



BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원
주가(7/3): 27,100원
시가총액: 11,078억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/3)	2,394.48pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,100원	18,400원
등락률	0.00%	47.28%
수익률	절대	상대
1W	6.7%	5.7%
6M	26.6%	8.1%
1Y	31.6%	9.2%

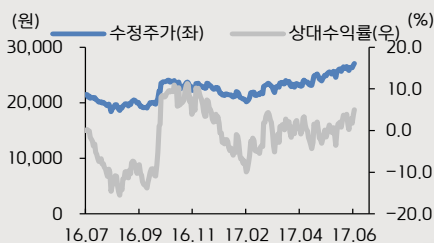
Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	132천주
외국인 지분율	10.17%
배당수익률(17E)	1.87%
BPS(17E)	14,206원
주요 주주	태광실업 외 6인 41.20%
	국민연금관리공단 11.78%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,353	7,767	7,884
보고영업이익	769	1,479	1,249	1,252
핵심영업이익	769	1,479	1,249	1,252
EBITDA	1,111	1,783	1,553	1,758
세전이익	591	1,354	1,081	950
순이익	399	1,043	843	741
지배주주지분순이익	431	1,069	865	760
EPS(원)	1,055	2,615	2,115	1,858
증감률(%YoY)	17.7	148.0	-19.1	-12.2
PER(배)	20.6	10.2	12.6	14.4
PBR(배)	1.8	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	7.0	5.4	7.0	8.1
보고영업이익률(%)	12.9	20.1	16.1	15.9
핵심영업이익률(%)	12.9	20.1	16.1	15.9
ROE(%)	8.3	19.5	13.8	11.1
순부채비율(%)	-9.1	-17.3	4.2	51.5

Price Trend



휴켄스 (069260)

상반기 영업이익, 작년 연간 영업이익 상회 전망



휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 401억원으로 작년 대비 81.6% 증가할 전망입니다. 일부 원재료의 조달 이슈가 존재하였지만, 1) 역내/외 TDI/MDI의 수급 타이트 지속으로 동사 DNT/MNB의 수익성이 개선되고 있으며, 2) 마진율이 높은 온실가스 배출권 판매가 확대될 것으로 예상되기 때문입니다. 이에 동사의 상반기 영업이익은 825억원으로 작년 연간 영업이익을 상회할 전망입니다.

>>> 2분기 영업이익, 작년 대비 81.6% 증가 전망

휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 원료 업체 일산화탄소(CO) 정기보수 진행으로 인한 MNB 판매량 감소 및 일부 일회성 비용 증가에도 불구하고, 작년 대비 81.6% 증가한 401억원을 기록할 전망이다. 이는 1) 전방 제품인 TDI/MDI 가격이 고점 대비 하락하였지만, 역내/외 수급타이트를 반영하며 여전히 높은 가격대를 유지하고 있고, 2) 가격 강세를 지속하고 있는 온실가스 배출권의 판매량이 전 분기 대비 70% 이상 증가한 60만톤을 기록할 전망이다. 이에 올해 동사의 상반기 영업이익은 825억원으로 작년 연간 영업이익(769억원)을 상회할 전망이다.

>>> BASF, 생산 차질이 지속되고 있다

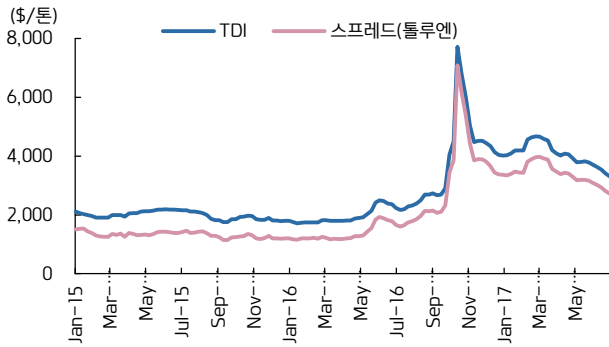
작년 11월 이후 역내/외 TDI 수급 타이트를 촉발시켰던 독일 BASF의 신규 TDI 플랜트 사고 이슈는 아직까지 해결이 되지 않고 있다. 일부 백업 리액터 설치로 올해 6월에 재가동된다는 소식도 있었지만, 회사측에 따르면 최종 수리는 빨리 진행되어도 내년으로 넘어갈 전망이다. 또한 역내/외 다수의 플랜트들이 플랜트 정기보수를 진행하고 있어, 역내/외 수급 타이트 현상이 지속되고 있다. 이에 TDI의 원재료인 DNT를 국내 독점 생산(외부 판매 가능 기준)하는 동사도 DNT 플랜트를 100% 가동하고 있다.

