



## BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원  
주가(11/7): 23,750원  
시가총액: 9,709억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/7)	1,997.58pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	24,100원	14,050원
등락률	-1.45%	69.04%
수익률	절대	상대
1W	20.6%	24.0%
6M	20.9%	19.6%
1Y	29.4%	32.2%

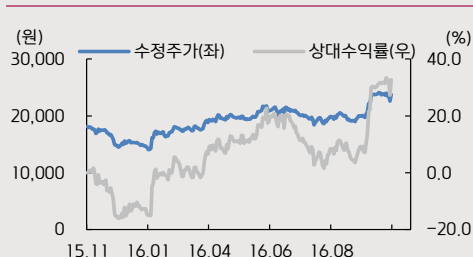
## Company Data

발행주식수	40,879천주
일평균 거래량(3M)	127천주
외국인 지분율	6.76%
배당수익률(16E)	2.53%
BPS(16E)	12,377원
주요 주주	태광산업 외 6인 40.07%
	국민연금관리공단 10.48%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,004	6,239	7,592	8,387
보고영업이익	436	721	1,050	1,100
핵심영업이익	436	721	1,050	1,100
EBITDA	802	1,046	1,390	1,567
세전이익	421	639	854	827
순이익	342	460	666	645
지배주주지분순이익	366	523	740	717
EPS(원)	896	1,280	1,811	1,754
증감률(%YoY)	-9.7	42.8	41.5	-3.1
PER(배)	17.1	18.6	13.1	13.5
PBR(배)	1.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	6.3	8.0	8.8	8.9
보고영업이익률(%)	7.3	11.6	13.8	13.1
핵심영업이익률(%)	7.3	11.6	13.8	13.1
ROE(%)	7.2	9.5	12.8	11.4
순부채비율(%)	-16.0	-4.1	64.0	89.2

## Price Trend



## 기업분석

## 휴켄스 (069260)

## 인도 GNFC TDI 플랜트, 가스 누출 사고 발생



휴켄스의 올해 3분기 영업이익은 187억원으로 높아진 시장기대치에 부합하였다. TDI 업황에 개선 및 전 분기 고객사 정기보수에 따른 기저효과로 DNT/MNB 등 주력 제품의 생산/판매가 증가하였기 때문이다. 한편 4분기 영업이익은 성과급 등 일회성 비용 및 일부 정기보수를 고려하더라도 50만톤의 탄소배출권 판매 및 TDI 스프레드 급등세 반영으로 전 분기 대비 11.1% 증가할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 영업이익, 높아진 시장기대치 부합

휴켄스의 올해 3분기 실적은 매출액 1,540억원(YoY +4.0%, QoQ -1.7%), 영업이익 187억원(YoY +151.4%, QoQ -15.4%)으로 최근 높아진 시장기대치(영업이익 188억원) 및 우리의 추정치(영업이익 190억원)에 부합하였다. 한편 올해 3분기 영업이익은 전 분기 대비 15.4% 감소하였다. 이번 분기는 마진율이 높은 온실가스 배출권 판매가 없었기 때문이다. 다만 온실가스 배출권을 제외한 전사 영업이익은 전 분기 대비 50% 상승하였다. 이는 1) TDI 수급 개선에 따른 한화케미칼/OCI 등 국내 TDI 업체의 가동률 상승으로 동사 DNT 생산량이 6.1만톤으로 분기 최고치를 달성하였고, 2) TDI-톨루엔 스프레드 개선(+\$386/톤)으로 DNT 공급 가격이 상승하였으며, 3) 전 분기 고객사(금호미쓰이화학) 정기보수에 따른 기저효과로 MNB 생산/판매량이 증가(+4.1%)하였으며, 4) 전반적인 질산 유도체(DNT/MNB) 생산량 증가로 제품이자 동시에 원재료인 질산 공장의 가동률이 개선(+3.2%p)되었기 때문이다.

