

TKG후켄스 (069260)

화학

황규원



02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	35,000원 (M)
현재주가 (7/6)	19,550원
상승여력	79%

시가총액	7,992억원
총발행주식수	40,878,588주
60일 평균 거래대금	49억원
60일 평균 거래량	211,537주
52주 고	29,800원
52주 저	19,150원
외인지분율	8.08%
주요주주	태광실업 외 2인 43.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(21.6)	(11.9)	(16.8)
상대	(8.7)	5.1	20.0
절대(달러환산)	(25.5)	(17.9)	(28.1)

2022년 하반기 실적이 더 좋아!!!

2022년 2분기 예상 영업이익 357억원 강보합

2022년 2분기 예상 실적은 '매출액 3,253억원, 영업이익 357억원(영업이익률 11.0%), 지배주주 순이익 270억원' 등이다. 영업이익 추정치는 전년 동기 272억원 대비 32% 증가하는 것이며, 업황 회복을 시작한 지난 1분기 354억원과 비슷한 견조한 실적이다. 다만, 시장 컨센서스 423억원(7.6일 기준)은 너무 낙관적이어서 눈높이 조절이 필요해 보인다. 부문별로는 탄소배출권 판매가 거의 없는 가운데, 주력제품인 TDI/질산/초안 등에서 대부분의 실적이 달성될 전망이다.

2분기 특징, MNB 정기보수에도 실적 강보합

MNB 정기보수, TDI 판매 정제, 초안/질산 수출 효과 등이 특징적이다. 첫째, 주력제품인 MNB(경성폴리우레탄 원료)는 5월 중순 ~ 6월 초까지 생산을 멈췄다. 주요거래처인 금호미쓰이(주)에서 대규모 정기보수를 진행했기 때문이다. △40억원 내외의 이익 감소 요인이 발생되었다. 둘째, DNT(연성폴리우레탄 원료) 견조한 스프레드는 1,778\$(전분기 1,740\$)로 견조했다. 4 ~ 5월 판매 호조를 보였지만, 6월에는 주 거래처인 한화솔루션(주)에서 수출 선박 확보 문제로 가동을 줄이면 휴켄스(주)에도 영향을 미쳤다. 셋째, 초안(산업용 폭약) 수출 호조가 돋보였다. 인도네시아 등지에서 초안 수입처를 러시아에서 한국으로 바꾸고 있기 때문이다.

겨울철 TDI 공급부족 심화 예상, 주가 2만원은 저가

2022년 하반기 TDI 호황과 예상 배당 1,500원을 고려하면, 주가 2만원에서는 매수를 주저할 필요가 없다.

2022년 연간 예상 영업이익은 1,610억원(전년 934억원)으로 초호황기 실적이 가능하다. 상반기 영업이익 712억원에서 하반기 964억원으로 증익 폭이 커질 것이다. MNB 정기보수 소멸 효과와 TDI 스프레드 추가 상승이 기대된다. 특히, TDI 업황은 타이트해지기 시작했다. 러시아산 천연가스 공급부족 영향으로, 2분기 말 유럽 TDI업체는 가동률이 50% 이하로 낮아졌다. 겨울철에 접어들면 천연가스 할당 우려로, 생산량이 더 줄어들 것이다. 아시아 경쟁사에 호재이다. 참고로, TDI 글로벌 Capa 360만톤에서 유럽 비중은 25%이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,253	52.4	10.6	3,057	6.4
영업이익	357	31.6	0.8	423	-15.4
세전계속사업이익	367	5.6	2.2	454	-19.2
지배순이익	270	9.9	0.7	321	-15.7
영업이익률 (%)	11.0	-1.7 %pt	-1.0 %pt	13.8	-2.8 %pt
지배순이익률 (%)	8.3	-3.2 %pt	-0.8 %pt	10.5	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	5,935	8,612	13,273	9,460
영업이익	952	934	1,610	1,477
지배순이익	496	757	1,217	1,170
PER	15.9	13.0	6.6	6.8
PBR	1.1	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.3	5.9	2.6	2.9
ROE	7.5	11.1	16.5	14.7

