

# 휴켄스(A069260)

2007년 12월 17일

## 보장된 성장, 우상향 실적상승세 지속 전망

Analyst : 이 재원

TEL:3770-0453

julee0622@yahoo.co.kr

<b>Sector</b>	투자 의견:	Buy
화학	<b>Target Price:</b>	26,000원

Price Performance	1M	3M	12M
절대수익률(%)	-20.77	-10.43	126.87
상대수익률(%)	-16.84	-11.77	93.26

Company Data		
KOSPI지수		1,895.05
KOSDAQ지수		725.53
기준일 주가(원)		20,600
액면가(원)		1,000
발행주식수(보통주,백만주)		21.29
자본금(보통주,억원)		212.91
시가총액(억원)		4,385.93
외국인지분율		1.05
52주	최고(원)	27,000
	최저(원)	8,310
52주 배타		1.23
60일평균거래량(주)		273,657
과거2년평균 배당성장률(%)		39.99
향후3년 EPS성장률(%)		12.67

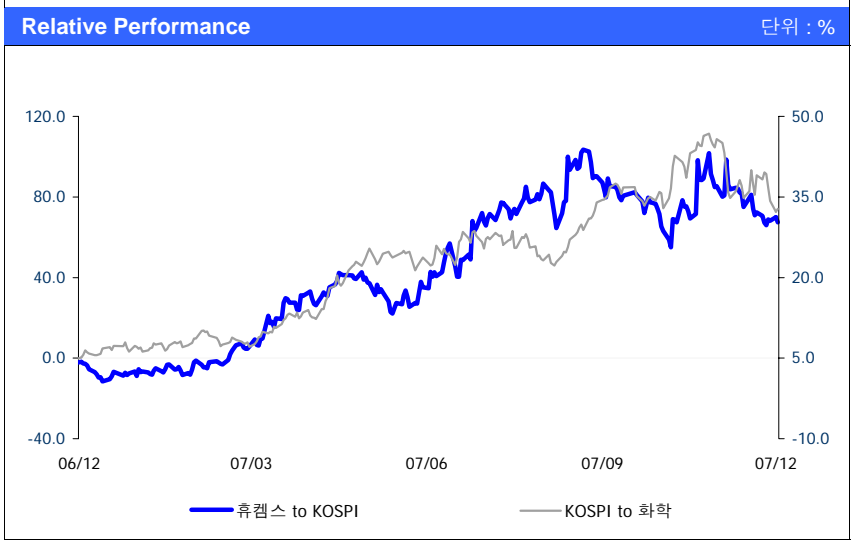
**Investment points**

**2010 CAGR 10%**  
 신규제품인 MNB의 안정적인 수주금액을 바탕으로, 향후 실적상승이 투명하게 전개될 것으로 전망됨. 15년간 2조원의 수주금액을 바탕으로 1,200억원/년의 안정적인 매출액 추가가 가능할 것으로 판단됨. 사업초기인 09년에는 75%인 900억원으로 추정됨.

**CDM ( ) 0%**  
 한국의 탄소배출 감축의무국 포함 여부와 무관하게 이익하락은 없을 것으로 전망됨. 2012년까지의 일부 고정계약으로 연간 최소 40억원(영업이익률 99%) 획득이 무난하며, 2013년 이후에는 22%보다 높은 지분을 갖게되어 이익성장이 낙관적임. 2008년부터 벌금이 €100로 되어있어 탄소배출권 가격이 상승국면에 있음.

**26.2%**  
 MNB사업 추가로 안정적인 독과점 매출액 비중은 80% 수준으로 상황될 예정임. 또한, 공헌이익 수준이 높은 CDM사업의 이익상향도 가능한 것으로 판단됨. 이에 프리미엄 35%를 적용하여 적정주가 26,000원을 유지함. 배당수준은 35% 수준에서 결정될 것으로 예상되며, 향후 이익성장에 따른 DPS 성장도 매력적임.

