



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(7/27): 16,550원

시가총액: 6,765억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(7/27)	2,217.86pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,950원	12,250원
등락률	-27.9%	35.1%
수익률	절대	상대
1M	1.2%	-2.6%
6M	-16.2%	-15.1%
1Y	-27.3%	-31.3%

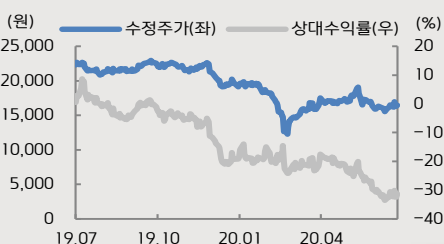
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	140천주
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(20E)	5.5%
BPS(20E)	16,750원
주요 주주	태광실업 외 7인
	43.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	762.9	659.8	674.4	748.3
영업이익	139.2	106.4	90.5	114.1
EBITDA	168.4	134.8	116.3	144.4
세전이익	140.7	101.2	85.6	108.2
순이익	105.1	70.3	64.2	81.1
지배주주지분순이익	104.5	70.4	64.2	81.1
EPS(원)	2,556	1,721	1,570	1,985
증감률(%YoY)	-8.6	-32.7	-8.8	26.4
PER(배)	9.4	12.3	10.5	8.3
PBR(배)	1.5	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.1	5.2	4.5	3.8
영업이익률(%)	18.2	16.1	13.4	15.2
ROE(%)	17.0	10.8	9.6	11.5
순부채비율(%)	-47.5	-27.7	-24.0	-18.4

Price Trend



실적 Preview

휴켄스 (069260)

내년 TDI 업황, 반등 전망



휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 170억원으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 폴리우레탄 수요 둔화 및 정기보수 등으로 DNT/MNB 판매량이 감소하였기 때문이다. 다만 동사의 내년 영업이익은 올해 대비 26.1% 증가할 전망이다. 올해 바닥권에 있는 TDI 수급 개선이 전망되고, 스팟 거래 확대에 탄소배출권의 증익이 예상되기 때문이다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회 전망

휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 170억원으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 주요 원재료인 암모니아 가격 하락에 따른 질산/초안 스프레드의 호조세 지속에도 불구하고, 1) 코로나19로 인한 폴리우레탄 수요 둔화로 동사 DNT/MNB 판매량이 감소하였고, 2) 고객사 정기보수 진행으로 동사 플랜트의 가동률도 동반 하락하였으며, 3) 이번 분기 탄소배출권 판매는 스팟이 아닌, 계약 거래로 스팟 대비 낮은 가격으로 거래되었기 때문이다.

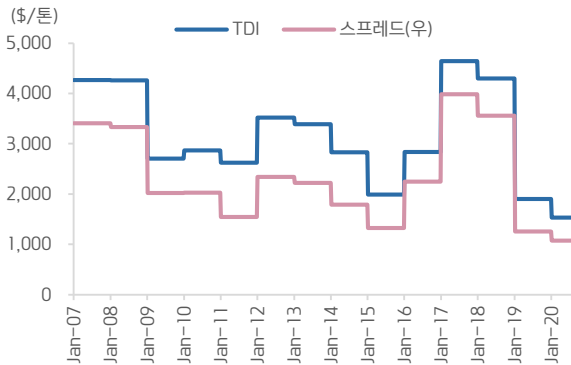
>>> 내년 영업이익, 올해 대비 26.1% 증가 전망

동사의 내년 영업이익은 1,141억원으로 올해 대비 26.1% 증가할 전망이다. 1) 현재 TDI 가격 및 스프레드는 공급 과잉 지속 및 코로나19로 인한 수요 둔화로 2007년 이후 가장 낮은 수치를 기록하고 있으나, 내년은 코로나19로 완화로 인한 폴리우레탄 수요 개선 및 추가적인 증설 제한으로 TDI 업황이 올해 대비 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 세계 TDI 가동률은 올해 63%에서 내년 67%로 4%p 상승할 전망이다. 또한 2) 내년 탄소배출권 판매량 감소 전망에도 불구하고, ASP가 높은 스팟 거래 비중 확대에 탄소배출권 영업이익이 작년 대비 40% 이상 증가할 것으로 추정되기 때문이다.

