휴켐스 (069260)

안정적인 수익 구조

2008년 4월 4일

매수(Buy)

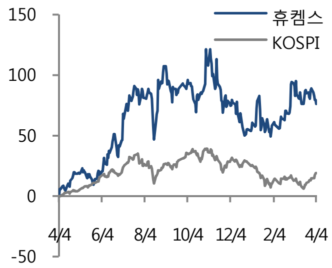
목표주가(6개월) 26,000원
기준일주가(4/4) 21,500원

Analyst
최종경
02-3787-2228, cjk@hmcib.com

52주 최고종가	27,000원
52주 최저종가	12,750원
시가총액	4,578억원
상장주식수(보통주)	2,129만주
외국인보유비중	3.0%
평균거래량(60일)	18.0만주
평균거래대금(60일)	39.0억원
자본금	213억원
액면가	1,000원
KOSPI	1,766.49p

주가상승률(%)	1개월	3개월	12개월
절대주가	-7.7	9.7	76.2
상대주가	-13.1	14.9	57.1

휴켐스 주가와 KOSPI (%)



투자의견 매수 유지, 목표주가 26,000원 유지

휴켐스 주식에 대한 투자의견을 매수(유지), 목표주가 26,000원(유지)을 제시한다. 목표주가는 부문별 가치합산(Sum of Parts) 방식을 사용하여, '08년 예상 EBITDA에 7.8배의 목표 EV/EBITDA를 적용하고, 순현금성 자산가치를 반영하여 산출하였다.

계속되는 최고 실적

동사는 '07년 매출액 3,018억원(전년대비, +0.3%), 영업이익 377억원(+74.5%)을 기록하였고, '08년은 주력제품 DNT의 매출 호조 유지, 감가상각비 감소에 따른 수익구조 개선, CDM 사업의 전분기 실적 반영 등으로 매출액 3,268억원(+8.3%), 영업이익 446억원(+18.0%)이 전망되어, 전년에 이은 최고 실적 달성이 가능할 것으로 예상된다.

안정적인 수익 구조에 안정적인 성장 동력 가세

동사에 대한 투자의견 매수를 제시하는 이유는 다음과 같다.

① DNT : 전방산업(TDI, PU)의 장기 호황으로 호조를 지속하고 있음. 원료가 변동에 안정적인 수익 구조를 강점으로 보유하고 있음.

② CDM : '07년 하반기 18억원의 첫 매출이 기록되었음. '08년 전분기 실적반영으로 46억원의 수익이 예상됨.

③ MNB : 금호미쓰이화학과 15년 장기공급계약으로 '09년부터 연간 1,300억원대의 매출로 동사의 성장을 이끌 것으로 보임.

등 주요 사업부문에서 안정적인 수익을 바탕으로 실적 성장을 지속할 것으로 보이기 때문이다.

결산기 (12월)	매출액 (억원)	yoy (%)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	세전순이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	yoy (%)	PER (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)
2005	2,759	-9.9	121	4.4	121	83	389	-45.6	18.9	5.3	3.3
2006	3,010	9.1	216	7.2	206	151	711	82.9	12.5	9.2	3.1
2007	3,018	0.3	377	12.5	399	283	1,328	86.7	14.3	15.5	5.9
2008(F)	3,268	8.3	446	13.6	449	331	1,553	16.9	13.8	15.8	4.6
2009(F)	4,266	30.5	502	11.8	507	379	1,778	14.5	12.1	15.9	4.9

자료: 사업보고서, 현대차IB증권

표1. 2008년 실적 추정 (단위:억원,%)

