



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원
주가(3/30): 22,300원
시가총액: 9,116억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(3/30)	3,070.00pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,150원	14,600원
등락률	-17.9%	52.7%
수익률	절대	상대
1M	-2.6%	-4.4%
6M	8.3%	-17.9%
1Y	51.2%	-15.4%

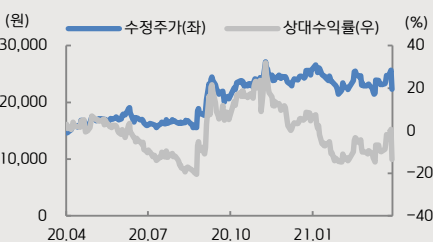
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	417천주
외국인 지분율	7.8%
배당수익률(20A)	3.9%
BPS(20A)	16,351원
주요 주주	태광실업 외 2인 43.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	762.9	659.8	593.5	772.2
영업이익	139.2	106.4	95.2	112.9
EBITDA	168.4	134.8	126.5	148.2
세전이익	140.7	101.2	75.9	117.1
순이익	105.1	70.3	49.8	91.3
지배주주지분순이익	104.5	70.4	49.6	91.3
EPS(원)	2,556	1,721	1,213	2,234
증감률(%YoY)	-8.6	-32.7	-29.5	84.2
PER(배)	9.4	12.3	21.1	10.0
PBR(배)	1.5	1.3	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	4.1	5.2	6.4	4.5
영업이익률(%)	18.2	16.1	16.0	14.6
ROE(%)	17.0	10.8	7.5	13.1
순부채비율(%)	-47.5	-27.7	-37.6	-35.7

Price Trend



기업브리프

휴켄스 (069260)

서당 개 삼 년에 풍월을 읊는다



고객사의 내재화 움직임은 휴켄스의 기존 강력한 경제적 해자를 훼손시키는 요인인 점은 맞습니다. 하지만 고객사 플랜트의 본격적인 가동은 3년 후의 일입니다. 단기적인 DNT부문 실적 감익은 제한적으로 판단됩니다. 한편 중장기적으로도 동사의 DNT 공장은 매몰비용으로 처리되지는 않을 것으로 보입니다. 기술적 난이도가 있거나 MNB 공장으로 전환이 가능한 등 대응할 수 있는 옵션들이 있기 때문입니다. 다만 시총의 50%를 상회하는 막대한 현금을 사업화하려는 의지가 필요해 보입니다.

>>> DNT, 중기 실적 감익 제한

1~2년 전부터 폴리우레탄 업계에 불거졌던 소문이 사실로 판명되었다. 어제 휴켄스 DNT부문의 주요 고객사인 한화솔루션이 DNT 플랜트 신설을 발표하였다. 장기 수요처의 원재로 내재화 움직임은 동사 중장기 실적에 큰 영향을 주는 것은 맞다. 또한 한화그룹은 DNT의 주요 원재료인 질산 플랜트 또한 신설을 검토하고 있는 것으로 보인다. 이는 CA/PU 밸류 체인 고도화뿐만 아니라 탄소배출권, 그린 암모니아 사업 등을 염두에 둔 포석으로 판단된다.

하지만 동사 DNT부문의 감익은 중기적으로도 발생하지 않을 전망이다. 한화솔루션의 신설 DNT 공장 가동은 2024년 1월이다. 뛰어난 화학 사업 역량에도 불구하고, 신규 플랜트 가동에 따른 램프업 및 초기 안정화에 시간이 필요하다. 최소 동사가 대비할 수 있는 3년의 시간이 있다는 뜻이다. 한편 동사의 전사 마진율은 높은 수준을 유지하고 있으나, 이는 질산/탄소배출권 등이 견인한 것으로 판단된다. 참고로 동사의 한화솔루션향 DNT부문 영업이익 익스 포저는 작년과 재작년에 전체의 2~3% 수준에 불과한 것으로 추정된다.

>>> DNT, Sunk Cost가 될 것인가?

