

TKG후켄스 (069260)

화학

황규원



02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	35,000원 (U)
현재주가 (5/19)	24,600원
상승여력	42%

시가총액	10,056억원
총발행주식수	40,878,588주
60일 평균 거래대금	34억원
60일 평균 거래량	149,375주
52주 고	29,800원
52주 저	20,550원
외인자분율	7.14%
주요주주	태광실업 외 2인 43.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.6	13.1	12.6
상대	13.9	19.7	37.8
절대(달러환산)	6.1	6.8	0.5

4년만에 TDI 상승 사이클 접어들다

우레탄 원료인 DNT, MNB 국내 독점 기업

TKG후켄스(주)는 신축성 보온/보냉재를 만드는데 필요한 화학 소재를 생산하는 중소기업이다. 주력제품 생산 개파는 질산(기초 제품) 133만톤, MNB 42만톤(건축용 단열재, LNG 보냉재 등), DNT 26만톤(인조가죽, 레깅스 등), 초안 22만톤(산업용 화학), 온실가스배출권 158만톤(아질산가스 배출량 축소에 따른 대가) 등이다. 수익구조가 독특하다. 질산, MNB, 초안 등은 1톤 판매시 이익 규모가 고정되어 있는 반면, DNT는 전방제품은 TDI 국제 스프레드에 영업이익이 연동된다. 실적 방향을 결정하는 변수는 ① 설비 규모 확장, ② TDI 스프레드 등이다.

주목해야 할 변화 : 4년 만에 TDI 호황사이클 진입

2018년 이후 TDI 업황이 공급이 타이트한 호황 국면에 진입하기 시작했다. 글로벌 TDI 수요 규모는 250 ~ 260만톤으로, Covid19 완화로 신축성 의류 수요 복원이 진행 중이다. 글로벌 총 개파는 360만톤 수준인데, BASF(주), Covestro(주), Wanhua(주) 등 3개사가 과점하고 있다. 2022년 3개사 유럽 생산에 문제가 발생되기 시작했다. 러시아 제재로 천연가스, 나프타 등 석화원료 및 연료 수입이 줄어들고 있기 때문이다. 독일 및 헝거리 TDI 생산 개파 93만톤 가운데, 30 ~ 50% 가동 축소가 불가피 하다. 글로벌 수요의 18 ~ 23%에 해당한다. 아시아지역으로 구매 수요가 몰리면서, 아시아지역 TDI체인은 호황 국면에 진입한다.

목표주가 3.5만원으로 상향, 투자의견도 Buy로 높여

TDI 호황 진입 효과에 따른 실적 개선을 고려해, 2022년 목표주가를 3.5만원으로 상향조정하고, 투자의견도 Hold에서 Buy로 높인다.

TDI 업황과 후켄스(주)의 판매제품인 DNT 이익률에 일정한 관계가 있다. TDI 스프레드가 1,500\$ 이하에서는 5 ~ 6%를 얻을 수 있고, 2,300\$을 넘어서면 영업이익률이 35%까지 높아질 수 있는 것으로 추정된다. 2022 ~ 2023년 TDI 스프레드는 2,100\$ 상승할 것으로 본다. DNT 호조로 전사 영업이익 규모는 2021년 934억원에서 2022년 1,709억원, 2023년 1,511억원 등으로 강세를 기대해 볼 수 있다. 게다가, 연말 예상 배당금도 1,500원(전년 1,000원)을 내다 볼 수 있다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,977	39.5	1.2	3,136	-5.1
영업이익	386	42.1	9.0	459	-15.9
세전계속사업이익	388	11.6	3.4	454	-14.6
지배순이익	305	23.9	2.6	336	-9.3
영업이익률 (%)	13.0	+0.3 %pt	+1.0 %pt	14.6	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	10.2	-1.3 %pt	+0.1 %pt	10.7	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	5,935	8,612	12,735	8,912
영업이익	952	934	1,709	1,511
지배순이익	496	757	1,369	1,189
PER	15.9	13.0	7.3	8.5
PBR	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.3	5.9	3.6	4.0
ROE	7.5	11.1	18.4	14.5

자료: 유안타증권

TKG휴켄스(주), 우레탄 소재 원료업체로, TDI 스프레드에 영향을 크게 받아

휴켄스는 우레탄 원료인 DNT, MNB 등을 생산하는 중간 화학업체

TKG휴켄스(주)는 해외에서 수입하는 암모니아와 국내에서 조달하는 톨루엔, 벤젠 등의 기초 액체 화학제품 원료로, 우레탄 및 공업용 폭약에 사용되는 DNT, MNB, 초안 등과 부산물인 탄소배출권을 판매하는 중간 화학제품 생산업체이다. 나이키 OEM업체로 유명한 태광실업(비상장) 그룹에 소속되어 있어, 사명을 TKG휴켄스(주)로 바꾸었다. 2021년 말 기준, 주요제품별 생산능력을 살펴보면, '질산 133만톤, MNB 42만톤, DNT 26만톤, 초안 22만톤, 탄소배출권 158만톤' 등이다.

