



BUY(Maintain)

목표주가: 37,000원

주가(9/4): 25,000원

시가총액: 10,220억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/4)	2,315.72pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,150원	22,800원
등락률	-22.24%	9.65%
수익률	절대	상대
1W	-21.3%	-22.2%
6M	-4.0%	-0.4%
1Y	4.4%	5.0%

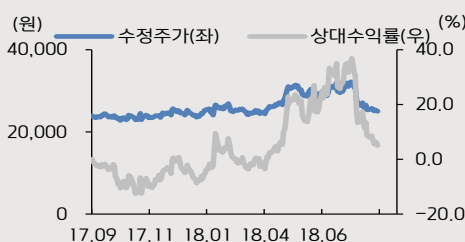
Company Data

발행주식수	40,879천주	
일평균 거래량(3M)	127천주	
외국인 지분율	17.49%	
배당수익률(18E)	6.00%	
BPS(18E)	15,851원	
주요 주주	태광산업 외 7인	43.52%
	국민연금관리공단	9.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,982	7,158	7,923	7,911
보고영업이익	769	1,526	1,632	1,477
핵심영업이익	769	1,526	1,632	1,477
EBITDA	1,111	1,828	1,901	1,739
세전이익	591	1,472	1,648	1,498
순이익	399	1,101	1,264	1,169
지배주주지분순이익	431	1,144	1,262	1,169
EPS(원)	1,055	2,798	3,086	2,859
증감률(%YoY)	17.7	165.3	10.3	-7.3
PER(배)	20.6	8.8	8.1	8.7
PBR(배)	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	7.0	4.0	3.8	3.8
보고영업이익률(%)	12.9	21.3	20.6	18.7
핵심영업이익률(%)	12.9	21.3	20.6	18.7
ROE(%)	8.3	20.2	20.0	16.9
순부채비율(%)	-9.1	-38.3	-44.7	-50.4

Price Trend



탐방 코멘트

휴켄스 (069260)

올해 하반기, 110만톤 TDI 플랜트 정기보수 진행



올해 BASF Ludwigshafen TDI 플랜트 재가동 및 Wanhua Chemical의 신규 TDI 플랜트 가동에도 불구하고, 올해 세계 TDI 업황의 급격한 훼손은 제한될 전망이다. 신규 TDI 플랜트 가동 이후 BASF는 각 지역 가동률 조정 및 백업 리액터(15만톤)를 폐쇄할 계획이며, Wanhua Chemical의 상업 가동도 계획보다는 지연되고 있기 때문입니다. 한편 보수적으로 TDI 스프레드 프리미엄 분이 없다고 가정하더라도 질산/초안 마진을 개선 및 MNB 물량 증가로 휴켄스는 연간 1,200~1,300억원의 영업이익을 기록할 체력을 확보하고 있는 것으로 판단됩니다.

>>> 질산/초안/MNB 등 비 DNT부문의 이익 개선을 보자

1) DNT: 3분기 성수기 수요 증가로 전반적인 TDI 재고 수준은 낮아진 상황이다. 올해 3분기 BASF TDI 30만톤의 가동 재개 및 10월 Wanhua Chemical의 신규 가동이 예상되었기 때문에 TDI 수요자가 기존 재고를 줄이며, 구매를 크게 늘리지 않았기 때문이다.

올해 총 60만톤의 설비 가동으로 향후 TDI 업황이 축소되는 것은 당 리서치센터도 동의를 하지만, 최근에 일부 시장에서 우려하는 훼손 속도와 진폭에 대해서는 의견이 다르다. BASF는 독일 Ludwigshafen TDI 30만톤 가동 후 백업 리액터 15만톤을 폐쇄할 계획으로 실제로 증가하는 BASF의 물량은 15만톤 수준에 불과하다. 또한 당 리서치센터 채널 체크에 따르면 BASF는 타 지역 TDI 설비의 가동률을 줄이며, 공급 과잉에 따른 마진 훼손을 상당 부분 방어하고 있는 것으로 보인다. 한편 세계 MDI 1위 업체인 중국 Wanhua Chemical의 TDI 설비가 올해 10월에 기계적 완공을 할 것으로 보이지만, 실제 세계 TDI 수급에 영향을 미치는 것은 내년으로 예상된다.