>>> 질산 증설로 기본 체력 강화 중.....

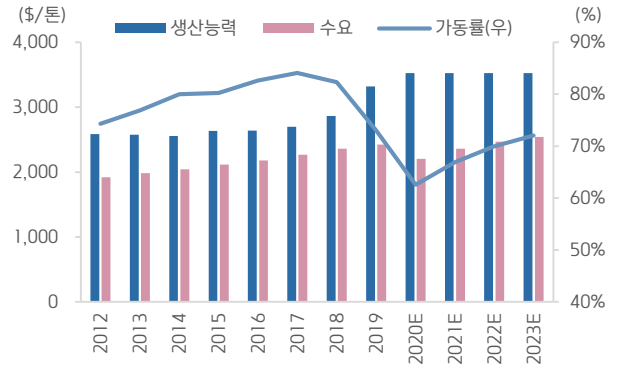
동사는 MNB/DNT/초안의 원재료이자, 핵심 제품인 질산을 지속적으로 증설하고 있다. 1) 언론 보도 등에 따르면 동사는 올해 1분기 No.5 농질산 7만톤 플랜트를 건설하였다. 생산되는 농질산은 장기 공급 계약을 통하여 일본 미쓰이화학에 공급할 것으로 보인다. 이번 농질산 판매 규모가 크지는 않지만, 수익성이 높아 전사 영업이익 개선에 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 또한 2) 규모의 경제 효과 및 기존 Cash Cow 제품군의 시장 지배력 강화를 위하여, 총 1,500억원을 투자하여, No.6 희질산 40만톤 플랜트를 2023년 2분기까지 건설할 계획이다. 이번 증설은 국내 질산 업체들의 플랜트 스크랩 전망과 초안 업체 증설 검토에 따른 국내 질산의 수급 타이트 현상을 대비한 것으로 추정된다. 한편 이번 희질산 증설로 동사의 질산(농질산 포함) 생산능력은 173만톤으로 증가하며 역대 1위 공업용 질산 업체 지위를 지속할 것으로 보이며, 25~30만톤의 탄소배출권 판매도 추가될 것으로 판단된다.

역내 TDI 가격 및 스프레드 추이



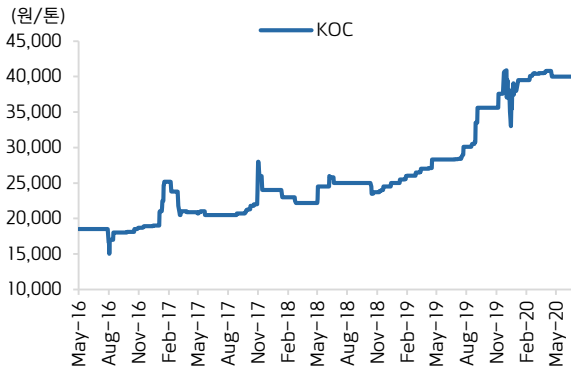
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

세계 TDI 수급 추이/전망



자료: IHS, 각사, 키움증권 리서치

국내 탄소배출권(인증실적) 가격 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치

휴켄스 질산(농질산 포함) 생산능력 추이/전망



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2019				2020				2017	2018	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	168	151	178	163	180	141	171	182	716	763	660	674	748
NT	101	87	110	104	109	71	108	94	471	535	402	382	409
NA	52	46	45	44	53	52	54	57	168	184	188	216	233
기타	14	18	23	15	18	19	10	31	77	44	70	77	106
영업이익	29	27	36	14	31	17	14	29	153	139	106	90	114
%	17.2	18.1	20.2	8.6	17.3	12.0	8.1	15.7	21.3	18.2	16.1	13.4	15.2