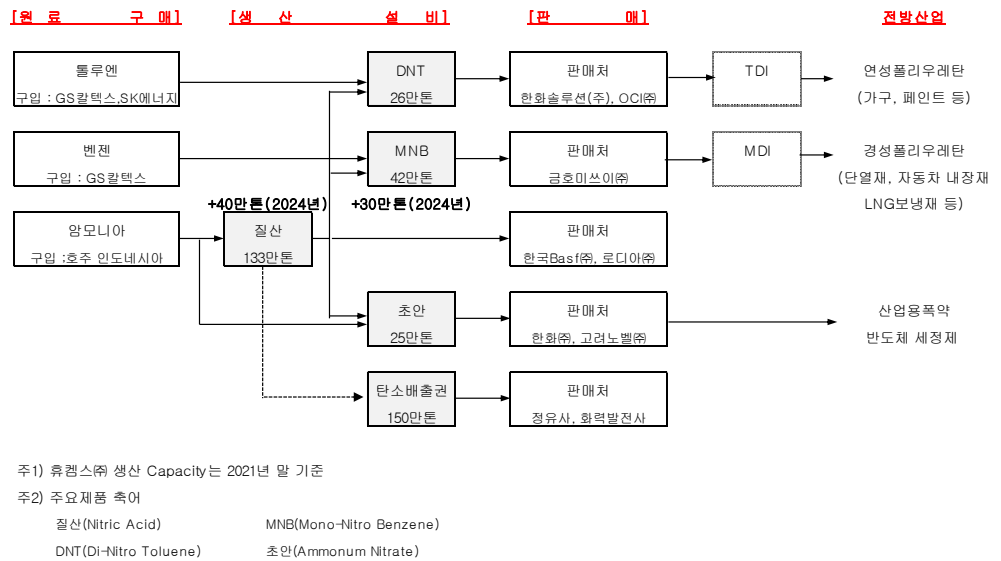
자료: 유안타증권

표 1. 휴켄스주의 실적 추정치 : 2021 년 영업이익 934 억원 → (2022 년 1 분기 354 억원, 2 분기 예상 357 억원) → 2022 년 예상 영업이익 1,610 억원(e)

