

휴켄스 (069260)

화학

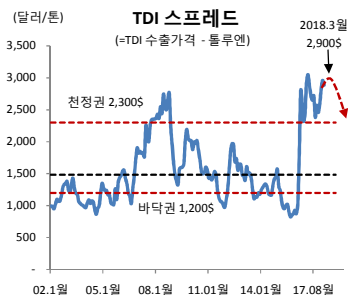
황규원



02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD
목표주가	26,000원
현재주가 (4/6)	25,050원
상승여력	4%

시가총액	10,240억원
총발행주식수	40,878,588주
60일 평균 거래대금	23억원
60일 평균 거래량	91,894주
52주 고	27,100원
52주 저	22,800원
외인지분율	13.81%
주요주주	박연차 외 7 인 43.53%



2018년 1분기도 좋은 실적 유지되지만,,

2018년 1분기 예상 영업이익 401억원...

2016년 11월 글로벌 1위업체인 BASF(주) 독일 공장 폭발로 수혜를 얻고 있는 국내 우레탄 원료(인조가죽 원료) 독점 공급업체인 휴켄스(주)의 2018년 1분기 예상 실적은 '매출액 1,864억원, 영업이익 401억원, 지배주주 순이익 328억원' 등이다. 영업이익은 성과급, 정기보수 등 일회성 비용 110억원이 집중되었던 지난 4분기 312억원 보다 29% 늘어날 전망이다, 시장 컨센서스 376억원 보다 높을 것으로 보인다. 다만, 비슷한 여건이었던 전년 1분기 423억원에 비해서 5% 정도 소폭 줄어드는 수치이다. [표1]

부문별 예상 특징은 'DNT 최고 이익률 속에 MNB 가동률 상승' 등이다.

- ① 화학부문(DNT, MNB, 초안) 예상 영업이익은 382억원(전분기 206억원)이다. 주력제품인 DNT(연성우레탄 원료) 영업이익률을 결정하는 TDI 스프레드(=TDI-톨루엔, 1톤당)는 3,300\$(전분기 3,622\$) 내외로, 영업이익률 상한치 35%를 적용받는 2,300\$을 여전히 넘어서고 있다. 2017년 하반기 GS칼텍스(주) 화재로 일산 화탄소 공급이 원활하지 못했던 MNB(경성우레탄 원료) 가동률도 3월부터 95% 수준으로 회복되었다.
- ② 탄소배출권 판매량은 10만톤으로, 전년 1분기 35만톤과 4분기 60만톤에 비해 줄어든 것이다. 2018년 판매계약 규모는 150~160만톤이라는 점을 감안하면, 2분기부터 판매량이 확대될 것으로 보인다.

2018년 BASF(주) 재가동 우려가 기우(杞憂)였으면...

2018년 독일 BASF(주)가 관건이다. 2016년 11월 BASF(주) 독일 공장 폭발 수혜로, 영업이익은 2016년 769억원에서 2017년 1,526억원으로 경종 뛰었다. 그런데, 2018년 BASF(주) 설비 재가동으로 감익 우려가 높아지고 있어, 목표주가 2.6만원과 Hold 의견을 유지한다. [표3]

- ① 2018년 예상 실적은 '매출액 8,516억원, 영업이익 1,351억원, 지배주주 순이익 1,166억원' 등이다. 영업이익 예상치는 최고 호황을 누렸던 전년 1,526억원 대비 11% 낮아지는 수치이다. 2017년 초 고마진에 영향을 미친 결정적인 변수가 소멸되기 때문이다. 글로벌 1위 BASF(주)의 독일 TDI 30만톤 설비가 2016년 11월 폭발 사고로 1년 반 동안 가동을 멈췄었다. TDI 스프레드는 1,200\$에서 3,600\$까지 급등했다. 그런데, 2018년 BASF(주) 설비가 가동을 재개할 전망이다. TDI 스프레드 하락에 주의가 필요하다. [표2]
- ② 2분기 말에 접근할수록 주의가 필요하다. 2분기 예상 영업이익은 411억원(화학부문 321억원, 탄소배출권 88억원) 등으로 강세가 예상된다. 4월 한화케미칼(주) TDI 16만톤 정기보수와 6월 OCI(주) 5만톤 정기보수로 DNT 판매량은 줄겠지만, 탄소배출권 판매로 커버할 수 있다. 그런데, BASF(주) 재가동 뉴스가 문제로 부각될 것이다. 3월 Reactor(반응기) 교체를 완료하고 5월 전후로 생산을 재개할 계획이기 때문이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,864	-0.7	14.2	1,986	-6.1
영업이익	401	-5.2	28.6	376	6.6
세전계속사업이익	427	8.9	108.3	383	11.4
지배순이익	328	9.2	84.0	298	9.9
영업이익률 (%)	21.5	-1.0 %pt	+2.4 %pt	19.0	+2.5 %pt
지배순이익률 (%)	17.6	+1.6 %pt	+6.7 %pt	15.0	+2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	5,982	7,158	8,516	10,213
영업이익	769	1,526	1,351	1,202
지배순이익	431	1,144	1,166	1,137
PER	18.9	8.5	8.8	9.0
PBR	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.9	4.2	4.6	5.0
ROE	8.9	21.3	19.2	17.1

