

Buy

(A06926.KS)

가 (01/26) : 8,820
가 : 12,000

가
UN

Company Data

KOSPI지수	1,371.33
KOSDAQ지수	583.15
액면가(원)	1,000
유통발행주식수(보통주,백만주)	21.29
자본금(보통주,억원)	212.91
시가총액(억원)	1,877.86
외국인지분율	0.64
52주	최고(원) 9,800
	최저(원) 5,580
52주 베타	0.68
60일평균거래량(주)	66,012
과거2년평균 배당성향(%)	36.62
향후3년 EPS성장률(%)	47.38

[Investment Points]

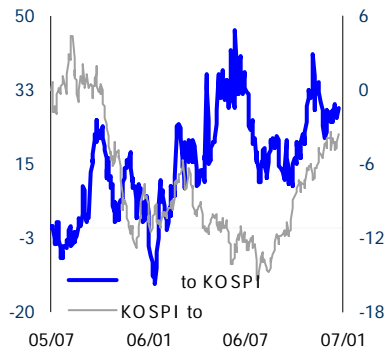
2006 2Q 가 []
매출액 3,009억원(YoY +9.1%), 영업이익 216억원(YoY +79.2%), 경상이익 206억원(YoY +70.7%), 당기순이익 151억원(YoY +82.9%)을 달성하였음.

신규시설 완공을 통해 57억원/년의 비용이 절감될 것으로 전망됨. 매입하였던 원재료 중 일부를 자체적으로 충원할 수 있기 때문임.

CDM UN

신규사업인 CDM(청정개발체제)사업이 UN에 최종 등록되었음. 연간 최소 32억원의 수익이 가능한 것으로 판단됨.(탄소배출권 가격 10€ 기준)

Relative Performance



실적 및 지표 추이

구 분	2004	2005	200612F	200712F	200812F
매출액 (억원)	3,062	2,759	3,010	3,131	3,163
(YoY) (%)	-	-9.9%	9.1%	4.0%	1.0%
영업이익 (억원)	213	121	216	300	347
(YoY) (%)	-	-43.4%	79.2%	38.8%	15.6%
경상이익 (억원)	216	121	206	296	353
순이익 (억원)	152	83	152	220	265
EPS (원)	716	389	712	1,032	1,243
(YoY) (%)	14.7	-45.6	83.1	44.9	20.5
PER (배)	5.5	18.9	12.7	8.7	7.3
EV/EBITDA (배)	1.6	3.4	2.9	1.7	0.8
ROE (%)	10.1	5.3	9.2	12.3	13.4

유화증권 투자분석팀
Analyst : 이재원(3770-0453)
Jwlee0622@yahoo.co.kr

2006 2Q 가 ->

[표1] 2006년 잠정실적 (단위 : 억원)

	매출액	영업이익	경상이익	순이익
잠정실적	3,010	216	206	151
작년실적	2,759	121	121	83
증감율	+9.1%	+79.2%	+70.7%	+82.9%
추정실적	3,076	205	210	156
차이액	-66	11	-4	-5
차이율	-2.2%	5.5%	-2.0%	-2.9%

자료 : 유회증권 추정

동사는 2006 년에 매출액 3,009 억원(YoY +9.1%), 영업이익 216 억원(YoY +79.2%), 경상이익 206 억원(YoY +70.7%), 당기순이익 151 억원(YoY +82.9%)의 실적을 나타냈다.

분기	주요내용	영업이익 (YoY)
1Q	2005년 11월부터 시작된 공장가동 중지의 여파로 실적이 악화되었으나, 1Q 후반기부터 공장가동 정상화	-65.0%
2Q	1Q 미 판매액 이연효과, 정기보수기간임에도 불구하고, ASP(평균제품판매단가) 상승으로 영업이익률 상승	+96.0%
3Q	2005년 대비 변동은 없으나 2Q ASP 수준 유지로 영업이익률 상승	+20.7%
4Q	2005년 대비 공장가동 정상화 및 '희황산 농축시설' 가동으로 수익성 개선	흑자전환

57 /

동사는 총 150 억원을 투자하여 '희황산농축시설'을 2006 년 하반기에 완공하였다. 기존방식에서는 황산을 구매하고 처리하는 데에 이중으로 비용을 소비하였지만, 동 시설을 가동한 이후에는 이에 대한 비용을 감축할 수 있을 전망이다. 금액 수준은 57 억원/년의 매입 및 처리 비용이 절감될 전망이다. 동 금액은 황산매입액 97 억원(2005년)을 기준으로 했을 때, 처리비용 및 판매 비용을 감안한 비용 절감액이다.

