2005. 12. 12

initiating Coverage / 화학

신은주 선임연구원

02-3777-8064

ejshin@hannuri.co.kr

휴켐스(069260) BUY

3대 호재에 주목!

- 휴켐스는 남해화학에서 분할된 정밀화학 업체로 DNT, 질산, 초안 등의 국내 독과점 제조 업체이다. 동사의 원가하락, 수요개선과 원가절감시설 완공 이라는 3대 호재를 고려하여 투자의견 BUY, 목표주가를 11,000원으로 제시한다.
- 동사에 대해 BUY투자의견을 제시하는 이유는

  1. 동사는 주요 제품의 독점적 지위를 바탕으로 원재료가격 하락과 수요 개선의 수혜를 거둘 전망이다. 정유사 및 NCC업체들의 투자사이클 돌입으로 원재료인 톨루엔 가격은 하향 안정될 전망이나 수요 제품인 TDI는 장기간의 공급과잉기를 지나 북미의 수급이 타잇해짐을 시작으로 점차 업황이 개선될 것으로 예상한다.
  2. 두번째로는 2006년 말 희황산농축공장 및 농질산공장 완공으로 원가 절감이 기대되기 때문이다. 향후 신규 설비완공 후에는 희황산을 농황산으로 재활용하는 게 가능해져 연간 90억원에 달하는 황산구매비용의 절감이 가능해진다. 자본비용을 고려 후 연간 60억원의 원가절감으로 2007년부터 대폭적인 수익성 개선이 기대된다.
  3. 안정적인 배당성향 유지 전망이다. 2002년 9월 남해화학에서 분사이후 동사의 배당성향은 해마다 30%를 상회해왔다. 향후 독과점적인 시장지위를 바탕으로 개선된 업황의 수혜까지 입어 현금흐름이 확대될 전망이다. 따라서 주당배당액의 지속적인 상승이 예상된다.
- 투자의견 BUY, 목표주가 11,000원으로 제시 : 적정EV/EBITDA 5.15배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 적정 EV/EBITDA는 5대 석유화학업체 평균 4.7배와 이익모멘텀이 둔화되는 NCC업체를 제외한 석유화학업체 평균 5.6배를 동시에 고려하였다.

Valuation Summary

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	EBITDA (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (X)	PBR (X)	ROE (%)	EV / EBITDA (X)
2003	2,519	164	336	133	624	11.3	1.0	9.6	5.7
2004	3,062	213	429	152	716	9.9	1.0	10.1	3.5
2005E	2,942	209	429	150	705	10.0	0.9	9.3	3.2
2006E	2,996	247	459	178	836	8.4	0.8	10.4	2.9
2007E	3,049	289	511	209	983	7.2	0.8	11.3	2.4

2005년 12월 9일

	(단위: 원)
거래소 코드	6926.KS
투자의견	BUY
목표주가	11,000

주가	7,060(원)
KOSPI	1317.42
KOSDAQ	726.14
52주 최고/최저	7,060/3,725(원)
시가총액	150(십억원)
발행주식수	21,291(천주)
거래량(60일평균)	59(천주)
거래대금(60일평균)	391(백만원)
배당수익률(Dec 05)	3.26%
외국인 지분율	1.16%
주요주주	농협중앙회 56.0%

수익률(%)	1M	3M	12M
절대주가	4.4	21.3	76.1
상대주가	-0.4	8.1	12.9
향후 2년 평균 EPS 예상증가율			18.0%

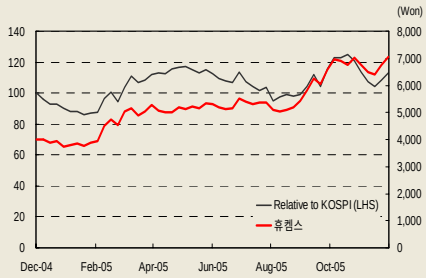
Market Consensus

Sell — Buy

	#	Mean	High	Low
목표주가				
EPS(2005E)				
EPS(2006E)				

주) ▲ : 한누리 ● : 컨센서스(FnGuide제공)

주가 및 KOSDAQ 대비 수익률



1. 투자의견 및 Valuation

휴켐스는 DNT, 질산 등을 국내에서 독과점으로 생산하는 업체이다. DNT와 질산은 TDI와 MDI의 원료이며 이들은 PPG와 더해져 폴리우레탄을 만드는 데 사용된다.

