



# TKG휴켄스 (069260)

2Q24 Review: 컨센서스 부합, 하반기 반등을 기대

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 24,000원

현재 주가(8/2)	18,980원
상승여력	▲26.4%
시가총액	7,759억원
발행주식수	40,879천주
52 주 최고가 / 최저가	23,100 / 18,870원
90 일 일평균 거래대금	9.91억원
외국인 지분율	8.2%

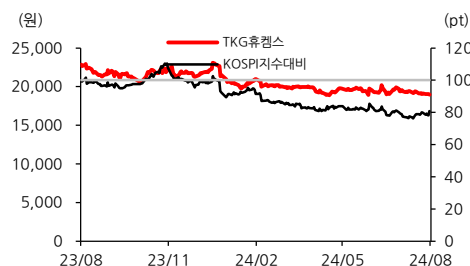
주주 구성	
티제이태광 (외 3 인)	43.4%
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
농협경제지주 (외 3 인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.2	-3.9	-9.6	-16.9
상대수익률(KOSPI)	1.6	-3.6	-11.9	-19.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,053	1,244	1,458	1,469
영업이익	121	105	109	113
EBITDA	146	146	157	163
지배주주순이익	135	97	94	98
EPS	3,296	2,522	2,462	2,553
순차입금	-215	-226	-291	-360
PER	6.5	7.5	7.7	7.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.6	3.8	3.1	2.6
배당수익률	4.7	5.3	5.3	5.3
ROE	17.0	11.1	10.2	9.9

## 주가 추이



## 2Q24 암모니아 가격 상승 영향

TKG휴켄스 2Q24 영업이익은 215억원(QoQ -32%, YoY -51%)으로 컨센서스 203억원에 부합했다. 1분기 대비 다소 낮아진 이익은 1) 암모니아 가격 상승(1Q24 362\$/톤 → 2Q24 431\$/톤)에 의한 일시적 레깅 효과, 2) 주요 고객사 정기보수로 인한 판매량 감소(QoQ -5%), 3) 신규 공장 가동에 따른 감가상각비 추가(약 -20억원 추정)에 기인한다. 또한 4) 드라이빙 시즌 휘발유 블렌딩용 수요 증가에 따른 TDI 스프레드 축소(1Q24 1,365\$/톤 → 1,077\$/톤)도 DNT 이익에 영향을 미쳤을 것으로 파악한다.

## 3Q24, 판매량 반등 및 원가 절감효과 기대

3Q24 휴켄스 영업이익은 2Q 부정적으로 작용했던 요인들이 해소되며 285억원으로 반등할 수 있을 전망이다. 질산/초안은 고객사 정기보수 종료 및 이연됐던 수출 재개로 인해 판매량이 QoQ +4% 증가할 전망이다. 고객사 MDI 증설 완료에 따라 동사 MNB 증설 효과도 마침내 반영되기 시작할 것으로 파악된다. 뿐만 아니라 3분기 동사의 제품 스프레드 개선도 기대할 수 있다. 암모니아 가격이 6월 431\$/톤 → 7월 435\$/톤으로 안정적이기에 2Q 부정적인 레깅효과도 소멸될 전망이다. TDI, MDI 주요 생산업체인 중국 Wanhua의 정기보수 또한 MDI 및 MNB 스프레드 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 2.4만원 유지