또한 올해 하반기 역내/외 업체들의 정기보수가 8월 이후 진행될 예정이다. 하반기 정기보수 확대로 신규 증설 분들의 가동에도 하반기 TDI 수급은 견조한 흐름을 지속할 전망이다. 참고로 Covestro는 중국 25만톤, 독일 30만톤 플랜트를 올해 하반기에 정기보수를 진행하고, BASF는 한국 16만톤 플랜트의 가동률을 축소하였으며, 올해 10월에 정기보수를 계획하고 있다. 한편 OCI(5만톤)와 한화케미칼(15만톤)도 올해 10~11월 중 플랜트를 정기보수할 계획이며, 중국 Gansu Yinguang(10만톤), Juli Chemical(8만톤)도 8~9월 중 플랜트를 정기보수할 계획이다. 참고로 올해 하반기 정기보수하는 플랜트들의 연산 능력은 110만톤을 육박한다.

올해 3분기 동사의 DNT 플랜트 가동률은 풀 가동을 지속하고 있는 것으로 보이며, 현재 동사의 DNT 공급 가격은 TDI-톨루엔 스프레드 고려 시 상단에 위치하고 있는 것으로 추정된다.

2) **MNB**: 다운스트림인 MDI의 성수기 수요(건설 산업 등)가 발생하고 있는 가운데, 고객사와 동사의 증설로 MNB 생산량/판매량이 증가하고 있다. 동사는 올해 3분기에도 분기 9.5~9.6만톤의 생산량을 달성하며, 창사 최대 생산량을 달성할 전망이다. 한편 동사 MNB의 주요 고객사인 금호미쓰이화학은 내년 하반기까지 MDI 생산능력을 35만톤에서 41만톤으로 확대할 계획이다. 동사의 추가적인 MNB 실적 개선이 예상된다.

3) **질산**: 작년 10월 이후 역내 질산 수급이 타이트해지고 있다. 동사 다운스트림(DNT/MNB/초안) 제품의 가동률 개선 및 증설로 질산 자가소비 비중이 커졌다. 이에 동사는 마진이 상대적으로 낮았고, 마진율의 변동성이 컸던 수출 현물 판매를 축소하여, 동사의 질산부문 마진율도 개선되고 있다. 참고로 동사의 질산 생산능력은 126만톤으로 아시아 1위 생산/외부 판매 업체이다.

4) **초안**: 3분기는 계절적 비수기 요인이 존재하나, 증설 효과와 수출 수요 증가로 마진율이 개선되고 있다. 한편 Orica에 따르면 올해 하반기 세계 초안 수요는 191만톤(+/-5%)으로 올해 상반기 대비 10% 이상 증가할 것으로 전망된다. 또한 3분기 수출 판가도 작년 대비 약 17% 상승할 것으로 추정된다.

5) **탄소배출권**: 올해 3분기는 동사의 계획되어 있는 탄소배출권 판매가 없지만, 4분기에 60~100만톤 수준의 탄소배출권 판매(그 중 60만톤은 장기 공급 계약 물량)가 발생할 전망이다. 현재 국내 탄소배출권 가격은 고공 행진을 지속하고 있으며, 유럽도 배출권비축제도 도입 및 폭염 등으로 올해 들어 탄소배출권 가격이 거의 3배 이상 상승하며, 10년 내 최고치를 기록하고 있다. 참고로 동사의 탄소배출권 판매는 원가가 없어, 이익률이 높다. 한편 동사는 질산 #2~5 플랜트를 통하여 연간 157.4만톤의 탄소배출권을 판매할 수 있는 국내 최대의 탄소배출권 판매 업체이다.

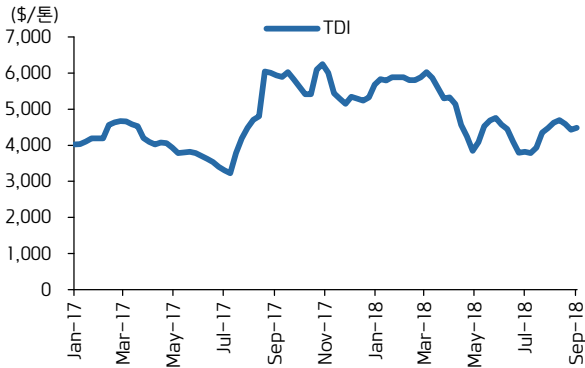
6) **배당**: 올해 작년 대비 증익 전망, 현재 3,000억원을 상회하는 순현금 보유 등을 고려할 경우 올해 배당은 보수적으로도 작년과 유사한 수준을 기록할 전망이다. 이는 배당수익률 측면에서 6.0% 수준으로 올해 하반기로 갈수록 배당주로서의 매력 커질 전망이다. 한편 동사의 지난 5년 평균 배당성향은 약 50%로 코스피 평균 22%를 크게 상회하고 있다.

