

# 휴켄스(A069260)

2010년 08월 19일

## 증설 오딧세이

Analyst 이동욱  
treestump@hanmag.com  
(02)2185-0259

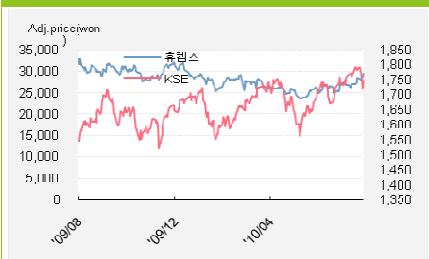
**투자의견 BUY**  
**6개월 목표주가 38,000원**

코스피 (08/18)	1,761.99PT
시가총액	7,920억원
발행주식수	25,549천주
액면가	1,000원
주가	31,000원
52주 최고가/최저가	31,500원/23,600원
90일 일평균거래대금	144.7억원
외국인 지분율	4.9%

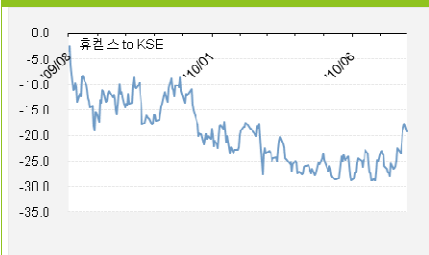
주주구성	
박연차	16.5%
태광산업	9.3%

상대수익률	1개월 14.8%
	6개월 7.3%
	12개월 -14.1%

### Stock Price



### Relative Performance



휴켄스의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 질산 및 질산 유도제품 증설을 통한 질산시장 지배력 강화, 2) 2013년 CDM 카본사의 수익배분 취득으로 현금흐름 확대, 3) 사업구조의 안정성을 바탕으로 경기하락 시 방어주의 성격 보유, 4) 2009년 기준으로 동사의 ROE와 영업이익률은 27.8%, 18.3%로 화학업종 중 이익창출 능력이 차별화되어 있다는 점이다.

### 휴켄스 주요 제품 신증설 여정

구분	규모	비고
2003	희질산 40 만톤	증설
2009	MNB 15 만톤	신설
2010	초안 2 만톤	증설
2011	DNT 6 만톤	증설
2012	희질산 40 만톤	증설
2012	MNB 15 만톤	증설

자료 : 한맥투자증권 리서치센터

동사의 최근 공격적 투자 발표는 전략이 사업 안정성 추구에서 성장성을 추가하는 것으로 전환된 것으로 풀이된다. 최근 유상증자 발표 후 하락하였던 주가도 동사의 성장성 제시에 화답하며 상승하고 있다. 동사에 대한 긍정적인 시각 유지한다.

### 휴켄스의 주요 재무지표

(십억원)	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	452.2	525.9	568.9	625.5
영업이익	82.8	85.4	101.5	109.0
세전계속사업이익	86.5	90.6	105.6	112.8
순이익	66.5	69.9	82.4	87.9
EPS	3,003	2,207	2,015	2,151
PER (배)	9.8	13.1	14.3	13.4
PBR (배)	2.4	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA (배)	5.4	5.4	4.3	3.3
영업이익률 (%)	18.3	16.2	17.8	17.4
순이익률 (%)	14.7	13.3	14.5	14.1
ROE (%)	27.8	20.7	18.7	16.7
부채비율 (%)	28.8	24.2	21.2	18.2

자료 : 휴켄스, 한맥투자증권 리서치센터

## 증설로 질산시장 지배력 강화

### 질산 및 MNB 신규 증설

휴켄스는 8/17일 희질산 40만톤(1,500억원 투자)과 MNB 15만톤(300억원 투자)의 증설을 발표하였다. 2012년 3분기 상업생산을 할 계획이다. 이로써 희질산과 MNB 생산능력은 각각 104만톤, 33만톤이 되어 국내 질산 및 질산 유도제품의 지배력을 더욱 강화하게 될 것으로 전망된다.

이번 증설 투자는 공장 유휴 부지를 활용하여 상대적으로 경제성이 뛰어난 것으로 판단된다. 질산 5공장의 경우 기존 4공장 건설(730억원 투자)과 10년의 차이가 있어 단순 비교가 어렵지만, 질산의 경우 40만톤 이상 공장건설 시 투자효과가 발생하고, MNB는 기존 공장보다 이번 증설의 톤당 투자비(23만원)가 3배 이상 낮은 것으로 추정된다.

