



## BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(3/31): 23,700원

시가총액: 9,688억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (3/31)	2,160.23pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	24,100원	18,400원
등락률	-1.66%	28.80%
수익률	절대	상대
1W	2.4%	-1.5%
6M	18.5%	12.1%
1Y	23.4%	14.0%

## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	150천주
외국인 지분율	8.40%
배당수익률(17E)	2.30%
BPS(17E)	13,341원
주요 주주	태광실업 외 6인 국민연금관리공단
	41.20% 11.60%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,742	8,264	8,347
보고영업이익	769	1,228	1,092	1,107
핵심영업이익	769	1,228	1,092	1,107
EBITDA	1,111	1,532	1,486	1,936
세전이익	591	1,074	786	631
순이익	399	838	613	492
자배주주지분순이익	431	715	524	420
EPS(원)	1,055	1,750	1,281	1,028
증감률(%YoY)	17.7	65.9	-26.8	-19.8
PER(배)	20.6	12.4	16.9	21.1
PBR(배)	1.8	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	7.0	6.8	9.5	8.2
보고영업이익률(%)	12.9	15.9	13.2	13.3
핵심영업이익률(%)	12.9	15.9	13.2	13.3
ROE(%)	8.3	15.9	10.6	8.0
순부채비율(%)	-9.1	1.7	62.0	87.0

## Price Trend



## 실적 Preview

## 휴켐스 (069260)

## 올해 1분기, 창사 최대 영업이익 기록 전망



휴켐스의 올해 1분기 영업이익은 원료 업체 정기보수에 따른 물량 감소에도 불구하고, 375억원을 기록하며 분사 후 분기 최대 영업이익을 달성할 전망입니다. 독일 BASF의 생산 차질 지속으로 TDI 등 이소시아네이트가 수급 타이트 현상이 유지되고 있기 때문입니다. 한편 올해 2분기도 온실가스 배출권 판매 확대로 1분기에 이어 실적 호조세를 지속할 전망입니다. 올해 실적 개선을 근거해 동사에 대한 목표주가를 기존 3만원에서 3.2만원으로 상향 조정합니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 1분기 영업이익, 전년 대비 257.0% 증가 전망

휴켐스의 올해 1분기 영업이익은 원료 업체(에어리퀴드코리아) 정기보수에 따른 동사 및 고객사 정기보수로 인한 물량 감소에도 불구하고, 375억원(YoY +257.0%)을 기록하며 분기 최대 영업이익을 달성할 전망이다.

이는 1) 전방 제품인 TDI/MDI 가격이 고점 대비 하락하였지만 역내/외 수급 타이트를 반영하며 여전히 높은 가격대를 유지하고 있으며, 2) 작년 4분기의 온실가스 배출권 판매가 올해 1분기로 일부 이연 되었기 때문이다.

동사의 올해 영업이익은 증설 후 처음으로 DNT 플랜트의 연간 풀가동 효과, 질산 공장 가동률 상승으로 인한 온실가스 배출권 견조한 판매량 지속, 독일 BASF 기술적 트러블 지속, 사우디 Sadara 설비의 가동 지연 등으로 1천억 원 시대에 진입할 전망이다. 한편 독일 BASF는 손상된 리액터의 교체 요청을 하였지만, 신규 리액터의 긴 딜리버리 타임 때문에 최종 교체 작업은 2018년까지 지연되는 등 TDI 업황은 올해도 타이트 상황이 지속될 전망이다.

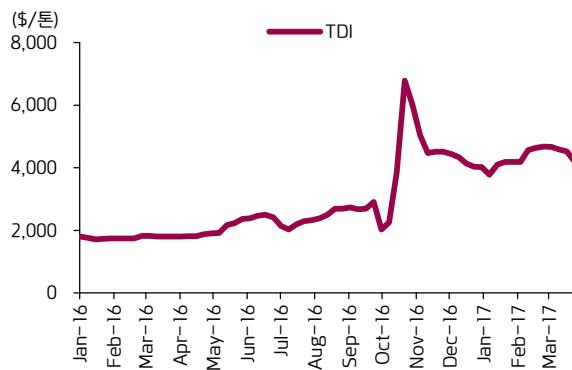
## &gt;&gt;&gt; 중장기 모멘텀 지속 전망

동사는 주력 제품인 MNB 플랜트를 디보틀넥킹하고 있다. 총 200억원을 투자하여 2018년 3월까지 생산능력을 32만톤에서 40만톤으로 확대할 계획이다. 이는 주요 고객사인 금호미쓰이화학 MDI 증설(+10~14만톤), 인도 등 수출 확대 및 일부 신규 MNB 유도체 진출을 고려한 것으로 보인다.