Rating Change		
일시	목표주가	투자 의견
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( )



실적 및 주요 지표 추이 (단위: 억원, 원, %, 배)									
FY	매출액	영업이익	경상이익	순이익	EPS	EPS성장률	PER	EV/EBITDA	ROE
2005	2,759	121	121	83	389	-45.6	18.9	3.4	5.3
2006	3,010	216	206	151	711	82.9	12.5	3.3	9.2
200712F	3,012	387	383	279	1,310	84.2	17.1	7.5	15.6
200812F	3,193	410	425	313	1,471	12.2	15.3	6.9	15.7
200912F	4,151	532	542	399	1,874	27.4	12.0	5.0	17.9

-- 당사는 12월 17일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.  
 -- 당사는 12월 17일 현재 동종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 -- 위 자료의 조사분석 담당자는 12월 17일 현재 동종목을 보유하고 있지 않습니다. (담당자: 이재원)  
 -- 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.

Valuation

적정주가 26,000원  
투자의견 매수유지

\*상승여력 26.2%

첫째, 신규제품인 MNB(Mono-Nitro Benzene)의 안정적인 수주금액을 바탕으로 향후 실적상승이 투명하게 전개될 것으로 전망되기 때문이다. 매출액 CAGR('07-'10)은 10% 수준으로 파악된다. 둘째, 연간 매출액 40억원, 영업이익률 99%의 CDM 사업 관련 매출액 및 이익성장이 기대되기 때문이다. 2008년부터는 탄소배출권 관련 벌금이 €100로 높아져 거래가격도 상승되고 있는 추세이다. 마지막으로 주주 가치 제고를 위한 배당전략이다. 동사는 배당성향을 30~40%로 유지할 것으로 파악되는데, 이익 수준이 높아짐에 따라 DPS가 400원(2006년 260원 / YoY +53.8%) 이상으로 상승될 것으로 판단된다.

불확실성이 적은  
MNB 신규매출로  
2010년까지 CAGR  
10% 성장 가능

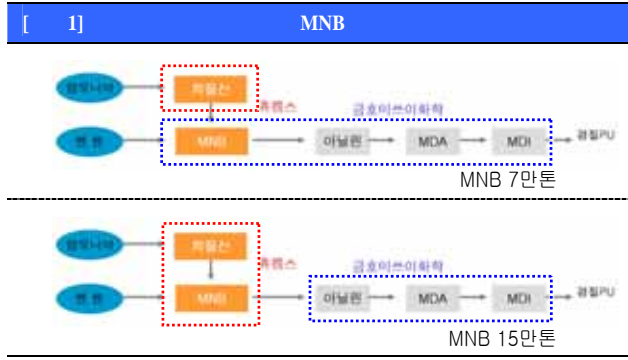
동사는 518억원을 투자하여 MNB 생산설비를 신설 중이다. 이를 통한 매출액 규모는 연간 1,200억원이 증가될 전망이며, 공급 초기인 2009년에는 75% 수준인 900억원 이상의 매출이 인식될 것으로 판단된다. 내부 수익률은 12~15% 수준이 될 것으로 파악되는데, 이는 2007년 기준 동사의 영업이익 수준이다. 증가되는 영업이익은 135억원 수준이 될 것으로 분석된다. 이는 2007년 추정 영업이익의 33% 수준이다.

동사의 MNB 신규매출은 안정적이라는 데에 최대 장점이 있다. '금호미쓰이'와 15년간 2조원의 장기공급계약을 체결해 매년 14만톤 수준의 제품을 공급할 수 있다. 공급가격이 원재료인 암모니아와 벤젠이 시장가격과 90% 이상이 연동되기 때문에 이익변동성은 적을 것으로 판단된다.

'MNB'는 'MDI(Methylene diphenyl diisocyanate)의 원재료이다. '경질 PU(Poly Urethane)'를 생산하는데에 'MDI'가 주원료가 되며, PU의 시장성장세에 힘입어 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단된다. '금호미쓰이'의 경우 기존에 동사로부터 질산을 공급받아 자체적으로 MNB를 생산하였으나, 기존 'MDI' 생산능력을 배증하면서 자체 생산설비의 가동을 정지하였다. 기존에 공급하던 질산은 100억원 수준으로 MNB 신규설치 이후 연간 1,300억원의 공급계약을 맺었기 때문에 증가되는 매출액은 1,200억원 수준으로 파악된다.