원가하락과 수요개선-마진확대

동사에 대해 BUY 투자의견과 목표주가를 이유는 다음과 같다.

1. 원재료인 톨루엔 가격은 장기적으로 하향 안정될 전망이고 수요제품인 TDI 가격은 점차 회복될 전망이기 때문이다. 정유사 및 NCC업체들의 투자사이클 돌입으로 원재료 가격은 하향될 전망이나 TDI는 장기간 공급과잉기를 지나 북미의 수급이 타잇해짐을 시작으로 점차 업황이 개선될 것으로 전망한다.

2. 2006년 말 희황산농축공장 및 농질산공장 완공으로 원가 절감이 기대되기 때문이다. 동사는 연간 90억원에 달하는 황산을 남해화학으로부터 구매해왔다. 그러나 향후 신규 설비완공 후에는 희황산을 농황산으로 재활용하는 게 가능해져 황산구매비용의 절감이 가능하다. 자본비용을 고려 후 연간 60억원의 원가절감으로 2007년 이후 대폭적인 수익성 개선이 기대된다.

3. 안정적인 배당성향 유지 전망이다. 2002년 9월 남해화학에서 분사이후 동사의 배당성향은 해마다 30%를 상회해왔다. 향후 독과점적인 시장지위를 바탕으로 개선된 업황의 수혜까지 입어 현금흐름이 확대될 전망이다. 따라서 주당배당액의 지속적인 상승이 예상된다.

목표주가 11,000원

동사에 대해 목표주가는 11,000원이다. 목표주가는 5대 석유화학업체 4.7배와 NCC업체 제외한 2006년 예상 EV/ EBITDA 5.6배의 평균을 적용한 수준이다. 5대 석유화학업체가 주로 이익모멘텀이 약화되는 NCC업체 위주이며, 석유화학업종이 시장평균 EV/EBITDA수준인 6~7배 대비 할인되어 거래되고 있음을 고려해 볼 때 보수적인 밸류에이션이라고 판단된다.

표 1. 휴켐스의 적정주가 산정

1) 휴켐스의 적정 EV

석유화학업체 2006년 예상EV/EBITDA	5.15	(A)
휴켐스의 2006년 예상 EBITDA	459억원	(B)
휴켐스의 적정EV (A*B)	2,364억원	

