Maintain | Company Analysis

휴켐스(A069260)

2007년 10월 22일

실적 상승추세가 본격화 되는 시기

Analyst : 이 재원
TEL:3770-0453
jwlee0622@yahoo.co.kr

Sector
화학

투자의견: Buy
Target Price: 26,000원

Price Performance

	1M	3M	12M
절대수익률(%)	-3.52	-3.95	200.00
상대수익률(%)	-7.07	-5.61	154.50

Company Data

KOSPI지수		1,970.10
KOSDAQ지수		786.93
기준일 주가(원)		21,900
액면가(원)		1000
발행주식수(보통주,백만주)		21.29
자본금(보통주,억원)		212.91
시가총액(억원)		4,662.71
외국인지분율		0.95
52주	최고(원)	25,300
	최저(원)	7,270
52주 베타		1.27
60일평균거래량㈜		296,877
과거2년평균 배당성향(%)		20.00
향후3년 EPS성장률(%)		38.26

Investment points

추정이익을 상회하는 실적상승은 성장세를 반증함(3Q Review)
당사의 3Q 추정 영업이익 99억원을 상회한 109.9억원(YoY +58.0%)을 달성함. '희황산농축시설'의 가동을 중점으로 한 수익성 개선 및 탄소배출권 이익 배분금으로 영업이익이 증가하였음. 탄소배출권은 3Q에 처음 인식하였음.

성장모멘텀과 이익모멘텀 동시확보로 점진적인 Level-Up 전망
향후 4년간 CAGR은 9.4% 수준으로 2010년까지 30%이상의 규모성장을 이룰 것으로 전망됨. 3Q부터 영업이익률 95% 이상인 CDM 사업분배금 수익이 인식되어 투자비용없이 20%의 이익성장을 신장하였으며, 2009년 MNB 독점공급 이후에는 30%의 이익신장이 전망됨.

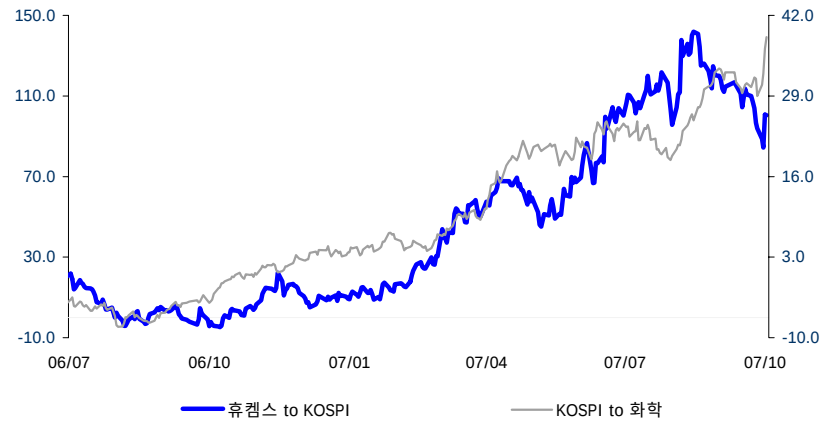
우호적인 외부환경 변화로 안정적인 성장이 지속될 전망
1) 매출액 비중 70%이상의 독과점 지위 2) 전방산업(TDI, MDI)의 호황으로 원재료(Toluene) 가격상승시 즉시반영 가능 3) 2008년부터 탄소배출에 대한 벌금 150% 상승(40유로 -> 100유로) 관련 수혜 전망 등으로 지속성장이 가능한 것으로 판단됨.

Rating Change

일 시	목표주가	투자의견
2006.04.17	12,000	BUY(신규)
2006.05.22	12,000	BUY(유지)
2006.07.31	12,000	BUY(유지)
2006.08.28	12,000	BUY(유지)
2006.12.11	12,000	BUY(유지)
2007.01.29	12,000	BUY(유지)
2007.05.07	17,000(상향)	BUY(유지)
2007.06.04	17,500(상향)	BUY(유지)
2007.08.20	21,000(상향)	BUY(유지)
2007.10.22	26,000(상향)	BUY(유지)

Relative Performance

단위 : %



실적 및 주요 지표 추이

(단위 : 억원,원,%.배)

