.
CCC	채무불이행이 발생할 가능성이 높다.
CC	채무불이행이 발생할 가능성이 매우 높다.
C	채무불이행이 발생할 가능성이 극히 높고, 합리적인 예측 범위내에서 채무불이행 발생이 불가피하다.
D	현재 채무불이행 상태에 있다.

주1: AA부터 B까지는 동일 등급내에서 상대적인 우열을 나타내기 위하여 "+" 또는 "-" 의 기호를 부가할 수 있음.

주2: 조건부 신용평가의 경우 신용등급 앞에 "C"를, 미공시 등급의 경우 신용등급 앞에 "U"를 부기함.

주3: 구조화금융거래와 관련한 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(sf)"를, 집합투자기구 신용평가의 경우 신용등급 뒤에 "(f)"를 부기함.

- 당사가 본 건 신용평가에 이용한 중요자료는 감사보고서, 사업보고서, 경영공시자료, 차입금현황 등 입니다.
- 본 신용평가의 평가개시일은 2017.11.23이고, 계약체결일은 2017.11.23이며, 평가종료일은 2017.12.19입니다.
- 최근 2년간 의뢰인과 체결한 다른 신용평가계약 건수 및 총액은 각각 2건, 30백만원(정기평가 포함)입니다. 당사는 신용평가 일 현재 수행중인 의뢰인의 다른 신용평가용역은 없습니다.
- 신용평가일 기준 2년 이내 비평가용역계약 체결내역은 없습니다. 한편, 신용평가일 현재 수행중인 비평가용역은 없습니다.

회사 개요 및 동향

- ▶ LAB, NP 등을 국내 독점생산하는 이수그룹의 주력 화학계열사
- ▶ 이수건설(100% 종속법인)의 과중한 재무부담 에 따른 지원부담

▶ 회사 개요

회 사 명	(주)이수화학	대 표 자	
설 립 일	1969.01.17	자 본 금	764 억원
계 열 명	이수	종 업 원 수	390 명
업 종	석유화학계 기초 화학물질 제조업		
주 요 사 업	CFD대체세정제 등, 등 유, 연성세제원료, 연성알킬벤젠 원료		
본 사 주 소	서울시 서초구 사평대로 84 이수화학빌딩		
주 요 공 장	울산광역시 남구 사평로 108-224 (부곡동)		

**연성알킬벤젠(LAB)
국내 독점생산업체**

1969년 이수화학공업(주)로 설립된 동사는 1973년 BAB(Branched Alkyl-Benzene, 경성알킬벤젠) 플랜트 준공, 1980년 LAB(Linear Alkyl-Benzene, 연성알킬벤젠) 플랜트 준공, 1997년 TDM 자체 개발 및 수 차례의 증설 등을 시행하였으며, 평가일 현재 합성세제의 제조 원료인 LAB, N-P(Normal-Paraffin, 노말파라핀) 등을 국내에서 유일하게 생산하고 있는 이수그룹의 주력 화학계열사이다.

【주요 연혁】

구분	주요내용
2016.03	상호변경 : 이수화학주식회사 → 주식회사 이수화학
2014.03	대표이사 변경 (이석주→이규철)
2013.12	이수건설(주) 유상증자(500억원), 총 보유주식수 9,621,331주로 증가
2013.11	종속회사인 (주)이수유화를 소규모합병방식으로 흡수합병
2012.10	중국 GOC 태창 LAB 10만톤 공장 준공(인도네시아 Salim 그룹과 합작투자)
2011.10	중국 동명석화와 MEK(메틸에틸케톤) 합작투자 계약 체결(연산 40,000M/T)
2011.06	이수건설(주) 워크아웃 졸업
2010.12	이수건설(주) 유상증자(800억원), 총 보유주식수 6,777,351주로 증가
2009.12	최대주주 (주)이수 지분을 변동(주식수 3,983,736주, 지분율 33.7%)
2009.08	이수건설(주) 유상증자 참여(460억원), 총 보유주식수 3,718,311주로 증가
2009.04	이수건설(주)에 대한 단기대여금 출자전환(1,022억원)으로 100% 자회사 편입
2008.05	윤활유 생산부문 관련 자산 일부 및 투자지분 매각 (매각금액 133억원)
2008.04	(주)이수유비케어 지분매각에 따른 계열회사 제외 (매각금액 321억원)
2004.12	(주)유비케어 계열회사 편입 (인수금액 137억원)
2004.02	ISU Chemical Germany GmbH 설립 (EUR 500,000, 지분율 100%)
2003.10	토탈이수오일(주) 합작법인 설립 (54억원, 지분율 49%)
2002.11	아이디비켄(주) 합작법인 설립 (12억원, 지분율 60%)
1997.06	TDM생산공장 준공 및 생산개시 (연산 6,000M/T)
1990.08	N-P공장 준공 (연산 132,000M/T)
1988.04	주식 상장
1980.10	LAB플랜트 신설 (연산 20,000 M/T)
1973.04	BAB플랜트 신설 (연산 13,000 M/T)
1969.01	이수화학공업(주) 설립

자료: 공시자료

▶ 지배구조 분석

특수관계인 지분율
39.2%로 경영권
안정적

2017년 9월말 기준 최대주주인 (주)이수를 포함한 특수관계인 합산 지분율은 39.23%이다. 상장법인으로 기타주주 중 소액주주의 비중이 높은 점을 감안하면 전반적인 경영권의 안정화 정도는 양호한 수준으로 판단된다.

【주주 현황】

주주명	주식수(주)	지분율(%)	비고
(주)이수	5,319,911	34.82	최대주주
김상범	30,000	0.20	이수그룹회장
김선정	581,388	3.81	김상범의 처
엑사켄(주)	26,470	0.17	(주)이수의 최대주주
김세민 외 7인	36,144	0.23	임원 등
특수관계인 소계	5,993,913	39.23	
기타주주	8,530,499	55.84	
자기주식	753,588	4.93	
합 계	15,278,000	100.00	

자료: 분기보고서(16.09)

주요 임원진 대부분은
동사 장기 근무

류승호 대표이사는 관계사인 (주)이수애플리케이션 대표이사를 겸임하고 있으며, 주요 임원진 대부분은 동사에서 장기간 근무한 인원으로 구성되어 있다.

【경영진 현황】

직책	성명	생년월	주요경력
회장	김상범	1961.05	서울대 경영학과
대표이사사장	류승호	1963.04	서울대 화공과, 현 이수애플리케이션 대표이사
전무이사	이희섭	1965.06	연세대 경영학과, 현 이수화학 관리본부장
전무이사	박종익	1962.10	한양대 기계공학과, 현 이수화학 공장장
감사	민홍식	1957.04	연세대 경영학과, 수출입은행 부회장
사외이사	박원우	1959.02	서울대 경영학과, 현 서울대 경영대학 교수

주: 등기임원 기준

자료: 분기보고서(17.09)