동사의 매출액 중 78%이상을 차지하고 있는 독과점 지위에 있는 제품은 MNB 매출액 추가로 인해 80% 수준이 될 것으로 분석된다.

[ 1 ] MNB	
MNB	( ) 2,000,000,000
MDI 14	
15	
2009	~ 2024 (15 )
2007	7 4

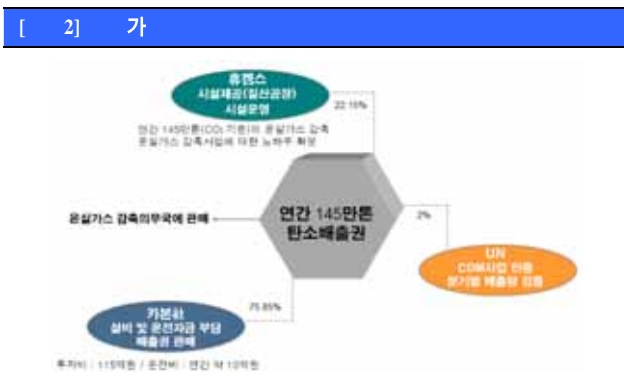


**CDM은 영업이익률 99%의 수익사업으로 매출액 증가에 따른 공헌도 높음**

동사는 CDM(Clean Development Mechanism) 관련 수익을 3분기부터 인식하기 시작하였다. 동사는 CDM 사업에 대한 자체 사업권은 갖고 있지 않으나 카본사가 획득한 수익의 일정부분(22%)을 획득할 권리를 갖고 있다. 2007년 3Q에 CDM 관련수익은 6.3억원을 인식하였으며, 4Q에는 10억원이 인식될 것으로 전망된다. 2007년의 CDM 관련수익은 16.3억원, 탄소배출권 시장가격 상승분을 제외하고 계산할 경우 2008년에는 40억원의 수익인식이 가능한 것으로 파악된다.

2008년부터는 40억원/년의 안정적인 매출액 인식이 가능할 것으로 전망된다. 2013년 이후부터는 자체사업이 가능하며, 98%(UN 2%) 수준 이익 인식은 아니더라도 분배지분이 변동(최소 50%)될 것으로 전망된다. 또한, 2013년 자산 양수 이후에는 배출가스 저감장치의 감가상각비도 종료되어 추가비용은 발생되지 않는점도 매력적으로 판단된다.

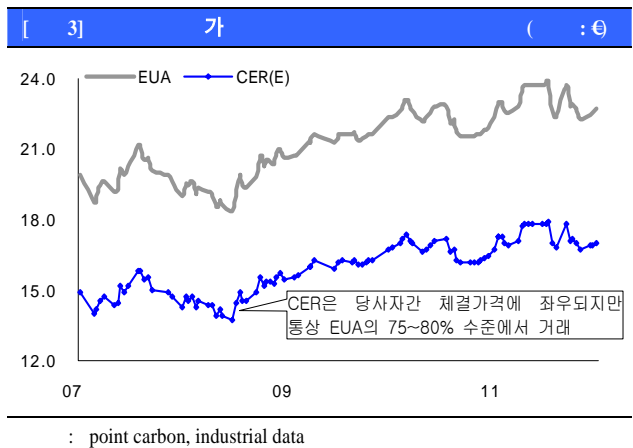
향후, 기존 공법과 다른 공정법으로 설비증설시 추가 N<sub>2</sub>O(아산화질소) 배출과 관련된 탄소배출권 획득이 가능하다. 또한, 탄소배출가스 저감장치 엔지니어링 기술의 인수를 통한 추가 사업의 여지는 있는 것으로 파악된다. 그러나, 기존의 공정법으로 설비를 증설할 경우에는 추가 저감 혜택은 없는 점과 엔지니어링 기술 도입시 상호계약에 명문화 되지 않은 점을 고려하면 단기(3년 이내) 현 수준에서 변동은 없을 것으로 판단된다.