FY	매출액	영업이익	세전사업이익	순이익	EPS	EPS성장률	PER	EV/EBITDA	ROE
2005	2,759	121	121	83	389	-45.6	18.9	3.4	5.3
2006	3,010	216	206	151	711	82.9	12.5	3.3	9.2
200712F	3,092	376	385	284	1,333	87.4	16.8	7.5	15.8
200812F	3,278	407	423	317	1,490	11.8	15.1	6.9	15.9
200912F	4,261	528	438	400	1,880	26.1	11.9	5.6	17.8

-- 당사는 10월 22일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR,CB,IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
-- 당사는 10월 22일 현재 동종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
-- 위 자료의 조사분석 담당자는 10월 22일 현재 동종목을 보유하고 있지 않습니다. (담당자 : 이재원)
-- 당사는 동 자료에 대한 기관투자가나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.

Ⅰ. 투자의견 요약 및 Valuation

투자포인트 요약

적정주가 26,000원
투자의견 매수유지

*상승여력 18.7%

'휴켐스'에 대하여 적정주가를 26,000원으로 상향하고, 투자의견은 '매수'를 유지한다. 동사를 매수 추천하는 이유는 다음과 같다.

첫째 이유는, 양호한 3분기 실적 달성으로 성장세를 유지하고 있음을 반증하고 있는데에 기인한다. 둘째로는 성장모멘텀(매출액성장, 신규사업)과 이익모멘텀(수익성 개선, 신규사업이익)을 동시에 갖춘 기업으로 판단되기 때문이다. CDM(Clean Develo-pment Mechanism) 사업에 대한 분배금 수익과 2009년부터 시작될 MNB(Mono-Nitro Benzene) 신규매 출로 매출액 규모가 30%(2007-2010 CAGR 9.4%) 이상 증가될 전망이다. CDM 사업에 의한 수익 배분 획득은 영업이익률 90%이상의 사업으로 투자비용 없이 총이익의 20%를 신장할 수 있다. MNB 신규매출 이후에는 독점사업이 추가되는 성격을 띠게 된다. 마지막으로 동사는 배당성향을 30~40%로 유지할 것으로 전망되는데 연말이 다가옴에 따라 배당투자에 대한 투자수요가 증가될 것으로 전망된다.

투자포인트

추정이익에 부합하는 실적 상승은 성장세를 반증하는 것으로 판단

동사는 2007년 3Q에 매출액 723.9억원(YoY -8.2%), 영업이익 109.9억원(YoY +58.0%), 법인세비용 차감전 순이익 105.5억원(YoY +44.9%), 당기순이익 76억원(YoY +42.8%)의 실적을 나타냈다. 매출액이 부(-)의 성장을 한 가운데 영업이익 및 순이익은 대폭 개선된 것으로 파악된다.

매출액은 원재료 가격 하락(Toluene)에 따른 제품가격 반영 매커니즘에 의해 소폭 하락하였으나, '희황산 농축시설' 가동을 중점으로 한 수익성 개선 및 탄소배출권 이익 배분으로 영업이익이 증가하였다. 3Q 실적발표로 '희황산 농축시설'의 원가절감 수준이 52억원에서 71억원 수준으로 향상된 것을 2Q에 이어 반증한 것으로 파악된다. 한편, 1Q에 판매한 탄소배출권은 3Q에 인식되면서 이익이 상승되었다.

'CDM' (Clean Development Mechanism) 관련 수익에 대해서는 절감된 'CO2 환산량'에 대해 'UN'의 실사가 요구되기 때문에 2개 분기 후에 인식하게 된다. 동사는 1Q 감축량에 대해 3Q에 10억원의 수익을 인식하였다.

