



# TKG휴켄스 (069260)

2Q23 Preview: 부진한 화학 업황에도 견조한 실적 달성

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 30,000원

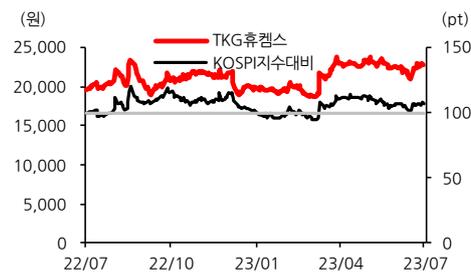
현재 주가(7/24)	22,450원
상승여력	▲33.6%
시가총액	9,177억원
발행주식수	40,879천주
52 주 최고가 / 최저가	23,800 / 18,710원
90 일 일평균 거래대금	27.82억원
외국인 지분율	6.9%
주주 구성	
티케이지태광 (외 3인)	43.4%
농협경제지주 (외 3인)	8.4%
국민연금공단 (외 1인)	8.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	-2.6	13.1	14.8
상대수익률(KOSPI)	-1.8	-6.8	3.4	5.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	861	1,236	1,180	1,459
영업이익	93	117	148	162
EBITDA	123	144	171	202
지배주주순이익	76	82	129	134
EPS	1,851	2,001	3,366	3,486
순차입금	-275	-189	-144	-161
PER	12.5	10.0	6.7	6.4
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.4	4.4	4.5	3.7
배당수익률	4.3	5.0	4.5	4.5
ROE	11.1	11.4	16.4	15.2

주가 추이



2Q23 OP 385억원 전망(컨센스 부합)

TKG휴켄스 2Q23 영업이익은 385억원을 달성해 컨센서스 391억원에 부합할 전망이다. 1분기와 마찬가지로 원료인 암모니아 가격 하락으로 견조한 수익성 유지될 전망이다. 다만, 원가 하락에 따른 평가 인화로 영업이익은 QoQ -20.7% 하락할 것으로 예상된다.

1)NT계열(OP: 194억원, QoQ -15억원): 중동 암모니아 신규 증설로 인해 암모니아 가격은 2분기에도 추가 하락(QoQ -28%)했다. 전분기 원료 가격을 기준으로 평가를 결정하므로, 2분기 역시 긍정적 레깅효과 지속되며 11.2%의 높은 영업이익률 유지될 것이다. 또한 폴리우레탄 원료인 TDI 역내 수요가 견조하게 유지됨에 따라 고객사 정기보수는 예정 대비 조기 종료되었으며, 이에 TDI 원료인 DNT 판매량도 당초 예상과 달리 QoQ 증가한 것으로 파악된다.

2)NA계열(OP: 179억원, QoQ -78억원): 암모니아 가격 하락에 따라 질산/초안의 평가 하락 예상되나 견조한 수익성(OPM 18.7%) 유지될 전망이다.

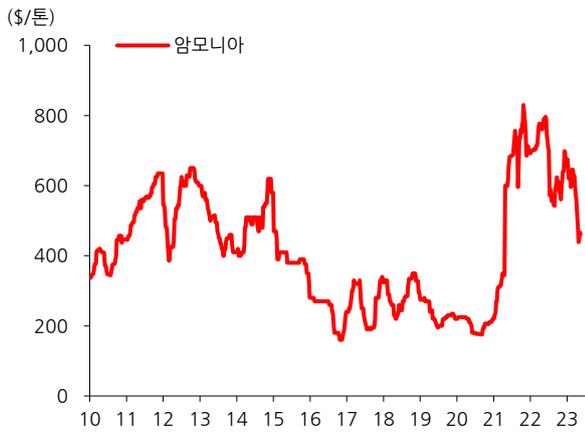
유럽 TDI 폐쇄 수혜는 지속 중. 24년에는 MNB 증설효과 추가  
2Q 중국 TDI 가동률은 80% 이상으로 높게 유지되었으며, 타이트한 수급에 spread도 1,658\$/톤으로 양호한 것으로 파악한다. BASF는 유럽 TDI 설비 가동을 중단했는데, 이에 유럽이 아시아와 미국으로부터 수입량을 확대하며 이들 지역의 수요가 뒷받침되고 있기 때문이다.