또한 최근 암모니아 가격 하락으로 동사 말레이시아 암모니아 프로젝트 경제 성에 대한 시장의 의문이 커지고 있으나, 동사가 암모니아 플랜트를 본격 가동하는 2019~20년에는 신증설 감소로 암모니아 가격의 반등이 전망되는 등 동사는 중장기적 성장세를 이어갈 전망이다. 참고로 단기적으로는 암모니아 가격이 하락하는 것이 동사 제조원가 하락 및 수요처 가동률 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

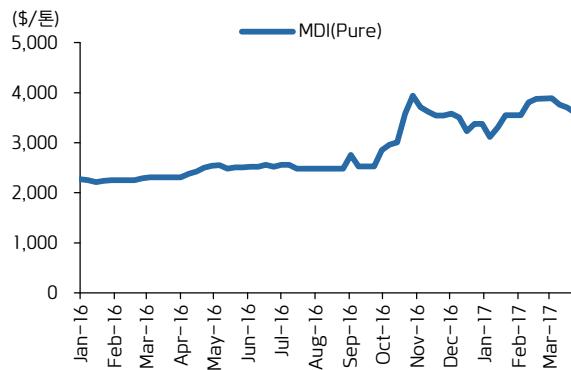
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 올해 실적 개선을 근거해 목표주가는 기존 3만원에서 3.2만원으로 상향 조정한다.

## 중국 TDI 가격 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 중국 MDI 가격 추이



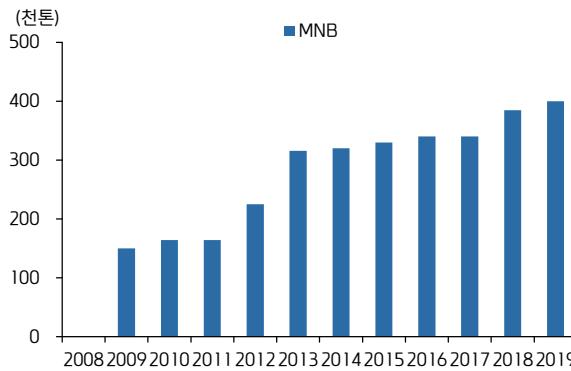
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 휴켐스 DNT 가동률 추이



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

## 휴켐스 MNB 생산능력 추이



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

## 휴켐스 실적 전망

구분	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	138	157	154	150	195	189	199	190	717	600	598	774
DNT	23	38	43	55	84	77	86	77	131	116	159	324
MNB	58	55	59	45	73	67	75	67	353	253	217	282
질산	32	24	28	28	19	21	20	21	129	135	112	82
초안	15	12	12	12	13	14	14	14	54	57	51	54
기타	10	27	13	10	6	11	5	10	47	39	59	32
영업이익	11	22	19	26	38	36	26	23	53	44	77	123
%	7.6	14.1	12.1	17.1	19.2	18.9	13.1	12.3	7.4	7.3	12.9	15.9

\*제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,742	8,264	8,347
매출원가	5,107	4,679	5,822	6,433	6,494
매출총이익	898	1,304	1,919	1,832	1,853
판매비및일반관리비	462	535	692	739	746
영업이익(보고)	436	769	1,228	1,092	1,107
영업이익(핵심)	436	769	1,228	1,092	1,107
영업외손익	-15	-177	-153	-306	-476
이자수익	51	45	58	66	68
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	76	77	78
이자비용	77	74	106	261	432
외환손실	53	76	69	69	69
관계기업지분법손익	-23	-28	-28	-28	-28
투자및기타자산처분손익	14	-35	-42	-44	-45
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-58	-63	-64
기타	9	-49	15	17	17
법인세차감전이익	421	591	1,074	786	631
법인세비용	79	192	236	173	139
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	342	399	838	613	492
지배주주지분순이익(억원)	366	431	715	524	420
EBITDA	802	1,111	1,532	1,486	1,936
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,142	1,007	1,322
수정당기순이익	333	450	938	721	602
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	29.4	6.8	1.0
영업이익(보고)	-17.4	76.4	59.7	-11.0	1.4
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	59.7	-11.0	1.4
EBITDA	-10.3	38.6	37.9	-3.0	30.3
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	65.9	-26.8	-19.8
EPS	-9.7	17.7	65.9	-26.8	-19.8
수정순이익	-13.3	35.0	108.3	-23.1	-16.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,120	1,054	1,392
당기순이익	342	399	838	613	492
감가상각비	350	331	294	384	821
무형자산상각비	16	11	10	9	9
외환손익	-6	-4	-7	-8	-9
자산처분손익	50	67	42	44	45
지분법손익	0	0	28	28	28
영업활동자산부채 증감	-62	133	-92	-27	-4
기타	-25	218	7	10	11
투자활동현금흐름	-262	-551	-1,983	-4,620	-2,974
투자자산의 처분	-105	-385	-816	-250	-48
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-150	-176	-1,100	-4,280	-2,800
무형자산의 처분	-2	0	0	0	0
기타	-5	10	-66	-90	-126
재무활동현금흐름	-532	-510	913	4,093	2,624
단기차입금의 증가	-344	-45	0	0	0
장기차입금의 증가	161	-261	1,100	4,290	2,820
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-217	-193	-193	-203	-203
기타	-132	-11	6	6	8
현금및현금성자산의순증가	-136	58	50	527	1,043
기초현금및현금성자산	223	87	145	195	722
기말현금및현금성자산	87	145	195	722	1,765
Gross Cash Flow	727	1,022	1,212	1,081	1,396
Op Free Cash Flow	506	818	340	-2,822	-868