하지만 관건은 증설분의 판매연동 가능여부와 전방산업의 호조세 지속이다.

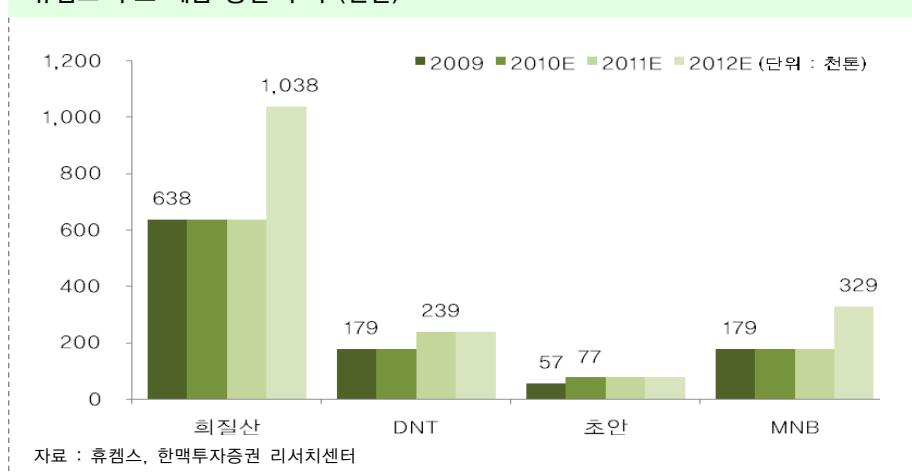
### 확대된 생산능력 감당 가능

우선 이번 질산증설의 경우 유도제품(MNB, DNT, 초안)의 증설분 반영과 산세용을 제외한 질산 외부판매(한국바스프, 로디아폴리아마이드, 수출) 호조세 지속 가정 시 총 생산능력의 90%이상 감당 가능한 것으로 추정된다. MNB는 기존의 증설과 다르게 수요사와 선공급계약을 체결하지 않고 증설을 추진하였는데, 수요사의 증설이 없더라도 수소와 MNB를 반응한 아닐린 형태로 생산 시 국내 수입분 대체와 수출도 가능할 것으로 예상된다.

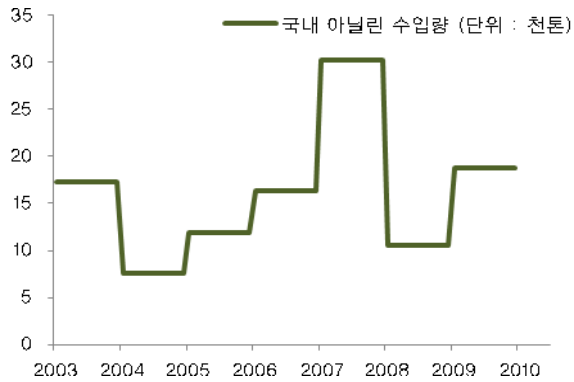
### 국제 TDI 증설 더딘 상황

또한 동사는 수출비중(5~6%)이 작고, 국내 대량 수요처에 매출의존도가 커서 TDI, MDI 등 전방산업 악화 시 실적 악화 가능성이 있다. 현재 우려가 되는 TDI 증설계획은 Bayer(중국) 30만톤과 Borsodchem(헝가리) 17만톤이다. 하지만 Bayer 중국 프로젝트는 투자가 지연되어 현재 토목작업이 진행 중에 있으며, Borsodchem은 중국 Wanhua가 인수한 후 투자를 보류 중에 있다. 또한 중국의 TDI 생산량이 증가하더라도 국내 TDI업체의 수출다변화 추진으로 중국 수출비중은 2004년 53%에서 2010년 상반기 13%까지 낮아진 상황이다. 따라서 이런 요인에 아시아지역의 폴리우레탄 수요 증가를 고려하면 2012년초까지 그 영향은 제한적일 것으로 보인다.

