



# TKG휴켄스 (069260)

쉬어가는 2분기, 하반기 증설효과를 기대

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

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 24,000원

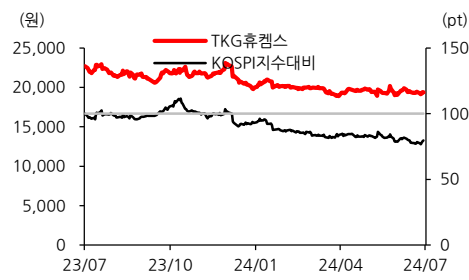
현재 주가(7/19)	19,370원
상승여력	▲23.9%
시가총액	7,918억원
발행주식수	40,879천주
52 주 최고가 / 최저가	23,100 / 18,870원
90 일 일평균 거래대금	10.32억원
외국인 지분율	8.3%
<b>주주 구성</b>	
티케이지태광 (외 3인)	43.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
농협경제지주 (외 3인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.1	2.6	-3.1	-16.0
상대수익률(KOSPI)	1.2	-5.2	-16.2	-23.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,053	1,209	1,460	1,475
영업이익	121	99	109	117
EBITDA	146	140	157	162
지배주주순이익	135	90	95	101
EPS	3,296	2,356	2,472	2,639
순차입금	-215	-249	-310	-366
PER	6.5	8.2	7.8	7.3
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.6	3.9	3.1	2.6
배당수익률	4.7	5.2	5.2	5.2
ROE	17.0	10.4	10.3	10.3

**주가 추이**



**2분기, 부정적 래깅효과 등에 컨센서스 하회**

TKG휴켄스 2Q24 영업이익은 207억원(QoQ -34%, YoY -53%)으로 컨센서스 233억원을 -11% 하회할 전망이다. 기대치에 미치지 못하는 실적은 1) 암모니아 가격 하락에 따른 역래깅 효과, 2) MNB 신규공장 가동에 따른 감가상각비 추가(약 20억원 추정), 3) TDI 스프레드 감소 등에 기인한다. 주요제품인 질산 등은 지난 분기 암모니아 가격을 기준으로 이번 분기 판가가 결정되는데, 1Q24 399\$/톤까지 하락했던 암모니아 가격이 5월 430\$/톤으로 다시 상승하며 NA 계열 수익성이 감소한 것으로 추정한다. 또한, 약 1,000억원이 투자된 MNB 2공장의 가동 개시로 감가상각비가 발생하기 시작했지만, 고객사의 신규 MDI 공장은 아직 가동하지 않음으로써 증설 효과가 온전히 반영되지 못했다.

**하반기부터 증설 효과 온기 반영 기대**

하반기 고객사의 MDI 공장 가동에 따라 동사의 MNB 증설 효과도 본격적으로 나타날 것으로 기대한다. 현재 MDI는 일부 공장들의 정기 보수 및 운임 상승 등으로 인해 타이트한 공급이 나타나고 있다. 이에 MNB 수익성 또한 견조할 것으로 파악된다. 2공장 가동으로 동사 MNB 생산능력은 +30만톤(+71%) 증가하게 된다. 다만, 기대했던 소비 개선 효과는 아직까지 미미한 것으로 파악된다. 6월 중국 소매판매는 YoY +2.0% 증가해 컨센서스 3.3%를 하회했으며, MoM -0.12% 감소했다.