DNT는 폭발/독성의 위험으로 수출이 쉽지 않다. 이에 한화솔루션이 사용하지 않으면 기존 공장은 바로 유휴 설비가 될 수 있다. 다만 BASF/Covestro의 이소시아네이트 전환 사례(TDI→MDI)를 고려하면 기존 DNT 설비를 MNB로 전환이 가능하다. 신규 설비 건설 대비 경제성이 떨어질 것으로 보이나, 이도 동사가 선택할 수 있는 하나의 옵션이 될 수 있을 것으로 보인다. 동사와 한화솔루션의 DNT 공급 계약 기간은 2032년까지 되어 있다. 2024년에 공급 계약을 철회하면 기 백억원 수준의 위약금이 발생할 것으로 추정된다. 이 위약금이 일부 설비 전환 비용에 투입될 가능성이 있다. 한편 보유한 4천억원 이상의 현금성자산을 통하여 국내 유휴 설비 인수 등 직접 TDI 사업 진행 및 국내/외 신규 고객사를 유치하는 방안도 이론적으로는 가능해 보인다. 개인적으로는 이 벌어진 틈을 파고드는 수요처가 있을 것으로 본다.

>>> Your Turn

포트폴리오를 두텁게 하려는 고객사가 패를 보여줬다. 합당한 대응 방안을 제시하지 못하면 어제의 불안한 투심이 지속될 것이다. 또한 배당도 좋지만, 저금리 시대에 쌓아둔 대규모 현금성 자산의 사업화 움직임도 필요해 보인다.

휴켄스 제품별 생산능력 추이

(단위: 천톤)		2016	2017	2018	2019	2020	2021E
NT계열	DNT	260	260	260	260	260	260
	MNB	330	330	400	400	420	420
NA계열	질산	1,260	1,260	1,260	1,260	1,330	1,330
	초안	170	170	250	250	250	250
합계		2,020	2,020	2,170	2,170	2,260	2,260

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

단일 판매/공급 계약 체결(2014.12.03)

1. 판매 · 공급계약 구분	상중공급	
- 체결계약명	DNT 매매 계약	
2. 계약내역	계약금액 (원)	3,053,000,000,000
	최근매출액 (원)	795,714,489,493
	매출액대비(%)	384
대규모법인여부	미해당	
3. 계약상대	한화화인케미칼(Hanwha Fine Chemical)	
- 회사와의 관계	-	
4. 판매 · 공급지역	국내(여수)	
5. 계약기간	시작일	2014-12-03
	종료일	2032-09-30
6. 주요 계약조건	- 계약물량은 2,700,000톤입니다. - 제품 가격은 주요원재료인 톨루엔, 알모니아 가격의 상승 등에 변동합니다.	
7. 계약(수주)일자	2014-12-03	
8. 공시유보 관련내용	유보사유	-
	유보기한	-
- 본계약은 당사와 한화화인케미칼(구, KPX화인케미칼)이 2009년 12월 9일 체결한 DNT매매계약의 내용을 포함한다(최초 공급일인 2011년 7월부터 2014년 11월말까지 계약금액인 8천억원의 26% 이행)으로, 본 계약 체결과 동시에 이전의 계약은 효력을 상실합니다. - 상기 계약금액은 주계약물량인 2,700,000톤과 2014년 11월말 기준 원재료 가격, 환율을 적용해 산출한 금액입니다.		

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

질산 주요 고객사 및 공급 계약 현황

고객사	계약기간	용도
바스프코리아	10년 2018~2028	TDI, MDI
C*****	7년 2020~2027	

▪ 판매가격은 원재료 가격 변동 등을 포함한 모든 비용 반영

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

DNT 주요 고객사 및 공급 계약 현황

고객사	계약기간	용도
한화케미칼	18년 2014~2032	TDI
OCI	10년 2014~2024	

▪ 판매가격은 원재료 가격 변동 등을 포함한 모든 비용 반영

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

MNB 주요 고객사 및 공급 계약 현황

고객사	계약기간	용도
금호미쓰이화학	2009~2024	MDI
	15년 2012~2027	
	2018~2032	

▪ 판매가격은 원재료 가격 변동 등을 포함한 모든 비용 반영

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

휴켄스 현금 및 기타금융자산 현황(2020년)

(단위: 십억원)	
현금및현금성자산	
요구불 예금	28.8
기타금융자산(유동/비유동 합계)	
단기금융상품	142.5
장기금융상품	275.0
기타금융자산(유동/비유동 합계)	21.1
합계	467.4