자료: 유안타증권

표 1. 휴켄스주의 실적 추정치 : 2017년 4분기 영업이익 312억원 → 2018년 1분기 예상 영업이익 401억원(시장 컨센서스 376억원)

		2017				2018				연간실적						
		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
생산 Capa																
	질산 (만톤)	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	31.5	126.0	126.0	126.0	126.0	126.0	126.0	
	초안 (만톤)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	10.0	11.5	13.0	13.0	13.0	13.0	
	DNT (만톤)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	
	MNB (만톤)	8.0	8.0	8.0	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	32.0	32.0	32.0	34.5	42.0	42.0	
	탄소배출권 (만톤)	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	188.0	
	폴리부텐(자회사) (만톤)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
	복합비료(베트남) (만톤)			9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0				18.0	36.0	36.0	
	암모니아(말레이시아) (만톤)														60(연기)	
	질산(말레이시아) (만톤)														40(연기)	
	초안(말레이시아) (만톤)														20(연기)	
주요가격 및 스프레드																
TDI	\$/MT	3,208	3,436	3,404	4,247	4,060	3,780	3,620	3,030	2,295	1,690	2,106	3,574	3,623	2,920	
톨루엔	\$/MT	610	548	562	625	720	780	820	830	991	638	566	586	788	920	
암모니아	\$/MT	286	276	193	300	295	280	290	290	498	416	303	264	289	320	
벤젠	\$/MT	915	762	786	829	900	960	980	960	1,228	679	646	823	950	970	
탄소배출권 가격	\$/MT	18	18	18	18	18	18	18	18	6	10	16	18	18	18	
TDI - 톨루엔 스프레드	\$/MT	2,598	2,888	2,842	3,622	3,340	3,000	2,800	2,200	1,304	1,052	1,540	2,988	2,835	2,000	
매출액		억원	1,878	1,851	1,796	1,633	1,864	2,201	2,131	2,320	7,166	6,004	5,982	7,158	8,516	10,213
본사 화학부문	억원	1,759	1,667	1,737	1,427	1,811	2,044	2,088	2,127	6,952	5,707	5,573	6,590	8,070	9,750	
탄소배출권	억원	73	122	0	159	21	116	0	158	0	82	255	354	295	307	
판매량	만톤	35	60	0	80	10	60	0	80	0	48	130	175	150	153	
일럼테크놀로지	억원	46	62	59	47	32	41	43	35	214	214	154	214	151	156	
말레이시아 프로젝트	억원														(연기)	
영업이익		억원	423	408	383	312	401	411	270	269	528	436	769	1,526	1,351	1,202
본사 화학부문	억원	371	320	376	206	382	321	267	151	521	383	615	1,273	1,121	1,023	
탄소배출권	억원	54	92	0	103	19	88	0	117	0	55	169	249	224	182	
일럼테크놀로지	억원	-2	-4	7	3	0	2	3	1	7	-2	-15	4	6	-3	
말레이시아 프로젝트	억원														(연기)	
영업이익률			22.5%	22.0%	21.3%	19.1%	21.5%	18.7%	12.7%	11.6%	7.4%	7.3%	12.9%	21.3%	15.9%	11.8%
본사 화학부문		21.1%	19.2%	21.6%	14.4%	21.1%	15.7%	12.8%	7.1%	7.5%	6.7%	11.0%	19.3%	13.9%	10.5%	
탄소배출권		73.6%	75.4%		64.8%	90.5%	75.9%		74.1%		67.1%	66.2%	70.3%	75.9%	59.3%	
일럼테크놀로지		-4.3%	-6.5%	11.9%	6.4%	0.0%	4.9%	7.0%	2.9%	3.3%	-1.2%	-9.7%	1.9%	4.0%	-1.9%	
말레이시아 프로젝트																
지배주주 순이익		억원	300	375	290	178	328	351	242	246	405	367	431	1,144	1,166	1,137
주당순이익	원/주										993	896	1,054	2,798	2,853	2,782
주당순자산	원/주										12,261	12,623	12,798	15,161	16,586	18,034
주당EBITDA	원/주										2,186	1,961	2,706	4,471	3,956	3,516
주당배당금	원/주				1,500				1,400		550	500	500	1,500	1,400	1,300
ROE(자기자본이익률)											8.1%	7.1%	8.2%	18.5%	17.2%	15.4%

