



TKG휴켄스 (069260)

암모니아 가격 상승에 다소 아쉬운 실적

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 24,000원

현재 주가(11/6)	19,240원
상승여력	▲24.7%
시가총액	7,865억원
발행주식수	40,879천주
52 주 최고가 / 최저가	23,100 / 17,680원
90 일 일평균 거래대금	9.46억원
외국인 지분율	8.8%

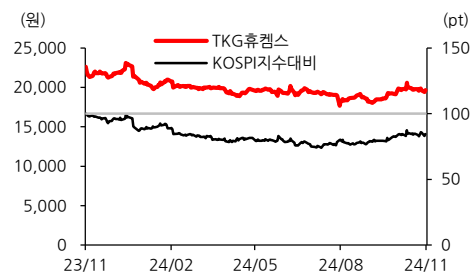
주주 구성	
티케이지태광 (외 3 인)	43.4%
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
농협경제지주 (외 3 인)	8.4%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	5.4	-2.4	-14.9
상대수익률(KOSPI)	0.9	3.7	1.8	-17.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,053	1,185	1,386	1,424
영업이익	121	85	74	85
EBITDA	146	136	133	138
지배주주순이익	135	82	64	73
EPS	3,296	2,131	1,680	1,914
순차입금	-215	-276	-326	-370
PER	6.5	9.0	11.5	10.1
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.6	3.8	3.5	3.0
배당수익률	4.7	5.2	5.2	5.2
ROE	17.0	9.5	7.2	7.9

주가 추이



3Q24 영업이익 196억원(컨센 대비 -18%) 기록

3Q24 TKG휴켄스 영업이익은 196억원을 기록해 컨센서스 237억원 대비 -18% 하회했다. MNB 증설(+30만톤/년)이 완료되었으나, 8월 하순부터 가동 시작해 온기 반영되지 못했으며, 이에 실적 기여는 크지 않았던 것으로 파악된다. 한편 8월 350\$/톤 → 9월 386\$/톤으로 상승한 암모니아 가격은 부정적인 래깅효과를 야기했을 것으로 추정한다. TDI 스프레드도 경기 부진으로 쿠션, 가구 등 내구재향 수요 둔화되며 추가적으로 악화됐으며, 고마진 제품인 초안의 수출 지연 또한 3Q24 실적에 부정적으로 작용했을 것이다.

4Q24까진 부정적인 업황 지속될 것

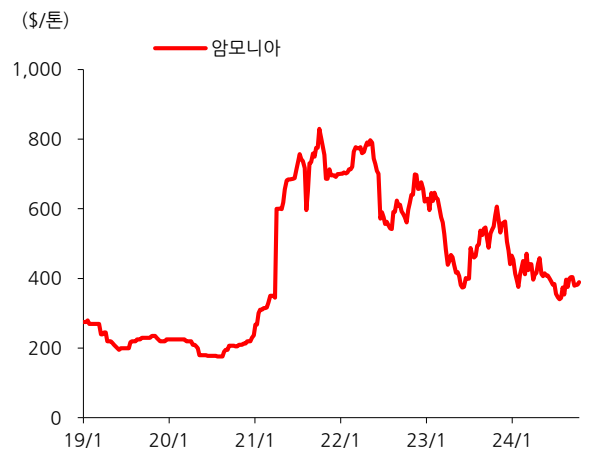
TKG휴켄스의 4Q24 영업이익으로 126억원(QoQ -36.8%, YoY 흑자 전환)을 예상한다. 사우디 Ma'aden의 정기보수 영향으로 아시아 암모니아 가격은 강세가 이어지고 있는데, 이로 인해 4Q 원가 부담이 가중될 것으로 예상하며, 전방 고객사 정기보수로 인한 DNT 판매량 감소도 실적에 부정적으로 작용할 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 2.4만원 유지

TKG휴켄스에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 2.4만원을 유지한다. 동사 제품의 주요 전방 산업인 스파텍스, 가구 등 수요 부진이 장기화됨에 따라 수익성이 악화된 부분은 아쉽지만, Formula 계약 구조 덕분에 흑자는 지속되고 있고 4Q 고객사 정기보수 진행에 따른 판매량 감소는 일회성 요인이라 판단한다. 내년에는 MNB 증설의 온기 반영, 금리 하락에 따른 수요 개선을 기대할 수 있기에 목표주가와 투자의견을 기존대로 유지한다.

