한화투자증권

2021년 12월 17일
기업분석

티케이케미칼 (104480)

올해 PER 1.3배. 내년도 증익

▶Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Not Rated

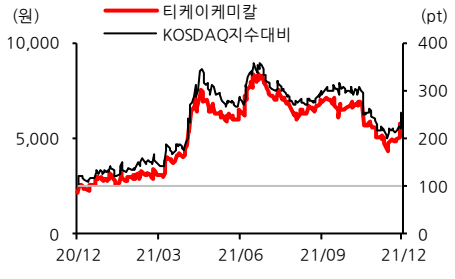
현재 주가(12/16)	5,910원
상승여력	-
시가총액	5,371억원
발행주식수	90,895천주
52 주 최고가 / 최저가	8,350 / 2,120원
90 일 일평균 거래대금	140.12억원
외국인 지분율	4.7%
주주 구성	
에스엠인더스트리 (외 3 인)	47.9%
티케이케미칼우리사주 (외 1 인)	0.3%
티케이케미칼우리사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.0	-15.2	-3.3	169.3
상대수익률(KOSPI)	5.5	-11.5	-4.0	161.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	429	701	790	798
영업이익	-21	66	88	89
EBITDA	-9	76	99	100
지배주주순이익	-1	394	421	287
EPS	-15	4,332	4,631	3,159
순차입금	253	127	-292	-561
PER	-	1.3	1.3	1.8
PBR	0.9	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA	-54.9	8.5	2.4	-0.3
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-0.5	82.6	47.0	23.0

주가 추이



2021년 순이익 3,938억원 => 2022년 증익 가능

동사의 2021년 매출비중은 화학(PET/Polyester/Spandex) 87%, 건설 13%로 구성되며, 자회사(해운/건설/하이패스)의 이익기여도 중요하다.

2022년 증익 가능성이 높아보인다: 1) 지분법: 컨테이너/벌크 강보합 및 고가 계약비중 확대, 2) 화학: 코로나 이후 의류 수요 개선, 2022년~26년 중국산 장섬유 반덤핑 규제, 4Q21 PET 마진 반등/강세 시작, 3) 건설: '22년 송추 아파트 분양(604세대) 수익인식 본격화 때문이다.

하반기 주가 하락 이유와 반론

1) 해운주 기피 현상: HMM이 산업은행 "영구채 전환"과 "컨테이너 운임 Peak-Out 우려"에 급락하자, 티케이케미칼 주가도 하락했다.

2) SM상선 IPO 지연: 해운업(HMM) 주가 하락 영향에, SM상선은 11월 예정되어있던 IPO를 잠정 연기했다.

▶ 오히려 호재다. 컨테이너 운임 강세인 이상, SM상선 IPO는 늦출수록 유리한 것으로 판단된다. 실제로, SM상선 자본총계는 0.3조원('20년) => 1.0조원(3Q21) => 1.4조원(4Q21)으로 급증하기 때문이다. 만약 1H22에 상장한다면, 1Q22말 자본총계는 1.7~1.8조원이 예상된다.

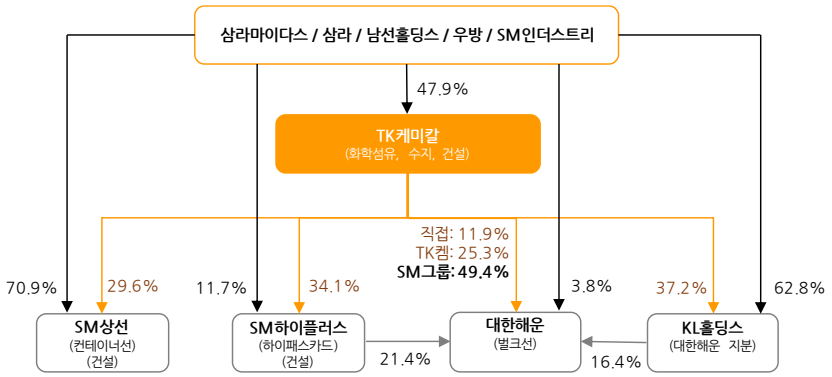
▶ Valuation 차이도 고려해야 한다. HMM의 2021년(E) PER은 3.1배로, 영구채 발행시 PER 5.3배로 늘어날텐데, SM상선 2021년(E) 자본총계/순이익은 1.3배에 불과하다. 상장시, 수천억원대의 자산 재평가와 구주매출로 인한 현금 확보가 예상된다.

