



BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원

주가(9/1): 20,200원

시가총액: 8,257억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688
treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/1)	2,032.72pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	21,750원
등락률	-7.13%
수익률	절대
1W	3.9%
6M	14.4%
1Y	3.6%
	-2.4%

Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	106천주
외국인 지분율	6.11%
배당수익률(16E)	2.48%
BPS(16E)	12,406원
주요 주주	태광실업 외 6인
	국민연금관리공단
	40.07%
	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
자배주주지분순이익	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	15.4	14.5	13.7
PBR(배)	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.3	6.6	9.1	8.9
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



휴켐스 (069260)

TDI/MDI 가격의 날카로운 상승



휴켐스는 주가 결정의 3요소인 펀더멘털, 모멘텀, 수급이 최근 긍정적인 흐름을 보이고 있다. 동사는 1) TDI 등의 업황 반등으로 부진하였던 DNT부문의 물량/마진이 개선되고 있고, 2) 국내 탄소배출권 최대 판매자의 위치를 바탕으로 마진율이 높은 탄소배출권의 판매를 확대하고 있으며, 3) 올해는 해외 프로젝트의 투자비용이 크지 않아, 기존 배당주로서의 지위를 유지할 것으로 판단된다.

>>> 본업의 환경이 급속히 개선되고 있다

일본 MCNS 12만톤 플랜트 폐쇄 및 역내/외 일부 정기보수 진행에 따른 공급 감소 영향과 태국, 인도네시아, 말레이시아, 인도 등 아시아 지역 수요 확대로 TDI 가격과 스프레드가 최근 급격히 반등하고 있는 상황이다. 8/29일 현재 TDI 스프레드(중국 화동 기준)는 \$2,125/톤으로 연초 대비 약 80% 상승하였다. 이런 TDI 업황 개선으로 국내 TDI업체(한화, OCI) 플랜트와 원자재료 공급처인 동사 DNT 플랜트 가동률이 100%를 기록하고 있다. 이에 휴켐스의 올해 3분기 영업이익은 탄소배출권 판매가 없더라도, 본업의 실적 개선으로 어닝 서프라이즈를 기록한 2분기 대비 마진 훼손이 제한될 전망이다.

한편 9월 이후 일부 정기보수 TDI 플랜트 재가동에 따른 공급 증가 영향이 있을 것으로 보이지만, 중국 G20 진행에 따른 방향족 수요 감소로 원자재로인 벤젠/톨루엔 가격은 소폭 하락하며, 스프레드는 현 수준을 유지할 전망이다.

>>> 탄소배출권 모멘텀

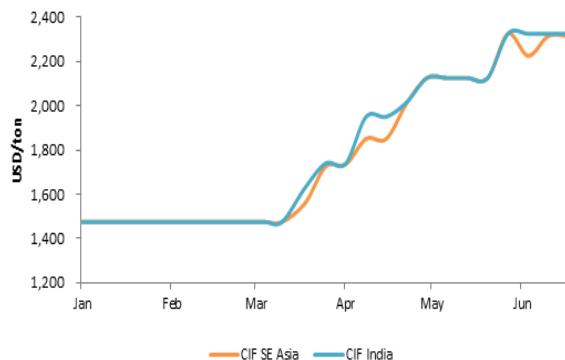
미국과 중국이 G20 정상회의에 앞서 파리기후변화협정을 오는 주말에 공식 비준하기 위하여 계획을 수립하고 있는 것으로 보인다. 이는 세계에서 탄소배출량이 가장 많은 양대 국가인 미국과 중국의 비준으로 파리기후변화협정이 구속력이 있는 국제조약 단계로 효력을 발휘할 모멘텀으로 작용할 전망이다.

동사의 탄소배출권 판매 가능량은 연간 최대 157만톤으로 국내에서 가장 큰 규모를 가지고 있다. 한편 동사는 지난 2분기 약 84.5만톤의 탄소배출권 판매에 이어 올해 4분기에도 약 90~100만톤 수준의 탄소배출권을 추가 판매할 계획이다. 이에 올해 4분기 영업이익은 일부 고객사 정기보수(2~3주) 및 성과급 등 일회성 비용 발생 전망에도 불구하고 223억원을 기록하며 작년 대비 253% 증가할 것으로 추정된다.

>>> 배당주 투자 시기 도래

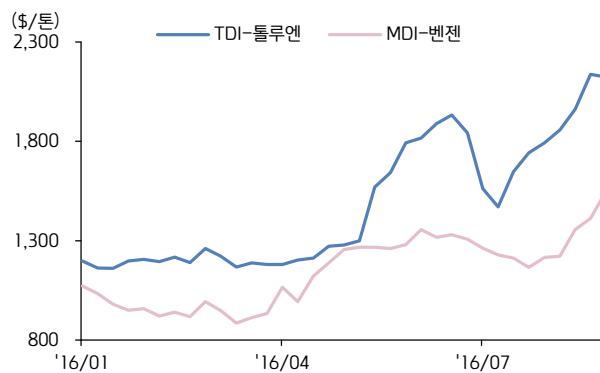
올해 말레이시아 프로젝트에 큰 자금의 투입이 제한되고, 베트남 프로젝트는 자금 투입이 완료되었다. 이에 올해는 실적 개선에 따른 배당 여력 확대로 기존 배당주로서의 매력을 유지할 전망이다. 기존 투자의견/목표주가 유지한다.

