



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원

주가(10/17): 23,700원

시가총액: 9,688억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/17)		2,027.61pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,700원	14,050원
등락률	0.00%	68.68%
수익률	절대	상대
1W	22.8%	21.1%
6M	17.9%	17.2%
1Y	19.4%	19.6%

Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	6.17%
배당수익률(16E)	2.53%
BPS(16E)	12,445원
주요 주주	태광실업 외 6인
	국민연금관리공단
	40.07%
	10.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,004	6,113	6,914	7,752
보고영업이익	436	759	1,012	1,130
핵심영업이익	436	759	1,012	1,130
EBITDA	802	1,084	1,352	1,597
세전이익	421	672	813	863
순이익	342	486	634	673
자배주주지분순이익	366	551	704	747
EPS(원)	896	1,347	1,722	1,828
증감률(%YoY)	-9.7	50.3	27.8	6.1
PER(배)	17.1	17.6	13.8	13.0
PBR(배)	1.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	6.3	7.7	9.0	8.7
보고영업이익률(%)	7.3	12.4	14.6	14.6
핵심영업이익률(%)	7.3	12.4	14.6	14.6
ROE(%)	7.2	10.0	12.1	11.9
순부채비율(%)	-16.0	-4.9	62.5	86.9

Price Trend



기업분석

휴켐스 (069260)

내년 연간 영업이익 천억원 시대 도래



요즘 TDI 가격 상승세가 무섭다. 특히 중국 가격은 역대 최고치를 경신하고 있다. 실제 국내 TDI업체의 판매 호가는 중국 가격과 괴리가 존재하나, 독일의 대규모 신규 TDI 플랜트들의 생산 차질 지속으로 당분간 TDI 가격은 강세 기조를 유지할 전망이다. TDI 업황 개선에 따른 휴켐스 DNT부문 실적의 동반 상승 및 탄소배출권 가격 견조세 지속으로 동사의 영업이익은 내년 천억원을 돌파할 것으로 예상된다.

>> TDI, 보수적으로도 연말까지 높은 가격 수준 유지 전망

어제 중국 TDI 가격이 톤당 \$7,720로 연초 대비 약 330% 증가하면서 역대 최고치를 기록하였다. 수요가 큰 폭으로 증가하고 있지 않지만, 역내/외 TDI 업체의 트러블로 공급단의 차질이 지속되고 있기 때문이다. 세계 TDI는 연초 MCNS/Vencorex의 총 24만톤 설비 폐쇄/라인 전환 이후 수급 타이트로 전환되었고, 최근 독일 지역 신규 플랜트의 생산 차질로 역내/외 지역 모두 극도의 공급 차질 현상이 지속되고 있다.

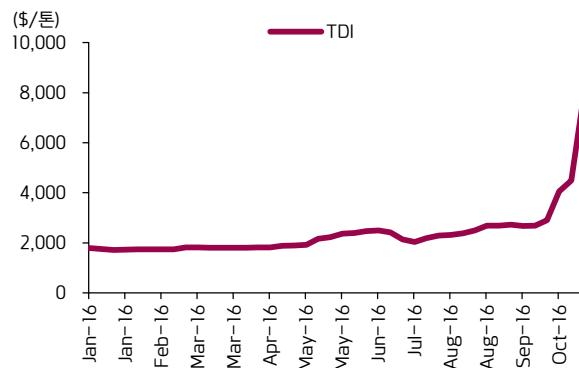
우리는 현재 비이성적인 TDI 가격이 지속된다고 판단하지는 않지만, 최소 연말까지는 현재 TDI 가격 강세는 유지될 것으로 예상한다. 시장에서 대부분 인지하고 있지만, 지난 10월 6일에 Covestro(구 Bayer)는 신규 30만톤 TDI 플랜트에 대한 공급 불가항력 선언을 하였다. 원재료인 질산(Nitric Acid) 공급 업체의 생산 차질에 기인한다. 트레이더 소식에 따르면 이 질산 공급업체는 12월 중순까지도 정상 가동이 힘들 것으로 보인다. 또한 BASF의 신규 TDI 플랜트(30만톤)도 가동 후 11개월이 지났지만 램프업을 충분히 하지 못한 상황으로 보인다. 지난 5월 여수 공장 포스겐 누출 이후 신규 독일 공장에서도 포스겐 누출 및 폭발(10/17일) 등 크고(작은) 사고 등이 이어지고 있기 때문이다.

