



## BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원

주가(8/8): 24,600원

시가총액: 10,056억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/8)	2,394.73pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,100원	18,600원
등락률	-9.23%	32.26%
수익률	절대	상대
1W	-5.6%	-6.2%
6M	19.7%	3.2%
1Y	28.8%	9.2%

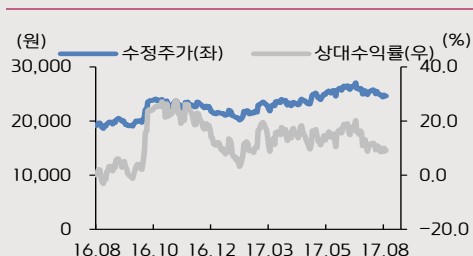
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	134천주
외국인 지분율	11.48%
배당수익률(17E)	2.03%
BPS(17E)	14,535원
주요 주주	태광실업 외 6인 41.20%
	국민연금관리공단 11.25%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,982	7,649	8,396	8,406
보고영업이익	769	1,572	1,378	1,525
핵심영업이익	769	1,572	1,378	1,525
EBITDA	1,111	1,876	1,681	2,030
세전이익	591	1,540	1,214	1,227
순이익	399	1,188	947	957
지배주주지분순이익	431	1,204	956	966
EPS(원)	1,055	2,944	2,338	2,362
증감률(%YoY)	17.7	179.2	-20.6	1.0
PER(배)	20.6	8.4	10.5	10.4
PBR(배)	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	7.0	4.7	6.0	6.5
보고영업이익률(%)	12.9	20.5	16.4	18.1
핵심영업이익률(%)	12.9	20.5	16.4	18.1
ROE(%)	8.3	21.9	15.0	13.6
순부채비율(%)	-9.1	-18.2	2.4	43.5

## Price Trend



## 휴켄스 (069260)

## BASF의 재가동, 크게 의미 부여할 필요가 없다



휴켄스의 올해 2분기 영업이익은 408억원으로 작년 대비 84.6% 증가하였습니다. 일부 원재료의 조달 이슈가 존재하였지만, 1) 역내/외 TDI/MDI의 수급 타이트 지속으로 동사 DNT/MNB의 수익성이 개선되었고, 2) 마진율이 높은 온실가스 배출권 판매량이 전 분기 대비 70% 이상 증가하였기 때문입니다. 이에 동사의 상반기 영업이익은 831억원, 영업이익률은 23.3%로 작년 연간 영업이익을 상회하였습니다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 영업이익, 작년 대비 84.6% 증가

휴켄스의 올해 2분기 실적은 매출액 1,851억원(YoY +18.1%, QoQ -1.4%), 영업이익 408억원(YoY +84.6%, QoQ -3.7%), 영업이익률 22.0%를 기록하며, 우리의 기존 추정치(영업이익 401억원)에 부합하였다.

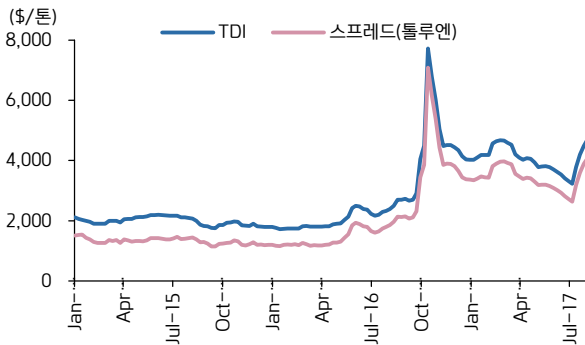
이는 원료 공급 업체(일산화탄소) 정기보수 진행으로 인한 MNB 생산량 감소(QoQ -13.9%)에도 불구하고, 1) 주요 전방 제품인 MDI 가격이 독일 Covestro(40만톤, 30일), 중국 Wanhua Chemical(80만톤, 20일), 일본 Tosoh(20만톤, 45일), 중국 SBPC(16만톤, 3주)의 정기보수 진행 등 역내/외 업체들의 생산 차질 확대로 높은 수준을 유지하였고, 2) 가격 강세를 지속하고 있는 온실가스 배출권의 판매량이 전 분기 대비 70% 이상 증가한 60만톤을 기록하였으며, 3) 중국 SBPC, 중국 Yantai Juli, 중국 Gansu Yinguang, 일본 MCNS의 정기보수 진행으로 TDI 수급이 타이트를 유지하며, 동사의 DNT 생산량이 전 분기 대비 7.4% 증가하였기 때문이다.