▶ 계열 분석

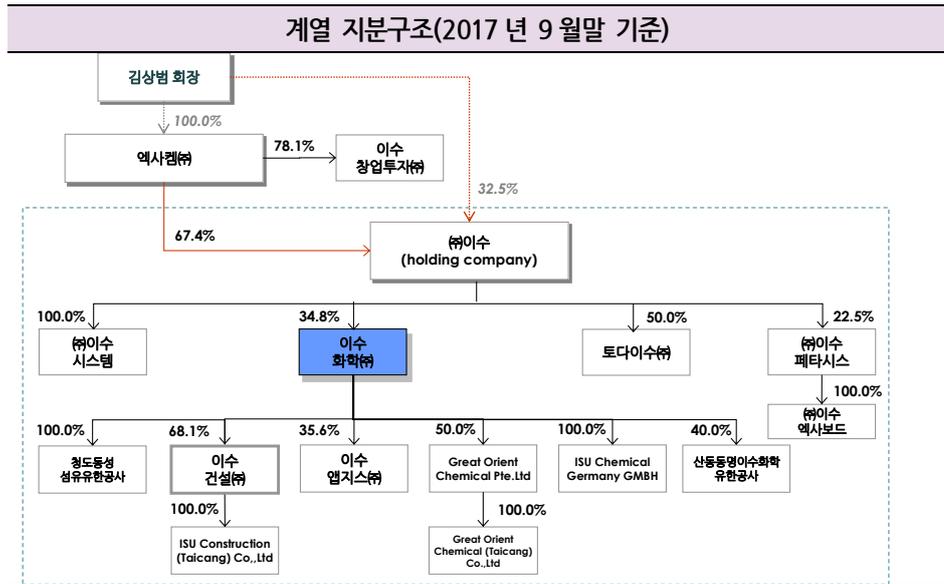
화학, 건설, IT 중심의
포트폴리오 보유

이수그룹은 2017년 9월말 기준 지주사인 (주)이수를 중심으로 국내외 총 27개 계열사로 구성되어 있으며, 화학, IT 소재 및 건설사업 등을 주력사업으로 영위하고 있다. 2008년 8월 이수건설 투자사업부문의 인적분할로 (주)이수가 설립되는 등 지주회사 체제로 전환되는 과정에서 김상범 회장이 (주)이수의 최대 지분(79.6%)을 취득하였으나, 2009년 7월 (주)이수의 2대 주주인 엑사켄이 보유한 채권이 출자전환되면서 최대 주주는 김상범 회장에서 엑사켄으로 변경되었다. 엑사켄은 2001년 8월 이수화학의 특수영업부가 분할되어 설립된 회사로 동사 생산제품(D-SOL, PARASOL 등)에 대한 판매업을 주력으로 영위하고 있다.

김상범 회장이
엑사켄(주)를 통해
그룹 실질적 지배

지주회사인 (주)이수가 동사 및 이수페타시스 등 주력 계열사의 지배지분을 보유하고 있으며, 동사는 이수건설, 이수애플리케이션 등의 최대주주 지위를 확보하고 있다. 김상범 회장은 엑사켄(주)이수의 지분 67.4% 보유, 2017년 9월말 기준의 100% 지분을 소

유하며 그룹을 실질적으로 지배하고 있다.



자료: 분기보고서(17.09)

**화학 및 IT 부문
사업비중
높은 수준**

계열 내 화학(이수화학, 이수엑사켄) 및 IT 소재업(이수페타시스, 이수엑사보드)의 사업적 비중이 높은 수준이며, 여타 부문의 비중은 미미한 상태이다. 특히, 개별 사업간 시너지 효과가 제한적인 가운데 사업역량이 저하되어 있는 건설부문에 대한 적극적인 사업위험 통제노력이 요구되고 있다.

【주요 계열(관계)사 현황】

(단위: 억원, %)

회사명	연도	매출액	EBIT	EBITDA	총자산	부채	순차입금	EBITDA 마진	순차입금 /EBITDA	차입금 의존도
이수화학	2014	14,760	62	136	9,757	4,102	3,310	0.9	24.4	38.0
	2015	10,301	31	108	8,979	3,435	2,834	1.0	26.2	33.6
	2016	8,994	305	385	9,413	3,690	2,488	4.3	6.5	30.6
이수건설	2014	3,447	-319	-317	4,433	2,664	1,153	-9.2	-3.6	28.6
	2015	4,193	44	47	4,692	3,099	1,112	1.1	23.6	27.1
	2016	6,017	348	352	5,045	3,523	1,012	5.8	2.9	26.9
이수페타시스	2014	3,072	303	364	3,645	1,620	755	11.9	2.1	28.2
	2015	3,153	314	389	3,736	1,532	670	12.3	1.7	27.7
	2016	3,529	281	372	4,306	1,915	827	10.6	2.2	26.7
이수엑사보드	2014	1,361	91	154	1,435	1,056	548	11.3	3.6	51.8
	2015	1,813	58	136	1,228	803	441	7.5	3.2	46.7
	2016	2,083	-3	71	1,537	1,124	619	3.4	8.7	43.2
이수엑사켄	2014	1,530	39	42	889	696	-83	2.8	-2.0	13.7
	2015	1,340	108	111	906	660	-61	8.3	-0.6	17.8
	2016	1,345	111	114	1,340	1,030	-86	8.5	-0.8	17.2

자료: 각사 감사보고서

**2012년 합작법인 생산
개시에 따라 내부거래
규모 증가**

관계사간 거래내역을 살펴보면, 화학제품 판매법인인 이수엑사켄에 대한 매출거래 비중이 높은 수준을 나타내고 있다. 관계사항 채권의 경우에도 이수엑사켄 비중이 50%를 상회하는 높은 비중을 보이고 있다.

【계열(관계)사 거래 현황】

(단위: 억원)

구분	매출/수익	매입/비용	채권	채무
2012	2,312	344	990	29
2013	2,472	293	869	34
2014	2,041	374	961	2
2015	1,728	333	894	29
2016	1,417	300	1,101	47
이수엑사켄(주)	879	-	748	4
ISU Germany GMBH	271	-	44	
GOC	42	-	109	
GOC (태창)	209	97	57	1
이수건설(주)	7	73	1	11
(주)이수	3	97	31	10
(주)이수시스템	2	33	-	12
기타	4	-	111	9
2017.1~9	1,130	276	875	75

자료: 감사보고서, 분기검토보고서

이수건설은 계열 전반
신인도상 핵심적인
모니터링 요인

동사는 이수건설을 포함한 다수의 계열사에 차입금 담보 및 지급보증을 제공하고 있으며, 우발채무 현실화에 따른 재무부담 가중 가능성이 동사 신인도의 제약요인으로 작용하고 있다.

2017년 3분기말 기준 계열사 차입금 담보 및 보증제공 규모는 3,505 억원으로 전년 말 대비 약 500 억원 가량이 증가하였다. 전체 계열사 차입금 지급보증의 약 60% 가량이 이수건설에 제공되어 있다. 이수건설은 열위한 주택사업역량 및 해외사업역량 등으로 구조적인 사업기반 개선에 불확실성이 존재하며, 이로 인해 차입금 대부분에 대하여 동사 지급보증이 제공되어 있다.

한편, 2016년중 GOC(태창)에 대한 지급보증이 증가한 것은 리파이낸싱 과정에서 보증방식이 변경(합작사와 금액 배분 방식에서 전액에 대해 공동 보증 후 정산)된데 따른 것으로 실질적인 보증부담은 차이가 없는 것으로 파악된다.

【계열(관계)사 담보 및 지급보증 제공 현황】

(단위: 억원)

구분	2014.12	2015.12	2016.12	2017.09
이수건설	1,598	1,537	1,503	2,153
이수엑사켄	43	65	125	130
ISU Germany GmbH	137	122	84	89
이수앱지스	188	163	80	68
GOC(태창)	582	717	1,070	1,019
청도동성섬유유한공사	49	64	66	4
동명이수화학유한공사	191	144	90	41
합계	2,788	2,713	3,016	3,505

주: 공사이행보증 제외

자료: 감사보고서, 분기검토보고서

사업 및 경쟁력 분석

- ▶ 국내 유일의 LAB(연성알킬벤젠), N-P(노말파라핀) 생산업체
- ▶ 유가 반등으로 2017년 매출 회복
- ▶ 2015년 2분기 이후 수익성 안정화 추세
- ▶ 일정 수준의 영업수익성 유지할 전망

▶ 사업 포트폴리오 현황

**LAB, N-P 등을
주력으로 생산하는
화학업체**

동사의 사업구조는 크게 석유화학부문 및 정밀화학부문에 구분된다. 석유화학부문은 합성세제의 제조에 필요한 연성알킬벤젠(LAB) 및 동 제품의 주원료인 노말파라핀(N-P)을 주력제품으로 생산하고 있으며, 정밀화학부문은 ABS, SBR, SB-LATEX 등 고분자 수지합성에 필요한 중간원료인 TDM(Tertiary Dodecyl Mercaptan), D-SOL 등을 생산하고 있다. LAB 및 N-P 등을 포함한 석유화학부문이 동사의 주력사업이다. 이외에도 최초 등유 공급처인 S-Oil에 LAB 생산과정의 부산물인 저유황 등유제품(Return kesosene)을 재판매하는 사업도 영위하고 있다.

