

Company Update

Analyst 이 지 연

02) 6915-5673

leepd200@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 25,000원

현재가 (12/18) 14,950원

KOSPI (12/18)	1,975.32pt
시가총액	611십억원
발행주식수	40,879천주
액면가	1,000원
52주 최고가	28,150원
최저가	14,500원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	4.4%
배당수익률 (2015F)	2.8%

주주구성	
박연차 외 5 인	39.33%
국민연금	12.98%

추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-12%	-38%	-43%
절대기준	-12%	-40%	-41%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	25,000	33,000	▼
EPS(15)	978	1,206	▼
EPS(16)	1,147	1,258	▼

휴켄스 주가추이



본 조서분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

휴켄스 (069260)

높은 배당과 밸류에이션 매력

4분기 영업이익은 112억원으로 3분기 바닥 통과

4분기 영업이익은 112억원으로 전분기 대비 약 50% 개선되어 전년과 비슷한 실적을 보일 것으로 전망된다. DNT시황은 여전히 부진하나 더 이상 악화되지 않고 있으며, 말레이시아 프로젝트 비용 감소와 4분기 탄소배출권 이익 반영으로 영업이익이 약 20억원 증가할 것으로 예상되기 때문이다. DNT제품 스프레드를 결정하는 'TDI-톨루엔'스프레드는 3분기 수준을 유지하고 있으며, 계약구조의 하단 스프레드를 기록하여 추가 스프레드 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

단기 DNT업황 회복 지연되고 있으나, 장기 성장성에는 의심 없어

질산/MNB/초안제품의 마진은 안정적이나 DNT제품 마진은 전방산업인 TDI제품과 원재료 톨루엔과의 스프레드에 연동되고 있어 부진한 실적의 주요 원인이 되고 있다. 11월 말 BASF의 독일 30만톤 TDI설비 가동으로 공급 과잉 해소가 지연되고 있는 상황이다. 16년 상반기 사우디아라비아 Sadara Chemical의 20만톤 TDI설비 증설을 마치고 하반기부터 점진적인 TDI업황 회복이 기대된다. 업황 회복시 스프레드 개선과 고객사의 가동률 상승으로 P와 Q가 모두 개선될 전망이다. 반면, 17년 약 1,200억원 매출 규모의 베트남 비료사업을 앞두고 있으며, 18년 말 말레이시아 가스 프로젝트 완료로 제품 수직계열화가 가능할 전망이다. 최근 유가 하락으로 암모니아 가격이 하락하였으나 수익성은 25%로 여전히 높을 것으로 판단된다.

과도한 주가 하락으로 높아진 배당수익률

동사는 안정적인 실적을 바탕으로 과거 5년동안 P/E 17.5배, P/B 2.0배의 높은 밸류에이션을 받아왔다. 그러나 최근 단기 실적 부진으로 연초 대비 주가는 40% 하락하였다. DNT업황 회복 지연에 따라 16년 영업이익을 560억원으로 기존 추정치 대비 18% 감익하며, 목표주가를 기존 33,000원에서 25,000원으로 하향한다. 그러나 17년 비료 사업과 18년 말레이시아 암모니아 프로젝트의 중장기 성장성은 여전히 충분하며 3.6%의 높은 배당수익률 및 자사주 매입 의지에 따라 '매수'의견을 유지한다.

(단위:십억원 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	796	717	593	690	969
영업이익	60	53	48	56	80
세전이익	70	50	49	57	70
지배주주순이익	54	41	40	47	57
EPS(원)	1,320	993	978	1,147	1,406
증가율(%)	0.9	-24.8	-1.4	17.3	22.5
영업이익률(%)	7.5	7.4	8.2	8.1	8.3
순이익률(%)	6.3	5.3	6.4	6.4	5.6
ROE(%)	11.8	8.7	8.4	9.5	10.9
PER	18.2	25.3	15.3	13.0	10.6
PBR	2.1	2.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	11.7	6.4	8.0	8.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 휴켄스 실적 전망

