



BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원

주가(8/19): 19,000원

시가총액: 7,767억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/19)	2,056.24pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,100원	14,050원
등락률	-14.03%	35.23%
수익률	절대	상대
1W	-6.2%	-8.0%
1M	10.8%	3.2%
1Y	-11.8%	-16.8%

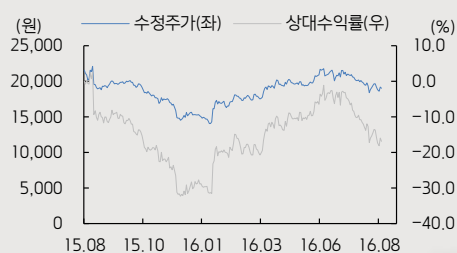
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	108천주
외국인 지분율	5.78%
배당수익률(16E)	2.63%
BPS(16E)	12,406원
주요 주주	태광산업 외 6인
	국민연금관리공단
	11.15%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,004	6,016	6,511	7,313
보고영업이익	436	742	860	965
핵심영업이익	436	742	860	965
EBITDA	802	1,067	1,199	1,431
세전이익	421	653	658	694
순이익	342	471	513	541
지배주주지분순이익	366	535	570	601
EPS(원)	896	1,308	1,394	1,470
증감률(%YoY)	-9.7	46.0	6.5	5.4
PER(배)	17.1	14.5	13.6	12.9
PBR(배)	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	6.3	6.2	8.7	8.6
보고영업이익률(%)	7.3	12.3	13.2	13.2
핵심영업이익률(%)	7.3	12.3	13.2	13.2
ROE(%)	7.2	9.7	9.9	9.8
순부채비율(%)	-16.0	-4.9	64.5	93.5

Price Trend



기업분석

휴켄스 (069260)

올해 하반기, 본격적인 턴어라운드 시작



올해 2분기 실적 호조에도 불구하고, 3분기 탄소배출권 판매 제한으로 향후 동사의 실적 개선 지속성에 대한 시장의 의문이 제기되고 있다. 하지만 우리는 동사의 하반기 실적이 과도하게 할인 추정되고 있다고 판단한다. 원료 투입 시차를 고려할 경우 TDI 스프레드 개선은 3분기 동사 DNT 가격에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 4분기에는 추가적으로 90만톤 이상의 탄소배출권이 판매될 예정이기 때문이다.

>>> 올해 하반기 영업이익, 작년 대비 202% 증가 전망

올해 3분기 탄소배출권 판매 제한에 따른 감익 전망으로 휴켄스 하반기 실적에 대한 투자자들의 의문이 존재하는 상황이다. 하지만 동사의 하반기 영업이익은 성과급을 고려하더라도 DNT 등 본사 실적의 급격한 개선 및 4분기 탄소배출권 판매로 416억원을 기록하며 작년 대비 202% 증가할 전망이다.

1) 주력 제품인 DNT는 3분기 가동률이 100%로 증가할 예정이다. 일본 MCNS 플랜트 폐쇄 및 일부 역외 플랜트(Vencorex) 제품 전환(TDI → HDI)에 따른 세계 TDI 수급 개선으로 한화케미칼, OCI 등 동사 DNT의 주요 고객사 가동률이 100%까지 올라갔기 때문이다. 또한 휴켄스에 따르면 올해 4월 \$848/톤에 불과하였던 TDI-톨루엔 스프레드는 8월 현재 \$1,619/톤으로 90% 이상 증가한 상황이다. 원료 투입 시차를 고려할 경우 최근 급격히 개선된 스프레드는 올해 3분기 동사 실적(가격)에 본격 반영될 가능성이 크다. 또한 중국 G20 정상회의로 인한 중국 내 Yantai Wanhua 등 로컬 Isocyanate 업체 가동을 조정으로 그 스프레드는 추가 개선될 전망이다. 한편 동사는 DNT 가동률 상승으로 질산 가동률도 동반 상승하며, 고정비 배분 효과 및 탄소배출권 판매량 증가 효과가 동시에 제고될 예정이다.

또한 투자자들이 우려하였던 향후 글로벌 TDI 신증설은 최근 2~3년의 업황 악화로 대부분 지연되거나, 폐지된 상황이다. 물론 TDI 20만톤 규모의 사우디 Sadara 프로젝트는 현재 건설 중에 있으나, 국내 건설사의 공시 자료에 따르면 동 프로젝트의 완공 시점은 2017년 말로 내년 TDI 수급에 영향을 미칠 가능성이 제한적이다. 또한 Sadara는 TDI 등 Isocyanate를 외부 판매 보다는 자체 폴리우레탄 체인 어플리케이션에 자가소비할 가능성이 크다.