**저유황 등유제품
제외하면,
2대 주력 제품이
절대적 비중 차지**

동사의 제품별 매출비중은 저유황 등유제품 50%, LAB 25%, N-P 10% 및 기타제품 15%로 구성되어 있으며, 연도별로 유가 등락에 연동되어 변동성이 일부 존재한다. 저유황 등유제품은 매출비중이 매우 높으나, 원료 공급처에 마진 없이 재판매하고 있어 실질적 이익기여도는 매우 낮다. 저유황 등유매출을 제외하면, 석유화학부문의 주력제품인 LAB와 N-P의 매출 비중이 각각 50%, 15%정도로 매우 높은 사업적 비중을 차지하고 있다. 정밀화학부문은 비교적 안정적인 실적을 보이고 있으나 전체 외형에서 차지하는 비중은 낮은 수준이다.

【부문별 매출 추이(별도기준)】

(단위: 억원, %)

구분		2012	2013	2014	2015	2016	16.3Q	17.3Q
매출액	석유화학	16,751	16,312	13,354	9,245	8,013	6,216	7,416
	등유	10,744	10,649	8,370	5,109	4,644	3,599	4,510
	N-P	1,386	1,445	1,042	891	607	498	619
	LAB	4,066	3,746	3,428	2,554	2,339	1,792	2,062
	기타(BAB, TAB 등)	555	473	514	691	422	326	225
	정밀화학	1,691	1,393	1,355	1,013	946	709	818
	D-SOL	812	838	733	510	435	331	380
	TDM	336	336	330	315	301	222	241
	IPA 등	542	220	291	188	210	156	197
	기타(임대수익 외)	42	42	52	44	35	29	17
전체 합계		18,484	17,747	14,760	10,301	8,994	6,954	8,250
조정 합계(등유 제외)		7,740	7,099	6,391	5,193	4,349	3,355	3,741
매출비중	등유매출	58.1	60.0	56.7	49.6	51.6	51.8	54.7
	LAB	22.0	21.1	23.2	24.8	26.0	25.8	25.0
	N-P	7.5	8.1	7.1	8.6	6.7	7.2	7.5
매출증가율	전체 매출	9.8	-4.0	-16.8	-30.2	-12.7	-18.7	18.6
	조정 매출	9.6	-8.3	-10.0	-18.8	-16.2	-19.8	11.5

주: 2012년 BAB(경성알킬벤젠) 매출액은 LAB에 포함
자료: 동사 제시

**유가회복 영향으로
매출실적 반등**

동사 별도기준 외형은 유가 추이와 밀접한 연관성을 보이고 있다. 사업구조상 저유황 등유 재판매 비중이 매우 높으며, 주력제품인 LAB, N-P의 주 원료가 등유 및 벤젠으로 구성되어 있기 때문이다. 이에 따라 국제유가가 급락한 2014년 하반기부터 2016년까지 동사 외형은 지속적으로 역성장하였다. 핵심제품인 LAB와 N-P 판매량이 정체 또는 점진적 감소 추세를 보인 점도 매출실적 부진에 일조했다.

2017년에는 하반기 유가회복에 힘입어 매출실적이 반등하였다. 3분기 별도기준 매출액은 8,250 억원으로 전년 동기대비 18.6%가량 증가하였으며, 등유매출을 제외한 조정매출액 또한 가격 상승효과에 기인하여 약 11.5% 가량 증가하였다. 전년도에 이어 정밀화학부문 판매실적이 2 개년 연속 역성장한 반면, 주력인 석유화학부문 LAB 및 N-P 제품 판매실적이 크게 회복된 점도 매출회복에 긍정적인 영향을 미쳤다.

▣ 사업안정성 및 경쟁력 분석

**주력제품인 LAB,
세계 상위권 시장지위
보유**

동사는 주력 제품인 LAB 관련 연산 28 만톤 규모의 국내 독점생산체제와 세계 상위권의 시장지위를 보유하고 있는 가운데, 국내외 주요 합성제제 메이커와의 안정적인 거래 기반을 보유하고 있어 전반적인 사업역량이 우수한 수준이다. 동사는 1973년 연산 1.3 만톤 규모의 BAB 공장을 준공하면서 알킬벤젠의 생산을 개시하였으며, 1980년 2 만톤의 LAB 플랜트의 신규가동 이후 지속적인 설비증설을 추진하여 왔다.

2012년 10월 완공된 GOC(인도네시아 Salim 그룹과의 50:50 합작법인)의 중국 태창시 소재 연성알킬벤젠 생산설비(GOC 태창, 연산 10 만톤 규모) 구축 및 상업생산 개시를 통해 주력제품인 LAB 시장지위가 세계 3~4 위권으로 상승하는 등 생산능력 및 시장지배력이 제고된 점은 사업평가상 긍정적인 요인으로 작용하고 있다.

【주요 제품별 생산능력 현황】

(단위: 연 M/T)

울산공장	온산공장	GOC(태창)
LAB: 180,000	N-P: 220,000	LAB: 100,000
BAB: 17,800	TDM: 13,000	
Heavy LAB: 8,000	D-SOL: 46,000	
	PARASOL: 23,000	
	IPA: 60,000	

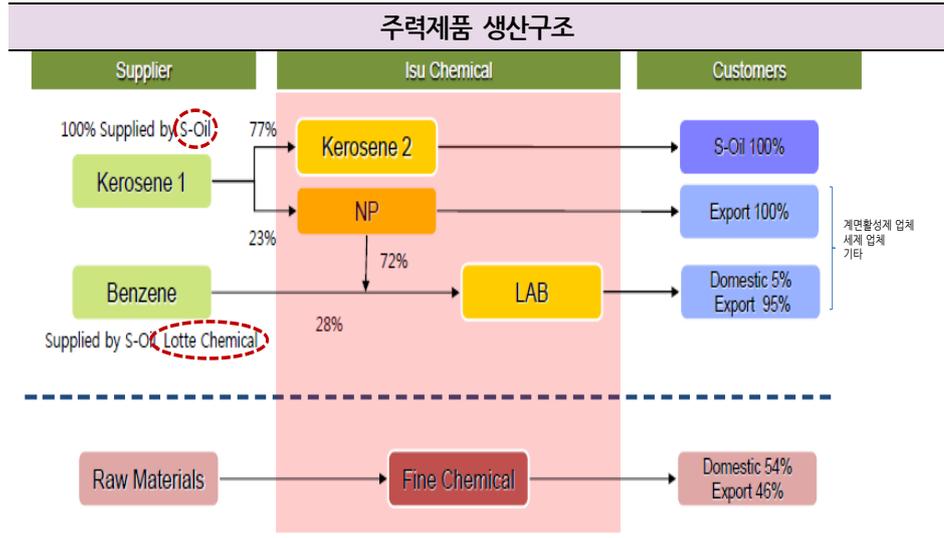
자료: 동사 제시

**일관생산체제 등
기반한 우수한
생산효율성 확보**

동사는 LAB의 주요 원재료인 N-P을 자체 생산하는 설비를 보유하는 등 일괄 생산 체제를 구축함으로써 원재료 조달 및 생산 효율성에서 강점을 보유하고 있다.

