

## 기초적인 매출/이익 증가세로 주가 상승 추세 이어질 전망

### 안정적 增益: 08F DNT 공급가격 산정 formula 변경+CDM 사업 증익

전일 공시된 DNT 공급가격 산정 formula 변경 및 CDM 사업 증익 등으로 08년 영업이익은 전년대비 48.2% 급증한 559억원에 달할 전망이다. 07년 매출액 기준 45%로 절대적인 비중을 차지하고 있는 DNT 공급가격은 '톤당 180\$ 수준의 고정 암모니아 가격 & 톨루엔 가격 변동분\*85% 연동' 원칙에 따라 03년 이후 국제유가 및 나프타 가격 급등에 따른 암모니아 및 톨루엔 가격 급등에도 불구하고, 이익 증가폭이 상대적으로 제한되어 왔으나, 전일 공시된 바와 같이 암모니아 및 톨루엔 모두 시장가격에 연동하여 DNT 가격을 산정하는 것으로 가격 산정 formula를 변경키로 합의하여 이에 따른 08F 영업이익의 증가분만 100억원에 달할 전망(09년 기준으로는 148억원 이익 증가 효과 가능)이다. CDM 사업 역시 07년 18억원 영업이익에서 탄소배출권 거래가격 급등 및 배출량 증가 등으로 08년 70억원 수준으로의 증익이 가능할 것으로 예상된다.

### 성장 모멘텀 가시화: 09F MNB, 2010F 신규 사업 개시, 2011F 베트남 설비 매출 시현 등

09년 금호미쓰이화학에 대한 MNB 매출 개시, 2010년 국내 대기업 또는 해외 메이저 업체와의 신규 사업 개시 등으로 매출은 07년 3천억원대에서 2010년 8천억원대로, 영업이익은 377억원에서 7,927억원으로 급증하여 기초적인 매출/이익 신장이 가시화될 전망이다. 암모니아/질산/조안 설비 건설 등으로 구체화 중인 베트남 프로젝트는 빠르면 2010년 중반 늦더라도 2011년부터 본격적인 매출 시현이 가능할 것으로 보여 매출/이익 규모 확대의 또 다른 모멘텀이 될 전망이다.

### 08, 09, 10F 영업이익 각각 29.7%, 28.7%, 61.3% 상향 조정

08년 DNT 공급가격 산정 formula 변경 및 CDM 사업 증익, 09년 MNB 매출 개시, 2010년 신규 사업 개시 등을 반영, 08년 이후 매출액 및 영업이익을 각각 26.4%, 33.4%, 87.8%(매출), 29.7%, 28.7%, 61.3%(영업 이익) 상향조정한 3,868억원, 5,511억원, 7,927억원(매출), 559억원, 738억원, 940억원(영업이익)으로 제시한다. 국내 독립인 DNT 및 국내 M/S 80%인 질산 등을 주력사업으로 하고 있어 안정적인 수익성이 유지될 가능성이 높고, 기초적인 매출, 이익규모 확대가 가시화되고 있다는 점을 감안하면, 5월 중순 이후 단기적인 주가 급등에도 불구하고, 장기적 관점에서의 추가 상승여력은 여전히 높다는 판단이다. 12개월 목표가격 31,000원으로 'BUY' 의견을 유지하나, 조만간 결론 날 가능성이 높은 신규 사업 관련 내용이 구체화 되면 이를 반영, 목표가격을 상향할 예정이다.

#### Financial Data

투자지표	단위	2006	2007P	2008F	2009F	2010F
매출액	십억원	301.0	301.8	386.8	551.1	792.7
영업이익	십억원	21.6	37.7	55.9	73.8	94.0
세전이익	십억원	20.6	39.9	59.6	77.3	97.2
순이익	십억원	15.1	28.3	44.7	57.9	72.9
EPS	원	711	1,328	2,099	2,722	3,424
증감율	%	82.9	86.7	58.0	29.7	25.8
PER	배	12.5	14.3	12.6	9.7	7.7
PBR	배	1.1	2.1	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	3.2	6.0	6.7	5.3	4.0
ROE	%	9.2	15.5	22.3	25.0	25.5
BPS	원	8,015	9,084	9,769	11,991	14,915
Net DER	%	(36.0)	(44.1)	(41.9)	(32.8)	(29.8)