[표1] 2007년 3Q 실적요약 (단위 : 억원)

	매출액	영업이익	경상이익	순이익
당 기	723.9	109.9	105.5	76.0
전년동기	788.2	69.6	72.8	53.2
증 감 율	-8.2%	+58.0%	+44.9%	+42.8%
추정실적	804.3	99.3	100.4	75.5
차 이 액	-80.4	10.7	5.4	0.5
차 이 율	-10.0%	+10.7%	+5.4%	+0.7%

자료 : 휴켐스, 유화증권 추정

[표2] 분기/연도 주요 이벤트

분기	주요내용	영업이익 (YoY)
2006		
4Q	2005년 대비 공장가동 정상화 '희황산 농축시설' 가동	흑자전환
2007		
1Q	CDM사업 UNFCCC 최종등록 완료 **145만톤/년 감축승인**	+291.7%
2Q	**MNB 장기공급계약 체결**(15년)	+52.7%
3Q	**탄소배출권 이익 최초 획득(20억원)**	+58.0%

자료 : 유화증권 정리

투자포인트

성장모멘텀과 이익모멘텀 동시확보로 Level-Up 전망

동사의 매출액은 2007년을 기준으로 2010년까지 30%(CAGR 9%) 이상 증가될 전망이다. 3Q부터 인식한 CDM 사업에 대한 분배금 수익과 2009년부터 시작될 MNB 신규매출이 발생되기 때문이다.

CDM 사업에 의한 수익 배분금 획득은 영업이익률 90%이상의 사업으로 투자비용 없이 총이익의 20%를 신장할 수 있다. 2009년 MNB 신규매출 이후에는 독점사업이 추가되는 성격을 띠게 된다.

2006년 기준으로 동사의 매출액 중 28%를 차지하는 질산 중 일부(약 100억원)는 '금호미쓰이 화학'의 'MDI' 생산용으로 공급되고 있다. '금호미쓰이 화학'의 'MDI' 생산능력은 7만톤 수준인데 동 제품을 생산할 때 'MNB'가 투입되어야 한다. '금호미쓰이화학'은 신규설비 7만톤 수준에 대해 2008년 상반기 중 공장 증설을 위한 설계 및 발주를 완료하고 2009년 6월 말까지 공사를 완료할 예정이다. 'MDI'를 생산하기 위해서는 'MNB'공장을 동시에 건설해야 하지만, '금호미쓰이화학'은 'MDI'만을 생산하고, 동사가 이에 'MNB'를 공급하는 것으로 계약이 체결되었다. 완공이후에는 동사의 질산 공급량은 변동이 없으나, 신규제품인 'MNB'를 공급하게 된다. 잠정 내부수익률은 12% 내외 수준이 될 것으로 파악된다.

[표3] MNB 신규제품 장기공급계약

수요회사명	금호미쓰이화학
제품명	MNB
계약금액(천원)	**2,000,000,000**
공급수량	TDI 7만톤 제작분
공급수준	15만톤 수준
계약기간	2009년 최초공급일 ~ 2024년(15년)
계약일	2007년 7월 4일

자료 : 휴켐스(단일판매 공급계약 체결)

[그림1] 탄소배출권(EUA) 가격동향 (단위 : €)

자료 : point carbon

신규설비 건설에도 배당성향은 유지될 것으로 전망

동사는 신규 'MNB'공장에 대한 투자금을 518억원으로 책정하고 있다. 투자금액은 외부차입을 하지않고 자체 유보금으로 조달할 전망이다. 실질적으로 분기별로 150억원~200억원 수준의 현금유입이 있고, 2007년 2Q 현재기준으로 '현금및현금성자산'이 417억원 수준이어서 외부차입 없이 자체자금으로 조달하기에 충분할 것으로 판단된다.

[표4] 부채비율 및 배당관련 추이

구 분	2003Y	2004Y	2005Y	2006Y	2007 (E)
부채비율	51.9%	45.7%	37.9%	29.7%	28.7%
유보율	579.7%	631.9%	648.4%	701.5%	739.2%
주당배당금	210원	230원	180원	260원	400원
배당성향	31.0%	31.4%	46.3%	36.6%	30%
시가배당률	6.2%	5.9%	2.4%	3.0%	1.8%

자료 : 휴켐스 (* 부채비율 = 총부채 / 자기자본, * 유보율 = 잉여금 / 자본금)

Valuation

적정주가 26,000원
상승여력 18.7%

* 적용 PER 17.9 x
화학산업평균 13x
+ Premium 35%

동사의 적정주가는 추정 Forward EPS에 PER을 적용하여 산출하였다. 2007년 추정 EPS는 1,334원을 산출하였고, 2008년 추정 EPS는 1,489원을 적용하였다. PER은 17.9x를 적용하였다. PER 17.9배는 화학산업 평균 PER 13배를 기준으로 독과점 지위 유지 10%, CDM 수익 상향잠재성을 감안한 프리미엄의 결과이다.