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	762.9	659.8	674.4	748.3	785.8
매출원가	586.5	516.8	546.7	592.8	616.5
매출총이익	176.3	143.0	127.7	155.5	169.2
판매비	37.1	36.6	37.3	41.5	43.9
영업이익	139.2	106.4	90.5	114.1	125.3
EBITDA	168.4	134.8	116.3	144.4	163.9
영업외손익	1.5	-5.1	-4.9	-5.9	-6.3
이자수익	9.2	10.4	9.8	8.8	8.4
이자비용	3.7	3.3	3.3	3.3	3.3
외환관련이익	6.3	6.4	5.9	5.9	5.9
외환관련손실	5.7	5.9	4.5	4.5	4.5
종속 및 관계기업손익	-6.9	-10.8	-10.8	-10.8	-10.8
기타	2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0
법인세차감전이익	140.7	101.2	85.6	108.2	119.1
법인세비용	35.6	30.9	21.4	27.0	29.8
계속사업순이익	105.1	70.3	64.2	81.1	89.3
당기순이익	105.1	70.3	64.2	81.1	89.3
지배주주순이익	104.5	70.4	64.2	81.1	89.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.6	-13.5	2.2	11.0	5.0
영업이익 증감율	-8.8	-23.6	-14.9	26.1	9.8
EBITDA 증감율	-7.9	-20.0	-13.7	24.2	13.5
지배주주순이익 증감율	-8.6	-32.6	-8.8	26.3	10.1
EPS 증감율	-8.6	-32.7	-8.8	26.4	10.0
매출총이익률(%)	23.1	21.7	18.9	20.8	21.5
영업이익률(%)	18.2	16.1	13.4	15.2	15.9
EBITDA Margin(%)	22.1	20.4	17.2	19.3	20.9
지배주주순이익률(%)	13.7	10.7	9.5	10.8	11.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	529.6	426.8	415.6	401.6	402.7
현금 및 현금성자산	37.3	21.7	67.9	87.2	114.4
단기금융자산	373.4	291.9	228.1	178.3	139.4
매출채권 및 기타채권	78.5	72.3	73.9	82.0	86.1
재고자산	30.8	28.4	29.1	32.2	33.8
기타유동자산	9.6	12.5	16.6	21.9	29.0
비유동자산	335.1	487.0	536.0	605.5	666.7
투자자산	96.2	224.9	249.7	274.4	299.2
유형자산	217.5	215.7	239.9	284.7	321.2
무형자산	8.4	8.6	8.5	8.5	8.4
기타비유동자산	13.0	37.8	37.9	37.9	37.9
자산총계	864.7	913.9	951.6	1,007.1	1,069.4
유동부채	100.7	168.0	173.9	184.4	193.5
매입채무 및 기타채무	70.5	71.3	77.1	87.6	96.7
단기금융부채	0.2	2.1	2.1	2.1	2.1
기타유동부채	30.0	94.6	94.7	94.7	94.7
비유동부채	98.0	74.2	74.2	74.2	74.2
장기금융부채	0.1	3.7	3.7	3.7	3.7
기타비유동부채	97.9	70.5	70.5	70.5	70.5
부채총계	198.7	242.2	248.1	258.5	267.7
자본총계	647.4	652.8	684.7	729.7	782.9
자본금	40.9	40.9	40.9	40.9	40.9
자본잉여금	190.4	190.4	190.4	190.4	190.4
기타자본	-34.6	-54.4	-54.4	-54.4	-54.4
기타포괄손익누계액	-4.9	-1.9	0.3	2.5	4.8
이익잉여금	455.6	477.9	507.5	550.3	601.2
비지배지분	18.7	18.8	18.8	18.8	18.8
자본총계	666.1	671.7	703.5	748.5	801.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	116.6	107.3	73.6	81.7	104.4
당기순이익	105.1	70.3	64.2	81.1	89.3
비현금항목의 가감	65.1	66.4	20.7	31.8	43.1
유형자산감가상각비	29.0	28.3	25.8	30.2	38.5
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-6.9	-12.7	0.0	0.0	0.0
기타	42.9	50.7	-5.2	1.5	4.5
영업활동자산부채증감	-15.4	-4.5	3.4	-10.0	-3.6
매출채권및기타채권의감소	16.0	8.1	-1.6	-8.1	-4.1
재고자산의감소	-0.2	0.4	-0.6	-3.2	-1.6
매입채무및기타채무의증가	-26.9	-6.1	5.9	10.5	9.1
기타	-4.3	-6.9	-0.3	-9.2	-7.0
기타현금흐름	-38.2	-24.9	-14.7	-21.2	-24.4
투자활동 현금흐름	-19.1	-91.0	-19.2	-58.2	-69.0
유형자산의 취득	-24.2	-35.6	-50.0	-75.0	-75.0
유형자산의 처분	16.6	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	13.0	-128.7	-24.8	-24.8	-24.8
단기금융자산의감소(증가)	-16.5	81.5	63.7	49.8	38.9
기타	-8.2	-8.1	-8.1	-8.2	-8.1
재무활동 현금흐름	-74.8	-31.9	-30.0	-26.2	-30.0
차입금의 증가(감소)	-26.9	26.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.7	-19.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-57.5	-47.1	-38.4	-34.5	-38.4
기타	10.3	8.3	8.4	8.3	8.4
기타현금흐름	-0.2	0.0	21.9	21.9	21.9
현금 및 현금성자산의 순증가	22.6	-15.6	46.2	19.2	27.2
기초현금 및 현금성자산	14.7	37.3	21.7	68.0	87.2
기말현금 및 현금성자산	37.3	21.7	68.0	87.2	114.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,556	1,721	1,570	1,985	2,184
BPS	15,836	15,970	16,750	17,851	19,151
CFPS	4,164	3,345	2,075	2,763	3,240
DPS	1,200	1,000	900	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	9.4	12.3	10.5	8.3	7.5
PER(최고)	12.8	14.1	13.5		
PER(최저)	8.1	11.4	7.7		
PBR	1.5	1.3	1.0	0.9	0.9
PBR(최고)	2.1	1.5	1.3		
PBR(최저)	1.3	1.2	0.7		
PSR	1.3	1.3	1.0	0.9	0.9
PCFR	5.8	6.3	7.9	6.0	5.1
EV/EBITDA	4.1	5.2	4.5	3.8	3.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	44.8	54.6	53.8	47.3	43.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	5.0	4.7	5.5	6.1	6.1
ROA	12.0	7.9	6.9	8.3	8.6
ROE	17.0	10.8	9.6	11.5	11.8
ROIC	39.9	28.2	25.5	28.2	26.9
매출채권회전율	8.8	8.7	9.2	9.6	9.4
재고자산회전율	24.7	22.3	23.5	24.4	23.8
부채비율	29.8	36.1	35.3	34.5	33.4
순차입금비율	-47.5	-27.7	-24.0	-18.4	-15.8
이자보상배율	38.0	31.8	27.0	34.1	37.4
총차입금	94.4	127.5	127.5	127.5	127.5
순차입금	-316.3	-186.1	-168.6	-138.0	-126.3
NOPLAT	168.4	134.8	116.3	144.4	163.9
FCF	109.5	60.5	47.1	30.9	54.0

