



# BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원  
주가(12/13): 21,700원  
시가총액: 8,871억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(12/13)	2,170.25pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	26,600원	19,900원
등락률	-18.4%	9.0%
수익률	절대	상대
1M	-3.8%	-5.9%
6M	2.4%	-0.8%
1Y	-14.2%	-17.2%

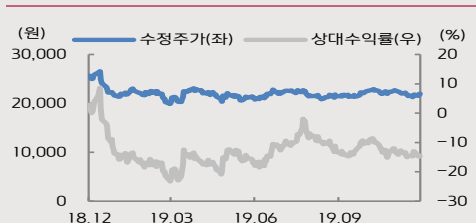
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	47천주
외국인 지분율	12.7%
배당수익률(19E)	4.6%
BPS(19E)	16,957원
주요 주주	태광실업 외 7인 43.6%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	715.8	762.9	652.4	677.5
영업이익	152.6	139.2	113.8	100.8
EBITDA	182.8	168.4	143.4	128.6
세전이익	147.2	140.7	114.9	102.0
순이익	110.1	105.1	85.8	76.2
지배주주지분순이익	114.4	104.5	85.3	75.8
EPS(원)	2,798	2,556	2,087	1,853
증감률(%YoY)	165.3	-8.6	-18.3	-11.2
PER(배)	8.8	9.4	10.4	11.7
PBR(배)	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	4.3	4.1	3.6	4.0
영업이익률(%)	21.3	18.2	17.4	14.9
ROE(%)	21.3	17.0	12.7	10.7
순부채비율(%)	-38.2	-47.4	-54.6	-52.4

## Price Trend



## 기업브리프

# 휴켄스 (069260)

## 시가 배당률 4.6% 상회 전망



휴켄스는 부진한 TDI 업황에도 불구하고, 탄소배출권 판매 확대 및 초안/질산의 원가 개선 등으로 올해 1,138억원의 영업이익을 기록할 전망이다. 이에 당 리서치센터는 동사의 DPS가 1,000원을 기록하며, 시가 배당률 4.6% 이상에서 형성될 것으로 예상하고 있습니다. 또한 수급 타이트로 기존 탄소배출권 장기공급 계약가격 대비 스팟 가격이 높은 상황이어서, 동사는 스팟 비중을 확대할 계획으로 보입니다.

### >>> DNT 수익성 둔화를 MNB가 채우고 있다

현재 TDI 스프레드는 BASF Schwarzheide 플랜트(8만톤) 폐쇄에도 불구하고, Wanhua(30만톤), BASF(30만톤), Sadara(30만톤) 플랜트의 램프업 확대에 따른 공급 과잉 및 부진한 수요로 2016년 초 이후 처음으로 톤당 \$800 대로 하락하였다. 이에 TDI 스프레드에 연동되는 동사의 DNT 공급 가격도 계약 하단에 위치하고 있고, 부진한 고객사 가동률에 판매/생산 물량도 전 분기 대비 감소한 상황이다. 하지만 현재 스프레드 상에서는 다운스트림을 통한 Covestro/BASF 등도 큰 이익을 얻지 못하고 있고, 내년에는 대규모 TDI 증설이 없는 점 등을 고려하면, TDI 가격은 내년 상반기에 반등이 예상된다.

한편 동사의 DNT부문은 부진한 TDI 업황으로 실적이 둔화된 상황이나, MNB 부문은 견고한 실적을 유지하고 있다. 주요 고객사가 올해 하반기 6만톤 증설로 MDI 생산능력이 41만톤으로 증가하며, 동사의 MNB 판매/생산은 양호한 상황이기 때문이다. 또한 당사 채널 체크에 따르면, CO 업체의 증설 완료로 내년 2분기에는 고객사 MDI 플랜트 가동률의 추가적인 개선이 예상된다.

