



BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원

주가(8/7): 30,900원

시가총액: 12,631억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/7)	2,300.16pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,150원	22,800원
등락률	-3.89%	35.53%
수익률	절대	상대
1W	-0.8%	-2.0%
6M	28.5%	33.9%
1Y	25.9%	31.3%

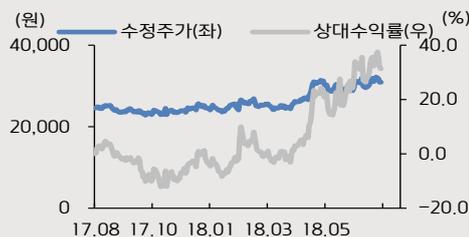
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	119천주
외국인 지분율	16.87%
배당수익률(18E)	4.85%
BPS(18E)	15,909원
주요 주주	태광실업 외 7인 43.52%
	국민연금관리공단 10.04%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,982	7,158	7,898	7,845
보고영업이익	769	1,526	1,668	1,425
핵심영업이익	769	1,526	1,668	1,425
EBITDA	1,111	1,828	1,937	1,687
세전이익	591	1,472	1,679	1,527
순이익	399	1,101	1,288	1,191
지배주주지분순이익	431	1,144	1,285	1,191
EPS(원)	1,055	2,798	3,144	2,914
증감률(%YoY)	17.7	165.3	12.4	-7.3
PER(배)	20.6	8.8	9.8	10.6
PBR(배)	1.8	1.7	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	7.0	4.0	5.0	5.4
보고영업이익률(%)	12.9	21.3	21.1	18.2
핵심영업이익률(%)	12.9	21.3	21.1	18.2
ROE(%)	8.3	20.2	20.4	17.1
순부채비율(%)	-9.1	-38.3	-43.6	-48.3

Price Trend



휴켄스 (069260)

창사 최대 영업이익 기록



휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 476억원으로 창사 최대 분기 실적을 기록하였습니다. 우려와 달리 TDI/MDI 등 이소시아네이트 업황이 견조한 흐름을 지속하였고, 질산/MNB 생산량이 증가하였으며, 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 전 분기 대비 큰 폭으로 증가하였기 때문입니다. 한편 최근 주가 상승에도 불구하고, 동사는 높은 배당수익률(4.9%)이 예상되는 등 배당주로서의 매력력을 지속할 전망입니다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 18.2% 증가

휴켄스의 올해 2분기 실적은 매출액 2,009억원(YoY +8.5%, QoQ +4.9%), 영업이익 476억원(YoY +16.8%, QoQ +18.2%, 영업이익률 23.7%)을 기록하며, 시장 기대치(영업이익 444억원)를 상회하였다. 이는 창사 최대 영업이익이다.

플랜트 클리닝에 따른 질산암모늄 물량의 소폭 감소에 불구하고, 1) DNT 생산량이 전 분기와 동일하였고, 2) TDI 가격이 2분기에도 견조세를 지속하였으며, 3) 올해 2분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 전 분기 대비 233% 증가한 50만톤을 기록하였고, 4) 금호미쓰이화학 MDI 증설에 따른 동사 MNB 생산량이 전 분기 대비 10.8% 증가하며, 최대 MNB 생산량을 기록하였으며, 5) 고객사(BASF) 수요 증가 및 동사 MNB 생산량 증가로 국내/역내 질산도 수급 타이트 현상이 발생하였기 때문이다.

>>> MNB, 지속 성장 전망

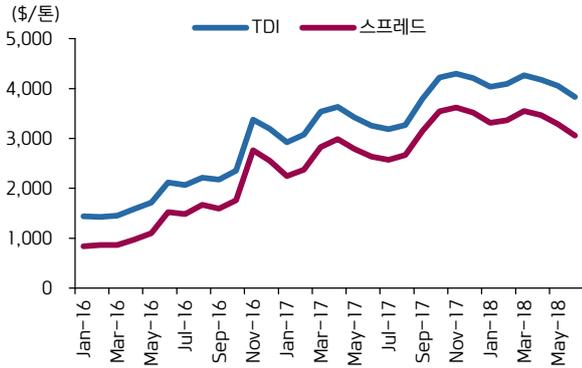
동사 MNB의 주요 고객사인 금호미쓰이화학은 올해 초 MDI 10만톤을 증설 완료하며, MDI 생산능력이 35만톤으로 확대되었다. 이에 동사의 MNB도 판매 물량이 증가하였다. 또한 금호미쓰이화학은 규모의 경제 효과를 확대하기 위하여 내년 하반기까지 MDI 6만톤을 추가 증설할 계획이다. 동사의 MNB 생산량도 동시에 추가적으로 증가할 것으로 보인다.

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 평균 5% 이상 증가할 전망이다.

