



## BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(11/6): 23,000원

시가총액: 9,402억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/6)	2,549.41pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,100원	20,150원
등락률	-15.13%	14.14%
수익률	절대	상대
1W	-4.0%	-9.8%
6M	-0.4%	-12.5%
1Y	1.8%	-20.9%

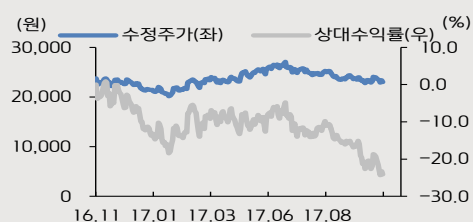
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	90천주
외국인 지분율	12.98%
배당수익률(17E)	4.35%
BPS(17E)	14,459원
주요 주주	태광산업 외 7인
	국민연금관리공단
	41.31%
	9.98%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,453	8,391	8,406
보고영업이익	769	1,523	1,415	1,566
핵심영업이익	769	1,523	1,415	1,566
EBITDA	1,111	1,827	1,708	1,849
세전이익	591	1,502	1,405	1,548
순이익	399	1,157	1,095	1,205
지배주주지분순이익	431	1,173	1,105	1,217
EPS(원)	1,055	2,869	2,703	2,976
증감률(%YoY)	17.7	172.0	-5.8	10.1
PER(배)	20.6	8.0	8.5	7.7
PBR(배)	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.0	4.5	4.5	3.8
보고영업이익률(%)	12.9	20.4	16.9	18.6
핵심영업이익률(%)	12.9	20.4	16.9	18.6
ROE(%)	8.3	21.4	17.5	17.3
순부채비율(%)	-9.1	-18.9	-24.2	-31.7

## Price Trend



## 기업브리프

## 휴켄스 (069260)

## 역대 최고 이익 창출 대비 과도한 주가 하락



휴켄스의 3분기 영업이익은 382억원으로 어닝 서프라이즈가 전망됩니다. 다운스트림인 TDI/MDI 업황이 견조한 가운데, 주요 원재료 중 하나인 암모니아의 가격 하락으로 인한 원가 하락에 기인합니다. 한편 당사는 올해 창사 최대 영업이익 달성으로 기존 배당성향을 고려 시 보수적으로도 배당총액이 작년 대비 2배 이상 증가할 전망입니다. 현재 창출하고 있는 실적 대비 최근 동사의 주가 하락은 과도해 보입니다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익, 작년 대비 104.3% 증가 전망

휴켄스의 올해 3분기 영업이익은 382억원으로 작년 대비 104.3% 증가하는 어닝 서프라이즈를 기록할 전망이다. 올해 3분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 없지만, 1) 중국 이소시아네이트 재고 축적 확대로 TDI/MDI 가격이 급등세를 기록하며, 고객사 및 동사 수요가 증가하고 있고, 2) 유럽 BASF의 저위 가동이 지속되고 있는 가운데, 역내 Gansu Yinguang, Southeast Electrochemical, 역외 BorsodChem 등의 정기보수 진행으로 글로벌 TDI 수급 타이트 현상이 지속되었으며, 3) 최근 암모니아 투입 가격 하락으로 원재료비 감소 효과가 발생하고 있기 때문이다. 한편 올해 동사의 4분기 영업이익은 고객사 정기보수 진행 및 성과급 지급 등 일회성 비용 증가에도 불구하고, 이소시아네이트 업황 호조세 지속과 80만톤 수준의 탄소배출권 판매로 견조한 영업이익을 유지할 전망이다.