[ 2 ] 가		(2012 )		
총배출량	가격	총판매액	휴켄스(22%)	카본사 (76%)
145만톤	45€	888억원	197억원	675억원
	40€	789억원	175억원	600억원
	35€	691억원	153억원	525억원
	30€	592억원	131억원	450억원
	25€	494억원	109억원	375억원
	20€	395억원	87억원	300억원
	15€	296억원	66억원	225억원
	<b>10€</b>	<b>197</b>	<b>43</b>	<b>150</b>
	5€	98억원	22억원	75억원

: (\* 2007. 12. 14 : 1,361.68 /€)

[ 3 ] 3Q CDM		07 3Q		06 3Q		2006	2005
과 목	3개월	누적	3개월	누적			
매출액	72,385	221,357	78,818	228,228	300,976	275,944	
제품매출액	61,165	176,318	63,940	179,154	234,018	208,503	
상품매출액	10,590	44,409	14,877	49,074	66,958	67,441	
기타매출액	630	630	0	0	0	0	
매출원가	56,556	178,472	66,357	198,020	258,440	244,864	
제품매출원가	48,030	141,143	53,783	155,072	200,821	184,721	
상품매출원가	8,522	37,325	12,574	42,948	57,619	60,144	
기타매출원가	4	4	0	0	0	0	
매출총이익	15,829	42,885	12,461	30,209	42,536	31,079	



**신규설비 건설에도  
배당성향은  
유지될 것으로  
전망**

동사는 신규 'MNB'공장에 대한 투자금을 518억원으로 책정하고 있다. 투자금액은 외부차입을 하지않고 자체 유보금으로 조달할 전망이다. 실질적으로 분기별로 150억 원~200억 원 수준의 현금유입이 있고, 2007년 3Q 현재기준으로 '현금및현금성 자산'이 557억원 수준이어서 외부차입 없이 자체자금으로 조달하기에 충분할 것으로 판단된다. 당좌자산 계정으로 단기투자예금 300억원이 예치되어 있고, 유동부채중 단기차입금 100억원, 기타유동부채 116억원을 감안하여도 현금 활용에는 어려움은 없을 것으로 판단된다.

[ 4 ]					
	2003Y	2004Y	2005Y	2006Y	2007 (E)
	51.9%	45.7%	37.9%	29.7%	28.7%
	579.7%	631.9%	648.4%	701.5%	739.2%
	210	230	180	260	400
	31.0%	31.4%	46.3%	36.6%	30%
가	6.2%	5.9%	2.4%	3.0%	1.8%

: (\* = / , \* = / )