묻고 더블로 가!

지난 7월 취임한 김병기 대표이사는 12/1일, 2만주 장내 매수를 공시했다. "책임경영 및 저평가라 판단해 매수했다" 밝혔다. 북미 컨테이너 운임이 3Q(5,740$) => 12월초(7,300$)로 추가 강세를 보이자, 연간 순이익이 당시 시가총액을 상회할 수준이었기 때문이다.

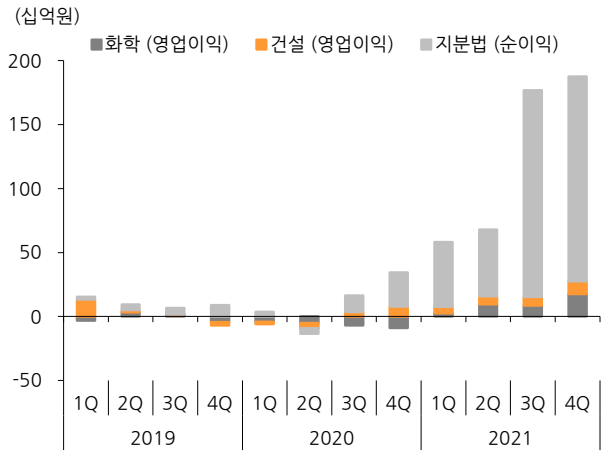
티케이케미칼의 현재 주가는 2021/22년 기준, PER 1.34배/1.25배, PBR 0.8배/0.5배로 매우 저평가 돼있다. 참고로, SM상선 IPO시, 삼라마이다스(최대주주 41.9%)의 구주매출 비중이 높아, 티케이케미칼은 최대주주가 된다. SM그룹 지분율은 60%로 예상되어, 경영권 인정받을 경우, SM상선이 연결 편입되어 회계적 영업이익 증가도 가능하다.

[그림1] TK 케미칼 지분구조 (요약)



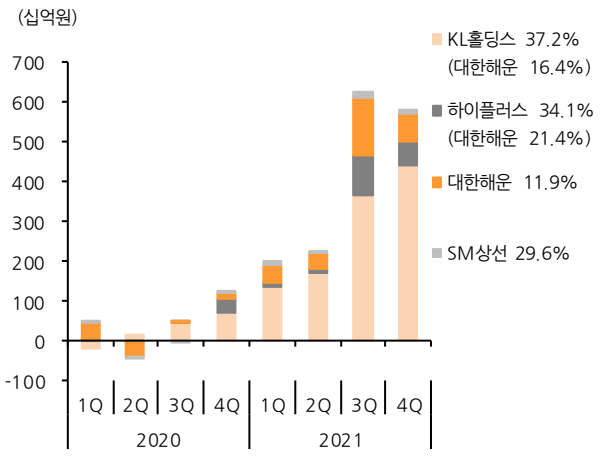
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 티케이케미칼 실적 추이



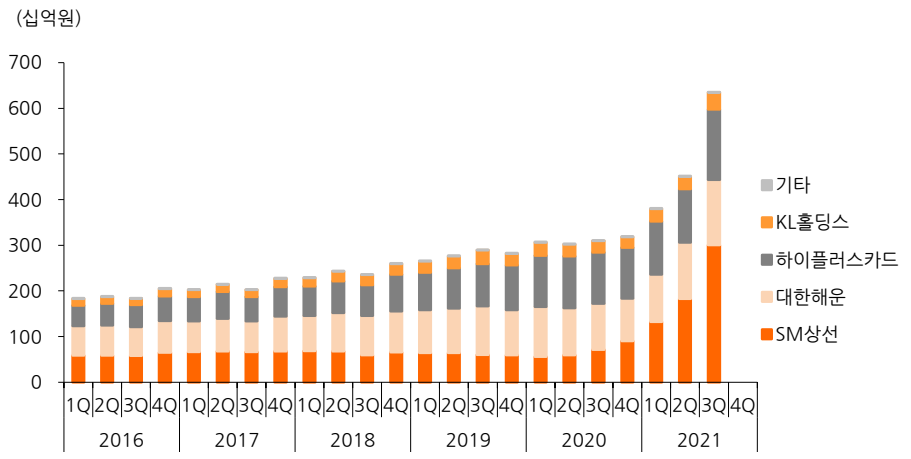
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 지분법 기여도