>>> 최근 높아진 주가에도 불구하고, 높은 배당수익률 전망

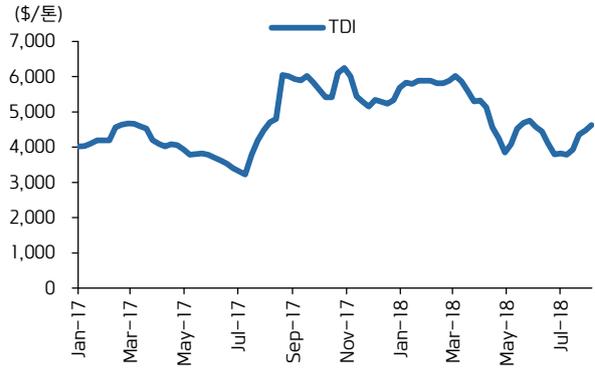
올해 추가적인 증익 전망 및 대규모 투자 제한으로 동사의 올해 배당 규모(배당수익률 4.9%)는 작년과 유사한 수준을 유지할 전망이며, 순현금 기조도 더욱 강화될 전망이다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 올해 실적 개선을 고려해 목표주가는 기존 대비 5.7% 상향 조정한 37,000원으로 제시한다.

국내 TDI 수출 가격 및 스프레드 추이



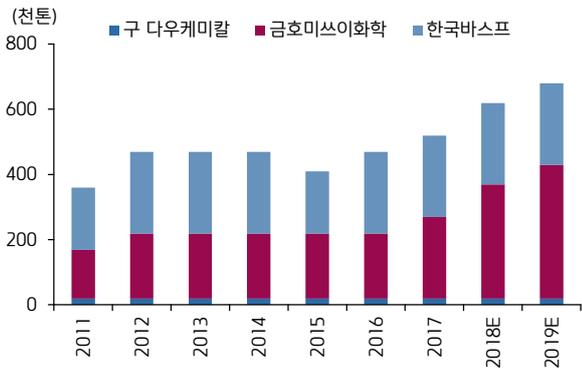
자료: KITA, 키움증권 리서치

중국 TDI Spot 가격 추이



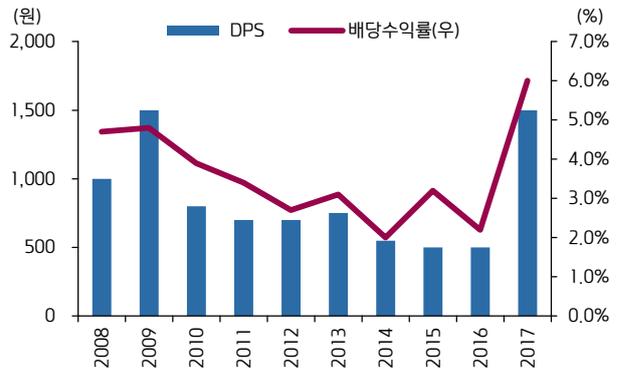
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 MDI 업체 생산능력 추이/전망



자료: KPIA, 키움증권 리서치

휴켄스 DPS/배당수익률 추이



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual				
매출액	188	185	180	163	192	201	203	195	717	600	598	716	790
DNT	60	64	69	71	73	73	83	72	131	116	151	264	301
MNB	70	55	56	26	65	72	78	68	356	253	216	207	283
질산/초안/CDM 등	58	67	54	66	54	56	43	54	230	231	231	245	206
영업이익	42	41	38	31	40	48	42	37	53	44	77	153	167
%	22.5	22.0	21.3	19.1	21.0	23.7	20.7	19.0	7.4	7.3	12.9	21.3	21.1