**투자의견 Buy(유지), 목표주가 2.4만원(하향)**

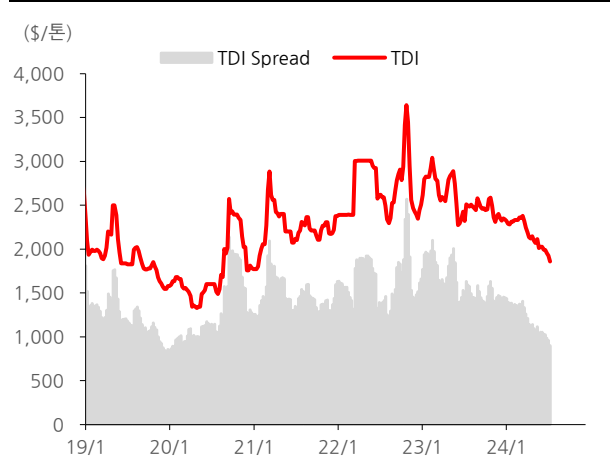
TKG휴켄스에 대한 투자의견 Buy 유지하나, 목표주가는 2.6만원 → 2.4만원으로 하향한다. TDI 스프레드 하락 및 기대했던 수요 회복이 관측되지 않음에 따라 2024~'25년 실적 추정치를 -12% 조정했기 때문이다. Target Multiple은 과거 5년 평균인 PBR 1.1배를 유지한다. 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) MNB 증설로 인한 온기 반영 기대, 2) 현재 낮은 밸류에이션을 반영했다. 동사 분기 실적은 암모니아 가격 추이에 따라 다소 변화가 있으나, 결국 포물러 계약 구조와 역내 타이트한 공급으로 원가를 판가에 반영시키는 데 무리 없기에 연간 실적은 안정적이다. 따라서 질산 6공장, MNB 2공장 완공으로 Capex 부담이 낮아진만큼 올해 높은 배당성향을 제시할 수 있을 것으로 예상한다

[그림1] 암모니아 가격 추이



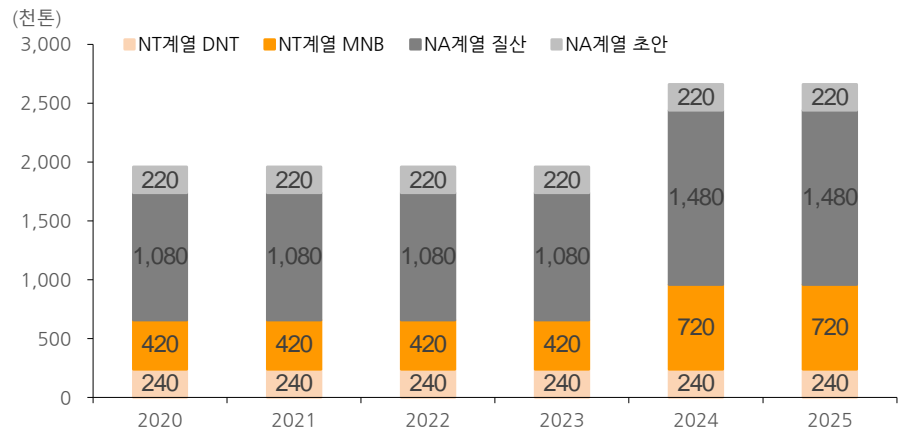
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TDI 가격 및 스프레드 추이



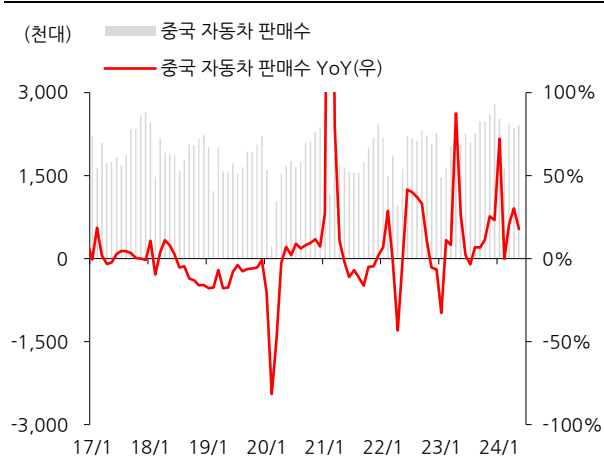
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] TKG 휴켄스 제품 생산능력