자료: 하나대투증권

#### Company Update

Company Analysis

TP(12M): 31,000원

CP(6/17): 25,600원

June 18, 2008

Analyst 이정현

02-3771-7505

chaoslee@hanaw.com

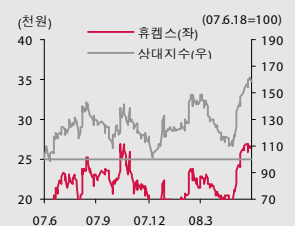
#### Key Data

KOSPI 지수(pt)		1,750.71	
52주최고/최저(원)		27,000/16,150	
시가총액(십억원)		545.0	
시가총액비중(%)		0.06	
발행주식수(천주)		21,290.9	
60일 평균거래량(천주)		183.0	
60일 평균거래대금(십억원)		4.3	
07년 배당금(원)		490	
08년 배당금(예상원)		500	
외국인 지분율(%)		1.74	
주가상승률	1M	6M	12M
절대	208	30.3	49.7
상대	28.1	35.1	52.8

#### Consensus Data

	2008	2009
매출액(십억원)	3523	4841
영업이익(십억원)	399	37.7
순이익(십억원)	29.7	25.5
EPS(원)	1,394	1,199
BPS(원)	9,254	10,574

#### Stock Price



**Summary**

**안정적인 수익성과  
양호한 재무구조에도 불구하고,  
성장여력이 낮다는 기존 시각**

12개월 목표가격 31,000원으로 'BUY' 의견을 유지한다. 동사 주가는 08.1Q 120억원의 분기별 최고 영업이익의 갱신에 대한 조망보다는 1) TDI, MDI 등 다운스트림 업체들에 대한 원료공급 기능으로 이들 업체들의 증설이나 가동률 상승 등이 前提되기 전까지는 지속적인 매출, 이익 증가가 제한적이라는 점, 따라서 2) 양호한 재무구조(08.3월 말 순현금 461억원)에도 불구하고, 성장여력이 낮다는 시장 전반적인 시각으로 약세를 면치 못하다가 5월 중순 이후 상승세를 타고 있다.

**5월 중순 이후 추가 상승세:**

당사는 5월 중순 이후 추가 상승세를 두 가지 측면에서 해석하고 있는데, 첫번째는 08년 영업이익의 급증 가능성에 대한 조망이다. 이는 전일 공시된 DNT(Di-Nitro-Toluene) 공급가격 산정 formula 변경 및 CDM(Clean Development Mechanism) 사업 이익 증가 등 두 가지 요인으로 나누어 볼 수 있다. 07년 매출액 기준 45.0% 비중으로 절대적인 비중을 차지하고 있는 DNT(원단위: 암모니아\*0.3+톨루엔\*0.5)의 주요 매출처는 화인케미칼 및 동양제철화학 등 국내 TDI 제조업체들인데, 기존 가격 산정 formula는 '톤당 180\$ 수준의 고정 암모니아 가격 & 톨루엔 가격 변동분\*85% 연동' 원칙에 따라 03년 이후 국제유가 및 나프타 가격 급등에 따른 암모니아(03 257\$, 04 346\$, 05 427\$, 06 345\$, 07 348\$, 08F 520\$) 및 톨루엔(03 415\$, 04 618\$, 05 670\$, 06 808\$, 07 831\$, 08F 926\$, kita net 기준) 가격 급등에도 불구하고, 이익 증가폭이 상대적으로 제한되어 있었다. 그러나 전일 공시된 바와 같이 주요 납품처인 화인케미칼, 동양제철화학과 암모니아 및 톨루엔 모두 시장가격에 연동하여 DNT 가격을 산정하는 것으로 가격 산정 formula를 변경키로 합의하여 이에 따른 08F 영업이익의 증가분만 100억원에 달할 전망이다(08.1부터 소급 적용 기준. 08년 중 가격 인상은 월별로 상이할 것으로 추정되나, 08년말부터는 100% 시장가격에 연동될 것이라는 점을 감안하면, 09년 기준으로는 148억원 이익 증가 효과 가능할 것이다.

**1) 08년 영업이익 급증 가능성**

**a. DNT 가격산정 formula 변경**

**b. 탄소배출권 거래가격 급등에 따른 CDM 사업 증익**

CDM 사업 역시 07년 18억원 영업이익에서 탄소배출권 거래가격 급등에 따라 08년 70억원 수준으로의 증익이 예상된다. CDM 사업으로 창출된 이익은 총이익의 75.85%는 배출가스 저감장비를 설치한 카본사로 귀속되며, 동사에게는 22.15%가, 나머지 2%는 UN에 제공되는 것으로 되어 있는데, 연간 145만톤 배출량 기준 80만톤은 톤당 10.66€의 고정가격이 적용되며, 나머지 65만톤은 탄소배출권 거래가격의 70%를 적용하는 것으로 되어 있다. 배출가스 저감장비는 2013년에 동사로 시설소유권이 이전될 예정이다.

