



## BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(1/25): 24,450원

시가총액: 9,995억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/25)	2,562.23pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,100원	20,150원
등락률	-9.78%	21.34%
수익률	절대	상대
1W	-3.2%	-7.8%
6M	-4.3%	-8.9%
1Y	16.7%	-5.9%

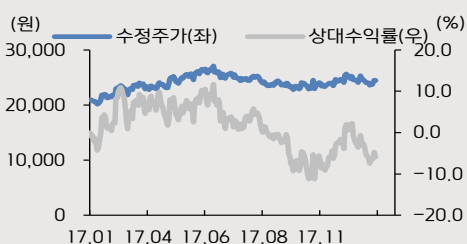
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	13.12%
배당수익률(17E)	4.89%
BPS(17E)	14,436원
주요 주주	태광산업 외 7인
	국민연금관리공단
	43.53%
	10.00%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,235	8,736	8,742
보고영업이익	769	1,503	1,321	1,395
핵심영업이익	769	1,503	1,321	1,395
EBITDA	1,111	1,807	1,613	1,678
세전이익	591	1,526	1,339	1,406
순이익	399	1,151	1,018	1,069
지배주주지분순이익	431	1,163	1,022	1,073
EPS(원)	1,055	2,846	2,499	2,624
증감률(%YoY)	17.7	169.8	-12.2	5.0
PER(배)	20.6	8.6	9.8	9.4
PBR(배)	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	7.0	4.9	5.4	4.8
보고영업이익률(%)	12.9	20.8	15.1	16.0
핵심영업이익률(%)	12.9	20.8	15.1	16.0
ROE(%)	8.3	21.3	16.5	15.9
순부채비율(%)	-9.1	-19.6	-21.0	-26.9

## Price Trend



## 기업브리프

## 휴켄스 (069260)

## 배당 매력 대비 과도한 저평가



TDI 업황에 대한 의문 확대 등으로 작년 창사 최대 영업이익 달성 전망에도 불구하고, 휴켄스의 주가가 지지부진한 상황입니다. 하지만 배당 성향 유지 등을 고려하면, 시가 배당률이 5% 수준에서 형성되는 등 동사의 주가는 과도하게 저평가되어 있는 것으로 보입니다. 한편 동사의 말레이시아 프로젝트는 전방 사항 악화로 지연된 것으로 예상되지만, 동사는 투자비 감축 작업 등으로 통하여 프로젝트 경제성 강화를 모색 중에 있는 것으로 보입니다.

## &gt;&gt;&gt; 시가 배당률, 5% 전망

우리는 휴켄스의 DPS가 시장 기대치를 크게 상회하는 1,200원(전년 배당 성향 유지 가정)을 기록하며, 시가 배당률 5%에서 형성될 것으로 추정하고 있다. 이는 1) TDI/MDI 등 이소시아네이트 호황으로 동사의 작년 영업이익이 1,503억원을 기록하며, 전년 대비 95.5% 증가할 것으로 예상되는 등 배당가능이익이 큰 폭으로 증가할 것으로 전망되고, 2) 외부환경 변화에 따른 말레이시아 프로젝트의 지연으로 향후 2~3년간 대규모 투자가 제한될 것으로 추정되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 말레이시아 프로젝트, 투자비 감축 작업 진행

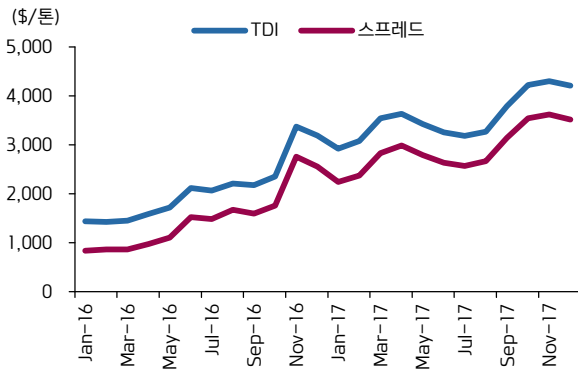
작년 하반기 암모니아 업황의 부진으로 당초 계획 대비 2~3년 정도 동사의 말레이시아 프로젝트 완공 시점이 지연된 것으로 추정된다. 다만 동사는 업스트림 협력, 다운스트림 투자 시기 조정 등을 통하여, 기존 약 9천억원~1조원이 투입될 것으로 예상되었던 말레이시아 프로젝트 투자비를 줄이는 작업을 진행 중에 있는 것으로 보인다. 한편 향후 동사의 말레이시아 프로젝트가 재개되더라도, 작년 실적 개선 및 선제적 자금 조달 완료로 프로젝트 진행에 따른 급격한 재무구조 훼손은 제한될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 증설 완료된 MNB 플랜트, 가동률 90% 상회

사우디 Sadara의 MDI 물량 출회 및 전 분기 트러블/정기보수 영향이 있었던 업체들의 재가동으로 최근 MDI 가격이 소폭 조정 받고 있다. 하지만 동사의 MNB 실적은 원재료 가격/환율에 절대 마진이 더해지는 구조라, MDI 가격 보다는 플랜트 가동률 및 판매 물량에 영향을 받는다. 고객사 증설로 인한 7만톤 수준의 동사 MNB 동반 증설은 이미 완료되었고, 현재 가동률이 90%를 상회한 것으로 보인다. 또한 최근 미국 Dow Chemical의 텍사스 MDI 플랜트(34만톤) 불가항력 선언으로 단기적으로 MDI 공급이 개선될 전망이다.