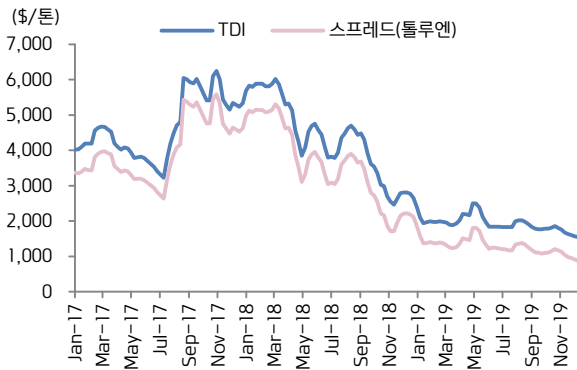
### >>> 배당투자 매력도 유지

악화된 이소시아네이트 업황에도 불구하고, 마진율이 높은 탄소배출권 판매 확대, 초안/질산의 원가 개선 등으로 동사의 올해 영업이익은 1,138억원으로 양호한 실적을 기록할 전망이다. 이에 동사의 DPS는 1,000원을 기록하며, 시가 배당률 4.6% 이상에서 형성될 것으로 추정된다.

### >>> 2021년, 탄소배출권 이익 기여도 30% 상회 전망

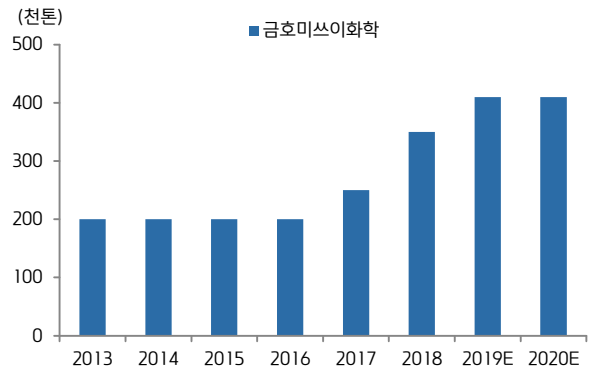
공시 자료 등으로 추정된 동사의 탄소배출권 장기공급 계약 물량은 연간 100만톤 수준으로 보인다. 동 장기공급 계약들은 가격이 스왑 구조로 결정되어, 최근 탄소배출권 가격 급등에도 불구하고, 동사의 장기공급 탄소배출권 ASP는 내년까지 톤당 약 2만원에 고정될 전망이다. 이에 동사는 수익성 극대화를 위하여, 2021년부터는 장기공급 계약보다는 스팟 판매에 집중할 것으로 보인다. 참고로 현재 탄소배출권 가격은 톤당 3.8만원을 기록하며, 동사의 장기공급 계약가격 대비 약 90% 높은 상황이다. 이에 2021년에는 동사의 탄소배출권 이익 기여도가 30%를 상회할 것으로 전망된다.

### TDI 가격 및 스프레드 추이



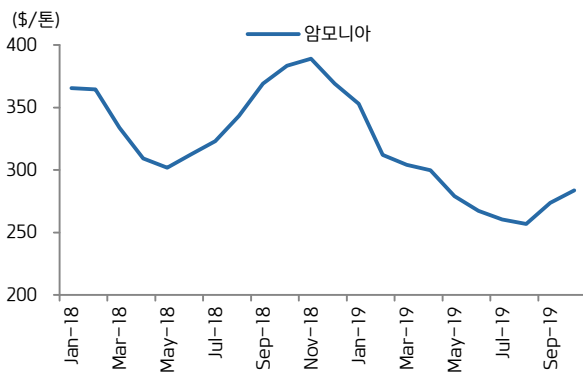
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

