

## 어려운 상황에서도 튼튼한 실적

### 화학

Results Comment  
2013. 11. 6

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가 (원, 12M)	<b>28,000</b>
현재주가(13/11/05, 원)	<b>23,350</b>
상승여력	<b>20%</b>

영업이익(13F, 십억원)	63
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	66
EPS 성장률(13F, %)	-2.8
MKT EPS 성장률(13F, %)	16.4
P/E(13F, x)	18.4
MKT P/E(13F, x)	10.9
KOSPI	2,013.93
시가총액(십억원)	955
발행주식수(백만주)	41
유동주식비율(%)	58.7
외국인 보유비중(%)	12.2
베타(12M, 일간수익률)	0.56
52주 최저가(원)	17,550
52주 최고가(원)	26,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	0.4	-3.9
상대주가	3.9	-2.0	-9.5



### 정유/화학

**박연주**  
02-768-3061  
yeonju.park@dwsec.com

**배영지**  
02-768-4123  
youngjee.bae@dwsec.com

### 3Q review: 낮은 DNT 가동률에도 불구하고 견조한 실적 시험

휴켄스의 3분기 **영업이익은 177억원으로 컨센서스에 부합**하였다. DNT 가동률은 여전히 50% 수준에 머무르고 있으나 MNB, 질산 등의 가동률이 소폭 개선되면서 전분기대비 영업이익이 소폭 증가하였다. 11월 현재 각 공장의 가동률은 3분기와 유사해 4분기에도 현재 수준의 업황이 이어질 것으로 예상된다. 4분기 영업이익은 일회성 비용 반영 등으로 151억원을 기록할 것으로 전망한다.

### TDI 공급 과잉 해소로 15년까지 영업이익 연 23% 증가 전망

휴켄스 실적 개선의 핵심은 DNT 공장의 가동률이라고 할 수 있다. 전방 산업인 TDI가 공급 과잉에 진입하면서 DNT 공장 가동률은 낮은 상태에서 유지되고 있다. 그러나 시기의 문제일 뿐 **TDI는 14년으로 갈수록 공급 과잉이 해소될 가능성이 높다**. 11년 전세계 설비의 10~15%에 해당하는 신규 설비가 가동에 들어갔으나 이후 2~3년이 흘러 잉여 설비가 소화되어 가고 있을 것으로 추정된다. 휴켄스는 국내에서 독점적으로 DNT를 생산하고 있기 때문에 TDI 업황이 회복되면 실적이 빠르게 개선될 수 있다.

**말레이시아 암모니아/질산 프로젝트도 진행 중**이다. 현재 휴켄스는 말레이시아 지방 정부와 원료 가격 협상을 진행 중인데 협상이 마무리되는 대로 파트너 선정, 파이낸싱 등이 진행될 예정이다. 가스 기반 암모니아 프로젝트는 현재 영위하는 사업보다 높은 마진율을 함유할 것으로 전망된다. 원료 가격 협상이 완료되면 주가에 상승 촉매로 작용할 수 있다.

### 목표가 28,000원 유지. 높은 배당 수익률로 하방 경직성 높을 전망

휴켄스에 대해 투자 의견 **매수**, 목표주가 28,000원을 유지한다. **목표주가는 14년 기준 EBITDA에 EV/EBITDA 8배를 적용**하였다. 실적의 안정성이 높고 말레이시아 프로젝트 등 중장기 성장 잠재력이 있는 점을 감안하였다. 동사는 원재료 가격을 판가에 바로 연동시키는 구조로, 가동률만 상승하면 실적이 빠르게 개선될 수 있다.