7) **해외 프로젝트**: 연산 36만톤의 NPK 복비 생산능력을 보유한 베트남 비료 사업은 아직 가동률 50% 수준을 유지하고 있다. BEP는 2020년 정도에 달성될 전망이다. 다만 손실은 크지 않은 상황이다. 말레이시아 프로젝트는 일정 지연으로 당분간 대규모 투자가 발생할 가능성이 제한된다. 이에 올해 동사의 Capex는 작년과 유사한 300억원 수준에 불과할 전망이다.

>>> 투자 의견 Buy(유지), 목표주가 37,000원(유지)

올해 1,900억원을 상회하는 EBITDA, 3,000억원을 상회하는 순현금을 고려할 때 현재 시가총액 1조원은 과도하게 작다는 판단이다. 동사에 대해 기존 투자 의견/목표주가 유지한다.

중국 TDI Spot 가격 추이



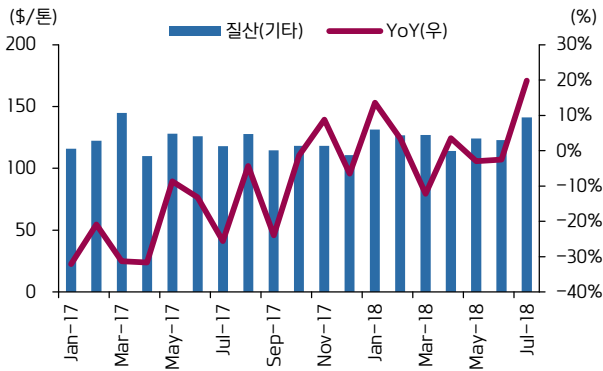
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

중국 Wanhua Chemical Group 신증설 프로젝트 현황

구분	생산능력(천톤)	완공 시기
SAP	30	Dec-18
PC Phase I	70	Jan-18
PC Phase II	130	Feb-19
TDI	300	Oct-18
PMMA	80	Oct-18
MMA	50	Oct-18

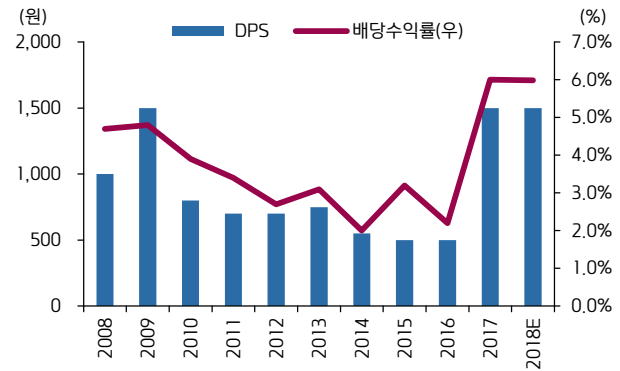
자료: Wanhua Chemical, 키움증권 리서치

국내 질산(범용) 수출 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

휴켄스 DPS/배당수익률 추이/전망



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	197	717	600	598	716	792
DNT	60	64	69	71	73	73	85	74	131	116	151	264	307
MNB	70	55	56	26	65	72	70	62	356	253	216	207	261
질산/초안/CDM 등	58	67	54	66	54	56	48	61	230	231	231	245	224
영업이익	42	41	38	31	40	48	40	36	53	44	77	153	163
%	22.5	22.0	21.3	19.1	21.0	23.7	19.5	18.1	7.4	7.3	12.9	21.3	20.6

