



## BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원

주가(10/31): 21,800원

시가총액: 8,912억원

화학/정유  
Analyst 이동욱  
02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/31)	2,029.69pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,150원	21,250원
등락률	-32.19%	2.59%
수익률	절대	상대
1W	-11.7%	1.7%
6M	-18.0%	1.6%
1Y	-7.4%	15.1%

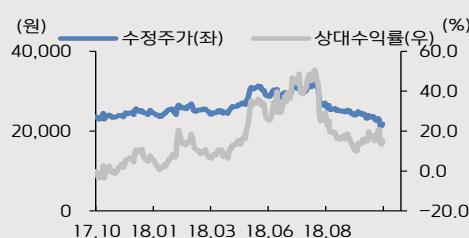
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	104천주
외국인 지분율	16.61%
배당수익률(18E)	6.88%
BPS(18E)	15,475원
주요 주주	태광실업 외 7인 국민연금관리공단
	43.52% 9.46%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	5,982	7,158	7,738	8,099
보고영업이익	769	1,526	1,432	1,220
핵심영업이익	769	1,526	1,432	1,220
EBITDA	1,111	1,828	1,701	1,481
세전이익	591	1,472	1,468	1,267
순이익	399	1,101	1,116	973
자배주주지분순이익	431	1,144	1,108	961
EPS(원)	1,055	2,798	2,711	2,351
증감률(%YoY)	17.7	165.3	-3.1	-13.3
PER(배)	20.6	8.8	8.0	9.3
PBR(배)	1.8	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.0	4.0	3.6	3.9
보고영업이익률(%)	12.9	21.3	18.5	15.1
핵심영업이익률(%)	12.9	21.3	18.5	15.1
ROE(%)	8.3	20.2	17.9	14.6
순부채비율(%)	-9.1	-38.3	-43.8	-47.6

## Price Trend



## 실적 Review

## 휴켐스 (069260)

## 배당수익률 7% 육박



휴켐스의 올해 3분기 영업이익은 396억원으로 시장 기대치에 부합하였습니다. 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 없었지만, 이소시아네이트(TDI/MDI) 성수기 효과로 DNT/MNB/질산 등 주력 제품의 가동률이 개선되었기 때문입니다. 한편 올해 4분기 일회성 비용 발생 등 실적 둔화에도 불구하고, 동사는 올해에 작년과 유사한 배당을 줄 전망입니다. 이에 최근 주가 하락으로 올해 배당수익률은 7%에 육박할 것으로 보입니다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기, 악조건 속에서도 견조한 실적 기록

휴켐스의 올해 3분기 실적은 매출액 2,016억원(YoY +12.2%, QoQ +0.4%), 영업이익 396억원으로 시장 기대치(영업이익 402억원)에 부합하였다. 올해 3분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 없는 등 실적에 부정적 요인이 존재하였지만, 1) 이소시아네이트(TDI/MDI) 성수기 효과로 DNT/MNB/질산 등 주력 제품의 가동률이 개선되었으며, 2) 올해 3분기 역내 TDI 플랜트들의 정기보수 진행으로 3분기에는 안정적인 판매가 진행되었기 때문이다.

다만 올해 4분기는 영업이익 감익폭이 클 전망이다. 1) 11월 일부 TDI 중국 플랜트 시험 가동 및 TDP(톨루엔 불균화장치) 설비 마진 개선에 따른 톨루엔 수요 증가로 TDI-톨루엔 스프레드에 연동되는 DNT 공급 가격이 상단 가격에서 내려올 전망이며, 2) 한화/OCI 등 주요 고객사 정기보수 진행으로 생산/판매 물량의 감소가 예상되고, 3) 성과급 등 일회성 비용이 발생하며, 4) 계획되어 있던 탄소배출권 판매가 일부 인증 절차 지연으로 20만톤 수준에 불과할 것으로 예상되기 때문이다. 다만 올해 4분기에 지연된 탄소배출권은 내년으로 이연되며, 내년 DNT 마진 축소에 대한 실적 방어의 요인으로 작용할 전망이다.