휴켄스 주요 제품 증설 추이 (연별)

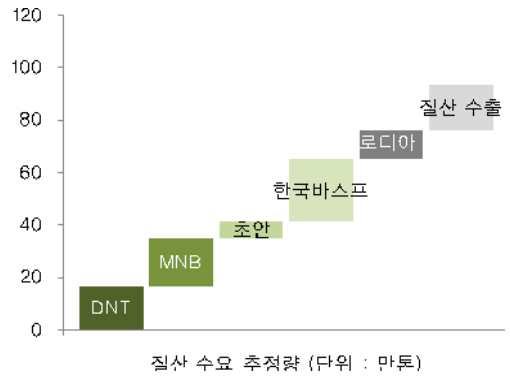


국내 아닐린 수입량 추이 (연별)



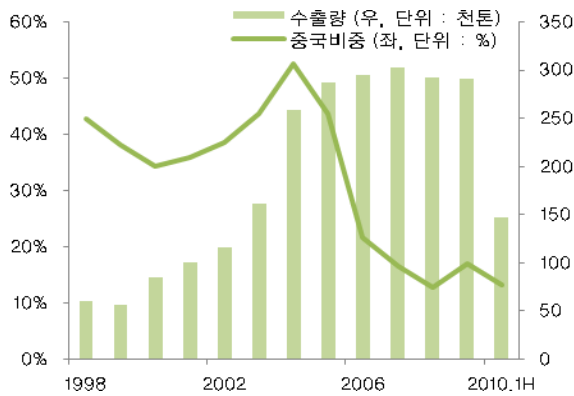
자료 : KITA, 한맥투자증권 리서치센터

휴켄스 질산 사용량 추정 (2012년 기준)



자료 : 한맥투자증권 리서치센터

국내 TDI 수출량과 중국 수출 비중 (연별)



자료 : KITA, 한맥투자증권 리서치센터

주요 TDI업체 신증설 현황

(단위 : 천톤)

구분	연도	생산규모	비고
Dow	미국	2010	-165 폐쇄
Bayer	중국	2011	300 최근 토목작업
Borsodchem	헝가리	2011	170 Wanhua 인수
YantaiJuli	중국	2011	45
GNFC	인도	2011	50
Jinhua	중국	2012	50
Wanhua	중국	2013	300
Bayer	독일	2014	300 플랜트 대체

자료 : ICIS, Chemweek, 한맥투자증권 리서치센터

### CDM 지속적 현금흐름 창출

#### CDM 연장 시 2027년까지 사업 가능

동사는 3기의 희질산 공장에서 연간 150만톤 이상의 온실가스를 감축하고 있다. CDM 수익변동에 여러 요인이 있지만, 가격 측면에선 최근 변동성이 줄어들어, 물량측면(질산 생산량)과 환율 요인이 CDM수익을 좌우하는 것으로 판단된다. 동사는 현재 연간 CDM 사업에서 50~60억원(22.15% 배분)의 수익을 창출하고 있다. 동사는 10년의 단발성 프로젝트가 아닌 7년씩 2번을 연장하는 쪽으로 CDM사업을 추진하여 2027년까지 CDM사업을 영위할 수 있으며, 2013년 이후부터는 수익이 100% 동사에 귀속되게 된다.