생산구조를 살펴보면, 생산시설 인근에 위치한 S-Oil(주)로부터 등유(kerosene)를 매입하여 N-P를 추출하고, 벤젠(benzene)과 N-P를 원료로 LAB를 생산하고 있다. N-P가 추출된 저유황 등유는 S-Oil(주)에 재판매하고 있으며 자가소비 후 잉여 N-P 물량은 중국, 호주 및 대만 등의 LAB 생산업체로 수출하고 있다. 또한 N-P의 추출 과정에서 발생하는 부산물을 활용, 중간원료(TDM 등)를 생산·판매하고 있다.

주요 원재료인 등유 및 벤젠은 S-Oil 및 롯데케미칼 등으로부터 파이프라인을 통해 안정적으로 조달하고 있으며, 이러한 원재료 조달구조는 생산효율성을 제고함은 물론 사업안정성 확보에도 일정 부분 기여하고 있다.



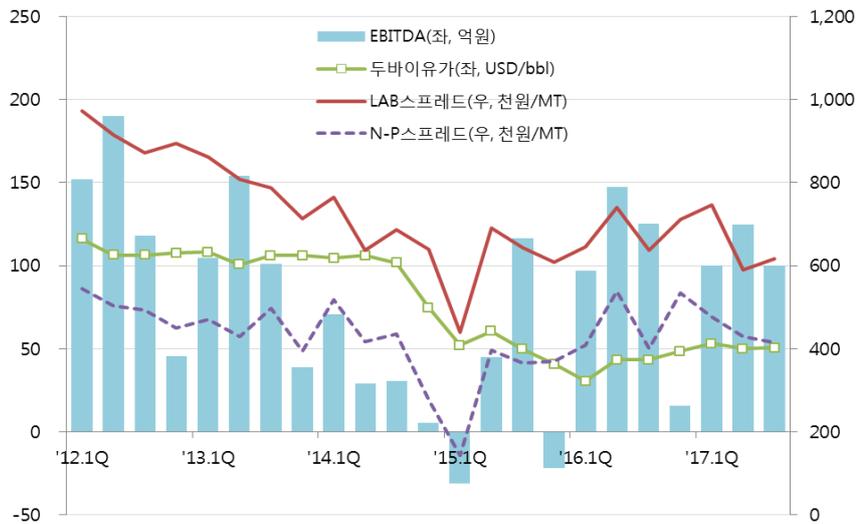
자료: 동사제시

주요제품 수급, 유가 등이 수익성 변동요인

주력 제품인 LAB, N-P의 판매가격은 국제유가 및 원달러환율 변동에 밀접하게 연동된다. 주요 제품 원재료가 등유 및 벤젠으로 구성된 가운데, 원재료 가격 변동분의 판가전이가 비교적 원활하게 이루어지고 있어 유가변동에 판가수준이 민감하게 움직이고 있다. 또한, 등유를 제외한 조정매출액 기준 수출비중이 80%를 상회하는 높은 수준임에 따라, 원달러환율 추이가 판가수준에 영향을 주고 있다.

동사 수익성은 주로 주요제품 수급상황 및 유가 변동성에 의해 결정된다. 주력제품인 LAB, N-P 등은 전방산업의 범위 및 시장규모가 협소함에 따라, 주요업체 증설 또는 대규모 정기보수 여부에 따라 역내 스프레드가 민감하게 변동되는 특성을 보이고 있다. 또한, 주요제품 원재료의 매입시점과 생산 투입시점의 시차가 약 3개월 내외로 유지되고 있어, 유가 급등락 시기에 판가-원가 스프레드의 변동성이 큰 편이다. 반면, 유가 변동성이 낮은 시기에는 원재료 가격의 판가전이를 통해 비교적 스프레드가 안정적으로 유지되어 왔다.

국제유가, 주요제품 스프레드 및 수익성 추이



자료: 동사제시

▶ 사업 전망

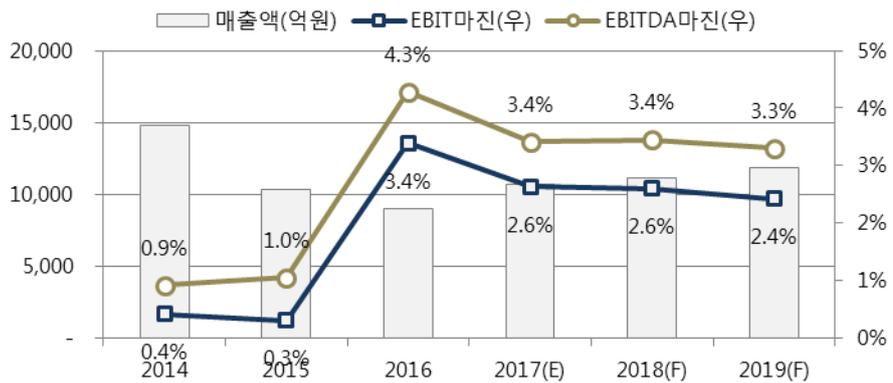
일정 수준의
영업수익성 유지할
전망

세계 상위권의 생산능력 및 우수한 시장지위를 통한 국내외 주요 합성세제 메이커와의 안정적인 거래기반, 중국 및 인도 등 신흥국을 중심으로 한 안정적인 수요성장 및 중기적 수급밸런스 유지 전망 등을 감안하면 전반적인 시황 등락 하에서도 일정수준의 수익기조 유지는 가능할 것으로 전망된다.

공급 측면에서 CAPA 증설 둔화에 기인한 LAB의 견조한 수급기조가 당분간 이어질 전망이다. 2016년 이후 시황호조로 LAB 신증설 움직임이 시작되었으나, 계획부터 준공까지 최소 2~3년의 시차가 존재한다. 현재 글로벌 시장에서 발표된 가장 빠른 설비 준공시점은 2020년 Farabi의 12만톤 증설 계획이다. 따라서 단기적으로 타이트한 수급이 유지될 것으로 전망된다.

수요 측면에서는 아시아 신흥국을 중심으로 한 견조한 수요 성장기조가 이어질 전망이다. 미, EU 등 선진국의 수요정체에도 불구하고 중국 및 인도 등 아시아 신흥공업국가의 경제성장은 소득수준 증가 및 중산계층 확대를 통한 세탁기 보급률 확대로 이어지며 합성세제의 주요 원료인 LAB의 수요를 견인할 것으로 예상된다.

EBITDA 마진 추이 및 전망



자료: 감사보고서, 한국기업평가 추정

<예측정보 관련 유의사항>

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과 치와 차이가 발생할 수 있습니다.

추정 시 가정한 기본 전제 및 방법은 다음과 같습니다.

1. 2018년 이후 유가는 두바이유 기준 53불에서 점진적 상승 가정
2. 2018년 이후 영업이익은 2017년 수준에서 완만하게 증가하는 것으로 가정
3. 대규모 CAPEX 계획 없는 점 반영하여 매년 120억원 수준의 경상적 자본적지출 가정
4. 배당금은 70억원 내외 수준 유지
5. 기타 환율, 이자율 등은 현 수준에서 변동이 없음

재무 분석

- ▶ 유가변동성이 낮아져 수익성 안정화
- ▶ 영업현금창출력 회복으로 전반적인 현금흐름 안정화
- ▶ 계열사 지급보증 제공 등으로 실질적인 재무부담 다소 높은 수준
- ▶ 유동성대응능력 양호한 수준

수익성 분석

수급구조가 개선됨에 따라 수익성 안정화

N-P 생산과정의 부산물인 저유황 등유제품(Kerosene2)이 최초 등유 공급처인 S-Oil 에 마진없이 재판매(전체 매출의 약 50%)되고 있어, 회계상 영업수익성 지표는 실질적인 수익창출력보다 낮게 나타나는 특징을 보이고 있다. 또한, 최근 3 개년간은 국제유가 등락폭이 매우 큰 가운데, 이로 인한 재고평가 효과가 수익성에 미치는 영향이 컸던 것으로 파악된다.