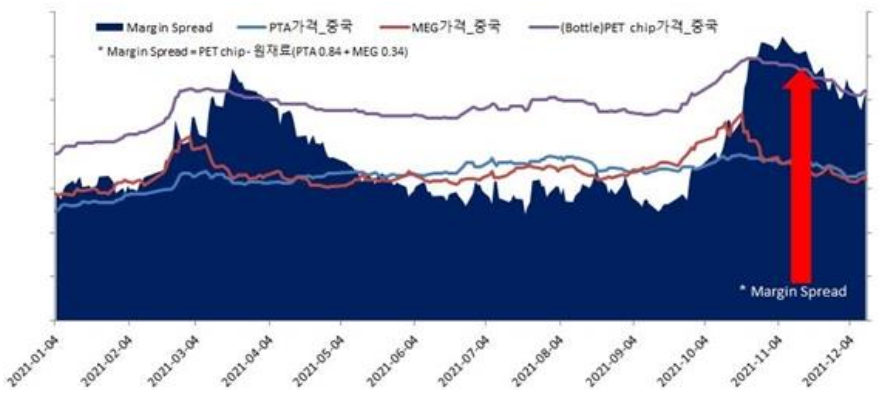
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 지분법 자회사 장부가



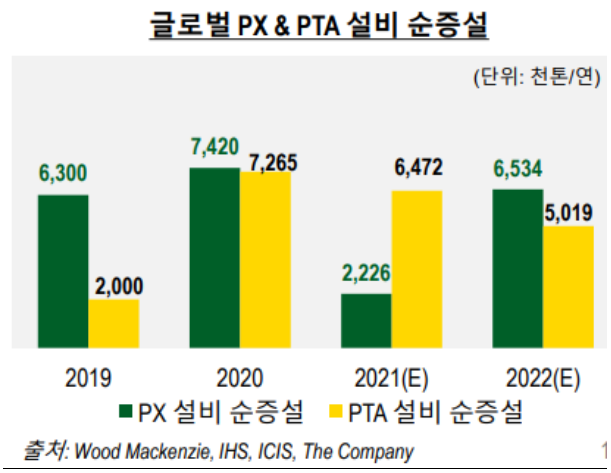
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 4Q21 PET 마진 강세 (MEG/TPA 차감)



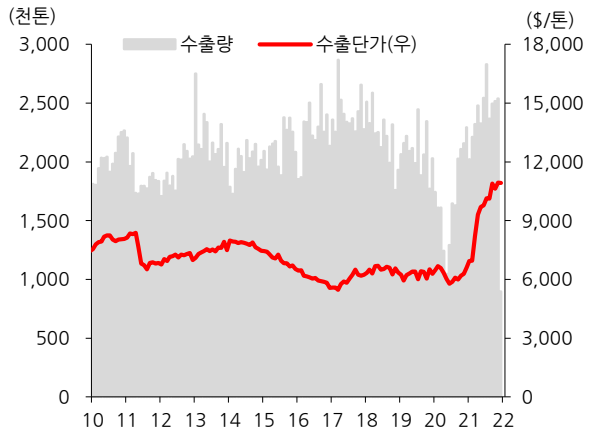
자료: 티케이케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2020~22 년 TPA 증설, PET/Polyester 원가 부담 적음



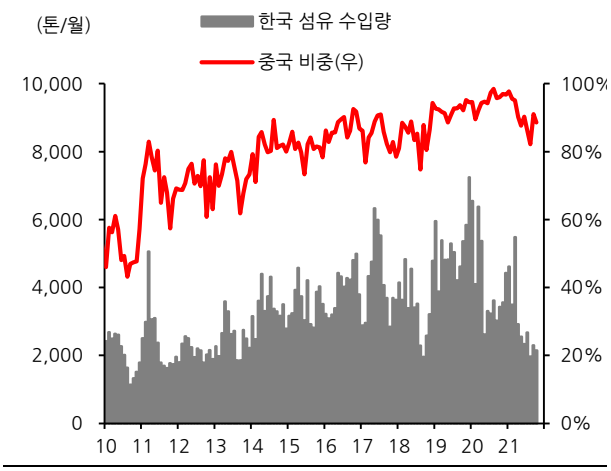
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] Spandex 수출 단가 (12 월 10 일까지)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 폴리에스터 수입량 감소추세. 중국산 대부분 (10 월)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2021 년 1 월부터 중국 폴리에스터 수입 줄어들 것
*티케이케미칼 폴리에스터 매출처는 내수 80~90%