### 금호미쓰이화학 MDI 생산능력 추이/전망



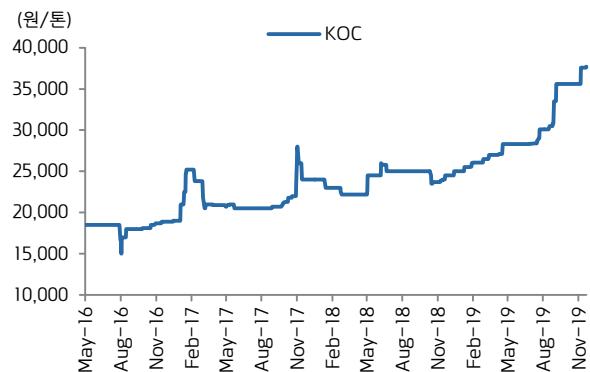
자료: KPIA, 금호석유화학, 키움증권 리서치

### 국내 암모니아 수입 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

### 국내 탄소배출권(인증실적) 가격 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치

### 휴켄스 탄소배출권 장기계약 Breakdown 추이(추정치)

계약일자	계약기간	가격 스왑 구조(원/톤)	물량(천톤)						
			합계	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
2014.10.31	2015~2017	0.6 만원(하단), 2 만원(상단)	1,500	500	500	500			
2015.08.12	2016~2020	0.8 만원(하단), 1.8 만원(상단)	2,500		500	500	500	500	500
2016.06.24	2016~2020	1.5 만원(하단), 2.2 만원(상단)	1,500		300	300	300	300	300
2017.01.02	2017~2020	1.55 만원(하단), 2.2 만원(상단)	800			200	200	200	200

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

세계 TDI 생산능력 추이/전망(업체별)

(천톤)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
BASF	560	560	560	579	628	635	800	780	780	780	780
한국	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
중국	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
미국	160	160	160	160	153	160	160	160	160	160	160
독일(ludwigshafen)				19	75	75	300	300	300	300	300
독일(Schwarzheide)	80	80	80	80	80	80	80				
Covestro	690	655	670	676	731	780	790	790	790	790	790
중국	250	250	250	250	275	300	300	300	300	300	300
미국	220	220	220	220	206	220	220	220	220	220	220
독일(Dormagen)	70	35	125	206	250	260	270	270	270	270	270
독일(Brunsbüttel)	150	150	75								
Wanhua						300	300	300	300	300	300
Sadara					13	200	200	200	200	200	200
BorsodChem	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Canzhou Dahua	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	313
Hanwha Chemical		19	94	150	150	150	150	150	150	150	150
Mitsui Chemical	237	237	198	139	120	120	120	120	120	120	120
Juli Chemical								13	63	125	150
기타	660	654	654	590	502	447	447	447	447	447	447
합계	2,577	2,555	2,606	2,564	2,574	3,062	3,297	3,230	3,280	3,342	3,500

자료: 각사, 키움증권 리서치

휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2018				2019				2017	2018	2019E	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual				
매출액	192	201	202	169	168	151	178	156	716	763	652	677	716
NT	135	138	150	112	101	87	110	93	471	535	392	394	407
NA	47	48	44	46	52	46	45	48	168	184	191	215	223
기타	10	15	8	11	14	18	23	14	77	44	69	68	85
영업이익	40	48	40	12	29	27	36	22	153	139	114	101	125
%	21.0	23.7	19.6	6.9	17.2	18.1	20.2	13.9	21.3	18.2	17.4	14.9	17.5