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	762.9	659.8	593.5	772.2	782.7
매출원가	586.5	516.8	463.9	614.8	618.5
매출총이익	176.3	143.0	129.6	157.4	164.2
판매비	37.1	36.6	34.4	44.4	45.3
영업이익	139.2	106.4	95.2	112.9	118.9
EBITDA	168.4	134.8	126.5	148.2	160.3
영업외손익	1.5	-5.1	-19.3	4.2	4.7
이자수익	9.2	10.4	7.2	7.3	7.9
이자비용	3.7	3.3	2.4	2.4	2.4
외환관련이익	6.3	6.4	9.1	6.2	6.2
외환관련손실	5.7	5.9	6.9	6.5	6.5
종속 및 관계기업손익	-6.9	-10.8	-2.3	-1.0	-1.0
기타	2.3	-1.9	-24.0	0.6	0.5
법인세차감전이익	140.7	101.2	75.9	117.1	123.6
법인세비용	35.6	30.9	26.1	25.8	27.2
계속사업순이익	105.1	70.3	49.8	91.3	96.4
당기순이익	105.1	70.3	49.8	91.3	96.4
지배주주순이익	104.5	70.4	49.6	91.3	96.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.6	-13.5	-10.0	30.1	1.4
영업이익 증감율	-8.8	-23.6	-10.5	18.6	5.3
EBITDA 증감율	-7.9	-20.0	-6.2	17.2	8.2
지배주주순이익 증감율	-8.6	-32.6	-29.5	84.1	5.6
EPS 증감율	-8.6	-32.7	-29.5	84.2	5.6
매출총이익률(%)	23.1	21.7	21.8	20.4	21.0
영업이익률(%)	18.2	16.1	16.0	14.6	15.2
EBITDA Margin(%)	22.1	20.4	21.3	19.2	20.5
지배주주순이익률(%)	13.7	10.7	8.4	11.8	12.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	529.6	426.8	434.5	473.4	501.0
현금 및 현금성자산	37.3	21.7	28.8	35.5	58.8
단기금융자산	291.9	292.5	293.2	293.9	294.6
매출채권 및 기타채권	78.5	72.3	71.3	92.8	94.0
재고자산	30.8	28.4	27.8	36.1	36.6
기타유동자산	91.1	11.9	13.4	15.1	17.0
비유동자산	335.1	487.0	432.1	459.8	493.4
투자자산	224.9	173.0	173.0	173.0	173.0
유형자산	217.5	215.7	200.3	228.1	261.7
무형자산	8.4	8.6	9.6	9.6	9.5
기타비유동자산	-115.7	89.7	49.2	49.1	49.2
자산총계	864.7	913.9	866.6	933.2	994.4
유동부채	100.7	168.0	90.8	100.4	99.5
매입채무 및 기타채무	70.5	71.3	64.9	74.5	73.6
단기금융부채	2.1	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	28.1	95.8	25.0	25.0	25.0
비유동부채	98.0	74.2	88.6	88.6	88.6
장기금융부채	3.7	7.4	7.4	7.4	7.4
기타비유동부채	94.3	66.8	81.2	81.2	81.2
부채총계	198.7	242.2	179.4	189.1	188.1
자본지분	647.4	652.8	668.4	725.5	787.6
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	-1.6	2.5	6.5
이익잉여금	455.6	477.9	493.1	546.1	604.2
비지배지분	18.7	18.8	18.7	18.7	18.7
자본총계	666.1	671.7	687.1	744.2	806.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	116.6	107.3	90.7	94.8	123.4
당기순이익	105.1	70.3	49.8	91.3	96.4
비현금항목의 가감	65.1	66.4	77.4	45.9	53.0
유형자산감가상각비	29.0	28.3	31.2	35.2	41.4
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-6.9	-12.7	-24.3	0.0	0.0
기타	42.9	50.7	70.4	10.6	11.5
영업활동자산부채증감	-15.4	-4.5	-10.9	-21.9	-4.6
매출채권및기타채권의감소	16.0	8.1	-2.1	-21.5	-1.3
재고자산의감소	-0.2	0.4	-3.3	-8.4	-0.5
매입채무및기타채무의증가	-26.9	-6.1	-1.6	9.6	-1.0
기타	-4.3	-6.9	-3.9	-1.6	-1.8
기타현금흐름	-38.2	-24.9	-25.6	-20.5	-21.4
투자활동 현금흐름	-19.1	-91.0	9.7	-83.2	-95.2
유형자산의 취득	-24.2	-35.6	-20.8	-63.0	-75.0
유형자산의 처분	16.6	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-0.2	-1.1	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	13.0	-128.7	51.8	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-16.5	81.5	-0.7	-0.7	-0.7
기타	-8.2	-8.1	-19.5	-19.5	-19.5
재무활동 현금흐름	-74.8	-31.9	-93.3	-26.5	-26.5
차입금의 증가(감소)	-26.9	26.7	-66.8	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	-38.4	-38.4
기타	10.3	8.3	11.9	11.9	11.9
기타현금흐름	-0.2	0.0	0.0	21.6	21.6
현금 및 현금성자산의 순증가	22.6	-15.6	7.1	6.7	23.3
기초현금 및 현금성자산	14.7	37.3	21.7	28.8	35.5
기말현금 및 현금성자산	37.3	21.7	28.8	35.5	58.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,556	1,721	1,213	2,234	2,359
BPS	15,836	15,970	16,351	17,747	19,267
CFPS	4,164	3,345	3,112	3,357	3,655
DPS	1,200	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	9.4	12.3	21.1	10.0	9.5
PER(최고)	12.8	14.1	22.8		
PER(최저)	8.1	11.4	10.0		
PBR	1.5	1.3	1.6	1.3	1.2
PBR(최고)	2.1	1.5	1.7		
PBR(최저)	1.2	1.3	0.7		
PSR	1.3	1.3	1.8	1.2	1.2
PCFR	5.8	6.3	8.2	6.6	6.1
EV/EBITDA	4.1	5.2	6.4	4.5	4.0
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	44.8	54.6	77.1	42.0	39.8
배당수익률(%보통주, 현금)	5.0	4.7	3.9	4.5	4.5
ROA	12.0	7.9	5.6	10.2	10.0
ROE	17.0	10.8	7.5	13.1	12.7
ROIC	39.9	28.2	23.1	31.8	28.9
매출채권회전율	8.8	8.7	8.3	9.4	8.4
재고자산회전율	24.7	22.3	21.1	24.2	21.5
부채비율	29.8	36.1	26.1	25.4	23.3
순차입금비율	-47.5	-27.7	-37.6	-35.7	-35.9
이자보상배율	38.0	31.8	40.5	48.0	50.5
총차입금	94.4	127.5	63.2	63.2	63.2
순차입금	-316.3	-186.1	-258.2	-265.5	-289.5
NOPLAT	168.4	134.8	126.5	148.2	160.3
FCF	109.5	60.5	56.9	38.4	54.6