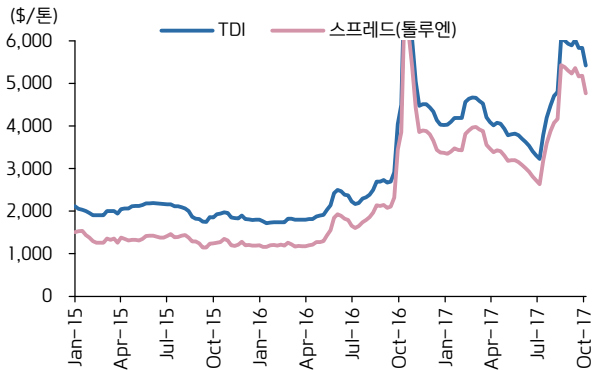
## &gt;&gt;&gt; TDI 가격, 내년에도 강세 지속 전망

현재(11월 6일) 중국 TDI 가격은 톤당 \$6,008로 7월 초 대비 81.5% 상승하는 등 고공 행진을 이어가고 있다. 이는 1) 국경절 이후 다운스트림 업체의 적극적 판매 확대로 TDI 수요가 강세를 지속하고 있고, 2) BASF의 TDI 제품에서 디클로로벤젠이 발견되어 BASF의 독일 공장이 가동을 정지하여, 이 부족분을 아시아 공장에서 공급하게 되면서 중국 등 역내 TDI 수급 타이트 현상이 발생하고 있으며, 3) 국내 TDI 업체의 정기보수가 진행되고 있는 가운데, 중국 Cangzhou Dahua가 예상보다 빠르게 정기보수를 결정하였기 때문이다. 한편 사우디 Sadara TDI 플랜트 가동 및 독일 BASF 재가동 전망에 따라, 내년 TDI 가격 급락에 대한 일부 시장의 우려가 존재한다. 하지만 독일 BASF의 신규 리액터 설치의 내년 말에야 완료될 것으로 보여, 내년 3분기까지도 TDI 가격 강세가 지속될 것으로 보인다. 또한 \$2,000~\$3,000 수준의 TDI 가격 하락에도 현재 TDI-톨루엔 스프레드를 고려 시 동사의 DNT 공급 가격은 포물러 상 상단을 지속할 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 배당주로서의 매력 보유

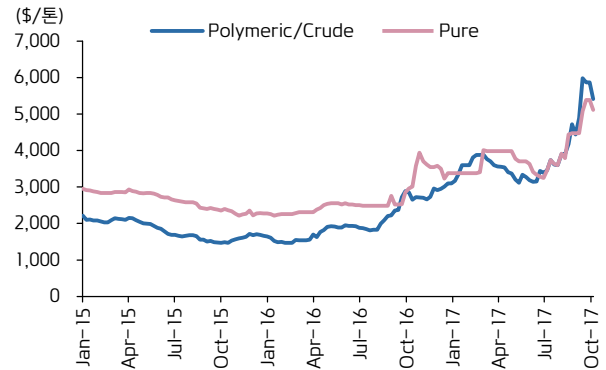
동사는 올해 창사 최대 이익 달성으로 기존 배당성향을 고려 시 보수적으로도 올해 배당총액이 작년 대비 2배 이상 증가할 전망이다.

## 중국 TDI 가격 및 스프레드 추이(주별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 중국 MDI 가격 추이(주별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 휴켄스 배당 추이

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EPS(원)	1,328	1,953	1,936	1,738	1,310	1,287	1,367	1,032	971	1,185
배당총액(억원)	104	204	319	327	286	283	295	217	193	193
DPS(원)	490	1,000	1,500	800	700	700	750	550	500	500
배당성향	36.9%	50.7%	48.0%	48.5%	53.4%	54.3%	54.1%	53.3%	51.5%	42.2%
시가배당률	2.6%	4.7%	4.8%	3.9%	3.4%	2.7%	3.1%	2.0%	3.2%	2.2%

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 휴켄스 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	180	717	600	598	745
DNT*	23	38	43	47	58	62	73	62	131	116	151	254
MNB*	58	55	59	44	64	55	72	58	356	253	216	249
질산*	32	24	28	33	33	33	25	23	129	135	117	114
초안*	15	12	12	13	13	12	11	10	54	57	52	46
기타/CDM*	10	27	13	12	21	23	11	27	47	39	62	82
영업이익	11	22	19	26	42	41	38	31	53	44	77	152
%	7.6	14.1	12.1	17.1	22.5	22.0	19.8	17.3	7.4	7.3	12.9	20.4

\* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,453	8,391	8,406
매출원가	5,107	4,679	5,314	6,280	6,143
매출총이익	898	1,304	2,139	2,111	2,263
판매비및일반관리비	462	535	616	696	697
영업이익(보고)	436	769	1,523	1,415	1,566
영업이익(핵심)	436	769	1,523	1,415	1,566
영업외손익	-15	-177	-21	-10	-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
관계기업지분법손익	-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	1,502	1,405	1,548
법인세비용	79	192	345	311	342
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	23.0%	22.1%	22.1%
당기순이익	342	399	1,157	1,095	1,205
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,173	1,105	1,217
EBITDA	802	1,111	1,827	1,708	1,849
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,461	1,387	1,488
수정당기순이익	333	450	1,190	1,140	1,253
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	24.6	12.6	0.2
영업이익(보고)	-17.4	76.4	98.1	-7.1	10.7
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	98.1	-7.1	10.7
EBITDA	-10.3	38.6	64.5	-6.5	8.3
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	172.0	-5.8	10.1
EPS	-9.7	17.7	172.0	-5.8	10.1
수정순이익	-13.3	35.0	164.2	-4.2	10.0