										BASF® 폭발사고 시기 TDI 공급부족				러시아 제재시기 유럽 TDI 공급저질 시기					
		2021				2022				연간실적									
		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
생산 Capa																			
	질산 (만톤)	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	126.0	126.0	126.0	126.0	127.8	127.8	133.0	133.0	133.0	
	초안 (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	13.0	17.0	17.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	
	DNT (만톤)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	
	MNB (만톤)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	32.0	32.0	34.5	42.0	40.5	40.5	42.0	42.0	42.0	
	탄소배출권 (만톤)	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	
	폴리부텐(자회사) (만톤)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
	복합비료(베트남) (만톤)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0			18.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	
주요가격 및 스프레드																			
TDI	\$/MT	2,328	2,263	2,240	2,279	2,648	2,901	2,945	3,055	1,690	2,971	4,760	4,300	1,923	1,796	2,277	2,887	2,760	
질산	\$/MT	154	179	220	231	278	312	308	293	130	145	120	130	121	129	196	298	228	
초안	\$/MT	342	364	459	470	649	855	800	768		341	303	350	327	314	409	768	636	
탄소배출권 가격	\$/MT	22	21	21	27	28	16	20	32	10	16	19	22	25	31	23	24	26	
톨루엔(원료)	\$/MT	644	737	764	783	908	1,123	1,145	955	638	594	656	739	647	437	732	1,033	860	
암모니아(원료)	\$/MT	341	539	660	670	877	1,027	1,010	960	416	341	302	347	290	270	553	968	760	
벤젠(원료)	\$/MT	760	974	988	949	1,088	1,253	1,245	1,005	679	646	820	822	641	487	918	1,148	800	
참고) 두바이유가	\$/배럴	60	67	71	78	97	109	105	95	52	40	53	69	64	42	69	101	80	
TDI - 톨루엔 스프레드	\$/MT	1,684	1,700	1,500	1,300	1,740	1,778	1,800	2,100	1,052	2,378	4,105	3,351	1,276	1,359	1,300	1,855	1,900	
매출액		억원	1,763	2,134	2,297	2,418	2,942	3,253	3,769	3,309	6,004	5,982	7,158	7,629	6,598	5,935	8,612	13,273	9,460
본사 화학부문	억원	1,763	2,134	2,261	2,298	2,927	3,253	3,769	3,203	5,715	5,619	6,590	7,453	6,042	5,553	8,456	13,152	9,021	
탄소배출권	억원	0	0	37	120	16	0	0	106	75	209	287	140	421	382	156	121	439	
일럼테크놀로지	억원									214	154	214							
영업이익		억원	283	272	183	197	354	357	450	449	436	769	1,526	1,392	1,064	952	934	1,610	1,477
본사 화학부문	억원	277	269	148	76	351	357	450	348	373	593	1,273	1,243	796	584	771	1,505	1,043	
탄소배출권	억원	6	3	35	120	4	0	0	101	66	191	270	130	392	368	163	104	419	
일럼테크놀로지	억원									-2	-15	4							
영업이익률			16.0%	12.7%	8.0%	8.1%	12.0%	11.0%	11.9%	13.6%	7.3%	12.9%	21.3%	18.2%	16.1%	16.0%	10.8%	12.1%	15.6%
본사 화학부문		15.7%	12.6%	6.6%	3.3%	12.0%	11.0%	11.9%	10.9%	6.5%	10.6%	19.3%	16.7%	13.2%	10.5%	9.1%	11.4%	11.6%	
탄소배출권				95.2%	100.3%				95.2%	88.0%	91.4%	94.1%	92.9%	93.1%	96.3%	104.4%	85.9%	95.4%	
일럼테크놀로지										-1.2%	-9.7%	1.9%							
지배주주 순이익		억원	229	246	153	128	268	270	327	351	367	431	1,144	1,045	704	496	757	1,217	1,170
주당순이익	원/주									896	1,055	2,798	2,556	1,744	1,213	1,851	2,976	2,861	
주당순자산	원/주									12,623	12,782	15,161	16,488	15,873	17,420	18,226	20,127	21,407	
주당EBITDA	원/주									1,961	2,717	4,471	4,118	3,549	3,095	3,016	4,727	4,725	
주당배당금	원/주				1,000				1,500	500	500	1,500	1,200	1,000	1,000	1,000	1,500	1,400	
ROE(자기자본이익률)										7.1%	8.2%	18.5%	15.5%	11.0%	7.0%	10.2%	14.8%	13.4%	

자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. TKG 휴켄스주의 석유화학 생산 프로세스



자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

표 2. 주력제품인 TDI 글로벌 수급 전망 : 2022 ~ 2023년, 유럽 설비(독일, 헝가리 등) 가동률 하락 → TDI 공급 타이트

국가명	기업	생산능력(만톤)	중심 규모(만톤)															생산능력(만톤)				
		2010년 말	2011년	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2026년 말			
미국	BASF	16																	16			
	Covestro(기존 Bayer)	17.3																	17			
	Dow	0																				
	기타 호남미	9			-7.5														2			
유럽	Vencorex(프랑스)	12.5							-12.5													
	BASF(독)	7						30	-30(독일)	30(7월)	2(가동)								37			
	Covestro(기존 Bayer, 독)	18.5					12		-7.5	7.5									30			
	Borsodchem-Wanhua(헝가리)	9			16														25			
	기타유럽	6																	6			
아시아																						
일본	Mitsui	23.7							-11.7										12			
	Nippon PolyUrethane	2.5																	3			
한국	한국BASF	16																	16			
	한화솔루션	10		5															15			
	OCI	5																	5			
대만	Nanya Plastics	3																	3			
중국	BASF(Shanghai)	16																	16			
	Covestro(기존 Bayer)	0		25					5									60	30			
	Gansu Yinguang Chem	10																10				
	Canzhou Dahua	5			5													38				
	Liaoning Beifang Jinhua	5					-5										23	16				
	Yantai Juli	8											15					23				
	Yantai Wanhua	0										30						30				
	Fullan Wanhua	0				10										15		25				
기타아시아																						
	Gujarat(인도)	1.7					5									5			12			
	Karoon Petrochemical(이란)	4																	4			
	House of Invention International(사우디)	5																	5			
	SABIC/Shell(사우디)	0																				
	Sabic/DOW(사우디)																					
세계 생산능력 총합		211	30	14	5	27	25	-	32	-	18	50	30	15	-	-	37	23	38	-	76	381
[글로벌 수급]		2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년E	2023년E	2024년E	2025년E	2026년E				
총생산능력 (만톤)		211	241	255	260	286	311	279	262	312	342	357	357	320	343	381	381	457				
수요량 (만톤)		188	180	187	189	196	204	214	224	234	242	237	249	255	265	275	289	303				
가동률 (%)		89.1%	74.7%	73.5%	72.8%	68.5%	65.6%	76.6%	85.6%	75.0%	70.8%	66.4%	69.8%	79.7%	77.2%	72.2%	75.8%	66.4%				
		[독일 BASF 트리플 시기]										[러시아발 충격]										

