



TKG휴켄스 (069260)

하반기부터 증설 효과와 전방산업 수요 개선 예상

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 26,000원

현재 주가(5/3)	19,710원
상승여력	▲31.9%
시가총액	8,057억원
발행주식수	40,879천주
52 주 최고가 / 최저가	23,800 / 18,870원
90 일 일평균 거래대금	12.48억원
외국인 지분율	7.8%

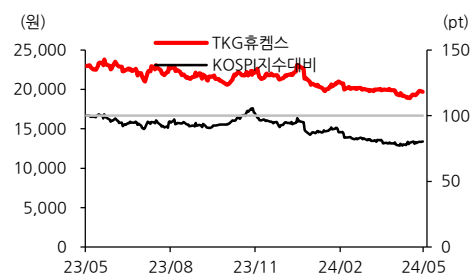
주주 구성	
티케이지태광 (외 3인)	43.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
농협경제지주 (외 3인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.5	-6.1	-11.0	-15.2
상대수익률(KOSPI)	0.7	-8.5	-24.0	-22.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,236	1,053	1,160	1,410
영업이익	117	121	112	125
EBITDA	144	146	138	162
지배주주순이익	87	135	100	106
EPS	2,119	3,296	2,598	2,754
순차입금	-189	-215	-227	-295
PER	9.4	6.5	7.6	7.2
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.4	4.6	4.2	3.2
배당수익률	5.0	4.7	5.1	5.1
ROE	12.0	17.0	11.4	11.3

주가 추이



1Q24 영업이익 315억원(컨센 3.8% 상회)

TKG휴켄스 1Q24 영업이익은 315억원(QoQ 흑자전환, YoY -35%)을 기록해 컨센서스 304억원을 +4% 상회했다. 질산 6공장 가동에 따른 판매량 증가(QoQ +28%)와 암모니아 가격 하락(4Q23 551\$/톤 → 1Q24 386\$/톤)에 따른 긍정적 레깅효과로 NA계열(질산/초안)의 영업이익은 208억원(OPM 19.2%)을 기록했다. NT계열(DNT/MNB)은 98억원(OPM 5.2%)을 기록해 QoQ 흑자전환하였다.

하반기부터 증설 효과와 전방산업 수요 개선 예상

2Q24 동사 영업이익은 266억원(QoQ -16%, YoY -39%)을 전망한다. 1Q24 실적에 긍정적으로 작용했던 암모니아 하락에 따른 레깅효과가 감소할 것으로 예상되며, MNB 신규 설비(30만톤/년)에 대한 감가상각비(약 20~30억원 추정)도 추가될 것이기 때문이다.

다만, 중국의 이구환신 정책으로 자동차/가전/가구 수요가 개선된다면, 폴리우레탄 수요 개선을 기대할 수 있다. 중국은 소비재 내수 활성화를 위해 노후 차량/가전/가구 교체시 인센티브를 주는 이구환신 정책을 시행중이며, 중국은행연구원에 따르면 해당 정책으로 약 40조원~120조원에 이르는 자동차 및 가전제품의 신규 수요가 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 3월 중국 자동차 판매량은 269만대(YoY +10%) 증가해 이미 개선세가 나타나고 있는 것으로 파악된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 2.6만원으로 하향

TKG휴켄스에 대한 목표주가를 기존 3.0만원 → 2.6만원으로 하향한다. 목표주가 수정은 최근 TDI Spread 부진을 고려한 2024~'25년 실적 추정치 하향 및 Target PBR(1.3배 → 1.1배) 조정에 의해 이루어졌다. 다만 하반기부터 MNB 증설(+30만톤, +71%)로 동사의 이익 체력은 한 단계 증가할 가능성 높으며, 이구환신 정책에 따라 중국 가구 수요 및 TDI 스프레드가 개선된다면 전방제품 스프레드를 판가에 적용하는 포물리 계약 구조덕에 동사 수익성 또한 상승할 수 있다. 또한 현재 12M Fwd PBR은 0.79배로 과거 최저 수준인 밸류에이션을 고려해 투자의견 BUY는 유지한다