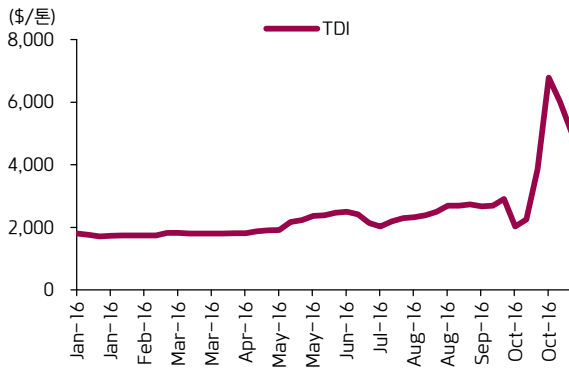
## &gt;&gt;&gt; 올해 4분기, 전 분기 대비 11.1% 증가 전망

동사의 4분기 영업이익은 208억원으로 전 분기 대비 11.1% 증가할 전망이다. 이는 1) 9월 이후 TDI 스프레드 급등 분이 올해 4분기에 동사 DNT 가격에 본격 반영될 전망이며, 2) 지난 10월 17일 에코아이를 통하여 50만톤의 온실가스 배출권이 판매되었기 때문이다. 다만 올해 4분기에 추가적으로 계획된 온실가스 배출권 판매는 내년 1분기로 이연되었고, 일부 성과급 및 고객사 정기보수 등을 고려하여 기존 추정 대비 이익 레벨을 낮추었다.

## &gt;&gt;&gt; 인도 업체 사고 발생으로 TDI 수급타이트 지속 전망

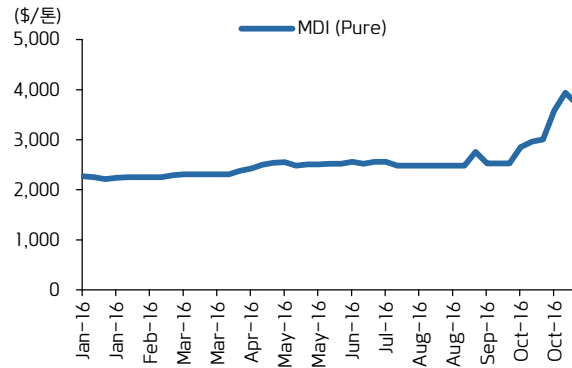
독일 메이저 업체(코베스트로, 바스프)의 대규모 플랜트의 생산 차질이 지속되는 가운데 11월 상해 코베스트로(25만톤)의 한달 동안 정기보수 진행 및 인도 GNFC(Gujarat Narmada Valley Fertilizer Limited Company)의 Dahej 공장(5만톤) 포스겐 유출 사고 발생으로 보수적으로도 내년 초반까지는 TDI 수급타이트는 지속될 전망이다. 한편 올해 말레이시아 프로젝트에 큰 자금 투입이 제한되고, 베트남 프로젝트는 이미 자금 투입이 완료된 상황이다. 이에 올해는 실적 개선에 따른 배당 여력 확대로 배당주로서의 매력을 유지할 전망이다. 기존 투자의견/목표주가 유지한다.

## 중국 TDI 가격 추이(주별)



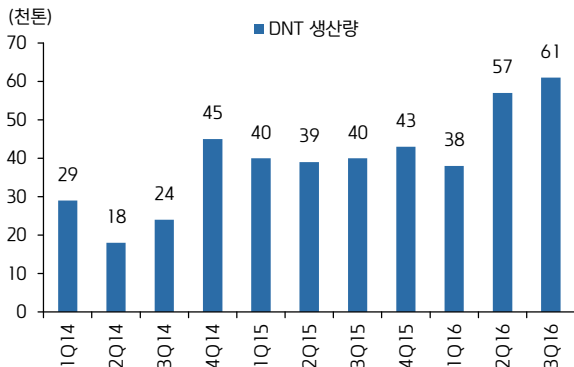
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 중국 MDI 가격 추이(주별)



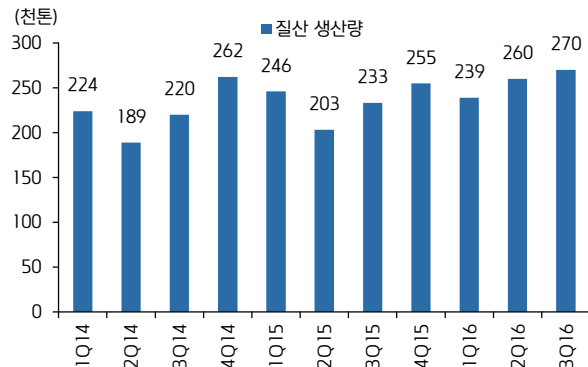
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 휴켄스 DNT 생산량 추이(분기별)



