



## BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원

주가(7/18): 29,700원

시가총액: 12,141억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/18)	2,290.11pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	31,950원	22,800원
등락률	-7.04%	30.26%
수익률	절대	상대
1W	-0.7%	3.1%
6M	25.8%	38.3%
1Y	17.4%	24.4%

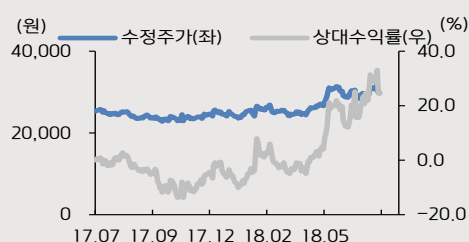
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	119천주
외국인 지분율	16.48%
배당수익률(18E)	5.05%
BPS(18E)	15,861원
주요 주주	태광산업 외 7인 43.52%
	국민연금관리공단 10.04%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,982	7,158	8,281	8,399
보고영업이익	769	1,526	1,575	1,533
핵심영업이익	769	1,526	1,575	1,533
EBITDA	1,111	1,828	1,844	1,795
세전이익	591	1,472	1,675	1,642
순이익	399	1,101	1,269	1,244
지배주주지분순이익	431	1,144	1,266	1,241
EPS(원)	1,055	2,798	3,096	3,036
증감률(%YoY)	17.7	165.3	10.6	-2.0
PER(배)	20.6	8.8	9.6	9.8
PBR(배)	1.8	1.7	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	7.0	4.0	5.1	4.8
보고영업이익률(%)	12.9	21.3	19.0	18.3
핵심영업이익률(%)	12.9	21.3	19.0	18.3
ROE(%)	8.3	20.2	20.1	17.9
순부채비율(%)	-9.1	-38.3	-42.8	-47.6

## Price Trend



## 실적 Preview

## 휴켄스 (069260)

## 2Q18, 창사 최대 영업이익 기록 예상



휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 453억원으로 창사 최대 분기 실적을 기록할 전망입니다. TDI/MDI 등 이소시아네이트 업황이 견조한 흐름을 지속하였고, 질산/초안/MNB 생산량이 증가하였으며, 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 전 분기 대비 큰 폭으로 증가하였기 때문입니다. 한편 동사 MNB의 주요 고객사인 금호미쓰이화학의 추가 증설로 동사 MNB의 판매/생산 확대가 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 12.4% 증가 전망

휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 453억원으로 전 분기 대비 12.4% 증가하며, 창사 최대 분기 실적을 기록할 전망입니다.

- 1) 일부 TDI 업체의 정기보수 진행에도 불구하고, 그 기간이 길지 않았고, 2) TDI 가격이 2분기에는 견조세를 지속하였으며, 3) 올해 2분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 전 분기 대비 233% 증가한 50만톤으로 예상되고, 4) 금호미쓰이화학 MDI 증설(+10만톤)에 따른 MNB 판매/생산이 증가하였으며, 5) 질산암모늄 증설(경쟁사 설비 이설) 및 유류 질산 플랜트 가동으로 질산/초산 판매량 확대가 예상되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; MNB, 추가적인 판매 물량 증가 효과

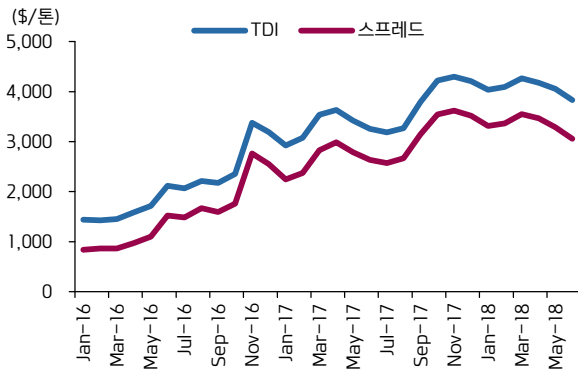
동사 MNB의 주요 고객사인 금호미쓰이화학은 올해 초 MDI 10만톤을 증설 완료하며, MDI 생산능력이 35만톤으로 확대되었다. 이에 동사의 MNB도 추가적인 판매 물량 증가가 예상된다. 또한 금호미쓰이화학은 규모의 경제 효과를 확대하기 위하여 내년 하반기까지 MDI 6만톤을 추가 증설할 계획이다. 동사의 MNB 생산량도 추가적으로 확대될 것으로 보인다.

