

## 매수

Maintain

목표주가(원12M)	30,000
현재주가(08/10/27, 원)	15,200
상승여력(%)	97.4
소속업종	화학
업종투자 의견	중립
EPS 성장률(08F, %)	76.0
MKT EPS 성장률(08F, %)	-5.2
P/E(x)	6.5
MKT P/E(08F/10/27, x)	8.3
시가총액(십억원)	324
발행주식수(백만주)	21
60D 일평균 거래량(천주)	157
60D 일평균 거래대금(십억원)	3
신용잔고(천주)	252
배당수익률(08F, %)	4.3
유동주식비율(%)	59.4
52주 최저/최고(원)	15,200/27,000
베타(12M, 일간수익률)	1.0
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.9
외국인 보유비중(%)	3.5
주요주주	박연차 외 6인 (36.56%) 농협중앙회 (10%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-38.0	-22.6	-31.6
상대주가	-2.1	25.5	21.7

## 리스크를 고려하면 최적의 선택

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 제시

휴켄스에 대한 투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 기존 33,000원에서 30,000원으로 하향한다. 2008년 일회성 이익 증가에 따른 영업외손익 개선을 제외하면 향후 3개년간 특별한 수익 예상 변경은 없다. 그럼에도 목표주가를 하향하는 이유는 주식 시장 침체에 따른 투자지표 하락 때문이다. 동사의 목표 주가는 2009년 예상 실적 기준 목표 PER 11.7배, 목표 PBR 2.5배를 적용해서 산출했다. 현재 주식 시장 여건에 비해 다소 높은 Valuation이지만 수익성과 성장성을 견비하고 있어 그에 걸맞는 프리미엄을 부여했다.

휴켄스는 사업 안정성과 성장성이 뛰어나 리스크가 확대되고 있는 현시점에서 최적의 투자 대안이라고 판단된다. 동사의 투자 포인트는 1) 원료 가격 및 환율 변동을 모두 판매가격에 전가시킬 수 있을 만큼 사업 안정성이 높고, 2) 2009년부터 신규 생산되는 MNB 등으로 인해 성장성이 뛰어나고, 3) 차입금이 전혀 없고, 매년 500억원이 넘는 FCF가 발생하는 등 재무 구조도 안정적이다.

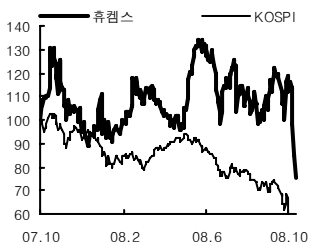
3분기 영업이익 230억원으로 예상치 상회, 4분기 실적은 다소 둔화

휴켄스의 3분기 영업이익은 당사 예상치(189억원)를 크게 상회한 230억원을 기록했다. 포물라 변경에 따라 원료 가격 상승분이 판가에 전가되면서 수익성이 크게 개선되었고, 탄소배출권 판매량 또한 평상시보다 많았기 때문이다.

동사의 4분기 영업이익은 전분기 대비 41% 감소한 134억원에 그칠 전망이다. 그러나 이는 성과급 등 일회성 비용이 크게 증가하고, 원료 가격 상승분의 정산 시점이 다음 분기로 이월되는데 따른 일시적인 현상이다.

2009년 MNB 신규 생산으로 영업이익이 전년 대비 22% 증가할 전망

휴켄스의 실적 개선세는 2009년에도 지속될 전망이다. 신규 제품인 MNB가 1분기부터 본격 생산되면서 DNT와 더불어 주력 제품으로 부상할 것으로 기대되기 때문이다. 이외에도 생산능력 확대를 요구하고 있는 고객사들이 많아 동사의 성장 추세는 계속 이어질 전망이다.



결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
12/06	301	21	7.1	15	711	42	18	9.2	12.5	1.1	3.1
12/07	302	38	12.5	28	1,328	54	28	15.5	14.3	2.1	5.9
12/08F	425	60	14.2	50	2,337	77	-12	24.5	6.5	1.5	3.7
12/09F	524	73	14.0	54	2,556	93	52	23.3	5.9	1.3	2.7
12/10F	509	76	14.8	58	2,738	93	67	21.1	5.6	1.1	2.1

자료: 휴켄스, 대우증권 리서치센터 예상



표 1. 휴켄스 분기별 실적 추이 및 전망

(억원, %)