* 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	7,898	7,845
매출원가	5,107	4,679	5,080	5,651	5,839
매출충이익	898	1,304	2,078	2,247	2,006
판매비및일반관리비	462	535	551	579	580
영업이익(보고)	436	769	1,526	1,668	1,425
영업이익(핵심)	436	769	1,526	1,668	1,425
영업외손익	-15	-177	-54	11	102
이자수익	51	45	64	87	89
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	-80	16
법인세차감전이익	421	591	1,472	1,679	1,527
법인세비용	79	192	371	391	336
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	25.2%	23.3%	22.0%
당기순이익	342	399	1,101	1,288	1,191
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,144	1,285	1,191
EBITDA	802	1,111	1,828	1,937	1,687
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,402	1,557	1,453
수정당기순이익	333	450	1,103	1,293	1,198
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	19.6	10.3	-0.7
영업이익(보고)	-17.4	76.4	98.5	9.3	-14.5
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	98.5	9.3	-14.5
EBITDA	-10.3	38.6	64.5	6.0	-12.9
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	165.3	12.4	-7.3
EPS	-9.7	17.7	165.3	12.4	-7.3
수정순이익	-13.3	35.0	144.9	17.2	-7.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	5,057	6,019	6,821
현금및현금성자산	87	145	147	601	1,440
유동금융자산	2,350	1,709	3,569	3,938	3,911
매출채권및유동채권	932	1,066	1,033	1,140	1,132
재고자산	320	272	309	341	339
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	3,758	3,825	3,814
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	81	90	89
투자자산	333	1,406	1,138	1,278	1,335
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	9,844	10,635
유동부채	1,165	1,391	1,729	1,880	1,890
매입채무및기타유동채무	591	953	1,084	1,196	1,188
단기차입금	262	223	65	65	65
유동성장기차입금	257	72	300	310	330
기타유동부채	55	145	280	309	307
비유동부채	1,212	1,164	1,098	1,297	1,496
장기매입채무및비유동채무	14	13	12	13	13
사채및장기차입금	961	886	1,056	1,246	1,426
기타비유동부채	238	265	31	38	57
부채총계	2,377	2,556	2,828	3,177	3,386
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,087	4,781	5,379
기타자본	-355	-384	-450	-450	-450
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,809	6,503	7,101
비지배주주지분자본총계	-1	2	179	163	148
자본총계	4,729	4,933	5,988	6,667	7,249
순차입금	-759	-451	-2,295	-2,908	-3,500
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	1,492	1,390
당기순이익	342	399	1,101	1,288	1,191
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	-5	0
기타	-25	190	133	-9	-10
투자활동현금흐름	-262	-580	-1,715	-635	-162
투자자산의 처분	-105	-414	-1,521	-450	32
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	-3	-1
현금및현금성자산의순증가	-136	58	2	454	838
기초현금및현금성자산	223	87	145	147	601
기말현금및현금성자산	87	145	147	601	1,440
Gross Cash Flow	727	1,022	1,577	1,497	1,389
Op Free Cash Flow	506	818	1,230	1,732	1,487

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,798	3,144	2,914
BPS	11,570	12,062	14,210	15,909	17,370
주당EBITDA	1,961	2,717	4,471	4,738	4,127
CFPS	1,731	1,813	3,430	3,809	3,554
DPS	500	500	1,500	1,500	1,200
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.8	9.8	10.6
PBR	1.3	1.8	1.7	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.0	5.0	5.4
PCFR	8.8	12.0	7.2	8.1	8.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	21.3	21.1	18.2
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	21.3	21.1	18.2
EBITDA margin	13.3	18.6	25.5	24.5	21.5
순이익률	5.7	6.7	15.4	16.3	15.2
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	20.2	20.4	17.1
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	40.6	65.9	57.8
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	47.2	47.7	46.7
순차입금비율	-16.0	-9.1	-38.3	-43.6	-48.3
이자보상배율(배)	5.6	10.4	18.6	38.4	29.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.8	7.3	6.9
재고자산회전율	19.9	20.2	24.6	24.3	23.1
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.9	6.6

Compliance Notice

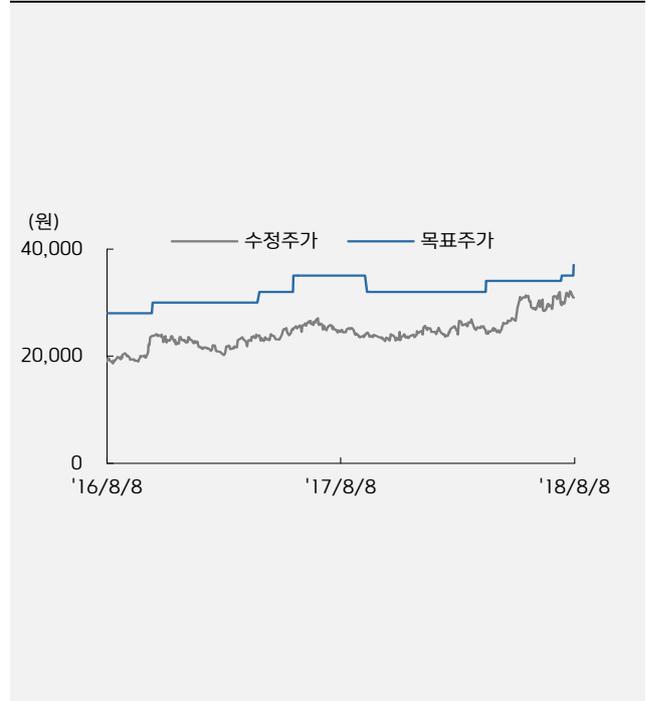
- 당사는 8월 7일 현재 '휴켄스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	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	-11.1	-8.1	
2018/08/08	BUY(Maintain)	37,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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%