한편 올해 3분기는 온실가스 배출권 판매가 없을 것으로 보이지만, 중국의 TDI/MDI 재고 부족 현상 발생으로 본업 실적은 강세를 지속할 전망이며, 4분기에는 90~100만톤 수준의 온실가스 배출권 판매가 집중될 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; BASF의 재가동, 크게 의미 부여할 필요가 없다

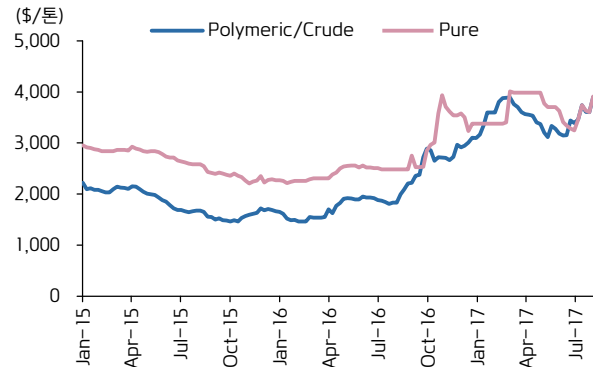
BASF는 올해 2분기 실적 발표 컨퍼런스콜에서 Ludwigshafen TDI 플랜트를 올해 말 또는 내년 1분기에 재가동한다고 언급하였다. 이에 세계 시장점유율 약 10%를 점유하고 있는 동 플랜트(30만톤)의 가동으로 내년 이후 TDI 업황의 급격한 하락을 예상하는 일부 시각이 존재한다. 하지만 BASF는 사고가 발생하였던 Ludwigshafen TDI 플랜트에 백업 리액터를 설치하여 이미 가동을 하고 있으며, Ludwigshafen 플랜트를 가동 후 폐쇄를 고려하였던 Schwarzeide 플랜트(8만톤)를 재가동하고 있는 상황이라 BASF가 Ludwigshafen TDI 플랜트에 대규모 리액터를 설치하여 재가동하더라도, 내년 세계 TDI 밸런스에는 큰 영향을 미치지 못할 전망이다. 한편 일각에서는 BASF의 신규 대규모 리액터의 설치 작업은 긴 딜리버리 타임 등으로 내년 말까지 이어져 백업 리액터의 가동이 내년 말까지 이어진다고 판단하고 있다.

## 중국 TDI 가격 및 스프레드 추이(주별)



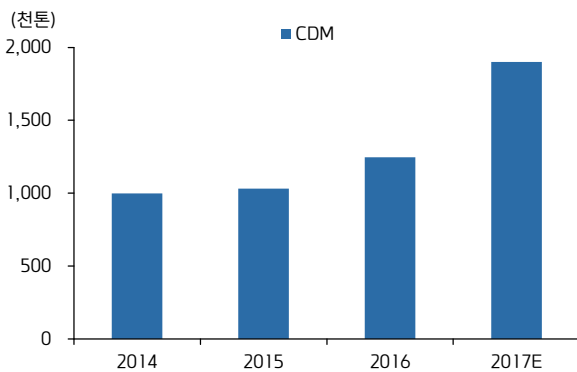
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 중국 MDI 가격 추이(주별)



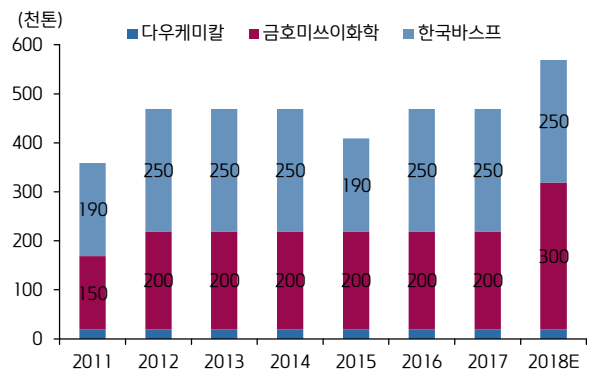
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 휴켄스 CDM 실적 추이(연별)



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 국내 MDI 생산능력 추이(연별)



자료: KPIA, 키움증권 리서치

## 휴켄스 실적 전망

(십억원, %)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	138	157	154	150	188	185	193	199	717	600	598	765
DNT*	23	38	43	47	58	62	73	66	131	116	151	258
MNB*	58	55	59	44	64	55	72	65	356	253	216	257
질산*	32	24	28	33	33	33	25	27	129	135	117	118
초안*	15	12	12	13	13	12	11	11	54	57	52	48
기타/CDM*	10	27	13	12	21	23	11	30	47	39	62	85
영업이익	11	22	19	26	42	41	33	42	53	44	77	157
%	7.6	14.1	12.1	17.1	22.5	22.0	16.9	20.9	7.4	7.3	12.9	20.5