24년부터 MNB 증설(42만톤 → 72만톤)도 기대된다. MNB 증설로 인해 제품 가격 하락 효과를 상쇄할 수 있을 것으로 예상하며, 따라서 '24년에도 전사 증익은 가능할 것이라 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 3만원 유지

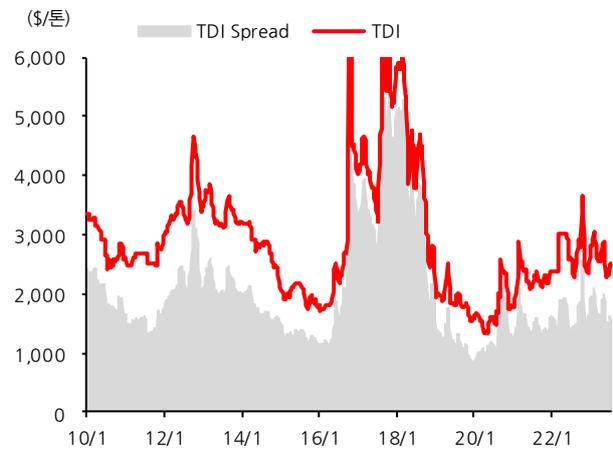
동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 3만원을 유지한다. 목표주가는 12M Fwd BPS에 TDI 상황을 고려해 Target Multiple 1.5배를 적용했다. 유럽/일본 TDI 설비 폐쇄에 따른 중국/한국의 타이트한 TDI 수급과 MNB 증설로 동사의 수익성은 앞으로도 양호할 것으로 예상하기 때문이다.

[그림1] 암모니아 가격 추이



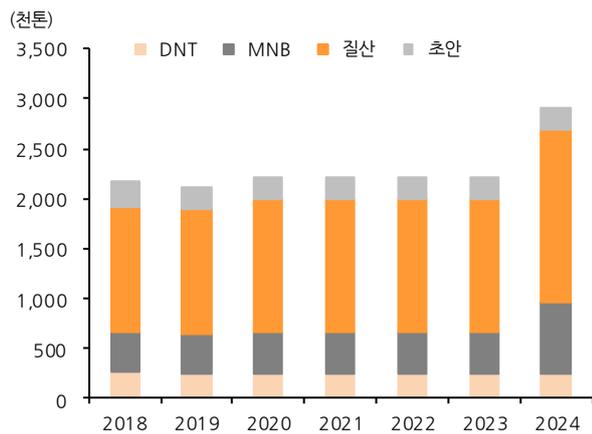
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TDI 가격 및 스프레드 추이



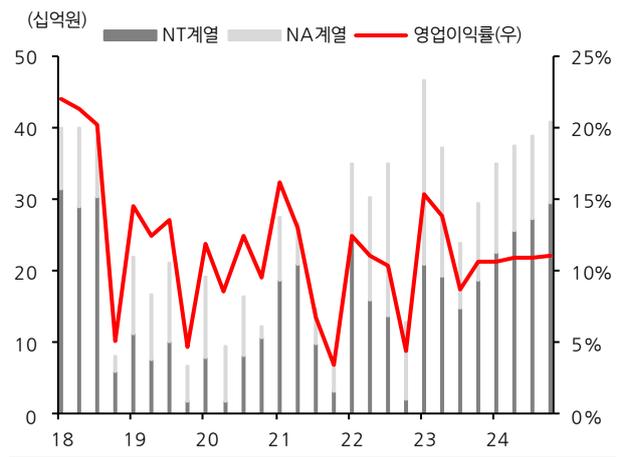
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2024년 MNB 30만톤(질산 40만톤) 증설 예정