* 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	7,923	7,911
매출원가	5,107	4,679	5,080	5,754	5,894
매출충이익	898	1,304	2,078	2,169	2,016
판매비및일반관리비	462	535	551	536	539
영업이익(보고)	436	769	1,526	1,632	1,477
영업이익(핵심)	436	769	1,526	1,632	1,477
영업외손익	-15	-177	-54	16	22
이자수익	51	45	64	91	99
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	56	85	81
이자비용	77	74	82	46	57
외환손실	53	76	77	81	78
관계기업지분법손익	-23	-28	61	-30	-31
투자및기타자산처분손익	14	-35	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-4	-6	-8
기타	9	-49	-74	3	16
법인세차감전이익	421	591	1,472	1,648	1,498
법인세비용	79	192	371	384	330
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	25.2%	23.3%	22.0%
당기순이익	342	399	1,101	1,264	1,169
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,144	1,262	1,169
EBITDA	802	1,111	1,828	1,901	1,739
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,402	1,533	1,430
수정당기순이익	333	450	1,103	1,270	1,176
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	19.6	10.7	-0.2
영업이익(보고)	-17.4	76.4	98.5	6.9	-9.5
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	98.5	6.9	-9.5
EBITDA	-10.3	38.6	64.5	4.0	-8.6
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	165.3	10.3	-7.3
EPS	-9.7	17.7	165.3	10.3	-7.3
수정순이익	-13.3	35.0	144.9	15.1	-7.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	5,057	6,087	6,964
현금및현금성자산	87	145	147	652	1,537
유동금융자산	2,350	1,709	3,569	3,950	3,944
매출채권및유동채권	932	1,066	1,033	1,143	1,141
재고자산	320	272	309	342	341
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	3,758	3,738	3,638
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	81	90	90
투자자산	333	1,406	1,138	1,191	1,158
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	9,825	10,601
유동부채	1,165	1,391	1,729	1,885	1,903
매입채무및기타유동채무	591	953	1,084	1,200	1,198
단기차입금	262	223	65	65	65
유동성장기차입금	257	72	300	310	330
기타유동부채	55	145	280	310	310
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	3,182	3,399
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,087	4,758	5,332
기타자본	-355	-384	-450	-450	-450
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,809	6,479	7,054
비지배주주지분자본총계	-1	2	179	163	148
자본총계	4,729	4,933	5,988	6,643	7,203
순차입금	-759	-451	-2,295	-2,971	-3,630
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	1,558	1,462
당기순이익	342	399	1,101	1,264	1,169
감가상각비	350	331	291	260	253
무형자산상각비	16	11	11	9	8
외환손익	-6	-4	8	-4	-3
자산처분손익	50	67	2	0	0
지분법손익	0	28	32	30	31
영업활동자산부채 증감	-62	133	-13	-5	0
기타	-25	190	133	4	3
투자활동현금흐름	-262	-580	-1,715	-651	-187
투자자산의 처분	-105	-414	-1,521	-465	8
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	505	885
기초현금및현금성자산	223	87	145	147	652
기말현금및현금성자산	87	145	147	652	1,537
Gross Cash Flow	727	1,022	1,577	1,563	1,462
Op Free Cash Flow	506	818	1,230	1,697	1,539

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,798	3,086	2,859
BPS	11,570	12,062	14,210	15,851	17,257
주당EBITDA	1,961	2,717	4,471	4,652	4,253
CFPS	1,731	1,813	3,430	3,750	3,499
DPS	500	500	1,500	1,500	1,200
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.8	8.1	8.7
PBR	1.3	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.0	3.8	3.8
PCFR	8.8	12.0	7.2	6.7	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	21.3	20.6	18.7
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	21.3	20.6	18.7
EBITDA margin	13.3	18.6	25.5	24.0	22.0
순이익률	5.7	6.7	15.4	16.0	14.8
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	20.2	20.0	16.9
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	40.6	64.5	59.9
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	47.2	47.9	47.2
순차입금비율	-16.0	-9.1	-38.3	-44.7	-50.4
이자보상배율(배)	5.6	10.4	18.6	35.1	25.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.8	7.3	6.9
재고자산회전율	19.9	20.2	24.6	24.3	23.2
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.9	6.6

Compliance Notice

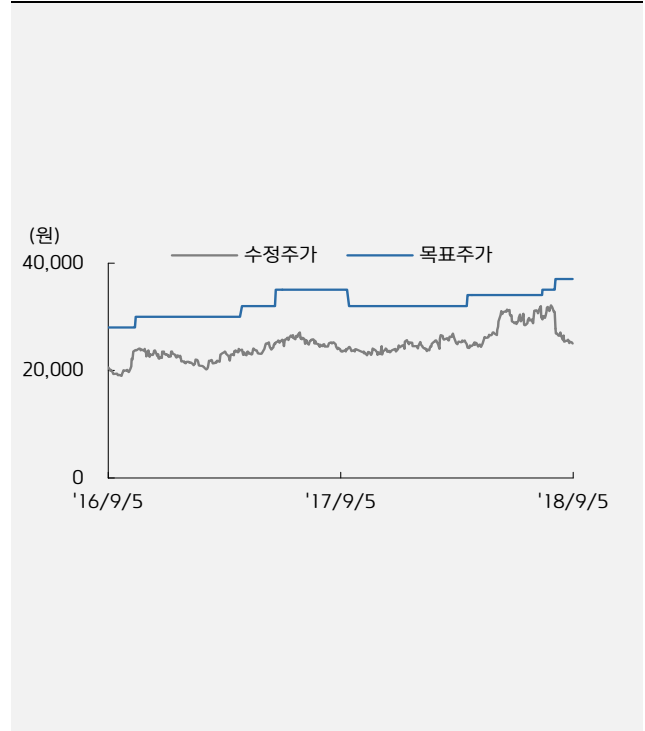
- 당사는 9월 4일 현재 '휴켄스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-29.7	-25.0	
2018/09/05	BUY(Maintain)	37,000원	6개월			

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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%