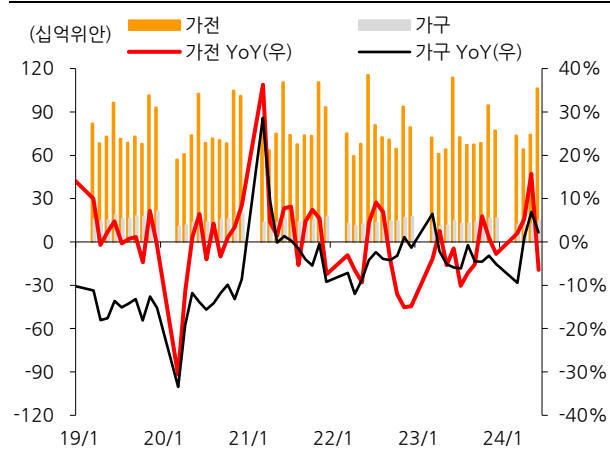
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 중국 자동차 판매량 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 가전/가구 판매액 추이



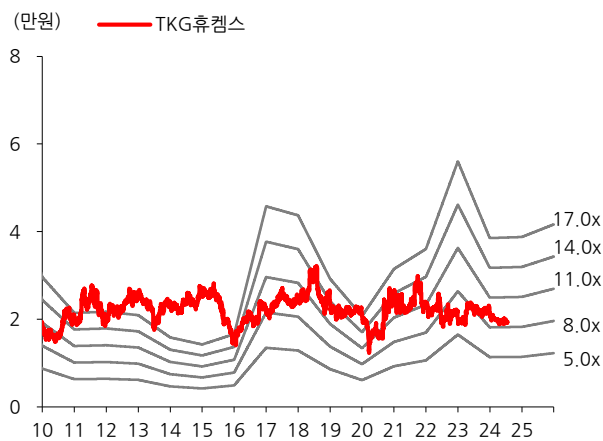
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[표1] TKG 휴켄스 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>300.8</b>	<b>278.7</b>	<b>322.3</b>	<b>307.0</b>	<b>384.4</b>	<b>364.5</b>	<b>377.9</b>	<b>333.3</b>	<b>1,052.7</b>	<b>1,208.9</b>	<b>1,460.1</b>
QoQ(%)	36.0%	-7.4%	15.7%	-4.7%	25.2%	-5.2%	3.7%	-11.8%			
YoY(%)	-4.4%	-0.4%	36.0%	38.8%	27.8%	30.8%	17.2%	8.5%	-14.8%	14.8%	20.8%
NT 계열	186.5	178.4	226.8	252.6	294.9	277.7	290.8	277.8	674.3	844.3	1,141.2
NA 계열	108.3	93.6	88.8	46.5	82.2	79.3	79.6	47.3	343.6	337.2	288.4
기타(탄소배출권)	6.0	6.6	6.8	7.9	7.3	7.5	7.6	8.2	34.7	27.4	30.5
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>20.7</b>	<b>25.7</b>	<b>21.1</b>	<b>28.1</b>	<b>28.0</b>	<b>29.3</b>	<b>23.9</b>	<b>121.2</b>	<b>99.0</b>	<b>109.3</b>
영업이익률(%)	10.5%	7.4%	8.0%	6.9%	7.3%	7.7%	7.8%	7.2%	11.5%	8.2%	7.5%
QoQ(%)	흑전	-34.4%	24.0%	-18.0%	33.6%	-0.5%	4.7%	-18.4%			
YoY(%)	-35.1%	-52.7%	-15.7%	흑전	-10.8%	35.2%	14.1%	13.5%	3.5%	-18.4%	10.4%
NT 계열	9.8	7.5	10.3	12.1	14.5	14.0	15.2	14.9	39.6	39.6	58.6
영업이익률(%)	5.2%	4.2%	4.5%	4.8%	4.9%	5.1%	5.2%	5.4%	5.9%	4.7%	5.1%
TDI 스프레드	1,365	1,077	1,028	1,061	1,083	1,111	1,113	1,132	1,615	1,133	1,110
NA 계열	20.8	12.6	14.7	7.4	12.6	12.8	13.0	7.3	74.1	55.5	45.8
영업이익률(%)	19.2%	13.5%	16.6%	15.8%	15.4%	16.2%	16.3%	15.5%	21.6%	16.5%	15.9%
기타(탄소배출권)	0.9	0.6	0.7	1.6	1.0	1.1	1.1	1.7	7.9	3.9	4.9
영업이익률(%)	15.7%	9.4%	10.0%	20.4%	13.6%	15.1%	15.1%	20.3%	22.7%	14.1%	16.1%
<b>당기순이익</b>	<b>30.5</b>	<b>18.7</b>	<b>22.5</b>	<b>18.7</b>	<b>24.3</b>	<b>24.2</b>	<b>25.3</b>	<b>21.0</b>	<b>129.5</b>	<b>90.4</b>	<b>94.8</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.5</b>	<b>18.7</b>	<b>22.5</b>	<b>18.7</b>	<b>24.3</b>	<b>24.2</b>	<b>25.3</b>	<b>21.0</b>	<b>129.5</b>	<b>90.4</b>	<b>94.8</b>
순이익률(%)	10.2%	6.7%	7.0%	6.1%	6.3%	6.6%	6.7%	6.3%	12.3%	7.5%	6.5%