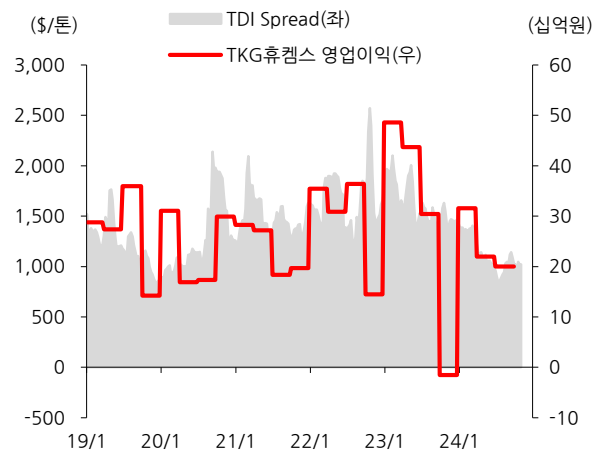
동사는 10월 2일부로 반도체/디스플레이용 소재를 생산중인 제이엘켄 지분 50%를 취득해 포트폴리오 다변화를 이루었다. 이번 지분을 인수한 제이엘켄은 세종 공장 완공에 따라 2023년 237억원이었던 매출 규모가 1,500억원으로 확대될 것으로 기대하고 있는데, 이는 모기업인 TKG휴켄스 2024년 매출 추정치 1.2조원 대비 약 12%에 달하는 규모다. 만약 기대 수준의 외형 성장이 이루어진다면 이익 측면에서도 유의미한 포트폴리오 다변화 효과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

[그림1] 암모니아 가격 추이



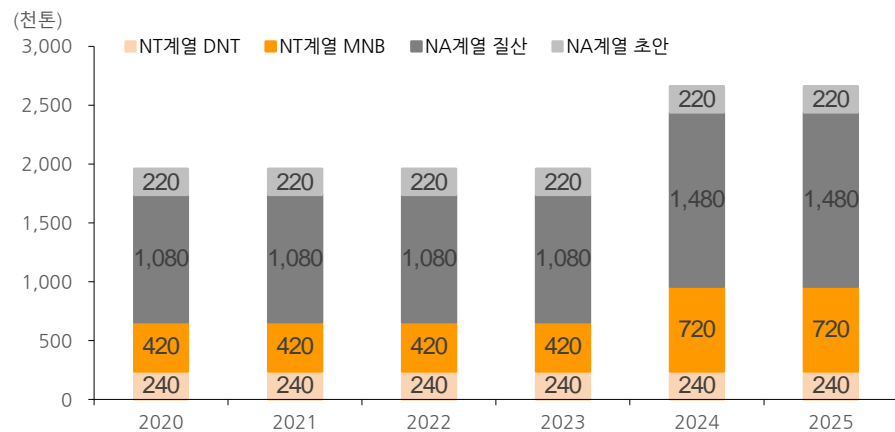
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] TKG 휴켄스 제품 생산능력