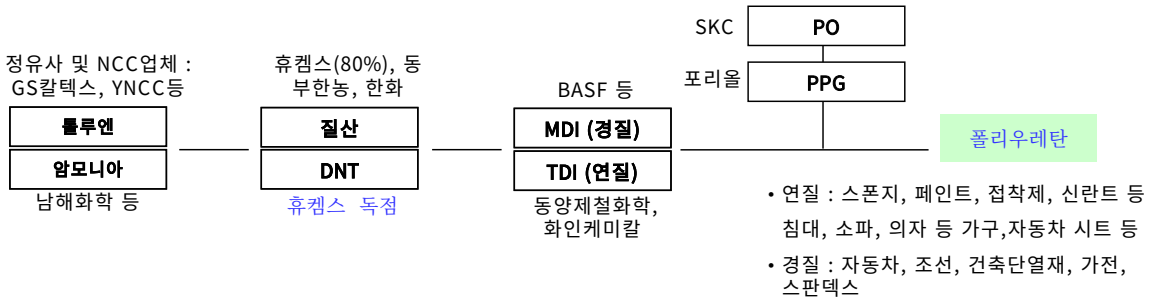
2) 휴켐스의 주당 적정주가

휴켐스의 순부채	(140.4억원)
휴켐스의 적정시가총액	2,504억원
휴켐스의 주식수	21,290,932
휴켐스의 적정주가	11,000원

자료 : 한누리투자증권

2. 원재료 가격하락과 수요개선

그림 1. 폴리우레탄 제조 흐름 – 공정 및 업체

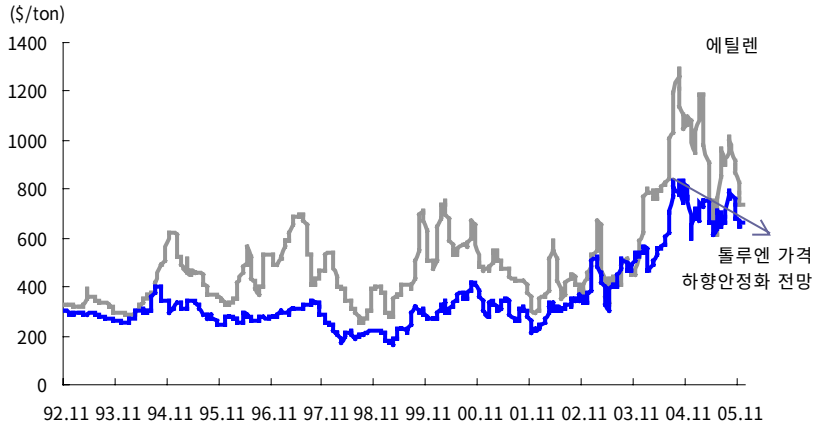


자료: 한누리투자증권

주요 원재료인 톨루엔 가격 장기적으로 하향 전망

휴켐스의 주요제품(매출 비중 40%)인 DNT의 원재료인 톨루엔 가격이 장기적으로 하향 안정화될 것으로 전망한다. 유화경기 사이클의 정점 통과 이후 톨루엔 가격도 에틸렌 하락 폭보다는 적지만 장기적으로 하락할 것으로 예상된다. NCC업체와 정유업체들의 호황기 통과에 따른 재투자 기간 돌입으로 톨루엔 공급이 증가할 것이기 때문이다. 국내 톨루엔 공급은 191만톤으로 GS칼텍스 70만톤, SK 33만톤 등 정유사의 생산비중이 높다. 정유사들은 톨루엔을 포함한 벤젠, 자일렌등 방향족 부문이 에탄베이스의 중동증설의 영향이 적어 이 부문의 증설을 주로 계획하고 있다.

그림 2. 톨루엔 가격 추이 및 전망 : 하향안정 전망



자료 : Thomson Datastream, 한누리투자증권 추정

TDI가격 바닥지나고 상승 중, 질산은 한국바스프 장기공급계약으로 안정적 판로 확보

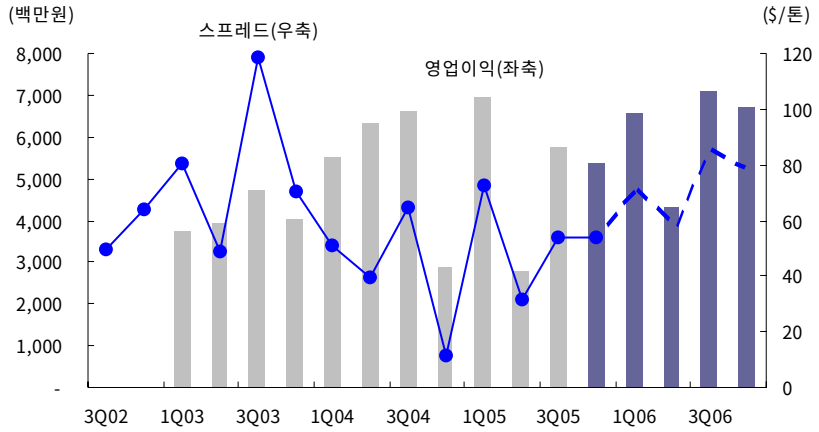
수요 – TDI, 저점 지났다

휴켐스의 DNT를 원료로 만들어지는 TDI는 연질 폴리우레탄의 원료이다. 2003년 한국바스프의 TDI 14만톤 증설(세계 수요 140만톤의 10% 해당) 등으로 인한 과잉공급으로 TDI가격은 약세를 지속해 왔다. 그러나 최근 미국의 허리케인 등의 영향으로 가격이 상승하고 있다. 북미 지역에서는 Huntsman 4만톤의 허리케인 영향에 따른 가동중단과 Lyondell Chemical의 16만톤 플랜트 폐쇄 등 공급감소가 있었고 허리케인 피해복구를 위한 가구용 연질폼 수요가 늘어나고 있어 TDI의 미국 가격은 $3,000달러로 급등한 상황이다.