	2007					2008F					3Q08 증가율	
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q	3QP	4QF	연간	YoY	QoQ
매출액	766	724	724	804	3,018	854	1,058	1,267	1,072	4,252	75.1	19.8
영업이익	86	84	110	97	377	120	118	230	134	602	109.1	94.8
세전이익	94	96	105	104	399	132	123	288	167	710	173.1	134.1
순이익	68	69	76	70	283	93	75	209	121	498	174.5	179.2
영업이익률	11.3	11.6	15.2	12.1	12.5	14.0	11.2	18.1	12.5	14.2		
세전이익률	12.2	13.3	14.6	12.9	13.2	15.5	11.6	22.7	15.6	16.7		
순이익률	8.9	9.6	10.5	8.7	9.4	10.9	7.1	16.5	11.3	11.7		

주: 휴켄스 3분기 실적에 대한 당사 예상치(매출액 1,019억원, 영업이익 189억원, 당기순이익 140억원)

자료: 휴켄스, 대우증권 리서치센터

표 2. 휴켄스 수익 예상 변경

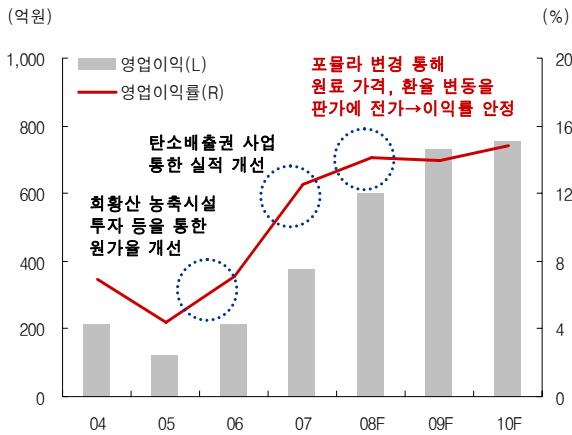
(억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률		
	2008F	2009F	2010F	2008F	2009F	2010F	2008F	2009F	2010F
매출액	3,909	4,900	4,958	4,252	5,243	5,093	8.8	7.0	2.7
영업이익	560	714	737	602	731	756	7.4	2.4	2.5
세전이익	590	752	791	710	750	804	20.4	-0.2	1.6
순이익	411	545	574	498	544	583	21.2	-0.2	1.6
EPS	1,929	2,560	2,695	2,337	2,556	2,738	21.2	-0.2	1.6
영업이익률	14.3	14.6	14.9	14.2	13.9	14.8			
ROE	20.6	24.2	21.5	24.5	23.3	21.1			