자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] TKG 휴켄스 영업이익 추이 및 전망



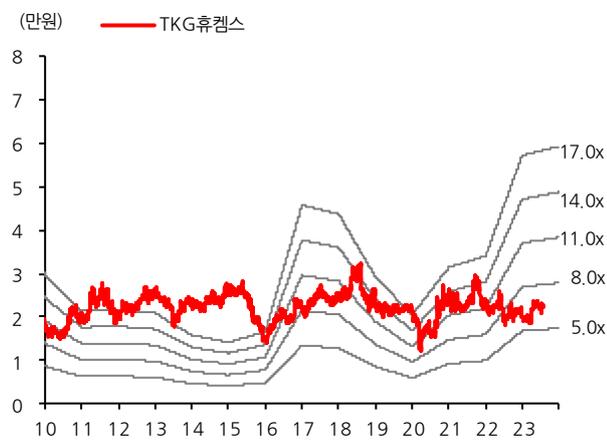
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] TKG 휴켄스 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	294.2	288.3	351.8	301.5	314.8	283.7	288.9	293.1	1,235.8	1,180.4	1,459.0
QoQ(%)	21.7%	-2.0%	22.0%	-14.3%	4.4%	-9.9%	1.8%	1.5%			
YoY(%)	66.9%	35.1%	53.1%	24.7%	7.0%	-1.6%	-17.9%	-2.8%	43.5%	-4.5%	23.6%
NT 계열	181.1	166.5	204.7	184.6	179.3	173.6	180.8	186.1	1,179.4	719.8	918.9
NA 계열	99.7	107.0	131.5	104.2	122.7	95.9	92.0	88.7	442.4	399.3	475.5
기타(탄소배출권)	18.2	21.3	16.3	18.0	12.8	14.2	16.1	18.3	56.4	61.4	64.5
<b>영업이익</b>	35.4	30.9	36.4	14.5	48.6	38.5	26.7	34.0	117.1	147.8	162.0
영업이익률(%)	12.0%	10.7%	10.3%	4.8%	15.4%	13.6%	9.2%	11.6%	9.5%	12.5%	11.1%
QoQ(%)	80.2%	-12.9%	18.0%	-60.3%	236.4%	-20.7%	-30.8%	27.5%			
YoY(%)	25.4%	13.6%	98.7%	-26.5%	37.2%	24.9%	-26.8%	135.1%	25.4%	26.1%	9.6%
NT 계열	24.8	16.0	13.8	2.2	20.9	19.4	14.8	18.8	56.8	73.8	105.1
영업이익률(%)	13.7%	9.6%	6.8%	1.2%	11.7%	11.2%	8.2%	10.1%	4.8%	10.3%	11.4%
NA 계열	10.3	14.2	21.1	10.7	25.8	17.9	9.2	10.7	56.3	63.6	47.6
영업이익률(%)	10.3%	13.3%	16.1%	10.3%	21.0%	18.7%	10.0%	12.1%	99.7%	103.6%	73.7%
기타(탄소배출권)	0.4	0.6	1.5	1.6	1.9	1.2	2.7	4.5	4.0	10.3	9.3
영업이익률(%)	1.9%	2.9%	8.9%	8.8%	15.2%	8.4%	16.7%	24.4%	7.1%	16.7%	14.5%
<b>당기순이익</b>	26.9	21.6	29.1	4.2	45.2	31.6	23.4	29.0	81.8	129.2	133.8
<b>지배순이익</b>	26.8	21.6	29.1	4.2	45.2	31.6	23.4	29.0	81.7	129.2	133.8
순이익률(%)	9.1%	7.5%	8.3%	1.4%	14.3%	11.1%	8.1%	9.9%	6.6%	10.9%	9.2%

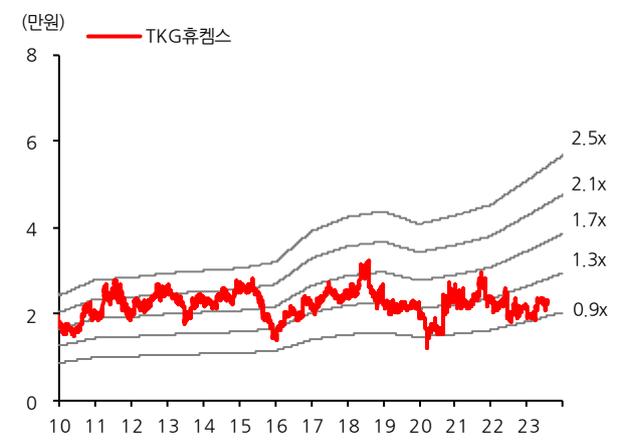
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] TKG 휴켄스 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] TKG 휴켄스 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	594	861	1,236	1,180	1,459
매출총이익	130	129	157	187	211
영업이익	95	93	117	148	162
EBITDA	127	123	144	171	202
순이자손익	5	5	10	6	5
외화관련손익	2	-1	-3	0	0
지분법손익	-23	5	-8	-3	-3
세전계속사업손익	75	105	106	166	173
당기순이익	49	78	82	129	134
지배주주순이익	49	76	82	129	134
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-10.0	45.1	43.5	-4.5	23.6
영업이익	-10.6	-2.0	25.4	26.1	9.6
EBITDA	-6.2	-2.6	17.0	18.8	17.9
순이익	-30.1	57.4	5.5	57.9	3.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.8	15.0	12.7	15.8	14.5
영업이익률	16.1	10.8	9.5	12.5	11.1
EBITDA 이익률	21.3	14.3	11.7	14.5	13.9
세전이익률	12.7	12.1	8.5	14.0	11.8
순이익률	8.3	9.0	6.6	10.9	9.2