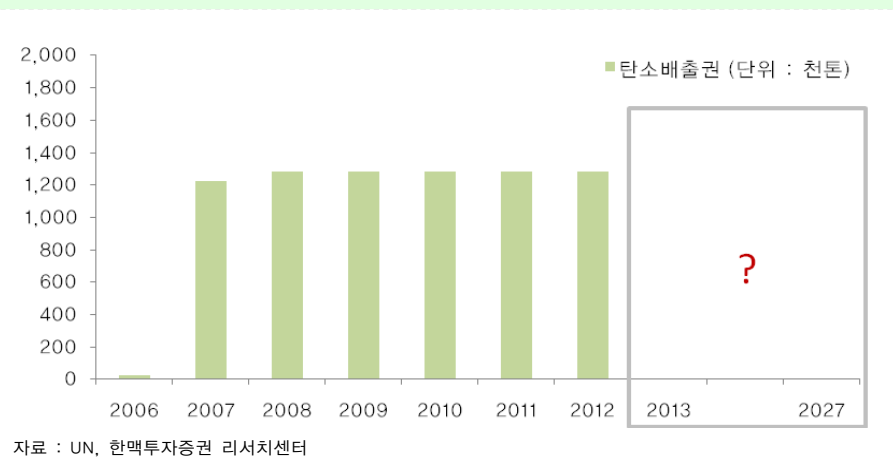
#### 2013년 이후 CDM 수익 규모 상승

그렇다면 2013년도부터 CDM에서 현금흐름은 어떤 형태를 보일 것인가? 1) 2차 프로젝트의 계약 여부(카본과 연장 또는 단독)를 예측하기 어려우나, 단독으로 CDM 사업을 할 경우 판매/관리 비용 증가, 2) 카본사가 부담하는 운전비 연간 10억원 부담(현재 원가율 0.5~1%), 3) 2013년 이후 기업별 탄소배출권 할당 지정 가능성으로 탄소배출권 판매물량 감소 등 수익 감소 요인도 있다. 하지만 2013년 이후는 정책 및 환경의 변화 요인이 있지만, 현재의 연간 50~60억 수준보다는 수익폭이 3~4배 정도 커지는 등 CDM사업을 통한 현금흐름 창출은 지속될 것으로 보인다.

#### CDM사업 수익 변동 요인



#### 휴켄스 탄소배출권 추이 (연별, Design Capacity)



## 독과점 시장지위로 경기 방어주 성격

독과점 성격으로  
안정적 수익성

동사의 주가는 사업구조의 안정성을 바탕으로 비교적 변동성이 작고, 경기하락 시 경기 방어주의 성격을 보유하고 있다. 주력제품의 독과점적 시장지위로 인한 안정적인 수익 성에서 비롯된 것으로 판단된다. 또한 동사의 ROE 및 영업이익률은 2009년 기준으로 각각 27.8%, 18.3%으로 화학업종 중에서 차별화된 이익창출 능력을 보이고 있다.

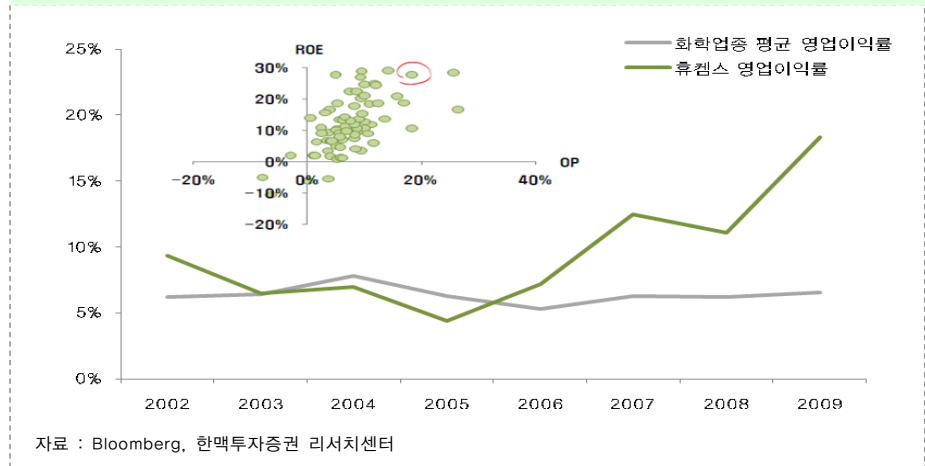
질산 아시아 No.1

비록 시총에서는 8/18일 기준 7,920억원으로 1조원에는 미달하나, 동사는 현재도 희질 산 생산능력은 64만톤으로 국내 뿐만 아니라 아시아에서 가장 큰 규모를 보유하고 있으며, DNT/MNB/초안은 국내 시장을 독점하고 있는 등 질산시장에서는 중소형 회사가 아니다. 그리고 이번 추가 증설로 글로벌 비료회사의 질산(질산암모늄 제조) 생산능력을 제외한 공업용 질산부문의 생산능력에선 세계적 규모로 판단된다. 또한 국내 경쟁사와는 질산 생산능력이 10배 이상 벌어지게 되고, 유도제품 진출 가능성 등의 의미가 부여 된다.

휴켄스 시가총액 추이 (일별)



휴켄스와 화학업종 평균 영업이익률 추이 (연별)



## 휴켄스 질산 및 질산 유도제품 생산능력 현황

(단위 : 천톤)					
구분	공장수	최대생산능력	2009년 생산실적	비고	
질산	희질산	3	638	581	아시아 최대
	농질산	2	130	128	
초안	2	57	50	국내 독점	
DNT	2	179	175	국내 독점	
MNB	1	179	109	국내 독점	
계	10	1,183	1,043		

자료 : 휴켄스, 한맥투자증권 리서치센터

## 실적 및 투자의견

투자의견 BUY, 목표주가  
38,000원

휴켄스의 2010년 2분기 실적은 매출액 1,253억원(YoY+25.0%, QoQ-10.4%), 영업이익 174억원(YoY+1.8%, QoQ-28.5%), 순이익 124억원(YoY-6.7%, QoQ-43.1%)를 기록하였다.