2015년에는 유가 급락에 따른 부정적인 재고효과가 반영된 가운데, 정기보수, 불산 누출사고 및 통상임금 협상 타결 등으로 인한 비경상적 비용 발생으로 수익성이 악화되었다. 2016년에는 주요업체 신증설 제한 및 기존 업체 설비폐쇄 영향으로 수급구조가 개선됨에 따라 주력제품인 LAB 와 N-P 의 제품판가-원재료투입단가 스프레드가 점진적인 개선세를 보였다. 하반기 들어 원달러환율 하락, 정기보수에 따른 고정비 부담 발생으로 EBITDA 마진이 재차 위축되었으나, 연간 수익성은 2011년 수준으로 회복되었다.

2017년에는 중국정부 가격안정화 정책에 따른 역내 판가인하, 주요 원재료인 벤젠의 아시아 지역 내 가격 급등 등의 일시적 악재가 존재하였으나, 전반적으로 전년도와 유사한 수준의 수익창출력을 시험하였다. 핵심은 2015년 이후 타이트한 수급구조가 유지되고 있다는 점이다. 신흥시장을 중심으로 완만한 수요 상승세가 유지되고 있는 점이 동사 수익성이 안정화되는데 주요 요인으로 작용하고 있다. 또한, 연중 국제유가가 점진적으로 상승하고 있어 원가변동분의 원활한 판가전이가 이루어지고 있다.

【수익성 지표 (개별/별도기준)】

(단위: 억원, %, 배)

구분	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
매출액	17,747	14,760	10,301	8,994	8,250
(증가율)	-4.0	-16.8	-30.2	-12.7	18.6
매출원가	17,040	14,317	9,863	8,301	7,739
판매관리비	379	381	407	389	256
EBIT	329	62	31	305	256
Op.EBIT	332	123	104	337	230
EBITDA	399	136	108	385	325
금융비용	169	194	149	102	73
이자비용	169	194	149	102	73
매출채권처분손실					
자본화이자비용					
순금융비용	122	151	112	75	60
세전이익	184	-14	-1	233	173
조정세전이익	184	-14	-1	233	173
당기순이익	120	-9	-132	246	134

매출원가율	96.0	97.0	95.8	92.3	93.8
판매관리비/매출액	2.1	2.6	3.9	4.3	3.1
EBIT/매출액	1.9	0.4	0.3	3.4	3.1
Op.EBIT/매출액	1.9	0.8	1.0	3.7	2.8
EBITDA마진	2.2	0.9	1.0	4.3	3.9
세전이익률	1.0	-0.1	-0.0	2.6	2.1
조정세전이익률	1.0	-0.1	-0.0	2.6	2.1
EBIT/금융비용	1.9	0.3	0.2	3.0	3.5
EBITDA/금융비용	2.4	0.7	0.7	3.8	4.5

자료: 감사보고서

▶ 현금흐름 분석

영업현금창출력 안정화로 전반적인 현금흐름 회복

유가하락 진정에 따른 부정적 재고효과 제거, 수급구조 개선 및 유가변동성 완화에 기인한 스프레드 회복 등으로 2016~2017년 영업현금창출력이 이전 2개년 대비 안정화되었다. 또한, 유가급락을 경험한 2014년 하반기 이후 운전자본 관리강화로 투자부담이 크게 완화됨에 따라, 연평균 400~600억원 내외의 순영업활동현금흐름을 시현하고 있다. 투자측면에서는 2012년 이후 글로벌 공급능력 확대에 의한 수급구조 악화가 우려됨에 따라 본사기준 대규모 투자가 중단되었으며, 이로 인해 연평균 자본적지출액이 150억원 내외로 집행되었다. 투자자산 관련 지출이 잉여현금흐름 내에서 통제됨에 따라 2015년 이후 안정적인 잉여현금 창출기조가 이어지고 있다.

【현금 흐름 (개별/별도기준)】

(단위: 억원, %)

구분	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
OCF	233	44	-38	406	197
EBITDA	399	136	108	385	325
이자/법인세 지급 등	205	156	230	6	119
비현금항목 조정	39	64	85	27	-9
운전자본투자 등	330	373	-642	-40	-81
매출채권 등 증감	-94	80	-344	118	-194
재고자산 증감	180	-191	-314	158	72
매입채무 등 증감	-116	-244	-2	205	6
기타 운전자본	128	240	14	-112	47
NCF	-98	-329	604	446	278
자본적지출	121	103	151	124	98
배당금지급	67	67	15	44	73
FCF	-286	-498	438	279	107
영업자산처분	10	3	85	1	0
투자자산처분(net)	-617	27	31	109	-103
기타(net)	40	64	-66	-6	13
ICF	-853	-404	489	383	17
자본조달(net)			-21	-11	
기타차입외조달(net)	-0	-24	16	-2	5
ACF	-853	-428	484	370	21
(총차입금-현금예금)	2,904	3,329	2,851	2,489	2,474
OCF/매출액	1.3	0.3	-0.4	4.5	2.4

NCF/매출액	-0.6	-2.2	5.9	5.0	3.4
OCF/자본적지출	191.7	43.0	-24.9	329.0	200.9
감가상각비/자본적지출	57.7	71.1	50.8	65.5	70.6
NCF/ICF	11.4	81.3	123.6	116.5	1,672.4

주: '자본조달'은 자사주 포함.
자료: 감사보고서

▣ 재무안정성 분석

계열 지급보증 등으로
실질적인 재무부담
다소 높은 수준

2017년 3분기말 별도기준 순차입금 규모는 2,474 억원으로 전년말 시점과 유사하게 유지되었다. 동사 레버리지는 2013년 이수건설 유상증자 및 2014년 영업현금흐름의 급격한 저하 영향으로 크게 증가한 바 있으나, 2015년 운전자본 부담 완화 및 2016년 수익성 개선 등으로 재차 감소하였다.

별도기준 레버리지 감축에도 불구하고 신인도가 미흡한 이수건설 등 계열사 차입금에 대한 지급보증 규모가 확대되고 있어 조정총차입금 규모는 6,450 억원에 이르고 있다. 계열 내 재무안정성이 비교적 양호한 동사가 계열사의 자금조달에 직간접적인 지원을 지속하고 있어, 여전히 실질적인 재무부담은 다소 높은 수준으로 판단된다.

【차입금 현황 (개별/별도기준)】

(단위: 억원, %, 배)

구분	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
총차입금	4,099	3,705	3,013	2,880	2,946
단기성차입금	2,078	2,021	1,675	2,350	2,560
당좌차월					
기업어음 등					
Usance 등					
유동성장기부채	1,189	1,591	1,093	752	404
매출채권할인					
장기성차입금	2,021	1,684	1,338	530	386
사채	200	146	152	159	
장기차입금	1,821	1,538	1,185	371	386
금융리스부채 등					
현금성자산	1,203	395	179	392	472
(현금예금)	1,194	376	162	391	472
순차입금	2,896	3,310	2,834	2,488	2,474
잠재채무	2,842	2,850	2,790	3,096	3,505
지급보증채무	2,842	2,850	2,790	3,096	3,505
(부외)유동화채무					
상환우선주/ Hybrid					
조정총차입금	6,941	6,555	5,803	5,976	6,451
기타:운용리스미도래액					
부채비율	89.9	72.5	62.0	64.5	64.6
단기차입금의존도	19.2	20.7	18.7	25.0	27.0
차입금의존도	37.9	38.0	33.6	30.6	31.1
단기차입금/총차입금	50.7	54.5	55.6	81.6	86.9
총차입금/EBITDA	10.3	27.3	27.9	7.5	6.8
총차입금/OCF	17.6	83.4	-80.2	7.1	11.2

순차입금/EBITDA	7.3	24.4	26.2	6.5	5.7
순차입금/OCF	12.4	74.5	-75.4	6.1	9.4
조정총차입금/EBITDA	17.4	48.3	53.7	15.5	14.9

자료: 감사보고서 및 회사제시

**유동성대응능력
열위한 수준**

2017년 9월말 별도기준 총차입금은 2,946 억원이며, 이 중 단기성차입금 비중이 86.9%로 만기구조가 매우 단기화되어 있다. 다만, 장·단기차입금과 관련하여 본사사옥, 공장 토지 및 건물 등 장부가액 3,045 억원의 유형자산이 담보로 제공되고 있어 차환부담을 일부 완화하고 있다. 또한, 보유 현금성자산(2017년 9월말 기준 472 억원), 담보제공을 통한 차환여력 및 상장사로서의 금융시장 조달능력 등은 유동성 대응능력 보강요인으로 작용하고 있다.