질산, 2003년부터 15년간 한국바스프에 공급계약

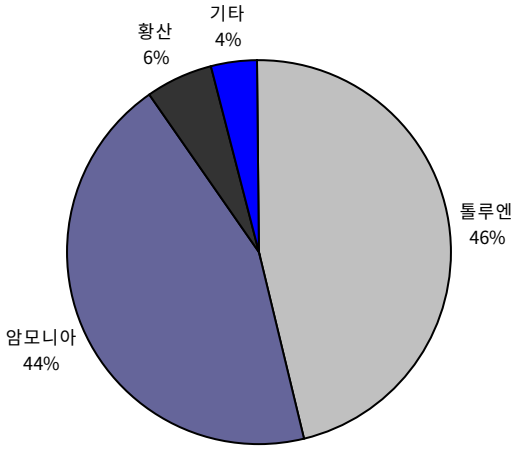
한국바스프는 MDI, TDI, PPG등의 일관 생산 체제를 갖추고 동사로부터 질산을 구매하여 TDI 16만톤, MDI 10만톤 등을 생산하고 있다. 한국 바스프는 연간 20만톤 이상의 질산을 동사로부터 지속적으로 구매할 전망으로 안정적인 판로가 확보되어 있는 상태이다.

그림 3. (NT –톨루엔 스프레드)*0.4+(질산-암모니아 스프레드)*0.27 과 영업이익추이



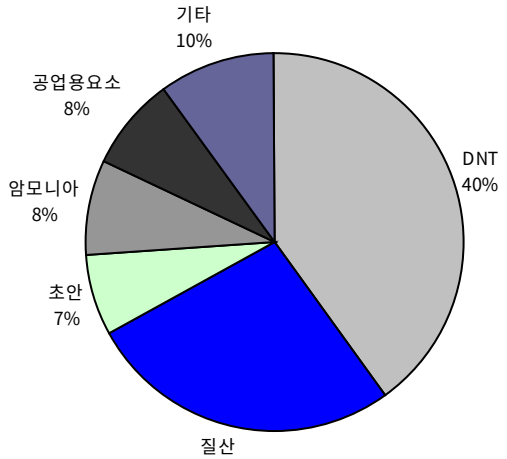
주 : 2 개월 시차 적용 (원재료가격과 판매가격 매칭시기 - 구매와 판매기간 격차 고려) 자료: KITA,한누리투자증권 추정

그림 4. 휴켐스의 원가구조



자료: 휴켐스, 한누리투자증권 추정

그림 5. 휴켐스의 매출구성



주 : 2005 년 상반기 기준

3. 신규 설비 : 2007년부터 원가절감 효과

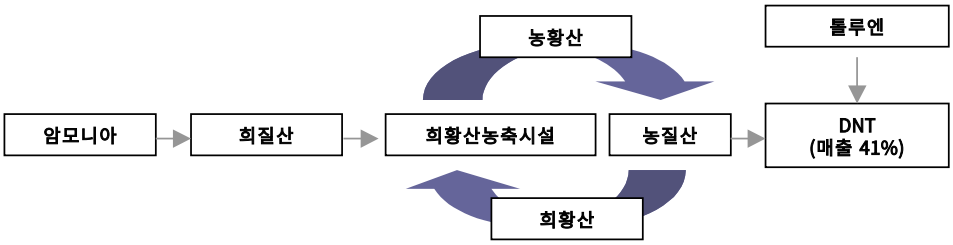
희황산농축공장 및 제3농질산공장 2006년 말 완공 예정

신규 설비 완공, 연간 원가절감액 60억 상회 예상

2006년 말 희황산농축공장(연산 32만톤) 및 제3농질산공장(연산 6.6만톤) 완공으로 연간 60억원 이상의 원가절감이 가능할 전망이다. 희황산 농축공장의 준공으로 희황산의 재사용이 가능해져 황산구매비용(연간 구매비 90억원)이 절감되기 때문이다. 물량측면에서는 노후화된 제1농질산공장을 스크랩하여 물량증가 요인은 없다.