**2) 향후 성장성에 대한 조망  
매출은 07년 3천억원대에서  
2010년 8천억원대로,  
영업이익은 07년 377억원  
에서 2010년 7,927억원으로  
급증할 듯**

5월 중순 이후 추가 상승세의 두번째 요인은 향후 성장성에 대한 조망이다. 전술한 바와 같이 양호한 수익성, 재무구조에도 불구하고, 5월 중순 이전 추가 흐름이 저조했던 근본적인 이유가 성장여력이 낮다는 부정적인 시장 전반적인 시각에 말미암은 바가 컸었다고 前提하면, 향후 성장성에 대한 조망은 추가 수주를 레벨업시키는 가장 중요한 모멘텀이 될 것이라는 판단이다. 결론적으로 당사는 07년 3,018억원의 매출이 08F 3,868억원(+28.2%), 09F 5,511억원(+42.5%), 10F 7,927억원(+43.8%) 등으로 2011년 이후 1조원 수준의 매출 달성이 가능하며, 이에 따라 영업이익 역시 07년 377억원(매출액 영업이익률 12.5%), 08F 559억원(14.5%), 09F 738억원(13.4%), 10F 940억원(11.9%) 시현이 가능할 것으로 보고 있다.

**08F DNT, CDM  
09F MNB  
10F 신규 사업**

이를 상술하면, 08년 DNT 가격 산정 formula 변경 및 CDM 사업 증익, 09년 금호미쓰이화학에 대한 MNB(Mono-Nitro-Benzene) 매출 개시, 2010년 국내 대기업 또는 해외 메이저 업체와의 신규 사업 개시 등으로 구분하여 볼 수 있다. 금호미쓰이화학에 대한 MNB 매출은 이미 09년부터 2024년까지 공급계약이 체결되어 있는데, 판매가격은 주 원료인 암모니아 및 벤젠 가격에 연동하는 것으로 되어 있다. 年평균 1,300억원 매출에 매출액 영업이익률 10~15%대의 영업이익 시현이 가능할 전망이다.

**금호미쓰이에 대한 질산 매출  
감소를 감안한 MNB 순증 매출  
규모는 年1,200억원선**

금호미쓰이화학은 기존 동사로부터 질산을 공급받아 자체적으로 MNB를 생산했으나, MDI 생산능력 확대(15만톤 ←7만톤)로 설비 가동을 중단하고, MNB를 공급받게 된다. 금호미쓰이화학에 기존 공급하던 질산 매출 규모는 年100억원 규모로 年1,300억원 규모의 MNB 신규 공급을 감안하면, 순증 매출액은 1,200억원선으로 추정 가능하다.

**신규 사업, 국내 대기업 또는 해외 메이저 업체로 2010년부터 매출 가능할 전망**

국내 대기업 또는 해외 메이저 업체에 대한 신규 제품 공급은 2010년부터 가능할 전망이다. 동사에서는 동사가 의사결정 주도권을 가지고 있는 국내 대기업에 대한 공급보다 전략적 제휴를 통한 추가적인 매출규모 확대 및 기술 이전이 보다 용이한 해외 메이저 업체에 대한 공급을 보다 비중있게 검토하고 있는 것으로 알려지고 있는데, 조만간 이와 관련된 결론이 날 수 있을 전망이다.

**베트남 현지 진출, 기초화학 및 발전 설비 신설로 구체화될 듯. 2011년 이후 기초화학 플랜트 매출 시현 가능**

대주주인 태광실업과 다양한 네트워크를 유지하고 있는 베트남에 대한 현지 진출은 기초화학 및 발전 설비 신설 등으로 가능할 전망이다. 이중 기초화학 플랜트 신설의 경우 암모니아/질산/초안 설비 건설 등으로 구체화 중인데, 총 투자규모가 1.2조원으로 대규모라는 점을 감안, 생산제품별로 지분투자 또는 직접투자 등 여러 투자방안을 검토 중인 것으로 알려지고 있다. 기초화학 플랜트는 빠르면 2010년 중반 이후 늦더라도 2011년부터 본격적인 매출 시현이 가능할 것으로 보여 매출 이익 규모 확대의 또다른 모멘텀이 될 전망이다.

**발전 설비 신설, F.I. 또는 S.I. 등으로 최소 자금 투입 검토 중**

발전 설비 신설은 08.3.27 이미 베트남 정부로부터 1,800MW(600MW 발전설비 3기 신설, 투자규모 20억\$) 규모의 무연탄 화력발전소 설치 인가가 난 상태. 급속한 경제 성장으로 전력이 절대 부족한 베트남 현실상 발전 설비 건설은 매우 절실한 것이긴 하지만, 기간산업이자 방위산업이라는 점에서 외국기업에 가급적 승인을 억제해 왔는데, 금번 인가는 국내업체로는 처음이자 미국과 중국에 이어 세번째다. 설비는 09년에 착공, 2014년 완공될 계획이며, 일정 기간 태광실업이 운영한 뒤 베트남 정부에 넘겨주는 기부채납형 프로젝트(BOT: Build-Operate-Transfer) 방식으로 운영될 계획이다. 동사의 경우 전력 플랜트 건설 또는 운영은 동사 핵심역량과 상당히 떨어져 있다는 판단 아래 F.I.(Financial Investor) 또는 S.I.(Strategic Investor) 등으로서의 최소한의 자금 투입을 검토하고 있는 것으로 알려지고 있다.