**Valuation**

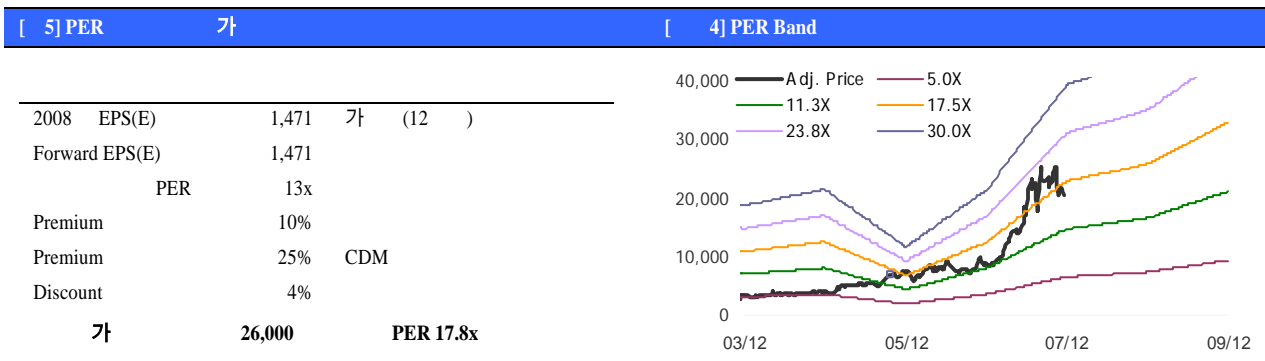
**적정주가 26,000원  
상승여력 26.2%**

\* 적용 PER 17.8 x  
화학산업평균 13x  
+ Premium 35%

동사의 적정주가는 2008년 추정 EPS에 PER을 적용하여 산출하였다. 2008년 추정 EPS는 1,471원을 산출하였고 PER은 17.8x를 적용하였다. PER 17.9배는 화학산업 평균 PER 13배를 기준으로 독과점 지위 유지 10%, 현 추세상 2008년 CDM 수익의 1.5배 성장이 가능한 상향잠재성을 감안한 프리미엄 25%의 결과이다.

원재료 가격 매커니즘에 의해 판매가격 연동이 가능하며, 진입장벽을 비롯한 독과점 지위를 근거로 10% 프리미엄을 적용하였고, 'CDM'수익 상향잠재성(2008년부터 벌금이 €40에서 €100로 증가)은 25%의 프리미엄을 적용하였다. 동사의 펀더멘털과는 무관한 신용비율 4% 수준은 총발행주식수의 증가와 유사한 효과로 판단된다. 이에 동 비율을 discount로 적용하였으며, 변동에 따라 감안 하는 것이 적절하다고 판단된다.

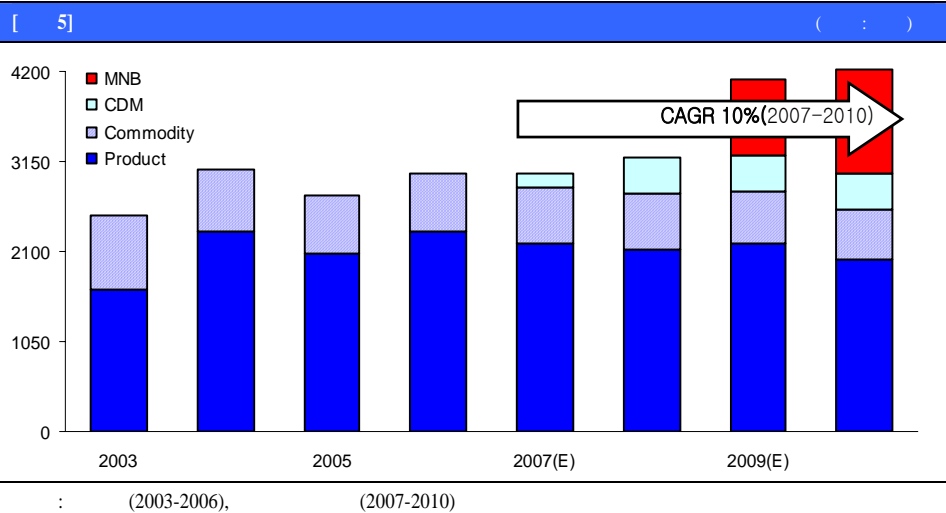
제시한 동사의 적정주가 26,000원은 동사의 시가총액 기준으로 5,536억원 수준이다. 현재 주가 20,600원 기준(4,386억원) 대비 26.2%의 상승여력이 있어서 매수 의견을 유지한다.



**2007-2009 매출액  
CAGR 10%**

동사의 2007년~2009년까지의 매출액은 각각 3,012억원(YoY +0.1%), 3,193억원(YoY +6.0%), 4,151억원(YoY +30.0%)로 추정된다. 2008년에는 블루엔 가격 상승 대비 판매가격 전가가 가능할 것으로 전망되고, CDM 수익 20억원이 추가될 것으로 판단된다. 2009년 급성장의 근거는 MNB매출액에 기인한다.