한편 국내 TDI 업체는 중국 스팟 가격 보다는 높지 않지만, 최근 판매 호가를 톤당 \$3,500~4,300까지 올린 상황이다. 이에 한화케미칼/OCI에 DNT를 독점 공급하는 동사도 DNT를 100% 생산/판매하고 있다. 참고로 동사의 올해 3분기 DNT 생산량은 6.5만톤으로 역대 최고치를 기록할 전망이다.

>> 올해 4분기, 탄소배출권 모멘텀이 돌아온다

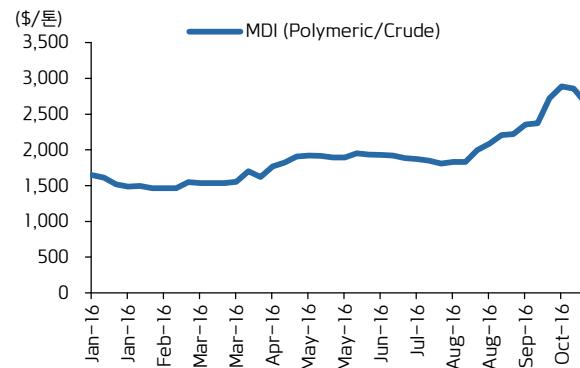
어제 동사는 50만톤 규모의 탄소배출권 처분을 공시하였다. 이번 처분으로 올해 4분기에 탄소배출권 관련 매출액 90억원, 영업이익 63억원이 계상될 전망이다. 한편 기존 중기공급계약을 고려하면 올해 4분기에 약 50~60만톤 규모의 탄소배출권 판매가 추가될 것으로 보인다. 동사는 비록 내년에 이연된 탄소배출권 판매가 없지만, 탄소배출권 판매가 많은 질산 공장 가동률 상향 검토로 물량 감소는 크지 않을 전망이다. 본업인 DNT부문 개선 및 여전히 견조한 탄소배출권 가격 등을 고려하여, 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 2.8만원에서 3만원으로 상향한다.

중국 TDI 가격 추이



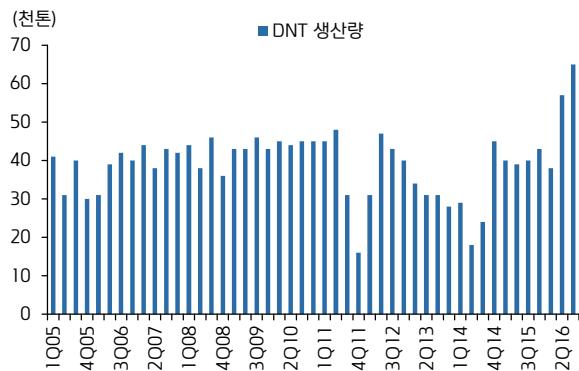
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

중국 MDI 가격 추이



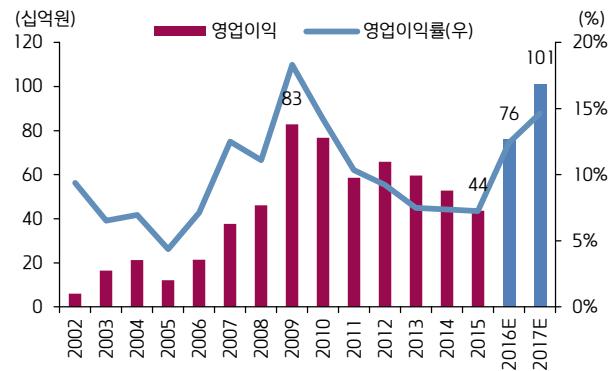
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