공정상으로 암모니아가 희질산이 된후 희질산(65%질산, 35% 물)은 물을 탈수하여 농질산화(95%질산)가 되어야 한다. 이때 농황산이 들어가 물을 흡수하게 되는 데, 휴켐스는 농황산을 남해화학으로부터 구매해왔다. 농황산이 물을 흡수하며 희황산이 되는 데, 과거 이의 처리 역시 남해화학(인산공장에 가져감)이 맡아왔다. 그러나 희황산 농축시설에서는 희황산이 재사용되어 농황산이 되기 때문에 향후 황산을 구매할 필요가 없어진다.

그림 6. 농질산화 공정



자료: 휴켐스, 한누리투자증권

표 2. 희황산농축공장 및 제 3 농질산공장 : 사업규모 및 사업효과

사업효과	내용	연간비용절감 예상액
	황산 구매 및 처리비용 절감	58억원
	일관생산에 의한 인건비절감	5억원
사업규모	농질산공장 6.6만톤 희황산농축공장 32만톤 총투자비 150억원, 2006년 말 완공예정	

자료: 휴켐스

4. 배당투자 매력과 매각에 대한 조심스런 기대

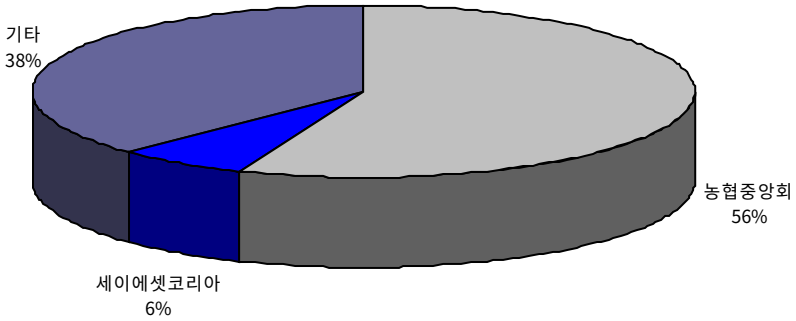
꾸준한 배당, 배당성향 30% 상회 유지 전망

휴켐스의 배당성향은 과거 2003년과 2004년 각각 31.0%, 31.4%에 달한다. 동사의 안정적인 수익구조를 고려해 볼 때 30%를 상회하는 배당성향은 유지될 전망이며 2005년에도 주당 250원의 배당(배당성향 35.5%)이 기대된다. 따라서 현주가 기준으로 배당수익률은 3.5%로 과거 2002년, 2003년, 2004년 6.0%, 6.2%, 5.9%보다는 낮지만 여전히 배당투자매력이 있다고 판단된다.

독과점적 시장지위, 매각대상으로서 매력 높다

휴켐스는 2002년 9월 남해화학 정밀화학 부문이 인적분할되면서 상장된 업체이다. 현재 대주주는 남해화학의 대주주이기도한 농협중앙회이다. 동사는 주력제품인 DNT는 국내 독점생산, 질산의 시장점유율은 80%에 달하는 등 시장지위가 확실하여 안정적인 수익구조가 유지될 전망임에 따라 향후 매각 대상으로서의 매력도 적지 않은 것으로 추정된다.