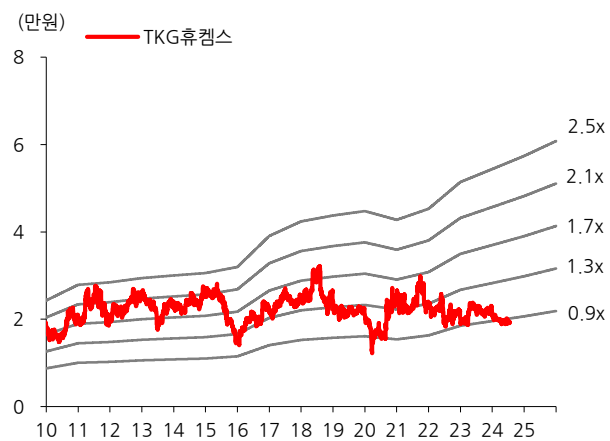
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] TKG 휴켄스 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] TKG 휴켄스 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,236	1,053	1,209	1,460	1,475
매출총이익	157	166	155	175	184
영업이익	117	121	99	109	117
EBITDA	144	146	140	157	162
순이자손익	9	12	11	11	11
외화관련손익	-3	1	0	0	0
지분법손익	-2	9	0	0	0
세전계속사업손익	111	153	114	120	128
당기순이익	87	135	90	95	101
지배주주순이익	87	135	90	95	101
<b>증가율(%)</b>					
매출액	77.8	-14.8	14.8	20.8	1.0
영업이익	129.4	3.5	-18.4	10.4	7.0
EBITDA	69.9	1.0	-3.6	11.5	3.3
순이익	113.2	55.5	-32.9	4.9	6.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.7	15.8	12.8	12.0	12.5
영업이익률	9.5	11.5	8.2	7.5	7.9
EBITDA 이익률	11.7	13.8	11.6	10.7	11.0
세전이익률	9.0	14.6	9.5	8.2	8.7
순이익률	7.0	12.8	7.5	6.5	6.9

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	45	222	85	147	144
당기순이익	87	135	90	95	101
자산상각비	27	25	42	47	45
운전자본증감	-85	89	-55	4	-3
매출채권 감소(증가)	-72	17	-69	2	-3
재고자산 감소(증가)	-22	7	-23	1	-1
매입채무 증가(감소)	17	68	50	-3	4
투자현금흐름	64	-149	-19	-54	-55
유형자산처분(취득)	-92	-112	-37	-39	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	120	12	24	-6	-7
재무현금흐름	-80	-56	-1	-38	-38
차입금의 증가(감소)	-37	-14	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-38	-38	-38	-38	-38
배당금의 지급	-38	-38	-38	-38	-38
총현금흐름	149	150	135	142	146
(-)운전자본증가(감소)	104	-75	13	-4	3
(-)설비투자	92	114	37	39	40
(+)자산매각	0	2	0	0	0
Free Cash Flow	-47	112	84	107	104
(-)기타투자	-55	35	48	9	9
잉여현금	8	78	36	99	95
NOPLAT	91	107	78	86	92
(+) Dep	27	25	42	47	45
(-)운전자본투자	104	-75	13	-4	3
(-)Capex	92	114	37	39	40
OpFCF	-78	92	69	99	95