주: 2008년 세전이익이 대폭 증가한 이유는 한화건설로부터 손해 배상금을 받는 등 일회성 이익 발생 때문

자료: 대우증권 리서치센터

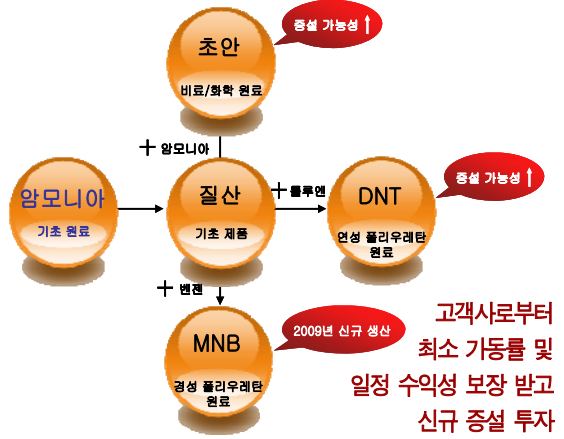
그림 1. 투자포인트① 안정적인 사업 구조



주: 휴켄스 영업이익과 영업이익률 추이

자료: 휴켄스, 대우증권 리서치센터

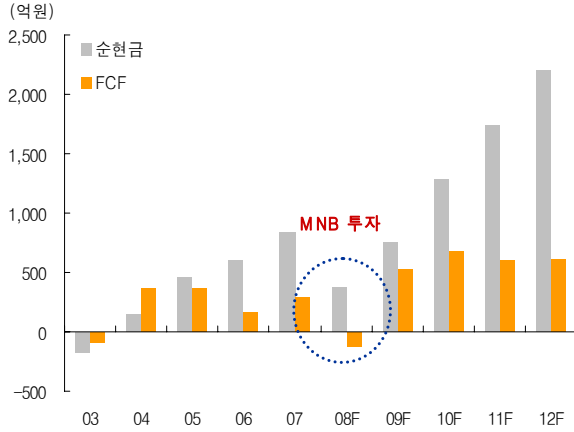
그림 2. 투자포인트② 보장된 성장성



주: 휴켄스 주력 제품 현황

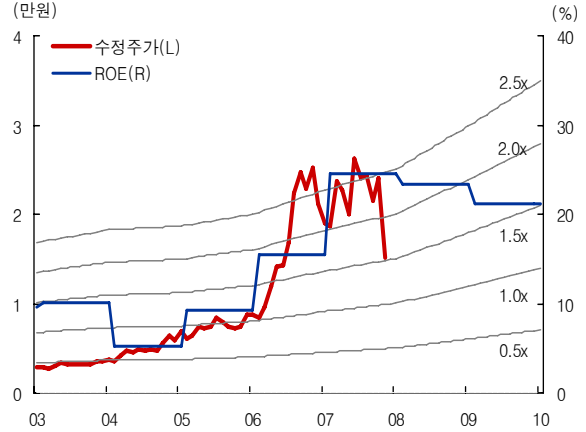
자료: 대우증권 리서치센터

그림 3. 투자포인트③ 높은 재무 안정성 및 현금 창출 능력



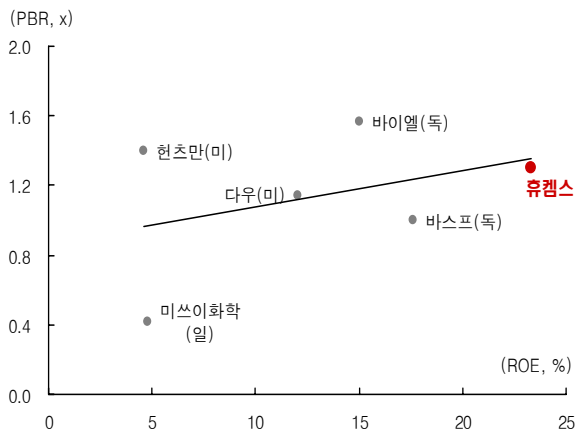
주: 휴켄스 순현금과 FCF 추이, 자료: 대우증권 리서치센터

그림 4. 휴켄스 PBR 밴드와 ROE 추이



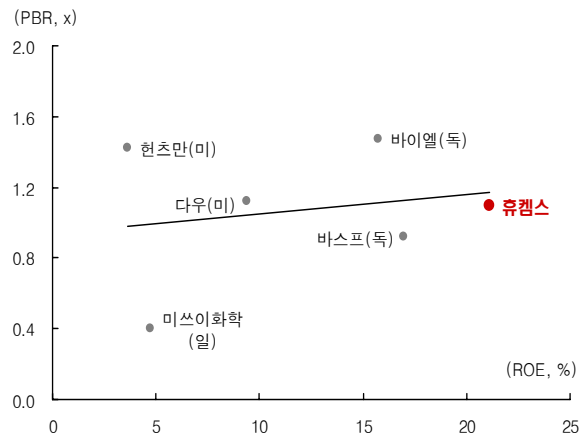
자료: 대우증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리우레탄 업체들 PBR-ROE 비교(09F)



주: 휴켄스를 제외한 기타 업체들은 폴리우레탄 일괄 생산 체제 구축  
자료: I/B/E/S, 대우증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 폴리우레탄 업체들 PBR-ROE 비교(10F)



주: 휴켄스는 폴리우레탄 체인의 일부인 DNT, MNB 제조  
자료: I/B/E/S, 대우증권 리서치센터

**휴켄스 [069260]**

예상 손익계산서(요약)				
(십억원)	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
<b>매출액</b>	<b>302</b>	<b>425</b>	<b>524</b>	<b>509</b>
매출원가	242	340	422	404
매출총이익	59	86	102	106
판매비와관리비	22	25	29	30
<b>영업이익</b>	<b>38</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>76</b>
영업외손익	2	11	2	5
금융손익	3	3	1	5
외환관련손익	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	9	0	0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>40</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>80</b>
계속사업법인세비용	12	21	21	22
계속사업이익	28	50	54	58
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>28</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
RI	28	50	54	58
EBITDA	54	77	93	93
FCF	28	-12	52	67
매출총이익률(%)	19.7	20.1	19.5	20.7
EBITDA마진율(%)	18.0	18.1	17.7	18.3
영업이익률(%)	12.5	14.2	14.0	14.8
순이익률(%)	9.4	11.7	10.4	11.4

