

(A069260)

2008 4 7

가

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

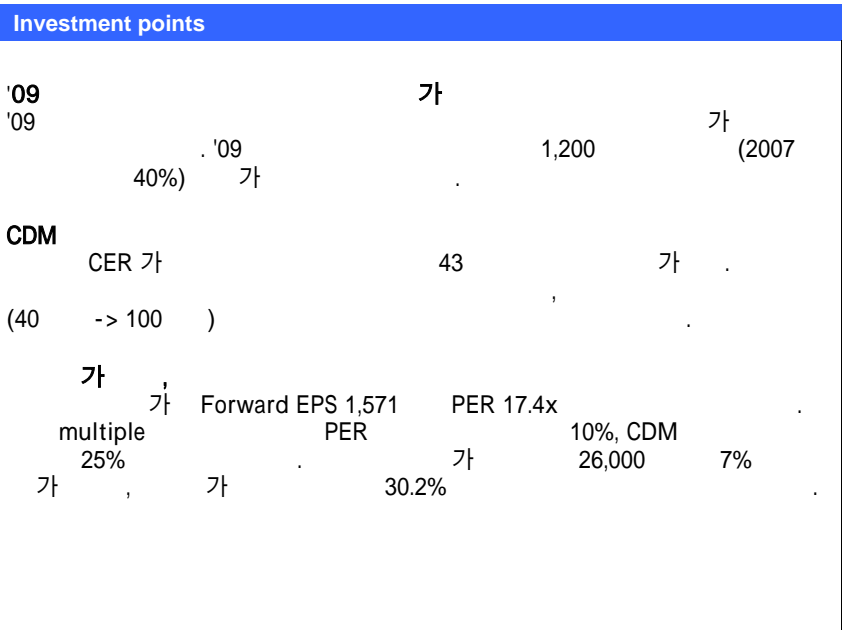
Sector

Buy

Target Price:

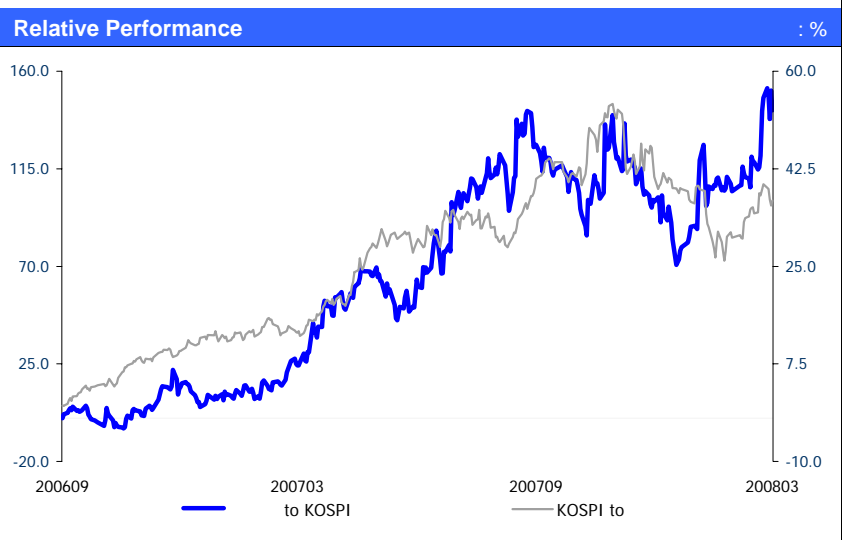
28,000

Price Performance	1M	3M	12M
(%)	-7.73	9.69	76.23
(%)	-13.12	14.92	57.15



Company Data	
KOSPI	1,766.49
KOSDAQ	648.49
가 ()	21,500
가 ()	1000.00
(,)	21.29
(,)	212.91
가 ()	4,577.55
	2.98
52 ()	27,000
52 ()	12,750
60	1.16
	179,948
2 (%)	33.20
3 EPS (%)	16.02

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()
2007.05.07	17,000()	BUY()
2007.06.04	17,500()	BUY()
2007.08.20	21,000()	BUY()
2007.10.22	26,000()	BUY()
2007.12.17	26,000()	BUY()
2008.04.07	28,000()	BUY()



FY	EPS	EPS	PER	EV/EBITDA	ROE				
2006	3,010	214	206	151	711	82.9	12.5	3.3	9.2
2007	3,018	377	399	283	1,328	86.7	14.3	6.0	15.5
200812F	3,042	414	439	313	1,469	10.6	14.6	6.7	15.3
200912F	3,796	534	560	399	1,875	27.6	11.5	5.2	17.5
201012F	4,099	587	619	442	2,074	10.6	10.4	4.5	17.1