**08, 09, 10F 영업이익 각각 29.7%, 28.7%, 61.3% 상향조정**

08년 DNT 공급가격 산정 formula 변경 및 CDM 사업 증익, 09년 MNB 매출 개시, 2010년 신규 사업 개시 등을 반영, 08년 이후 매출액 및 영업이익을 각각 26.4%, 33.4%, 87.8%(매출), 29.7%, 28.7%, 61.3%(영업이익) 상향조정 한 3,868억원, 5,511억원, 7,927억원(매출), 559억원, 738억원, 940억원(영업이익)으로 제시한다.

**안정적인 수익구조 및 기초적 매출, 이익규모 확대 등으로 추가 상승여력 여전히 높을 듯. 신규 사업 내용 구체화 후 목표가격 상향 예정**

08년말 이후 중동지역의 신증설 물량 출회로 09년 이후 비교적 큰 폭의 감익이 불가피할 전망이다 순수 유회업체와 달리 국내 독점인 DNT 및 국내 M/S 80%인 질산 등을 주력사업으로 하고 있어 안정적인 수익성이 유지될 가능성이 높고, 08년 DNT 공급가격 formula 변경 및 CDM 사업 증익, 09년 MNB 매출 개시, 2010년 신규 사업 개시, 2011년 베트남 기초화학 플랜트 매출 개시 등으로 기초적인 매출, 이익규모 확대가 가시화되고 있다는 점을 감안 하면, 5월 중순 이후 단기적인 주가 급등에도 불구하고, 장기적 관점에서의 추가 상승여력은 여전히 높다는 판단이다. 12개월 목표가격 31,000원으로 'BUY' 의견을 유지하나, 조만간 결론 날 가능성이 높은 신규 사업 관련된 내용 등이 구체화되면 이를 반영하여 목표가격을 상향할 예정이다.

**표 1. 수익 추정 변경 내역**

(단위: 십억원, %, 원)

구분	변경前			변경後		
	08F	09F	10F	08F	09F	10F
매출	306.0	413.1	422.1	386.8	551.1	792.7
영업이익	43.1	57.3	58.3	55.9	73.8	94.0
경상이익	46.9	61.0	62.8	59.6	77.3	97.2
순이익	35.1	45.7	47.1	44.7	57.9	72.9
EPS	1,650	2,148	2,213	2,099	2,722	3,424
<b>[변동률]</b>						
매출액				26.4	33.4	87.8
영업이익				29.7	28.7	61.3
경상이익				27.0	26.7	54.8
EPS				27.3	26.8	54.8

자료: 하나대투증권

표 2. 09F 예상 이익 기준 12개월 목표가격은 31,000원

(단위: 배, 원)

구분	유화12사평균			산출가격			비고
	08F	09F	10F	08F	09F	10F	
PER	8.9	9.4	9.4	19,000	25,000	32,000	
EV/EBITDA	6.6	6.3	6.3	26,000	31,000	39,000	
PCR	6.7	6.8	6.8	19,000	24,000	31,000	
PBR	1.6	1.4	1.4	16,000	17,000	21,000	
산출가				26,000	31,000	39,000	EV/EBITDA 산출가 평균

[산출가 기준 투자지표]

PER	12.4	11.4	11.4
PCR	9.2	8.7	8.6
PBR	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	6.5	6.3	6.3