CDM UNFCCC

동사의 CDM(Clean Development Mechanism) 사업이 2007 년 1 월 22 일 최종 단계인 UNFCCC(기후변화협약 : United Nations Framework Convention on Climate

Change)에 등록되었다. 2007 년 상반기에는 독일의 엔지니어링 회사인 UHDE 사가 이미 설계완료한 기계장치를 연결하게 되고, 배출량과 대비하여 탄소배출권을 인증 받게 된다.

UNFCCC 등록증서에 의하면 예상 감축량 110 만톤을 초과한 평균 126 만톤으로 결정되었으며, 향후 동사는 총 수익의 22%를 인식하게 된다. (카본 77%, UN 1%)

[표2] 탄소배출권 가격대비 휴켄스 이익

총배출량	가격	총판매액	휴켄스 (22%)	카본사 (76%)
120만톤	35€	511억원	112억원	398억원
	30€	438억원	96억원	341억원
	25€	365억원	80억원	285억원
	20€	292억원	64억원	228억원
	15€	219억원	48억원	171억원
	10€	146억원	32억원	114억원
	5€	73억원	16억원	57억원

자료 : 유회증권

* 환율 적용 : 1,216원/€ (2007. 01. 26 기준)

[표3] 배출가스 감소가능량 추정 (단위 : t CO₂e)

연도	연간추정
2007	1,224,476
2008 ~ 2012	1,280,429
2013	1,224,430

자료 : UNFCCC-PDD

* 단위는 CO₂ 환산량(equivalent)을 의미

가 12,000 , Buy

동사의 2007 년과 2008 년 EPS 는 각각 1,032 원, 1,245 원으로 추정된다. CB(전환사채) 및 BW(신주인수권부사채)를 발행하지 않았기 때문에 추가적으로 유통되는 주식수는 없으며, 자본의 변동이 없을 것으로 판단되기 때문에 주가의 희석가능성은 없다.

동사의 적정주가는 Forward EPS 1,051 원에 PER 11 배를 적용한 결과이다. PER 11 배는 화학산업 평균 PER 8 배를 기준, 독과점 지위 유지로 사업의 안정적인 전망과 CDM 사업 수익성의 상향 잠재성을 감안한 프리미엄의 결과이다.

Financial Statement & Ratio

Balance Sheet					Income Statement				
	200412	200512	200612F	200712F		200412	200512	200612F	200712F
	957	1,031	1,248	1,680		3,062	2,759	3,010	3,131
	275	461	675	1,069	가	2,654	2,449	2,589	2,613
	0	0	0	0		408	311	421	518
	461	359	431	458		194	190	204	217
	198	166	121	131	가	44	47	59	66
	23	44	21	22		4	5	5	5
	1,314	1,166	1,005	780		3	2	0	0
	17	17	16	17	기타	2	1	0	0
가	0	0	0	0		142	136	140	146
	1,057	879	773	544		213	121	216	300
	240	269	216	219		3	0	-10	-4
	2,271	2,197	2,253	2,460		5	9	17	26
	525	465	453	489	가	11	1	0	0
	264	374	353	383		0	0	0	0
	126	0	0	0	가	-1	0	0	0
	134	91	100	106		0	0	-2	0
	188	138	93	99	가	1	0	0	0
	0	0	0	0		0	0	0	0
	188	138	93	99		8	-8	-26	-30
	713	603	546	587		216	121	206	296
	213	213	213	213		0	0	0	0
	1,083	1,083	1,083	1,083		216	121	206	296
	262	297	410	577		63	38	54	77
	0	0	0	0		152	83	152	220
	1,558	1,593	1,707	1,873		716	389	712	1,032