中 화섬사 국내 반입 '급제동'

국제섬유신문 | 승인 2021.12.13 10:45 | 댓글 0

무역위, 中 폴리에스테르 FDY 덤핑률 확정
-행리, 궈왕 등 6개사 덤핑 마진율 3.95~10.91%
-무역위 최종 판정률 반덤핑 관세 부과 기재부 건의
-이번 주 관보 게제 즉시 부과 기본관세 8%에 추가

자료: 국제섬유신문, 한화투자증권 리서치센터

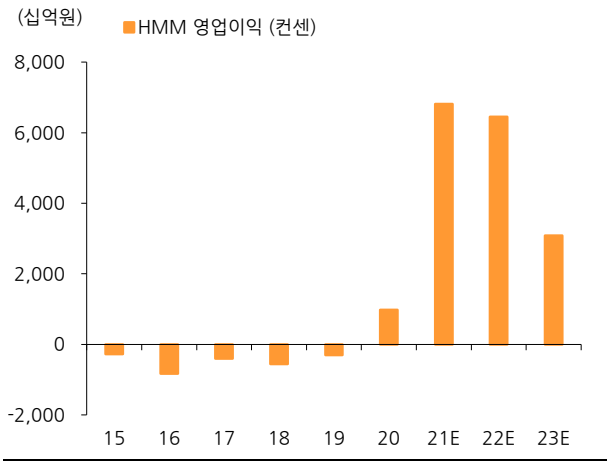
[표1] 글로벌 컨테이너 해운사 규모/선박수/Valuation
SM 상선 Valuation 시가총액은 자본총계로 적용

(단위: 백만 USD/십억원)

			선박 수			3Q21 YTD		2021F	
순위(TEU)		TEU	총계	사선	용선	매출	순이익	PER	PBR
1	Maersk	4,262,658	734	330	404	54,536.0	13,147.0	3.3	1.3
4	COSCO	2,944,130	484	175	309	43,828.7	11,326.2	3.2	2.1
5	Hapag-Lloyd	1,782,321	257	112	145	22,004.6	7,114.1	4.4	2.7
7	Evergreen	1,420,761	205	120	85	14,167.8	6,111.0	3.0	2.2
8	**HMM**	**821,599**	**76**	**34**	**42**	**9,351.1**	**2,664.4**	**3.1**	**1.6**
25	**SM상선**	**70,594**	**14**	**8**	**6**	**1,319.0**	**669.7**	**1.3**	**0.7**

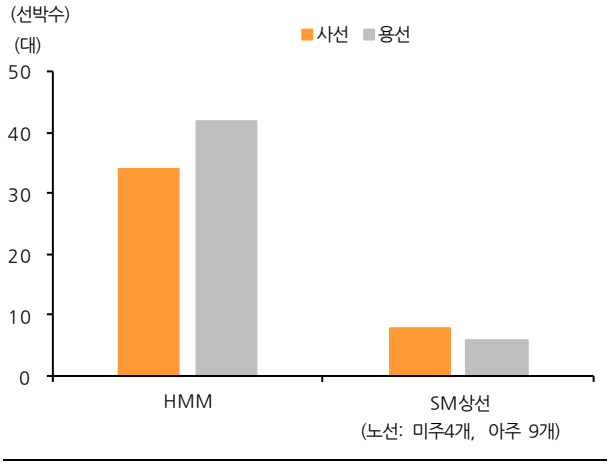
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] HMM 영업이익 추이 (컨센): SM 상선 유사할 것



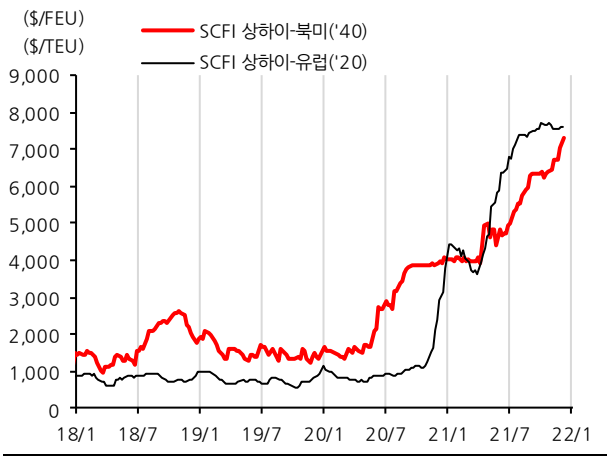
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] HMM vs. SM 상선