2) 동사의 또 다른 Cash Cow 제품인 MNB는 2분기 고객사 정기보수 진행에 따른 기저효과로 3분기 물량 측면의 증가가 예상된다. 한편 일본 MCNS 일부 MDI 라인 폐쇄에 따른 일본향 MNB 수출 감소(분기당 약 1만톤) 요인이 존재한다. 하지만 동사는 소량이지만 인도 등 일부 지역에 수출을 확대하고 있고, 주요 고객사인 금호미쓰이화학의 MDI 증설(2016년 +2만톤, 2017년 +10만톤) 추진으로 향후 동사 MNB의 유효 가동률은 100%를 유지할 전망이다.

3) 탄소배출권은 동사 정책 상의 요인으로 3분기 판매는 제한될 것으로 보이지만, 4분기에 약 90만톤 이상 판매되어 120억원 수준의 영업이익이 전사 이익에 추가될 전망이다. 또한 최근 일부 공시(KAU)된 탄소배출권 가격의 하락으로 투자자의 우려 섞인 시선이 존재하고 있으나, 동사는 판매 물량의 대부분을 장외에서 거래하고 있으며, 그 거래 가격은 톤당 1.8만원 수준을 유지하고 있다.

한편 내년 동사의 판매배출권 판매량은 과거 이연된 저감량의 판매 제한으로 올해 대비 감소하는 것은 맞다. 하지만 동사 탄소배출권 이익은 국내/외 우호적 환경 지속으로 인한 가격 견조세 지속 및 탄소배출권 저감 확대를 위한 질산 공장의 효율적 운영 검토 등으로 큰 폭의 감소는 제한될 전망이다.

>>> 해외 프로젝트에 대한 기대감, 여전히 유효

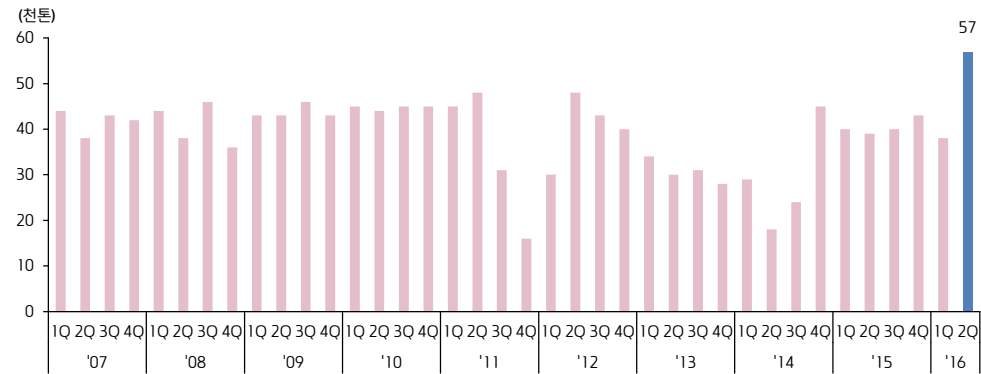
현재 동사의 말레이시아 프로젝트는 부지 조성의 경우 80% 정도를 완료한 상황으로 보인다. 동사는 올해 안에 세부계약 및 EPC 선정 등을 완료하고 공장 건설 착공을 진행할 계획이다. 현재 암모니아 가격 하락으로 기존의 계획보다 프로젝트 경제성이 감소한 상황으로 보인다. 하지만 Sarawak 정부에 할당된 인센티브 가스 가격이 투입되어 암모니아 생산에 한정했을 경우 30% 수준의 영업이익률을 기록할 수 있을 전망이며, 일부 컨설턴트 등에 따르면 동사가 암모니아 공장을 가동하는 2018년~2019년에는 암모니아의 시황이 호황 사이클에 위치할 것으로 예상된다. 한편 동사는 효율적 Capex 투입을 고려해 2018년 말 암모니아 공장을 먼저 완공하고, 2019년 초 질산 공장, 2019년 중반 초안 공장을 순차적으로 완공할 것으로 보인다.

동사의 베트남 비료 프로젝트는 지분율 조정으로 3분기부터 연결 법인이 아닌 지분법 법인으로 변경될 전망이다. 동 프로젝트의 경우 단순 복합비료 제조 설비로 말레이시아 프로젝트처럼 높은 마진율은 제한된다. 하지만 동 프로젝트는 국가 요청 사업으로 판가와 물량이 어느 정도 보장된 것으로 판단되며, 동사는 비교적 적은 Capex(약 100억원)를 투입하여 2017년 하반기 완공 이후 연간 30~40억원의 지분법이익을 추가할 전망이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 28,000원 유지