Compliance Notice

- 당사는 7월 27일 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.

고지사항

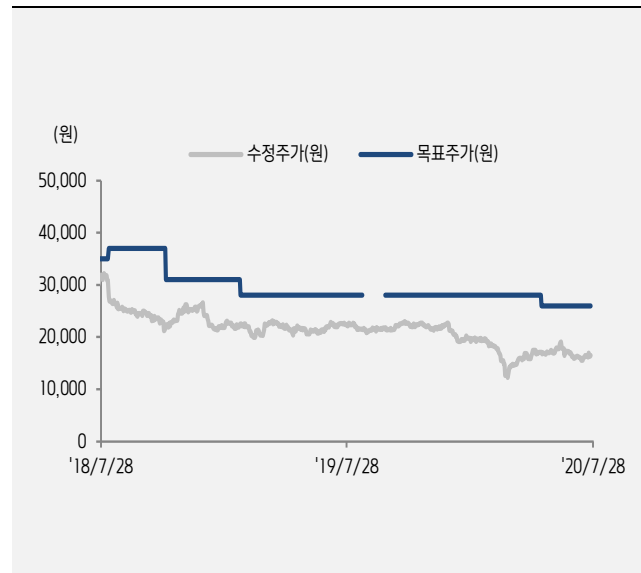
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켄스 (069260)	2018-08-08	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-29.68	-25.00
	2018-09-05	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-33.26	-25.00
	2018-11-01	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-24.34	-14.19
	2019-02-20	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-22.29	-17.50
	2019-09-23	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-23.37	-22.14
	2019-10-08	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-21.85	-18.04
	2019-12-16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-24.00	-18.04
	2020-03-12	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-44.13	-37.50
	2020-05-12	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.18	-26.54
	2020-07-28	BUY(Maintain)	26,000원	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%