자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[표1] TKG 휴켄스 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	300.8	280.7	294.8	309.0	345.2	352.9	365.2	322.3	1,052.7	1,185.4	1,385.6
QoQ(%)	36.0%	-6.6%	5.0%	4.8%	11.7%	2.2%	3.5%	-11.8%			
YoY(%)	-4.4%	0.4%	24.5%	39.7%	14.8%	25.6%	23.8%	4.3%	-14.8%	12.6%	16.8%
NT 계열	186.5	196.0	195.0	242.0	268.5	268.4	280.3	265.9	674.3	819.5	1,083.1
NA 계열	108.3	79.0	93.0	60.2	69.4	77.1	77.4	48.1	343.6	340.5	272.0
기타(탄소배출권)	6.0	6.0	7.0	6.9	7.3	7.5	7.6	8.2	34.7	25.9	30.5
영업이익	31.5	21.5	19.6	12.6	16.3	19.4	21.3	16.7	121.2	85.3	73.7
영업이익률(%)	10.5%	7.8%	6.8%	4.1%	4.7%	5.5%	5.8%	5.2%	11.5%	7.3%	5.3%
QoQ(%)	흑전	-30.2%	-9.1%	-36.8%	29.4%	18.9%	9.4%	-21.6%			
YoY(%)	-35.1%	-49.7%	-34.3%	흑전	-48.2%	-11.7%	6.3%	32.1%	3.5%	-28.9%	-14.4%
NT 계열	9.8	3.0	5.0	3.7	4.7	4.8	5.2	5.0	39.6	21.5	19.7
영업이익률(%)	5.2%	1.5%	2.6%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	5.9%	2.6%	1.8%
TDI 스프레드	1,365	1,077	984	960	980	1,201	1,142	1,073	1,615	1,097	1,099
NA 계열	20.8	18.0	14.0	7.7	9.9	12.8	14.3	9.3	74.1	60.5	46.3
영업이익률(%)	19.2%	22.8%	15.1%	12.8%	14.3%	16.6%	18.4%	19.3%	21.6%	17.8%	17.0%
기타(탄소배출권)	0.9	1.0	1.0	1.2	1.7	1.8	1.8	2.4	7.9	4.2	7.7
영업이익률(%)	15.7%	16.7%	14.3%	17.9%	23.3%	24.4%	24.3%	28.8%	22.7%	16.1%	25.3%
당기순이익	30.5	21.6	18.0	11.6	14.5	16.9	18.3	14.8	129.5	81.8	64.5
지배순이익	30.5	21.6	18.0	11.6	14.5	16.9	18.3	14.8	129.5	81.8	64.5
순이익률(%)	10.2%	7.7%	6.1%	3.8%	4.2%	4.8%	5.0%	4.6%	12.3%	6.9%	4.7%

자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,236	1,053	1,185	1,386	1,424
매출총이익	157	166	144	140	153
영업이익	117	121	85	74	85
EBITDA	144	146	136	133	138
순이자손익	9	12	10	10	11
외화관련손익	-3	1	0	0	0
지분법손익	-2	9	0	0	0
세전계속사업손익	111	153	105	84	95
당기순이익	87	135	82	64	73
지배주주순이익	87	135	82	64	73
증가율(%)					
매출액	43.5	-14.8	12.6	16.9	2.8
영업이익	25.4	3.5	-29.3	-13.9	15.0
EBITDA	17.0	1.0	-6.9	-2.0	3.6
순이익	11.7	55.5	-39.3	-21.1	13.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.7	15.8	12.1	10.1	10.7
영업이익률	9.5	11.5	7.2	5.3	6.0
EBITDA 이익률	11.7	13.8	11.4	9.6	9.7
세전이익률	9.0	14.6	8.8	6.1	6.7
순이익률	7.0	12.8	6.9	4.7	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	45	222	128	126	124
당기순이익	87	135	82	64	73
자산상각비	27	25	50	59	53
운전자본증감	-85	89	-8	2	-2
매출채권 감소(증가)	-72	17	-12	-7	-3
재고자산 감소(증가)	-22	7	-3	-3	-1
매입채무 증가(감소)	17	68	19	9	4
투자현금흐름	64	-149	-10	-45	-48
유형자산처분(취득)	-92	-112	-29	-29	-33
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	120	12	8	-7	-7
재무현금흐름	-80	-56	-40	-41	-42
차입금의 증가(감소)	-37	-14	-1	-2	-3
자본의 증가(감소)	-38	-38	-38	-38	-38
배당금의 지급	38	38	38	38	38
총현금흐름	149	150	138	124	126
(-)운전자본증감(감소)	104	-75	1	-2	2
(-)설비투자	92	114	29	29	33
(+)자산매각	0	2	0	0	0
Free Cash Flow	-47	112	108	97	91
(-)기타투자	-55	35	-5	8	9
잉여현금	8	78	113	88	83
NOPLAT	91	107	67	57	65
(+) Dep	27	25	50	59	53
(-)운전자본투자	104	-75	1	-2	2
(-)Capex	92	114	29	29	33
OpFCF	-78	92	87	89	83

