



BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원

주가(5/25): 24,850원

시가총액: 10,158억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/25)	2,342.93pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	25,200원
등락률	-1.39%
수익률	절대
1W	4.6%
6M	10.4%
1Y	26.1%
	-1.9%
	-6.9%
	5.6%

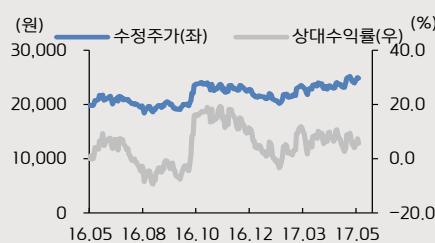
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	155천주
외국인 지분율	9.31%
배당수익률(17E)	2.30%
BPS(17E)	14,268원
주요 주주	태광실업 외 6인 국민연금관리공단
	41.20% 11.78%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,733	8,187	8,284
보고영업이익	769	1,569	1,332	1,328
핵심영업이익	769	1,569	1,332	1,328
EBITDA	1,111	1,873	1,726	2,157
세전이익	591	1,430	1,085	950
순이익	399	1,068	810	709
자체주주지분순이익	431	1,095	830	727
EPS(원)	1,055	2,678	2,031	1,778
증감률(%YoY)	17.7	153.9	-24.1	-12.5
PER(배)	20.6	8.1	10.7	12.2
PBR(배)	1.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	7.0	4.5	6.9	6.2
보고영업이익률(%)	12.9	20.3	16.3	16.0
핵심영업이익률(%)	12.9	20.3	16.3	16.0
ROE(%)	8.3	19.9	13.3	10.6
순부채비율(%)	-9.1	-2.4	50.8	69.3

Price Trend



휴켐스 (069260)

TDI/MDI, 극도의 수급 타이트 현상 발생



휴켐스의 올해 영업이익은 1,569억원으로 작년 대비 약 100% 증가할 전망입니다. 일부 원재료(CO) 조달 이슈가 존재하였지만, 1) 역내/외 TDI/MDI의 수급 타이트 지속으로 동사 DNT/MNB의 수익성이 개선되고 있으며, 2) 마진율이 높은 탄소배출권 판매가 확대될 것으로 전망되기 때문입니다. 한편 작년부터 가동을 멈춘 독일 BASF TDI 플랜트는 올해 내에는 정상 가동이 불가능할 것으로 예상됩니다.

>>> Covestro의 불가항력 선언 해제에도 불구하고, 역내/외 MDI 수급 타이트 현상 유지

휴켐스의 주력 제품 중 하나인 MNB는 실적 호조세를 이어갈 전망이다. 전방 제품인 MDI가 역내/외 수급타이트 현상이 계속될 것으로 예상되기 때문이다. MDI는 강한 수요가 지속되고 있는 가운데, 계획된/비 계획된 공급 측면의 차질이 지속되고 있다.

1) 독일 Covestro는 4월 25일부터 불가항력 선언을 하였던 MDI 플랜트를 이번 주에 재가동하였지만 조만간 법적으로 요구된 정기보수를 준비 중에 있고, 2) 중국 Wanhua Chemical은 5월 중순부터 낭보 MDI 플랜트(80만톤)를 약 20일 이상 정기보수하고 있으며, 3) 일본 Tosoh는 5월 초부터 MDI 유니트 2개 라인(총 20만톤)을 45일 가량 정기보수하고 있고, 4) 중국 SBPC도 MDI 플랜트(16만톤)를 5월 초부터 약 3주 동안 정기보수하고 있기 때문이다. 한편 Huntsman, Borsodchem 등도 2~3분기에 정기보수를 계획 중에 있다.

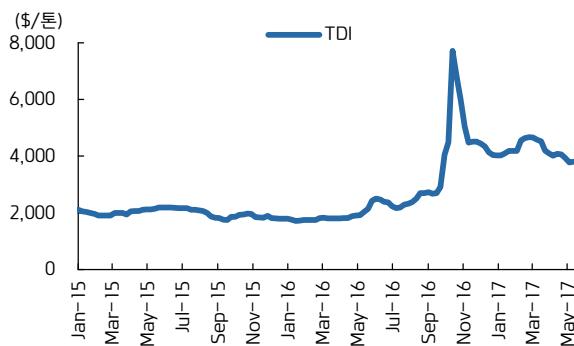
>>> TDI, BASF 생산 차질 지속

작년 11월 이후 역내/외 TDI 수급 타이트를 촉발시켰던 독일 BASF의 신규 TDI 플랜트 사고 이슈는 아직까지 해결이 되지 않고 있다. 일부 백업 리액터 설치로 올해 6월에 재가동된다는 소식도 있었지만, 회사측에 따르면 최종 수리는 빨리 진행되어도 내년으로 넘어갈 전망이다. 또한 역내 SBPC(16만톤), Yantai Juli(8만톤), Gansu Yingguang(2.65만톤), MCNS(12만톤) 등도 현재 플랜트의 정기보수를 진행하고 있어, TDI도 MDI와 마찬가지로 역내/외 수급 타이트 현상이 지속되고 있다. 이에 TDI의 원재료인 DNT를 국내 독점 생산(외부 판매 가능 기준)하는 동사도 DNT 플랜트를 100% 가동 하고 있다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 35,000원(상향)

