



## BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원

주가(5/11): 21,900원

시가총액: 8,952억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

## Stock Data

|             |            |         |
|-------------|------------|---------|
| KOSPI(5/11) | 3,209.43pt |         |
| 52 주 주가동향   | 최고가        | 최저가     |
| 최고/최저가 대비   | 27,150원    | 15,550원 |
| 등락률         | -19.3%     | 40.8%   |
| 수익률         | 절대         | 상대      |
| 1M          | -2.4%      | -4.8%   |
| 6M          | -15.4%     | -34.5%  |
| 1Y          | 28.1%      | -22.8%  |

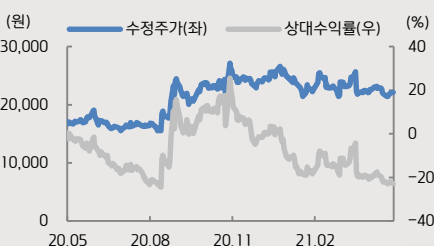
## Company Data

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수       | 40,879천주        |
| 일평균 거래량(3M) | 420천주           |
| 외국인 지분율     | 8.9%            |
| 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 | 712.2 |
| 영업이익           | 139.2 | 106.4 | 95.2  | 127.6 |
| EBITDA         | 168.4 | 134.8 | 126.5 | 162.9 |
| 세전이익           | 140.7 | 101.2 | 75.9  | 131.8 |
| 순이익            | 105.1 | 70.3  | 49.8  | 102.8 |
| 지배주주지분순이익      | 104.5 | 70.4  | 49.6  | 102.8 |
| EPS(원)         | 2,556 | 1,721 | 1,213 | 2,515 |
| 증감률(%YoY)      | -8.6  | -32.7 | -29.5 | 107.4 |
| PER(배)         | 9.4   | 12.3  | 21.1  | 8.8   |
| PBR(배)         | 1.5   | 1.3   | 1.6   | 1.2   |
| EV/EBITDA(배)   | 4.1   | 5.2   | 6.4   | 3.9   |
| 영업이익률(%)       | 18.2  | 16.1  | 16.0  | 17.9  |
| ROE(%)         | 17.0  | 10.8  | 7.5   | 14.6  |
| 순부채비율(%)       | -47.5 | -27.7 | -37.6 | -37.5 |

## Price Trend



## 휴켄스 (069260)

## 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 크게 상회



휴켄스의 올해 1분기 영업이익은 283억원으로 시장 기대치를 크게 상회하였습니다. 탄소배출권 판매 제한에도 불구하고, MNB/DNT의 역내/외 생산 차질 등 반사 수혜가 발생하였고, 수익성 위주의 재고/판매 정책을 추진하였으며, 질산이 높은 수익성을 지속하였기 때문입니다. 한편 올해 하반기에는 탄소배출권 판매 집중으로 추가적인 실적 개선이 전망됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 1분기 영업이익률, 16.0% 기록

휴켄스의 올해 1분기 영업이익은 283억원으로 작년 동기 대비 9.0% 감소하였으나, 시장 기대치(237억원)를 크게 상회하였다.

올해 1분기에는 마진율이 높은 탄소배출권 수익이 발생하지 않았지만, 1) 역내/외 TDI/MDI 섀다운 발생 및 고객사 전 분기 정기보수 진행으로 DNT/MNB 판매량이 증가하였고, 2) 암모니아 가격 반등에도 불구하고, Spot 가격 상승으로 질산은 높은 수익성을 유지하였으며, 3) 초안은 운송관련 규제 심화 및 물류비용 증가에도 불구하고, 전자용 수요 증가, 수익성 위주의 판매 전략 추진으로 양호한 마진율을 지속하였고, 4) 전 제품들의 마진율 개선을 위하여 원재료 재고 관리를 타이트하게 진행하였기 때문이다. 또한 작년 1분기와 작년 4분기 탄소배출권을 제외한 실적만을 고려하면, 올해 1분기 영업이익은 작년 동기 대비 39.2%, 전 분기 대비 97.6% 증가하였다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 하반기, 탄소배출권 가격 반등 전망

올해 탄소배출권 공급이 반영될 탄소배출권 가격은 올해 하반기부터 시장에 본격적으로 적용될 전망이다. 또한 동사는 올해 하반기 가격 반등 전망 및 주주의 극대화를 위하여, 올해 탄소 배출권 판매를 상반기가 아니라 하반기에 집중할 계획이다. 참고로 KAU20 배출권 인증 내역 등록 마감일인 6월 30일 이후부터 KAU21 거래 활성화가 예상되고, 동사는 143만톤 탄소배출권을 올해 3분기와 4분기에 각각 43만톤, 100만톤 판매를 할 것으로 보인다.