\* 제품군별 매출액: 추정치

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,004	5,982	7,649	8,396	8,406
매출원가	5,107	4,679	5,423	6,307	6,169
매출총이익	898	1,304	2,226	2,089	2,237
판매비및일반관리비	462	535	654	712	712
영업이익(보고)	436	769	1,572	1,378	1,525
영업이익(핵심)	436	769	1,572	1,378	1,525
영업외손익	-15	-177	-32	-163	-298
이자수익	51	45	52	56	58
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	99	17	17
법인세차감전이익	421	591	1,540	1,214	1,227
법인세비용	79	192	352	267	270
유효법인세율 (%)	18.8%	32.5%	22.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	342	399	1,188	947	957
지배주주지분순이익(억원)	366	431	1,204	956	966
EBITDA	802	1,111	1,876	1,681	2,030
현금순이익(Cash Earnings)	708	741	1,492	1,251	1,463
수정당기순이익	333	450	1,247	1,020	1,033
증감율(% YoY)					
매출액	-16.2	-0.4	27.9	9.8	0.1
영업이익(보고)	-17.4	76.4	104.4	-12.4	10.7
영업이익(핵심)	-17.4	76.4	104.4	-12.4	10.7
EBITDA	-10.3	38.6	68.9	-10.4	20.7
지배주주지분 당기순이익	-9.7	17.7	179.2	-20.6	1.0
EPS	-9.7	17.7	179.2	-20.6	1.0
수정순이익	-13.3	35.0	177.0	-18.2	1.2

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,689	3,193	4,492	5,532	6,761
현금및현금성자산	87	145	596	1,255	2,479
유동금융자산	2,350	1,709	2,186	2,399	2,402
매출채권및유동채권	932	1,066	1,363	1,496	1,498
재고자산	320	272	348	382	382
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,417	4,296	4,607	6,566	10,401
장기매출채권및기타비유동채권	81	85	109	120	120
투자자산	333	1,406	1,662	1,759	1,727
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	9,099	12,099	17,162
유동부채	1,165	1,391	1,697	1,844	1,866
매입채무및기타유동채무	591	953	1,218	1,337	1,338
단기차입금	262	223	223	223	223
유동성장기차입금	257	72	72	82	102
기타유동부채	55	145	185	203	203
비유동부채	1,212	1,164	1,474	3,582	7,869
장기매입채무및기타유동채무	14	13	17	18	18
사채및장기차입금	961	886	1,186	3,276	7,536
기타비유동부채	238	265	271	288	315
부채총계	2,377	2,556	3,171	5,426	9,735
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,913	3,143	4,154	4,906	5,668
기타자본	-355	-384	-384	-384	-384
지배주주지분자본총계	4,730	4,931	5,942	6,694	7,456
비지배주주지분자본총계	-1	2	-13	-21	-29
자본총계	4,729	4,933	5,928	6,673	7,427
순차입금	-759	-451	-1,077	160	3,233
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	1,460	1,275	1,526
당기순이익	342	399	1,188	947	957
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	-87	-39	0
기타	-25	218	-21	-13	-12
투자활동현금흐름	-262	-551	-1,123	-2,529	-4,406
투자자산의 처분	-105	-385	-767	-347	-9
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	4,104
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	6	7	7
현금및현금성자산의순증가	-136	58	450	659	1,224
기초현금및현금성자산	223	87	145	596	1,255
기말현금및현금성자산	87	145	596	1,255	2,479
Gross Cash Flow	727	1,022	1,548	1,314	1,526
Op Free Cash Flow	506	818	1,489	-458	-2,250

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	896	1,055	2,944	2,338	2,362
BPS	11,570	12,062	14,535	16,375	18,239
주당EBITDA	1,961	2,717	4,589	4,113	4,966
CFPS	1,731	1,813	3,650	3,061	3,578
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	17.1	20.6	8.4	10.5	10.4
PBR	1.3	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.3	7.0	4.7	6.0	6.5
PCFR	8.8	12.0	6.7	8.0	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
영업이익률(핵심)	7.3	12.9	20.5	16.4	18.1
EBITDA margin	13.3	18.6	24.5	20.0	24.2
순이익률	5.7	6.7	15.5	11.3	11.4
자기자본이익률(ROE)	7.2	8.3	21.9	15.0	13.6
투자자본이익률(ROIC)	9.6	15.6	50.7	33.9	22.2
안정성(%)					
부채비율	50.3	51.8	53.5	81.3	131.1
순차입금비용	-16.0	-9.1	-18.2	2.4	43.5
이자보상배율(배)	5.6	10.4	22.1	11.8	6.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	6.3	5.9	5.6
재고자산회전율	19.9	20.2	24.7	23.0	22.0
매입채무회전율	8.9	7.7	7.0	6.6	6.3

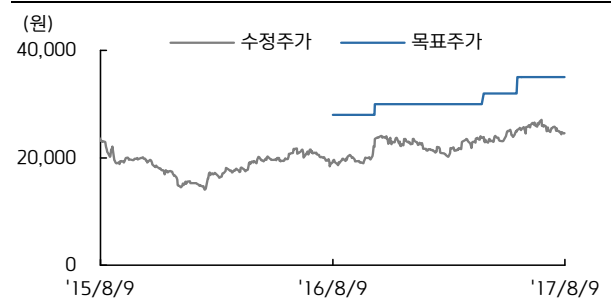
## Compliance Notice

- 당사는 8월 8일 현재 '휴켄스' 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.

## 투자자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	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
	2017/07/21	BUY(Maintain)	35,000원
	2017/08/09	BUY(Maintain)	35,000원

## 목표주가 추이



## 투자자의견 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 (2016/07/01~2017/06/30)

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