자료: 하나대투증권

표 3. 08F 이후 수익/이익 규모 확대를 이끌 주요 사업 내용

구분	사업 개요
08F	<p>CDM</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 07.3Q부터 수익 시현 중</li> <li>- 오스트리아 Carbon社와 제휴, 아산화질소(No2) 저감시설 설치 설치와 운영비는 Carbon社가 부담하는 대신, 이로 인해 발생하는 온실가스 배출권 판매수익의 76%를 수취하고, 동사는 22% 가져감</li> <li>- 2013년 저감시설에 대한 소유권, 동사로 이관 예정</li> <li>- 08년 이후 탄소배출권 거래가격 급등에 따라 年 70억원 수준 매출, 이익 시현 가능할 전망</li> <li>▶ 총 145만톤 배출량 기준 (80만톤*10.66)+(65만톤*25*70%) 기준</li> </ul>
	<p>DNT 가격 산정 formula 변경</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>[변경前]: 암모니아 가격(180\$/톤)은 고정</li> <li>    톨루엔 가격은 시가 연동분 대비 15% 할인 적용</li> <li>[변경後]: 암모니아 및 톨루엔 가격 시가 연동으로 변경</li> <li>    formula 변경前 공급분은 08.1월부터 소급 적용 예정</li> <li>    09F 이후 영업이익 증가 효과: 年 148억원</li> <li>    (08년은 월별 가격 인상을 차이로 100억원 증익 효과 추정)</li> </ul>
09F	<p>MNB</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금호미쓰이화학 MDI 증설(7만톤→15만톤) 증설에 따라 MNB 설비 신규 건설 중(투자금액 518억원)</li> <li>- 09년부터 2024년까지 연간 1,300억원 매출 발생 전망 (영업이익률 10~15% 수준)</li> <li>- 판매가격은 주 원재료인 암모니아와, 벤젠 연동 구조</li> <li>- 추가 15만톤 확장을 위한 30만톤 체제로 시설 구축 중</li> </ul>
10F	<p>신규제품</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 대기업 또는 해외 메이저 업체와 신규 납품 계약 추진 중</li> <li>- 연간 최대 매출 3,700억원 가능할 전망 (영업이익률 10~15% 수준)</li> </ul>
11F	<p>베트남 프로젝트</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 베트남에 암모니아/질산/초안 설비 건설</li> <li>- 대규모 투자(1.2조원)로 지분투자 또는 직접투자 등 여러 방안 검토 중</li> </ul>

자료: 하나대투증권

표 4. 연도별 매출/이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

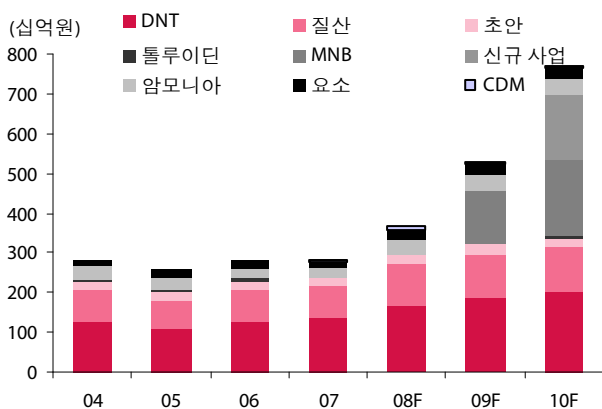
구분		04	05	06	07	08F	09F	10F	
매출	제품	DNT	125.5	110.0	124.6	135.7	165.3	186.6	202.5
		질산	80.5	72.4	84.1	79.4	108.8	111.6	112.2
		초안	19.1	19.2	18.6	19.3	20.3	21.9	22.5
		톨루이딘	7.1	6.9	6.7	2.5	2.5	2.5	2.5
		MNB						137.5	191.2
		신규 사업							169.2
	<b>제품 계</b>	<b>232.2</b>	<b>208.5</b>	<b>234.0</b>	<b>237.0</b>	<b>297.0</b>	<b>460.1</b>	<b>700.1</b>	
	상품	암모니아	34.3	27.7	29.4	23.4	36.7	37.7	37.9
		요소	17.4	22.8	16.0	18.6	25.1	25.4	26.7
		메탄올	22.3	17.0	21.6	21.0	21.0	21.0	21.0
CDM					1.8	7.0	7.0	7.0	
<b>상품 계</b>	<b>74.0</b>	<b>67.4</b>	<b>67.0</b>	<b>64.8</b>	<b>89.8</b>	<b>91.0</b>	<b>92.5</b>		
<b>계</b>	<b>306.2</b>	<b>275.9</b>	<b>301.0</b>	<b>301.8</b>	<b>386.8</b>	<b>551.1</b>	<b>792.7</b>		
영업이익	21.3	12.1	21.6	37.7	55.9	73.8	94.0		
<b>(매출액영업이익률)</b>	<b>7.0</b>	<b>4.4</b>	<b>7.2</b>	<b>12.5</b>	<b>14.5</b>	<b>13.4</b>	<b>11.9</b>		
EBITDA	42.6	32.9	42.1	54.3	71.5	91.5	117.2		
<b>(EBITDA마진율)</b>	<b>13.9</b>	<b>11.9</b>	<b>14.0</b>	<b>18.0</b>	<b>18.5</b>	<b>16.6</b>	<b>14.8</b>		
순금융비용	0.6	-0.8	-1.6	-3.4	-3.6	-3.5	-3.2		
<b>(순금융비용부담률)</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>		
경상이익	21.6	12.1	20.6	39.9	59.6	77.3	97.2		
<b>(매출액경상이익률)</b>	<b>7.0</b>	<b>4.4</b>	<b>6.8</b>	<b>13.2</b>	<b>15.4</b>	<b>14.0</b>	<b>12.3</b>		
순이익	15.2	8.3	15.1	28.3	44.7	57.9	72.9		
<b>(매출액순이익률)</b>	<b>5.0</b>	<b>3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>9.4</b>	<b>11.6</b>	<b>10.5</b>	<b>9.2</b>		