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	12	13	14	15F	16F	17F
매출액	191	142	182	201	162	137	148	146	713	796	717	593	690	969
(QoQ,%)	3.2	(25.9)	28.5	10.1	(19.3)	(15.6)	8.3	(1.4)						
(YoY,%)	(8.3)	(24.9)	(14.0)	8.3	(15.4)	(3.6)	(18.8)	(27.3)	25.8	11.5	(9.9)	(17.3)	16.4	40.4
DNT/MNB	135	85	124	136	100	78	94	88	459	537	479	360	415	511
질산/초안	45	45	42	55	50	39	51	45	179	201	187	185	212	262
기타	11	12	17	10	12	19	3	14	76	58	50	48	63	197
영업이익	19	9	13	12	17	12	7	11	66	60	53	48	56	80
(QoQ,%)	60.4	(55.1)	56.0	(11.9)	48.1	(29.0)	(40.0)	50.0						
(YoY,%)	45.9	(49.7)	(24.4)	(1.0)	(8.5)	44.7	(44.3)	(5.2)	12.4	(9.5)	(11.5)	(8.2)	15.8	42.8
영업이익률(%)	10.0	6.0	7.3	5.9	10.8	9.1	5.0	7.6	9.2	7.5	7.4	8.2	8.1	8.3

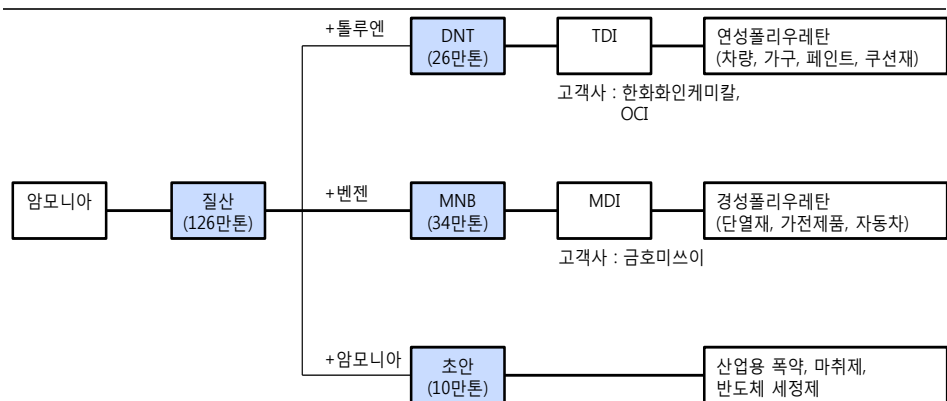
자료: IBK투자증권

표 2 실적 추정치 변동사항

(십억원)	기존 추정치 4Q15F	2016F	신규 추정치 4Q15F	2016F	차이(%) 4Q15F	2016F
매출액	182	877	148	690	(19)	(21)
영업이익	13	68	11	56	(14)	(18)
EBITDA		115		94		(18)
지배주주순이익		51		47		(8)
EPS		1,258		1,147		(9)