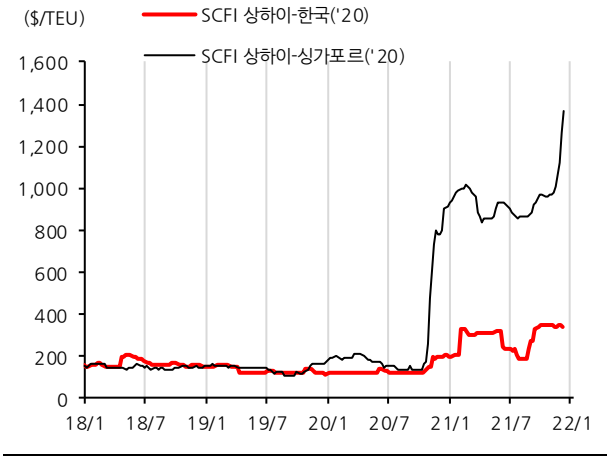
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] SM 상선 노선: (미주 4 개, 아주 9 개)



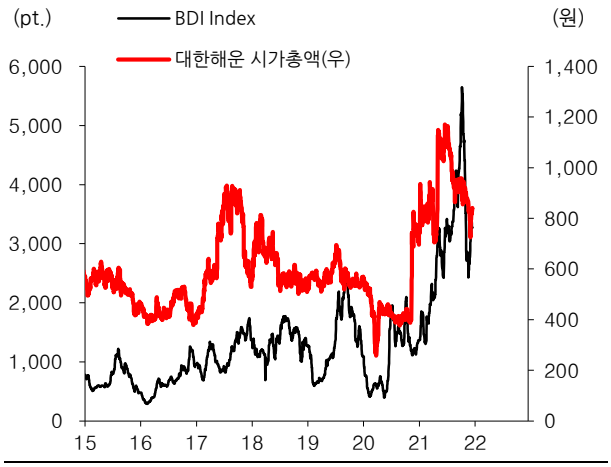
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] SM 상선 노선: (미주 4 개, 아주 9 개)



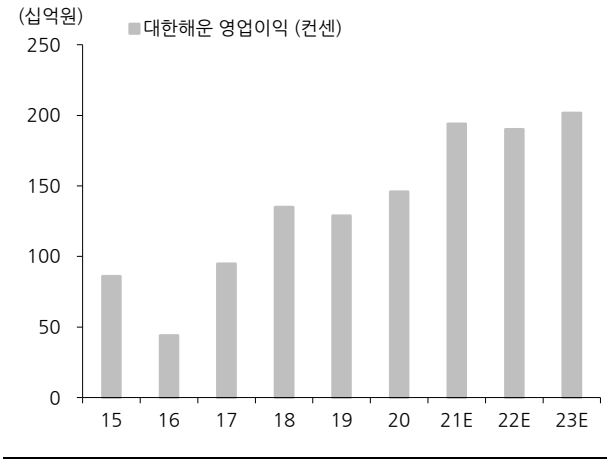
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] BDI 지수 vs. 대한해운 시가총액



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 대한해운 영업이익 추이(컨센)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 티케이케미칼 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**120.6**	**93.8**	**104.6**	**110.2**	**126.8**	**161.0**	**185.2**	**228.2**	**429.3**	**701.2**	**790.3**
제조	116.7	90.0	88.8	94.6	111.3	139.4	163.5	195.2	371.8	609.4	670.3
건설	143.2	-135.4	15.8	15.6	15.5	21.6	21.7	33.0	39.2	91.8	120.0
영업이익	**-6.1**	**-9.6**	**-4.0**	**-1.2**	**7.5**	**15.7**	**15.2**	**28.0**	**-20.8**	**66.4**	**88.3**
제조	-4.4	-5.7	-7.6	-9.0	2.4	9.5	8.5	18.0	-23.5	38.5	42.3
건설	-1.7	-3.9	3.6	7.9	5.0	6.2	6.7	10.0	4.0	27.9	46.0
지분법 자회사	**3.6**	**-4.4**	**12.8**	**26.6**	**50.7**	**52.1**	**161.5**	**160.1**	**37.3**	**424.3**	**433.4**
SM상선(29.6%)	-20.4	14.5	42.4	71.1	134.0	168.6	367.1	440.5	107.6	1,110.1	1,165.6
하이플러스(34.1%)	3.1	-6.4	0.4	32.2	8.3	12.0	98.2	65.9	29.4	184.4	166.7
대한해운(11.9%)	42.5	-34.9	1.7	18.3	48.9	37.9	144.3	52.2	27.5	283.3	253.0
KL홀딩스(37.2%)	4.7	-5.3	-0.3	3.8	6.1	0.9	14.4	8.7	3.0	30.0	27.0
(당기)순이익	**-4.7**	**-12.6**	**2.3**	**13.7**	**46.7**	**56.0**	**142.5**	**148.5**	**-1.4**	**393.8**	**420.9**
(지배)순이익	**-4.7**	**-12.6**	**2.3**	**13.7**	**46.7**	**56.0**	**142.5**	**148.5**	**-1.4**	**393.8**	**420.9**