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,139	4,932	6,017
현금및현금성자산	87	145	195	722	1,765
유동금융자산	2,350	1,709	2,212	2,361	2,385
매출채권및유동채권	932	1,066	1,380	1,473	1,488
재고자산	320	272	352	376	379
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	5,427	9,437	11,484
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	110	118	119
투자자산	333	1,406	1,681	1,741	1,726
유형자산	2,794	2,620	3,427	7,323	9,302
무형자산	174	128	117	108	99
기타비유동자산	35	57	91	148	239
자산총계	7,106	7,489	9,566	14,370	17,502
유동부채	1,165	1,391	1,714	1,820	1,855
매입채무및기타유동채무	591	953	1,233	1,316	1,329
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	187	200	202
비유동부채	1,212	1,164	2,274	6,561	9,369
장기매입채무및비유동채무	14	13	17	18	18
사채및장기차입금	961	886	1,986	6,256	9,036
기타비유동부채	238	265	271	287	315
부채총계	2,377	2,556	3,988	8,381	11,224
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	3,666	3,991	4,215
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,453	5,779	6,003
비지배주주지분자본총계	-1	2	125	210	274
자본총계	4,729	4,933	5,578	5,988	6,277
순차입금	-759	-451	96	3,710	5,464
총차입금	1,678	1,404	2,504	6,794	9,614

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

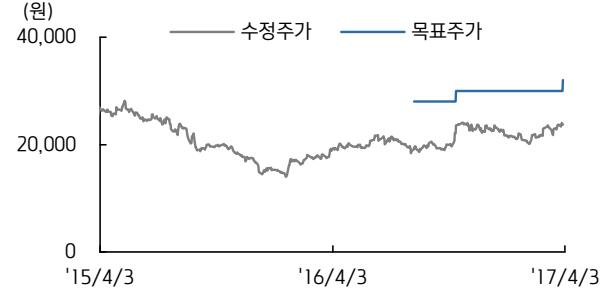
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	1,750	1,281	1,028
BPS	11,570	12,062	13,341	14,136	14,685
주당EBITDA	1,961	2,717	3,747	3,634	4,737
CFPS	1,731	1,813	2,793	2,463	3,233
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	12.4	16.9	21.1
PBR	1.3	1.8	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	6.3	7.0	6.8	9.5	8.2
PCFR	8.8	12.0	7.8	8.8	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	15.9	13.2	13.3
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	15.9	13.2	13.3
EBITDA margin	13.3	18.6	19.8	18.0	23.2
순이익률	5.7	6.7	10.8	7.4	5.9
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	15.9	10.6	8.0
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	35.0	18.5	12.5
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	71.5	140.0	178.8
순차입금비율	-16.0	-9.1	1.7	62.0	87.0
이자보상배율(배)	5.6	10.4	11.6	4.2	2.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.3	5.8	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.8	22.7	22.1
매입채무회전율	8.9	7.7	7.1	6.5	6.3

- 당사는 3월 31일 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
	2016/10/18	BUY(Maintain)	30,000원
	2016/11/08	BUY(Maintain)	30,000원
	2016/12/01	BUY(Maintain)	30,000원
	2017/01/04	BUY(Maintain)	30,000원
	2017/02/09	BUY(Maintain)	30,000원
	2017/04/03	BUY(Maintain)	32,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%