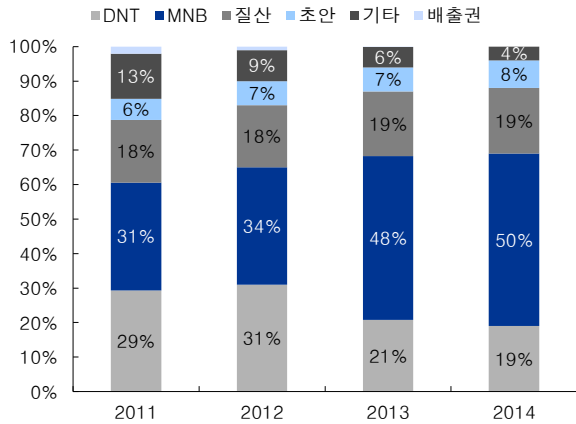
자료: IBK투자증권

그림 1. 휴켄스 생산제품 - 질산, DNT, MNB, 초안



자료: IBK투자증권

그림 2. 휴켄스 제품별 매출 비중



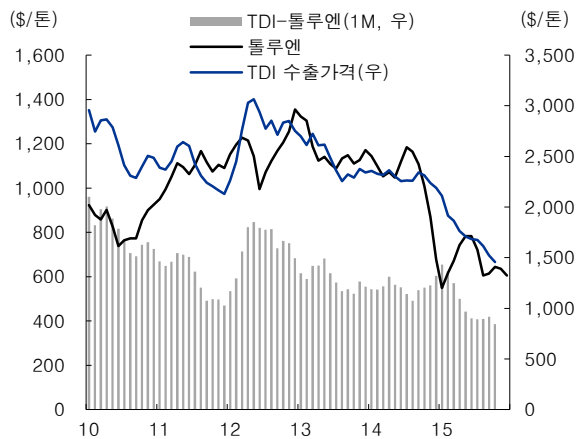
자료: IBK투자증권

그림 3. 고객사와 장기계약 체결

제품	고객사	계약기간	
질산	한국바스프	15년	2003-2018
	한국솔베이	8년	2008-2016
	BMS(중국)	5년	2014-2019
DNT	한화화인케미칼	18년	2014-2032
	OCI	18년	2015-2033
MNB	금호미쓰이화학	15년	2009-2024
		15년	2012-2027
	일본미쓰이화학	3년	2012-2015
초안	고려노벨화학	5년	2011-2015
	한화	1년 단위로 자동 연장	2006-

자료: IBK투자증권

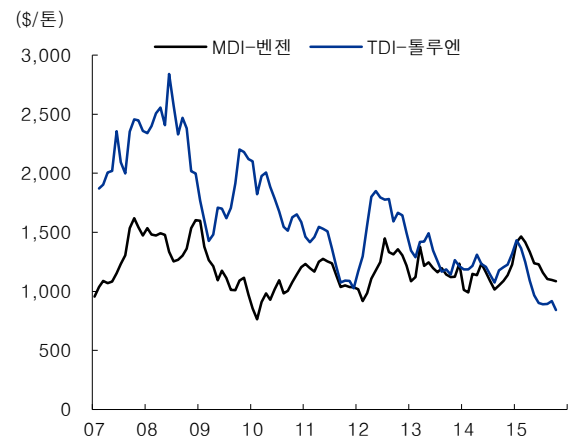
그림 4. 톨루엔 가격 하락으로 'TDI-톨루엔' 스프레드 반등 기대



자료: KITA, IBK투자증권

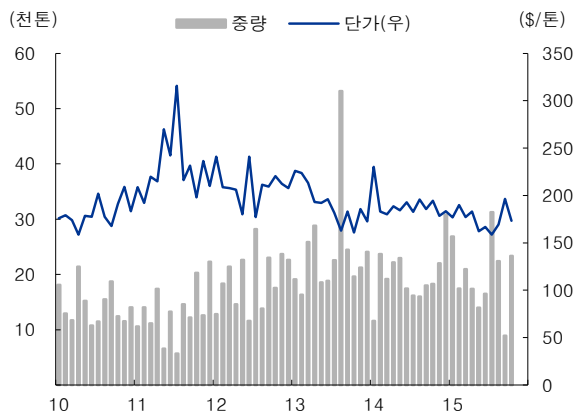
주: 휴켄스가 판매하는 DNT제품은 'TDI-톨루엔' 스프레드에 연동되는 구조임.