자료: 한화투자증권 리서치센터

<참고자료>

[표3] 티케이케미칼 SOTP (2021 년말 기준, 참고용) (단위: 십억원, 원)

	지분율	3Q21 장부가	2021 영업이익	평가액	비고
투자자산가치				635.8	
대한해운	11.9%	143.0		143.0	대한해운(지분 11.9%, 총 25.3%)
KL홀딩스	37.2%	37.2		37.2	대한해운(지분 16.4%)
하이플러스카드	34.1%	154.0		154.0	대한해운(지분 21.4%), 하이플러스카드(고속도로)
SM상선	29.6%	300.4		300.4	해운(컨테이너), 우방건설산업
기타	N/A	1.2		1.2	
영업가치			66.4	265.6	
화학부문			38.5	154.0	4배 적용
건설부문부문			27.9	111.6	4배 적용
순차입금				127.0	2021년말 순차입금
총 기업가치				**774.4**	투자자산가치+영업가치-순차입금
총 기업가치(조정)				**456.5**	투자자산 50% 할인 적용
주식수(천주)				90,895	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				5,000	2021년말 기준
현재주가(원)				5,920	2021/12/16 종가 기준
상승여력				**-16%**	

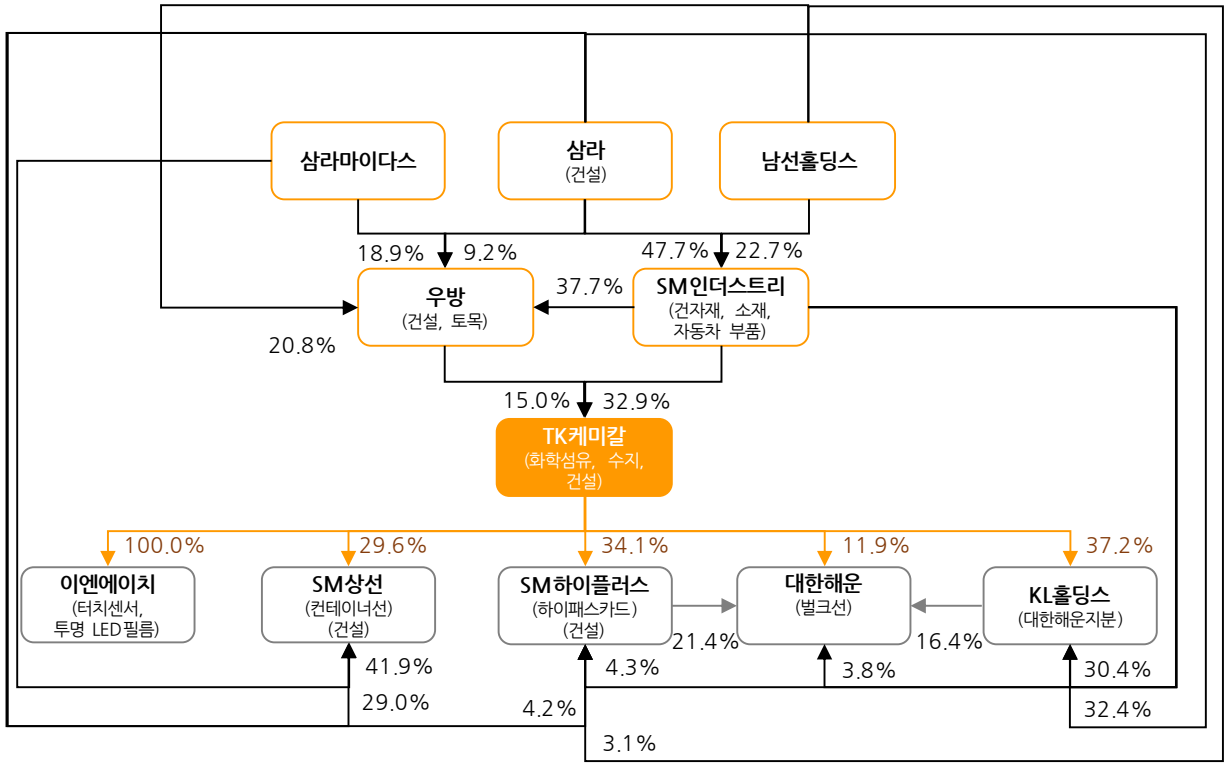
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 티케이케미칼 SOTP (2022 년말 기준, 참고용) (단위: 십억원, 원)