자료: 유안타증권 리서치센터

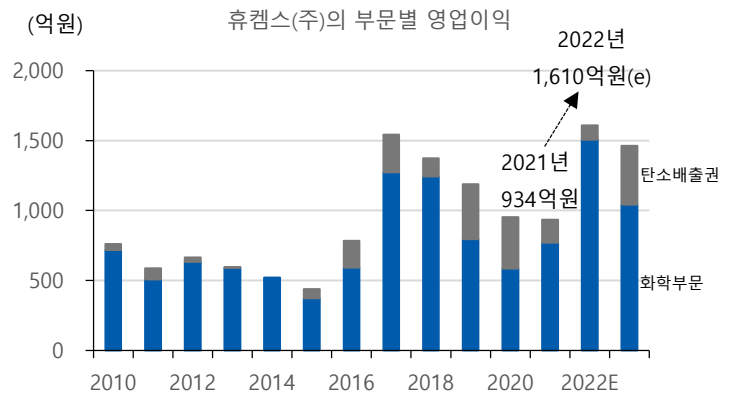
표 3. 휴켄스주 적정주가 : 3.5만원 (2022 ~ 2023년 TDI 유럽발 공급부족 반영)

구분	기준일 (2022.7월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	9,927억원	① 화학부문 EBITDA 1,081억원 × EV/EBITDA 7.5배 = 8,180억원 ※평균 EBITDA 규모는 2022~2024년 매출액 X 과거 10개년 평균 이익률 적용 ※화학부문 EV/EBITDA는 DNT 업황이 불황기에서회복되는 시기에 적용되는 5.5배를 적용함 (바닥업황 3.5~4.5배, 평균업황 6.5배, 호황업황 7.5 ~8.5배) ② 탄소배출권부문 EBITDA 435억원 × EV/EBITDA 4.7배 = 1,820억원 ※탄소배출권 판매가능 시한을 2028년까지 고려함
(+) 투자자산가치	346억원	투자 부동산 260억원(장부가 260억원) Korea-Vietnam Fertilizer(49%) 58억원(장부가 116억원) 일렘테크놀로지(47%) 28억원(장부가 55억원) ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x 0.5배로 계산함
(+) 순현금	2,999억원	※연간 탄소발생에 따른 사회적 비용 = 연간 배출량 53,683톤x탄소가격 25\$/x환율 1,150원 = 15억원 ※탄소배출 잠재부채 = 연간배출비용 15억원/WACC 8.8% = 175억원
현금성자산	3,826억원	
(-)총차입금	625억원	
(-)탄소사회적 비용	175억원	
적정 순자산 가치	1조 3,272억원	
발행주식수	3,837만주	발행주식 40,878,588주 - 자사주 2,507,711주
주당순자산(적정가)	3.5만원/주	