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	514	519	591	645	693
현금성자산	228	240	300	348	389
매출채권	171	155	165	172	175
재고자산	66	58	60	63	64
비유동자산	428	574	557	535	524
투자자산	150	205	207	215	224
유형자산	270	361	342	312	292
무형자산	8	8	8	8	8
자산총계	942	1,093	1,147	1,180	1,216
유동부채	157	212	222	230	231
매입채무	122	190	203	212	216
유동성이자부채	18	6	7	5	2
비유동부채	45	40	41	40	40
비유동이자부채	20	19	18	17	16
부채총계	201	252	263	270	271
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	571	666	710	736	771
자본조정	-62	-57	-57	-57	-57
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	741	841	884	910	945

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,119	3,296	2,131	1,680	1,914
BPS	18,119	20,571	21,632	22,271	23,128
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	3,654	3,659	3,383	3,029	3,093
ROA(%)	9.2	13.2	7.3	5.5	6.1
ROE(%)	12.0	17.0	9.5	7.2	7.9
ROIC(%)	22.8	22.7	14.3	12.9	15.6
Multiples(x, %)					
PER	9.4	6.5	9.0	11.5	10.1
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
PSR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	5.5	5.9	5.7	6.4	6.2
EV/EBITDA	4.4	4.6	3.8	3.5	3.0
배당수익률	5.0	4.7	5.2	5.2	5.2
안정성(%)					
부채비율	27.2	30.0	29.7	29.6	28.7
Net debt/Equity	-25.6	-25.5	-31.2	-35.8	-39.2
Net debt/EBITDA	-131.2	-147.3	-203.5	-245.1	-268.9
유동비율	328.4	244.8	265.8	280.9	299.5
이자보상배율(배)	183.5	522.2	79.9	61.8	77.8
자산구조(%)					
투하자본	54.9	51.9	47.3	43.0	40.1
현금+투자자산	45.1	48.1	52.7	57.0	59.9
자본구조(%)					
차입금	4.9	2.9	2.7	2.4	1.9
자기자본	95.1	97.1	97.3	97.6	98.1

[Compliance Notice]

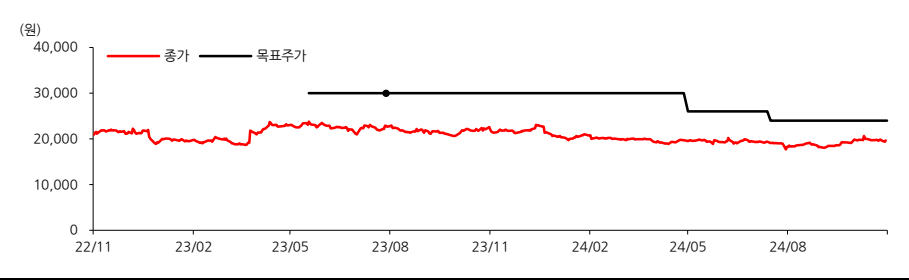
(공표일: 2024년 11월 07일)

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 종목을 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 책임소장에 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	2024.08.05	2024.11.07	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	30,000	26,000	24,000	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 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 추정치에 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%