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,385	5,282	6,257
현금및현금성자산	87	145	588	1,008	1,975
유동금융자산	2,350	1,709	2,130	2,398	2,402
매출채권및유동채권	932	1,066	1,328	1,495	1,498
재고자산	320	272	339	381	382
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	4,546	4,728	4,783
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	106	120	120
투자자산	333	1,406	1,705	1,910	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	8,931	10,011	11,040
유동부채	1,165	1,391	1,661	1,843	1,866
매입채무및기타유동채무	591	953	1,187	1,336	1,338
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	180	203	203
비유동부채	1,212	1,164	1,373	1,582	1,789
장기매입채무및기타유동채무	14	13	16	18	18
사채및장기차입금	961	886	1,086	1,276	1,456
기타비유동부채	238	265	271	288	315
부채총계	2,377	2,556	3,034	3,425	3,655
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,123	4,821	5,629
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,911	6,608	7,417
비지배주주지분자본총계	-1	2	-13	-23	-33
자본총계	4,729	4,933	5,897	6,586	7,385
순차입금	-759	-451	-1,114	-1,592	-2,343
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	1,352	1,312	1,462
당기순이익	342	399	1,157	1,095	1,205
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	-77	-49	-1
기타	-25	218	-14	-6	-5
투자활동현금흐름	-262	-551	-921	-703	-316
투자자산의 처분	-105	-385	-677	-433	-11
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	-189	-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	443	420	967
기초현금및현금성자산	223	87	145	588	1,008
기말현금및현금성자산	87	145	588	1,008	1,975
Gross Cash Flow	727	1,022	1,429	1,361	1,463
Op Free Cash Flow	506	818	1,550	1,459	1,648

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,869	2,703	2,976
BPS	11,570	12,062	14,459	16,166	18,145
주당EBITDA	1,961	2,717	4,470	4,178	4,523
CFPS	1,731	1,813	3,574	3,393	3,639
DPS	500	500	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.0	8.5	7.7
PBR	1.3	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.5	4.5	3.8
PCFR	8.8	12.0	6.4	6.8	6.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.4	16.9	18.6
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.4	16.9	18.6
EBITDA margin	13.3	18.6	24.5	20.4	22.0
순이익률	5.7	6.7	15.5	13.0	14.3
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	21.4	17.5	17.3
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	50.0	47.0	53.1
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	51.5	52.0	49.5
순차입금비율	-16.0	-9.1	-18.9	-24.2	-31.7
이자보상배율(배)	5.6	10.4	19.1	17.8	17.5
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.2	5.9	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.4	23.3	22.0
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.7	6.3

## Compliance Notice

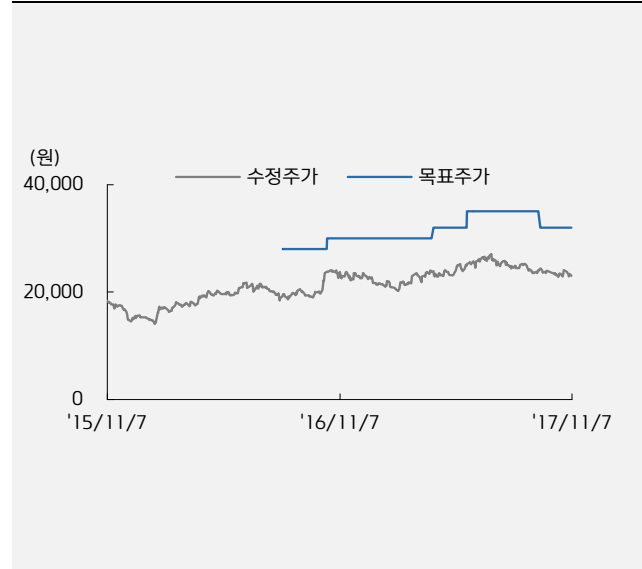
- 당사는 11월 6일 현재 '휴켄스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표가 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켄스 (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	-28.1	-22.6
	2017/09/18	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-25.7	-23.8
	2017/10/16	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-26.2	-23.8
	2017/11/07	BUY(Maintain)	32,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자자의견 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%