[기본 전제]-\$/톤

환율(원/\$)	1,145	1,024	955	937	955	980	960
DNT	695	759	875	931	1,081	1,132	1,194
질산	161	177	147	158	235	224	219
초안	339	395	449	465	465	465	465
암모니아	346	427	345	348	520	495	484
MNB						1,403	1,328
신규 사업							1,256
톨루엔	618	670	808	831	926	839	781
벤젠	806	846	839	1,014	1,027	931	867

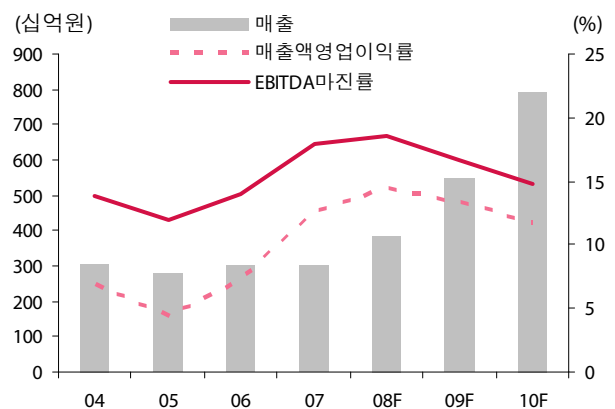
자료: 하나대투증권

그림 1. 주요 제품별 매출 추이 및 전망



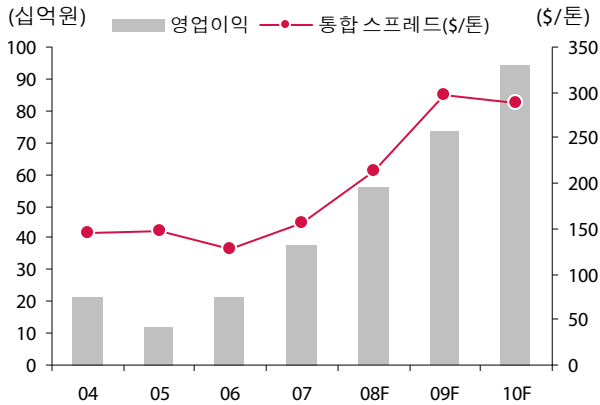
자료: 하나대투증권

그림 2. 연도별 매출/이익 추이 및 전망



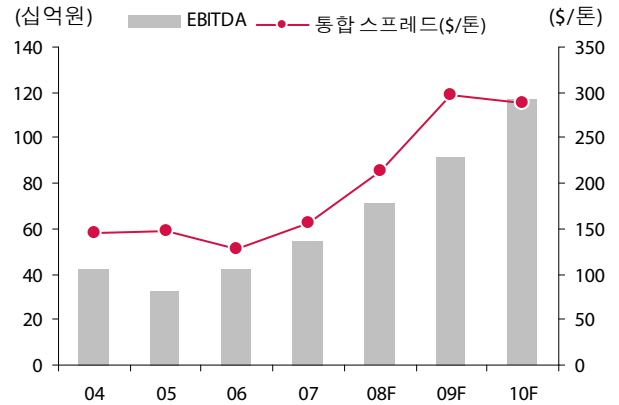
자료: 하나대투증권

그림 3. 연도별 영업이익, 통합 스프레드 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

그림 4. 연도별 EBITDA, 통합 스프레드 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

표 5. 분기별 매출, 이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	07				08F				09F			
	07.1Q	2Q	3Q	4Q	08.1Q	2Q	3Q	4Q	09.1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	76.6	72.4	72.4	80.4	85.4	105.0	104.0	92.4	137.7	136.6	138.7	138.1
매출총이익	14.2	12.9	15.8	16.5	17.0	22.2	21.9	16.4	23.7	23.6	24.0	24.1
영업이익	9.4	8.4	11.0	8.9	12.0	16.7	16.4	10.9	18.2	18.2	18.6	18.7
경상이익	9.4	9.6	10.5	10.4	13.2	17.6	17.3	11.4	19.1	19.1	19.5	19.6
순이익	6.8	6.9	7.6	7.0	9.3	13.2	13.0	9.1	14.3	14.3	14.6	14.7
<b>이익률(%)</b>												
매출총이익	18.5	17.8	21.9	20.6	19.9	21.1	21.1	17.8	17.2	17.3	17.3	17.4
영업이익	12.3	11.6	15.2	11.1	14.0	15.9	15.8	11.8	13.3	13.3	13.4	13.5
경상이익	12.2	13.3	14.6	12.9	15.5	16.8	16.7	12.3	13.9	14.0	14.1	14.2
순이익	8.9	9.6	10.5	8.7	10.9	12.6	12.5	9.9	10.4	10.5	10.5	10.6
<b>증감률(전년동기대비, %)</b>												
매출액	6.8	-6.8	-8.2	10.5	11.6	45.0	43.7	14.9	61.2	30.1	33.3	49.5
매출총이익	99.1	21.3	27.0	34.1	20.3	72.0	38.6	-0.6	39.0	6.4	9.6	46.7
영업이익	288.3	52.8	58.0	32.3	27.1	98.8	49.1	21.7	52.2	9.3	13.6	71.7
경상이익	236.4	90.7	44.9	89.4	41.5	83.4	64.5	9.6	44.4	8.4	12.4	71.8
순이익	242.2	75.9	42.8	78.6	37.5	90.8	71.2	31.1	53.8	8.4	12.4	60.4
<b>증감률(전분기대비, %)</b>												
매출액	5.3	-5.5	0.0	11.1	6.3	22.9	-1.0	-11.2	49.1	-0.8	1.5	-0.4
매출총이익	14.8	-8.8	22.7	4.5	3.0	30.4	-1.2	-25.1	44.0	-0.2	1.7	0.2