한편 동사, BASF, Covestro, Dow/Sadara, SLIC 및 Wanhua의 증설에도 불구하고, MDI는 강한 수요 개선으로 2022년까지 수급 상황이 밸런스를 유지할 것으로 보인다. 참고로 세계 MDI 수요는 2017~2022년 연평균 5% 이상 증가할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; TDI, BASF의 신규 리액터 가동에도 불구하고.....

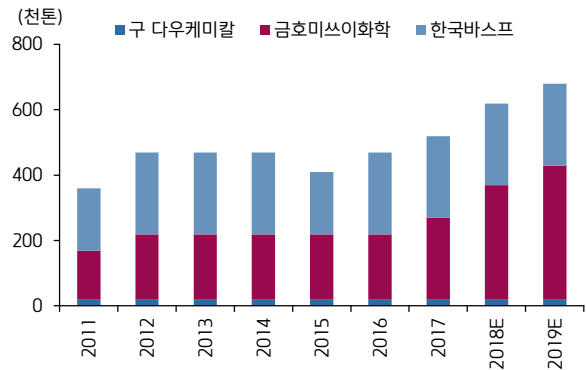
BASF의 TDI 30만톤 신규 리액터가 올해 3분기에 가동하더라도, 기존의 백업 리액터 및 폐쇄 고려 설비를 고려하면, 실제 BASF의 순증 물량은 연간 7~8만톤 수준에 불과할 전망이다. 또한 세계 TDI 설비는 상당부분 노후화되어, 정기보수 주기가 짧아지고 있다는 점도 수급 상황에 고려될 필요가 있다. 한편 원료 통합 TDI 설비의 경우 규모가 되는 생산능력을 갖출 경우 1조원 이상의 Capex가 투입되어, 실제 계획된 설비의 가동은 계획처럼 진행되는 않는 경우가 빈번하다. 실적 개선을 근거해 목표주가를 소폭 상향 조정한다.

## 국내 TDI 수출 가격 및 스프레드 추이



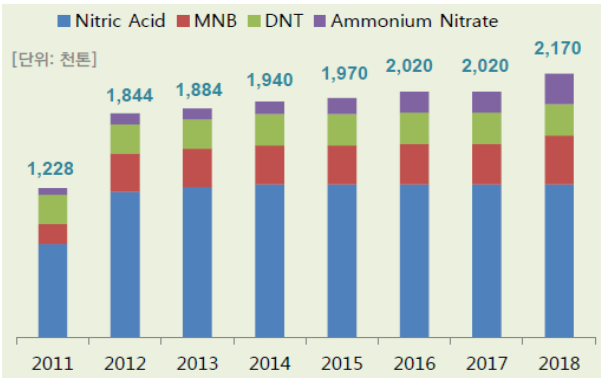
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 국내 MDI 업체 생산능력 추이/전망



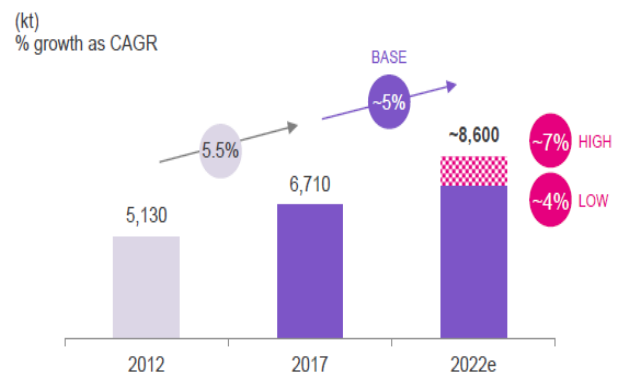
자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 휴켄스 주요 제품 생산능력 추이



