

## Good Buying Opportunity!

### 3분기 영업이익 230억원으로 어닝 서프라이즈 시현

전일 공시된 3분기 매출, 영업이익은 각각 1,267억원, 230억원으로 분기별 사상 최고 실적을 시현한 동시에 시장 및 당사 예상치를 훨씬 상회한 어닝 서프라이즈 수준이었다(영업이익 추정치: Fn Guide 컨센서스 189억원, 당사 186억원). 이는 1) DNT 공급가격 formula 변경(180\$/톤 수준의 암모니아 가격&톨루엔 가격 변동분\*85% 연동→암모니아&톨루엔 시장가격 연동) 효과, 2) 07.4Q/08.1Q 2개 분기의 CDM 실적 반영(약 40억원) 및 3) 2분기 10일간의 공장 정기보수에 따른 기저효과 등이 복합적으로 작용한 결과라는 판단이다. 법인세전 영업이익 역시 한화건설로부터의 49억원의 건설하자 손해배상액 입금으로 288억원의 사상 최고 수준을 기록했다. 9월 이후 세계 경기 둔화 우려 및 국제유가 하락 등에 따른 벤젠, 암모니아 등 원료 가격 급락세 등으로 4분기 영업이익은 3분기 대비 44.9% 감소한 129억원으로 축소될 여지가 높다. 그러나 1) 09년부터 금호미쓰이화학에 대한 MNB 매출 개시로 09F 매출, 영업이익이 전년대비 각각 35.7%, 32.0% 급증할 전망이다, 2) 시장 급락에 따른 최근 주가 급락으로 09F PER, EV/EBITDA가 각각 5.2배, 2.1배까지 떨어져 절대 저평가되어 있다는 점, 그리고 3) 08F 배당수익률이 4.9%(08F DPS=750원 기준)에 달한다는 점까지 감안하면, 중장기적 관점에서 좋은 매수 기회가 될 것이라는 판단이다. 12개월 목표가격 31,000원으로 'BUY' 의견을 유지한다.

### 성장 스토리에 대한 주목은 여전히 유효한 시점

DNT 공급가격 산정 formula 변경 및 CDM 사업 증익 등으로 08년 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 43.2%, 58.1% 급증한 4,321억원, 597억원 달성이 무난할 전망이다. 09년은 금호미쓰이화학에 대한 MNB 매출 개시로 매출, 영업이익은 각각 35.7%, 32.0% 급증한 5,862억원, 788억원으로 예상된다. 08년중 가시화 될 것으로 예상되었던 국내 대기업 또는 해외 메이저 업체에 대한 신규 제품 공급 관련 계약(件)이 09년초로 미뤄질 가능성이 높다는 점을 감안하면 2010년 이후 추가적인 수익 레벨업 전망에 대한 불확실성이 높아지기는 하나, 장기건설 계약 체결 가능성이 높다는 점을 감안하면, 성장 스토리에 대한 주목은 여전히 유효하다는 판단이다.

### Financial Data

투자지표	단위	2006	2007	2008F	2009F	2010F
매출액	십억원	301.0	301.8	432.1	586.2	632.6
영업이익	십억원	21.6	37.7	59.7	78.8	83.7
세전이익	십억원	20.6	39.9	68.5	83.0	89.2
순이익	십억원	15.1	28.3	51.4	62.3	66.9
EPS	원	711	1,328	2,414	2,925	3,143
증감율	%	82.9	86.7	81.7	21.1	7.5
PER	배	12.5	14.3	7.0	5.8	5.4
PBR	배	1.1	2.1	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	3.2	6.0	3.4	2.5	1.7
ROE	%	9.2	15.5	25.5	26.9	24.1
BPS	원	8,015	9,084	9,834	11,909	14,202
Net DER	%	(36.0)	(44.1)	(43.1)	(48.0)	(59.5)