>>> 내년 이후 신증설이 많아지나.....

한편 BASF 플랜트 재가동, 중국 Wanhua 생산 차질 정상화 효과 및 역내/외 업체 신증설 확대로 내년 이후 TDI/MDI 등 Isocyanate 업황은 폐쇄와 트러블이 확대되었던 작년과 올해 대비 다소 약세를 기록할 전망이다.

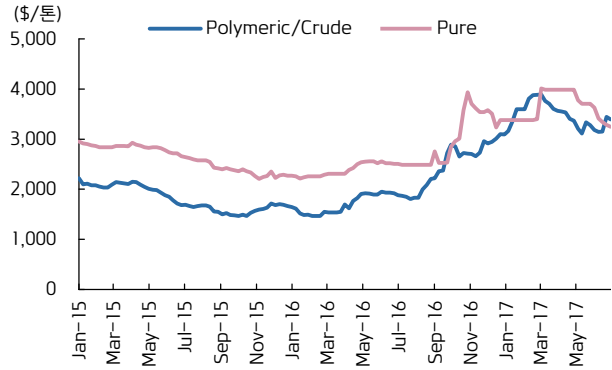
다만 Isocyanate는 메이저 업체의 시장 집중도가 크다는 특징이 있으며, 통합 체인을 구축하는데 큰 Capex(30~40만톤 플랜트 건설 시 1조원 이상)가 필요하여, 업체들의 최근 공표된 투자 계획이 모두 현실화될 가능성은 크지 않아 보인다. 실제로 과거 진행되었던 MDI/TDI 프로젝트는 대부분 1~5년 이상 지연되었다. 또한 평균 플랜트 크기가 늘어나면서 원가 곡선에서 열위에 있는 소형 플랜트들의 폐쇄가 이어질 것으로 전망된다. 동사에 대해 기존 투자 의견/목표주가 유지한다.

중국 TDI 가격 및 스프레드 추이(주별)



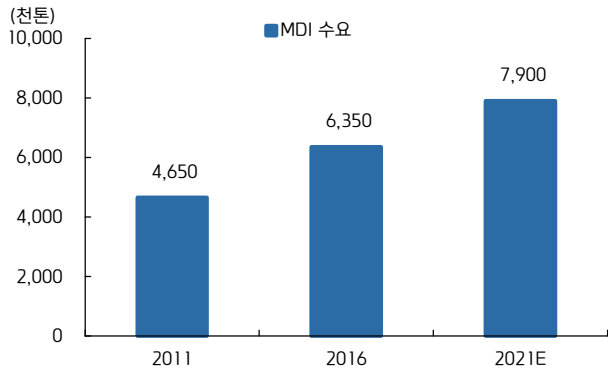
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

중국 MDI 가격 추이(주별)



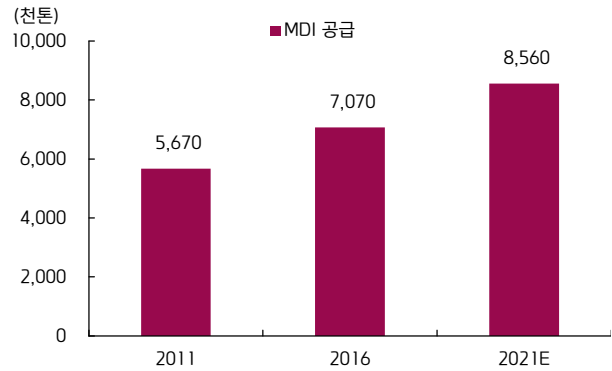
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

세계 MDI 수요 전망



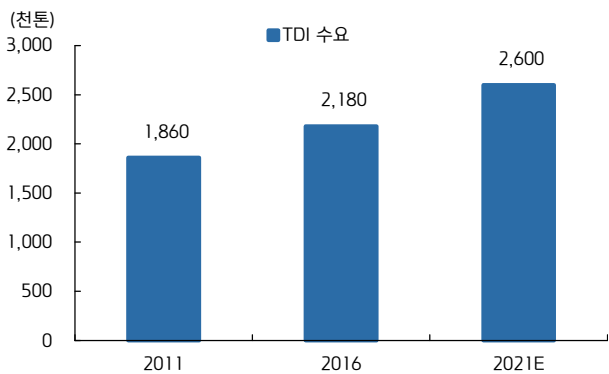
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 MDI 공급 전망