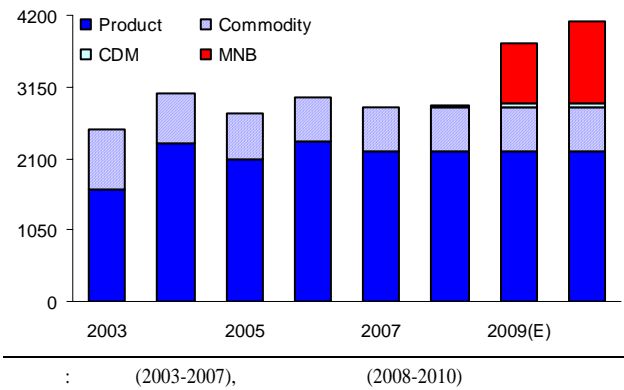
-- 4 7 6 가 (DR,CB,IPO)
-- 4 7 1%
-- 4 7 .(:)
-- 가 3

Valuation

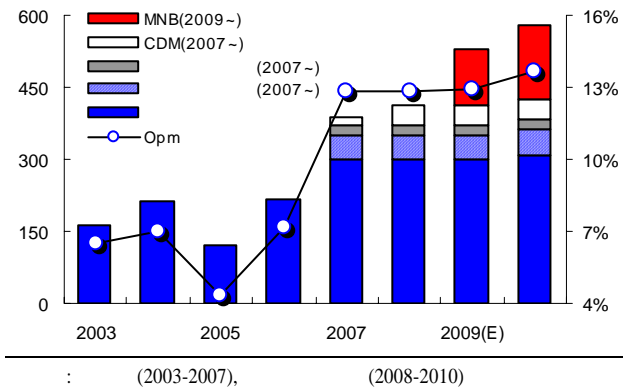
가, Forward 2009 가
 . 2009 MNB(Mono-Nitro Benzene) 900
 117 .(75%). , 가 CDM
 * 30.2% 99% , CDM 40 CER가

2009 2009 가
 가 2009 1,200 (2007
 40%) 가 , ' 15 2
 * 29% 가 (2009) 15 (2024) 14 MNB
 30% 가 dyphenyl Diisocyanate) MNB MDI(Methylene
 '가 MDI MNB MN
 -B ,
 가 가 90% MNB
 1,300 가 100 1,200
 2009 가 75% , 2010 100%

[1] (:)



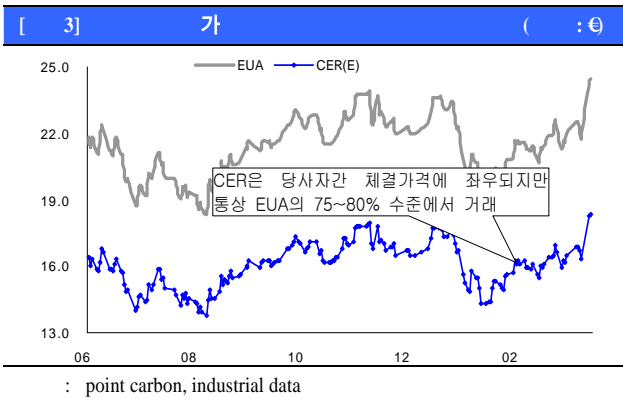
[2] (:)



영업이익률 99%인
CDM 수익성은
2007년 영업이익 기준
10%의 이익기여

CDM(Clean Development Mechanism) 사업으로 획득한 이익은 총 사업수익의 75.85%는 카본사에게 귀속되며, 2%를 UN에 제공된 이후 나머지 22.15%가 동사에게 귀속되고 있다. 카본사와 계약한 2012년까지는 동 시스템이 동일하게 적용될 예정이다. 이를 통한 동사의 수익은, 탄소배출권 시장가격 상승분을 제외하고 계산할 경우(10유로 기준) 2008년에는 40억원의 수익인식이 가능한 것으로 파악된다. 또한, 유로기준으로 수익을 인식하므로 원화 평가절하시 이익수준도 상승되는 것으로 분석된다.

CDM관련 엔지니어링설비 비용은 115억원이 소요되었으며, 운전비는 연간 약 10억원 수준이 발생하고 있다. 배출가스 저감장치에 대해서는 2013년에 카본사가 동사로 시설소유권이 이전되며, 2013년 자산 양수 이후에는 동 시설의 감가상각비도 종료되어 추가비용은 발생되지 않는 것으로 분석된다. 동사는 전세계 700여 질산공장 중 3번째로 UN에 등록하였으며, 질산공장 가동에 따라 매 분기별로 CDM수익을 안정적으로 획득하고 있다.



