



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원
주가(2/9): 22,250원
시가총액: 9,095억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/9)	3,084.67pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,150원	12,250원
등락률	-18.0%	81.6%
수익률	절대	상대
1M	-14.4%	-12.6%
6M	36.5%	4.1%
1Y	15.8%	-17.1%

Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	298천주
외국인 지분율	9.0%
배당수익률(20E)	3.5%
BPS(20E)	16,408원
주요 주주	태광실업 외 7인 43.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	762.9	659.8	590.5	588.7
영업이익	139.2	106.4	93.6	102.9
EBITDA	168.4	134.8	119.5	133.2
세전이익	140.7	101.2	64.3	97.7
순이익	105.1	70.3	50.2	76.2
지배주주지분순이익	104.5	70.4	50.2	76.2
EPS(원)	2,556	1,721	1,228	1,864
증감률(%YoY)	-8.6	-32.7	-28.7	51.8
PER(배)	9.4	12.3	20.9	12.2
PBR(배)	1.5	1.3	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	4.1	5.2	7.6	6.1
영업이익률(%)	18.2	16.1	15.9	17.5
ROE(%)	17.0	10.8	7.6	11.0
순부채비율(%)	-47.5	-27.7	-23.5	-18.3

Price Trend



기업브리프

휴켄스 (069260)

탄소배출권 사업에 대한 오해를 풀자



최근 국내 탄소배출권 가격 하락, 그린뉴딜 지수 편입 실패 등으로 일부 투자자들의 실망이 큰 것으로 보입니다. 다만 동사 탄소배출권 펀더멘털은 변함이 없는 것으로 보입니다. 현재 공표되는 가격은 인증 시차로 작년 업황을 반영한 수치이고, 타이트한 올해 수급을 반영한 가격은 올해 하반기부터 적용됩니다. 동사도 주주이익 극대화를 위하여 하반기에 마진율이 높은 탄소배출권 판매를 집중할 것으로 보입니다.

>>> 올해 하반기, 탄소배출권 가격 반등 전망

최근 공표되는 탄소배출권 가격의 약세, 탄소효율 그린뉴딜지수 편입 탈락 등으로 동사 탄소배출권 사업에 대한 투자자들의 실망이 큰 것으로 보인다.

다만 최근 탄소배출권 가격 약세는 동사 탄소배출권 실적과 무관하다. 현재 발표되는 탄소배출권 가격은 작년 시황을 반영한 수치이다. 올해 탄소배출권 수급이 반영될 탄소배출권 가격은 올해 하반기부터 시장에 본격적으로 적용될 것으로 보인다. 또한 동사는 올해 하반기 가격 반등 전망 및 주주이익 극대화를 위하여, 올해 탄소배출권 판매를 상반기보다는 하반기에 집중할 것으로 보인다. 동사의 탄소배출권은 부외거래로 계상되어, 저장 등에 비용이 발생하지 않는다. 여전히 국내 탄소배출권 시장은 동사가 키를 쥐고 있다는 기존 의견을 유지한다. 한편 중장기적으로는 각국 정부의 이산화탄소 저감 정책 확대로 역외 탄소배출권 가격과 국내 가격의 갭이 점진적으로 축소될 것으로 본다.

또한 미국/EU 등의 탄소국경세 도입이 현실화될 경우 국내 탄소배출권 가격이 재차 반등할 수 있는 가능성도 고려할 필요가 있다. 참고로 탄소배출권 가격이 톤당 1만원 움직일 경우 동사의 영업이익은 100억원 이상이 변동된다. 이런 요인들로 하반기에 올해 영업이익의 약 65%가 집중될 것으로 보인다.