	05	06	07	08(F)				
				1Q(E)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	계
매출액	**2,759**	**3,010**	**3,018**	**829**	**804**	**815**	**819**	**3,268**
yoy	*-9.9*	*+9.1*	*+0.3*	*+8.2*	*+11.1*	*+12.6*	*+1.9*	*+8.3*
DNT	1,100	1,246	1,357	354	337	371	367	1,429
질산	724	841	794	234	217	218	205	873
기타제품	261	253	219	50	56	47	55	208
상품	674	670	630	179	183	168	182	711
CDM	-	-	18	12	12	12	12	46
영업이익	**121**	**216**	**377**	**112**	**108**	**119**	**106**	**446**
yoy	*-43.4*	*+79.2*	*+74.5*	*+19.0*	*+28.7*	*+8.6*	*+18.7*	*+18.0*
영업이익률	***4.4***	***7.2***	***12.5***	***13.5***	***13.4***	***14.6***	***12.9***	***13.6***

자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

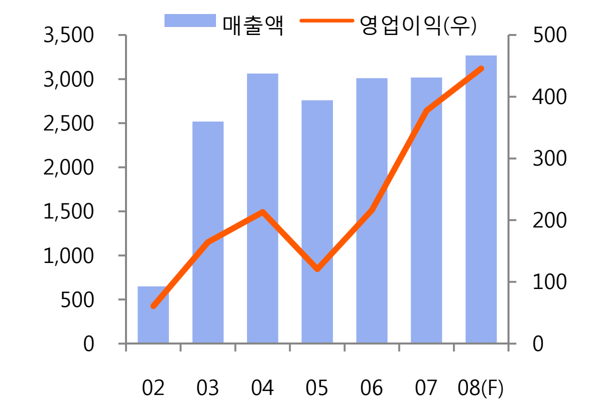
'07년 최고 실적 달성

휴켐스는 '07년 매출액 3,018억원(전년대비, +0.3%), 영업이익 377억원(+74.5%)를 기록하였으며, 당사의 전망치였던('07.10.26, '08.1.11) 매출액 2,979억원, 영업이익 394억원에 각각 +1.3%, -4.3%의 차이를 나타냈다. '07년 큰 폭의 영업이익 상승은 ①전방산업(PU, TDI)의 호황에 따른 주력제품 DNT의 매출 증가, ②감가상각비 감소에 따른 수익구조 개선, ③희황산농축시설 가동에 따른 비용 절감 효과에 ④하반기 CDM 사업의 수익이 더해진 결과로 판단된다.

'08년 계속되는 최고 실적

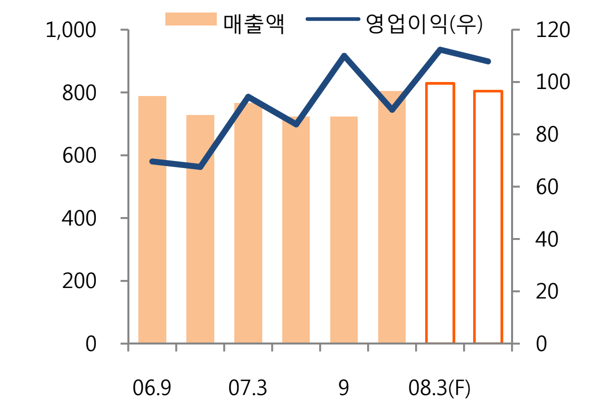
'08년 매출액 3,268억원(+8.3%), 영업이익 446억원(+18.0%)이 전망되어, 전년에 이은 최고 실적 달성이 가능할 것으로 보인다. 이는 ①PU 호황에 따른 TDI의 수요 호조가 장기화되고 있어, DNT의 매출이 견조할 것으로 보이며, ②감가상각비 감소에 따른 수익구조 개선의 여지가 남아 있고(표3, 그림5) ③CDM 사업의 전분기 실적 반영으로 이익 기여 폭이 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

그림1. 연간 매출액과 영업이익 (단위:억원)



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

그림2. 분기별 매출액과 영업이익 (단위:억원)



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

표2. 주요 제품별 매출액 및 국내 시장 점유율 (단위:억원,%)

구분	제품명	매출액(억원) 06	매출액(억원) 07	매출비중 (%)	국내MS (%)
정밀화학 (제품매출)	DNT	1,246	1,357	45.0	독점
	질산	841	794	26.3	80
	초안	186	193	6.4	95
	톨루이딘	57	25	0.8	60
기초화학 (상품매출)	암모니아	294	234	7.8	10
	요소	160	186	6.2	30
	메탄올 외	216	210	6.9	10