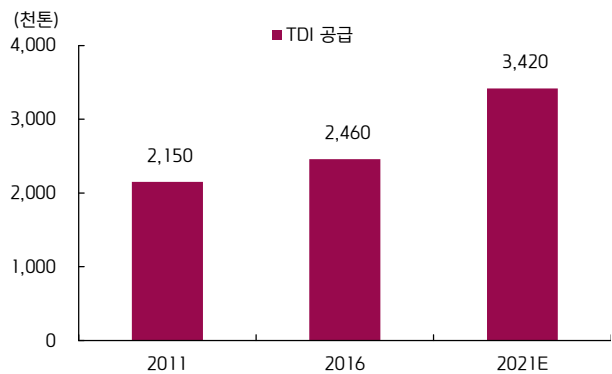
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 TDI 수요 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 TDI 공급 전망



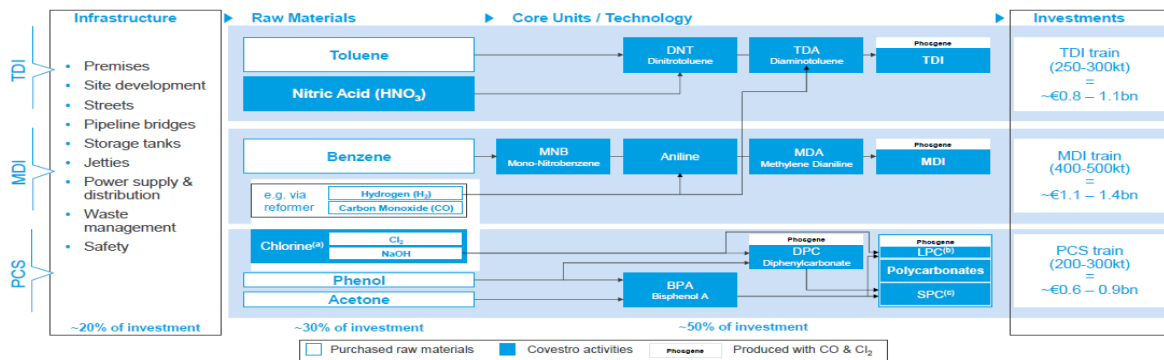
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 MDI/TDI 신증설 프로젝트 가동 연기 사례

Business	Project	Country / Region	1st public reference	Initial start-up plan	Delayed by	Expected start-up
MDI	Project S	KSA	2011	2016	~2 years	Expected mid 2017
MDI	Project H	US	2014	2018	>2 years	Beyond 2020
MDI	Project W	US	2015	2020	~1 year	Expected 2021
MDI	Project B	China	2007	2010	~5 years	~50% capacity in 2015 / full in 2017
TDI	Project S	KSA	2011	2016	~2 years	Expected H2 2017
TDI	Project B	Germany	2011	2014	~4 years	2016 / full capacity in 2018
TDI	Project W	China	2010	>2014	~4 years	Expected 2018
TDI	Project HJ	China	2011	2015	~3 years	Expected 2018