동남아시아/인도 TDI 가격 추이



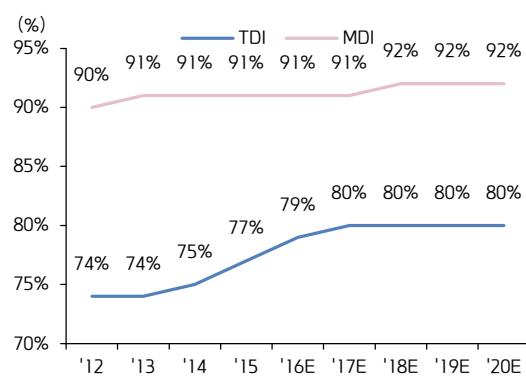
자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 TDI/MDI 스프레드 추이



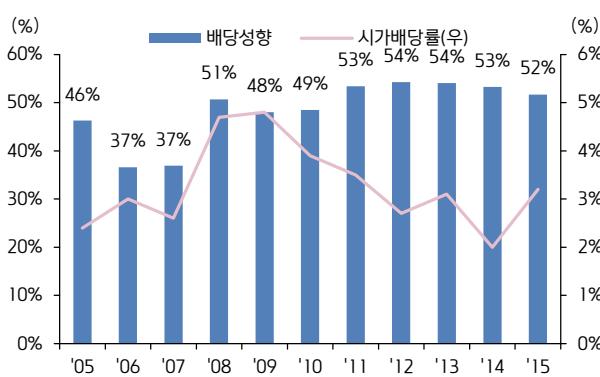
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

상위 7개사 TDI/MDI 점유율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

휴켐스 배당성향 및 시가배당률



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

G20 정상회담에 따른 MDI/폴리에스터 셧다운 및 감산 계획

업체명	지역	플랜트	생산능력(천톤)	Shutdowns/감산 계획
Ningbo Wanhua Chemical	Ningbo, Zhejiang	MDI	1,200	operating rate cut to 30% from 70% from 26 Aug~6 Sept
Nippon Polyurethane (Ruian) Co.,Ltd	Ruian, Zhejiang	MDI	80	offline from 18 Aug~11 Sept
Kings Group	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	400	offline from 20 Aug~7 Sept
Zhejiang Lianda Chemical Fibre	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	180	offline from 23 Aug~7 Sept
Zhejiang Hengyi Group	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유/칩	1,600	offline from 24 Aug~7 Sept
Zhejiang Shuangtu New Materials Co	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	1,000	offline from 22 Aug~7 Sept
Huixin Holding Group	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	360	offline from 20 Aug~7 Sept
Zhejiang Dongnan&	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	400	offline from 23 Aug~7 Sept
Zhejiang Daoyuan Chemical Fibre	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	180	offline from 20 Aug~10 Sept
Rongsheng Petrochemical	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터섬유	1,000	offline from 23 Aug~7 Sept
Rongsheng Petrochemical	Hangzhou,Zhejiang	폴리에스터필름	400	offline from 23 Aug~7 Sept
Zhejiang Tiansheng Holding Group Co	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	400	offline from 23 Aug~6 Sept
Zhejiang Jiabao New Fibre Group	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	400	offline from 24 Aug~7 Sept
Zhejiang Guixiandao	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	1,100	offline from 23 Aug~7 Sept
Zhejiang Jinxin Polyester	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	180	offline from 23 Aug~6 Sept
Shaoxing Ziwei Chemical Fibre	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	100	offline from 23 Aug~6 Sept
Zhejiang South Petrochemical	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	100	offline from 23 Aug~14 Sept
Zhejiang Far East Chemical Fibre	Shaoxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	800	offline from 20 Aug~5 Sept
Tongkun Group	Jiaxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	3,000	operation cut by 50% from 22 Aug~7 Sept
Xinfengming Group	Jiaxing, Zhejiang	폴리에스터섬유	2,400	operation cut by 50% from 24 Aug~7 Sept
Zhejiang Wankai New Materials	Jiaxing, Zhejiang	폴리에스터바틀칩	650	operation cut by 30% from 20 Aug~24 Sept
Zhejiang Kangxin Chemical Fibre	Ningbo, Zhejiang	폴리에스터섬유	400	operation cut by 20~30% from 24 Aug~7 Sept
Zhejiang Huixin Chemical Fiber	Ningbo, Zhejiang	폴리에스터섬유	250	operation cut by 20~30% from 24 Aug~7 Sept
Ningbo Zhuocheng Chemical Fiber	Ningbo, Zhejiang	폴리에스터섬유	180	operation cut from 24 Aug~7 Sept
Far Eastern Industries(Shanghai)	Shanghai	폴리에스터바틀칩	740	offline from 28 Aug~10 Sept

자료: 씨스켐, 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, %)

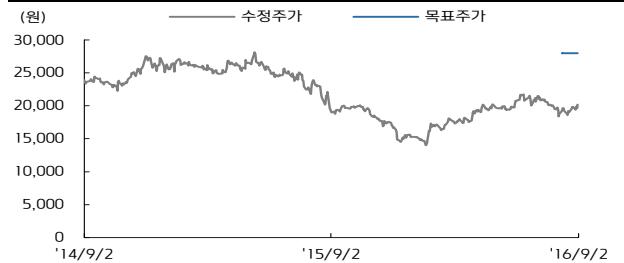
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	993	896	1,308	1,394	1,470
BPS	11,525	11,570	12,406	13,322	14,310
주당EBITDA	2,186	1,961	2,610	2,934	3,501
CFPS	1,826	1,731	1,948	2,087	2,465
DPS	550	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	25.3	17.1	15.4	14.5	13.7
PBR	2.2	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.8	6.3	6.6	9.1	8.9
PCFR	13.7	8.8	10.4	9.7	8.2
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
투하자본이익률(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 9월 1일 현재 '휴켐스 (069260)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
휴켐스 (069260)	2016/08/09	BUY(Initiate)	28,000원
	2016/08/22	BUY(Maintain)	28,000원
	2016/09/02	BUY(Maintain)	28,000원

목표주가 추이



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 (2015/6/1~2016/6/30)

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