【차입금 만기구조】

(단위: 억원, %)

구분	17년 9월말 잔액	연도별 상환금액		
		1년	2년	이후
단기차입금	2,156	2,156		
장기차입금	626	240	340	46
회사채	164	164		
총차입금(B/S)	2,946	2,560	340	46
(비중)	100.0	86.9	11.5	1.6

자료: 분기검토보고서

【유동성 관련 주요 지표 (개별/별도기준)】

(단위: %,배)

	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
유동비율	145.0	136.0	112.9	88.1	81.8
부채상환계수	20.7	10.6	5.6	24.0	15.5
단기성차입금/현금성자산	172.7	512.1	933.8	599.7	542.1
단기성차입금/EBITDA(배)	5.2	14.9	15.5	6.1	5.9
단기성차입금/FCF	-726.0	-405.5	382.2	842.0	1,789.3
단기차입금의존도	19.2	20.7	18.7	25.0	27.0

주: 단기성차입금=단기차입금+유동성장기부채

자료: 감사보고서 및 분기검토보고서

▶ Debt Structure

2017년 9월말 별도기준 3,045 억원의 유형자산(토지, 건물, 기계장치등)및 투자자산이 장·단기차입금 관련하여 담보로 제공되어 있다.

【2017년 9월말 기준 담보제공 현황】

(단위: 억원)

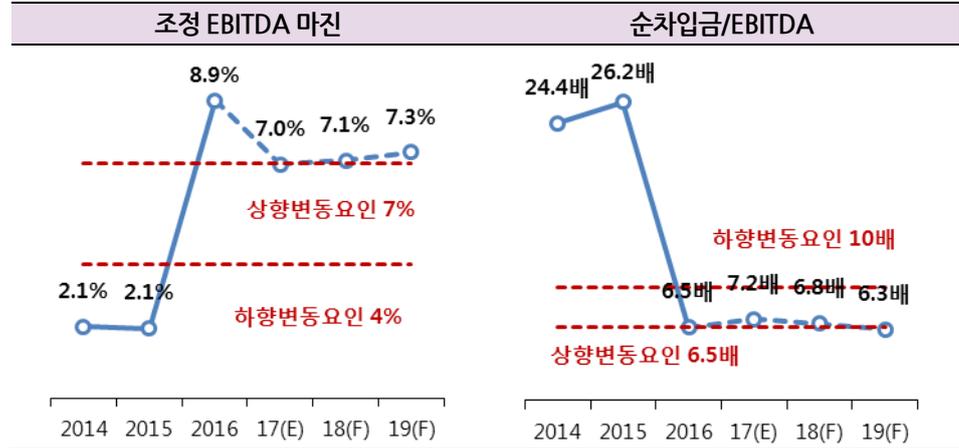
자산총액	담보제공자산	담보제공자산/자산총액	비고
9,480	3,045	32.1%	사옥, 상가, 공장 등

자료: 분기보고서

▶ 현금흐름 및 재무 전망

레버리지의 완만한
축소추세가 이어질
전망

우수한 시장지위 및 견조한 수급구조에 기반한 주력제품 마진의 하방경직성, 일정수준의 영업현금흐름 유지 및 CAPEX 부담 완화 등의 요인을 감안하면 잉여현금의 내부 유보가 이루어질 것으로 보여, 이에 따른 완만한 재무레버리지 축소 및 차입금커버리지 개선이 가능할 것으로 전망된다.



자료: 감사보고서, 한국기업평가 추정

〈예측정보 관련 유의사항〉

본문 내 전망과 관련된 모든 정보는 평가시점에 있어 당사의 합리적인 분석방법과 절차에 의하여 생성된 예측정보이며, 이는 분석대상업체의 핵심지표 관련 당사의 전망에 기초한 영업손익 추정과 분석대상업체가 제시한 사업계획 등을 근거로 하고 있습니다. 향후 핵심지표의 변화 폭이 당초의 예상범위를 크게 이탈하고, 이러한 추세가 구조적인 요인에 기인하는 것으로 판단되는 경우 당사는 이를 반영한 Credit 검토를 토대로 신용등급 또는 등급전망을 변경할 수 있습니다. 예측정보는 수급요인이나 환율, 금리 등과 같은 외생변수를 포함한 대내외적인 환경변화에 따라 실제 결과 치와 차이가 발생할 수 있습니다.

추정 시 가정한 기본 전제 및 방법은 다음과 같습니다.

1. 2018년 이후 유가는 두바이유 기준 53불에서 점진적 상승 가정
2. 2018년 이후 영업이익은 2017년 수준에서 완만하게 증가하는 것으로 가정
3. 대규모 CAPEX 계획 없는 점 반영하여 매년 120억원 수준의 경상적 자본적지출 가정
4. 배당금은 70억원 내외 수준 유지
5. 기타 환율, 이자율 등은 현 수준에서 변동이 없음

별첨자료

1. Peer Group 분석

(단위: 억원, %)

회사명	연도	매출액	EBIT	EBITDA	OCF	자산	부채	차입금	EBIT/ 매출액	EBITDA 마진	순차입금/ EBITDA	부채 비율	차입금 의존도
이수화학(주)	2014	14,760	62	136	44	9,757	4,102	3,705	0.4	0.9	24.4	72.5	38.0
	2015	10,301	31	108	-38	8,979	3,435	3,013	0.3	1.0	26.2	62.0	33.6
	2016	8,994	305	385	406	9,413	3,690	2,880	3.4	4.3	6.5	64.5	30.6
	17.09	8,250	256	325	197	9,480	3,722	2,946	3.1	3.9	5.7	64.6	31.1
국도화학(주)	2014	6,685	186	256	231	5,207	1,719	791	2.8	3.8	0.2	49.3	15.2
	2015	7,059	648	723	729	5,665	1,720	668	9.2	10.2	-0.2	43.6	11.8
	2016	6,281	257	346	181	5,677	1,610	768	4.1	5.5	-0.9	39.6	13.5
	17.09	5,126	314	382	403	6,530	2,280	1,066	6.1	7.5	0.3	53.7	16.3

2. 감사의견 및 회계정책 (개별/별도)

구분	2014(12)	2015(12)	2016(12)
공인회계사 감사의견	적정	적정	적정
회계법인명	선진회계법인	선진회계법인	선진회계법인
적용회계기준	IFRS	IFRS	IFRS

(단위: 억원)