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	90	84	44	163	159
당기순이익	49	78	82	129	134
자산상각비	31	30	27	24	40
운전자본증감	-11	-20	-85	11	-18
매출채권 감소(증가)	-2	-36	-72	26	-37
재고자산 감소(증가)	-3	-22	-22	14	-13
매입채무 증가(감소)	-2	37	17	-22	28
투자현금흐름	6	-75	63	-216	-112
유형자산처분(취득)	-21	-24	-91	-147	-92
무형자산 감소(증가)	-1	3	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	159	11	120	-10	-8
재무현금흐름	-93	-29	-80	55	-38
차입금의 증가(감소)	-68	13	-37	55	0
자본의 증가(감소)	-38	-38	-38	-38	-38
배당금의 지급	-38	-38	-38	-38	-38
총현금흐름	127	125	149	156	177
(-)운전자본증가(감소)	8	16	104	-48	18
(-)설비투자	21	25	92	148	92
(+)자산매각	-1	3	-1	0	0
Free Cash Flow	97	87	-47	57	67
(-)기타투자	134	69	-55	96	12
잉여현금	-37	18	8	-39	55
NOPLAT	62	69	91	115	126
(+) Dep	31	30	27	24	40
(-)운전자본투자	8	16	104	-48	18
(-)Capex	21	25	92	148	92
OpFCF	65	58	-78	39	55

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	402	520	514	491	555
현금성자산	289	351	228	238	255
매출채권	71	108	171	146	183
재고자산	28	49	66	52	66
비유동자산	445	429	427	612	673
투자자산	235	226	150	210	218
유형자산	200	196	270	395	446
무형자산	10	7	8	8	8
자산총계	846	949	941	1,103	1,228
유동부채	91	183	157	226	256
매입채무	65	102	122	132	161
유동성이자부채	6	58	18	74	74
비유동부채	88	46	45	45	45
비유동이자부채	57	19	20	20	20
부채총계	179	230	201	272	301
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	487	529	574	662	757
자본조정	-50	-61	-65	-62	-62
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	668	720	740	831	927

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,205	1,851	2,001	3,366	3,486
BPS	16,330	17,108	18,107	20,340	22,673
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	3,113	3,055	3,653	3,820	4,338
ROA(%)	5.7	8.4	8.7	12.6	11.5
ROE(%)	7.5	11.1	11.4	16.4	15.2
ROIC(%)	15.8	19.1	22.6	23.1	22.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	21.3	12.5	10.0	6.7	6.4
PBR	1.6	1.4	1.1	1.1	1.0
PSR	1.8	1.1	0.7	0.8	0.6
PCR	8.2	7.6	5.5	5.9	5.2
EV/EBITDA	6.5	5.4	4.4	4.5	3.7
배당수익률	3.9	4.3	5.0	4.5	4.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	26.8	31.9	27.2	32.7	32.5
Net debt/Equity	-33.8	-38.2	-25.6	-17.3	-17.3
Net debt/EBITDA	-178.3	-222.7	-131.2	-84.0	-79.4
유동비율	442.5	284.0	328.4	216.6	217.0
이자보상배율(배)	40.5	49.7	183.5	50.2	50.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	42.1	37.3	54.9	54.5	56.2
현금+투자자산	57.9	62.7	45.1	45.5	43.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	8.7	9.6	5.0	10.2	9.2
자기자본	91.3	90.4	95.0	89.8	90.8

## [ Compliance Notice ]

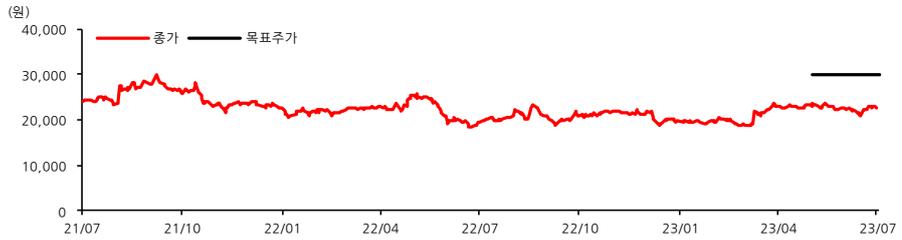
(공표일: 2023년 07월 25일)

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 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ TKG휴켄스 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2023.05.23	2023.05.24	2023.07.25
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		윤용식	30,000	30,000

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.24	Buy	30,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2023년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%