그림 7. 주주구성



자료: 휴켐스, 한누리투자증권

5. 매출 및 이익과 재무구조

매출 및 이익 전망

매출은 안정적 성장 전망

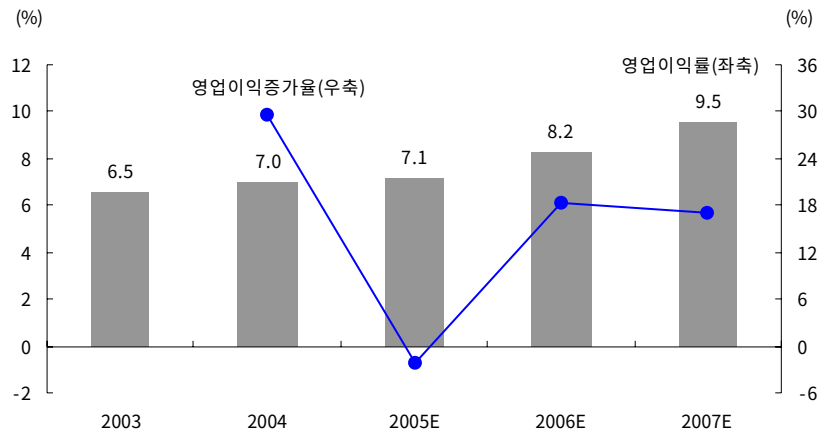
2006년~2007년에 걸쳐 휴켐스는 안정적인 매출 성장과 높은 수익성 개선을 나타낼 전망이다. 매출액 성장이 안정적일 것으로 전망하는 이유는 원재료가 하락에 따라 판매가격이 일정부분 동행할 것으로 보이기 때문이다. 그러나 원재료가격 보다 하락 폭은 적어 마진은 확대될 것으로 전망한다. 2006년 예상 매출액은 2,996억원, 2007년은 3,049억원으로 수요회복에 따른 판매량 증가로 소폭 상승 추이를 나타낼 것으로 예상한다.

영업이익 추이

2006년, 영업이익증가율 18%

동사의 2006년 영업이익은 전년 대비 18.2% 증가한 247억원으로 추정되며, 2007년에는 전년대비 17.1% 증가한 289억원에 이를 전망이다. 연간 영업이익률도 2005년의 7.1%에서 2006년 8..2%, 2007년 9.5%로 지속적으로 상승할 것으로 추정된다.

그림 8. 영업이익률과 영업이익증가율



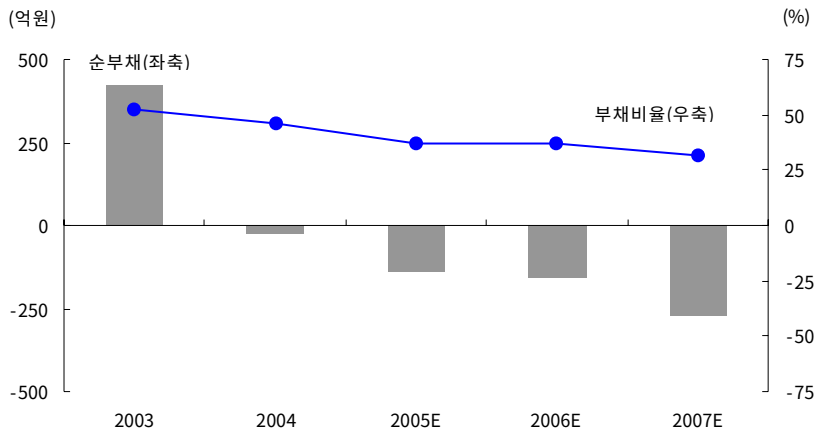
자료 : 휴켐스, 한누리투자증권

우량한 재무구조

사실상 무차입 경영, 재무구조 우량

휴켐스는 2004년부터 차입금 보다 보유 현금성자산이 많은 사실상 무차입경영 상태이다. 장기차입금과 사채 등 장기성 부채는 없으며 단기차입금만 사용하고 있는 상황이다. 향후에도 증설이나 유지보수 투자 규모가 연간 EBITDA규모보다 크지 않을 전망임에 따라 우량한 재무구조는 지속적으로 더욱 더 우량해질 것으로 예상한다.