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	715.8	762.9	652.4	677.5	715.7
매출원가	508.0	586.5	506.7	543.6	555.7
매출총이익	207.8	176.3	145.7	133.9	160.0
판매비	55.1	37.1	31.9	33.0	35.0
<b>영업이익</b>	152.6	139.2	113.8	100.8	125.1
<b>EBITDA</b>	182.8	168.4	143.4	128.6	157.2
영업외손익	-5.4	1.5	1.1	1.2	1.8
이자수익	6.4	9.2	10.8	10.9	11.5
이자비용	8.2	3.7	3.7	3.7	3.7
외환관련이익	5.6	6.3	5.8	5.8	5.8
외환관련손실	7.7	5.7	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	-3.2	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9
기타	1.7	2.3	0.1	0.1	0.1
<b>법인세차감전이익</b>	147.2	140.7	114.9	102.0	126.9
법인세비용	37.1	35.6	29.1	25.8	32.1
계속사업순이익	110.1	105.1	85.8	76.2	94.8
<b>당기순이익</b>	110.1	105.1	85.8	76.2	94.8
<b>지배주주순이익</b>	114.4	104.5	85.3	75.8	94.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	19.7	6.6	-14.5	3.8	5.6
영업이익 증감율	98.5	-8.8	-18.2	-11.4	24.1
EBITDA 증감율	64.6	-7.9	-14.8	-10.3	22.2
지배주주순이익 증감율	165.3	-8.7	-18.4	-11.1	24.3
EPS 증감율	165.3	-8.6	-18.3	-11.2	24.4
매출총이익률(%)	29.0	23.1	22.3	19.8	22.4
영업이익률(%)	21.3	18.2	17.4	14.9	17.5
EBITDA Margin(%)	25.5	22.1	22.0	19.0	22.0
지배주주순이익률(%)	16.0	13.7	13.1	11.2	13.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	505.7	529.6	587.4	595.8	629.8
현금 및 현금성자산	14.7	37.3	93.1	79.1	88.0
단기금융자산	356.9	373.4	390.8	408.9	427.9
매출채권 및 기타채권	94.3	78.5	67.2	69.8	73.7
재고자산	30.9	30.8	26.4	27.4	28.9
기타유동자산	8.9	9.6	9.9	10.6	11.3
<b>비유동자산</b>	375.8	335.1	308.3	332.4	352.3
투자자산	109.2	97.4	80.2	82.2	84.1
유형자산	243.8	217.5	208.0	230.3	248.3
무형자산	7.8	8.4	8.3	8.2	8.1
기타비유동자산	15.0	11.8	11.8	11.7	11.8
<b>자산총계</b>	881.6	864.7	895.7	928.2	982.1
<b>유동부채</b>	172.9	100.7	85.4	81.3	79.9
매입채무 및 기타채무	108.4	70.5	55.2	51.0	49.6
단기금융부채	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	64.2	30.0	30.0	30.1	30.1
<b>비유동부채</b>	109.8	98.0	98.0	98.0	98.0
장기금융부채	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	109.6	97.2	97.2	97.2	97.2
<b>부채총계</b>	282.8	198.7	183.4	179.2	177.8
<b>자본지분</b>	580.9	647.4	693.2	729.4	784.1
자본금	40.9	40.9	40.9	40.9	40.9
자본잉여금	185.3	190.4	190.4	190.4	190.4
기타자본	-50.2	-34.6	-34.6	-34.6	-34.6
기타포괄손익누계액	-3.7	-4.9	-6.1	-7.2	-8.4
이익잉여금	408.7	455.6	502.5	539.9	595.8
비지배지분	17.9	18.7	19.2	19.6	20.1
<b>자본총계</b>	598.8	666.1	712.3	749.0	804.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	156.4	116.6	104.6	76.1	99.8
당기순이익	110.1	105.1	85.8	76.2	94.8
비현금항목의 가감	68.8	65.1	31.9	26.7	36.7
유형자산감가상각비	29.1	29.0	29.5	27.7	32.0
무형자산감가상각비	1.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-12.4	-6.9	0.0	0.0	0.0
기타	51.0	42.9	2.3	-1.1	4.6
영업활동자산부채증감	-1.3	-15.4	8.7	-8.4	-7.5
매출채권및기타채권의감소	1.9	16.0	11.4	-2.6	-3.9
재고자산의감소	-6.9	-0.2	4.5	-1.0	-1.5
매입채무및기타채무의증가	6.7	-26.9	-15.3	-4.1	-1.4
기타	-3.0	-4.3	8.1	-0.7	-0.7
기타현금흐름	-21.2	-38.2	-21.8	-18.4	-24.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-171.5	-19.1	-27.1	-77.0	-77.8
유형자산의 취득	-19.5	-24.2	-20.0	-50.0	-50.0
유형자산의 처분	0.2	16.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	26.8	11.8	17.2	-1.9	-1.9
단기금융자산의감소(증가)	-185.9	-16.6	-17.3	-18.1	-19.0
기타	7.4	-6.9	-7.0	-7.0	-6.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	15.5	-74.8	-36.8	-28.0	-28.0
차입금의 증가(감소)	40.4	-26.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-5.6	-0.7	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.3	-57.5	-47.1	-38.4	-38.4
기타	0.0	10.3	10.3	10.4	10.4
기타현금흐름	-0.2	-0.2	14.9	14.9	14.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	0.2	22.6	55.7	-14.0	8.9
기초현금 및 현금성자산	14.5	14.7	37.3	93.1	79.1
기말현금 및 현금성자산	14.7	37.3	93.1	79.1	87.9