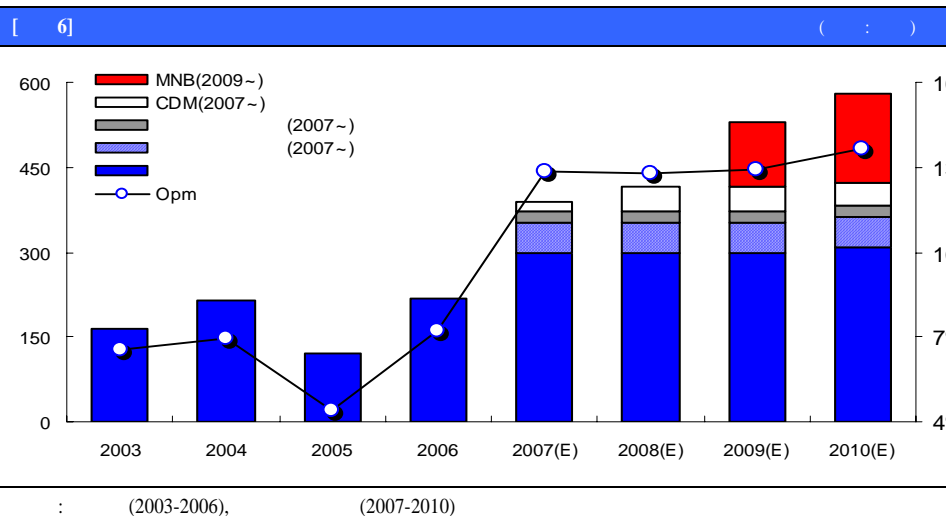
탄소배출권 판매가격은 고정 계약가격을 기준으로 10유로를 적용하였으며, 2008년부터는 변동가격 기준도 병행 적용하였다. 2007년 3Q에는 6.5억원을 적용, 2007년 18억원, 2008년 기준으로는 약 42억원의 이익을 반영하였다. 2009년부터는 매출액이 3,000원 수준에서 상향된 4,000억원 내외까지 성장되기 때문에 규모의 성장에 기인한 고정비용 Leverage 효과도 기대된다.



**시설설치와 영업환경  
전반에 걸친  
수익성 개선**

2007~2009년의 영업이익은 각각 387억원(YoY +79.0%), 410억원(YoY +5.91%), 532억원(YoY +29.7%)이 될것으로 전망된다. 2007년 영업이익 상승의 주된 이유는 회황산 농축시설 가동을 통한 원가절감부문과 영업환경 전반적인 비용절감이 그 주축이 된다. 2008년에는 설비장치 효율화를 위한 20억원 수준의 수익성 채고방안을 고려했으며, 2009년에는 MNB 매출액 증가분에 대한 이익상승을 고려했다.

- \* 회황산농축시설
- \* 신규사업
  - CDM 수익 배분
  - MNB 수주
- \* 경영개선 노력
  - 유틸리티 비용
  - 운송비 절감



Risk Check

Post-2012를 위시한  
당사국 총회 개최중

금번 <sup>주1)</sup>당사국총회는 협약이행상황 점검 및 이행에 필요한 조치 등을 결정하기 위해 전세계 180여개국이 참가하였으며, Post-2012체제 협상의 기본방향을 담은 “발리로드맵”이 채택될 전망이다. 발리로드맵에는 Post-2012 협상의 완료시한, 現교토의정서 하에서 진행되고 있는 선진국의 온실가스 감축 추가의무 설정작업의 문제, 미국, 호주 등 의무설정 작업에 빠져있는 국가들과 개도국의 참여문제를 다룰 프로세스가 포함될 전망이다.

탄소배출권은 자산의 증권화(securitization)를 통한 파생상품이며, 배출가스 절감 수준에 따라 발급받는 증서의 총 금액이 증가된다. <sup>주2)</sup>CER(Certified Emissions Reduction)은 <sup>주3)</sup>EUA(European Union Allowances) 수준의 80% 정도에서 거래가 되고 있으며, 2008년 부터는 벌금이 증가될 전망이기 때문에 가격수준이 상승하고 있는 것으로 파악된다.