[표1] TKG 휴켄스 2024년 1분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q23	4Q23	1Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	314.6	221.2	301.0	316.1	232.0	-4.3%	36.1%	-4.8%	29.7%
영업이익	48.6	-1.6	31.5	29.1	30.4	-35.1%	흑자전환	8.4%	3.8%
순이익	45.1	20.0	30.4	25.1	28.3	-32.7%	51.5%	21.1%	7.4%
영업이익률	15.5%	-0.7%	10.5%	9.2%	13.1%	-5.0%pt	11.2%pt	1.3%pt	-2.6%pt
순이익률	14.3%	9.1%	10.1%	7.9%	12.2%	-4.2%pt	1.0%pt	2.2%pt	-2.1%pt

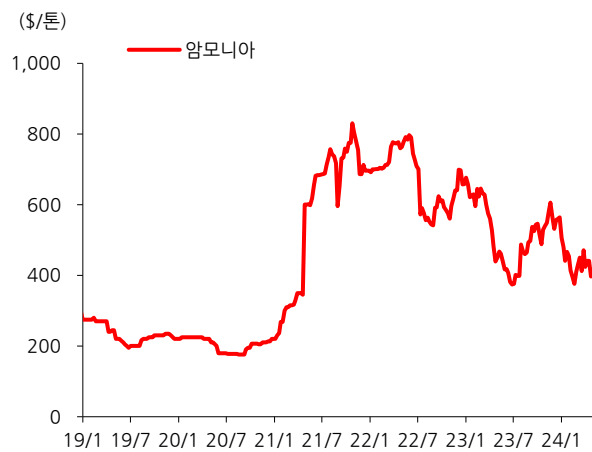
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] TKG 휴켄스 연간 실적 추정치 변경

	2024E			2025E		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	1,159.7	1,256.3	-7.7%	1,409.8	1,415.5	-0.4%
영업이익	112.2	134.3	-16.4%	124.8	161.9	-22.9%
영업이익률	9.7%	10.7%	-1.0%pt	8.8%	11.4%	-2.6%pt
순이익(지배)	99.7	113.1	-11.9%	105.7	134.7	-21.5%
순이익률(지배)	8.6%	9.0%	-0.4%pt	7.5%	9.5%	-2.0%pt

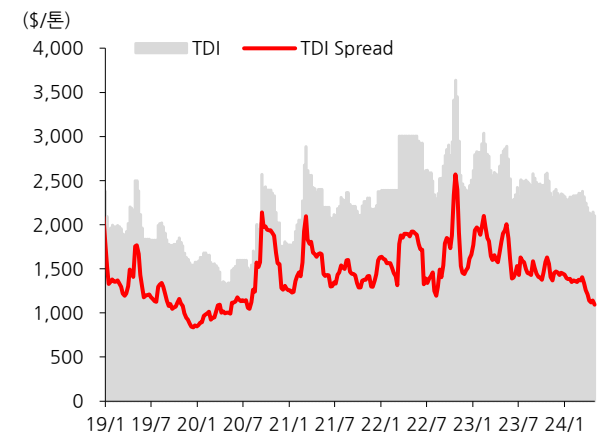
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 암모니아 가격 추이



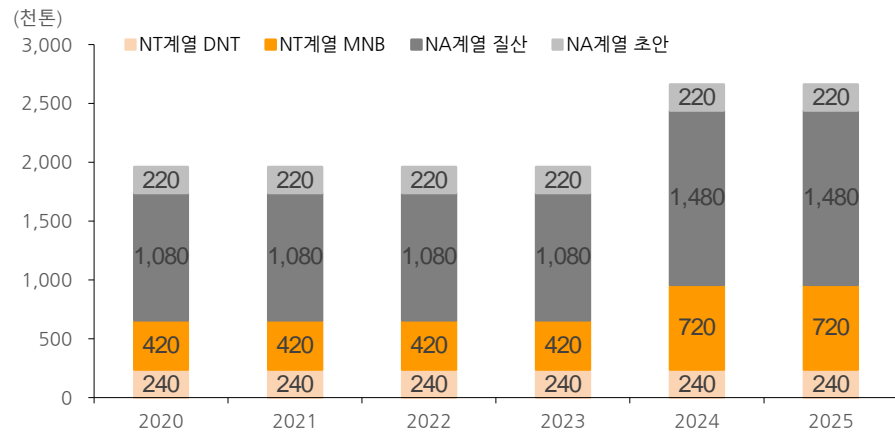
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TDI 가격 및 스프레드 추이