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 2. 글로벌 TDI 설비 변화 : 2016년 11월 독일 BASF(주) 30만톤 폭발 → 2018년 2분기 재가동

국가명	기업	생산능력(만톤)	신규증설(만톤)										생산능력(만톤)		
		2010년 말	2011년	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019년 말			
미국	BASF	16											16		
	Covestro(기존 Bayer)	17.3											17		
	Dow	0											-		
	기타 중남미	9		-7.5									2		
유럽	Vencorex(프랑스)	12.5						-12.5					-		
	BASF(독)	7					30		-30(폭발)	30(재가동)			37		
	Covestro(기존 Bayer, 독)	18.5				12		-7.5	7.5				30		
	Borsodchem-Wanhua(헝가리)	9		16									25		
	기타유럽	6											6		
아시아															
일본	Mitsui	23.7						-11.7					12		
	Nippon PolyUrethane	2.5											3		
한국	한국BASF	16											16		
	한화케미칼	10	5										15		
	OCl	5											5		
대만															
	Nanya Plastics	3													
중국	BASF(Shanghai)	16											16		
	Covestro(기존 Bayer)	0	25						5				30		
	Gansu Yinguang Chem	10											10		
	Canzhou Dahua	5		5	5								15		
	Liaoning Beifang Jinhua	5					-5						-		
	Yantai Juli	8											8		
	Yantai Wanhua	0										30	30		
	Fujian Southeast Electrochem	0				10							10		
	기타아시아														
	Gujarat(인도)	1.7				5							7		
	Karoon Petrochemical(이란)	4											4		
	House of Invention Internatio	5											5		
	SABIC/Shell(사우디)	0				(20만톤 투자 무산)							-		
	Sabic/DOW(사우디)										20		20		
세계 생산능력			201.2	30	14	5	27	25	-	32	-	18	50	30	332

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 휴켄스(주) 적정주가 : 2.6만원(2018년 DNT 하락사이클 반영)

구분	기준일 (2018.4월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	8,497억원	① 화학부문 EBITDA 1,126억원 × EV/EBITDA 6.0배 = 6,757억원 ② 탄소배출권부문 EBITDA 182억원 × EV/EBITDA 9.5배 = 1,731억원 ③ 일렘테크놀로지(주) EBITDA 5억원 × EV/EBITDA 5.0배 × 비상장 할인 20% × 지분율 50.6% = 10억원 ④ 2018년 말 ~ 2019년 예정되었던 말레이시아 대형 프로젝트 무기한 연기되어 투자가치에서 제외함 ※ 화학부문 EV/EBITDA는 BASF(주) 화재 손해가 소멸되면서 하락사이클로 접어들 것을 반영한 실적임
(+) 투자자산가	418억원	투자 부동산 45억원, 잉여부동산 178억원, 태광파워홀딩스(20%) 12억원, 정산광보디아개발(45%) 114억원, Korea-Vietnam Fertilizer(49%) 69억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 × 0.7배로 계산함
(+) 순현금	1,930억원	
총차입금	1,616억원	
현금성 자산	3,546억원	
순자산 가치	1조 845억원	
발행주식수	4,087.8만주	발행주식 40,878,588주, 자사주 2,563,403주(교환가 25,700원으로 교환사채 발행)
주당순자산(적정가)	2.6만원	

자료: 유안타증권 리서치센터

휴켄스 (069260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,982	7,158	8,516	10,213	9,415
매출원가	4,679	5,080	6,629	8,369	7,807
매출총이익	1,304	2,078	1,886	1,844	1,609
판매비	535	551	536	642	592
영업이익	769	1,526	1,351	1,202	1,017
EBITDA	1,111	1,828	1,617	1,437	1,232
영업외손익	-177	-54	164	255	233
외환관련손익	2	-21	-2	2	0
이자손익	-28	-18	-10	-5	-10
관계기업관련손익	-28	-32	175	259	243
기타	-123	16	0	0	0
법인세비용차감전순이익	591	1,472	1,515	1,457	1,250
법인세비용	192	371	345	321	273
계속사업순이익	399	1,101	1,169	1,136	977
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	399	1,101	1,169	1,136	977
지배지분순이익	431	1,144	1,166	1,137	978
포괄순이익	391	1,055	1,123	1,090	931
지배지분포괄이익	421	1,104	1,188	1,157	988

