

TKG휴켄스 (069260)

3Q23 Review: 원가 상승에 의한 부정적 레깅효과

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 30,000원

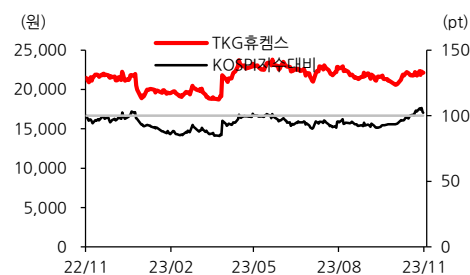
현재 주가(11/6)	22,600원
상승여력	▲32.7%
시가총액	9,239억원
발행주식수	40,879천주
52 주 최고가 / 최저가	23,800 / 18,710원
90 일 일평균 거래대금	21.13억원
외국인 지분율	6.6%
주주 구성	
티케이지태광 (외 3인)	43.4%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
농협경제지주 (외 3인)	8.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.2	-0.2	-1.5	5.1
상대수익률(KOSPI)	5.3	3.6	-1.6	-1.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,236	1,066	1,195	1,312
영업이익	117	146	130	149
EBITDA	144	170	168	192
지배주주순이익	82	134	109	123
EPS	2,001	3,501	2,831	3,216
순차입금	-189	-200	-213	-245
PER	10.0	6.5	8.0	7.0
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.4	4.3	4.2	3.5
배당수익률	5.0	3.5	4.4	4.4
ROE	11.4	17.0	12.4	12.9

주가 추이



3Q23 영업이익 305억원(컨센 +15%)

TKG휴켄스 3Q 영업이익은 305억원으로 컨센서스를 +15% 상회했다 다만, 동사 주요 제품 가격은 후행적으로 결정돼, 암모니아/벤젠 가격 상승이 이루어진 3분기엔 스프레드가 축소되었다.

1)NT(OP: 110억원, QoQ -48억원): 전방의 높은 가동률로 인해 동사 NT계열 역시 100%에 가까운 가동률을 시현. 그러나 3Q 톨루엔 가격 급등으로 TDI 스프레드는 2Q 1656\$/톤 → 3Q 1488\$/톤으로 감소해 연동된 DNT 수익성 역시 QoQ 축소. 벤젠 가격 상승도 역시 MNB 스프레드 하락을 초래했을 것

2)NA(OP: 165억원, QoQ -84억원): 암모니아 가격이 6월 395\$/톤 → 9월 525\$/톤으로 상승함에 따라 질산/초안 판가 인상도 이루어짐. 다만, 판가 인상이 후행적으로 이루어지기 때문에 수익성은 QoQ 감소

4Q OP 228억원 전망(계절적 비수기 + 정기보수 영향)

4Q 영업이익은 228억원(QoQ -25%)을 전망한다. 3주간 정기보수를 진행함에 따라 생산/판매량은 약 -8~-10% 수준 감소할 전망이다. 다만 최근 원료인 암모니아/톨루엔/벤젠 가격 상승세가 둔화됨에 따라 제품 스프레드는 점차 회복될 것으로 예상한다. 또한, 정기보수 이후 가동률 회복도 빠르게 이루어질 것으로 예상되기에 4Q 실적은 현재 추정치보다 높아질 가능성도 충분하다.

안정적인 수익성이 돋보일 수 있는 시기

TKG휴켄스에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 3만원을 유지한다. 3분기 영업이익 감소는 판가가 후행적으로 결정되는 방식으로 인한 원가 상승시기 일시적인 스프레드 축소 때문이다. 4분기엔 원가 상승이 둔화되며, 스프레드는 다시 회복할 수 있을 전망이다. 하반기 암모니아 가격 상승에 따라 수익성은 상반기 대비 다소 하향안정화되었으나, 그럼에도 불구하고 여전히 영업이익률 10%를 기록하며 견조한 수익성이 유지될 것으로 전망한다. 동사는 장기공급계약 위주로 사업을 영위하고 있어 수익성이 타 화학업체 대비 안정적이다. 따라서 현재 추진중인 증설(질산 40만톤(+36%), MNB 30만톤(71%))로 이익체력은 착실하게 한 단계 확대될 것으로 전망한다.