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	514	519	655	710	774
현금성자산	228	240	274	334	391
매출채권	171	155	221	219	222
재고자산	66	58	81	80	81
비유동자산	428	574	579	580	584
투자자산	150	205	213	222	231
유형자산	270	361	358	350	345
무형자산	8	8	8	8	8
<b>자산총계</b>	<b>942</b>	<b>1,093</b>	<b>1,235</b>	<b>1,290</b>	<b>1,358</b>
유동부채	157	212	301	299	304
매입채무	122	190	273	270	274
유동성이자부채	18	6	6	6	6
비유동부채	45	40	41	41	41
비유동이자부채	20	19	19	19	19
<b>부채총계</b>	<b>201</b>	<b>252</b>	<b>342</b>	<b>340</b>	<b>345</b>
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	571	666	718	775	838
자본조정	-62	-57	-57	-57	-57
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
<b>자본총계</b>	<b>741</b>	<b>841</b>	<b>893</b>	<b>949</b>	<b>1,012</b>

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당지표</b>					
EPS	2,119	3,296	2,356	2,472	2,639
BPS	18,119	20,571	21,844	23,225	24,764
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	3,654	3,659	3,291	3,480	3,578
ROA(%)	9.2	13.2	7.8	7.5	7.6
ROE(%)	12.0	17.0	10.4	10.3	10.3
ROIC(%)	22.8	22.7	16.1	17.8	19.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	9.4	6.5	8.2	7.8	7.3
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
PSR	0.7	0.8	0.7	0.5	0.5
PCR	5.5	5.9	5.9	5.6	5.4
EV/EBITDA	4.4	4.6	3.9	3.1	2.6
배당수익률	5.0	4.7	5.2	5.2	5.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	27.2	30.0	38.3	35.9	34.1
Net debt/Equity	-25.6	-25.5	-27.9	-32.6	-36.2
Net debt/EBITDA	-131.2	-147.3	-177.5	-197.8	-226.4
유동비율	328.4	244.8	217.8	237.1	254.4
이자보상배율(배)	183.5	522.2	480.8	532.5	569.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	54.9	51.9	50.2	46.4	43.6
현금+투자자산	45.1	48.1	49.8	53.6	56.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	4.9	2.9	2.7	2.5	2.4
자기자본	95.1	97.1	97.3	97.5	97.6

[ Compliance Notice ]

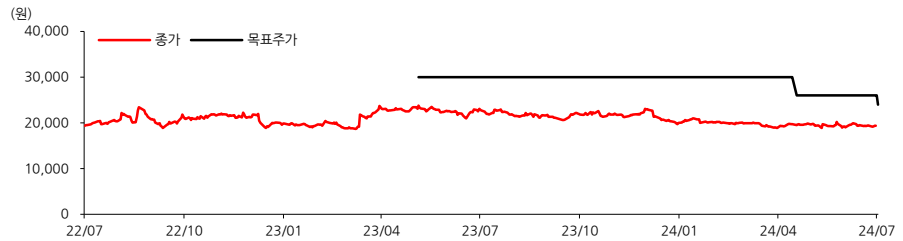
(공표일: 2024년 07월 22일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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	2023.10.11	2023.11.07
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		윤용식	30,000	30,000	30,000	30,000
일시	2024.01.17	2024.05.07	2024.07.22			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	30,000	26,000	24,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.24	Buy	30,000	-29.01	-20.67
2024.05.07	Buy	26,000	-25.10	-22.31
2024.07.22	Buy	24,000		

[ 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: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%