자료 : 휴켐스, 사업보고서

DNT : Dinitrotoluene
TDI : Toluene-Diisocyanate
PU : Polyurethane

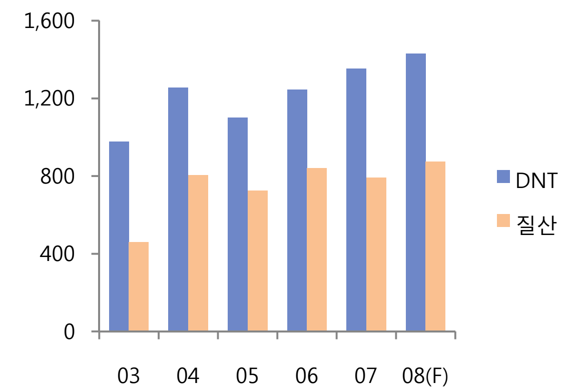
DNT, 질산 : TDI 장기 호황에 호조

DNT와 질산은 각각 매출액의 45%, 26%의 비중을 차지하고 있으며, 독과점시장 지위를 유지하고 있다. 암모니아→질산→DNT→TDI→PU(연질)의 제품공정에 따라 PU의 원료가 되며, 주력제품인 DNT는 TDI 생산업체인 한국화인케미칼과 동양제철화학에 납품된다. 중국을 중심으로 TDI의 수요가 급증하고 있어 동사의 DNT 또한 '07년 생산능력을 초과하는 117%의 가동률을 기록하며, 호조를 이어가고 있다. TDI 호황 장기화로 TDI 업체들의 생산 증가를 위한 공정 개선이 지속되고 있어, 동사의 DNT 역시 견조한 흐름을 이어갈 것으로 전망된다.

원재료 가격 변동에 안정적

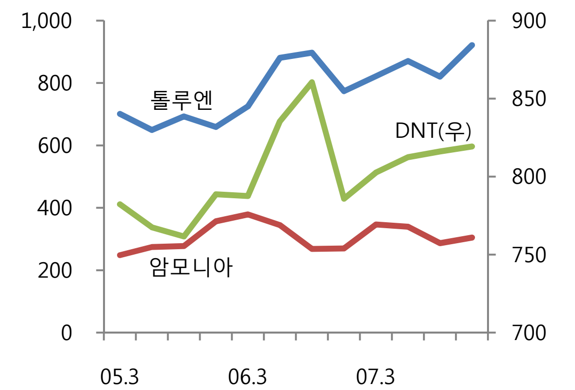
국제유가가 해마다 상승을 거듭해 최근 배럴당 100달러를 상회하는 급등으로 국내 화학 기업들에 부담으로 작용하고 있다. 그러나 동사의 주력 제품인 DNT는 암모니아→질산, 황산, 톨루엔 등 원재료 가격 변동에도 안정적인 수익 구조를 강점으로 보유하고 있는데, 이는 ①질산은 동사가 직접 생산하고 있고, 황산은 '06년 말부터 가동을 시작한 희황산농축시설에 의해 자체 공급되며, ②또한 암모니아와 톨루엔은 원재료 가격 변동분이 DNT 제품가에 연동되어 반영되는 가격 구조로 계약되어 있기 때문이다.

그림3. 주요 제품 매출 (단위:억원)



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

그림4. 원료가 및 제품가 (단위:달러/톤,천원/톤)



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

표3. 신증설 및 감가상각 완료 현황

결산기	주요내용	투자비 (억원)
03	제4희질산공장 준공	730
06	제3농질산공장, 희황산농축시설 준공	150
07	제3희질산공장 감가상각 완료	367
08(F)	제3DNT공장 감가상각 완료	190
09(F)	MNB 공장 준공	518