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 휴켄스 질산 생산량 추이(분기별)



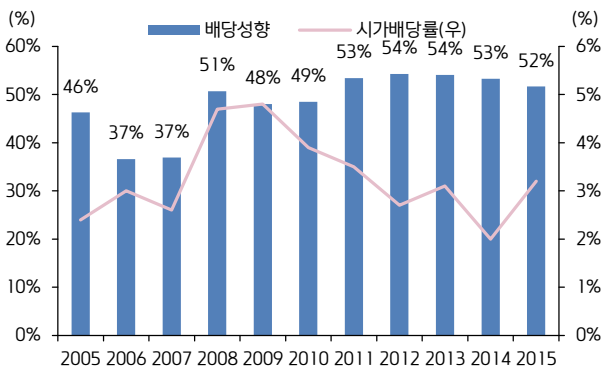
자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 휴켄스 3Q16 Review

(십억원, %)	2016					2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	YoY	QoQ	Annual	Annual	Annual
매출액	138	157	154	4.0%	-1.7%	600	624	759
영업이익	11	22	19	151.4%	-15.4%	44	72	105
%	7.6%	14.1%	12.1%			7.3%	11.6%	13.8%
영업이익	3	16	13	174.6%	-18.7%	34	46	67
%	2.1%	10.4%	8.6%			5.7%	7.4%	8.8%

자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 휴켄스 배당성향/시가배당률 추이(연별)



자료: 휴켄스, 키움증권 리서치

## 아시아 TDI 업체 생산능력 현황(2016년)

(단위: 천톤)					
업체	지역	생산능력	업체	지역	생산능력
BASF	중국	154	Karoon	이란	40
BASF	한국	160	LJP	중국	50
Bayer	중국	250	NPI	일본	25
China Blustar	중국	30	OCI	한국	50
FSEC	중국	100	SBPC	중국	66
Gansu Yinguang	중국	100	YJIE	중국	80
GNFC	인도	14	미쓰이화학	일본	120
GNFC	인도	50	한화케미칼	한국	50
HCDG	중국	30	한화케미칼	한국	50
HCDG	중국	50	한화케미칼	한국	50
HCDG	중국	100			

자료: 각사, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,166	6,004	6,239	7,592	8,387
매출원가	6,215	5,107	5,019	5,935	6,617
매출총이익	951	898	1,220	1,657	1,770
판매비및일반관리비	424	462	499	607	670
영업이익(보고)	528	436	721	1,050	1,100
영업이익(핵심)	528	436	721	1,050	1,100
영업외손익	-31	-15	-82	-196	-273
이자수익	60	51	43	45	52
배당금수익	0	1	6	8	9
외환이익	105	67	66	60	60
이자비용	91	77	98	265	419
외환손실	92	53	67	60	60
관계기업지분법손익	-21	-23	-22	11	80
투자및기타자산처분손익	-4	14	-11	-9	-9
금융상품평가및기타금융이익	-2	-3	-2	-2	-2
기타	13	9	4	15	17
법인세차감전이익	496	421	639	854	827
법인세비용	116	79	179	188	182
유효법인세율 (%)	23.4%	18.8%	28.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	380	342	460	666	645
지배주주지분순이익(억원)	406	366	523	740	717
EBITDA	894	802	1,046	1,390	1,567
현금순이익(Cash Earnings)	746	708	785	1,006	1,112
수정당기순이익	385	333	470	674	654
증감율(% YoY)					
매출액	-9.9	-16.2	3.9	21.7	10.5
영업이익(보고)	-11.5	-17.4	65.4	45.7	4.8
영업이익(핵심)	-11.5	-17.4	65.4	45.7	4.8
EBITDA	-10.1	-10.3	30.5	32.9	12.7
지배주주지분 당기순이익	-24.8	-9.7	42.8	41.5	-3.1
EPS	-24.8	-9.7	42.8	41.5	-3.1
수정순이익	-14.5	-13.3	41.1	43.3	-3.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	978	665	790	843	942
당기순이익	380	342	460	666	645
감가상각비	348	350	311	327	455
무형자산상각비	18	16	14	13	11
외환손익	-6	-6	1	0	0
자산처분손익	22	50	11	9	9
지분법손익	0	0	22	-11	-80
영업활동자산부채 증감	201	-62	-27	-155	-91
기타	14	-25	-3	-6	-8
투자활동현금흐름	-214	-262	-681	-4,712	-2,778
투자자산의 처분	-46	-105	470	-431	-257
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	-1	-1
재무활동현금흐름	-789	-532	970	4,066	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	17	15
현금및현금성자산의순증가	-25	-136	1,079	197	507
기초현금및현금성자산	248	223	87	1,167	1,364
기말현금및현금성자산	223	87	1,167	1,364	1,871
Gross Cash Flow	777	727	817	998	1,033
Op Free Cash Flow	808	506	-308	-3,303	-1,310