>>> 지속적인 질산 및 그 다운스트림 시장 지배력 강화

휴켄스는 질산 및 그 다운스트림의 시장 지배력 강화를 위하여 1,500억원을 투자해 질산 6공장(40만톤)을 2023년 상반기까지 증설할 계획이다. 국내 질산 업체들의 플랜트 스크랩 전망과 초안 업체 증설 검토에 따른 국내 질산의 수급 부족 현상을 대비한 것으로 추정된다. 이번 증설로 동사의 질산(농질산 포함) 생산능력은 173만톤으로 증가하며 역대 1위 공업용 질산 업체 지위를 지속할 것으로 보인다. 또한 증설로 인한 단위당 고정비 축소 등 규모의 경제 효과가 추가되며 동사 외형 및 플랜트 경쟁력이 더욱 강화될 전망이다.

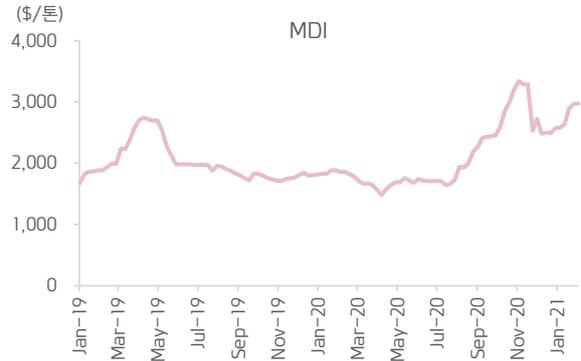
개인적으로 동사의 과거 장기공급 계약 패턴, 최근 Capex 증가, 질산 증설 규모, 국내 경쟁사 질산 생산능력 및 다운스트림 경쟁 역학 등을 종합적으로 고려하면, 질산뿐만 아니라 유도체 생산능력 확장도 추가될 것으로 예상된다.

역내 TDI 가격 추이



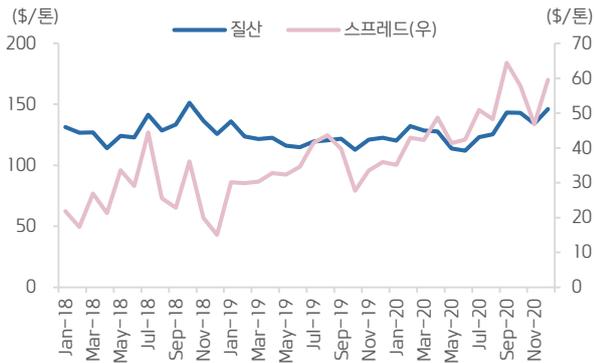
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

역내 MDI 가격 추이



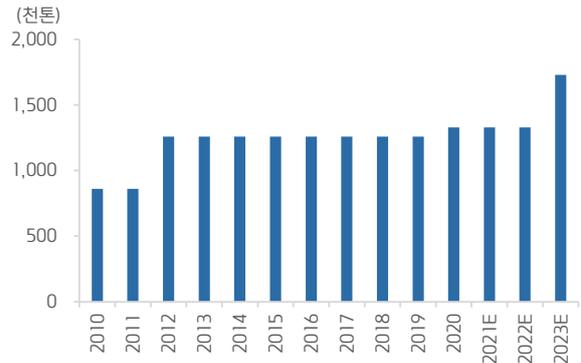
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 질산 가격 및 스프레드 추이