자료 : 휴켐스

표4. 주요 장기 계약 사항

계약기간	계약상대방	계약내용	계약금액 (억원/년)
03~18 (15년간)	BASF	질산 공급	667
07~12 (5년간)	Carbon	CDM 사업	약 45
08~15 (8년간)	로디아 폴리아마이드	질산 공급	213
09~23년 (15년간)	금호미쓰이화학	MNB 공급	1,333

자료 : 휴켐스

CDM : Clean Development Mechanism, 청정개발체제

CDM : 추가수익으로 성장에 기여

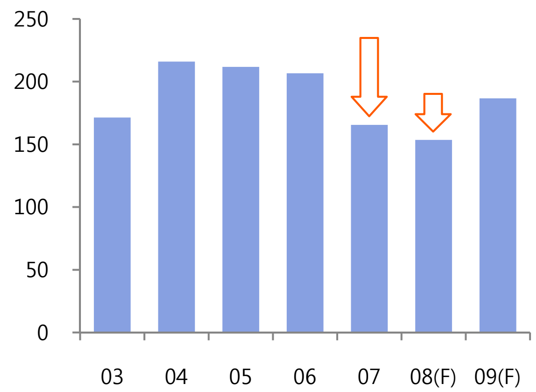
CDM사업은 자사 공장에서 배출되는 온실가스를 감축하여, UN 인증을 거친 감축량을 '05년 교토의정서에 따라 감축이 필요한 실수요자에게 되파는 사업이다. 동사는 3기의 질산 공장에 온실가스인 아산화질소(N_2O) 저감설비를 완공하고, 연간 145만톤의 온실가스 감축을 인증받아 '07년부터 CDM 사업을 시작하였다. '07년 상반기 감축량 53.5만톤이 판매되어 '07년 하반기 18억원의 수익이 기록되었고, '08년은 전분기 실적반영으로 46억원의 수익이 예상된다. 향후 카본사와 계약이 만료되는 '12년까지 연간 45~50억원 규모의 수익이 전망된다.

MNB : Mono-Nitrobenzene

MNB : '09년 이후 성장을 이끌 다음 주자

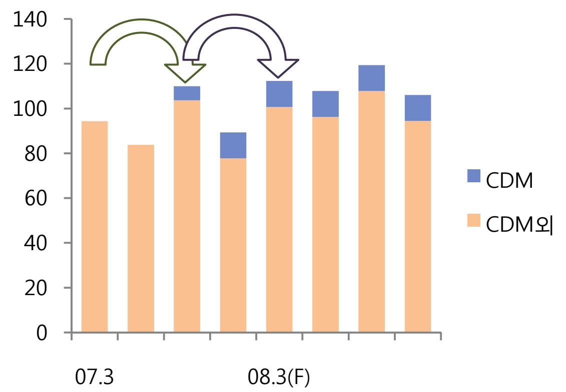
동사는 금호미쓰이화학에 공급할 MNB 생산을 위해 연산 15만톤급 MNB공장 신규 건설을 진행하고 있다. 올해 연말까지 공사를 마치고, 시생산을 시작해, '09년 1분기부터 상업생산을 개시할 예정이다. 이에 따라 MNB는 '09년부터 연간 1,300억원대의 매출로 동사의 성장을 이끌 것으로 보이며, 특히 15년 장기공급계약의 매출구조(표4)와 주요 원재료 암모니아와 벤젠 가격에 연동되는 가격구조로 안정적인 수익 기여가 가능할 것으로 전망된다.

그림5. 연간 감가상각비 (단위:억원)



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

그림6. 분기별 CDM사업 영업이익 (단위:억원)



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

표5. Valuation (주단위:억원)

	영업이익	EBITDA	EV/EBITDA	EV
영업가치(a)	446	600	7.8배	4,681
순차입금(b)		(총차입금-현금성자산)		-836
목표시가총액(c)		(a)-(b)		5,517
주식수(d)				2,129만주
목표주가		(c)/(d)		**25,914원**
현재가				21,500원
상승여력				20.5%