예상 대차대조표(요약)				
(십억원)	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
<b>유동자산</b>	<b>154</b>	<b>166</b>	<b>218</b>	<b>263</b>
현금 및 현금등가물	64	26	44	52
매출채권	42	69	79	77
재고자산	15	18	24	23
기타유동자산	34	52	71	111
<b>비유동자산</b>	<b>97</b>	<b>134</b>	<b>135</b>	<b>124</b>
투자자산	9	24	26	28
유형자산	88	110	109	97
무형자산	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>251</b>	<b>300</b>	<b>353</b>	<b>388</b>
<b>유동부채</b>	<b>53</b>	<b>83</b>	<b>94</b>	<b>86</b>
매입채무	22	31	40	38
단기차입금	10	36	34	29
유동성장기부채	0	0	0	0
기타유동부채	21	15	19	19
<b>비유동부채</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
기타비유동부채	5	4	4	5
<b>부채총계</b>	<b>58</b>	<b>87</b>	<b>98</b>	<b>90</b>
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	108	108	108	108
이익잉여금	64	103	144	187
<b>자본총계</b>	<b>193</b>	<b>213</b>	<b>254</b>	<b>297</b>

예상 현금흐름표(요약)				
(십억원)	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>71</b>	<b>75</b>
당기순이익	28	50	54	58
비현금수익비용가감	18	19	21	18
유형자산감가상각비	16	17	20	17
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	2	1	1
영업활동으로 인한 현금및부채의 변동	-8	-34	-4	-1
매출채권 감소(증가)	-1	-28	-10	0
재고자산 감소(증가)	0	-3	-6	1
매입채무 감소(증가)	-9	9	9	-2
기타자산, 부채변동	3	-12	3	0
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-5</b>	<b>-66</b>	<b>-38</b>	<b>-47</b>
유형자산처분(취득)	-8	-40	-18	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-12	-2	-2
기타투자활동	4	-15	-18	-40
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>
사채및차입금의 증가(감소)	10	25	-2	-6
자본의 증가(감소)	-6	-30	-13	-15
배당금의 지급	-6	-10	-13	-15
기타재무활동	0	-1	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>38</b>	<b>-38</b>	<b>18</b>	<b>8</b>
기초현금	26	64	26	44
기말현금	64	26	44	52

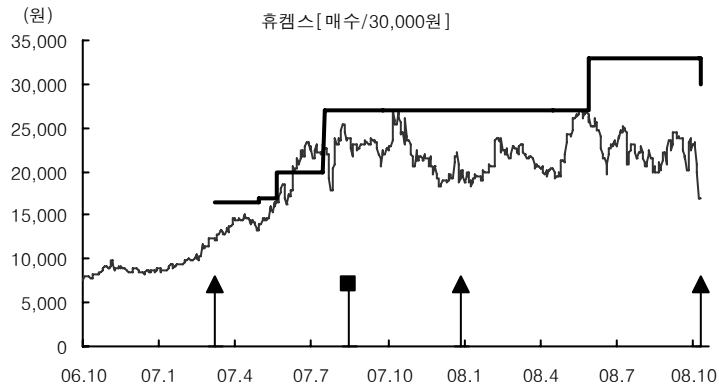
예상 주당가치 및 valuation(요약)				
	12/07	12/08F	12/09F	12/10F
P/E(x)	14.3	6.5	5.9	5.6
P/CF(x)	9.0	6.4	5.8	5.6
P/B(x)	2.1	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(x)	5.9	3.7	2.7	2.1
EPS(원)	1,328	2,337	2,556	2,738
CFPS(원)	2,102	3,119	3,481	3,553
BPS(원)	9,084	10,020	11,952	13,970
DPS(원)	490	650	750	850
배당성향(%)	36.9	26.7	28.2	29.8
배당수익률(%)	2.6	3.3	3.8	4.3
매출액증가율(%)	0.3	40.9	23.3	-2.9
EBITDA증가율(%)	28.9	41.5	20.8	0.1
영업이익증가율(%)	76.0	59.5	21.5	3.3
EPS증가율(%)	86.7	76.0	9.3	7.1
매출채권 회전을	7.3	7.6	7.1	6.5
재고자산 회전을	21.0	26.1	25.0	21.8
매입채무 회전을	11.5	16.0	14.7	13.0
ROA(%)	12.0	18.1	16.7	15.8
ROE(%)	15.5	24.5	23.3	21.1
ROIC(%)	25.2	31.8	32.0	34.3
부채비율(%)	29.8	40.6	38.6	30.4
유동비율(%)	290.8	200.6	232.4	307.2
순차입금/자기자본(%)	-43.3	-17.4	-29.4	-43.1
영업이익/금융비용(x)	194.4	33.3	23.6	27.3

자료: 대우증권 리서치센터 예상

■ Compliance Notice

- 당사는 2008년 10월 28일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 2008년 10월 28일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 2008년 10월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자자의 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대수익 기준)  
 매수(시장대비 20% 이상의 초과 수익 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과 수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우),  
 중립(시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락 예상)
- 투자자의견 및 목표가 등 추이(투자자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)

주가(—), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.