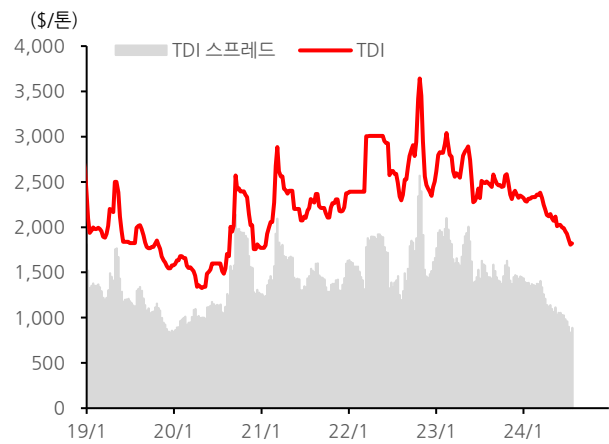
TKG휴켄스에 대한 투자의견 Buy를 유지한다. 2Q24 이익 감소는 아쉬우나, 동사 주가는 코로나19 시기를 제외하고 최근 5년래 가장 낮은 수준으로 낮아져 이를 이미 반영하고 있다고 판단하기 때문이다. 또한 하반기 증설 효과 반영 등으로 실적 개선이 전망되는 가운데, 동사의 높은 배당성향도 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다. 참고로 TKG휴켄스의 5년 평균 배당성향은 52.1%로 같은 기간 KOSPI 37.1%는 물론 화학섹터 평균 35.6%보다 훨씬 높다. 질산 6공장, MNB 2공장 투자 완료에 따라 2025년엔 Capex 부담이 절반 수준인 300억원으로 감소할 것으로 파악되기 때문에 높은 배당성향을 유지하는 데 무리가 없을 것이다

[그림1] 암모니아 가격 추이



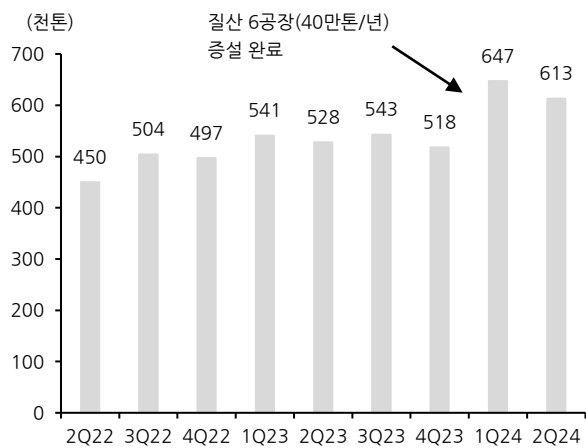
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TDI 가격 및 스프레드 추이



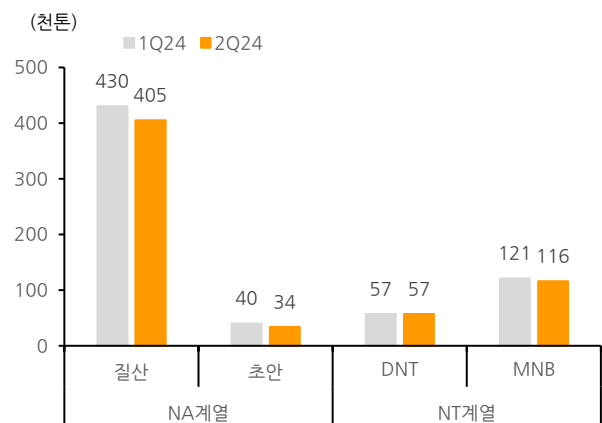
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] TKG 휴켄스 제품 생산량 추이



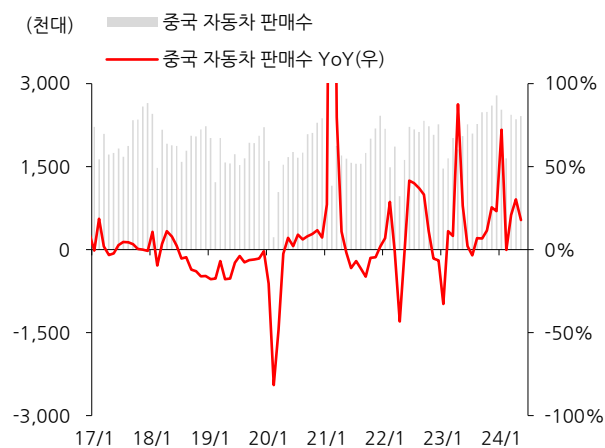
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] TKG 휴켄스 1Q24 vs 2Q24 제품별 생산량 비교