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,798	2,556	2,087	1,853	2,305
BPS	14,210	15,836	16,957	17,843	19,181
CFPS	4,375	4,164	2,880	2,518	3,216
DPS	1,500	1,200	1,000	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	8.8	9.4	10.4	11.7	9.4
PER(최고)	9.7	12.8	11.6		
PER(최저)	7.2	8.1	9.4		
PBR	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
PBR(최고)	1.9	2.1	1.4		
PBR(최저)	1.4	1.3	1.2		
PSR	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
PCFR	5.6	5.8	7.5	8.6	6.7
EV/EBITDA	4.3	4.1	3.6	4.0	3.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	52.2	44.8	44.7	50.4	40.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	6.1	5.0	4.6	4.6	4.6
ROA	13.5	12.0	9.7	8.4	9.9
ROE	21.3	17.0	12.7	10.7	12.5
ROIC	41.4	40.0	33.6	28.6	32.1
매출채권회전율	7.4	8.8	9.0	9.9	10.0
재고자산회전율	24.6	24.7	22.8	25.2	25.4
부채비율	47.2	29.8	25.7	23.9	22.1
순차입금비율	-38.2	-47.4	-54.6	-52.4	-52.3
이자보상배율	18.6	38.0	31.1	27.5	34.2
총차입금	142.6	95.2	95.2	95.2	95.2
순차입금	-228.9	-315.6	-388.6	-392.8	-420.7
NOPLAT	182.8	168.4	143.4	128.6	157.2
FCF	126.0	109.5	103.3	44.7	68.0

Compliance Notice

- 당사는 12월 13일 현재 '휴켄스' 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.

고지사항

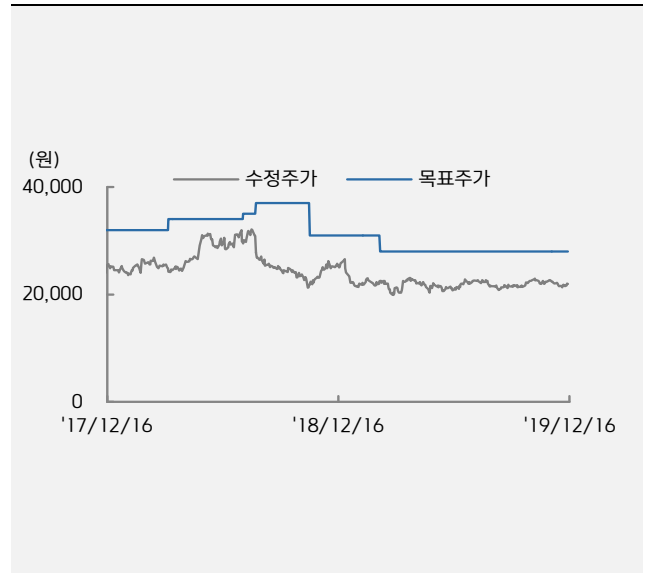
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켄스 (069260)	2017/10/16	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-26.8	-24.7
	2017/11/07	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-24.8	-19.8
	2018/01/22	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-24.7	-19.8
	2018/01/26	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-23.1	-16.1
	2018/03/27	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-23.1	-16.1
	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	-24.3	-14.2
	2019/02/20	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-22.3	-17.5
	2019/09/23	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-23.4	-22.1
	2019/10/08	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-21.8	-18.0
	2019/12/16	BUY(Maintain)	28,000원	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%