(개별/별도)재무제표	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
매출액	17,747	14,760	10,301	8,994	8,250
EBIT	329	62	31	305	256
Op.EBIT	332	123	104	337	230
EBITDA	399	136	108	385	325
금융비용	169	194	149	102	73
당기순이익	120	-9	-132	246	134
자산총계	10,808	9,757	8,979	9,413	9,480
부채총계	5,116	4,102	3,435	3,690	3,722
자본총계	5,692	5,655	5,544	5,722	5,759
(납입자본금)	764	764	764	764	764
총차입금	4,099	3,705	3,013	2,880	2,946
단기차입금	888	430	583	1,598	2,156
유동성장기부채	1,189	1,591	1,093	752	404
사채	200	146	152	159	
장기차입금 등	1,821	1,538	1,185	371	386
현금성자산	1,203	395	179	392	472
순차입금	2,896	3,310	2,834	2,488	2,474
잠재채무	2,842	2,850	2,790	3,096	3,505
조정총차입금	6,941	6,555	5,803	5,976	6,451
운전자본	2,176	2,329	1,685	1,803	1,685
매출채권	1,380	1,479	1,147	1,313	1,130
재고자산	1,120	930	616	774	845
매입채무	324	80	78	284	290
총영업활동현금흐름(OCF)	233	44	-38	406	197
EBITDA	399	136	108	385	325
이자/법인세 등	205	156	230	6	119
비현금항목 조정	39	64	85	27	-9
운전자본투자	330	373	-642	-40	-81
매출채권 등의 증감	-94	80	-344	118	-194
재고자산의 증감	180	-191	-314	158	72
매입채무 등의 증감	-116	-244	-2	205	6
기타	128	240	14	-112	47
순영업활동현금흐름(NCF)	-98	-329	604	446	278
자본적지출	121	103	151	124	98
배당금지급	67	67	15	44	73
잉여현금흐름(FCF)	-286	-498	438	279	107
영업자산의처분	10	3	85	1	0
투자자산의처분(net)	-617	27	31	109	-103
기타(net)	40	64	-66	-6	13
내부순현금흐름(ICF)	-853	-404	489	383	17
자본조달(자사주 포함,net)			-21	-11	
기타 차입외조달(net)	-0	-24	16	-2	5
재무적가용현금흐름(ACF)	-853	-428	484	370	21
(개별/별도)재무비율	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
EBIT/매출액	1.9%	0.4%	0.3%	3.4%	3.1%
Op.EBIT/매출액	1.9%	0.8%	1.0%	3.7%	2.8%
EBITDA Margin	2.2%	0.9%	1.0%	4.3%	3.9%
세전계속사업이익률	1.0%	-0.1%	-0.0%	2.6%	2.1%
EBIT/금융비용	1.9배	0.3배	0.2배	3.0배	3.5배
EBITDA/금융비용	2.4배	0.7배	0.7배	3.8배	4.5배
부채비율	89.9%	72.5%	62.0%	64.5%	64.6%
단기차입금의존도	19.2%	20.7%	18.7%	25.0%	27.0%
차입금의존도	37.9%	38.0%	33.6%	30.6%	31.1%
OCF/매출액	1.3%	0.3%	-0.4%	4.5%	2.4%
총차입금/OCF	17.6배	83.4배	-80.2배	7.1배	11.2배
순차입금/OCF	12.4배	74.5배	-75.4배	6.1배	9.4배
총차입금/EBITDA	10.3배	27.3배	27.9배	7.5배	6.8배
순차입금/EBITDA	7.3배	24.4배	26.2배	6.5배	5.7배
조정총차입금/EBITDA	17.4배	48.3배	53.7배	15.5배	14.9배
회계기준	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS

주요 재무지표의 정의

EBIT	매출액-매출원가-판관비
Op.EBIT	EBIT+외환관련손익+파생상품관련손익+기타비금융손익
EBITDA	EBIT+감가상각비+무형자산상각비
금융비용	이자비용+매출채권처분손실+자본화된이자비용
순금융비용	이자비용+매출채권처분손실+자본화된이자비용-이자수익-매출채권처분이익
총자산	GAAP 기반 총자산 + 매출채권할인잔액
현금성자산	현금및현금등가물+단기금융상품 등
단기차입금	단기사채+단기차입금+매출채권할인잔액 등
유동성장기부채	유동성사채+유동성장기차입금+유동성금융리스미지급금+단기유동화채무 등
장기차입금 등	장기차입금+금융리스부채+장기유동화채무 등
잠재채무	지급보증채무+(부외)유동화채무+상환우선주
조정총차입금	총차입금+잠재채무
순차입금	총차입금-현금성자산
이자/법인세 등	(IFRS에 한해) 이자 순지급액+법인세 순지급액-배당금 총수취액
총영업활동현금흐름(OCF)	EBITDA-이자/법인세 등+비현금항목조정
운전자본투자	매출채권 등의 증감+재고자산의 증감-매입채무 등의 증감+기타
순영업활동현금흐름(NCF)	OCF-운전자본투자
잉여현금흐름(FCF)	NCF-자본적지출-배당금지급
자본적지출	유형자산증가+무형자산증가+생물자산증가
내부순현금흐름(ICF)	FCF+영업자산의 처분+투자자산의 처분(net)+기타(net)
영업자산의 처분	유형자산처분+무형자산처분+생물자산처분
재무적가용현금흐름(ACF)	ICF+자본조달(net)+기타 차입외조달(net)
EBIT/매출액	(EBIT/매출액)*100
Op.EBIT/매출액	(Op.EBIT/매출액)*100
EBITDA MARGIN	(EBITDA/매출액)*100
세전계속사업이익률	(세전계속사업이익/매출액)*100
EBIT/금융비용(배)	EBIT/금융비용
EBITDA/금융비용(배)	EBITDA/금융비용
부채비율	(부채총계/자본총계)*100
단기차입금의존도	(단기성차입금/자산총계)*100
차입금의존도	(차입금/자산총계)*100
OCF/매출액	(OCF/매출액)*100
총차입금/OCF(배)	총차입금/OCF
순차입금/OCF(배)	순차입금/OCF
총차입금/EBITDA(배)	총차입금/EBITDA
순차입금/EBITDA(배)	총차입금/EBITDA
조정총차입금/EBITDA(배)	조정총차입금/EBITDA

(단위: 억원)

(개별/별도)재무상태표	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
유동자산	3,979	2,975	2,093	2,580	2,541
현금성자산	1,203	395	179	392	472
단기대여금	107	50	48	40	40
기타유동금융자산	21	11	18	12	13
매출채권	1,380	1,479	1,147	1,313	1,130
재고자산	1,120	930	616	774	845
기타유동자산	148	111	85	49	40
비유동자산	6,828	6,782	6,886	6,832	6,940
중속/관계기업투자	4,052	4,057	4,112	4,112	4,211
비유동금융자산	76	71	245	267	155
장기금융상품 등	72	69	173	181	152
기타	4	2	73	85	3
유형자산	1,814	1,849	1,835	1,885	1,945
토지	1,012	1,011	918	918	918
건물/구축물	321	307	292	288	293
기계/시설장치	414	491	476	509	594
기타	67	40	149	170	140
영업권및무형자산	67	69	67	66	65
기타비유동자산	819	736	627	503	564
자산총계	10,808	9,757	8,979	9,413	9,480
유동부채	2,744	2,187	1,854	2,929	3,107
매입채무	324	80	78	284	290
선수금	1	0	7	7	
단기차입금	888	430	583	1,598	2,156
유동성장기부채	1,189	1,591	1,093	752	404
기타	342	86	94	289	258
비유동부채	2,372	1,914	1,581	761	614
회사채	200	146	152	159	
장기차입금 등	1,821	1,538	1,185	371	386
총당부채	40			8	20
기타	311	230	243	222	208
부채총계	5,116	4,102	3,435	3,690	3,722
자본금	764	764	764	764	764
자본잉여금	1,301	1,301	1,301	1,301	1,301
기타자본	-99	-99	-120	-131	-131
기타포괄손익누계액	9	7	77	78	53
이익잉여금	3,717	3,683	3,522	3,710	3,771
자본총계	5,692	5,655	5,544	5,722	5,759
부채와자본총계	10,808	9,757	8,979	9,413	9,480
총차입금	4,099	3,705	3,013	2,880	2,946
순차입금	2,896	3,310	2,834	2,488	2,474
조정총차입금	6,941	6,555	5,803	5,976	6,451