한편 유럽/미국 등에서 탄소국경세 도입 움직임이 확대되고 있다. 기존 석유 제품 관련 세금 대체, 경제 회복, 중국의 불공정 무역 관행 대응 및 온실가스 배출을 줄이기 위한 수소 등에 대한 투자 확대를 고려한 조치로 보인다. 이는 동사의 중장기 탄소배출권 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 질산 및 그 다운스트림 추가 증설 검토

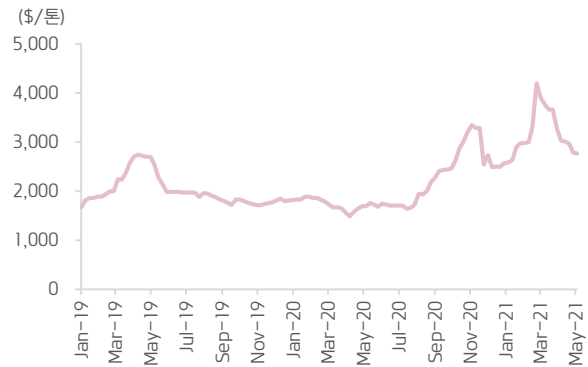
동사는 약 1,500억원을 투자하여 2024년 초까지 희질산 40만톤을 완공할 계획이고, 관련 다운스트림 및 유망산업 사업 개발을 지속 검토 중에 있다.

## 역내 TDI 가격 추이



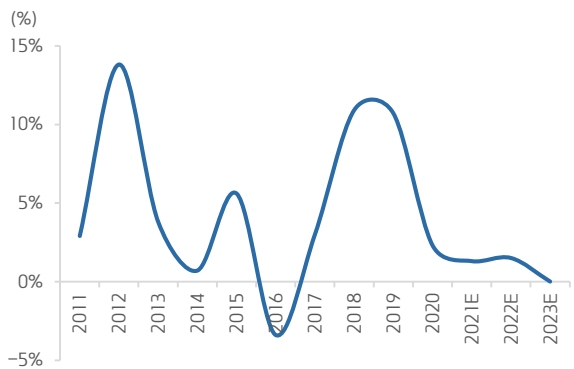
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 역내 MDI 가격 추이



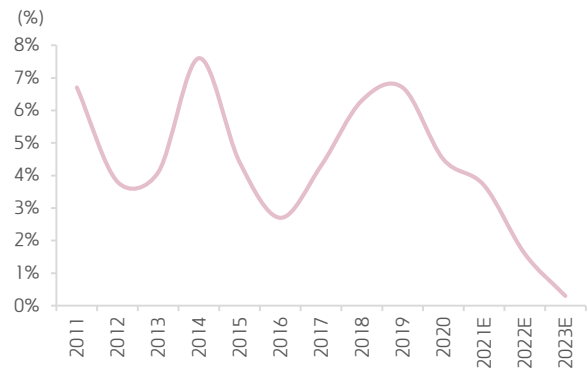
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 세계 TDI 생산능력 증감 추이/전망



자료: IHS, Tecnon Orbichem, 각사, 키움증권 리서치

## 세계 MDI 생산능력 증감 추이/전망



자료: IHS, Tecnon Orbichem, 각사, 키움증권 리서치

## 휴켄스 실적 전망

| (십억원, %) | 2020 |      |      |      | 2021 |      |      |      | 2017   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|------|------|------|-------|
|          | 1Q   | 2Q   | 3Q   | 4QP  | 1QP  | 2QE  | 3QE  | 4QE  | Annual |      |      |      |       |
| 매출액      | 180  | 125  | 137  | 152  | 176  | 174  | 186  | 175  | 716    | 763  | 660  | 594  | 712   |
| 영업이익     | 31   | 17   | 17   | 30   | 28   | 24   | 39   | 37   | 153    | 139  | 106  | 95   | 128   |
| %        | 17.3 | 13.6 | 12.6 | 19.7 | 16.0 | 13.6 | 20.7 | 21.1 | 21.3   | 18.2 | 16.1 | 16.0 | 17.9  |