매출액의 경우, 공장 정기보수에도 불구하고 MNB공장의 본격 가동, 아시아 초안 수요 증가 및 아디픽산용 질산의 견조세로 전년대비 25.0% 증가한 1,253억원을 기록하였다. 하지만 역내 TDI/MDI 수요 감소에 따른 수요사 정기 보수로 인하여 주력 제품인 DNT/MNB의 매출액은 소폭 감소하여 전기대비는 10.4% 감소하였다.

영업이익은 전년대비 증가하였지만 전기대비 감소하였는데, 그 주된 이유는 CDM사업 이익이 1분기는 반영되었으나 2분기 인식분은 이월되었기 때문으로 판단된다. 참고로 CDM 수익인식은 국내 CDM 영위 타회사도 불규칙한 패턴을 보인다.

하지만 3분기부터 이익성이 좋은 초안 설비 확장, CDM 수익 이월분 적용, TDI/MDI 등 전방산업 재조정 완료 및 MNB 풀가동 적용 효과 등으로 2010년 실적은 매출액 5,259억원(YoY+16.3%), 영업이익 854억원(YoY+3.2%), 순이익 699억원으로 추정된다.

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 38,000원(무상증자전 기준, 무상증자후 목표주가 : 24,000원)으로 8.6% 상향 조정한다. 목표주가는 8/18일 종가 31,000원 대비 22.6%의 상승여력을 갖고 있다. 목표주가의 상향근거는 1) 이번 질산/MNB 증설로 인한 규모 증가로 중소형주를 고려하여 산정한 Multiple 할인율을 제거했으며, 2) 하반기 DNT/MNB의 호조세 전환 및 초안 증설을 통하여 초안 수출분 증가를 반영하였기 때문이다.

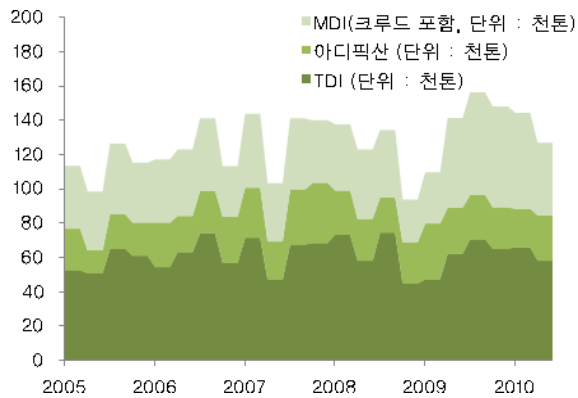
휴켄스 2010년 2분기 실적

(단위 : 억원, %)

구분	2Q10	2Q09	YoY	1Q10	QoQ	Consensus	(%)
매출액	1,253	1,002	25.0%	1,398	-10.4%	1,264	-0.9%
영업이익	174	171	1.8%	244	-28.5%	195	-10.6%
순이익	124	133	-6.7%	218	-43.1%	155	-20.0%
이익률							
영업이익	13.9%	17.1%		17.4%		15.4%	
순이익	9.9%	13.3%		15.6%		12.3%	

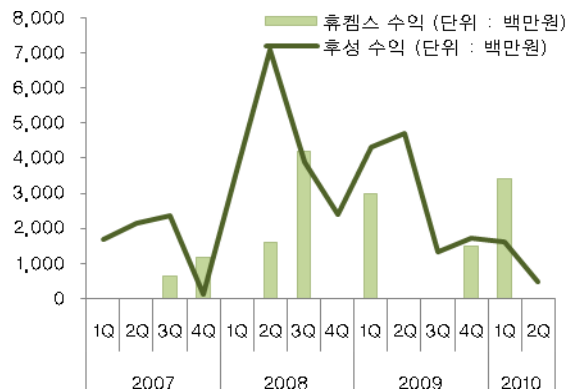
자료 : 휴켄스, 한맥투자증권 리서치센터

국내 질산 다운스트림 수출 추이 (분기별)



자료 : KITA, 한맥투자증권 리서치센터

국내 주요 CDM 업체 수익 추이 (분기별)