영업이익	39.6	-11.2	31.2	-18.7	34.2	39.0	-1.6	-33.7	67.8	-0.2	2.3	0.3
경상이익	70.8	2.6	9.8	-1.5	27.5	33.0	-1.5	-34.4	68.0	-0.2	2.2	0.3
순이익	73.7	2.1	9.8	-8.3	33.7	41.7	-1.5	-29.7	56.9	-0.2	2.2	0.3

자료: 하나대투증권

**추정 재무제표**

**손익계산서**

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
매출액	301.0	301.8	386.8	551.1	792.7
매출원가	258.4	242.3	309.2	455.7	677.0
매출총이익	42.5	59.4	77.6	95.4	115.7
판매비	20.9	21.7	21.7	21.7	21.7
영업이익	21.6	37.7	55.9	73.8	94.0
영업외손익	(1.1)	2.1	3.7	3.5	3.2
이자손익	1.6	3.4	3.6	3.5	3.2
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환손익	(0.2)	0.1	0.0	0.0	(0.0)
기타	(2.5)	(1.4)	(0.0)	0.0	0.0
세전이익	20.6	39.9	59.6	77.3	97.2
법인세	5.4	11.6	14.9	19.3	24.3
계속사업이익	15.1	28.3	44.7	57.9	72.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.1	28.3	44.7	57.9	72.9
NOPAT	13.9	25.8	42.0	55.3	70.5
EBITDA	39.6	53.0	71.5	91.5	117.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.1	0.3	28.2	42.5	43.8
EBITDA증가율	22.2	33.8	34.9	27.9	28.1
영업이익증가율	79.2	74.5	48.2	31.9	27.5
계속사업이익증가율	82.9	86.7	58.0	29.7	25.8
EPS증가율	82.9	86.7	58.0	29.7	25.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	14.1	19.7	20.1	17.3	14.6
EBITDA이익률	13.2	17.6	18.5	16.6	14.8
영업이익률	7.2	12.5	14.5	13.4	11.9
계속사업이익률	5.0	9.4	11.6	10.5	9.2

**투자지표**

	2005	2006	2007	2008F	2009F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	711	1,328	2,099	2,722	3,424
BPS	8,015	9,084	9,769	11,991	14,915
CFPS	1,378	2,016	3,129	3,008	3,587
EBITDAPS	1,861	2,490	3,359	4,296	5,505
SPS	14,136	14,173	18,168	25,884	37,230
DPS	260	490	500	500	500
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.5	14.3	12.6	9.7	7.7
PBR	1.1	2.1	2.7	2.2	1.8
PCFR	6.4	9.4	8.5	8.8	7.4
EV/EBITDA	3.2	6.0	6.7	5.3	4.0
PSR	0.6	1.3	1.5	1.0	0.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.2	15.5	22.3	25.0	25.5
ROA	6.9	12.0	15.7	16.7	17.4
ROIC	12.6	23.8	38.4	40.8	37.8
부채비율	29.7	29.8	52.9	47.9	44.3
순부채비율	(36.0)	(44.1)	(41.9)	(32.8)	(29.8)
이자보상배율(배)	1,317.0	194.4	44.7	59.0	77.5