[1] 가 (: €) (2012)				
총배출량	가격	총판매액	휴켄스(22%)	카본사 (76%)
145만톤	45€	996억원	219억원	757억원
	40€	886억원	195억원	673억원
	35€	775억원	170억원	589억원
	30€	664억원	146억원	505억원
	25€	554억원	122억원	421억원
	20€	443억원	97억원	337억원
	15€	332억원	73억원	252억원
	10€	221	49	168
	5€	111억원	24억원	84억원

(2008. 04. 04 : 1,526.94 /€)

Valuation

적정주가 28,000원
상승여력 30.2%

* 적용 PER 17.4 x
화학산업평균 13x
+ Premium 34%

동사의 적정주가는 Forward EPS에 PER을 적용하여 산출하였다. 화학산업 평균 PER 13배를 기준으로 1)원재료 가격 매커니즘에 의해 판매가격 연동이 가능하며, 진입장벽을 비롯한 독과점 지위를 근거로 10% 프리미엄을 적용하였고, 2)'CDM'수익 상향잠재성(2008년부터 벌금이 €40에서 €100로 증가는 25%의 프리미엄을 적용하였다. 동사의 펀더멘탈과는 무관한 신용비율 2.74% 수준은 총발행주식수의 증가와 유사한 효과로 분석된다. 이에 동 비율을 discount로 적용하였으며, 변동에 따라 감안 하는 것이 적절한 것으로 판단된다. 제시한 동사의 적정주가 28,000원은 동사의 시가총액 기준으로 5,961억원 수준이다. 현재 주가 21,500원 기준(4,578억원) 대비 30.2%의 상승여력이 있어서 매수 의견을 유지한다.

[2] 가				
2008	EPS(E)	1,470	가 (9)	: 1,103
2009	EPS(E)	1,874	가 (3)	: 469
	Forward EPS(E)	1,571		
	PER	13x		
	Premium	10.0%		
	Premium	25.0%	CDM	
	Discount	2.7%		
	가	28,000	PER 17.4x	

MNB, CDM

2008 가 가 가 가 가 , CDM
 20 가 . 2009 MNB 900 , 2010 1,200
 가 가 10 , 2008
 가 . 2009 3,000
 4,000 Leverage .
 2008~2009 414 (YoY +5.91%), 534 (YoY +29.7%)
 . 2008 20
 2009 MNB 가 .

[3] (:)

	2006	2007	2008(E)	2009(E)	2010(E)
Product	2,340	2,370	2,350	2,200	2,200
Commodity	670	630	650	650	650
CDM	0	18	42	45	49
MNB				900	1200
Total	3,009	3,017	3,042	3,795	4,099

[4] (:)

	2006	2007	2008(E)	2009(E)	2010(E)
	216	288	300	300	300
		52	52	52	52
		20	20	20	20
CDM		18	42	45	49
MNB				117	156
Total	216	377	414	534	587

/ Issue

가 2010 가 12%
 가 가 가
 20 3 25
 1800MW . 2009
 2014 , 600MW 3 3000MW
 (BOT : Build-Operate-Transfer)