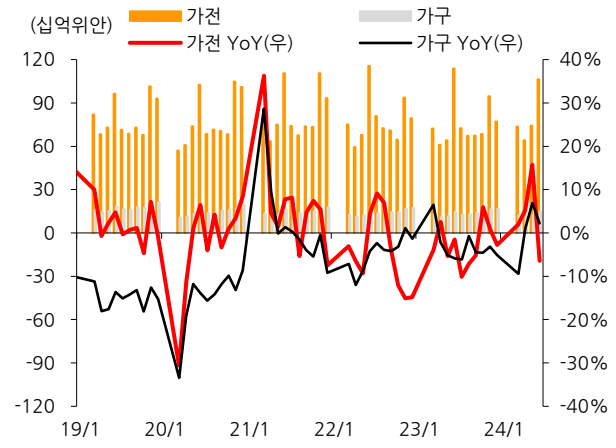
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 자동차 판매량 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 가전/가구 판매액 추이



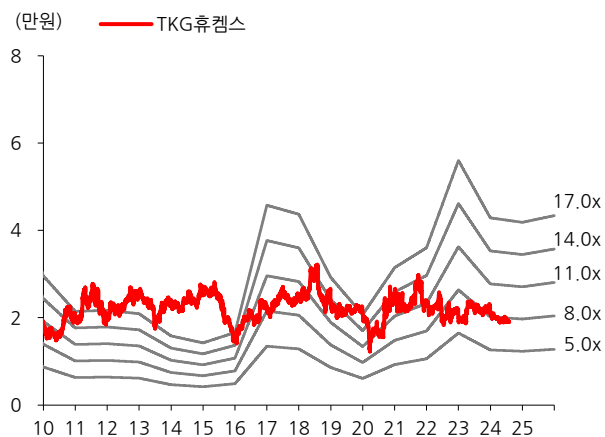
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[표1] TKG 휴켄스 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>300.8</b>	<b>280.7</b>	<b>322.3</b>	<b>339.7</b>	<b>382.7</b>	<b>363.7</b>	<b>376.3</b>	<b>335.8</b>	<b>1,052.7</b>	<b>1,243.5</b>	<b>1,458.4</b>
QoQ(%)	36.0%	-6.7%	14.8%	5.4%	12.7%	-5.0%	3.5%	-10.8%			
YoY(%)	-4.4%	0.3%	36.0%	53.6%	27.2%	29.6%	16.7%	-1.2%	-14.8%	18.1%	17.3%
NT 계열	186.5	196.0	226.8	276.7	293.2	276.9	289.1	278.8	674.3	885.9	1,138.1
NA 계열	108.3	79.0	88.8	55.1	82.2	79.3	79.6	48.7	343.6	331.2	289.8
기타(탄소배출권)	6.0	6.0	6.8	7.9	7.3	7.5	7.6	8.2	34.7	26.7	30.5
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>21.5</b>	<b>28.5</b>	<b>22.8</b>	<b>28.5</b>	<b>28.6</b>	<b>29.5</b>	<b>22.2</b>	<b>121.2</b>	<b>104.3</b>	<b>108.8</b>
영업이익률(%)	10.5%	7.7%	8.8%	6.7%	7.4%	7.9%	7.8%	6.6%	11.5%	8.4%	7.5%
QoQ(%)	흑전	-31.8%	32.7%	-20.2%	25.0%	0.4%	3.3%	-24.7%			
YoY(%)	-35.1%	-50.8%	-6.3%	흑전	-9.8%	32.9%	3.5%	-2.4%	3.5%	-13.9%	4.3%
NT 계열	9.8	3.0	6.8	8.7	9.5	9.2	9.9	9.8	39.6	28.3	38.3
영업이익률(%)	5.2%	1.5%	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	5.9%	3.2%	3.4%
TDI 스프레드	1,365	1,077	1,028	1,067	1,095	1,116	1,124	1,155	1,615	1,134	1,123
NA 계열	20.8	18.0	21.0	12.4	18.0	18.3	18.5	10.8	74.1	72.3	65.6
영업이익률(%)	19.2%	22.8%	23.7%	22.6%	21.9%	23.1%	23.3%	22.2%	21.6%	21.8%	22.6%
기타(탄소배출권)	0.9	1.0	0.7	1.6	1.0	1.1	1.1	1.7	7.9	4.2	4.9
영업이익률(%)	15.7%	16.7%	10.0%	20.4%	13.6%	15.1%	15.1%	20.3%	22.7%	15.9%	16.1%
<b>당기순이익</b>	<b>30.5</b>	<b>21.4</b>	<b>24.7</b>	<b>20.1</b>	<b>24.6</b>	<b>24.7</b>	<b>25.5</b>	<b>19.7</b>	<b>129.5</b>	<b>96.8</b>	<b>94.5</b>
<b>지배순이익</b>	<b>30.5</b>	<b>21.4</b>	<b>24.7</b>	<b>20.1</b>	<b>24.6</b>	<b>24.7</b>	<b>25.5</b>	<b>19.7</b>	<b>129.5</b>	<b>96.8</b>	<b>94.5</b>
순이익률(%)	10.2%	7.6%	7.7%	5.9%	6.4%	6.8%	6.8%	5.9%	12.3%	7.8%	6.5%