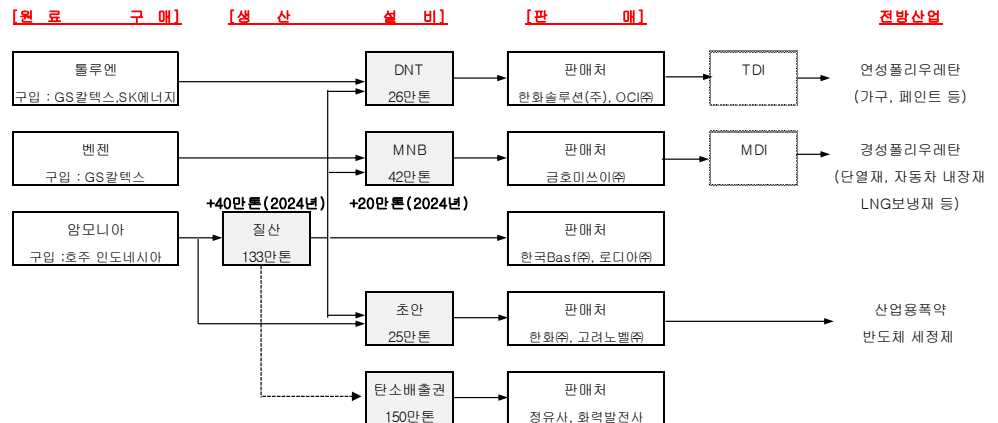
주력제품은 MNB 42만톤, DNT 26만톤, 초안 22만톤, 탄소배출권 158만톤 등

주요제품 용도를 살펴보면, 가장 기본적인 설비인 질산은 주력제품인 MNB와 DNT를 생산하는 원료로 사용되고, 일부를 중국 등지로 수출하고 있다. MNB(Mono-Nitro Benzene)은 건축용 단열재, 자동차 내장재, LNG선박 보냉재, 냉장고 보냉재 등 온도를 유지하는 목적으로 사용되는 화학소재인 경성폴리우레탄의 액체 원료이다. DNT(Di-Nitro Toluene)는 부드러운 우레탄의 원료로 사용되는데, 최종 제품으로는 인조가죽, 매트리스, 신축성 의류(레깅스 등)에 주로 사용된다. 초안(Ammonium Nitrate, 질산암모늄)은 산업용 화학이나, 세정제로 사용된다.

실적 변동에 영향을 미치는 변수
① 주력설비 생산설비확장,
② TDI 스프레드

수익 구조는 다른 석유화학업체와 다른 특징을 가진다. 질산/MBN/초안 등 대부분의 주력제품의 가격은 '1개월 전 원료가격(암모니아, 벤젠 등) + 톤당 고정이익' 으로 결정된다. 원료가격 변동분이 다음달에 제품가격에 그대로 전가되는 구조이다. 반면, DNT는 다르다. 2015년 주요 거래처와의 계약을 통해, DNT 영업이익이 전방제품인 TDI 스프레드에 연동되도록 재설계 되었다. DNT 영업이익률은 최저 6% ~ 최고 35% 범위에서 움직인다. 종합하면, 전사의 실적 변동은 ① 주력제품 생산설비 변동과 ② TDI 스프레드에 의해 결정된다.