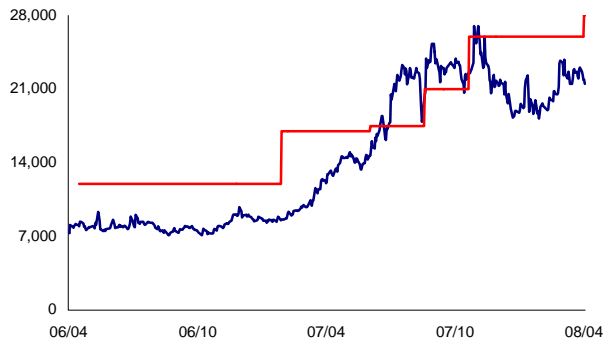
Financial Statement & Ratio									
Balance Sheet					Income Statement				
	200712	200812F	200912F	201012F		200712	200812F	200912F	201012F
	1,542	1,821	2,125	2,226		3,018	3,042	3,796	4,099
	936	1,212	1,366	1,407	가	2,423	2,409	2,989	3,218
	0	0	0	0		594	633	807	881
	419	423	527	569		217	218	273	294
	146	145	180	193	가	76	76	95	103
	41	41	52	56		4	4	4	4
	968	1,084	1,191	1,277		0	0	0	0
	6	6	8	8	기타	0	0	0	0
가	0	0	0	0		137	138	173	187
	678	721	756	785		377	414	534	587
	275	347	414	471		21	25	26	33
	2,510	2,905	3,315	3,503		36	51	61	66
	530	706	806	645		2	8	12	8
	218	193	239	257	가	0	0	0	0
	100	300	300	100		0	0	0	0
	212	214	267	288		1	0	0	0
	46	46	58	63		0	0	0	0
	0	0	0	0		0	0	0	0
	46	46	58	63		-14	-19	-23	-25
	576	753	864	708		399	439	560	619
	213	213	213	213		116	126	161	178
	1,083	1,083	1,083	1,083		283	313	399	442
	0	0	0	0		0	0	0	0
	0	0	0	0		0	0	0	0
	638	846	1,133	1,462		283	313	399	442
	1,934	2,142	2,429	2,759		1,328	1,531	1,954	2,161
Cash Flow Statement					Financial Ratio (%)				
	200712	200812F	200912F	201012F		200712	200812F	200912F	201012F
()	384	441	523	596	(%)				
가	283	313	399	442	가	0.3%	0.8%	24.8%	8.0%
가	177	154	163	170	가	76.0%	9.7%	28.9%	9.9%
가	166	154	163	170	EBIT 가	92.5%	8.5%	29.0%	10.0%
	11	0	0	0	EBITDA 증가율	33.8%	3.7%	22.5%	8.6%
가()	-76	-26	-39	-16	가	86.7%	10.6%	27.6%	10.6%
가()	-10	-3	-105	-42	(%)				
가()	-4	1	-35	-14		290.8%	257.8%	263.7%	344.9%
가()	-87	-26	46	18		-43.2%	-42.6%	-43.9%	-47.4%
	26	2	54	22		29.8%	35.1%	35.6%	25.7%
	-50	-272	-345	-286	()	194.4	53.3	45.8	75.6
()	-76	-269	-247	-247	(%)				
(가)	0	0	0	0	Operating Income Ma	12.5%	13.6%	14.1%	14.3%
(가)	-10	-1	-23	-9	EBIT Margin	12.1%	13.0%	13.5%	13.7%
	36	-2	-75	-30	EBITDA Margin	17.6%	18.1%	17.7%	17.8%
	45	96	-112	-112	ROA	12.0%	11.6%	12.8%	13.0%
가()	100	200	0	-200	ROE	15.5%	15.3%	17.5%	17.0%
가()	0	0	0	0	ROIC	22.9%	23.4%	27.0%	27.1%
가()	-55	-104	-112	-112	()				
	-55	-104	-112	-112		7.3	7.2	8.0	7.5
	0	0	0	0		16.9	16.6	18.4	17.3
	0	0	0	0		9.3	11.7	13.8	13.0
	379	264	66	-3		1.3	1.1	1.2	1.2
	257	636	910	988		1.7	1.5	2.1	2.0
	636	900	976	986		2.8	2.8	3.3	3.4
Valuation Indicator									
Multiple Valuation					Discounted Valuation				
	200712	200812F	200912F	201012F		200712	200812F	200912F	201012F
Per Share (Won)					Dividends (Won)				
EPS	1,328	1,531	1,954	2,161	DPS(Comm.)	490	550	550	550
EBITDAPS	2,490	2,691	3,296	3,580	DPS(Pref.)	0	0	0	0
CFPS	1,945	2,075	2,510	2,710	Payout Ratio (%)	36.9%	35.9%	28.2%	25.4%
SPS	14,173	14,886	18,577	20,060	FCF				
BPS	9,084	10,063	11,410	12,956	Gross Cash Flow	414	424	513	554
Multiples (X)					NOPLAT	248	270	350	384
PER	14.3	14.0	11.0	9.9	EBIT	365	396	511	562
EV/EBITDA	6.0	6.7	5.2	4.5	Adjusted Taxes	116	126	161	178
EV/Sales	1.1	1.2	0.9	0.8	Total Investment	155	296	305	270
PCR	9.7	10.4	8.6	7.9	IC(Increase)	-11	142	142	100
PSR	1.3	1.4	1.2	1.1	Depre. & Amor.	166	154	163	170
PBR	2.1	2.1	1.9	1.7	Free Cash Flow	259	128	208	284

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()	
2007. 05. 07	17,000 ()	BUY()	
2007. 06. 04	17,500 ()	BUY()	
2007. 08. 20	21,000 ()	BUY()	
2007. 10. 22	26,000 ()	BUY()	
2007. 12. 17	26,000 ()	BUY()	
2008. 04. 07	28,000 ()	BUY()	