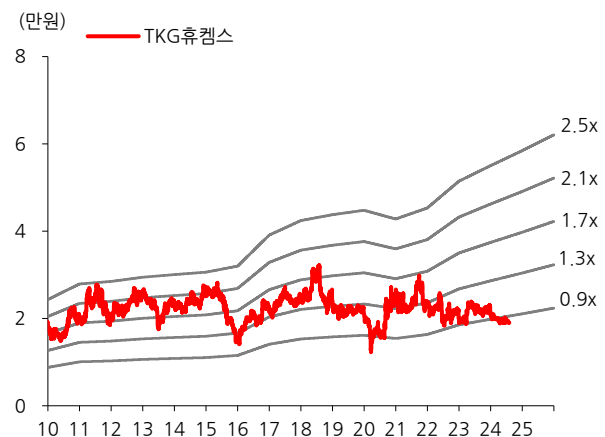
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] TKG 휴켄스 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] TKG 휴켄스 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,236	1,053	1,244	1,458	1,469
매출총이익	157	166	164	175	179
영업이익	117	121	105	109	113
EBITDA	144	146	146	157	163
순이자손익	9	12	11	11	11
외화관련손익	-3	1	0	0	0
지분법손익	-2	9	0	0	0
세전계속사업손익	111	153	123	120	124
당기순이익	87	135	97	94	98
지배주주순이익	87	135	97	94	98
증가율(%)					
매출액	77.8	-14.8	18.2	17.2	0.7
영업이익	129.4	3.5	-13.5	3.8	3.6
EBITDA	69.9	1.0	0.4	7.4	3.5
순이익	113.2	55.5	-28.2	-2.4	3.7
이익률(%)					
매출총이익률	12.7	15.8	13.2	12.0	12.2
영업이익률	9.5	11.5	8.4	7.5	7.7
EBITDA 이익률	11.7	13.8	11.8	10.8	11.1
세전이익률	9.0	14.6	9.9	8.2	8.4
순이익률	7.0	12.8	7.8	6.5	6.7

