



BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(9/15): 23,900원

시가총액: 9,770억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/15)		2,386.07pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,100원	19,000원
등락률	-11.81%	25.79%
수익률	절대	상대
1W	-2.2%	-4.4%
6M	9.6%	-2.0%
1Y	23.8%	3.8%

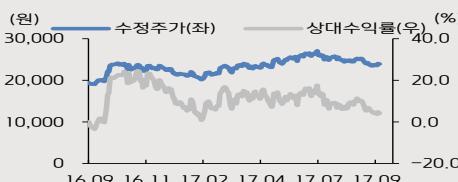
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	115천주
외국인 지분율	12.26%
배당수익률(17E)	4.18%
BPS(17E)	14,554원
주요 주주	태광실업 외 7인 국민연금관리공단
	41.31% 9.98%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,649	8,396	8,406
보고영업이익	769	1,572	1,378	1,525
핵심영업이익	769	1,572	1,378	1,525
EBITDA	1,111	1,876	1,670	1,807
세전이익	591	1,551	1,368	1,506
순이익	399	1,196	1,066	1,173
자체주주지분순이익	431	1,212	1,076	1,184
EPS(원)	1,055	2,964	2,631	2,896
증감률(%YoY)	17.7	181.0	-11.2	10.0
PER(배)	20.6	8.1	9.1	8.3
PBR(배)	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	7.0	4.5	4.8	4.1
보고영업이익률(%)	12.9	20.5	16.4	18.1
핵심영업이익률(%)	12.9	20.5	16.4	18.1
ROE(%)	8.3	22.0	17.0	16.8
순부채비율(%)	-9.1	-18.7	-24.3	-31.5

Price Trend



실적 Preview

휴켐스 (069260)

배당 vs 성장



휴켐스는 올해 하반기에도 실적 호조세를 이어갈 전망입니다. 다운스트림인 TDI/MDI 업황이 견조한 가운데, 주요 원재료인 암모니아 가격 하락 및 마진율 높은 탄소배출권 판매가 올해 4분기에도 100만톤 수준이 있을 것으로 예상되기 때문입니다. 한편 최근 암모니아 가격 급락으로 당초 계획 대비 말레이시아 프로젝트가 지연될 것으로 예상됩니다. 다만 올해 대규모 Capex 투입 제한으로 배당이 작년 대비 큰 폭으로 증가할 것으로 전망됩니다.

>>> 3분기 영업이익, 작년 대비 73.8% 증가 전망

휴켐스의 올해 3분기 영업이익은 325억원으로 작년 대비 73.8% 증가하는 호실적으로 기록할 전망이다. 올해 3분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 없을 것으로 보이지만, 1) 중국 이소시아네이트 재고 축적 확대로 TDI/MDI 가격이 급등세를 기록하며, 고객사 및 동사 수요 확대가 발생하고 있으며, 2) 유럽 BASF의 저위 가동이 지속되고 있는 가운데, 역내 Gansu Yinguang, Southeast Electrochemical, 역외 BorsodChem 등의 정기보수 진행으로 글로벌 TDI 수급 타이트 현상이 지속되었고, 3) 최근 암모니아 투입 가격 하락으로 원료비 등 동사의 제조원가 감축 효과가 발생하고 있기 때문이다.

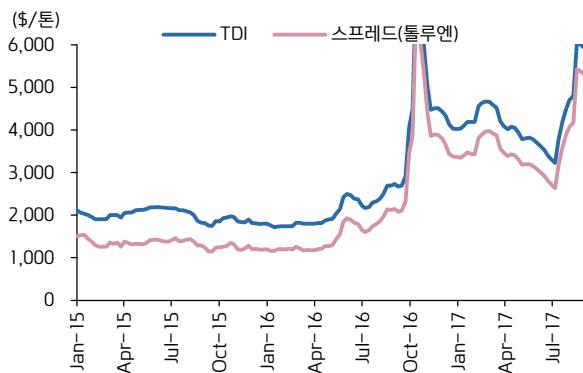
한편 올해 동사의 4분기 영업이익은 고객사(한화케미칼 10월 중 2주, TDI 5만톤) 정기보수 진행과 성과급 지급 등 일회성 비용 증가에도 불구하고, 견조한 이소시아네이트 업황 지속 및 100만톤 수준의 탄소배출권 판매로 재차 400억원대 영업이익으로 복귀할 전망이다.

>>> 배당 vs 성장

최근 국내 암모니아 수입 가격이 톤당 \$250 수준에 형성되어 있다. 이는 현재 질산 및 그 다운스트림 제조원가 감소 및 고객사 수요 증가에 큰 기여를 하고 있는 상황이다. 하지만 최근 암모니아 가격 하락으로 1조원 수준의 Capex가 투입될 것으로 예상되는 동사의 신규 성장 동력인 말레이시아 프로젝트의 경제성은 과거 발표 대비 큰 폭으로 하회한 상황이다. 우리는 동사의 말레이시아 프로젝트가 시장의 기존 예상 보다 상당 시간 동안 지연될 가능성 이 클 것으로 전망하고 있다. 이에 동사에 대한 목표주가를 기존 35,000원에서 32,000원으로 -8.6% 하향 조정한다. 다만 올해 높은 수익성이 지속되는 가운데, 대규모 Capex가 동반되는 프로젝트 지연으로 1) 올해 배당 규모는 기존 배당 성향을 고려 시 작년 대비 최소 2배 이상 증가할 전망이며, 2) 순현금 기조도 더욱 강화될 것으로 보인다.