자료: 하나대투증권

### Earnings Review

#### Company Analysis

TP(12M): 31,000원

CP(10/27): 15,200원

October 28, 2008

Analyst 이경현

02-3771-7505

chaoslee@hanaw.com

### Key Data

KOSPI 지수(pt)		94645	
52주최고/최저(원)		27,000/15,200	
시가총액(십억원)		323.6	
시가총액비중(%)		0.08	
발행주식수(천주)		21,290.9	
60일 평균거래대금(십억원)		155.9	
60일 평균거래대금(십억원)		3.4	
07년 배당금(원)		490	
08년 배당금(원)		750	
외국인 지분율(%)		3.60	
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(38.0)	(22.6)	(33.3)
상대	(2.1)	25.5	20.0

### Consensus Data

	2008	2009
매출액(십억원)	3893	5261
영업이익(십억원)	564	753
순이익(십억원)	432	578
EPS(원)	2,028	2,717
BPS(원)	9,672	11,900

### Stock Price

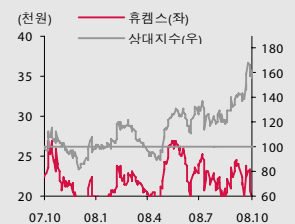


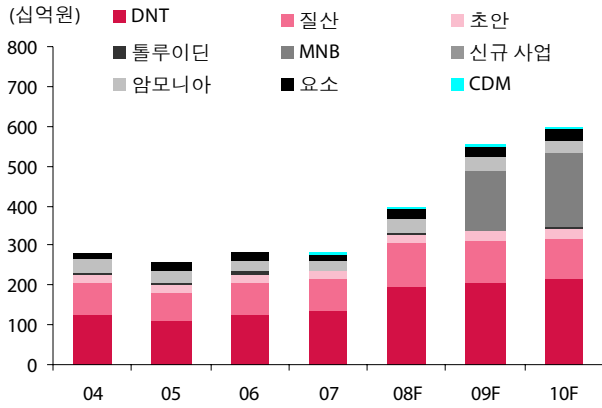
표 1. 부문별 매출/이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분			04	05	06	07	08F	09F	10F
매출	제품	DNT	125.5	110.0	124.6	135.7	193.8	204.7	215.0
		질산	80.5	72.4	84.1	79.4	112.1	106.7	103.9
		초안	19.1	19.2	18.6	19.3	23.4	23.9	23.9
		톨루이딘	7.1	6.9	6.7	2.5	2.5	2.5	2.5
		MNB						149.5	188.0
		제품 계	232.2	208.5	234.0	237.0	331.8	487.3	533.3
	상품	암모니아	34.3	27.7	29.4	23.4	35.1	33.4	32.6
		요소	17.4	22.8	16.0	18.6	25.6	25.9	27.2
		메탄올	22.3	17.0	21.6	21.0	33.5	33.5	33.5
		CDM				1.8	6.0	6.0	6.0
		상품 계	74.0	67.4	67.0	64.8	100.2	98.9	99.3
	계		306.2	275.9	301.0	301.8	432.1	586.2	632.6
	영업이익		21.3	12.1	21.6	37.7	59.7	78.8	83.7
(매출액영업이익률)		7.0	4.4	7.2	12.5	13.8	13.4	13.2	
- 제품		18.1	8.9	17.1	30.4	45.7	64.9	69.8	
- 상품		3.2	3.2	4.5	5.6	8.0	7.9	7.9	
- CDM					1.8	6.0	6.0	6.0	
감가비		21.2	20.9	20.5	16.6	15.6	17.7	23.2	
EBITDA		42.6	32.9	42.1	54.3	75.3	96.5	106.9	
(EBITDA마진율)		13.9	11.9	14.0	18.0	17.4	16.5	16.9	
순금융비용		0.6	-0.8	-1.6	-3.4	-3.7	-4.4	-5.6	
(순금융비용부담률)		0.2	-0.3	-0.5	-1.1	-0.9	-0.7	-0.9	
순이익		15.2	8.3	15.1	28.3	51.4	62.3	66.9	
(매출액순이익률)		5.0	3.0	5.0	9.4	11.9	10.6	10.6	
순차입금		-14.8	-46.1	-58.7	-93.6	-90.1	-121.6	-179.7	
(순차입금/매출액비율)		-4.8	-16.7	-19.5	-31.0	-20.9	-20.7	-28.4	
<b>[기본 전제]-\$/톤</b>									
환율(원/\$)		1,145	1,024	955	937	1,080	1,050	1,000	
DNT		695	759	875	931	1,126	1,165	1,223	
질산		161	177	147	158	241	225	219	
초안		339	395	449	465	465	465	465	
암모니아		346	427	345	348	533	497	484	
벤젠		806	846	839	1,014	1,070	951	882	
DNT: 톨루엔 스프레드		386	424	471	516	621	717	808	
질산: 암모니아 스프레드		58	49	43	53	81	76	74	
MNB: 질산&벤젠 스프레드							741	704	
통합 스프레드		145	147	128	157	227	317	349	
통합 스프레드(천원/톤)		166	150	122	147	245	333	349	