2013년 이후  
환경변화에 따라  
CDM or JI 진행

동사가 추진하고 있는 CDM사업 계약기간은 2007. 1월 ~ 2012. 12월(6년)까지이다. 2013년 이후에는 오스트리아 카본사가 동사에 시설소유권을 무상으로 이전하기로 되어 있다. 2013년 이후에는 동사가 독자적으로 사업을 시행할 수 있는데, 2013년 이후에 한국이 감축대상 의무국이 되느냐 되지 않느냐에 따라 사업형태를 전환할 수 있다. 2013년 이후 한국이 감축대상 의무국이 될 경우에는 JI(Joint Implementation / 공동이행제도) 사업을 할 수 있고, 감축대상 의무국으로 포함되지 않을 경우 선진국과 연계하여 전통적인 CDM 사업을 진행할 수 있다.

(Joint Implementation) –	6
정의 :	감축의무가 있는 선진국들 사이에서 온실가스감축사업을 공동으로 수행하는 것을 인정하는 것
활용 :	한 국가가 다른 국가에 투자하여 감축한 온실가스 감축량의 일부분을 투자국의 감축실적으로 인정하는 제도
현황 :	개발도상국가로 분류된 한국이 활용할 수 있는 제도는 아니며, 특히 EU는 동부유럽국가와 공동이행을 추진하고 있음.

(Clean Development Mechanism) –	12
정의 :	선진국과 개발도상국에서 온실가스 감축사업을 수행하여 달성한 실적을 선진국의 감축목표 달성에 활용할 수 있도록 하는 제도
활용 :	CDM사업을 통하여 선진국은 감축목표 달성에 사용할 수 있는 온실가스 감축량을 얻고, 개발도상국은 선진국으로부터 기술과 재정지원을 받음
현황 :	2001년 제7차 당사국총회에서 CDM집행위원회가 구성된 이후, 세부적인 사업 추진절차가 마련됨

동사의 탄소배출권  
관련사업 이익  
하락 리스크 0%

- 1) 제후지분 상향 변동
- 2) CER에서 EUA로 거래

한편, 당사국총회의 결과와는 무관하게 2013년 이후 동사의 탄소배출권 관련사업은 이익이 증가될 전망이다. 2013년 이후에는 제후지분이 22%보다 높아질 것으로 파악되기 때문이다. 한국이 의무감축국이 될 경우, 동사의 할당 감축량을 20%로 가정하더라도 이익획득의 리스크는 없는 것으로 판단된다. CER이 아닌 EUA로 거래가 되어 20%의 이익성장이 가능하기 때문이다. 또한, 자생적인 탄소배출권 시장의 등장으로 거래를 할 수 있는 시장이 확장되기 때문이다. 한국이 의무감축국이 될 경우에는 탄소배출 감축에 대한 대비가 완료되었기 때문에 추가비용도 소요되지 않을 전망이다.

주1) 당사국총회(Conference of the Parties)  
- 기후변화에 관한 국제연합 기본협약(United Nations Framework Convention on Climate Change)의 최고기구.  
주2) CER(Certified Emissions Reduction) : EUA의 80%정도 수준을 기록하고 있으나, EUA 가격을 추월할 가능성 높음  
- CDM 사업으로부터 발생하는 온실가스 배출권으로 전용시장은 존재하지 않으나, EU ETS내에서 거래할 수 있음.  
(1 CER = 저감된 탄소 1톤)  
주3) EUA(European Union Allowances)  
- EU ETS에서 거래되는 탄소 할당량을 뜻함.

## Financial Statement &amp; Ratio

Balance Sheet					Income Statement				
	200612	200712F	200812F	200912F		200612	200712F	200812F	200912F
	1,170	1,446	1,662	2,068		3,010	3,012	3,193	4,151
	587	786	921	1,104	가	2,584	2,432	2,586	3,362
	11	11	13	17		425	581	607	789
	409	493	554	720		209	193	197	257
	141	130	146	190	가	58	50	53	69
	22	26	29	37		5	4	4	5
	1,043	1,058	1,148	1,247		0	0	0	0
	6	7	7	10		0	0	0	0
	0	0	0	0		147	140	140	184
가	816	644	486	858		216	387	410	532
	211	397	644	366		-11	-4	15	10
	2,213	2,503	2,811	3,316		17	34	42	45
	434	549	619	805		0	0	0	0
	306	369	417	542	가	0	0	0	0
	0	0	0	0		0	0	0	0
	128	180	202	263		-2	0	0	0
	73	79	89	115		0	0	0	0
	0	0	0	0		0	0	0	0
	73	79	89	115		-25	-38	-27	-35
	507	628	708	920		206	383	425	542
	213	213	213	213		54	104	112	143
	1,083	1,083	1,083	1,083		151	279	313	399
	0	0	0	0		0	0	0	0
	0	0	0	0		0	0	0	0
	410	579	806	1,099		151	279	313	399
	1,707	1,875	2,103	2,395		711	1,310	1,471	1,874