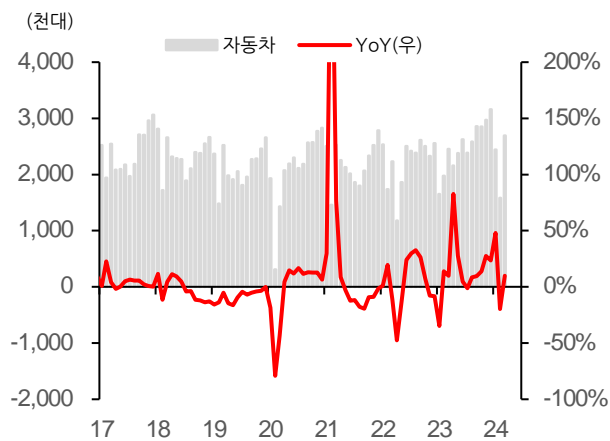
자료: Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] TKG 휴켄스 제품 생산능력



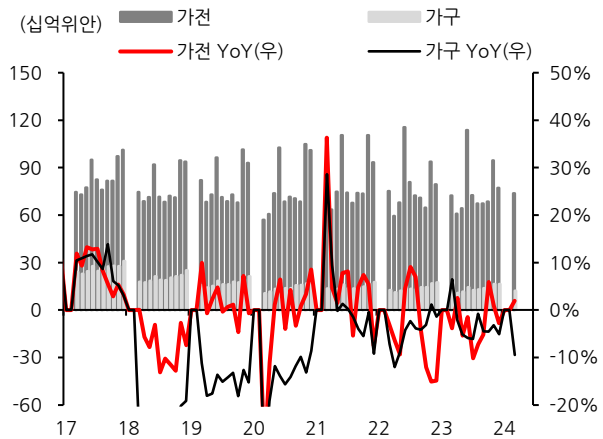
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 중국 자동차 판매량 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국 가전/가구 판매액 추이



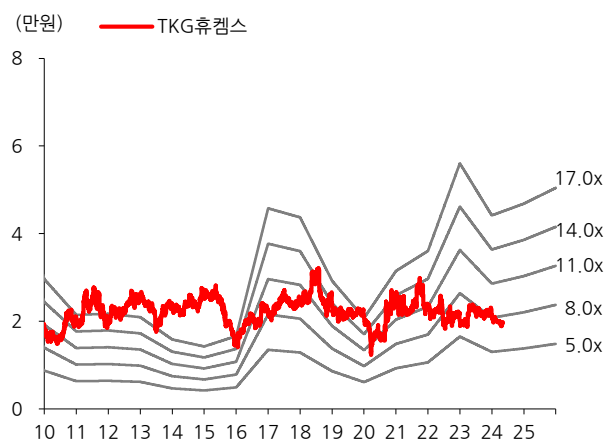
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[표3] TKG 휴켄스 실적 추이 및 전망