전방산업인 'TDI' 호황으로 원재료 가격 매커니즘에 의해 판매가격 연동이 가능하며, 진입장벽을 비롯한 독과점 지위를 근거로 10% 프리미엄을 적용하였고(당사 화학기업 Valuation 기준), 'CDM'수익 상향잠재성(2008년부터 벌금이 40유로에서 100유로로 증가)은 25%의 프리미엄을 적용하였다.

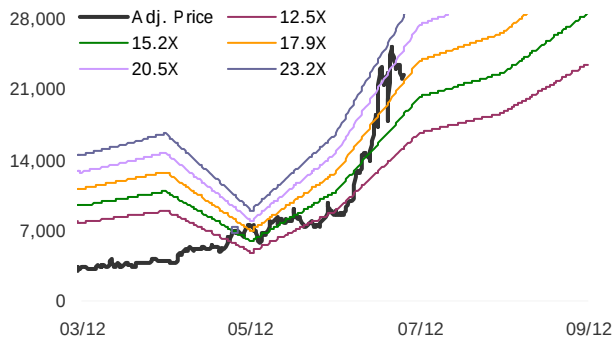
신규시설 가동을 통한 매출액 및 수익성 향상은 추정실적에 반영하였으며, 상향 제시한 동사의 적정주가 26,000원은 동사의 시가총액 기준으로 5,536억원 수준이다. 현재주가 21,900원 기준(4,663억원) 대비 18.7%의 상승여력이 있어서 매수 추천한다.

[표5] PER 적용 적정주가 산출 내역

항목	내용	비고
2007년 EPS(E)	1,334	가중치(2개월/12개월) : 222
2008년 EPS(E)	1,489	가중치(10개월/12개월) : 1,241
Forward EPS(E)	1,463	
화학산업평균 PER	13x	
Premium ①	10%	독과점 프리미엄
Premium ②	25%	화학산업 Multiple 상승으로 CDM 프리미엄 하향 CDM 수익 상향잠재성(기존 40% -> 25%)
적정주가	**26,000원**	**적용 PER 17.9x**

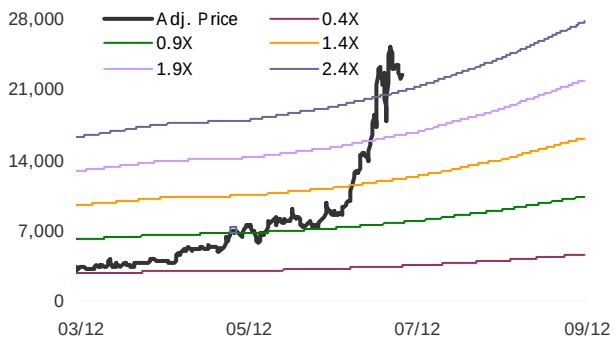
자료 : 유화증권 추정

[그림2] PER 밴드



자료 : 휴켐스, 유화증권 추정

[그림3] PBR 밴드



자료 : 휴켐스, 유화증권 추정

Ⅱ. 기업현황

전방산업 호황으로 공급물량 증가중

전방산업이 호황이기 때문에 향후 동사가 판매가격을 올리더라도 전방산업에 이의 없이 받아들여질 것으로 판단된다. 동사는 독점생산 지위에 있음에도 불구하고 장기 동반 성장전략의 일환으로 원재료만 판매단가에 반영하고 있다.

[표6] 휴켐스의 제품매출액 (단위 : 억원)

제품명	주공급	M/S	매출액 2005	2006
DNT	동양제철화학 한국화인케미칼	국내독점	1,100	1,246
질산	로디아폴리아마이드 바스프, 포스코	80%	724	841
초안	한화 고려노벨화약	95%	192	186
톨루이딘 등	한남코퍼레이션 창진화학	60%	69	67
제품 총매출액			2,085	2,340
총매출액 비중			(75.6%)	(77.8%)