	지분율	2022 장부가	2022 영업이익	평가액	비고
투자자산가치				1,239.3	
대한해운	11.9%	184.0		184.0	대한해운(지분 11.9%, 총 25.3%)
KL홀딩스	37.2%	50.5		50.5	대한해운(지분 16.4%)
하이플러스카드	34.1%	228.5		228.5	대한해운(지분 21.4%), 하이플러스카드(고속도로)
SM상선	29.6%	775.0		775.0	해운(컨테이너), 우방건설산업
기타	N/A	1.2		1.2	
영업가치			88.3	353.2	
화학부문			42.3	169.2	4배 적용
건설부문부문			46.0	184.0	4배 적용
순차입금				-292.0	2022년말 순차입금
총 기업가치				**1,884.5**	투자자산가치+영업가치-순차입금
총 기업가치(조정)				**1,264.8**	투자자산 50% 할인 적용
주식수(천주)				90,895	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				13,900	2022년말 기준
현재주가(원)				5,920	2021/12/16 종가 기준
상승여력				**135%**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 티케이케미칼 지분구조(Full Ver.)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] SM 상선 상장 철회 및 재상장 추진에 대한 입장

티케이케미칼, 하반기 실적 대폭 개선 기대

2021.11.04

티케이케미칼, 하반기 실적 대폭 개선 기대

최근 본업과 상관없는 과도한 주가하락에 대한 입장 표명 … 하반기 실적에 대한 자신감 피력

티케이케미칼은 주가 급락에 따른 시장 불안감을 해소하고자 4일 해명 자료를 내고 주주 달래기에 적극 나섰다. 최근 주가하락은 지분 약 30%를 보유한 SM상선의 상장 철회에 따른 투자심리 악화가 원인으로 실제 회사 자체의 가치와는 무관함에도 불구하고 심리적 영향에 따른 패닉셀 현상에 기인한 것으로 회사에서는 자체 판단했다.

실제 SM상선 상장 철회는 최근 공모가 산정에 있어 기준이 되는 기업인 동시에 국내 유일한 컨테이너 상장사인 HMM의 주가가 급락하면서 시장 참여자의 우려감이 확대되어 실제 회사의 가치보다 대폭 낮은 평가를 받음에 따라 결정된 것으로 향후 회사가 적정한 가치를 받을 시기에 상장을 다시 추진할 것으로 보인다.

티케이케미칼 관계자는 "SM상선 상장 철회는 회사 본업의 하반기 실적 및 재무구조 개선 추세에는 영향을 주지 않을 것이며, 이번에 취소된 당사 보유주식의 구주 매출은 향후 재 추진되는 상장 이후에 다시 진행할 수 있다"고 말했다. 그리고 "금번 중국의 에너지 정책이 불러온 전력난에 따른 공급 차질과 국제 원면가격 급등으로 기존 사업뿐 만 아니라 폴리에스터 사업의 시황까지 개선 시그널이 보여 제조업의 수익이 크게 증가할 것으로 예상되며, 특히 해운시황 호조에 따른 지분법 이익 등으로 인해 창사 이래 최고의 순이익 달성을 기대하고 있다"고 밝혔다. 또한 "앞으로 폐페트병 리사이클 사업 및 PBAT 사업 등 친환경 사업을 통한 신 성장 동력을 발굴에도 최선을 다할 것"이라고 강조했다.