Cash Flow Statement					Financial Ratio (%)				
	200412	200512	200612F	200712F		200412	200512	200612F	200712F
()	406	409	337	460	(%)				
가	152	83	152	220	가	21.5%	-9.9%	9.1%	4.0%
가	270	268	262	238	가	29.7%	-43.4%	79.2%	38.8%
가	216	212	237	238	EBIT 가	35.0%	-49.1%	68.0%	43.0%
	54	56	24	0	EBITDA 증가율	30.4%	-25.8%	31.5%	19.2%
	-16	58	-76	3	가	14.7%	-45.6%	83.1%	44.9%
가()	-42	103	-72	-27	(%)				
가()	-11	-5	45	-10		182.3%	221.6%	275.2%	343.8%
가()	62	110	-21	29		-9.5%	-29.0%	-39.5%	-57.1%
	-25	-149	-28	11		45.7%	37.9%	32.0%	31.4%
	-55	-277	-104	-29	()	19.3	197.9	1,317.0	-
()	-45	-47	-90	-8	(%)				
(가)	0	0	0	0	Operating Income Margin	7.0%	4.4%	7.2%	9.6%
(가)	-2	0	5	-5	EBIT Margin	7.2%	4.1%	6.3%	8.6%
	-9	-230	-18	-16	EBITDA Margin	14.3%	11.7%	14.2%	16.2%
	-164	-175	-38	-53	ROA	6.8%	3.7%	6.8%	9.3%
가()	-123	-126	0	0	ROE	10.1%	5.3%	9.2%	12.3%
가()	0	0	0	0	ROIC	10.5%	6.0%	12.6%	21.5%
가()	-41	-48	-38	0	()				
가()	-41	-48	-38	-53		7.0	6.7	7.6	7.0
	0	0	0	0		13.8	13.5	18.0	20.7
	0	0	0	-53		11.4	7.7	7.1	7.1
	186	-43	195	378		1.4	1.2	1.3	1.4
	78	265	221	416		2.0	1.8	1.8	1.8
	265	221	416	794		2.0	2.2	2.7	3.5

Valuation Indicator

Multiple Valuation					Discounted Valuation				
	200412	200512	200612F	200712F		200412	200512	200612F	200712F
Per Share (Won)					Dividends (Won)				
EPS	716	389	712	1,032	DPS(Comm.)	230	180	250	350
EBITDAPS	2,051	1,523	2,002	2,385	DPS(Pref.)	0	0	0	0
CFPS	1,755	1,345	1,747	2,025	Payout Ratio (%)	31.4%	46.3%	35.1%	33.9%
SPS	14,381	12,961	14,136	14,705	FCF				
BPS	7,319	7,484	8,016	8,797	Gross Cash Flow	374	286	372	431
Multiples (X)					NOPLAT	158	75	135	193
PER	5.5	18.9	12.7	8.7	EBIT	221	112	189	270
EV/EBITDA	1.6	3.4	2.9	1.7	Adjusted Taxes	63	38	54	77
EV/Sales	0.2	0.4	0.4	0.3	Total Investment	8	-66	138	9
PCR	2.2	5.5	5.2	4.5	IC(Increase)	-208	-278	-99	-229
PSR	0.3	0.6	0.6	0.6	Depre. & Amor.	216	212	237	238
PBR	0.5	1.0	1.1	1.0	Free Cash Flow	366	353	233	422

Compliance Notice

6 가 (DR, CB, IPO)
 가 3
 1%

< >
Strong Buy 6 25% 가
Buy 6 10%~25% 가
Market Perform 6 -10%~10% 가
Underperform 6 10% 가
Trading Buy 1 가
 < >
Overweight
Neutral
Underweight

가 가



Rating Change

가			
2006. 04. 17	12,000	BUY()	
2006. 05. 22	12,000	BUY()	
2006. 07. 31	12,000	BUY()	
2006. 08. 28	12,000	BUY()	
2006. 12. 11	12,000	BUY()	
2007. 01. 29	12,000	BUY()	