자료 : 휴켐스, 유화증권 추정

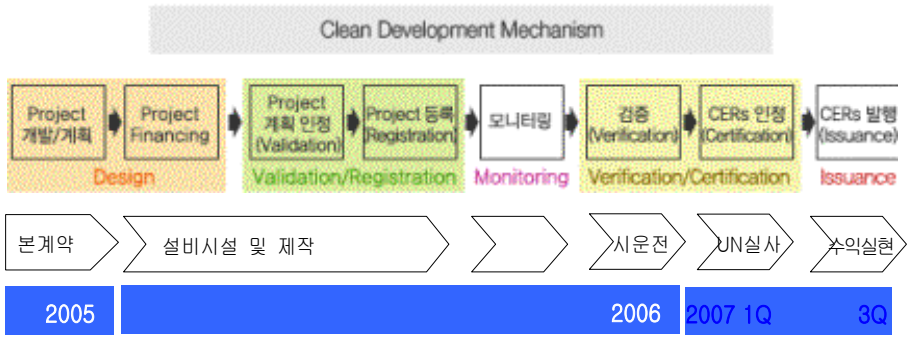
희황산농축시설 가동으로 수익성 개선

2007년에는 '희황산 농축시설'을 본격 가동하고 있다. 동사는 동 시설을 활용하여 기존에 매입했던 황산을 자체적으로 공급할 수 있게 된다. 2006년 기준으로 원재료 매입액은 1,455억원, 이 중 황산 매입액은 78억원으로 5.4%를 차지한다.

기존에는 '황산'을 외부에서 매입한 후 '질산'의 농도를 짙게 하는데 사용하였으나, 동 시설 건설완료 이후에는 자체적으로 '황산'을 공급할 수 있게 된다. 비용측면에서 향후 '황산'의 매입비용을 절감할 수 있으며, 사용이 완료된 '황산' 처리비용도 절감할 수 있게 된다.

UN인증은 웹사이트에서 확인가능

[그림4] CDM 진행과정 및 휴켐스의 탄소배출권 수익 예정 스케쥴



자료 : 에너지관리공단, 휴켐스, 유화증권 정리

* http://cdm.unfccc. int/UserManagement/FileStorage/R0DM6YIHG2474ZGI9HIN8PUIV2F02D

Ⅲ. 매출액 및 영업이익 추정

매출액 증가 대비 영업이익의 괄목할 성장세 전망

동사의 2007년 매출액은 기존과 마찬가지로 3,092억원(YoY +2.7%), 2008년 매출액은 3,278억원(YoY +6.0%)로 추정된다. 전년대비 소폭 증가할 것으로 판단하는 근거는 3Q 유가상승에도 불구하고 톨루엔 가격의 안정화로 판매가격 변동이 없을 것으로 전망되기 때문이다. 2007년과 2008년의 영업이익은 각각 376억원(YoY +74.0%), 407억원(YoY +8.2%)으로 전망된다. 영업이익이 큰 폭으로 상승될 것으로 전망하는 이유는 '희황산 농축시설'의 원가절감액 추정액 상향분을 반영했기 때문이다. '희황산농축시설'의 가동으로 71억원/년의 원가절감효과가 기대된다.(기존 52억원)

[표7] 세부 영업이익 추정 (단위 : 억원)

	1Q	2Q	3Q	2006 4Q	1Q	2Q	3Q(E)	2007 4Q(E)
매출액	717	777	788	727	766	714	804	799
매출원가	646	671	664	604	646	614	671	651
판관비	47	52	55	56	47	45	54	53
영업이익	24	55	70	68	73	55	79	95
이익률(%)	3.4%	7.1%	8.8%	9.3%	9.5%	7.7%	9.8%	11.9%

* 황산 매입액 미제거

	1Q	2Q	3Q	2006 4Q	1Q	2Q	3Q(E)	2007E 4Q(E)
매출액	717	777	788	727	766	724	804	799
매출원가 (조정전)	646	671	664	604	646	614	671	651
황산매입액					27	24	25	9
감가상각비					5	5	5	5
매출원가 (조정후)	646	671	664	604	624	595	651	647
매출총이익	71	106	125	123	142	129	153	152
판관비	47	52	55	56	47	45	54	53
영업이익	24	55	70	68	94	84	99	99
이익률(%)	3.4%	7.1%	8.8%	9.3%	12.3%	11.6%	12.3%	12.4%

자료 : 휴켐스, 유화증권 추정
* CDM 수익 추가, 황산매입액 제거, '희황산 농축시설' 감가상각비 가산

3Q부터 1Q에 실사한 CDM 수익인식

탄소배출권 판매가격은 고정 계약가격을 기준으로 10유로를 적용하였으며, 2008년부터는 변동가격 기준도 병행 적용하였다. 2007년 3Q에는 6.5억원을 적용, 2007년 약 18억원, 2008년 기준으로는 약 42억원의 이익을 반영하였다.