자료: Covestro, 키움증권 리서치

TDI/MDI/PC 체인 투자비 현황



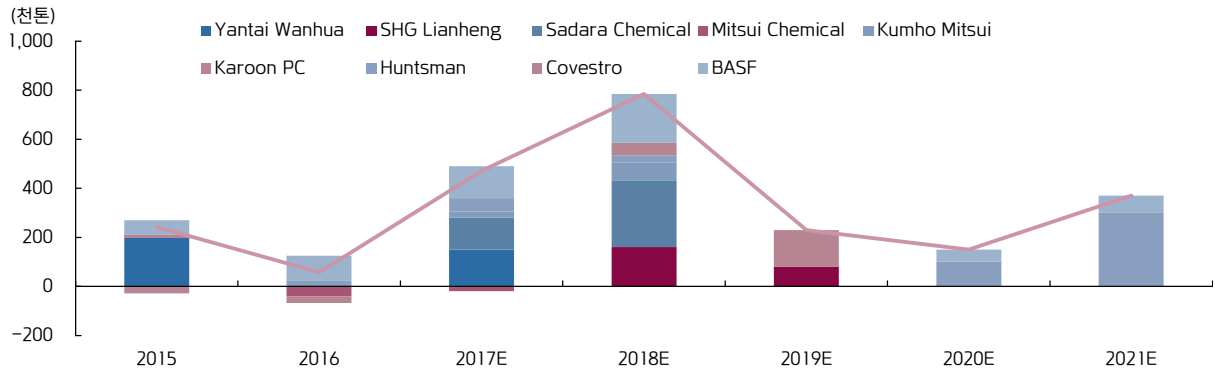
자료: Covestro, 키움증권 리서치

세계 MDI/TDI 시장점유율 현황/전망



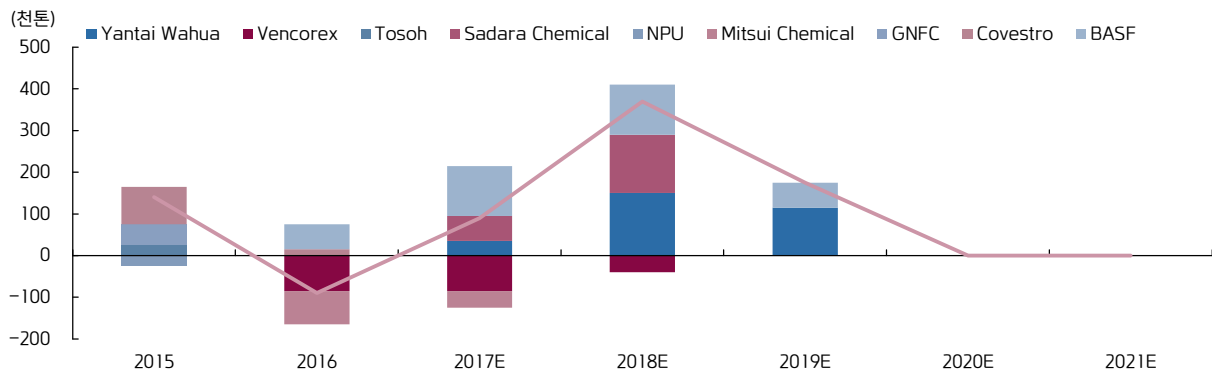
자료: Covestro, 키움증권 리서치

세계 MDI 업체별 생산능력 순증 추이(연별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 TDI 업체별 생산능력 순증 추이(연별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

휴켄스 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	182	186	179	717	600	598	735
DNT*	23	38	43	47	58	63	67	60	131	116	151	247
MNB*	58	55	59	44	64	57	66	60	356	253	216	246
질산*	32	24	28	33	33	28	23	25	129	135	117	108
초안*	15	12	12	13	13	10	10	10	54	57	52	43
기타/CDM*	10	27	13	12	21	25	20	25	47	39	62	90
영업이익	11	22	19	26	42	40	33	33	53	44	77	148
%	7.6	14.1	12.1	17.1	22.5	22.0	17.5	18.3	7.4	7.3	12.9	20.1

* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,353	7,767	7,884
매출원가	5,107	4,679	5,251	5,857	5,964
매출총이익	898	1,304	2,102	1,910	1,921
판매비및일반관리비	462	535	622	661	668
영업이익(보고)	436	769	1,479	1,249	1,252
영업이익(핵심)	436	769	1,479	1,249	1,252
영업외손익	-15	-177	-126	-167	-303
이자수익	51	45	51	52	54
배당금수익	1	2	0	0	0
외환이익	67	77	125	118	118
이자비용	77	74	71	117	252
외환손실	53	76	146	133	132
관계기업지분법손익	-23	-28	-31	-31	-31
투자및기타자산처분손익	14	-35	-25	-30	-31
금융상품평가및기타금융이익	-3	-41	-34	-43	-45
기타	9	-49	5	16	16
법인세차감전이익	421	591	1,354	1,081	950
법인세비용	79	192	311	238	209
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	23.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	342	399	1,043	843	741
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,069	865	760
EBITDA	802	1,111	1,783	1,553	1,758
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,347	1,147	1,246
수정당기순이익	333	450	1,102	916	816
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	22.9	5.6	1.5
영업이익(보고)	-17.4	76.4	92.4	-15.6	0.3
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	92.4	-15.6	0.3
EBITDA	-10.3	38.6	60.5	-12.9	13.2
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	148.0	-19.1	-12.2
EPS	-9.7	17.7	148.0	-19.1	-12.2
수정순이익	-13.3	35.0	144.7	-16.8	-10.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,347	5,283	6,295
현금및현금성자산	87	145	601	1,326	2,279
유동금융자산	2,350	1,709	2,101	2,219	2,253
매출채권및유동채권	932	1,066	1,310	1,384	1,405
채고자산	320	272	334	353	358
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	4,552	6,449	10,303
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	105	111	112
투자자산	333	1,406	1,611	1,650	1,638
유형자산	2,794	2,620	2,627	4,432	8,216
무형자산	174	128	117	108	99
기타비유동자산	35	57	91	148	239
자산총계	7,106	7,489	8,898	11,732	16,599
유동부채	1,165	1,391	1,643	1,729	1,770
매입채무및기타유동채무	591	953	1,171	1,237	1,255
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	178	188	191
비유동부채	1,212	1,164	1,473	3,580	7,867
장기매입채무및비유동채무	14	13	16	17	17
사채및장기차입금	961	886	1,186	3,276	7,536
기타비유동부채	238	265	271	287	314
부채총계	2,377	2,556	3,115	5,308	9,638
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,019	4,680	5,235
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,807	6,468	7,023
비지배주주지분자본총계	-1	2	-24	-45	-62
자본총계	4,729	4,933	5,783	6,423	6,961
순차입금	-759	-451	-998	268	3,582
총차입금	1,678	1,404	1,704	3,814	8,114

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	665	1,155	1,331	1,188	1,304
당기순이익	342	399	1,043	843	741
감가상각비	350	331	294	294	497
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	-72	-22	-6
기타	-25	218	-21	-13	-12
투자활동현금흐름	-262	-551	-987	-2,376	-4,455
투자자산의 처분	-105	-385	-632	-194	-59
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-150	-176	-300	-2,100	-4,280
무형자산의 처분	-2	0	0	0	0
기타	-5	10	-56	-81	-117
재무활동현금흐름	-532	-510	113	1,913	4,105
단기차입금의 증가	-344	-45	0	0	0
장기차입금의 증가	161	-261	300	2,110	4,300
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-217	-193	-193	-203	-203
기타	-132	-11	5	6	8
현금및현금성자산의순증가	-136	58	456	725	953
기초현금및현금성자산	223	87	145	601	1,326
기말현금및현금성자산	87	145	601	1,326	2,279
Gross Cash Flow	727	1,022	1,402	1,210	1,310
Op Free Cash Flow	506	818	1,412	-569	-2,528

투자지표

(단위: 원, 배, %)

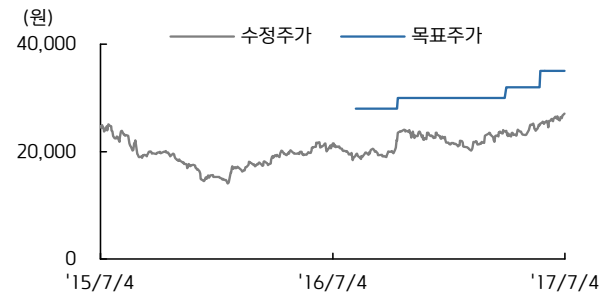
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,615	2,115	1,858
BPS	11,570	12,062	14,206	15,822	17,180
주당EBITDA	1,961	2,717	4,363	3,798	4,300
CFPS	1,731	1,813	3,294	2,806	3,049
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	10.2	12.6	14.4
PBR	1.3	1.8	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.3	7.0	5.4	7.0	8.1
PCFR	8.8	12.0	8.1	9.5	8.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.1	16.1	15.9
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.1	16.1	15.9
EBITDA margin	13.3	18.6	24.3	20.0	22.3
순이익률	5.7	6.7	14.2	10.9	9.4
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	19.5	13.8	11.1
투하자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	47.8	30.9	18.3
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	53.9	82.6	138.5
순차입금비율	-16.0	-9.1	-17.3	4.2	51.5
이자보상배율(배)	5.6	10.4	20.8	10.7	5.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.2	5.8	5.7
채고자산회전율	19.9	20.2	24.3	22.6	22.2
매입채무회전율	8.9	7.7	6.9	6.5	6.3

- 당사는 7월 3일 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 (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
	2017/07/04	BUY(Maintain)	35,000원

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

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