자료: 하나대투증권

**Country Aggregates**

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	12.3	10.8	11.7	16.2	13.7
Emerging Market	13.3	11.5	12.5	14.8	15.7
World	13.9	12.1	13.0	7.9	14.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

**대차대조표**

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
<b>유동자산</b>	117.0	154.2	176.8	199.1	247.7
현금 및 현금성자산	25.7	63.6	82.0	78.7	89.7
단기투자자산	34.1	30.0	30.0	30.0	30.0
매출채권	40.9	41.9	44.8	63.8	91.8
재고자산	14.1	14.6	15.6	22.2	31.9
기타유동자산	2.2	4.1	4.4	4.4	4.4
<b>비유동자산</b>	104.3	96.8	141.2	178.5	210.4
투자자산	1.6	1.6	10.6	10.6	10.6
유형자산	96.5	87.5	121.9	159.2	191.0
무형자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	221.3	251.0	318.0	377.6	458.1
<b>유동부채</b>	43.4	53.0	78.5	93.9	115.2
매입채무	30.6	21.8	29.5	42.0	60.4
단기차입금	0.0	10.0	25.0	25.0	25.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	12.8	21.2	24.1	26.9	29.8
<b>비유동부채</b>	7.3	4.6	31.5	28.4	25.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	7.3	4.6	31.5	28.4	25.4
<b>부채총계</b>	50.7	57.6	110.0	122.3	140.5
자본금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
자본잉여금	108.3	108.3	108.3	108.3	108.3
자본조정	0.0	0.0	(19.4)	(19.4)	(19.4)
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	41.0	63.8	97.8	145.1	207.4
<b>자본총계</b>	170.7	193.4	208.0	255.3	317.5
순부채	(61.4)	(85.2)	(87.1)	(83.7)	(94.7)

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2005	2006	2007	2008F	2009F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>28.1</b>	<b>40.5</b>	<b>63.9</b>	<b>61.4</b>	<b>74.0</b>
당기순이익	15.1	28.3	44.7	57.9	72.9
비현금항목 가감	25.5	19.8	18.0	21.0	28.0
감가상각비	20.7	16.6	15.6	17.7	23.2
외환손익	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	3.3	2.4	3.4	4.8
운전자본 증감	(12.5)	(7.6)	1.2	(17.6)	(26.9)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(75.2)</b>	<b>(48.7)</b>	<b>(45.9)</b>
투자자산감소(증가)	(0.7)	0.0	(9.0)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(10.6)	(7.5)	(50.0)	(55.0)	(55.0)
기타투자활동	(9.5)	4.5	(16.2)	6.3	9.1
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(3.7)</b>	<b>0.4</b>	<b>29.8</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(17.1)</b>
사채/차입금증가(감소)	0.0	10.0	15.0	0.0	0.0
유상증자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금배당	(3.8)	(5.5)	(10.4)	(10.6)	(10.6)
기타재무활동	0.1	(4.0)	25.2	(5.4)	(6.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(3.6)</b>	<b>37.9</b>	<b>18.4</b>	<b>(3.3)</b>	<b>11.0</b>
Unlevered CFO	29.3	42.9	66.6	64.0	76.4
Free Cash Flow	16.2	26.9	39.8	4.7	19.2

**Sector(Chemicals) Aggregates**

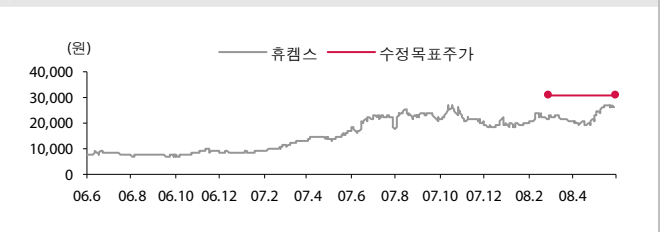
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	11.1	10.9	11.0	28.3	2.4
Emerging Market	11.8	11.4	11.6	17.3	3.7
World	15.0	13.5	14.4	18.0	11.6

\* MSCI Chemicals Industry

**투자의견 변동 내역**

종목명	날짜	투자의견	목표주가
휴켄스	08.6.18	BUY	31,000 원
	08.3.18	BUY	31,000 원
	07.9.1	투자의견 기준 변경	

**목표주가 추이**



**투자의견 분류 및 적용**

1. 기업 및 산업의 분류

**기업분석**

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

**산업분석**

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

**Compliance Notice**

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2008년 6월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정현)는 2008년 6월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.