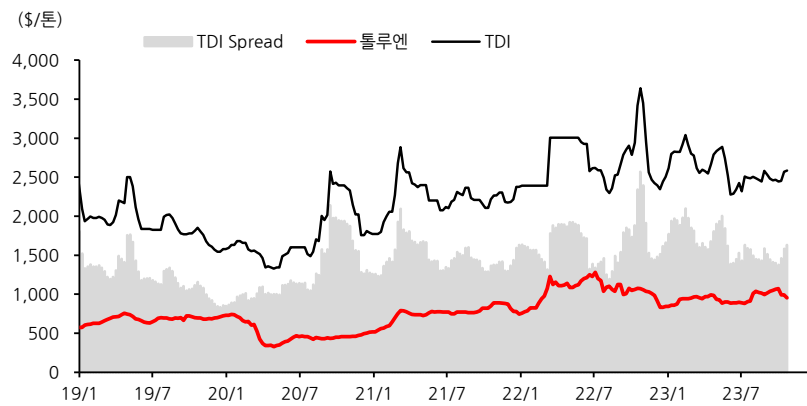
[표1] TKG 휴켄스 2023년 3분기 실적

(단위: 십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	351.8	279.9	237.0	253.5	252.2	-32.6%	-15.3%	-6.5%	-6.0%
영업이익	36.4	43.7	30.5	23.7	26.4	-16.3%	-30.4%	28.5%	15.4%
순이익	29.1	40.3	29.3	22.5	22.8	0.8%	-27.3%	30.3%	28.8%
영업이익률	10.3%	15.6%	12.9%	9.3%	10.5%	2.5%pt	-2.8%pt	3.5%pt	2.4%pt
순이익률	8.3%	14.4%	12.4%	8.9%	9.0%	4.1%pt	-2.0%pt	3.5%pt	3.3%pt

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] TDI/톨루엔 가격 및 TDI 스프레드 추이



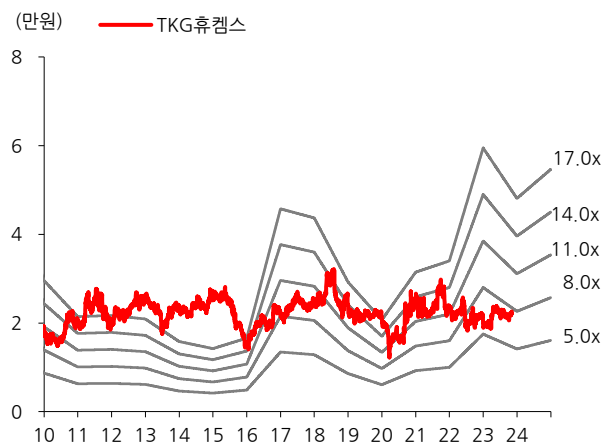
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[표2] TKG 휴켄스 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	294.2	288.3	351.8	301.5	314.6	279.9	237.0	234.3	1,065.8	1,195.1	1,312.1
QoQ(%)	21.7%	-2.0%	22.0%	-14.3%	4.3%	-11.0%	-15.3%	-1.1%			
YoY(%)	66.9%	35.1%	53.1%	24.7%	6.9%	-2.9%	-32.6%	-22.3%	-13.8%	12.1%	9.8%
NT 계열	181.1	166.5	204.7	184.6	179.3	187.6	165.9	158.8	691.5	799.9	932.3
NA 계열	99.7	107.0	131.5	104.2	122.7	84.0	64.0	64.2	334.9	352.1	333.7
기타(탄소배출권)	13.4	14.8	15.5	12.7	12.6	8.4	71.1	11.3	103.4	43.1	46.1
영업이익	35.4	30.9	36.4	14.5	48.6	43.7	30.5	22.8	145.6	130.5	149.2
영업이익률(%)	12.0%	10.7%	10.3%	4.8%	15.5%	15.6%	12.9%	9.7%	13.7%	10.9%	11.4%
QoQ(%)	80.3%	-12.9%	18.0%	-60.3%	236.4%	-10.1%	-30.4%	-25.1%			
YoY(%)	25.4%	13.6%	98.7%	-26.5%	37.2%	41.7%	-16.3%	57.8%	24.3%	-10.4%	14.4%
NT 계열	24.8	16.0	13.8	2.2	20.9	15.7	11.0	10.5	58.1	76.9	98.0
영업이익률(%)	13.7%	9.6%	6.8%	1.2%	11.7%	8.4%	6.6%	6.6%	8.4%	9.6%	10.5%
TDI 스프레드	1,596	1,770	1,494	1,795	1,852	1,656	1,488	1,378	1,594	1,444	1,545
NA 계열	10.3	14.2	21.1	10.7	25.8	24.9	16.4	9.6	76.8	45.5	41.7
영업이익률(%)	10.3%	13.3%	16.1%	10.3%	21.0%	29.7%	25.7%	15.0%	22.9%	12.9%	12.5%
기타(탄소배출권)	0.4	0.6	1.5	1.6	1.9	3.1	3.0	2.6	10.7	8.1	9.5
영업이익률(%)	2.6%	4.2%	9.4%	12.5%	15.5%	36.4%	4.3%	23.3%	10.3%	18.7%	20.5%
당기순이익	27.4	21.6	29.1	4.2	45.2	40.5	29.3	19.4	134.3	108.6	123.4
지배순이익	27.4	21.6	29.1	4.2	45.2	40.5	29.3	19.4	134.3	108.6	123.4
순이익률(%)	9.3%	7.5%	8.3%	1.4%	14.4%	14.5%	12.4%	8.3%	12.6%	9.1%	9.4%