자료 : 각사, 한맥투자증권 리서치센터

## 손익계산서

(십억원)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
매출액	415.7	452.2	525.9	568.9	625.5
매출원가	346.3	340.4	407.0	430.8	476.3
매출총이익	69.4	111.8	118.9	138.1	149.2
판매비 및 일반관리비	23.2	29.0	33.5	36.6	40.2
노동관계비용	5.1	6.1	8.5	7.6	8.4
감가상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
판매비 및 마케팅비	13.5	15.6	17.6	19.7	21.6
일반관리비 기타	4.3	7.0	6.9	8.8	9.6
영업이익	46.1	82.8	85.4	101.5	109.0
영업외수익	24.2	12.7	16.9	15.5	15.7
이자수익	5.1	5.3	6.2	5.2	5.2
외환차익	3.1	0.5	0.8	1.1	0.5
외화환산이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가이익	0.3	1.2	2.0	2.1	2.2
기타영업외수익	15.7	5.6	7.9	7.0	7.7
영업외비용	11.4	9.0	11.8	11.4	11.9
이자비용	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3
외환차손	2.0	0.6	0.5	0.6	0.2
외화환산손실	5.4	0.0	0.0	0.1	0.0
지분법평가손실	0.0	0.0	1.0	1.1	1.2
기타영업외비용	2.4	6.7	7.9	8.4	9.2
세전계속사업이익	59.0	86.5	90.6	105.6	112.8
법인세비용	18.8	20.1	20.6	23.2	24.8
당기순이익	40.2	66.5	69.9	82.4	87.9

## 재무상태표

(십억원)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
유동자산	187.0	270.4	329.9	351.3	463.6
현금 및 현금등가물	31.1	0.1	46.8	63.3	167.2
단기금융상품	75.5	165.4	135.8	135.8	135.8
시장성유가증권	0.6	22.3	47.7	47.7	47.7
매출채권	44.7	61.4	71.0	75.2	81.6
재고자산	21.9	14.4	17.9	18.6	20.5
기타유동자산	13.3	6.8	10.7	10.7	10.7
비유동자산	124.5	142.6	185.7	248.3	228.1
투자자산	21.2	39.6	41.7	42.7	43.8
유형자산	103.3	103.0	144.0	205.6	184.4
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	311.6	413.0	515.6	599.6	691.7
유동부채	103.6	137.8	113.3	114.9	119.1
매입채무	30.4	32.8	40.7	42.4	46.6
단기차입금	45.4	73.3	50.0	50.0	50.0
유동성장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	27.9	31.7	22.5	22.5	22.5
비유동부채	4.3	0.4	1.9	1.9	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
기타유동성부채	4.3	0.4	1.2	1.2	1.2
부채총계	107.9	138.2	115.2	116.8	121.0
자본총계	203.6	274.8	400.4	482.8	570.7
자본금	21.3	21.3	40.9	40.9	40.9
자본잉여금	108.3	113.9	181.9	181.9	181.9
이익잉여금	93.6	139.6	177.6	260.0	347.9
자본조정	-19.5	0.0	0.0	0.0	0.0

변경일	종목명	투자의견	6 개월 목표주가
2010.07.27	휴켄스 (A069260)	BUY	35,000 원
2010.08.19	휴켄스 (A069260)	BUY	38,000 원

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동욱)

#### 1. 종목추천 투자기간 및 투자등급

한맥투자증권은 종목추천에 대한 투자기간을 6 개월, 절대 수익률 기준의 투자등급 3 단계로 구분함.

Buy: 추천일 증가대비 +15% 이상

Hold: 추천일 증가대비 +15% 미만, -15% 미만

Sell: 추천일 증가대비 -15% 이상

#### 2. 산업추천 투자기간 및 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

Overweight: 비중 확대, Neutral: 중립, Underweight: 비중 축소

한맥투자증권에서 발간하는 모든 리서치 자료는 홈페이지인 [www.hanmag.com](http://www.hanmag.com)의 [리서치] 메뉴를 통해서 조회하실 수 있습니다.

본 자료는 참고용 자료일 뿐이고 특정주식에 대한 투자 권유의 목적으로 작성된 것이 아닙니다. 본 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료나 정보에 근거하여 작성되었지만 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 고객 자신의 판단과 책임 아래 이루어져야 하고, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 아울러 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로서 당사의 허락 없이 무단 복제 / 전송 / 인용 / 배포할 수 없습니다.