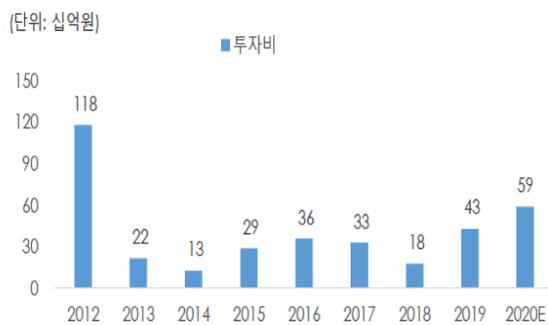
자료: KITA, 키움증권 리서치

휴켄스 질산(농질산 포함) 생산능력 추이/전망



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

휴켄스 투자비 추이/전망



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

휴켄스 공장 전경



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	762.9	659.8	590.5	588.7	618.1
매출원가	586.5	516.8	464.1	452.8	470.9
매출총이익	176.3	143.0	126.5	135.9	147.2
판매비	37.1	36.6	32.8	33.0	35.0
영업이익	139.2	106.4	93.6	102.9	112.2
EBITDA	168.4	134.8	119.5	133.2	150.8
영업외손익	1.5	-5.1	-29.3	-5.3	-5.8
이자수익	9.2	10.4	9.6	8.6	8.1
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	-35.0	-10.0	-10.0
기타	2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0
법인세차감전이익	140.7	101.2	64.3	97.7	106.4
법인세비용	35.6	30.9	14.2	21.5	23.4
계속사업순이익	105.1	70.3	50.2	76.2	83.0
당기순이익	105.1	70.3	50.2	76.2	83.0
지배주주순이익	104.5	70.4	50.2	76.2	83.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.6	-13.5	-10.5	-0.3	5.0
영업이익 증감율	-8.8	-23.6	-12.0	9.9	9.0
EBITDA 증감율	-7.9	-20.0	-11.4	11.5	13.2
지배주주순이익 증감율	-8.6	-32.6	-28.7	51.8	8.9
EPS 증감율	-8.6	-32.7	-28.7	51.8	8.9
매출총이익률(%)	23.1	21.7	21.4	23.1	23.8
영업이익률(%)	18.2	16.1	15.9	17.5	18.2
EBITDA Margin(%)	22.1	20.4	20.2	22.6	24.4
지배주주순이익률(%)	13.7	10.7	8.5	12.9	13.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	529.6	426.8	396.3	372.5	366.7
현금 및 현금성자산	37.3	21.7	61.4	82.4	104.1
단기금융자산	373.4	291.9	228.1	178.3	139.4
매출채권 및 기타채권	78.5	72.3	64.7	64.5	67.7
재고자산	30.8	28.4	25.4	25.4	26.6
기타유동자산	9.6	12.5	16.7	21.9	28.9
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	932.3	977.9	1,033.4
유동부채	100.7	168.0	168.5	174.1	182.7
매입채무 및 기타채무	70.5	71.3	71.8	77.4	86.0
단기금융부채	0.2	2.1	2.1	2.1	2.1
기타유동부채	30.0	94.6	94.6	94.6	94.6
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	242.7	248.3	256.9
자본지분	647.4	652.8	670.7	710.8	757.6
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	493.5	531.4	576.0
비지배지분	18.7	18.8	18.8	18.8	18.8
자본총계	666.1	671.7	689.5	729.6	776.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	116.6	107.3	67.0	83.4
당기순이익	105.1	70.3	50.2	76.2
비현금항목의 가감	65.1	66.4	13.6	26.4
유형자산감가상각비	29.0	28.3	25.8	30.2
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-6.9	-12.7	0.0	0.0
기타	42.9	50.7	-12.3	-3.9
영업활동자산부채증감	-15.4	-4.5	10.9	-3.2
매출채권및기타채권의감소	16.0	8.1	7.6	0.2
재고자산의감소	-0.2	0.4	3.0	0.1
매입채무및기타채무의증가	-26.9	-6.1	0.5	5.6
기타	-4.3	-6.9	-0.2	-9.1
기타현금흐름	-38.2	-24.9	-7.7	-16.0
투자활동 현금흐름	-19.1	-91.0	-19.2	-58.2
유형자산의 취득	-24.2	-35.6	-50.0	-75.0
유형자산의 처분	16.6	0.1	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-0.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	13.0	-128.7	-24.8	-24.8
단기금융자산의감소(증가)	-16.5	81.5	63.7	49.8
기타	-8.2	-8.1	-8.1	-8.1
재무활동 현금흐름	-74.8	-31.9	-30.0	-26.2
차입금의 증가(감소)	-26.9	26.7	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.7	-19.8	0.0	0.0
배당금지급	-57.5	-47.1	-38.4	-34.5
기타	10.3	8.3	8.4	8.3
기타현금흐름	-0.2	0.0	21.9	21.9
현금 및 현금성자산의 순증가	22.6	-15.6	39.7	21.0
기초현금 및 현금성자산	14.7	37.3	21.7	61.4
기말현금 및 현금성자산	37.3	21.7	61.4	82.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,556	1,721	1,228	1,864	2,030
BPS	15,836	15,970	16,408	17,387	18,534
CFPS	4,164	3,345	1,561	2,509	2,939
DPS	1,200	1,000	900	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	9.4	12.3	20.9	12.2	11.2
PER(최고)	12.8	14.1	22.5		
PER(최저)	8.1	11.4	9.9		
PBR	1.5	1.3	1.6	1.3	1.2
PBR(최고)	2.1	1.5	1.7		
PBR(최저)	1.3	1.2	0.7		
PSR	1.3	1.3	1.8	1.6	1.5
PCFR	5.8	6.3	16.4	9.0	7.7
EV/EBITDA	4.1	5.2	7.6	6.1	5.5
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	44.8	54.6	68.8	50.4	46.2
배당수익률(%보통주, 현금)	5.0	4.7	3.5	4.4	4.4
ROA	12.0	7.9	5.4	8.0	8.3
ROE	17.0	10.8	7.6	11.0	11.3
ROIC	39.9	28.2	27.8	27.4	26.2
매출채권회전율	8.8	8.7	8.6	9.1	9.4
재고자산회전율	24.7	22.3	21.9	23.2	23.8
부채비율	29.8	36.1	35.2	34.0	33.1
순차입금비율	-47.5	-27.7	-23.5	-18.3	-14.9
이자보상배율	38.0	31.8	28.0	30.8	33.5
총차입금	94.4	127.5	127.5	127.5	127.5
순차입금	-316.3	-186.1	-162.0	-133.2	-115.9
NOPLAT	168.4	134.8	119.5	133.2	150.8
FCF	109.5	60.5	59.7	32.4	48.2