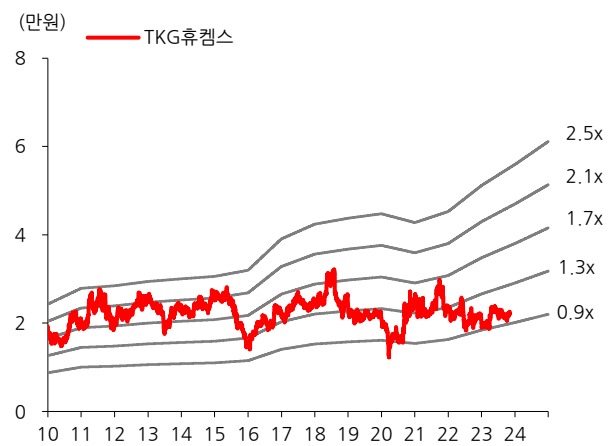
자료: TKG휴켄스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] TKG 휴켄스 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TKG 휴켄스 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	861	1,236	1,066	1,195	1,312
매출총이익	129	157	182	172	195
영업이익	93	117	146	130	149
EBITDA	123	144	170	168	192
순이자손익	5	10	11	9	10
외화관련손익	-1	-3	1	0	0
지분법손익	5	-8	-1	0	0
세전계속사업손익	105	106	166	140	159
그중: 무종당기순이익	78	82	134	109	123
지배주주순이익	76	82	134	109	123
증가율(%)					
매출액	30.5	43.5	-13.8	12.1	9.8
영업이익	-12.4	25.4	24.3	-10.4	14.4
EBITDA	-8.7	17.0	17.9	-1.3	14.2
순이익	10.1	5.5	64.2	-19.1	13.6
이익률(%)					
매출총이익률	15.0	12.7	17.1	14.4	14.8
영업이익률	10.8	9.5	13.7	10.9	11.4
EBITDA 이익률	14.3	11.7	16.0	14.0	14.6
세전이익률	12.1	8.5	15.6	11.7	12.1
순이익률	9.0	6.6	12.6	9.1	9.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	84	44	192	127	161
당기순이익	78	82	134	109	123
자산상각비	30	27	24	37	42
운전자본증감	-20	-85	38	-19	-5
매출채권 감소(증가)	-36	-72	49	-27	-6
재고자산 감소(증가)	-22	-22	24	-9	-2
매입채무 증가(감소)	37	17	-29	14	4
투자현금흐름	-75	63	-142	-91	-99
유형자산처분(취득)	-24	-91	-84	-75	-82
무형자산 감소(증가)	3	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	11	120	-4	-8	-8
재무현금흐름	-29	-80	-37	-31	-38
차입금의 증가(감소)	13	-37	1	0	0
자본의 증가(감소)	-38	-38	-38	-31	-38
배당금의 지급	38	38	38	31	38
총현금흐름	125	149	163	146	166
(-)운전자본증감(감소)	16	104	-42	19	5
(-)설비투자	25	92	84	75	82
(+)자산매각	3	-1	0	0	0
Free Cash Flow	87	-47	121	52	79
(-)기타투자	69	-55	58	8	9
잉여현금	18	8	63	44	70
NOPLAT	69	91	118	101	116
(+) Dep	30	27	24	37	42
(-)운전자본투자	16	104	-42	19	5
(-)Capex	25	92	84	75	82
OpFCF	58	-78	99	45	71