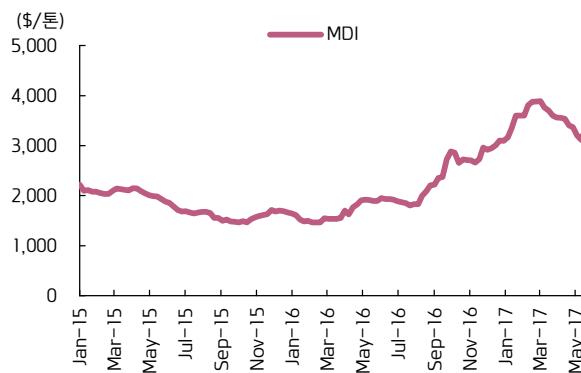
동사에 대해 투자의견은 Buy를 유지하고, 실적 개선을 근거해 목표주가는 기존 대비 9.4% 상향 조정한 35,000원으로 제시한다. 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) TDI/MDI 수급 타이트 지속 및 마진율이 높은 탄소배출권 판매 확대로 올해 동사의 영업이익은 1,569억원을 달성하며, 작년 대비 100% 이상 증가할 것으로 추정되고, 2) 말레이시아/베트남 등 해외 진출을 통한 신성장 동력을 보유하고 있기 때문이다.

중국 TDI 가격 추이(주별)



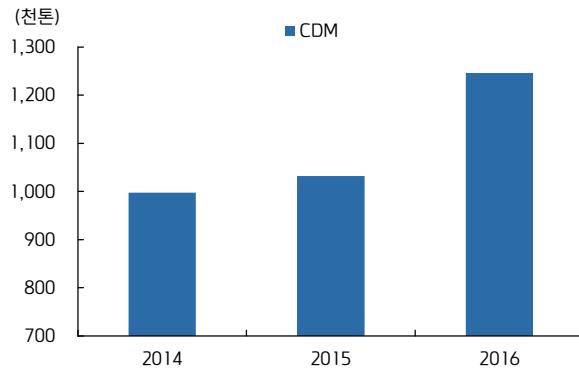
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

중국 MDI 가격 추이(주별)



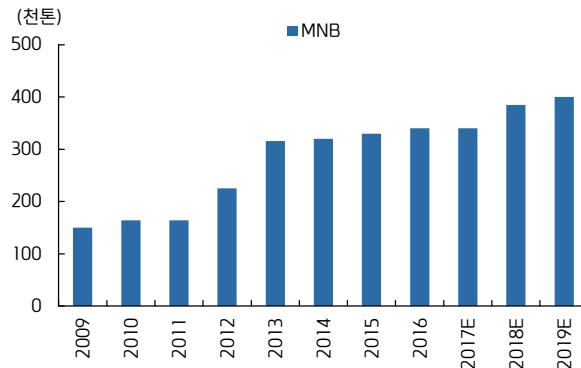
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

휴켐스 CDM 실적 추이(연별)



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

휴켐스 MNB 생산능력 추이(연별)



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

휴켐스 실적 전망

(십억원, %)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	138	157	154	150	188	200	196	189	717	600	598	773
DNT	23	38	43	47	58	70	71	64	131	116	151	263
MNB	58	55	59	44	64	63	70	63	356	253	216	261
질산	32	24	28	33	33	31	24	26	129	135	117	114
초안	15	12	12	13	13	11	11	11	54	57	52	46
기타/CDM	10	27	13	12	21	25	20	25	47	39	62	90
영업이익	11	22	19	26	42	45	35	35	53	44	77	157
%	7.6	14.1	12.1	17.1	22.5	22.4	17.7	18.5	7.4	7.3	12.9	20.3

* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,733	8,187	8,284
매출원가	5,107	4,679	5,508	6,158	6,254
매출총이익	898	1,304	2,225	2,029	2,030
판매비및일반관리비	462	535	656	697	702
영업이익(보고)	436	769	1,569	1,332	1,328
영업이익(핵심)	436	769	1,569	1,332	1,328
영업외손익	-15	-177	-139	-247	-378
이자수익	51	45	52	55	57
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	125	118	118
이자비용	77	74	87	200	331
외환손실	53	76	146	133	132
관계기인지분법손익	-23	-28	-31	-31	-31
투자및기타자산처분손익	14	-35	-25	-30	-31
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-34	-43	-45
기타	9	-49	6	16	17
법인세차감전이익	421	591	1,430	1,085	950
법인세비용	79	192	363	275	241
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	25.3%	25.3%	25.3%
당기순이익	342	399	1,068	810	709
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,095	830	727
EBITDA	802	1,111	1,873	1,726	2,157
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,371	1,203	1,538
수정당기순이익	333	450	1,127	883	784
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	29.3	5.9	1.2
영업이익(보고)	-17.4	76.4	104.1	-15.1	-0.3
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	104.1	-15.1	-0.3
EBITDA	-10.3	38.6	68.6	-7.9	25.0
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	153.9	-24.1	-12.5
EPS	-9.7	17.7	153.9	-24.1	-12.5
수정순이익	-13.3	35.0	150.2	-21.6	-11.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,335	1,242	1,597
당기순이익	342	399	1,068	810	709
감가상각비	350	331	294	384	821
무형자산상각비	16	11	10	9	9
외환손익	-6	-4	21	15	14
자산처분손익	50	67	25	30	31
지분법손익	0	0	31	31	31
영업활동자산부채 증감	-62	133	-92	-24	-5
기타	-25	218	-21	-13	-12
투자활동현금흐름	-262	-551	-1,961	-4,574	-2,966
투자자산의 처분	-105	-385	-806	-213	-49
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	-56	-81	-117
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	287	761	1,255
기초현금및현금성자산	223	87	145	432	1,193
기말현금및현금성자산	87	145	432	1,193	2,448
Gross Cash Flow	727	1,022	1,427	1,266	1,602
Op Free Cash Flow	506	818	682	-2,578	-648

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,372	5,364	6,668
현금및현금성자산	87	145	432	1,193	2,448
유동금융자산	2,350	1,709	2,210	2,339	2,367
매출채권및유동채권	932	1,066	1,378	1,459	1,476
재고자산	320	272	352	372	377
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	5,423	9,417	11,464
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	110	117	118
투자자산	333	1,406	1,677	1,722	1,707
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	9,794	14,781	18,133
유동부채	1,165	1,391	1,713	1,806	1,844
매입채무및기타유동채무	591	953	1,231	1,304	1,319
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	187	198	201
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	3,986	8,367	11,213
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,045	4,671	5,193
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,833	6,459	6,981
비지배주주지분자본총계	-1	2	-25	-45	-61
자본총계	4,729	4,933	5,808	6,414	6,920
순차입금	-759	-451	-138	3,261	4,799
총차입금	1,678	1,404	2,504	6,794	9,614

투자지표

(단위: 원, 배, %)

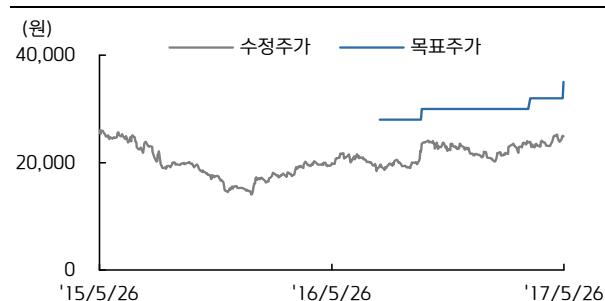
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,678	2,031	1,778
BPS	11,570	12,062	14,268	15,800	17,078
주당EBITDA	1,961	2,717	4,582	4,221	5,277
CFPS	1,731	1,813	3,355	2,944	3,763
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.1	10.7	12.2
PBR	1.3	1.8	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.5	6.9	6.2
PCFR	8.8	12.0	6.5	7.4	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.3	16.3	16.0
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.3	16.3	16.0
EBITDA margin	13.3	18.6	24.2	21.1	26.0
순이익률	5.7	6.7	13.8	9.9	8.6
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	19.9	13.3	10.6
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	44.8	22.6	15.0
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	68.6	130.4	162.0
순차입금비율	-16.0	-9.1	-2.4	50.8	69.3
이자보상배율(배)	5.6	10.4	18.1	6.7	4.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.3	5.8	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.8	22.6	22.1
매입채무회전율	8.9	7.7	7.1	6.5	6.3

- 당사는 5월 25일 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
	2017/04/20	BUY(Maintain)	32,000원
	2017/05/10	BUY(Maintain)	32,000원
	2017/05/26	BUY(Maintain)	35,000원

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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%