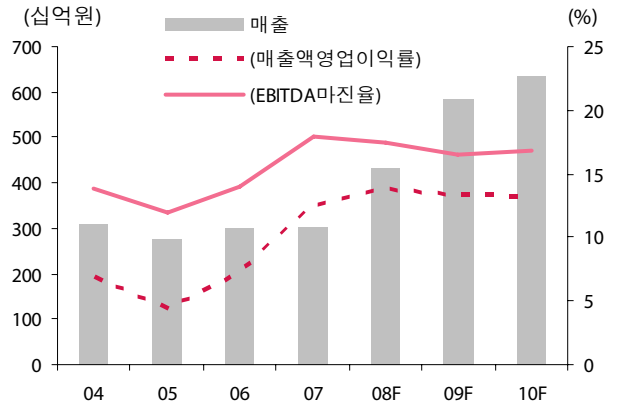
자료: 하나대투증권

그림 1. 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

그림 2. 연도별 매출, 영업이익률/EBITDA 마진율 추이 및 전망



자료: 하나대투증권

표 2. 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	105.8	126.7	114.1	134.7	149.7	151.9	150.0
매출총이익	14.2	12.9	15.8	16.5	17.0	17.6	29.2	18.5	23.1	25.5	26.4	26.4
영업이익	9.4	8.4	11.0	8.9	12.0	11.8	23.0	12.9	17.5	19.8	20.8	20.7
경상이익	9.4	9.6	10.5	10.4	13.2	12.3	28.8	14.2	18.5	20.9	21.8	21.8
순이익	6.8	6.9	7.6	7.0	9.3	7.5	20.9	13.8	13.9	15.7	16.4	16.3
<b>이익률(%)</b>												
매출총이익	18.5	17.8	21.9	20.6	19.9	16.7	23.0	16.2	17.2	17.0	17.4	17.6
영업이익	12.3	11.6	15.2	11.1	14.0	11.2	18.2	11.3	13.0	13.3	13.7	13.8
경상이익	12.2	13.3	14.6	12.9	15.5	11.6	22.7	12.4	13.8	14.0	14.4	14.5
순이익	8.9	9.6	10.5	8.7	10.9	7.1	16.5	12.1	10.3	10.5	10.8	10.9
<b>증감률(전년동기대비, %)</b>												
매출액	6.8	-6.8	-8.2	10.5	11.6	46.2	75.1	41.9	57.7	41.4	19.8	31.5
매출총이익	99.1	21.3	27.0	34.1	20.3	36.7	84.4	11.8	35.9	44.5	-9.4	42.7
영업이익	288.3	52.8	58.0	32.3	27.1	40.9	109.3	44.0	45.8	68.0	-9.8	61.0
경상이익	236.4	90.7	44.9	89.4	41.5	28.1	173.1	36.6	40.0	69.8	-24.2	53.5
순이익	242.2	75.9	42.8	78.6	37.5	7.9	174.3	97.2	49.1	109.7	-21.5	18.8
<b>증감률(전분기대비, %)</b>												
매출액	5.3	-5.5	0.0	11.1	6.3	23.8	19.8	-10.0	18.1	11.1	1.5	-1.2
매출총이익	14.8	-8.8	22.7	4.5	3.0	3.6	65.4	-36.6	25.2	10.2	3.6	-0.2
영업이익	39.6	-11.2	31.2	-18.7	34.2	-1.5	94.9	-44.1	35.8	13.5	4.7	-0.2
경상이익	70.8	2.6	9.8	-1.5	27.5	-7.1	134.1	-50.7	30.7	12.7	4.4	-0.2
순이익	73.7	2.1	9.8	-8.3	33.7	-19.9	179.1	-34.1	1.1	12.7	4.4	-0.2