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>           | 762.9 | 659.8 | 593.5 | 712.2 | 711.2 |
| 매출원가                 | 586.5 | 516.8 | 463.9 | 543.4 | 534.8 |
| 매출총이익                | 176.3 | 143.0 | 129.6 | 168.7 | 176.4 |
| 판매비                  | 37.1  | 36.6  | 34.4  | 41.1  | 41.4  |
| <b>영업이익</b>          | 139.2 | 106.4 | 95.2  | 127.6 | 135.0 |
| <b>EBITDA</b>        | 168.4 | 134.8 | 126.5 | 162.9 | 176.5 |
| 영업외손익                | 1.5   | -5.1  | -19.3 | 4.2   | 4.6   |
| 이자수익                 | 9.2   | 10.4  | 7.2   | 8.3   | 9.8   |
| 이자비용                 | 3.7   | 3.3   | 2.4   | 3.3   | 4.4   |
| 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 | 0.5   | 0.5   |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 140.7 | 101.2 | 75.9  | 131.8 | 139.6 |
| 법인세비용                | 35.6  | 30.9  | 26.1  | 29.0  | 30.7  |
| 계속사업순이익              | 105.1 | 70.3  | 49.8  | 102.8 | 108.9 |
| <b>당기순이익</b>         | 105.1 | 70.3  | 49.8  | 102.8 | 108.9 |
| <b>지배주주순이익</b>       | 104.5 | 70.4  | 49.6  | 102.8 | 108.9 |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |       |       |       |       |       |
| 매출액 증감율              | 6.6   | -13.5 | -10.0 | 20.0  | -0.1  |
| 영업이익 증감율             | -8.8  | -23.6 | -10.5 | 34.0  | 5.8   |
| EBITDA 증감율           | -7.9  | -20.0 | -6.2  | 28.8  | 8.3   |
| 지배주주순이익 증감율          | -8.6  | -32.6 | -29.5 | 107.3 | 5.9   |
| EPS 증감율              | -8.6  | -32.7 | -29.5 | 107.4 | 5.9   |
| 매출총이익률(%)            | 23.1  | 21.7  | 21.8  | 23.7  | 24.8  |
| 영업이익률(%)             | 18.2  | 16.1  | 16.0  | 17.9  | 19.0  |
| EBITDA Margin(%)     | 22.1  | 20.4  | 21.3  | 22.9  | 24.8  |
| 지배주주순이익률(%)          | 13.7  | 10.7  | 8.4   | 14.4  | 15.3  |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2018A  | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E   |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 529.6  | 426.8 | 434.5 | 506.2 | 575.6   |
| 현금 및 현금성자산      | 37.3   | 21.7  | 28.8  | 78.4  | 145.4   |
| 단기금융자산          | 291.9  | 292.5 | 293.2 | 293.9 | 294.6   |
| 매출채권 및 기타채권     | 78.5   | 72.3  | 71.3  | 85.6  | 85.4    |
| 재고자산            | 30.8   | 28.4  | 27.8  | 33.3  | 33.3    |
| 기타유동자산          | 91.1   | 11.9  | 13.4  | 15.0  | 16.9    |
| <b>비유동자산</b>    | 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    |
| <b>자산총계</b>     | 864.7  | 913.9 | 866.6 | 966.1 | 1,069.0 |
| <b>유동부채</b>     | 100.7  | 168.0 | 90.8  | 96.6  | 94.9    |
| 매입채무 및 기타채무     | 70.5   | 71.3  | 64.9  | 70.7  | 69.0    |
| 단기금융부채          | 2.1    | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 0.9     |
| 기타유동부채          | 28.1   | 95.8  | 25.0  | 25.0  | 25.0    |
| <b>비유동부채</b>    | 98.0   | 74.2  | 88.6  | 113.8 | 143.8   |
| 장기금융부채          | 3.7    | 7.4   | 7.4   | 7.4   | 7.4     |
| 기타비유동부채         | 94.3   | 66.8  | 81.2  | 106.4 | 136.4   |
| <b>부채총계</b>     | 198.7  | 242.2 | 179.4 | 210.4 | 238.7   |
| <b>자본지분</b>     | 647.4  | 652.8 | 668.4 | 736.9 | 811.6   |
| 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 | 557.6 | 628.1   |
| 비지배지분           | 18.7   | 18.8  | 18.7  | 18.7  | 18.7    |
| <b>자본총계</b>     | 666.1  | 671.7 | 687.1 | 755.7 | 830.3   |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2018A | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 116.6 | 107.3  | 90.7  | 112.5 | 137.1 |
| 당기순이익                  | 105.1 | 70.3   | 49.8  | 102.8 | 108.9 |
| 비현금항목의 가감              | 65.1  | 66.4   | 77.4  | 49.1  | 56.7  |
| 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  | 13.8  | 15.2  |
| 영업활동자산부채증감             | -15.4 | -4.5   | -10.9 | -15.7 | -3.4  |
| 매출채권및기타채권의감소           | 16.0  | 8.1    | -2.1  | -14.3 | 0.1   |
| 재고자산의감소                | -0.2  | 0.4    | -3.3  | -5.6  | 0.0   |
| 매입채무및기타채무의증가           | -26.9 | -6.1   | -1.6  | 5.8   | -1.7  |
| 기타                     | -4.3  | -6.9   | -3.9  | -1.6  | -1.8  |
| 기타현금흐름                 | -38.2 | -24.9  | -25.6 | -23.7 | -25.1 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -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 |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -74.8 | -31.9  | -93.3 | -1.3  | 3.5   |
| 차입금의 증가(감소)            | -26.9 | 26.7   | -66.8 | 25.2  | 30.0  |
| 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  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | 22.6  | -15.6  | 7.1   | 49.6  | 66.9  |
| 기초현금 및 현금성자산           | 14.7  | 37.3   | 21.7  | 28.8  | 78.4  |
| 기말현금 및 현금성자산           | 37.3  | 21.7   | 28.8  | 78.4  | 145.4 |