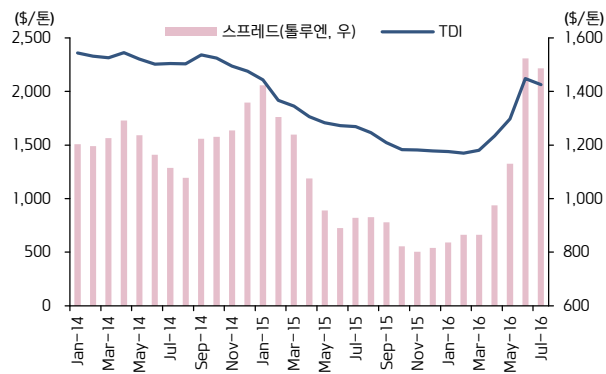
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 28,000원을 유지한다. 2분기 TDI 스프레드 개선은 시차를 고려하면 3분기부터 본격적으로 반영될 가능성이 커서, 하반기 본업의 실적 개선이 전망되며, 4분기 90만톤 이상의 탄소배출권 판매가 추가될 것으로 예상되는 등 시장의 기대치 보다 올해 하반기 실적이 개선될 가능성이 크기 때문이다. 또한 동사는 중장기적으로도 말레이시아/베트남 등 해외 프로젝트 진행으로 향후 성장성을 확보하였다.

휴켄스 DNT 생산량 추이



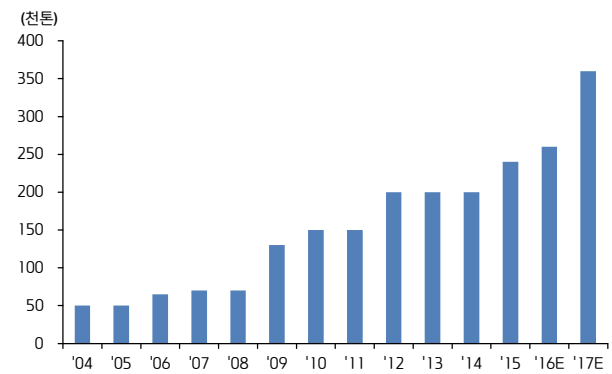
자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

국내 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

금호미쓰이화학 MDI 생산능력 추이



자료: 금호미쓰이화학, 키움증권 리서치

휴켄스 실적 전망

(십억원, %)		2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	NT	100	78	94	90	82	93	86	87	479	362	348	382
	NA	50	39	51	51	47	36	47	50	187	191	180	209
	기타	12	19	3	13	9	28	10	26	50	47	73	59
	합계	162	137	148	153	138	157	144	163	717	600	602	651
영업이익		17	12	7	6	11	22	19	22	53	44	74	86
영업이익률		10.8	9.1	5.0	4.1	7.6	14.1	13.4	13.7	7.4	7.3	12.3	13.2

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,166	6,004	6,016	6,511	7,313
매출원가	6,215	5,107	4,785	5,122	5,755
매출총이익	951	898	1,230	1,389	1,558
판매비및일반관리비	424	462	489	529	593
영업이익(보고)	528	436	742	860	965
영업이익(핵심)	528	436	742	860	965
영업외손익	-31	-15	-88	-201	-271
이자수익	60	51	41	39	43
배당금수익	0	1	0	0	0
외환이익	105	67	100	96	95
이자비용	91	77	102	246	391
외환손실	92	53	100	94	93
관계기업지분법손익	-21	-23	-23	10	80
투자및기타자산처분손익	-4	14	-19	-17	-17
금융상품평가및기타금융이익	-2	-3	-2	-2	-2
기타	13	9	16	13	15
법인세차감전이익	496	421	653	658	694
법인세비용	116	79	182	145	153
유효법인세율 (%)	23.4%	18.8%	27.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	380	342	471	513	541
지배주주지분순이익(억원)	406	366	535	570	601
EBITDA	894	802	1,067	1,199	1,431
현금순이익(Cash Earnings)	746	708	796	853	1,008
수정당기순이익	385	333	488	528	556
증감율(% YoY)					
매출액	-9.9	-16.2	0.2	8.2	12.3
영업이익(보고)	-11.5	-17.4	70.1	15.9	12.2
영업이익(핵심)	-11.5	-17.4	70.1	15.9	12.2
EBITDA	-10.1	-10.3	33.1	12.4	19.3
지배주주지분 당기순이익	-24.8	-9.7	46.0	6.5	5.4
EPS	-24.8	-9.7	46.0	6.5	5.4
수정순이익	-14.5	-13.3	46.2	8.3	5.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	978	665	836	803	853
당기순이익	380	342	471	513	541
감가상각비	348	350	311	327	455
무형자산상각비	18	16	14	13	11
외환손익	-6	-6	0	-2	-2
자산처분손익	22	50	19	17	17
지분법손익	0	0	23	-10	-80
영업활동자산부채 증감	201	-62	-1	-57	-92
기타	14	-25	-1	1	1
투자활동현금흐름	-214	-262	-619	-4,452	-2,788
투자자산의 처분	-46	-105	531	-172	-268
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-141	-150	-1,150	-4,280	-2,520
무형자산의 처분	-22	-2	0	0	0
기타	-4	-5	0	0	0
재무활동현금흐름	-789	-532	969	4,101	2,343
단기차입금의 증가	-295	-344	0	0	0
장기차입금의 증가	-202	161	1,150	4,280	2,520
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-295	-217	-193	-193	-193
기타	3	-132	12	14	15
현금및현금성자산의순증가	-25	-136	1,186	453	408
기초현금및현금성자산	248	223	87	1,274	1,726
기말현금및현금성자산	223	87	1,274	1,726	2,134
Gross Cash Flow	777	727	837	860	945
Op Free Cash Flow	808	506	-267	-3,349	-1,414