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,193	5,057	5,714	6,209	5,779
현금및현금성자산	145	147	299	607	261
매출채권 및 기타채권	988	943	1,264	1,403	1,340
재고자산	272	309	439	487	466
비유동자산	4,296	3,758	3,767	3,990	4,218
유형자산	2,620	2,438	2,281	2,254	2,246
관계기업 등 자본관련자산	329	312	487	746	988
기타투자자산	1,031	780	780	780	780
자산총계	7,489	8,816	9,481	10,200	9,997
유동부채	1,391	1,729	1,941	2,115	1,476
매입채무 및 기타채무	953	1,084	1,699	1,882	1,348
단기차입금	223	65	-39	-50	-155
유동성장기부채	72	300	5	5	5
비유동부채	1,164	1,098	1,098	1,098	1,098
장기차입금	88	0	0	0	0
사채	798	1,056	1,056	1,056	1,056
부채총계	2,556	2,828	3,040	3,213	2,574
지배지분	4,931	5,809	6,355	6,910	7,344
자본금	409	409	409	409	409
자본잉여금	1,818	1,853	1,853	1,853	1,853
이익잉여금	3,143	4,087	4,679	5,279	5,759
비지배지분	2	179	87	77	79
자본총계	4,933	5,988	6,441	6,986	7,423
순차입금	-451	-2,293	-2,844	-3,162	-2,921
총차입금	1,404	1,423	1,024	1,014	908

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,155	1,564	1,319	1,047	432
당기순이익	399	1,101	1,169	1,136	977
감가상각비	331	291	257	227	208
외환손익	-4	10	2	-2	0
종속, 관계기업 관련손익	28	32	-175	-259	-243
자산부채의 증감	133	-13	99	-23	-476
기타현금흐름	268	144	-32	-33	-34
투자활동 현금흐름	-580	-1,715	-1,113	-1,211	-1,211
투자자산	243	94	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-176	-195	-100	-200	-200
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-648	-1,616	-1,013	-1,011	-1,011
재무활동 현금흐름	-510	155	-974	-547	-603
단기차입금	-45	-114	-104	-10	-105
사채 및 장기차입금	-261	518	-295	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-193	-193	-575	-536	-498
기타현금흐름	-11	-56	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-7	-2	920	1,019	1,036
현금의 증감	58	2	152	308	-346
기초 현금	87	145	147	299	607
기말 현금	145	147	299	607	261
NOPLAT	769	1,526	1,351	1,202	1,017
FCF	818	1,235	1,308	949	334

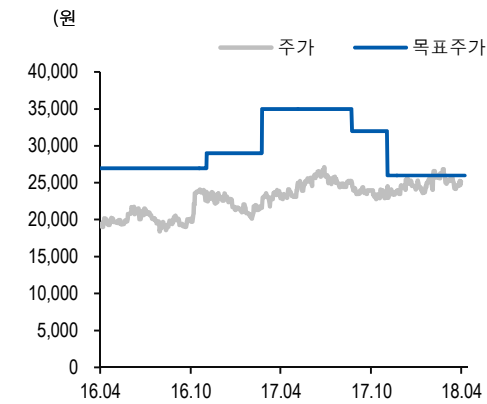
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,055	2,798	2,853	2,782	2,391
BPS	12,782	15,161	16,586	18,034	19,166
EBITDAPS	2,717	4,471	3,956	3,516	3,015
SPS	14,634	17,510	20,831	24,984	23,033
DPS	500	1,500	1,400	1,300	1,200
PER	18.9	8.5	8.8	9.0	10.5
PBR	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.9	4.2	4.6	5.0	6.0
PSR	1.4	1.4	1.2	1.0	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-0.4	19.6	19.0	19.9	-7.8
영업이익 증가율 (%)	76.4	98.5	-11.5	-11.0	-15.4
지배순이익 증가율 (%)	17.7	165.3	1.9	-2.5	-14.0
매출총이익률 (%)	21.8	29.0	22.2	18.1	17.1
영업이익률 (%)	12.9	21.3	15.9	11.8	10.8
자본순이익률 (%)	7.2	16.0	13.7	11.1	10.4
EBITDA 마진 (%)	18.6	25.5	19.0	14.1	13.1
ROIC	15.8	41.6	44.2	42.5	33.0
ROA	5.9	14.0	12.7	11.6	9.7
ROE	8.9	21.3	19.2	17.1	13.7
부채비율 (%)	51.8	47.2	47.2	46.0	34.7
순차입금/자기자본 (%)	-9.1	-39.5	-44.8	-45.8	-39.8
영업이익/금융비용 (배)	10.4	18.6	15.3	13.7	11.6

휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-06	HOLD	26,000	1년		
2017-11-08	HOLD	26,000	1년		
2017-08-28	BUY	32,000	1년	-26.11	-23.59
2017-02-27	BUY	35,000	1년	-29.84	-22.57
2016-11-07	BUY	29,000	1년	-23.85	-18.10
2016-04-04	BUY	27,000	1년	-24.27	-10.74

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.5
Buy(매수)	86.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-04

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.