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	45	222	88	150	145
당기순이익	87	135	97	94	98
자산상각비	27	25	42	48	50
운전자본증감	-85	89	-58	7	-3
매출채권 감소(증가)	-72	17	-92	24	-4
재고자산 감소(증가)	-22	7	-31	9	-1
매입채무 증가(감소)	17	68	79	-30	5
투자현금흐름	64	-149	-46	-54	-44
유형자산처분(취득)	-92	-112	-64	-39	-28
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	141	143	148
(-)운전자본증감(감소)	104	-75	16	-7	3
(-)설비투자	92	114	64	39	28
(+)자산매각	0	2	0	0	0
Free Cash Flow	-47	112	61	112	117
(-)기타투자	-55	35	48	9	9
잉여현금	8	78	13	103	108
NOPLAT	91	107	82	86	89
(+) Dep	27	25	42	48	50
(-)운전자본투자	104	-75	16	-7	3
(-)Capex	92	114	64	39	28
OpFCF	-78	92	44	103	108

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	514	519	664	693	771
현금성자산	228	240	251	315	385
매출채권	171	155	245	221	225
재고자산	66	58	89	81	82
비유동자산	428	574	606	605	592
투자자산	150	205	213	222	231
유형자산	270	361	384	375	353
무형자산	8	8	8	8	8
자산총계	942	1,093	1,270	1,298	1,363
유동부채	157	212	330	301	307
매입채무	122	190	302	272	277
유동성이자부채	18	6	6	6	6
비유동부채	45	40	41	41	41
비유동이자부채	20	19	19	19	19
부채총계	201	252	371	342	348
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	571	666	725	781	841
자본조정	-62	-57	-57	-57	-57
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	741	841	899	955	1,015

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,119	3,296	2,522	2,462	2,553
BPS	18,119	20,571	22,000	23,372	24,829
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	3,654	3,659	3,447	3,496	3,619
ROA(%)	9.2	13.2	8.2	7.4	7.4
ROE(%)	12.0	17.0	11.1	10.2	9.9
ROIC(%)	22.8	22.7	16.4	16.7	17.9
Multiples(x, %)					
PER	9.4	6.5	7.5	7.7	7.4
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
PSR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
PCR	5.5	5.9	5.5	5.4	5.2
EV/EBITDA	4.4	4.6	3.8	3.1	2.6
배당수익률	5.0	4.7	5.3	5.3	5.3
안정성(%)					
부채비율	27.2	30.0	41.2	35.8	34.3
Net debt/Equity	-25.6	-25.5	-25.1	-30.4	-35.5
Net debt/EBITDA	-131.2	-147.3	-154.5	-185.0	-221.6
유동비율	328.4	244.8	201.3	229.9	251.1
이자보상배율(배)	183.5	522.2	509.4	530.1	549.4
자산구조(%)					
투하자본	54.9	51.9	52.9	48.5	44.3
현금+투자자산	45.1	48.1	47.1	51.5	55.7
자본구조(%)					
차입금	4.9	2.9	2.7	2.5	2.4
자기자본	95.1	97.1	97.3	97.5	97.6

[ Compliance Notice ]

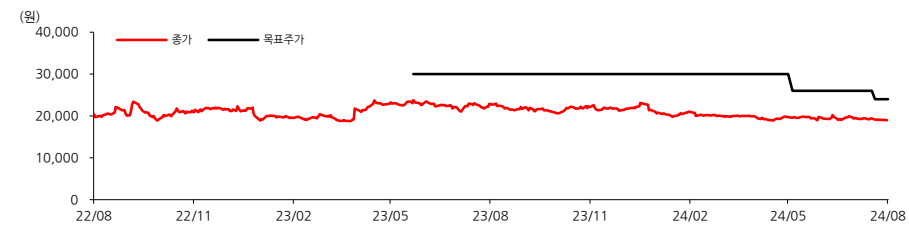
(공표일: 2024 년 08 월 05 일)

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 3 자에게 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 ]

일 시	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

일 시	2024.01.17	2024.05.07	2024.07.22	2024.08.05		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	30,000	26,000	24,000	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 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: 2024 년 06 월 30 일)

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