그림 5. 유가 하락으로 TDI제품 수출가격 동반 하락세



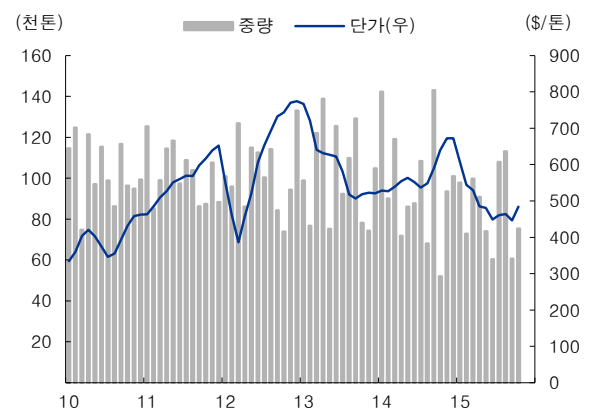
자료: KITA, IBK투자증권

그림 6. 질산 수출단가 안정적



자료: KITA, IBK투자증권

그림 7. 암모니아(원재료) 가격 하락으로 스프레드 긍정적



자료: KITA, IBK투자증권

표 3. 말레이시아 프로젝트 수익성 분석

	단위	(1) 가스 가격 \$5	(2) 가스 가격 \$6	(3) 가스 가격 \$7
가스가격	\$/mmbtu	5	6	7
가스가격	\$/톤	180	216	252
생산제품				
암모니아	천톤	440	440	440
질산	천톤	240	240	240
초안	천톤	200	200	200
제품가격				
암모니아	\$/톤	450	500	550
질산	\$/톤	315	350	385
초안	\$/톤	428	475	523
매출액	억원	3,950	4,389	4,828
암모니아		2,178	2,420	2,662
질산		832	924	1,016
초안		941	1,045	1,150
마진				
암모니아-가스	\$/톤	270	284	298
생산비용	\$/톤	160	160	160
cash margin	\$/톤	110	124	138
영업이익율	%	24	25	25
영업이익	억원	966	1,088	1,211
이자비용(4%)		160	160	160
세전이익		806	928	1,051
순이익		620	715	810
16 영업이익의 현재가치(10%)		466	537	608

자료: IBK투자증권

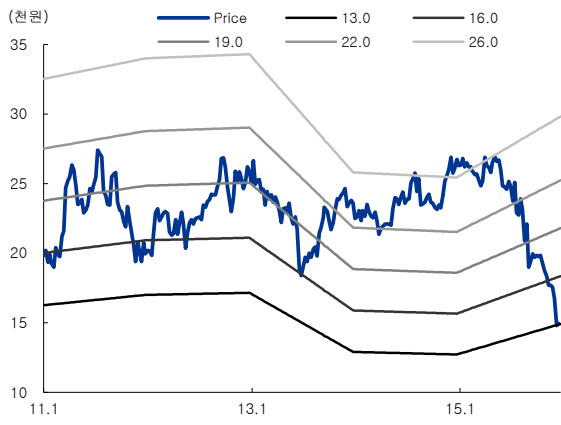
주: 환율 1,100억원 가정, 총 투자비 9,000억원에서 휴켄스 자본금 2,500억원과 2015~2019년 잉여현금 2,500억원을 감안하여 4,000억원 가량 추가 차입할 것으로 가정.

표 4 휴켄스 밸류에이션 - 목표주가 25,000원

(십억원)	16F	비고
EBITDA	94	
말레이시아 프로젝트	46	
Target Multiple	7	
영업가치 (A)	984	
관계기업투자자산 (B)	20	
순차입금 (C)	(43)	3Q15 기준
우선주시가총액 (D)	0	
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)	1,048	
유통주식수 (F)	40,879	
(1) 목표주가 (G=E/F)	25,000	
BPS	12,420	
Target P/B	2.0	
(2) 목표주가	24,840	
최종 목표주가	25,000	
현재주가	14,950	
Upside (%)	67.2	