[표8] 탄소배출권 가격대비 휴켐스 매출액 및 이익

총배출량	가격	총판매액	휴켐스(22%)	카본사 (76%)
140만톤	35€	617억원	136억원	469억원
	30€	529억원	116억원	402억원
	25€	441억원	97억원	335억원
	20€	353억원	78억원	268억원
	15€	264억원	58억원	201억원
	10€	176억원	39억원	140억원

자료 : 유화증권 정리 (* 2007. 10. 19 기준 환산환율 적용 : 1,309.14원/€)

Ⅳ. 최근 이슈 및 투자 Risk Check

휴켐스는 CDM사업을 영위하고 있기 때문에 기존의 탄소펀드와는 무관한 것으로 파악됨

동사와 탄소펀드와는 무관한 것으로 판단된다. 탄소펀드의 의의는 온실가스를 감축하는 사업에 투자하고, 여기서 얻은 탄소 배출권을 다시 팔아 수익을 확보하는 데에 있는데 반해 동사는 사업을 시행하고 있기 때문이다. 국내에서 최초에 출시된 탄소펀드는 만기를 15년으로 하고, 기관투자자를 중심으로 한 사모형식으로 약 2000억원이 조성된 것으로 파악된다. 투자대상 사업이 확정될 때마다 투자자에게 자금을 모집하는 캐피털 콜 방식과 투자대상을 펀드 설정시점에서 확정하지 않고, 설정 이후에 개별 확정하는 블라인드 방식으로 운영된다.

현재 간접투자자산운용업법상 배출권이 간접투자대상으로 분류되어 있지 않아서 관련 규정 개정을 협의하고 있는 단계이며, 기관이나 개인이 개별적으로 배출권에 투자하는 것은 사실상 불가능한 상황이다.

2013년 이후 환경변화에 따라 CDM or JI 진행

동사가 추진하고 있는 CDM사업 계약기간은 2007. 1월 ~ 2012. 12월(6년)까지이다. 2013년 이후에는 오스트리아 카본사가 동사에 시설소유권을 무상으로 이전하기로 되어 있다. 2013년 이후에는 동사가 독자적으로 사업을 시행할 수 있는데, 2013년 이후에 한국이 감축대상 의무국이 되느냐 되지 않느냐에 따라 사업형태를 전환할 수 있다. 2013년 이후 한국이 감축대상 의무국이 될 경우에는 JI(Joint Implementation / 공동이행제도) 사업을 할 수 있고, 감축대상 의무국으로 포함되지 않을 경우 선진국과 연계하여 전통적인 CDM 사업을 진행할 수 있다.

공동이행제도 (Joint Implementation) – 교토의정서 제6조

정의 :	감축의무가 있는 선진국들 사이에서 온실가스감축사업을 공동으로 수행하는 것을 인정하는 것
활용 :	한 국가가 다른 국가에 투자하여 감축한 온실가스 감축량의 일부분을 투자국의 감축실적으로 인정하는 제도
현황 :	개발도상국가로 분류된 한국이 활용할 수 있는 제도는 아니며, 특히 EU는 동부유럽국가와 공동이행을 추진하고 있음.