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	621	429	701	790	798
매출총이익	37	10	100	134	135
영업이익	10	-21	66	88	89
EBITDA	21	-9	76	99	100
순이자손익	-7	-7	-6	-6	-6
외화관련손익	-2	0	-2	0	0
지분법손익	18	38	424	433	271
세전계속사업손익	11	1	475	507	346
당기순이익	9	-1	394	421	287
지배주주순이익	9	-1	394	421	287
증가율(%)					
매출액	-21.3	-30.8	63.3	12.7	1.0
영업이익	-82.3	적전	흑전	33.0	1.0
EBITDA	-68.1	적전	흑전	29.2	1.3
순이익	-66.4	적전	흑전	6.9	-31.8
이익률(%)					
매출총이익률	6.0	2.4	14.3	16.9	16.9
영업이익률	1.6	-4.8	9.5	11.2	11.2
EBITDA 이익률	3.4	-2.1	10.9	12.5	12.5
세전이익률	1.7	0.2	67.8	64.2	43.3
순이익률	1.5	-0.3	56.2	53.3	36.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	214	190	417	798	1,070
현금성자산	32	18	127	546	815
매출채권	60	46	90	78	78
재고자산	106	116	192	166	168
비유동자산	466	489	805	826	847
투자자산	304	340	663	690	718
유형자산	158	145	139	134	127
무형자산	4	4	2	2	2
자산총계	680	679	1,222	1,624	1,917
유동부채	311	290	367	344	347
매입채무	83	97	171	148	150
유동성이자부채	223	186	179	179	179
비유동부채	98	122	169	173	177
비유동이자부채	65	85	75	75	75
부채총계	409	412	536	518	524
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	130	130	145	145	145
이익잉여금	78	76	469	890	1,177
자본조정	18	16	26	26	26
자기주식	-10	-10	0	0	0
자본총계	272	267	686	1,107	1,394

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	0	14	-25	17	30
당기순이익	9	-1	394	421	287
자산상각비	11	12	10	10	11
운전자본증감	-23	21	-35	15	-1
매출채권 감소(증가)	-2	10	-31	12	-1
재고자산 감소(증가)	52	-9	-74	26	-2
매입채무 증가(감소)	-15	-20	64	-23	1
투자현금흐름	-29	18	120	402	238
유형자산처분(취득)	-13	-5	-4	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-13	-1	-1
재무현금흐름	29	-25	1	0	0
차입금의 증가(감소)	38	-17	-19	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	25	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	22	-7	11	2	31
(-)운전자본증가(감소)	20	-25	34	-15	1
(-)설비투자	13	5	4	4	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-10	13	-27	13	26
(-)기타투자	20	-20	-136	-407	-243
잉여현금	-30	32	109	419	269
NOPLAT	9	29	55	73	74
(+) Dep	11	12	10	10	11
(-)운전자본투자	20	-25	34	-15	1
(-)Capex	13	5	4	4	4
OpFCF	-12	61	27	95	80

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	104	-15	4,332	4,631	3,159
BPS	2,989	2,940	7,544	12,174	15,333
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	240	-75	120	19	336
ROA(%)	1.4	-0.2	41.4	29.6	16.2
ROE(%)	3.6	-0.5	82.6	47.0	23.0
ROIC(%)	3.8	13.2	29.6	46.2	52.2
Multiples(x,%)					
PER	21.2	-	1.3	1.3	1.8
PBR	0.7	0.9	0.8	0.5	0.4
PSR	0.3	0.5	0.8	0.7	0.7
PCR	9.2	-34.0	48.1	303.1	17.2
EV/EBITDA	21.9	-54.9	8.5	2.4	-0.3
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	150.4	154.1	78.2	46.8	37.6
Net debt/Equity	93.8	94.8	18.6	-26.4	-40.3
Net debt/EBITDA	1,222.1	-2,870.5	166.4	-295.6	-560.6
유동비율	68.8	65.6	113.7	231.9	308.9
이자보상배율(배)	1.1	n/a	10.2	14.0	14.1
자산구조(%)					
투하자본	42.0	36.0	17.8	10.6	8.2
현금+투자자산	58.0	64.0	82.2	89.4	91.8
자본구조(%)					
차입금	51.4	50.4	27.0	18.7	15.4
자기자본	48.6	49.6	73.0	81.3	84.6

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 12 월 16 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2021 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%