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,186	3,689	4,334	5,218	6,129
현금및현금성자산	223	87	1,167	1,364	1,871
유동금융자산	1,578	2,350	1,866	2,270	2,508
매출채권및유동채권	1,100	932	969	1,179	1,303
채고자산	285	320	332	404	447
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,243	3,417	4,228	8,221	10,383
장기매출채권및기타비유동채권	41	81	84	102	113
투자자산	976	333	315	350	449
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	8,561	13,439	16,512
유동부채	2,180	1,165	1,190	1,336	1,421
매입채무및기타유동채무	755	591	615	748	826
단기차입금	605	262	262	262	262
유동성장기차입금	746	257	257	257	257
기타유동부채	74	55	57	69	76
비유동부채	518	1,212	2,375	6,672	9,208
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	313	961	2,111	6,391	8,911
기타비유동부채	205	252	265	282	297
부채총계	2,698	2,377	3,566	8,008	10,629
자본금	409	409	409	409	409
주식발행초과금	1,763	1,763	1,763	1,763	1,763
이익잉여금	2,771	2,913	3,243	3,748	4,268
기타자본	-232	-355	-355	-355	-355
지배주주지분자본총계	4,711	4,730	5,060	5,565	6,085
비지배주주지분자본총계	20	-1	-64	-135	-202
자본총계	4,731	4,729	4,996	5,430	5,883
순차입금	29	-759	-204	3,474	5,249
총차입금	1,830	1,678	2,828	7,108	9,628

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

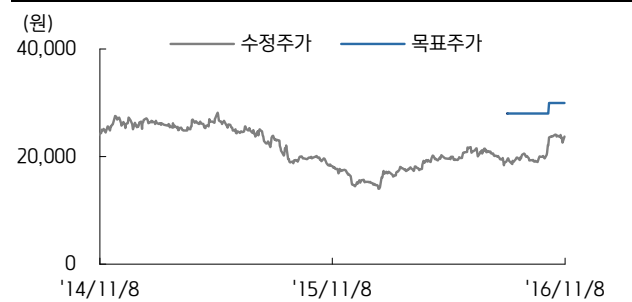
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	993	896	1,280	1,811	1,754
BPS	11,525	11,570	12,377	13,614	14,885
주당EBITDA	2,186	1,961	2,559	3,400	3,833
CFPS	1,826	1,731	1,921	2,460	2,720
DPS	550	500	600	500	500
주가배수(배)					
PER	25.3	17.1	18.6	13.1	13.5
PBR	2.2	1.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.8	6.3	8.0	8.8	8.9
PCFR	13.7	8.8	12.4	9.7	8.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.4	7.3	11.6	13.8	13.1
영업이익률(핵심)	7.4	7.3	11.6	13.8	13.1
EBITDA margin	12.5	13.3	16.8	18.3	18.7
순이익률	5.3	5.7	7.4	8.8	7.7
자기자본이익률(ROE)	8.1	7.2	9.5	12.8	11.4
투자자본이익률(ROIC)	10.3	9.6	13.4	12.1	8.7
안정성(%)					
부채비율	57.0	50.3	71.4	147.5	180.7
순차입금비율	0.6	-16.0	-4.1	64.0	89.2
이자보상배율(배)	5.8	5.6	7.4	4.0	2.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.9	6.6	7.1	6.8
재고자산회전율	23.5	19.9	19.1	20.6	19.7
매입채무회전율	10.0	8.9	10.3	11.1	10.7

- 당사는 11월 7일 현재 '휴켄스 (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 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

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

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