	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	300.8	273.6	314.3	271.0	374.7	355.2	368.3	311.5	1,052.7	1,159.7	1,409.8
QoQ(%)	36.0%	-9.0%	14.9%	-13.8%	38.3%	-5.2%	3.7%	-15.4%			
YoY(%)	-4.4%	-2.2%	32.6%	22.5%	24.6%	29.8%	17.2%	15.0%	-14.8%	10.2%	21.6%
NT 계열	186.5	176.7	222.0	207.5	288.6	271.9	284.6	251.1	674.3	792.7	1,096.2
NA 계열	108.3	90.6	86.0	52.5	79.6	76.7	77.1	49.1	343.6	337.4	282.5
기타(탄소배출권)	6.2	6.3	6.4	10.9	6.5	6.6	6.6	11.3	34.7	29.9	31.0
영업이익	31.5	26.6	28.8	25.3	31.3	31.3	32.8	29.4	121.2	112.2	124.8
영업이익률(%)	10.5%	9.7%	9.1%	9.3%	8.3%	8.8%	8.9%	9.4%	11.5%	9.7%	8.8%
QoQ(%)	흑전	-15.6%	8.0%	-12.0%	23.7%	0.2%	4.5%	-10.4%			
YoY(%)	-35.1%	-39.1%	-5.6%	흑전	-0.8%	17.7%	14.0%	16.0%	3.5%	-7.4%	11.2%
NT 계열	9.8	8.3	11.2	11.1	16.2	16.0	17.2	15.9	39.6	40.4	65.3
영업이익률(%)	5.2%	4.7%	5.0%	5.4%	5.6%	5.9%	6.1%	6.3%	5.9%	5.1%	6.0%
TDI 스프레드	1,365	1,279	1,307	1,344	1,370	1,402	1,408	1,430	1,615	1,324	1,403
NA 계열	20.8	18.0	17.2	10.0	14.7	15.0	15.2	9.2	74.1	66.0	54.1
영업이익률(%)	19.2%	19.8%	20.0%	19.1%	18.5%	19.5%	19.7%	18.7%	21.6%	19.6%	19.1%
기타(탄소배출권)	0.3	0.3	0.3	4.2	0.4	0.4	0.4	4.3	7.9	5.2	5.4
영업이익률(%)	5.4%	5.4%	5.4%	38.1%	5.4%	5.4%	5.4%	38.0%	22.7%	17.4%	17.3%
당기순이익	30.4	23.0	24.5	21.8	26.5	26.5	27.7	25.0	134.8	99.7	105.7
지배순이익	30.4	23.0	24.5	21.8	26.5	26.5	27.7	25.0	134.8	99.7	105.7
순이익률(%)	10.1%	8.4%	7.8%	8.0%	7.1%	7.5%	7.5%	8.0%	12.8%	8.6%	7.5%

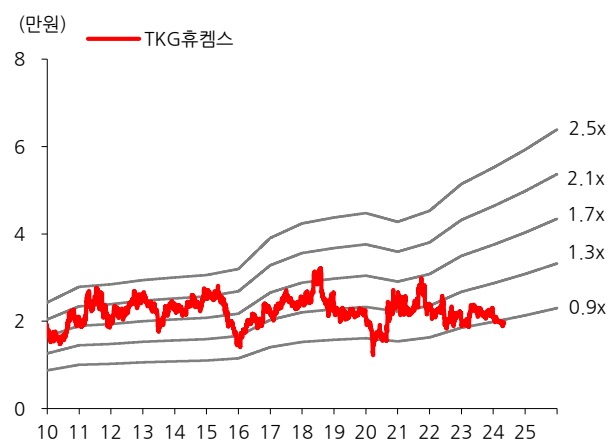
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[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)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	861	1,236	1,053	1,160	1,410
매출총이익	129	157	166	148	168
영업이익	93	117	121	112	125
EBITDA	123	144	146	138	162
순이자손익	5	9	12	11	11
외화관련손익	-1	-3	1	0	0
지분법손익	5	-2	9	-2	-2
세전계속사업손익	105	111	153	126	134
당기순이익	78	87	135	100	106
지배주주순이익	76	87	135	100	106
증가율(%)					
매출액	45.1	43.5	-14.8	10.2	21.6
영업이익	-2.0	25.4	3.5	-7.4	11.2
EBITDA	-2.6	17.0	1.0	-5.4	17.2
순이익	57.4	11.7	55.5	-26.0	6.0
이익률(%)					
매출총이익률	15.0	12.7	15.8	12.8	11.9
영업이익률	10.8	9.5	11.5	9.7	8.8
EBITDA 이익률	14.3	11.7	13.8	11.9	11.5
세전이익률	12.1	9.0	14.6	10.9	9.5
순이익률	9.0	7.0	12.8	8.6	7.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	84	45	222	122	147
당기순이익	78	87	135	100	106
자산상각비	30	27	25	26	37
운전자본증감	-20	-85	89	-5	2
매출채권 감소(증가)	-36	-72	17	-40	-10
재고자산 감소(증가)	-22	-22	7	-13	-4
매입채무 증가(감소)	37	17	68	50	12
투자현금흐름	-75	64	-149	-38	-47
유형자산처분(취득)	-24	-92	-112	-62	-30
무형자산 감소(증가)	3	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	11	120	12	33	-6
재무현금흐름	-29	-80	-56	-38	-38
차입금의 증가(감소)	13	-37	-14	0	0
자본의 증가(감소)	-38	-38	-38	-38	-38
배당금의 지급	-38	-38	-38	-38	-38
총현금흐름	125	149	150	127	144
(-)운전자본증감(감소)	16	104	-75	5	-2
(-)설비투자	25	92	114	62	30
(+)자산매각	3	0	2	0	0
Free Cash Flow	87	-47	112	61	116
(-)기타투자	69	-55	35	10	10
잉여현금	18	8	78	51	106
NOPLAT	69	91	107	89	99
(+) Dep	30	27	25	26	37
(-)운전자본투자	16	104	-75	5	-2
(-)Capex	25	92	114	62	30
OpFCF	58	-78	92	48	107