자료 : 교토의정서

청정개발체제(Clean Development Mechanism) – 교토의정서 제12조

정의 :	선진국과 개발도상국에서 온실가스 감축사업을 수행하여 달성한 실적을 선진국의 감축목표 달성에 활용할 수 있도록 하는 제도
활용 :	CDM사업을 통하여 선진국은 감축목표 달성에 사용할 수 있는 온실가스 감축량을 얻고, 개발도상국은 선진국으로부터 기술과 재정지원을 받음
현황 :	2001년 제7차 당사국총회에서 CDM집행위원회가 구성된 이후, 세부적인 사업 추진절차가 마련됨

자료 : 교토의정서

한국투자증권의 Call-Option

한국투자증권은 2007년 10월 9일 동사의 Call-Option을 취득/확보했다고 공시를 하였다. 총 취득 주식수는 2,961,773주(13.91%)이며, 콜옵션 매수 단가는 6,465원, 총 매입금액은 191.4억원이다. 박연차 회장이 인수할 당시 가격 수준은 14,000원 후반으로 파악되며, 프리미엄을 배제한 콜옵션 매수 단가를 감안할 경우 동사의 주가 21,000원 후반대 이후부터 내가격(in the money) 구역이 될 것으로 판단된다.

2006년 12월말을 기준으로 동사의 지분구조는 박연차 회장 외 특수관계인 29%, 농협중앙회 10%, 기관투자자 8%, 신한은행 외 FI 22%로 구성되어 있으며, 박연차 회장은 동사를 인수한 후에도 지분을 취득한 것으로 파악되어 박연차 회장 외 특수관계인 31.8% 수준으로 파악된다.

정치적 리스크는 없는 것으로 판단

태광실업이 동사를 인수할 시 우선협상대상자로 선정된 뒤 농협이 당초 약정한 매각대금에서 322억원을 깎아줘 특혜 의혹이 제기된 바 있다. 통상적 가격 변동폭(10~15%) 보다 컸다는 지적이다. 그러나, 당시 가격입찰 수준으로 볼 때 태광실업 컨소시엄이 제시한 가격이 가장 높은 것으로 파악되며, 휴켐스 인수를 위한 입찰에 참여할 때 '우선협상대상으로 선정된 후엔 상세실사를 벌인다'는 조건이 있었기 때문에 특혜는 아닌 것으로 파악된다.

Financial Statement & Ratio

단위: 억원,원

Balance Sheet	200512	200612	200712F	200812F
유동자산	1,031	1,170	1,451	1,673
현금 및 단기예금	461	587	791	952
단기매매증권	0	11	11	12
매출채권	359	409	493	540
재고자산	166	141	130	141
기타	44	22	26	28
비유동자산	1,166	1,043	1,058	1,146
장기투자증권	17	6	7	7
지분법적용투자주식	0	0	0	0
감가상각자산	879	816	644	486
기타	267	211	397	643
자산총계	2,197	2,213	2,508	2,819
유동부채	465	434	549	600
매입채무	374	306	369	403
유동성장기부채	0	0	0	0
기타	91	128	180	197
비유동부채 등	138	73	79	87
사채,장기차입금	0	0	0	0
기타	138	73	79	87
부채총계	603	507	628	686
자본금	213	213	213	213
자본잉여금	1,083	1,083	1,083	1,083
자본조정	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	297	410	583	816
자본총계	1,593	1,707	1,880	2,112

Income Statement	200512	200612	200712F	200812F
매출액	2,759	3,010	3,092	3,278
매출원가	2,449	2,584	2,517	2,669
매출총이익	311	425	575	609
판매비와관리비	190	209	199	202
인건비	47	58	51	54
감가상각비	5	5	4	4
무형자산상각비	2	0	0	0
연구개발관련비용	1	0	0	0
기타	136	147	144	144
영업이익	121	216	376	407
영업외손익	0	-11	9	16
이자수익	9	17	34	43
이자비용	1	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0
유가증권관련손익	0	0	0	0
외환차손익	0	-2	0	0
외화환산손익	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0
기타	-8	-25	-25	-26
세전계속사업이익	121	206	385	423
계속사업법인세비용	38	54	101	106
계속사업이익	83	151	284	317
중단사업이익	0	0	0	0
법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	83	151	284	317
주당순이익	389	711	1,333	1,490