Compliance Notice

- 당사는 3월 30일 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

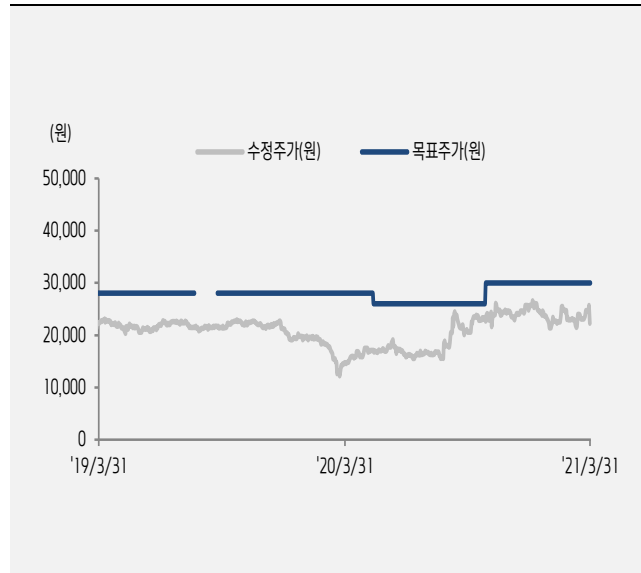
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴켄스 (069260)	2019-09-23	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-23.26	-22.32
	2019-10-08	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-21.22	-18.04
	2019-12-16	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.46	-18.04
	2020-03-12	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.82	-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	-19.76	-9.50
	2021-03-04	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-20.13	-9.50
	2021-03-31	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%