리스크 요인은 DNT 가동률이 계속 낮게 유지되면서 실적이 컨센서스를 하회할 가능성이 있다. 그러나 현재 낮은 DNT 가동률에도 불구하고 분기당 170~180억원 수준의 영업이익을 창출하고 있고 **배당 수익률이 높아 주가의 하방 경직성이 높을 것으로 전망**된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	539	567	713	803	817	908
영업이익(십억원)	78	59	66	63	76	95
영업이익률 (%)	14.5	10.4	9.2	7.8	9.3	10.5
순이익(십억원)	68	51	54	52	66	79
EPS (원)	1,747	1,250	1,308	1,271	1,622	1,938
ROE (%)	19.4	11.9	12.0	11.4	13.9	15.3
P/E (배)	11.2	16.0	19.8	18.4	14.4	12.1
P/B (배)	1.9	1.9	2.5	2.2	2.0	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 휴켄스, KDB대우증권 리서치센터

휴켄스

어려운 상황에서도 튼튼한 실적

표 1. 휴켄스 분기별 실적 추정

(십억원, %, 달러/톤)

		2013F				2014F				12	13F	14F
		1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	계	209	189	212	193	198	199	210	210	713	803	817
	DNT	41	37	34	33	35	37	44	44	215	145	160
	MNB	107	112	109	103	103	102	102	102	243	431	408
	질산	37	34	31	32	34	34	38	38	126	135	145
	초안	7	9	9	9	9	9	9	9	52	35	37
	CDM	1	0	0	1	1	1	2	2	4	2	5
	기타	17	-4	28	16	16	16	16	16	67	56	62
영업이익		13	17	18	15	17	17	21	21	66	63	76
세전이익		19	17	17	15	23	19	19	20	64	68	81
당기순이익		16	11	13	12	19	15	15	16	54	52	66
주요 가정 가격	원/달러 환율	1,085	1,120	1,100	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,126	1,089	1,050
	암모니아	589	527	460	500	500	500	500	500	548	519	600
	벤젠	1,366	1,382	1,299	1,237	1,237	1,220	1,220	1,220	1,210	1,289	1,220
	톨루엔	1,281	1,258	1,136	1,137	1,137	1,120	1,120	1,120	1,179	1,167	1,120
가동률	DNT	57	52	52	52	55	60	70	70	67	53	64
	MNB	94	94	100	100	100	100	100	100	100	97	100
	질산	80	80	85	85	90	90	100	100	94	83	95

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	803	853	803	817	0.0	-4.2
영업이익	66	80	63	76	-4.7	-5.0
세전이익	72	90	68	81	-5.9	-10.0
당기순이익	54	70	52	66	-3.8	-5.3
영업이익률	8.2	10.2	7.8	9.3	-0.4	-0.9
당기순이익률	6.7	8.2	6.5	8.1	-0.3	-0.1

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

	3Q12	2Q13	3Q13P			성장률	
			실제치	대우증권 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	189	189	212	201	193	12.5	12.2
영업이익	17	17	18	17	17	2.9	3.7
영업이익률	9.1	9.0	8.3	8.7	9.0	-0.8	-0.7
세전이익	16	17	17	17	17	4.7	-3.5
당기순이익	12	11	13	13	14	5.6	13.5

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션 요약

(십억원, 배, 원)

	EBITDA	적용EV/EBITDA	적정 가치
기존 사업 가치	139.7	8.0	1,117.7
순차입금			-28.0
기업가치			1,145.7
평균발행주식수			40,878.6
적정 주가			28,027.0