Cash Flow Statement	200512	200612	200712F	200812F
영업활동현금흐름	409	281	456	485
당기순이익(손실)	83	151	284	317
비현금수익비용가감	268	255	187	171
유무형감가상각비	212	207	182	171
기타	56	48	5	0
운전자본증감	58	-125	-15	-3
매출채권증가(감소)	103	-50	-84	-47
재고자산증가(감소)	-5	18	12	-12
매입채무증가(감소)	110	-69	64	33
기타	-149	-24	-7	22
투자활동현금흐름	-277	-208	-368	-308
유형자산처분(취득)	-47	-106	-193	-252
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산감소(증가)	0	-12	-3	-7
기타	-230	-90	-171	-49
재무활동현금흐름	-175	-37	-55	-85
차입금증가(감소)	-126	0	0	0
사채증가(감소)	0	0	0	0
자본증가(감소)	-48	-38	-55	0
배당금지급	-48	-38	-55	-85
자본조정	0	0	0	0
기타	0	1	0	-85
순현금흐름	-43	36	33	92
기초현금	265	221	257	290
기말현금	221	257	290	382

Financial Ratio (%)	200512	200612	200712F	200812F
성장성 (%)				
매출액증가율	-9.9%	9.1%	2.7%	6.0%
영업이익증가율	-43.4%	79.2%	73.9%	8.2%
EBIT증가율	-49.1%	68.4%	85.4%	8.4%
EBITDA증가율	-25.8%	22.2%	34.7%	3.3%
순이익증가율	-45.6%	82.9%	87.4%	11.8%
안정성 (%)				
유동비율	221.6%	269.9%	264.0%	279.0%
순차입금비율	-29.0%	-35.1%	-42.7%	-45.7%
부채비율	37.9%	29.7%	33.4%	32.5%
이자보상배율 (배)	197.9	1,317.0	-	-
수익성 (%)				
Operating Income Margi	4.4%	7.2%	12.2%	12.4%
EBIT Margin	4.1%	6.3%	11.4%	11.6%
EBITDA Margin	11.7%	13.2%	17.3%	16.8%
ROA	3.7%	6.9%	12.0%	11.9%
ROE	5.3%	9.2%	15.8%	15.9%
ROIC	6.0%	12.3%	23.2%	24.8%
활동성 (회)				
매출채권회전율	6.7	7.8	6.9	6.4
재고자산회전율	13.5	16.8	18.6	19.7
매입채무회전율	7.7	7.6	7.5	6.9
총자산회전율	1.2	1.4	1.2	1.3
자기자본회전율	1.8	1.8	1.6	1.7
투하자본회전율	2.2	2.7	2.8	3.0

Valuation Indicator

Multiple Valuation	200512	200612	200712F	200812F
Per Share (Won)				
EPS	389	711	1,333	1,490
EBITDAPS	1,523	1,860	2,506	2,589
CFPS	1,345	1,605	2,030	2,092
SPS	12,961	14,136	14,525	15,396
BPS	7,484	8,015	8,828	9,919
Multiples (X)				
PER	18.9	12.5	16.8	15.1
EV/EBITDA	3.4	3.3	7.5	6.9
EV/Sales	0.4	0.4	1.3	1.2
PCR	5.5	5.5	11.1	10.7
PSR	0.6	0.6	1.5	1.5
PBR	1.0	1.1	2.5	2.3

Discounted Valuation	200512	200612	200712F	200812F
Dividends (Won)				
DPS(Comm.)	180	260	400	450
DPS(Pref.)	0	0	0	0
Payout Ratio (%)	46.3%	36.6%	30.0%	30.2%
FCF				
Gross Cash Flow	286	342	432	445
NOPLAT	75	135	250	275
EBIT	112	189	351	380
Adjusted Taxes	38	54	101	106
Total Investment	-66	187	151	261
IC(Increase)	-278	-20	-32	91
Depre. & Amor.	212	207	182	171
Free Cash Flow	353	155	282	184

Compliance Notice

◇ 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: 이재원)
◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자가나 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>

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

<산업분석 투자의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 사업

주가 및 목표주가

Rating Change

날 짜	목표주가	투자의견
2006. 04. 17	12,000원	BUY(신규)
2006. 05. 22	12,000원	BUY(유지)
2006. 07. 31	12,000원	BUY(유지)
2006. 08. 28	12,000원	BUY(유지)
2006. 12. 11	12,000원	BUY(유지)
2007. 01. 29	12,000원	BUY(유지)
2007. 05. 07	17,000원(상향)	BUY(유지)
2007. 06. 04	17,500원(상향)	BUY(유지)
2007. 08. 20	21,000원(상향)	BUY(유지)
2007. 10. 22	26,000원(상향)	BUY(유지)