자료: 유안타증권 리서치센터

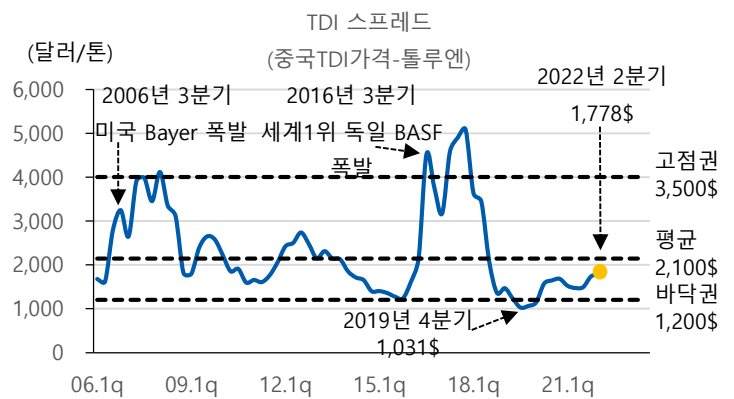
Key Chart

TKG휴켄스(주) 영업이익 전망



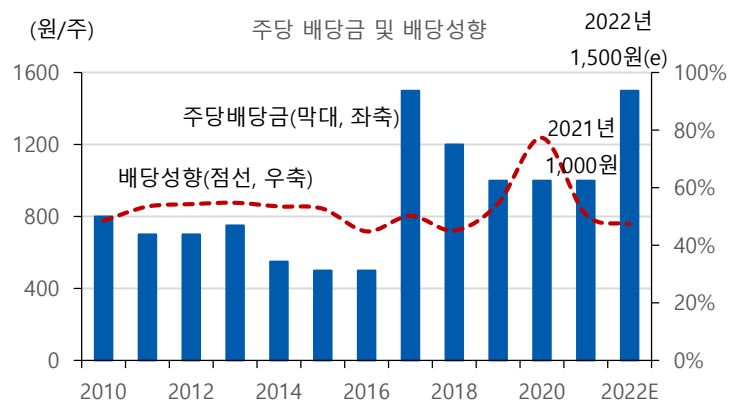
자료: 유안타증권 리서치센터

주력제품 TDI 스프레드



자료: 유안타증권 리서치센터

주당 배당금 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

TKG 휴켄스 (069260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,935	8,612	13,273	9,460	8,480
매출원가	4,639	7,318	10,926	7,379	6,761
매출총이익	1,296	1,294	2,347	2,081	1,719
판매비	344	360	737	604	541
영업이익	952	934	1,610	1,477	1,178
EBITDA	1,265	1,233	1,932	1,931	1,640
영업외손익	-193	112	38	64	58
외환관련손익	22	-11	-4	3	3
이자손익	48	45	56	47	49
관계기업관련손익	-23	-6	0	14	6
기타	-241	85	-15	0	0
법인세비용차감전순손익	759	1,046	1,647	1,541	1,235
법인세비용	261	271	402	371	298
계속사업순손익	498	776	1,246	1,170	937
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	498	776	1,246	1,170	937
지배지분순이익	496	757	1,217	1,170	937
포괄순이익	539	708	1,142	1,066	834
지배지분포괄이익	540	693	1,116	1,066	834

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	907	838	1,306	1,758	1,423
당기순이익	498	776	1,246	1,170	937
감가상각비	312	298	321	453	461
외환손익	-25	24	9	-3	-3
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	-14	-6
자산부채의 증감	-109	-205	-304	136	18
기타현금흐름	231	-55	34	16	16
투자활동 현금흐름	97	-752	-1,266	-1,794	-648
투자자산	140	-599	-101	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-249	-1,014	-1,738	-275
유형자산 감소	0	6	0	0	0
기타현금흐름	165	90	-151	-56	-373
재무활동 현금흐름	-933	-287	-340	-598	-546
단기차입금	-310	17	49	-22	-8
사채 및 장기차입금	-358	120	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-384	-384	-384	-576	-537
기타현금흐름	119	-41	-5	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	948	749	736
현금의 증감	71	-201	648	114	966
기초 현금	217	288	88	736	850
기말 현금	288	88	736	850	1,815
NOPLAT	952	934	1,610	1,477	1,178
FCF	699	589	292	20	1,148