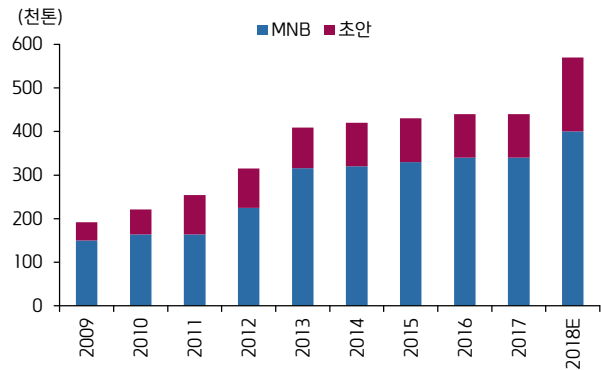
한편 세계 MDI 공급은 BASF, Covestro, SLIC, 금호미쓰이, Sadara 등의 증설로 2016년~2021년까지 연평균 4% 증가할 전망이다. 다만 상위 5개 업체가 전체 공급의 90%를 점유하는 클럽 비즈니스의 성격 보유 및 수요 호조세 지속(CAGR 4~5%)으로 MDI는 향후에도 견고한 업황이 유지될 전망이다.

## 국내 TDI 가격 및 스프레드(톨루엔) 추이



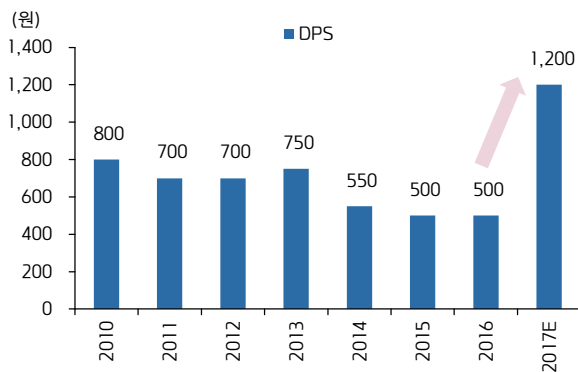
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 휴켄스 MNB/초안 생산능력 추이



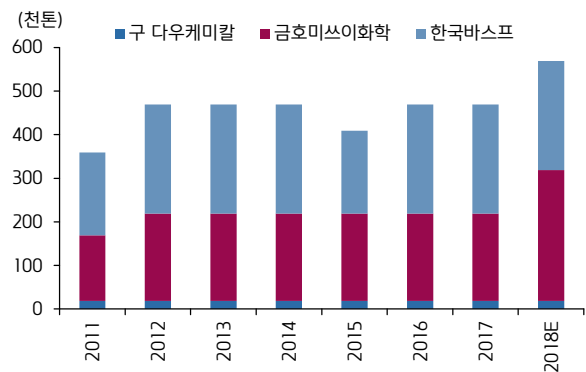
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 휴켄스 DPS 추이



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 국내 MDI 업체 생산능력 추이



자료: KPIA, 키움증권 리서치

## 휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2016				2017				2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	138	157	154	150	188	185	180	171	600	598	723	874
DNT*	23	38	43	47	61	65	69	66	116	151	261	302
MNB*	58	55	59	44	69	54	58	41	253	216	222	283
질산*	32	24	28	33	25	28	28	24	135	117	104	100
초안*	15	12	12	13	16	17	13	13	57	52	59	111
기타/CDM*	10	27	13	12	16	22	12	27	39	62	77	78
영업이익	11	22	19	26	42	41	38	29	44	77	150	132
%	7.6	14.1	12.1	17.1	22.5	22.0	21.3	16.9	7.3	12.9	20.8	15.1

\* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,235	8,736	8,742
매출원가	5,107	4,679	5,167	6,731	6,662
매출총이익	898	1,304	2,067	2,005	2,080
판매비및일반관리비	462	535	565	684	684
영업이익(보고)	436	769	1,503	1,321	1,395
영업이익(핵심)	436	769	1,503	1,321	1,395
영업외손익	-15	-177	23	18	11
이자수익	51	45	60	64	69
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	69	55	54
이자비용	77	74	83	84	95
외환손실	53	76	81	61	59
관계기업지분법손익	-23	-28	45	45	45
투자및기타자산처분손익	14	-35	-4	-6	-7
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-7	-13	-14
기타	9	-49	24	17	17
법인세차감전이익	421	591	1,526	1,339	1,406
법인세비용	79	192	375	321	337
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	24.6%	24.0%	24.0%
당기순이익	342	399	1,151	1,018	1,069
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,163	1,022	1,073
EBITDA	802	1,111	1,807	1,613	1,678
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,455	1,310	1,351
수정당기순이익	333	450	1,162	1,036	1,089
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	20.9	20.8	0.1
영업이익(보고)	-17.4	76.4	95.5	-12.1	5.6
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	95.5	-12.1	5.6
EBITDA	-10.3	38.6	62.7	-10.7	4.0
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	169.8	-12.2	5.0
EPS	-9.7	17.7	169.8	-12.2	5.0
수정순이익	-13.3	35.0	158.0	-10.8	5.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,379	5,118	5,876
현금및현금성자산	87	145	693	668	1,423
유동금융자산	2,350	1,709	2,067	2,496	2,498
매출채권및유동채권	932	1,066	1,289	1,557	1,558
재고자산	320	272	329	397	397
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	4,505	4,792	4,845
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	103	124	125
투자자산	333	1,406	1,667	1,969	2,013
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	8,884	9,911	10,720
유동부채	1,165	1,391	1,621	1,907	1,928
매입채무및기타유동채무	591	953	1,152	1,391	1,392
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	175	211	212
비유동부채	1,212	1,164	1,372	1,583	1,790
장기매입채무및기타유동채무	14	13	16	19	19
사채및장기차입금	961	886	1,086	1,276	1,456
기타비유동부채	238	265	270	288	315
부채총계	2,377	2,556	2,993	3,490	3,718
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,114	4,647	5,231
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,901	6,435	7,019
비지배주주지분자본총계	-1	2	-11	-14	-17
자본총계	4,729	4,933	5,891	6,421	7,002
순차입금	-759	-451	-1,156	-1,350	-1,886
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	1,348	1,195	1,315
당기순이익	342	399	1,151	1,018	1,069
감가상각비	350	331	294	283	274
무형자산상각비	16	11	10	9	9
외환손익	-6	-4	12	6	5
자산처분손익	50	67	4	6	7
지분법손익	0	0	-45	-45	-45
영업활동자산부채 증감	-62	133	-66	-79	0
기타	-25	218	-12	-4	-3
투자활동현금흐름	-262	-551	-812	-950	-300
투자자산의 처분	-105	-385	-574	-688	-2
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-150	-176	-200	-200	-200
무형자산의 처분	-2	0	0	0	0
기타	-5	10	-38	-62	-97
재무활동현금흐름	-532	-510	12	-270	-260
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	-487	-487
기타	-132	-11	5	8	7
현금및현금성자산의순증가	-136	58	548	-25	755
기초현금및현금성자산	223	87	145	693	668
기말현금및현금성자산	87	145	693	668	1,423
Gross Cash Flow	727	1,022	1,413	1,273	1,315
Op Free Cash Flow	506	818	1,541	1,335	1,477

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,846	2,499	2,624
BPS	11,570	12,062	14,436	15,741	17,170
주당EBITDA	1,961	2,717	4,420	3,947	4,104
CFPS	1,731	1,813	3,558	3,205	3,306
DPS	500	500	1,200	1,200	1,200
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.6	9.8	9.4
PBR	1.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.9	5.4	4.8
PCFR	8.8	12.0	6.9	7.7	7.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.8	15.1	16.0
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.8	15.1	16.0
EBITDA margin	13.3	18.6	25.0	18.5	19.2
순이익률	5.7	6.7	15.9	11.6	12.2
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	21.3	16.5	15.9
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	49.4	43.8	47.0
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	50.8	54.3	53.1
순차입금비율	-16.0	-9.1	-19.6	-21.0	-26.9
이자보상배율(배)	5.6	10.4	18.2	15.7	14.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.1	6.1	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.1	24.1	22.0
매입채무회전율	8.9	7.7	6.9	6.9	6.3

## Compliance Notice

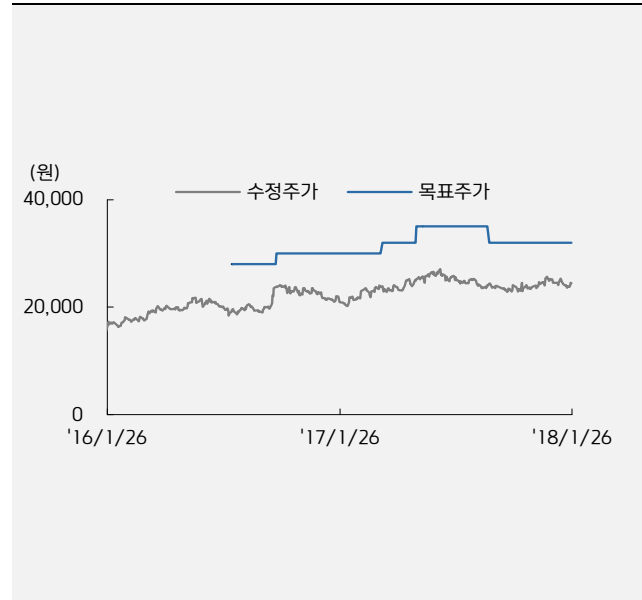
- 당사는 1월 25일 현재 '휴켄스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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	-25.0	-19.8
	2018/01/22	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-24.9	-19.8
	2018/01/26	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%