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 2,556  | 1,721  | 1,213  | 2,515  | 2,664  |
| BPS                | 15,836 | 15,970 | 16,351 | 18,028 | 19,853 |
| CFPS               | 4,164  | 3,345  | 3,112  | 3,717  | 4,050  |
| DPS                | 1,200  | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000  |
| <b>주가배수(배)</b>     |        |        |        |        |        |
| PER                | 9.4    | 12.3   | 21.1   | 8.8    | 8.3    |
| PER(최고)            | 12.8   | 14.1   | 22.8   |        |        |
| PER(최저)            | 8.1    | 11.4   | 10.0   |        |        |
| PBR                | 1.5    | 1.3    | 1.6    | 1.2    | 1.1    |
| PBR(최고)            | 2.1    | 1.5    | 1.7    |        |        |
| PBR(최저)            | 1.3    | 1.2    | 0.7    |        |        |
| PSR                | 1.3    | 1.3    | 1.8    | 1.3    | 1.3    |
| PCFR               | 5.8    | 6.3    | 8.2    | 6.0    | 5.5    |
| EV/EBITDA          | 4.1    | 5.2    | 6.4    | 3.9    | 3.4    |
| <b>주요비율(%)</b>     |        |        |        |        |        |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 44.8   | 54.6   | 77.1   | 37.3   | 35.2   |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 5.0    | 4.7    | 3.9    | 4.5    | 4.5    |
| ROA                | 12.0   | 7.9    | 5.6    | 11.2   | 10.7   |
| ROE                | 17.0   | 10.8   | 7.5    | 14.6   | 14.1   |
| ROIC               | 39.9   | 28.2   | 23.1   | 36.4   | 33.6   |
| 매출채권회전율            | 8.8    | 8.7    | 8.3    | 9.1    | 8.3    |
| 재고자산회전율            | 24.7   | 22.3   | 21.1   | 23.3   | 21.4   |
| 부채비율               | 29.8   | 36.1   | 26.1   | 27.8   | 28.8   |
| 순차입금비율             | -47.5  | -27.7  | -37.6  | -37.5  | -38.6  |
| 이자보상배율             | 38.0   | 31.8   | 40.5   | 38.8   | 30.6   |
| 총차입금               | 94.4   | 127.5  | 63.2   | 88.4   | 118.4  |
| 순차입금               | -316.3 | -186.1 | -258.2 | -283.2 | -320.8 |
| NOPLAT             | 168.4  | 134.8  | 126.5  | 162.9  | 176.5  |
| FCF                | 109.5  | 60.5   | 56.9   | 56.1   | 68.3   |

## Compliance Notice

- 당사는 5월 11일 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

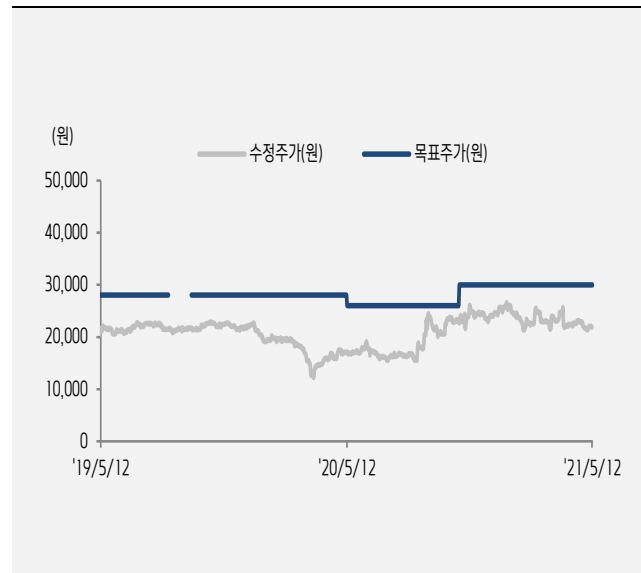
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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         | 투자자의견           | 목표주가    | 목표가<br>가격<br>대상<br>사점 | 과리율(%)     |            |
|-----------------|------------|-----------------|---------|-----------------------|------------|------------|
|                 |            |                 |         |                       | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 휴켄스<br>(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                   | -20.83     | -9.50      |
|                 | 2021-05-12 | BUY(Maintain)   | 30,000원 | 6개월                   |            |            |

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자자의견 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 (2020/04/01~2021/03/31)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 99.39% | 0.61% | 0.00% |