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	520	514	462	509	551
현금성자산	351	228	240	253	285
매출채권	108	171	122	149	155
재고자산	49	66	42	51	53
비유동자산	429	427	555	601	650
투자자산	226	150	208	216	225
유형자산	196	270	339	377	417
무형자산	7	8	8	8	8
자산총계	949	941	1,017	1,110	1,200
유동부채	183	157	136	151	156
매입채무	102	122	94	108	112
유동성이자부채	58	18	21	21	21
비유동부채	46	45	45	45	45
비유동이자부채	19	20	19	19	19
부채총계	230	201	180	196	201
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	529	574	667	745	830
자본조정	-61	-65	-62	-62	-62
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
자본총계	720	740	837	915	1,000

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,851	2,001	3,501	2,831	3,216
BPS	17,108	18,107	20,466	22,372	24,453
DPS	1,000	1,000	800	1,000	1,000
CFPS	3,055	3,653	3,998	3,574	4,062
ROA(%)	8.4	8.7	13.7	10.2	10.7
ROE(%)	11.1	11.4	17.0	12.4	12.9
ROIC(%)	19.1	22.6	24.9	19.7	20.4
Multiples(x, %)					
PER	12.5	10.0	6.5	8.0	7.0
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
PSR	1.1	0.7	0.9	0.8	0.7
PCR	7.6	5.5	5.7	6.3	5.6
EV/EBITDA	5.4	4.4	4.3	4.2	3.5
배당수익률	4.3	5.0	3.5	4.4	4.4
안정성(%)					
부채비율	31.9	27.2	21.6	21.4	20.1
Net debt/Equity	-38.2	-25.6	-23.9	-23.3	-24.5
Net debt/EBITDA	-222.7	-131.2	-117.6	-127.0	-127.7
유동비율	284.0	328.4	340.6	338.0	353.8
이자보상배율(배)	49.7	183.5	367.9	125.3	143.3
자산구조(%)					
투하자본	37.3	54.9	52.0	53.7	53.7
현금+투자자산	62.7	45.1	48.0	46.3	46.3
자본구조(%)					
차입금	9.6	5.0	4.6	4.2	3.9
자기자본	90.4	95.0	95.4	95.8	96.1

[Compliance Notice]

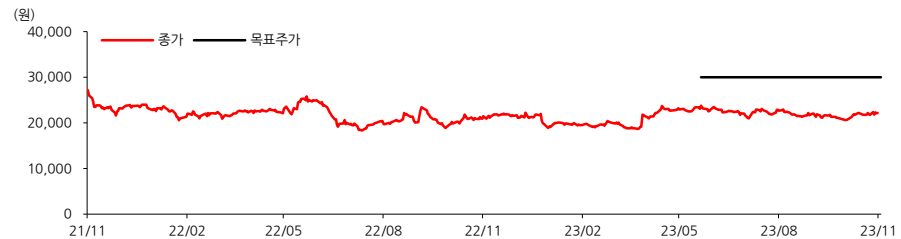
(공표일: 2023년 11월 07일)

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 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	2023.11.06
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		윤용식	30,000	30,000	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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%