그림 9. 순부채와 부채비율 추이



자료: 휴켐스, 한누리투자증권 추정

손익계산서 (십억원)

Income Statement year end	2003	2004	2005E	2006E	2007E
매출액	252	306	294	300	305
매출원가	217	265	254	255	255
매출총이익	35	41	40	45	50
판매 및 일반관리비	18	19	19	20	21
인건비	3	4	5	5	6
감가상각비	0	0	0	0	0
판매비	13	12	7	7	7
기타	2	2	7	7	7
영업이익	16	21	21	25	29
영업외수익	2	4	3	3	3
이자수익	0	0	1	1	1
외환관련이익	1	1	1	1	1
지분법평가이익	-	-	-	-	-
기타	1	2	1	1	1
영업외비용	3	3	3	2	2
이자비용	1	1	1	1	1
외환관련손실	0	1	1	0	0
지분법평가손실	-	-	-	-	-
기타	1	1	1	1	1
영업외수지	(1)	0	0	1	1
경상이익	15	22	21	25	30
특별이익	0	0	0	0	0
특별손실	0	0	0	0	0
법인세전이익	15	22	21	25	30
법인세	2	6	6	7	9
순이익	13	15	15	18	21
EBITDA	34	43	43	46	51
EBIT	16	21	23	26	31

대차대조표 (십억원)

Balance Sheet year end	2003	2004	2005E	2006E	2007E
자산총계	220	227	227	244	255
유동자산	71	96	93	101	114
현금 및 현금등가물	8	27	27	29	41
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	42	46	44	48	49
재고자산	19	20	19	21	21
기타	2	2	(1)	10	16
고정자산	149	131	134	143	141
투자자산	10	9	10	10	11
유형자산	138	122	123	132	130
무형 및 이연자산	1	1	0	0	0
부채총계	75	71	62	66	61
유동부채	61	53	42	46	41
매입채무	33	44	25	25	26
단기차입금	50	25	13	14	14
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타	(22)	(17)	4	6	1
고정부채	15	19	20	20	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타	15	19	20	20	20
자본총계	145	156	166	178	194
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	108	108	108	108	108
이익잉여금	15	26	36	48	64
자본조정	0	0	0	0	0
순부채	42	(2)	(14)	(15)	(27)
이자지급성부채	50	25	13	14	14

현금흐름표 (십억원)

Cashflow year end	2003	2004	2005E	2006E	2007E
영업활동으로 인한 현금흐름	32	41	27	35	36
순이익	13	15	15	18	21
+ 비현금비용	20	27	22	21	22
유/무형자산 상각	17	22	20	20	21
퇴직급여	3	5	2	1	1
외화환산손실	0	1	1	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
- 비현금수익	0	0	0	0	0
외화환산이익	1	1	1	1	1
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
*Gross CashFlow	34	42	37	39	43
순운전자본감소(증가)	2	(0)	(10)	(4)	(7)
기타	(4)	(1)	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(29)	(6)	0	0	0
설비투자	(38)	(4)	(21)	(28)	(18)
**Free CashFlow	69	45	49	63	54
투자자산감소(증가)	(2)	(0)	(1)	(0)	(0)
기타	10	(1)	22	28	18
재무활동으로 인한 현금흐름	2	(16)	(5)	(5)	(5)
단기차입금 증가(감소)	4	(12)	1	1	0
장기차입금 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채 증가(감소)	0	0	0	0	0
유동성장기부채 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(3)	(4)	(5)	(5)	(5)
기타	(0)	(0)	(0)	0	0
조정항목	0	0	0	0	0
순현금흐름	4	19	(19)	2	2
기초현금	4	8	26	7	9
기말현금	8	26	7	9	11