자료: KDB대우증권 리서치센터

휴켄스

어려운 상황에서도 튼튼한 실적

휴켄스 (069260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>713</b>	<b>803</b>	<b>817</b>	<b>908</b>
매출원가	609	705	705	778
매출총이익	104	99	112	131
판매비와관리비	38	36	36	36
조정영업이익	66	63	76	95
영업이익	66	63	76	95
비영업손익	-2	5	5	2
순금융비용	-4	2	2	5
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	64	68	81	97
계속사업법인세비용	12	17	16	19
계속사업이익	52	50	65	78
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>78</b>
지배주주	54	52	66	79
비지배주주	-1	-2	-2	-2
<b>총포괄이익</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>73</b>
지배주주	52	48	62	75
비지배주주	-2	-2	-2	-2
EBITDA	94	83	115	145
FCF	-71	31	-100	-74
EBITDA마진율 (%)	13.1	10.3	14.1	15.9
영업이익률 (%)	9.2	7.8	9.3	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.5	6.5	8.1	8.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>41</b>	<b>134</b>	<b>99</b>	<b>125</b>
당기순이익	52	50	65	78
비현금수익비용가감	41	33	50	67
유형자산감가상각비	27	19	38	49
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-3	7	7	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	63	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-41	125	0	0
재고자산 감소(증가)	-4	34	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-87	0	0
법인세납부	-14	-13	-16	-19
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-15</b>	<b>-127</b>	<b>-197</b>	<b>-197</b>
유형자산처분(취득)	-107	-107	-200	-200
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	101	-27	0	0
기타투자활동	-9	6	3	3
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-34</b>	<b>-26</b>	<b>86</b>	<b>72</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	13	17	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-12	0	0
배당금의 지급	-29	-28	-25	-32
기타재무활동	-8	-4	-6	-8
<b>현금의증가</b>	<b>-9</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>
기초현금	40	31	12	0
기말현금	31	12	0	0

자료: 휴켄스, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>380</b>	<b>214</b>	<b>202</b>	<b>202</b>
현금 및 현금성자산	31	12	0	0
매출채권 및 기타채권	122	0	0	0
재고자산	33	0	0	0
기타유동자산	11	0	0	0
<b>비유동자산</b>	<b>392</b>	<b>486</b>	<b>648</b>	<b>802</b>
관계기업투자등	18	20	20	20
유형자산	339	433	595	746
무형자산	21	18	18	17
<b>자산총계</b>	<b>771</b>	<b>700</b>	<b>850</b>	<b>1,003</b>
<b>유동부채</b>	<b>141</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
매입채무 및 기타채무	86	0	0	0
단기금융부채	42	59	59	59
기타유동부채	13	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>170</b>	<b>175</b>	<b>290</b>	<b>402</b>
장기금융부채	167	171	288	400
기타비유동부채	2	2	1	1
<b>부채총계</b>	<b>311</b>	<b>234</b>	<b>349</b>	<b>460</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>452</b>	<b>459</b>	<b>496</b>	<b>539</b>
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	182	182	182	182
이익잉여금	241	264	305	353
<b>비지배주주지분</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>3</b>
<b>자본총계</b>	<b>461</b>	<b>466</b>	<b>501</b>	<b>543</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	19.8	18.4	14.4	12.1
P/CF (x)	13.0	13.3	9.1	7.4
P/B (x)	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	11.4	11.8	9.6	8.4
EPS (원)	1,308	1,271	1,622	1,938
CFPS (원)	1,988	1,755	2,575	3,153
BPS (원)	10,541	10,776	11,707	12,784
DPS (원)	700	636	811	969
배당성향 (%)	53.0	48.1	48.1	48.1
배당수익률 (%)	2.7	2.7	3.5	4.2
매출액증가율 (%)	25.8	12.6	1.7	11.2
EBITDA증가율 (%)	20.4	-11.8	39.0	25.9
영업이익증가율 (%)	12.4	-4.6	20.8	25.1
EPS증가율 (%)	4.6	-2.8	27.6	19.4
매출채권 회전율 (회)	7.4	6.7		
재고자산 회전율 (회)	23.7	24.3		
매입채무 회전율 (회)	12.0	12.4		
ROA (%)	7.0	6.9	8.4	8.4
ROE (%)	12.0	11.4	13.9	15.3
ROIC (%)	15.3	10.6	11.4	11.1
부채비율 (%)	67.4	50.2	69.5	84.8
유동비율 (%)	269.7	363.7	342.9	342.9
순차입금/자기자본 (%)	-0.8	3.5	28.9	47.3
영업이익/금융비용 (x)	9.7	12.6	13.9	11.5

## 휴켄스

어려운 상황에서도 튼튼한 실적

### Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☒))
  - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