Compliance Notice

- 당사는 2월 9일 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

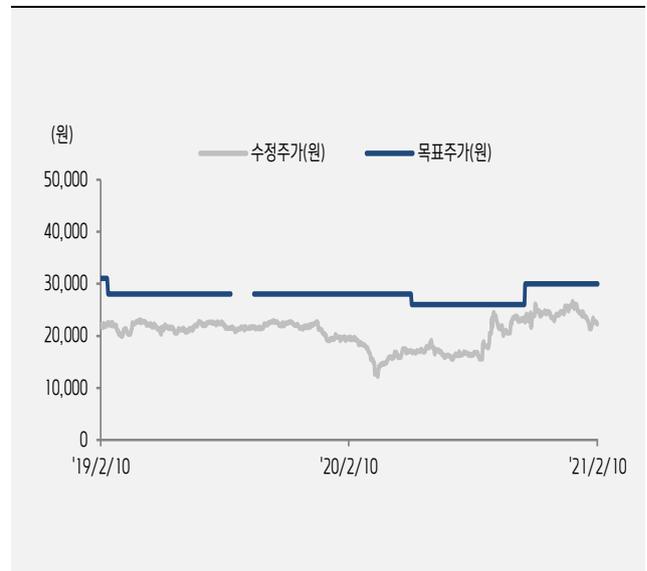
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켄스 (069260)	2019-02-20	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-22.47	-17.50
	2019-09-23	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-22.29	-17.50
	2019-10-08	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-20.78	-18.04
	2019-12-16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.67	-18.04
	2020-03-12	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-28.99	-18.04
	2020-05-12	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.18	-26.54
	2020-07-28	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-28.68	-5.77
	2020-10-26	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-22.10	-18.83
	2020-11-09	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-19.46	-9.50
	2021-02-10	BUY(Maintain)	30,000원	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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%