자료 : 현대차IB증권

Valuation

동사 주식에 대한 투자의견을 매수(유지), 목표주가 26,000원(유지)을 제시한다. 목표주가는 부문별 가치합산(Sum of Parts) 방식을 사용하여, 영업가치와 순현금성 자산가치를 반영하여 산출하였다. 영업가치는 '08년 예상 EBITDA에 7.8배의 목표 EV/EBITDA를 적용했으며, 당사의 정밀화학 업종 목표 EV/EBITDA 배수 6.5배에 20%를 할증하여 산출하였다. 주력제품 DNT와 질산의 독과점시장 지위에 따른 안정적인 매출 구조, 그리고 '09년 MNB 사업 개시에 따른 수익 규모 확대를 고려할 때 20%의 할증은 적정한 수준으로 판단된다.

그림7. 휴켐스 제품 공정

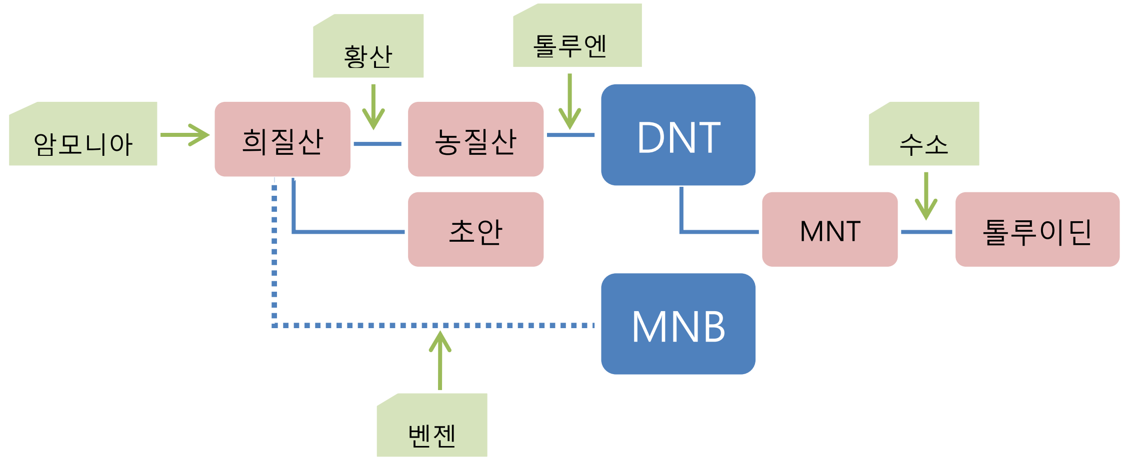
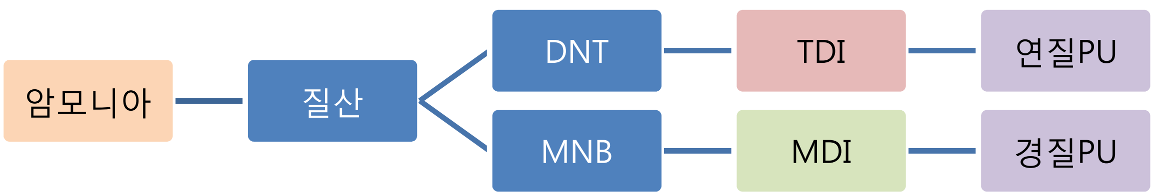


그림8. 폴리우레탄 제품 계통도



자료 : 휴켐스, 현대차IB증권

Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최종경의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류

- 강력매수 (Strong Buy) : 추천일 종가대비 50% 이상의 초과수익이 예상되는 경우
- 매수 (Buy) : 추천일 종가대비 15%~50% 미만의 초과수익이 예상되는 경우
- 중립 (Neutral) : 추천일 종가대비 -15%~15%이내의 주가등락이 예상되는 경우
- 매도 (Sell) : 추천일 종가대비 -15% 이하의 주가하락이 예상되는 경우
- Not Rated : 투자의견 미제시

투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가
2007/10/26	Not Rated	-
2008/01/11 16:30	매수	26,000원
2008/04/04 17:00	매수	26,000원

최근 2년간 휴켐스 주가 및 목표주가