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 세계 MDI 수요 전망



자료: Covestro Capital Markets Day 2018, 키움증권 리서치

## 휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	188	185	180	163	192	212	217	207	717	600	598	716	828
DNT	60	64	69	71	73	79	87	77	131	116	151	264	317
MNB	70	55	56	26	65	75	82	72	356	253	216	207	294
질산/초안/CDM 등	58	67	54	66	54	58	48	58	230	231	231	245	217
영업이익	42	41	38	31	40	45	38	34	53	44	77	153	157
%	22.5	22.0	21.3	19.1	21.0	21.3	17.6	16.3	7.4	7.3	12.9	21.3	19.0

\* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,158	8,281	8,399
매출원가	5,107	4,679	5,080	6,095	6,244
매출총이익	898	1,304	2,078	2,186	2,155
판매비및일반관리비	462	535	551	611	621
영업이익(보고)	436	769	1,526	1,575	1,533
영업이익(핵심)	436	769	1,526	1,575	1,533
영업외손익	-15	-177	-54	100	109
이자수익	51	45	64	90	95
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	56	52	47
이자비용	77	74	82	43	49
외환손실	53	76	77	61	58
관계기업지분법손익	-23	-28	61	60	63
투자및기타자산처분손익	14	-35	1	1	1
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-4	-5	-7
기타	9	-49	-74	8	17
법인세차감전이익	421	591	1,472	1,675	1,642
법인세비용	79	192	371	406	398
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	25.2%	24.3%	24.3%
당기순이익	342	399	1,101	1,269	1,244
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,144	1,266	1,241
EBITDA	802	1,111	1,828	1,844	1,795
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,402	1,538	1,506
수정당기순이익	333	450	1,103	1,274	1,250
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	19.6	15.7	1.4
영업이익(보고)	-17.4	76.4	98.5	3.2	-2.6
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	98.5	3.2	-2.6
EBITDA	-10.3	38.6	64.5	0.9	-2.6
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	165.3	10.6	-2.0
EPS	-9.7	17.7	165.3	10.6	-2.0
수정순이익	-13.3	35.0	144.9	15.5	-1.8

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	5,057	6,028	6,895
현금및현금성자산	87	145	147	347	1,133
유동금융자산	2,350	1,709	3,569	4,129	4,187
매출채권및유동채권	932	1,066	1,033	1,195	1,212
재고자산	320	272	309	357	362
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	3,758	3,871	3,881
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	81	94	95
투자자산	333	1,406	1,138	1,320	1,396
유형자산	2,794	2,620	2,438	2,378	2,325
무형자산	174	128	78	69	60
기타비유동자산	35	57	23	10	4
자산총계	7,106	7,489	8,816	9,899	10,775
유동부채	1,165	1,391	1,729	1,953	1,996
매입채무및기타유동채무	591	953	1,084	1,255	1,272
단기차입금	262	223	65	65	65
유동성장기차입금	257	72	300	310	330
기타유동부채	55	145	280	324	329
비유동부채	1,212	1,164	1,098	1,298	1,497
장기매입채무및비유동채무	14	13	12	14	14
사채및장기차입금	961	886	1,056	1,246	1,426
기타비유동부채	238	265	31	38	57
부채총계	2,377	2,556	2,828	3,251	3,493
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,087	4,762	5,409
기타자본	-355	-384	-450	-450	-450
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,809	6,484	7,131
비지배주주지분자본총계	-1	2	179	164	152
자본총계	4,729	4,933	5,988	6,648	7,283
순차입금	-759	-451	-2,295	-2,845	-3,470
총차입금	1,678	1,404	1,421	1,631	1,851