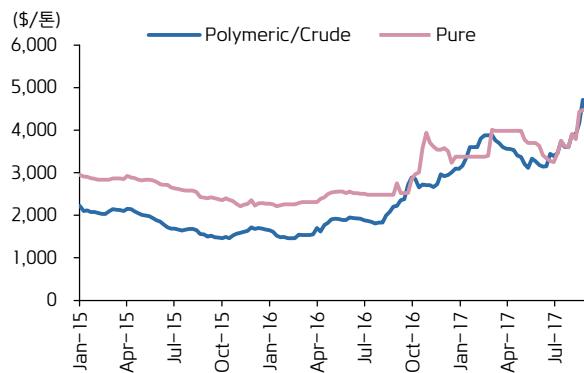
한편 내년에는 금호미쓰이화학 MDI 증설분 가동 및 신규 MNB 유도체 확대로 동사 MNB부문의 실적 개선이 예상된다. 투자의견 Buy 유지한다.

중국 TDI 가격 및 스프레드 추이(주별)



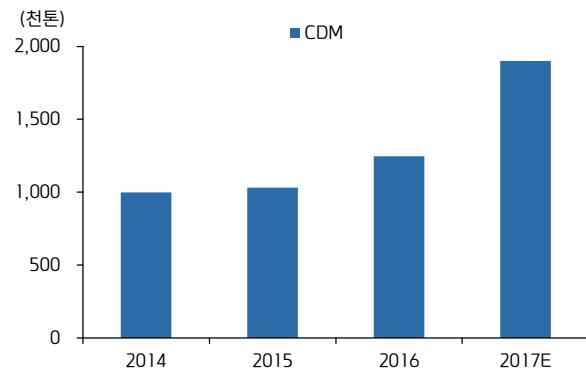
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

중국 MDI 가격 추이(주별)



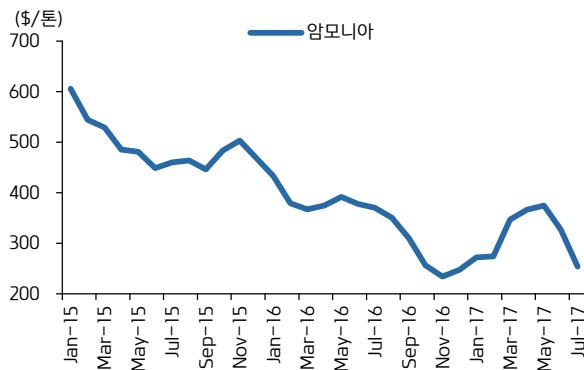
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

휴켐스 CDM 실적 추이(연별)



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

국내 암모니아 수입 가격 추이(월별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

휴켐스 실적 전망

(십억원, %)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	138	157	154	150	188	185	193	199	717	600	598	765
DNT*	23	38	43	47	58	62	73	66	131	116	151	258
MNB*	58	55	59	44	64	55	72	65	356	253	216	257
질산*	32	24	28	33	33	33	25	27	129	135	117	118
초안*	15	12	12	13	13	12	11	11	54	57	52	48
기타/CDM*	10	27	13	12	21	23	11	30	47	39	62	85
영업이익	11	22	19	26	42	41	33	42	53	44	77	157
%	7.6	14.1	12.1	17.1	22.5	22.0	16.9	20.9	7.4	7.3	12.9	20.5

* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,649	8,396	8,406
매출원가	5,107	4,679	5,437	6,323	6,184
매출총이익	898	1,304	2,212	2,074	2,221
판매비및일반관리비	462	535	640	696	697
영업이익(보고)	436	769	1,572	1,378	1,525
영업이익(핵심)	436	769	1,572	1,378	1,525
영업외손익	-15	-177	-20	-9	-19
이자수익	51	45	57	61	64
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	89	81	81
이자비용	77	74	80	80	90
외환손실	53	76	104	89	88
관계기인지분법손익	-23	-28	45	45	45
투자및기타자산처분손익	14	-35	-13	-18	-19
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-20	-28	-30
기타	9	-49	3	17	17
법인세차감전이익	421	591	1,551	1,368	1,506
법인세비용	79	192	356	303	333
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	22.9%	22.1%	22.1%
당기순이익	342	399	1,196	1,066	1,173
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,212	1,076	1,184
EBITDA	802	1,111	1,876	1,670	1,807
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,500	1,358	1,455
수정당기순이익	333	450	1,228	1,111	1,221
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	27.9	9.8	0.1
영업이익(보고)	-17.4	76.4	104.4	-12.4	10.7
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	104.4	-12.4	10.7
EBITDA	-10.3	38.6	68.9	-11.0	8.2
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	181.0	-11.2	10.0
EPS	-9.7	17.7	181.0	-11.2	10.0
수정순이익	-13.3	35.0	172.8	-9.5	9.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,424	5,292	6,234
현금및현금성자산	87	145	527	1,015	1,952
유동금융자산	2,350	1,709	2,186	2,399	2,402
매출채권및유동채권	932	1,066	1,363	1,496	1,498
재고자산	320	272	348	382	382
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	4,583	4,729	4,783
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	109	120	120
투자자산	333	1,406	1,738	1,911	1,956
유형자산	2,794	2,620	2,527	2,444	2,370
무형자산	174	128	117	108	99
기타비유동자산	35	57	91	148	239
자산총계	7,106	7,489	9,007	10,021	11,017
유동부채	1,165	1,391	1,697	1,844	1,866
매입채무및기타유동채무	591	953	1,218	1,337	1,338
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	185	203	203
비유동부채	1,212	1,164	1,374	1,582	1,789
장기매입채무및비유동채무	14	13	17	18	18
사채및장기차입금	961	886	1,086	1,276	1,456
기타비유동부채	238	265	271	288	315
부채총계	2,377	2,556	3,071	3,426	3,655
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,162	4,830	5,606
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,950	6,618	7,394
비지배주주지분자본총계	-1	2	-14	-23	-32
자본총계	4,729	4,933	5,936	6,595	7,362
순차입금	-759	-451	-1,109	-1,600	-2,320
총차입금	1,678	1,404	1,604	1,814	2,034

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,380	1,293	1,430
당기순이익	342	399	1,196	1,066	1,173
감가상각비	350	331	294	283	274
무형자산상각비	16	11	10	9	9
외환손익	-6	-4	14	8	7
자산처분손익	50	67	13	18	19
지분법손익	0	0	-45	-45	-45
영업활동자산부채 증감	-62	133	-87	-39	0
기타	-25	218	-14	-6	-5
투자활동현금흐름	-262	-551	-1,011	-616	-314
투자자산의 처분	-105	-385	-766	-346	-8
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-150	-176	-200	-200	-200
무형자산의 처분	-2	0	0	0	0
기타	-5	10	-45	-70	-106
재무활동현금흐름	-532	-510	13	-190	-179
단기차입금의 증가	-344	-45	0	0	0
장기차입금의 증가	161	-261	200	210	220
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-217	-193	-193	-406	-406
기타	-132	-11	6	7	7
현금및현금성자산의순증가	-136	58	382	487	937
기초현금및현금성자산	223	87	145	527	1,015
기말현금및현금성자산	87	145	527	1,015	1,952
Gross Cash Flow	727	1,022	1,467	1,332	1,430
Op Free Cash Flow	506	818	1,589	1,431	1,607

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,964	2,631	2,896
BPS	11,570	12,062	14,554	16,190	18,088
주당EBITDA	1,961	2,717	4,589	4,086	4,421
CFPS	1,731	1,813	3,668	3,323	3,560
DPS	500	500	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.1	9.1	8.3
PBR	1.3	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.5	4.8	4.1
PCFR	8.8	12.0	6.5	7.2	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
EBITDA margin	13.3	18.6	24.5	19.9	21.5
순이익률	5.7	6.7	15.6	12.7	14.0
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	22.0	17.0	16.8
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	51.5	45.6	51.7
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	51.7	51.9	49.7
순차입금비율	-16.0	-9.1	-18.7	-24.3	-31.5
이자보상배율(배)	5.6	10.4	19.7	17.3	17.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.3	5.9	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.7	23.0	22.0
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.6	6.3

Compliance Notice

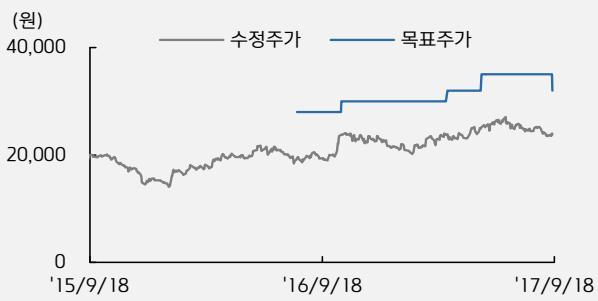
- 당사는 9월 15일 현재 '휴켐스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켐스 (069260)	2016/08/09	BUY(Initiate)	28,000원	6개월	-31.6	-29.8
	2016/08/22	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-30.6	-27.9
	2016/09/02	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-28.8	-15.4
	2016/10/18	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-21.2	-19.7
	2016/11/08	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-22.4	-19.7
	2016/12/01	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-23.3	-19.7
	2017/01/04	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-25.2	-19.7
	2017/02/09	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-25.0	-19.7
	2017/04/03	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-27.6	-25.5
	2017/04/20	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-27.0	-24.7
	2017/05/10	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-25.8	-21.3
	2017/05/26	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.1	-22.6
	2017/07/04	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.4	-22.6
	2017/07/21	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.9	-22.6
	2017/08/09	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-28.0	-22.6
	2017/09/18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%