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,186	3,689	4,327	5,031	5,846
현금및현금성자산	223	87	1,274	1,726	2,134
유동금융자산	1,578	2,350	1,799	1,947	2,187
매출채권및유동채권	1,100	932	934	1,011	1,136
재고자산	285	320	320	347	389
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,243	3,417	4,220	8,184	10,340
장기매출채권및기타비유동채권	41	81	81	88	98
투자자산	976	333	311	328	419
유형자산	3,014	2,794	3,633	7,586	9,651
무형자산	183	174	160	147	136
기타비유동자산	28	35	35	35	35
자산총계	7,429	7,106	8,548	13,216	16,186
유동부채	2,180	1,165	1,166	1,219	1,306
매입채무및기타유동채무	755	591	593	641	720
단기차입금	605	262	262	262	262
유동성장기차입금	746	257	257	257	257
기타유동부채	74	55	55	59	66
비유동부채	518	1,212	2,375	6,669	9,204
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	313	961	2,111	6,391	8,911
기타비유동부채	205	252	264	278	294
부채총계	2,698	2,377	3,541	7,888	10,510
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,771	2,913	3,254	3,629	4,033
기타자본	-232	-355	-355	-355	-355
지배주주지분자본총계	4,711	4,730	5,071	5,446	5,850
비지배주주지분자본총계	20	-1	-64	-118	-174
자본총계	4,731	4,729	5,007	5,327	5,676
순차입금	29	-759	-244	3,435	5,307
총차입금	1,830	1,678	2,828	7,108	9,628

투자지표

(단위: 원, 배, %)

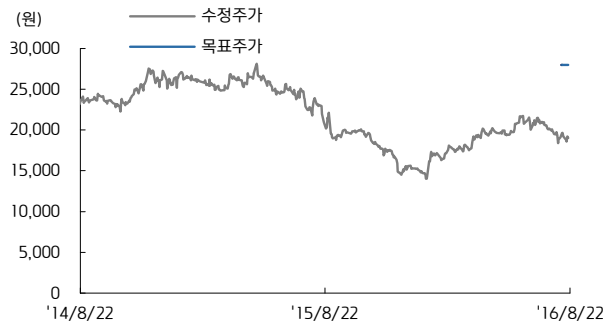
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	993	896	1,308	1,394	1,470
BPS	11,525	11,570	12,406	13,322	14,310
주당EBITDA	2,186	1,961	2,610	2,934	3,501
CFPS	1,826	1,731	1,948	2,087	2,465
DPS	550	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	25.3	17.1	14.5	13.6	12.9
PBR	2.2	1.3	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.8	6.3	6.2	8.7	8.6
PCFR	13.7	8.8	9.8	9.1	7.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.4	7.3	12.3	13.2	13.2
영업이익률(핵심)	7.4	7.3	12.3	13.2	13.2
EBITDA margin	12.5	13.3	17.7	18.4	19.6
순이익률	5.3	5.7	7.8	7.9	7.4
자기자본이익률(ROE)	8.1	7.2	9.7	9.9	9.8
투자자본이익률(ROIC)	10.3	9.6	13.9	10.1	7.7
안정성(%)					
부채비율	57.0	50.3	70.7	148.1	185.2
순차입금비율	0.6	-16.0	-4.9	64.5	93.5
이자보상배율(배)	5.8	5.6	7.3	3.5	2.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.9	6.4	6.7	6.8
재고자산회전율	23.5	19.9	18.8	19.5	19.9
매입채무회전율	10.0	8.9	10.2	10.6	10.7

- 당사는 8월 19일 현재 '휴켄스 (069260)' 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
휴켄스	2016/08/09	BUY(Initiate)	28,000원
(069260)	2016/08/22	BUY(Maintain)	28,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%