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,564	1,470	1,441
당기순이익	342	399	1,101	1,269	1,244
감가상각비	350	331	291	260	253
무형자산상각비	16	11	11	9	8
외환손익	-6	-4	8	9	10
자산처분손익	50	67	2	-1	-1
지분법손익	0	28	32	-60	-63
영업활동자산부채 증감	-62	133	-13	-7	-1
기타	-25	190	133	-9	-10
투자활동현금흐름	-262	-580	-1,715	-868	-265
투자자산의 처분	-105	-414	-1,521	-683	-71
유형자산의 처분	0	0	2	0	0
유형자산의 취득	-150	-176	-195	-200	-200
무형자산의 처분	-2	0	-5	0	0
기타	-5	10	3	14	6
재무활동현금흐름	-532	-510	155	-402	-390
단기차입금의 증가	-344	-306	-186	0	0
장기차입금의 증가	161	0	590	210	220
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-217	-193	-193	-609	-609
기타	-132	-11	-56	-2	-1
현금및현금성자산의순증가	-136	58	2	200	786
기초현금및현금성자산	223	87	145	147	347
기말현금및현금성자산	87	145	147	347	1,133
Gross Cash Flow	727	1,022	1,577	1,477	1,442
Op Free Cash Flow	506	818	1,230	1,637	1,594

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,798	3,096	3,036
BPS	11,570	12,062	14,210	15,861	17,444
주당EBITDA	1,961	2,717	4,471	4,511	4,391
CFPS	1,731	1,813	3,430	3,762	3,683
DPS	500	500	1,500	1,500	1,200
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.8	9.6	9.8
PBR	1.3	1.8	1.7	1.9	1.7
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.0	5.1	4.8
PCFR	8.8	12.0	7.2	7.9	8.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	21.3	19.0	18.3
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	21.3	19.0	18.3
EBITDA margin	13.3	18.6	25.5	22.3	21.4
순이익률	5.7	6.7	15.4	15.3	14.8
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	20.2	20.1	17.9
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	40.6	62.2	62.1
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	47.2	48.9	48.0
순차입금비율	-16.0	-9.1	-38.3	-42.8	-47.6
이자보상배율(배)	5.6	10.4	18.6	36.2	31.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.8	7.4	7.0
재고자산회전율	19.9	20.2	24.6	24.9	23.3
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	7.1	6.6

## Compliance Notice

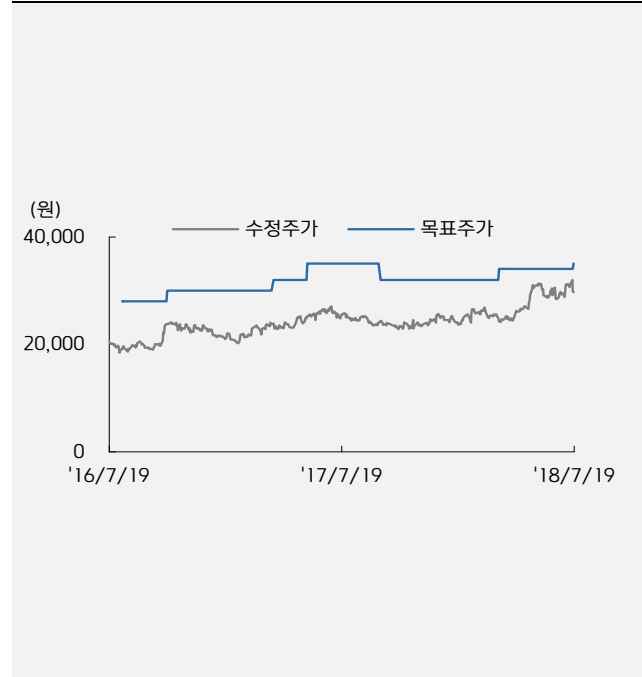
- 당사는 7월 18일 현재 '휴켄스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 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	-23.5	-16.1
	2018/03/27	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-21.4	-16.7
	2018/04/27	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-13.5	-6.0
	2018/07/19	BUY(Maintain)	35,000원	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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%