Cash Flow Statement					Financial Ratio (%)				
	200612	200712F	200812F	200912F		200612	200712F	200812F	200912F
	281	451	482	620	(%)				
( )	151	279	313	399	가	9.1%	0.1%	6.0%	30.0%
가	255	187	171	228	가	79.2%	79.0%	5.9%	29.7%
가	207	182	171	228	EBIT 가	68.4%	84.3%	9.8%	29.7%
	48	5	0	0	EBITDA 증가율	22.2%	34.1%	4.3%	30.8%
	-125	-15	-2	-6	가	82.9%	84.2%	12.2%	27.4%
가( )	-50	-84	-61	-166	(%)				
가( )	18	12	-17	-44		269.9%	263.1%	268.5%	257.0%
가( )	-69	64	47	125		-35.1%	-42.5%	-44.4%	-46.8%
	-24	-7	29	79		29.7%	33.5%	33.7%	38.4%
	-208	-368	-67	-234	(%)				
( )	-106	-193	-252	-300	Operating Income Margin	7.2%	12.9%	12.8%	12.8%
( 가)	0	0	0	0	EBIT Margin	6.3%	11.6%	12.0%	12.0%
( 가)	-12	-3	-9	-27	EBITDA Margin	13.2%	17.6%	17.3%	17.5%
	-90	-171	194	93	ROA	6.9%	11.8%	11.8%	13.8%
	-37	-55	-85	-106	ROE	9.2%	15.6%	15.7%	17.9%
가( )	0	0	0	0	ROIC	12.3%	22.8%	24.5%	30.0%
가( )	0	0	0	0	( )				
가( )	-38	-55	0	-106		7.8	6.7	6.1	6.8
	-38	-55	-85	-106		16.8	17.9	18.7	21.0
	0	0	0	0		7.6	7.2	6.6	7.4
	1	0	-85	0		1.4	1.2	1.3	1.4
	36	28	330	280		1.8	1.6	1.6	1.8
	221	257	286	616		2.7	2.7	2.9	3.5
	257	286	616	896					

## Valuation Indicator

Multiple Valuation					Discounted Valuation				
	200612	200712F	200812F	200912F		200612	200712F	200812F	200912F
Per Share (Won)					Dividends (Won)				
EPS	711	1,310	1,471	1,874	DPS(Comm.)	260	400	500	600
EBITDAPS	1,860	2,496	2,602	3,404	DPS(Pref.)	0	0	0	0
CFPS	1,605	2,007	2,074	2,732	Payout Ratio (%)	36.6%	30.5%	34.0%	32.0%
SPS	14,136	14,148	14,997	19,496	FCF				
BPS	8,015	8,805	9,876	11,250	Gross Cash Flow	342	427	442	582
Multiples (X)					NOPLAT	135	245	271	354
PER	12.5	17.1	15.3	12.0	EBIT	189	349	383	497
EV/EBITDA	3.3	7.5	6.9	5.0	Adjusted Taxes	54	104	112	143
EV/Sales	0.4	1.3	1.2	0.9	Total Investment	187	151	262	328
PCR	5.5	11.2	10.8	8.2	IC(Increase)	-20	-32	91	100
PSR	0.6	1.6	1.5	1.2	Depre. & Amor.	207	182	171	228
PBR	1.1	2.5	2.3	2.0	Free Cash Flow	155	277	180	254