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	520	514	519	587	665
현금성자산	351	228	240	252	320
매출채권	108	171	155	195	205
재고자산	49	66	58	71	75
비유동자산	429	428	574	618	620
투자자산	226	150	205	213	222
유형자산	196	270	361	397	390
무형자산	7	8	8	8	8
자산총계	949	942	1,093	1,206	1,286
유동부채	183	157	212	263	276
매입채무	102	122	190	241	252
유동성이자부채	58	18	6	6	6
비유동부채	46	45	40	40	41
비유동이자부채	19	20	19	19	19
부채총계	230	201	252	304	316
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	529	571	666	728	795
자본조정	-61	-62	-57	-57	-57
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	720	741	841	902	970

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,851	2,119	3,296	2,598	2,754
BPS	17,108	18,119	20,571	22,071	23,717
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	3,055	3,654	3,659	3,111	3,533
ROA(%)	8.4	9.2	13.2	8.7	8.5
ROE(%)	11.1	12.0	17.0	11.4	11.3
ROIC(%)	19.1	22.8	22.7	17.7	18.9
Multiples(x, %)					
PER	12.5	9.4	6.5	7.6	7.2
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
PSR	1.1	0.7	0.8	0.7	0.6
PCR	7.6	5.5	5.9	6.3	5.6
EV/EBITDA	5.4	4.4	4.6	4.2	3.2
배당수익률	4.3	5.0	4.7	5.1	5.1
안정성(%)					
부채비율	31.9	27.2	30.0	33.6	32.6
Net debt/Equity	-38.2	-25.6	-25.5	-25.2	-30.4
Net debt/EBITDA	-222.7	-131.2	-147.3	-164.7	-182.4
유동비율	284.0	328.4	244.8	223.3	241.4
이자보상배율(배)	49.7	183.5	522.2	550.7	612.3
자산구조(%)					
투하자본	37.3	54.9	51.9	52.9	48.8
현금+투자자산	62.7	45.1	48.1	47.1	51.2
자본구조(%)					
차입금	9.6	4.9	2.9	2.7	2.5
자기자본	90.4	95.1	97.1	97.3	97.5

[Compliance Notice]

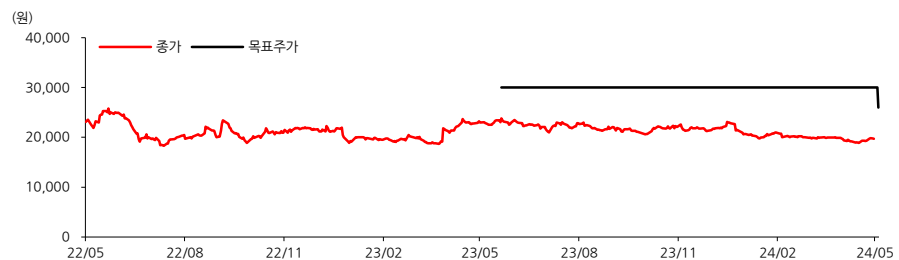
(공표일: 2024년 05월 07일)

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 책임소재에 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				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	30,000	26,000				

[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		

[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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%