그림 1. TKG 휴켄스(주)의 석유화학 생산 프로세스



주1) 휴켄스(주) 생산 Capacity는 2021년 말 기준

주2) 주요제품 축어

질산(Nitric Acid)

MNB(Mono-Nitro Benzene)

DNT(Di-Nitro Toluene)

초안(Ammonum Nitrate)

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

2022년 주목해야 할 모멘텀 : TDI(우레탄 원료) 글로벌 상승 사이클 발생

2022년 우레탄 중에 TDI 업황이
4년만에 상승 사이클로 접어들어

글로벌 TDI 수요 250만톤,
Covid19 통제 완화로 신축성
의류 수요 복원 중

글로벌 TDI 생산설비는 360만톤
수준. 바스프 91만톤,
코베스트로 91만톤, 완화그룹
65만톤 등 과점시장

2018년 하반기 ~ 2021년 동안,
과잉공급 시기 통과함

2022년 글로벌 TDI 스프레드 강세 전환에 주목해야 할 것이다. 2018년 하반기 이후 4년만에 TDI 업황이 상승 사이클에 접어들고 있다. 가장 큰 변화는 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 수혜 때문이다. 2022년 3 ~ 4월부터 러시아산 원료공급 문제로 유럽 TDI 생산이 줄어들기 시작했다. 글로벌 TDI 상황은 공급과잉에서 공급부족으로 나아갈 것이다. 자연스레, TDI 스프레드 상승과 더불어, TKG 휴켄스(주)의 DNT 제품 이익률 상승으로 이어질 것이다.

글로벌 TDI 수요 규모는 250만톤(2021년 기준)이다. 인조가죽, 신축성 소재, 가구용 매트리스 등에 다양하게 사용되고 있어, 최근 10개년간 연평균 성장률은 4.5% 수준이었다. 글로벌 'GDP 성장률 +2%' 정도로 성장이 진행되는 것이다. 2021년 말 ~ 2022년 접어들면서, Covid19로부터 주요 선진국들이 활동 통제를 완화하기 시작했다. 골프 및 레저용 의류 등의 소비가 성장하면서, TDI 수요 반등을 이끌고 있다.

글로벌 TDI 생산설비 규모는 360만톤 수준이다. 몇몇 기업이 공급을 좌지우지 하고 있는 과점 시장이다. 주요 업체를 살펴보면, BASF(주) 91만톤(독일 37만톤, 중국 22만톤, 한국 16만톤, 미국 16만톤), Covestro(주) 91만톤(독일 30만톤, 상해 31만톤, 미국 30만톤), 중국의 Wanhua Chemical(주) 65만톤(중국 40만톤, 헝거리 25만톤) 등으로, 글로벌 캐파의 63%를 차지하고 있다.

수요와 생산능력을 비교해 보면, 2021년 글로벌 TDI 시장은 과잉공급 상황이었다. 수요공급 밸런스를 판단할 수 있는 지표인 글로벌 가동률(=수요량/생산캐파, 혹은 '수급률'이라고 부름)은 69.8% 수준이었다. 통상적으로 75%를 기준으로 과잉공급 상황을 판단하는데, 기준보다 5%p 낮게 형성되고 있었다.

표 1. 글로벌 TDI 수급 전망 : 2022 ~ 2023년, 유럽 설비(독일, 헝거리 등) 가동률 하락 → TDI 공급 타이트

국가명	기업	생산능력(만톤)	중립 규모(만톤)																		생산능력(만톤)	
		2010년 말	2011년	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2020년 말			
미국	BASF	16																		16		
	Covestro(기존 Bayer)	17.3																		17		
	Dow	0																				
	기타 중남미	9			-7.5															2		
유럽	Vencorex(프랑스)	12.5							-12.5													
	BASF(독)	7					30		-30(독일)	30(7월 16 가동)										37		
	Covestro(기존 Bayer, 독)	18.5				12			-7.5	7.5										30		
	Borsodchem-Wanhua(헝가리)	9			16															25		
	기타유럽	6																		6		
아시아																						
일본	Mitsui	23.7							-11.7											12		
	Nippon PolyUrethane	2.5																		3		
한국	한국BASF	16																		16		
	한화솔루션	10		5																15		
	OCI	5																		5		
대만	Nanya Plastics	3																		3		
중국	BASF(Shanghai)	16																		16		
	Covestro(기존 Bayer)	0		25						5								60		30		
	Gansu Yinquang Chem	10																		10		
	Canzhou Dahua	5			5	5														38		
	Liaoning Baifang Jinhua	5					-5										23	16				
	Yantai Jili	8												15						23		
	Yantai Wanhua	0										30								30		
	Fullan Wanhua	0				10											15			25		
	기타아시아																					
기타아시아	Gujarat(인도)	1.7				5											5			12		
	Karoon Petrochemical(이란)	4																		4		
	House of Invention International(사우디)	5																		5		
	SABIC(Shell(사우디))	0																				
	Sabco(DOW(사우디))																					
세계 생산능력 총합		211	30	14	5	27	25	-	32	-	18	50	30	15	-	-	37	23	38	-	76	381
[글로벌 수요]		2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년				
총생산능력 (만톤)		211	241	255	260	286	311	279	262	312	342	357	357	320	343	381	381	457				
수요량 (만톤)		188	180	187	189	196	204	214	224	234	242	237	249	255	265	275	289	303				
가동률 (%)		89.1%	74.7%	73.5%	72.8%	68.5%	65.6%	76.6%	85.6%	75.0%	70.8%	66.4%	69.8%	79.7%	77.2%	72.2%	75.8%	66.4%				
		[독일 BASF 트러블 시기]										[러시아발 충격]										