재무비율 및 주당지표

Cashflow year end	2003	2004	2005E	2006E	2007E
성장성 (yoy, %)					
매출액	288.2	21.5	(3.9)	1.8	1.8
영업이익	170.0	29.7	(2.0)	18.3	17.1
경상이익	162.3	41.1	(1.5)	18.7	17.6
순이익	200.9	14.7	(1.5)	18.7	17.6
EBITDA	232.8	27.8	(0.1)	7.1	11.4
EBIT	170.0	29.7	8.1	14.1	16.1
EPS	(12.6)	14.7	(1.5)	18.7	17.6
수익성 (%)					
영업이익률	6.5	7.0	7.1	8.2	9.5
경상이익률	6.1	7.0	7.2	8.4	9.7
순이익률	5.3	5.0	5.1	5.9	6.9
EBITDA 마진율	13.3	14.0	14.6	15.3	16.8
EBIT	6.5	7.0	7.8	8.8	10.0
ROE	9.6	10.1	9.3	10.4	11.3
ROA	6.3	6.8	6.6	7.6	8.4
주당지표(원)					
EPS	623.7	715.5	704.7	836.4	983.4
BPS	6,797.0	7,319.4	7,774.1	8,360.5	9,093.9
CFPS	1,582.2	1,981.8	1,731.9	1,826.5	2,020.8
주당 EBITDA	1,577.2	2,015.7	2,013.2	2,155.3	2,401.5
DPS(보통주)	210.0	230.0	250.0	250.0	250.0
안정성					
차입금/자기자본(%)	34.6	16.2	8.0	7.8	7.3
순차입금/자기자본(%)	29.2	(1.4)	(8.5)	(8.6)	(14.0)
이자보상비율(배)	16.0	35.2	n/a	n/a	n/a
매출채권회전율(배)	6.0	7.0	6.5	6.5	6.3
유동비율	116.6	182.3	221.5	220.6	277.7

Compliance Notice

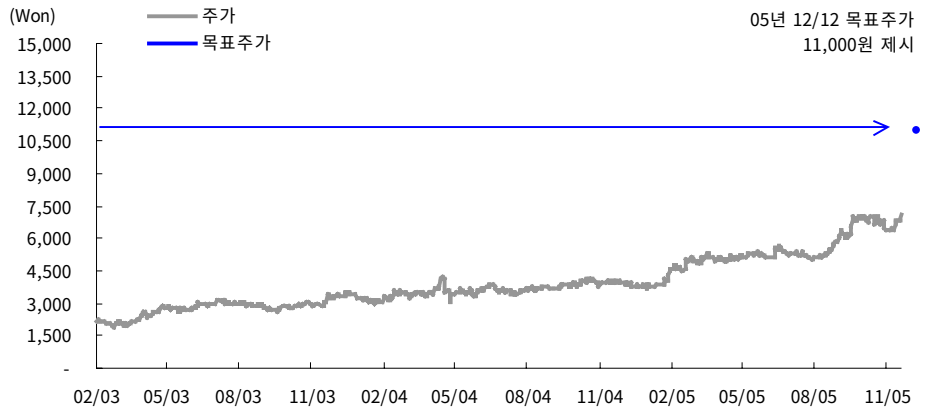
2005년 12월 12일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 신은주 선임연구원

본 자료 내용 중 일부는 일부 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	적정주가	비고
휴켐스	205 - 12 - 12	BUY	11,000	

휴켐스 주가 및 한누리 목표주가



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종 (Sector)	Overweight (비중확대)	시장대비 10% 이상 상승 예상
	Neutral (비중유지)	시장대비 –10%~10% 수익 예상
	Underweight (비중축소)	시장대비 10% 이상 하락 예상
기업	BUY (매수)	추정 적정주가가 10% 이상 상승 가능성 보유
	HOLD (보유)	추정 적정주가가 –10%~10%의 상승여력 보유
	SELL (매도)	추정 적정주가가 10% 이상 하락 가능성 보유

본 저작물은 한누리투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, 한누리투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다.
저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

Hannuri Investment & Securities Co., LTD.
21,22/F Good Morning Tower
23-2, Yuido-dong, Youngdungpo-gu
Seoul, 150-010
Korea
Tel (822)3777-8000
Fax (822)3777-8295

Although the information in this report has been obtained from sources that Hannuri Investment & Securities believes to be reliable, we do not guarantee its accuracy, and such information may be incomplete or condensed. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. This report is for information purposes only and is not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any security.