현금성자산

매출채권

선수금

단기차입금

유동성장기부채

장기차입금 등

순차입금

조정총차입금

현금및현금성자산+단기금융상품 등

매출채권(매출채권할인 포함)+공사미수금+분양미수금+미청구공사

선수금+공사선수금+분양선수금+초과청구공사

단기사채+단기차입금+매출채권할인잔액 등

유동성사채+유동성장기차입금+유동성금융리스미지급금+단기유동화채무 등

장기차입금+금융리스부채+장기유동화채무 등

총차입금-현금성자산

총차입금+잠재채무(지급보증채무+(부외)유동화채무+상환우선주)

(단위: 억원)

(개별/별도)현금흐름표	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
총영업활동현금흐름(OCF)	233	44	-38	406	197
EBITDA	399	136	108	385	325
감가상각비	70	73	77	81	69
이자/법인세 지급 등	205	156	230	6	119
비현금유출비용	460	370	466	317	256
비현금유입수익	143	161	141	150	74
운전자본투자 등	330	373	-642	-40	-81
매출채권 등 증감	-94	80	-344	118	-194
재고자산 증감	180	-191	-314	158	72
매입채무 등 증감	-116	-244	-2	205	6
기타 운전자본	128	240	14	-112	47
순영업활동현금흐름(NCF)	-98	-329	604	446	278
자본적지출	121	103	151	124	98
배당금지급	67	67	15	44	73
잉여현금흐름(FCF)	-286	-498	438	279	107
영업자산처분	10	3	85	1	0
투자자산처분(net)	-617	27	31	109	-103
기타(net)	40	64	-66	-6	13
자금조달전현금흐름(ICF)	-853	-404	489	383	17
자본조달(net)			-21	-11	
기타차입외조달(net)	-0	-24	16	-2	5
자금조달후현금흐름(ACF)	-853	-428	484	370	21
차입금의 조달(net)	994	-390	-698	-141	60
기초현금 및 현금등가물	1,054	1,194	376	162	391
현금 및 현금등가물 증감	141	-818	-214	229	81
기말현금 및 현금등가물	1,194	376	162	391	472

이자/법인세 등	(IFRS에 한해) 이자 순지급액+법인세 순지급액-배당금 총수취액
총영업활동현금흐름(OCF)	EBITDA-이자/법인세 등+비현금항목조정
운전자본투자	매출채권 등의 증감+재고자산의 증감-매입채무 등의 증감+기타
매출채권 등 증감	매출채권등 증감+ 매출채권할인잔액 증감
순영업활동현금흐름(NCF)	OCF-운전자본투자
잉여현금흐름(FCF)	NCF-자본적지출-배당금지급
자본적지출	유형자산증가+무형자산증가+생물자산증가+리스자산증가
영업자산처분	유형자산처분+무형자산처분+생물자산처분
투자자산처분	금융자산처분(net)+관계기업투자자산처분(net)+투자부동산처분(net)
기타	기타채권/자산 증감(net)+기타투자활동현금유입등(net)
내부순현금흐름(ICF)	FCF+영업자산의 처분+투자자산의 처분(net)+기타(net)
기타차입외조달	기타부채의 증가(net)+기타재무활동현금유입 등(net)
재무적가용현금흐름(ACF)	ICF+자본조달(net)+기타 차입외조달(net)
차입금의 조달	차입금의 조달(net)+매출채권할인잔액 증감

(개별/별도)주요 재무비율	2013(12)	2014(12)	2015(12)	2016(12)	2017(09)
성장성/수익성					
총자산증가율	8.3%	-9.7%	-8.0%	4.8%	6.0%
매출액증가율	-4.0%	-16.8%	-30.2%	-12.7%	18.6%
EBIT/매출액	1.9%	0.4%	0.3%	3.4%	3.1%
Op.EBIT/매출액	1.9%	0.8%	1.0%	3.7%	2.8%
EBITDA MARGIN	2.2%	0.9%	1.0%	4.3%	3.9%
세전계속사업이익률	1.0%	-0.1%	-0.0%	2.6%	2.1%
총자산순이익률(ROA)	1.2%	-0.1%	-1.4%	2.7%	1.9%
자기자본순이익률(ROE)	2.1%	-0.2%	-2.4%	4.4%	3.1%
금융비용부담률					
EBIT/총금융비용(배)	1.9배	0.3배	0.2배	3.0배	3.5배
EBITDA/총금융비용(배)	2.4배	0.7배	0.7배	3.8배	4.5배
이자보상비율(%)	209.0%	93.0%	99.1%	328.8%	338.0%
현금흐름					
OCF/매출액	1.3%	0.3%	-0.4%	4.5%	2.4%
총차입금/OCF	17.6배	83.4배	-80.2배	7.1배	11.2배
총차입금/NCF	-42.0배	-11.3배	5.0배	6.5배	7.9배
총차입금/FCF	-14.3배	-7.4배	6.9배	10.3배	20.6배
부채상환계수	20.7%	10.6%	5.6%	24.0%	15.5%
재무구조					
유동비율	145.0%	136.0%	112.9%	88.1%	81.8%
부채비율	89.9%	72.5%	62.0%	64.5%	64.6%
단기차입금의존도	19.2%	20.7%	18.7%	25.0%	27.0%
차입금의존도	37.9%	38.0%	33.6%	30.6%	31.1%
운전자본					
매출채권회전기간(일)	28.8일	35.4일	46.5일	49.9일	37.6일
재고자산회전기간(일)	21.2일	25.3일	27.4일	28.2일	25.6일
매입채무회전기간(일)	7.1일	5.0일	2.8일	7.3일	8.1일
1회전기간(일)	42.9일	55.7일	71.1일	70.8일	55.1일

주요 재무비율 계산식

총자산증가율	(당기자산총계/전기자산총계-1)*100
매출액증가율	(당기매출액/전기매출액-1)*100
EBIT/매출액	(EBIT/매출액)*100
Op.EBIT/매출액	(Op.EBIT/매출액)*100
EBITDA MARGIN	(EBITDA/매출액)*100
세전계속사업이익률	(세전계속사업이익/매출액)*100
총자산순이익률(ROA)	[당기순이익/((전기자산총계+당기자산총계)/2)]*100
자기자본순이익률(ROE)	[당기순이익/((전기자본총계+당기자본총계)/2)]*100
EBIT/총금융비용(배)	EBIT/금융비용
EBITDA/총금융비용(배)	EBITDA/금융비용
이자보상비율(%)	[(총금융비용+세전순이익)/총금융비용]*100
OCF/매출액	OCF/매출액
총차입금/OCF(배)	총차입금/OCF
총차입금/NCF(배)	총차입금/NCF
총차입금/FCF(배)	총차입금/FCF
부채상환계수	[(OCF+총금융비용)/{(전기·당기 단기차입금+유동성장기부채)/2+총금융비용}]*100
유동비율	(유동자산/유동부채)*100
부채비율	(부채총계/자본총계)*100
단기차입금의존도	(단기차입금/자산총계)*100
차입금의존도	(차입금/자산총계)*100
매출채권회전기간(일)	[(전기매출채권+당기매출채권)/2]/매출액*365
재고자산회전기간(일)	[(전기재고자산+당기재고자산)/2]/매출액*365
매입채무회전기간(일)	[(전기매입채무+당기매입채무)/2]/매출액*365
1회전기간(일)	매출채권회전기간+재고자산회전기간-매입채무회전기간