자료: 유안타증권

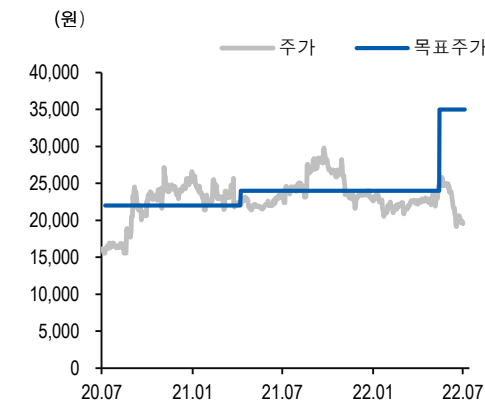
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표			(단위: 억원)		
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,345	5,205	6,170	5,051	5,414
현금및현금성자산	288	88	736	850	1,815
매출채권 및 기타채권	713	1,079	1,593	1,192	1,039
재고자산	278	491	524	392	342
비유동자산	4,321	4,288	4,753	6,051	5,869
유형자산	2,003	1,959	2,659	3,943	3,757
관계기업등 지분관련자산	300	173	179	192	198
기타투자자산	1,459	1,595	1,403	1,403	1,403
자산총계	8,666	9,493	10,924	11,102	11,283
유동부채	908	1,832	2,003	1,675	1,800
매입채무 및 기타채무	649	1,024	1,694	1,388	1,272
단기차입금	50	67	116	94	85
유동성장기부채	0	500	0	0	250
비유동부채	886	465	972	972	722
장기차입금	0	120	120	120	120
사채	500	0	500	500	250
부채총계	1,794	2,297	2,974	2,647	2,522
지배지분	6,684	6,994	7,723	8,214	8,511
자본금	409	409	409	409	409
자본잉여금	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904
이익잉여금	4,931	5,286	6,119	6,713	7,113
비지배지분	187	202	227	241	250
자본총계	6,871	7,196	7,950	8,455	8,761
순차입금	-2,593	-2,759	-3,120	-2,556	-3,130
총차입금	623	752	795	773	765

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,213	1,851	2,976	2,861	2,293
BPS	17,420	18,226	20,127	21,407	22,180
EBITDAPS	3,095	3,016	4,727	4,725	4,013
SPS	14,519	21,067	32,469	23,141	20,745
DPS	1,000	1,000	1,500	1,400	1,100
PER	15.9	13.0	6.6	6.8	8.5
PBR	1.1	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.3	5.9	2.6	2.9	3.1
PSR	1.3	1.1	0.6	0.8	0.9

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	-10.0	45.1	54.1	-28.7	-10.4	
영업이익 증가율 (%)	-10.4	-1.9	72.3	-8.2	-20.3	
지배순이익 증가율 (%)	-29.5	52.6	60.8	-3.9	-19.9	
매출총이익률 (%)	21.8	15.0	17.7	22.0	20.3	
영업이익률 (%)	16.0	10.8	12.1	15.6	13.9	
지배순이익률 (%)	8.4	8.8	9.2	12.4	11.1	
EBITDA 마진 (%)	21.3	14.3	14.6	20.4	19.3	
ROIC	25.9	28.5	43.6	30.8	22.2	
ROA	5.6	8.3	11.9	10.6	8.4	
ROE	7.5	11.1	16.5	14.7	11.2	
부채비율 (%)	26.1	31.9	37.4	31.3	28.8	
순차입금/자기자본 (%)	-38.8	-39.5	-40.4	-31.1	-36.8	
영업이익/금융비용 (배)	40.5	49.7	69.4	59.7	47.6	

TKG 휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-07-07	BUY	35,000	1년		
2022-05-20	BUY	35,000	1년		
2021-11-27	1년 경과 이후		1년	-5.86	-
2021-04-13	HOLD	24,000	1년	-1.53	-
2020-11-27	1년 경과 이후		1년		-
2019-11-27	HOLD	22,000	1년	-13.58	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.7
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-07-04

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.