휴켐스 DNT 생산량 추이



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

휴켐스 영업이익/영업이익률 추이



자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

휴켐스 실적 전망

(십억원, %)	2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	162	137	148	153	138	157	144	173	717	600	611	691
DNT*	31	27	28	30	23	34	39	50	131	116	147	208
MNB*	69	52	66	66	59	44	47	47	356	253	196	214
질산*	37	26	37	36	32	32	30	32	129	135	125	130
초안*	13	14	14	16	15	18	17	18	54	57	68	79
기타/CDM*	12	19	3	5	9	29	10	26	47	39	75	59
영업이익	17	12	7	6	11	22	19	24	53	44	76	101
%	11%	9%	5%	4%	8%	14%	13%	14%	7.4%	7.3%	12.4%	14.6%

* 제품군별 매출액은 추정치

자료: 휴켐스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,166	6,004	6,113	6,914	7,752
매출원가	6,215	5,107	4,857	5,340	5,993
매출총이익	951	898	1,257	1,574	1,759
판매비및일반관리비	424	462	497	562	629
영업이익(보고)	528	436	759	1,012	1,130
영업이익(핵심)	528	436	759	1,012	1,130
영업외손익	-31	-15	-87	-199	-267
이자수익	60	51	42	40	45
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	14	16
법인세차감전이익	496	421	672	813	863
법인세비용	116	79	186	179	190
유효법인세율 (%)	23.4%	18.8%	27.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	380	342	486	634	673
지배주주지분이익(억원)	406	366	551	704	747
EBITDA	894	802	1,084	1,352	1,597
현금순이익(Cash Earnings)	746	708	811	974	1,140
수정당기순이익	385	333	502	649	688
증감율(% YoY)					
매출액	-9.9	-16.2	1.8	13.1	12.1
영업이익(보고)	-11.5	-17.4	74.1	33.3	11.7
영업이익(핵심)	-11.5	-17.4	74.1	33.3	11.7
EBITDA	-10.1	-10.3	35.3	24.7	18.1
지배주주지분 당기순이익	-24.8	-9.7	50.3	27.8	6.1
EPS	-24.8	-9.7	50.3	27.8	6.1
수정순이익	-14.5	-13.3	50.5	29.3	6.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	978	665	839	889	981
당기순이익	380	342	486	634	673
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	-12	-92	-96
기타	14	-25	-1	1	1
투자활동현금흐름	-214	-262	-649	-4,548	-2,799
투자자산의 처분	-46	-105	501	-267	-279
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	4,064	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	-231	-193
기타	3	-132	13	15	16
현금및현금성자산의순증가	-25	-136	1,159	405	524
기초현금및현금성자산	248	223	87	1,247	1,652
기말현금및현금성자산	223	87	1,247	1,652	2,177
Gross Cash Flow	777	727	852	981	1,077
Op Free Cash Flow	808	506	-265	-3,269	-1,293

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,186	3,689	4,350	5,162	6,111
현금및현금성자산	223	87	1,247	1,652	2,177
유동금융자산	1,578	2,350	1,828	2,068	2,318
매출채권및유동채권	1,100	932	949	1,074	1,204
재고자산	285	320	326	368	413
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,243	3,417	4,223	8,195	10,351
장기매출채권및기타비유동채권	41	81	82	93	104
투자자산	976	333	312	334	425
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	8,573	13,357	16,463
유동부채	2,180	1,165	1,177	1,263	1,353
매입채무및기타유동채무	755	591	602	681	763
단기차입금	605	262	262	262	262
유동성장기차입금	746	257	257	257	257
기타유동부채	74	55	56	63	70
비유동부채	518	1,212	2,375	6,670	9,206
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	313	961	2,111	6,391	8,911
기타비유동부채	205	252	264	280	295
부채총계	2,698	2,377	3,552	7,933	10,559
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,771	2,913	3,270	3,740	4,289
기타자본	-232	-355	-355	-355	-355
지배주주지분자본총계	4,711	4,730	5,087	5,557	6,106
비지배주주지분자본총계	20	-1	-66	-133	-202
자본총계	4,731	4,729	5,021	5,424	5,904
순차입금	29	-759	-246	3,389	5,134
총차입금	1,830	1,678	2,828	7,108	9,628

- 당사는 10월 17일 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

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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%