자료: 하나대투증권

**추정 재무제표**

**손익계산서**

(단위: 십억원)

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
매출액	301.0	301.8	432.1	586.2	632.6
매출원가	258.4	242.3	349.7	484.8	526.2
매출총이익	42.5	59.4	82.4	101.5	106.4
판매비	20.9	21.7	22.7	22.7	22.7
영업이익	21.6	37.7	59.7	78.8	83.7
영업외손익	(1.1)	2.1	8.9	4.2	5.5
이자손익	1.6	3.4	3.7	4.4	5.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환손익	(0.2)	0.1	0.2	(0.1)	(0.0)
기타	(2.5)	(1.4)	4.9	0.0	(0.0)
세전이익	20.6	39.9	68.5	83.0	89.2
법인세	5.4	11.6	17.1	20.8	22.3
계속사업이익	15.1	28.3	51.4	62.3	66.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.1	28.3	51.4	62.3	66.9
NOPAT	13.9	25.8	48.6	59.0	62.8
EBITDA	39.6	53.0	80.4	96.4	106.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.1	0.3	43.2	35.7	7.9
EBITDA증가율	22.2	33.8	51.7	19.8	10.9
영업이익증가율	79.2	74.5	58.1	32.0	6.2
계속사업이익증가율	82.9	86.7	81.7	21.1	7.5
EPS증가율	82.9	86.7	81.7	21.1	7.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	14.1	19.7	19.1	17.3	16.8
EBITDA이익률	13.2	17.6	18.6	16.4	16.9
영업이익률	7.2	12.5	13.8	13.4	13.2
계속사업이익률	5.0	9.4	11.9	10.6	10.6

**대차대조표**

(단위: 십억원)

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>유동자산</b>	<b>117.0</b>	<b>154.2</b>	<b>186.9</b>	<b>242.5</b>	<b>307.8</b>
현금 및 현금성자산	25.7	63.6	85.1	116.6	174.7
단기투자자산	34.1	30.0	30.0	30.0	30.0
매출채권	40.9	41.9	50.0	67.9	73.2
재고자산	14.1	14.6	17.4	23.6	25.4
기타유동자산	2.2	4.1	4.4	4.4	4.4
<b>비유동자산</b>	<b>104.3</b>	<b>96.8</b>	<b>141.2</b>	<b>143.5</b>	<b>130.4</b>
투자자산	1.6	1.6	10.6	10.6	10.6
유형자산	96.5	87.5	121.9	124.2	111.0
무형자산	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>221.3</b>	<b>251.0</b>	<b>328.2</b>	<b>386.0</b>	<b>438.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>43.4</b>	<b>53.0</b>	<b>82.0</b>	<b>96.6</b>	<b>103.0</b>
매입채무	30.6	21.8	32.9	44.7	48.2
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>	<b>7.3</b>	<b>4.6</b>	<b>36.8</b>	<b>35.9</b>	<b>32.8</b>
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	36.8	35.9	32.8
<b>부채총계</b>	<b>50.7</b>	<b>57.6</b>	<b>118.8</b>	<b>132.5</b>	<b>135.8</b>
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	99.2	143.4	192.2
<b>자본총계</b>	<b>170.7</b>	<b>193.4</b>	<b>209.4</b>	<b>253.6</b>	<b>302.4</b>
순부채	(61.4)	(85.2)	(90.2)	(121.6)	(179.8)