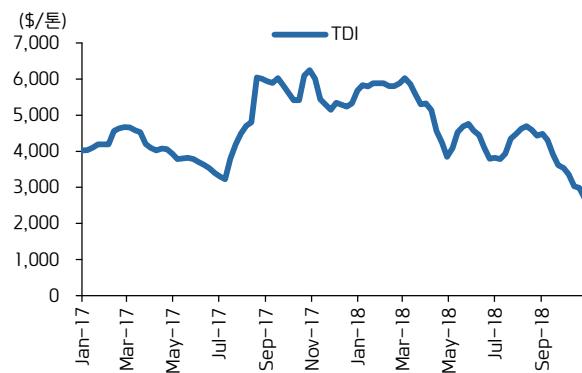
## &gt;&gt;&gt; 배당주로서의 매력

올해 상반기 대비 하반기 실적 감소에도 불구하고, 동사의 올해 연간 영업이익/순이익은 작년과 유사할 전망이다. 이에 동사의 과거 배당성향 등을 고려할 경우 보수적으로도 올해 DPS는 작년과 유사한 1,500원 수준에서 결정될 가능성이 크다. 최근 주가 하락으로 동사의 배당수익률은 7% 수준에 육박할 것으로 보이는 등 배당주로서의 매력을 참고할 필요가 있어 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy(유지), 목표주가 31,000원(하향)

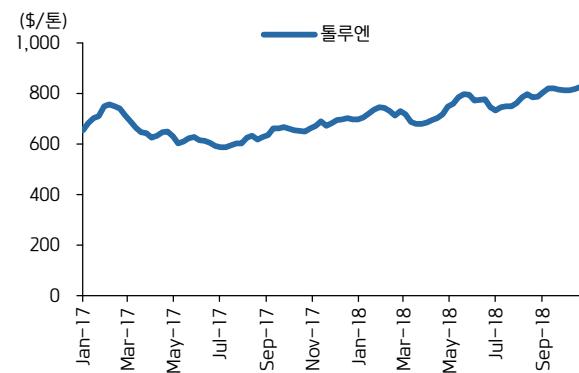
일부 TDI 플랜트의 신규 가동에 따른 내년 실적 추정치 하락을 고려해 동사에 대한 목표주가는 31,000원으로 하향 조정한다. 하지만 올해 1,700억원을 상회하는 EBITDA, 3,000억원을 상회하는 순현금을 고려할 때 현재 시가총액 8,912억원은 과도하게 작다는 판단 하에 투자의견은 Buy를 유지한다.

## 중국 TDI Spot 가격 추이



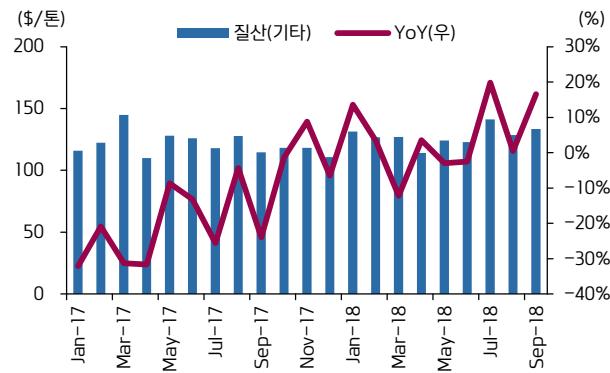
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 국내 툴루엔 Spot 가격 추이



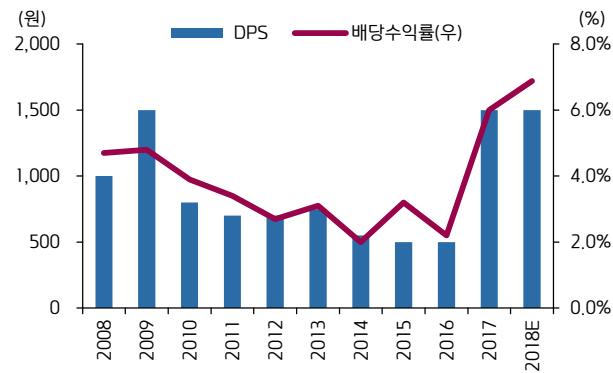
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 국내 질산(범용) 수출 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

## 휴켐스 DPS/배당수익률 추이/전망



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

## 휴켐스 실적 전망

(십억원, %)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE						
매출액	188	185	180	163	192	201	202	180	717	600	598	716	774	
DNT	60	64	69	71	73	73	76	68	131	116	151	264	293	
MNB	70	55	56	26	65	72	73	62	356	253	216	207	264	
질산/초안/CDM 등	58	67	54	66	54	56	52	49	230	231	231	245	217	
영업이익	42	41	38	31	40	48	40	16	53	44	77	153	143	
%	22.5	22.0	21.3	19.1	21.0	23.7	19.6	8.7	7.4	7.3	12.9	21.3	18.5	

\* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,158	7,738	8,099
매출원가	5,107	4,679	5,080	5,792	6,329
매출총이익	898	1,304	2,078	1,946	1,770
판매비및일반관리비	462	535	551	515	550
영업이익(보고)	436	769	1,526	1,432	1,220
영업이익(핵심)	436	769	1,526	1,432	1,220
영업외손익	-15	-177	-54	36	47
이자수익	51	45	64	90	99
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	56	85	81
이자비용	77	74	82	47	57
외환손실	53	76	77	81	78
관계기인지분법손익	-23	-28	61	-30	-31
투자및기타자산처분손익	14	-35	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-4	-6	-8
기타	9	-49	-74	24	40
법인세차감전이익	421	591	1,472	1,468	1,267
법인세비용	79	192	371	352	294
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	25.2%	24.0%	23.2%
당기순이익	342	399	1,101	1,116	973
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,144	1,108	961
EBITDA	802	1,111	1,828	1,701	1,481
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,402	1,385	1,234
수정당기순이익	333	450	1,103	1,122	980
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	19.6	8.1	4.7
영업이익(보고)	-17.4	76.4	98.5	-6.2	-14.8
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	98.5	-6.2	-14.8
EBITDA	-10.3	38.6	64.5	-6.9	-12.9
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	165.3	-3.1	-13.3
EPS	-9.7	17.7	165.3	-3.1	-13.3
수정순이익	-13.3	35.0	144.9	1.7	-12.6

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	5,057	5,926	6,633
현금및현금성자산	87	145	147	617	1,077
유동금융자산	2,350	1,709	3,569	3,858	4,038
매출채권및유동채권	932	1,066	1,033	1,117	1,169
재고자산	320	272	309	334	350
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	3,758	3,716	3,660
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	81	88	92
투자자산	333	1,406	1,138	1,171	1,179
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	9,641	10,294
유동부채	1,165	1,391	1,729	1,850	1,939
매입채무및기타유동채무	591	953	1,084	1,172	1,227
단기차입금	262	223	65	65	65
유동성장기차입금	257	72	300	310	330
기타유동부채	55	145	280	303	317
비유동부채	1,212	1,164	1,098	1,297	1,496
장기매입채무및비유동채무	14	13	12	13	14
사채및장기차입금	961	886	1,056	1,246	1,426
기타비유동부채	238	265	31	38	57
부채총계	2,377	2,556	2,828	3,146	3,435
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,087	4,604	4,972
기타자본	-355	-384	-450	-450	-450
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,809	6,326	6,694
비지배주주지분자본총계	-1	2	179	169	165
자본총계	4,729	4,933	5,988	6,495	6,859
순차입금	-759	-451	-2,295	-2,845	-3,265
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	1,411	1,263
당기순이익	342	399	1,101	1,116	973
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	-4	-2
기타	-25	190	133	4	3
투자활동현금흐름	-262	-580	-1,715	-539	-413
투자자산의 처분	-105	-414	-1,521	-353	-219
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	470	460
기초현금및현금성자산	223	87	145	147	617
기말현금및현금성자산	87	145	147	617	1,077
Gross Cash Flow	727	1,022	1,577	1,415	1,266
Op Free Cash Flow	506	818	1,230	1,497	1,279

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,798	2,711	2,351
BPS	11,570	12,062	14,210	15,475	16,376
주당EBITDA	1,961	2,717	4,471	4,161	3,624
CFPS	1,731	1,813	3,430	3,388	3,020
DPS	500	500	1,500	1,500	1,200
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.8	8.0	9.3
PBR	1.3	1.8	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.0	3.6	3.9
PCFR	8.8	12.0	7.2	6.4	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	21.3	18.5	15.1
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	21.3	18.5	15.1
EBITDA margin	13.3	18.6	25.5	22.0	18.3
순이익률	5.7	6.7	15.4	14.4	12.0
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	20.2	17.9	14.6
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	40.6	56.6	49.4
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	47.2	48.4	50.1
순차입금비율	-16.0	-9.1	-38.3	-43.8	-47.6
이자보상배율(배)	5.6	10.4	18.6	30.8	21.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.8	7.2	7.1
재고자산회전율	19.9	20.2	24.6	24.1	23.7
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.9	6.8

## Compliance Notice

- 당사는 10월 31일 현재 '휴켐스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켐스 (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	-33.3	-25.0
	2018/11/01	BUY(Maintain)	31,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%