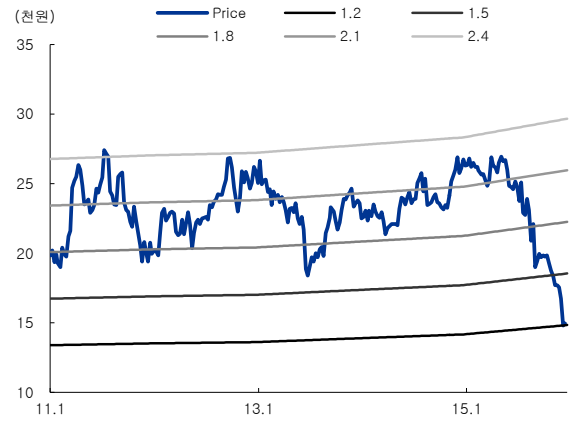
자료: IBK투자증권

그림 8. P/E 밴드 추이



자료: IBK투자증권

그림 9. P/B 밴드 추이



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	796	717	593	690	969
증가율(%)	11.5	-9.9	-17.3	16.4	40.4
매출원가	698	621	499	581	829
매출총이익	98	95	94	109	140
매출총이익률 (%)	12.3	13.3	15.8	15.8	14.5
판매비	38	42	45	53	60
판매비율(%)	4.8	5.9	7.7	7.7	6.2
영업이익	60	53	48	56	80
증가율(%)	-9.5	-11.5	-8.2	15.8	42.8
영업이익률(%)	7.5	7.4	8.2	8.1	8.3
순금융손익	4	-4	-1	-6	-17
이자손익	-4	-3	-3	-6	-17
기타	8	0	2	0	0
기타영업외손익	6	0	2	7	7
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	70	50	49	57	70
법인세	20	12	12	13	16
법인세율	28.5	23.4	23.7	23.0	23.0
계속사업이익	50	38	38	44	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	38	38	44	54
증가율(%)	-3.6	-24.4	-0.9	17.3	22.5
당기순이익률 (%)	6.3	5.3	6.4	6.4	5.6
지배주주당기순이익	54	41	40	47	57
기타포괄이익	1	0	-1	0	0
총포괄이익	51	38	37	44	54
EBITDA	99	89	85	94	118
증가율(%)	6.0	-10.1	-4.9	10.6	25.4
EBITDA마진율(%)	12.5	12.5	14.3	13.6	12.2

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표 (원)					
EPS	1,320	993	978	1,147	1,406
BPS	11,231	11,525	11,796	12,420	13,303
DPS	750	550	550	550	550
밸류에이션(배)					
PER	18.2	25.3	15.3	13.0	10.6
PBR	2.1	2.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	11.7	6.4	8.0	8.8
성장성지표(%)					
매출증가율	11.5	-9.9	-17.3	16.4	40.4
EPS증가율	0.9	-24.8	-1.4	17.3	22.5
수익성지표(%)					
배당수익률	3.1	2.2	3.7	3.7	3.7
ROE	11.8	8.7	8.4	9.5	10.9
ROA	6.5	5.0	5.1	5.4	4.8
ROIC	12.1	9.7	10.2	9.7	8.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	67.5	57.0	55.1	75.7	152.5
순차입금 비율(%)	-7.1	3.2	-13.7	29.1	79.3
이자보상배율(배)	6.0	5.8	6.1	5.1	3.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.1	7.1	6.8	8.2	8.9
재고자산회전율	24.3	23.5	23.5	31.4	36.5
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	402	319	393	307	499
현금및현금성자산	25	22	31	33	114
유가증권	222	129	214	104	145
매출채권	106	95	78	91	127
재고자산	32	28	22	22	31
비유동자산	374	424	355	581	859
유형자산	321	301	295	458	703
무형자산	18	18	19	21	23
투자자산	23	93	34	93	122
자산총계	776	743	748	888	1,359
유동부채	163	218	139	152	203
매입채무및기타채무	54	58	38	44	62
단기차입금	35	61	51	55	78
유동성장기부채	45	75	25	25	25
비유동부채	150	52	127	231	618
사채	50	0	80	80	80
장기차입금	84	31	23	123	503
부채총계	313	270	266	383	820
지배주주지분	459	471	482	508	544
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	182	182	182	182	182
자본조정등	-29	-28	-33	-33	-33
기타포괄이익누계액	-1	-1	-3	-3	-3
이익잉여금	266	277	295	321	357
비지배주주지분	4	2	0	-2	-6
자본총계	464	473	482	505	538
비이자부채	99	103	87	99	135
총차입금	214	166	179	283	686
순차입금	-33	15	-66	147	427

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	87	98	65	69	59
당기순이익	50	38	38	44	54
비현금성 비용 및 수익	54	57	47	37	48
유형자산감가상각비	38	35	35	36	36
무형자산상각비	2	2	2	2	2
운전자본변동	-4	20	-5	-6	-26
매출채권등의 감소	12	15	12	-13	-37
재고자산의 감소	1	4	7	0	-9
매입채무등의 증가	-10	4	-21	6	18
기타 영업현금흐름	-14	-17	-14	-6	-17
투자활동 현금흐름	-62	-21	-82	-162	-379
유형자산의 증가(CAPEX)	-24	-14	-33	-200	-280
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-2	-2	-4	-4
투자자산의 감소(증가)	11	-100	2	-58	-29
기타	-49	94	-49	100	-66
재무활동 현금흐름	-32	-79	2	94	401
차입금의 증가(감소)	23	-20	-8	100	380
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-55	-59	9	-6	21
기타 및 조정	0	0	24	0	0
현금의 증가	-6	-2	9	1	81
기초현금	31	25	22	31	33
기말현금	25	22	31	33	114

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	122	89.7
중립	14	10.3
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