**투자지표**

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	711	1,328	2,414	2,925	3,143
BPS	8,015	9,084	9,834	11,909	14,202
CFPS	1,378	1,918	2,989	3,231	4,131
EBITDAPS	1,861	2,490	3,776	4,526	5,019
SPS	14,136	14,173	20,293	27,534	29,710
DPS	260	490	750	850	850
<b>추가지표(배)</b>					
PER	12.5	14.3	7.0	5.8	5.4
PBR	1.1	2.1	1.7	1.4	1.2
PCFR	6.4	9.9	5.7	5.3	4.1
EV/EBITDA	3.2	6.0	3.4	2.5	1.7
PSR	0.6	1.3	0.8	0.6	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.2	15.5	25.5	26.9	24.1
ROA	6.9	12.0	17.7	17.4	16.2
ROIC	12.6	23.8	44.8	51.3	53.8
부채비율	29.7	29.8	56.7	52.2	44.9
순부채비율	(36.0)	(44.1)	(43.1)	(48.0)	(59.5)
이자보상배율(배)	1,317.0	194.4	47.7	63.0	69.0

자료: 하나대투증권

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>28.1</b>	<b>38.4</b>	<b>60.9</b>	<b>65.5</b>	<b>83.8</b>
당기순이익	15.1	28.3	51.4	62.3	66.9
비현금항목 가감	25.5	17.7	12.5	20.5	26.1
감가상각비	20.7	16.6	15.6	17.7	23.2
외환손익	(0.0)	(0.0)	(0.2)	0.1	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	1.1	(2.9)	2.7	2.9
운전자본 증감	(12.5)	(7.6)	(3.0)	(17.2)	(9.2)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(74.2)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(2.5)</b>
투자자산감소(증가)	(0.7)	1.1	(9.0)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(10.6)	(7.6)	(50.0)	(20.0)	(10.0)
기타투자활동	(9.5)	1.5	(15.2)	4.8	7.5
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(3.7)</b>	<b>4.5</b>	<b>34.9</b>	<b>(18.8)</b>	<b>(23.2)</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)	(15.3)	(17.4)
기타재무활동	0.1	0.0	30.3	(3.5)	(5.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(37.9)</b>	<b>21.5</b>	<b>31.5</b>	<b>58.1</b>
Unlevered CFO	29.3	40.8	63.6	68.8	88.0
Free Cash Flow	16.2	26.9	48.2	46.3	72.0

**Country Aggregates**

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.7	9.3	9.5	(2.6)	15.8
Emerging Market	8.6	7.5	7.7	8.4	14.5
World	10.1	8.8	9.0	(0.9)	15.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

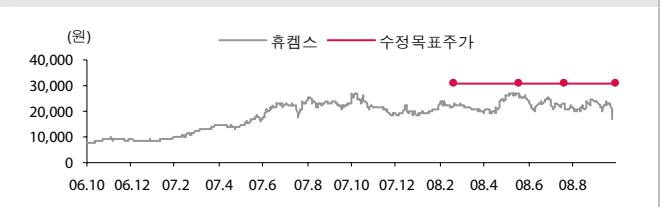
**Sector(Chemicals) Aggregates**

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	7.4	7.2	7.3	41.4	2.6
Emerging Market	7.8	6.4	6.6	13.8	20.7
World	9.1	7.9	8.1	20.7	15.8

**투자의견 변동 내역**

종목명	날짜	투자의견	목표주가
휴켄스	08.10.28	BUY	31,000 원
	08.8.18	BUY	31,000 원
	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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현주가 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(이정환)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 10월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정환)는 2008년 10월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.