자료: 유안타증권 리서치센터

2022년 유럽발 공급이슈로
TDI업황 공급 부족으로 전환 중

유럽에서 러시아산 천연가스,
나프타 등에 수입 통제를
계획하고 있어, TDI 주요업체
연료부족으로 생산 축소 시작

바스프, 코베스트로, 완화그룹
등의 독일 및 헝가리 생산차질
규모는 46 ~ 65만톤 등으로
예상. 글로벌 수요의 18 ~ 25%

유럽발 공급부족으로, TDI
스프레드는 1,500\$ 이하에서
2,100~2,300\$ 까지 상승할 수
있을 전망

2022년 유럽에서 TDI 공급 상황에 중요한 충격이 발생되고 있다. 2022년 러시아가 우크라이나를 침공했는데, 독일을 포함한 유럽 각국에서 러시아 제재에 나섰다. 러시아산 천연가스, 나프타 등 주요 석유제품 및 에너지 도입을 제한할 계획이다. TDI 를 포함한 석유화학 생산에 중대한 영향을 미치게 된다. 석유화학 설비의 기초 원료로 사용되는 러시아산 나프타 도입도 줄어들게 될 뿐만 아니라, 석화 공정에서 온도를 높일 때 사용되는 천연가스 연료도 공급이 부족해지기 때문이다. 실제로, 세계 1위 TDI 생산업체인 BASF(주)는 2022년 4월부터 독일 가동률을 낮추기 시작했다. 세계 2위업체인 Covestro(주)도 독일 지역 TDI 생산량 조절 가능성을 시사하고 있다.

러시아산 나프타 및 천연가스 수입 통제에 공급에 영향을 받을 수 있는 TDI 유럽지역 설비는 93만톤이다. 독일 BASF(주) 37만톤, Covestro(주) 30만톤, 헝가리 Wanhua chemical(주) 25만톤 등이 주요 대상이다. 러시아 에너지 수입 통제가 본격화되면, 유럽 설비 가동률이 50 ~ 70% 수준으로 낮춰 가동될 것으로 보이는데, 연간 공급차질 규모는 46 ~ 65만톤 수준이다. 글로벌 수요량의 18 ~ 25%에 해당한다. 러시아 전쟁이 종료되더라도 경제제재가 길어질 수 있다는 점을 감안하면, 생산량 축소 영향은 예상보다 길어질 것으로 보인다.

글로벌 수요의 18 ~ 25% 정도의 설비 가동 축소는 TDI 공급부족과 더불어 TDI 생산업체의 스프레드 개선으로 이어질 것이다. 글로벌 TDI 업황을 나타내는 가동률 지표는 2021년 69.8%에서 2022년 80 ~ 83% 수준까지 높아질 수 있다. 공급과잉 기준인 75%를 크게 웃돌면서, 유럽 이외 설비는 호황에 접어들게 된다.

TDI 생산업체의 수익지표인 스프레드(=TDI 가격 - 톨루엔)도 동시에 높아질 것이다. 최근 17개년 동안 TDI 스프레드(1톤당 기준)는 1,200 ~ 5,000\$ 사이에서 크게 움직였는데, 평균치는 2,100\$ 수준이었다. 최근 2019 ~ 2021년 공급과잉 시기에 평균 TDI 스프레드는 1,250\$에 멈춰 있었다. 그런데, 러시아 발 공급부족이 상황을 바꿀 것으로 보인다. 힌트를 얻을 수 있는 과거 2개 시기가 있다. 2016 ~ 2017년 이다. 2016년 하반기, 독일 BASF(주)는 신규 TDI 설비 32만톤 설비를 완성한 후, 양산 가동 중에 대규모 폭발 사고가 발생했다. 약 1년 동안 공급이 어려웠는데, 이로 인해 TDI 스프레드는 1,200\$에서 4,500 ~ 5,000\$로 급등했다. **2022년 러시아 발 TDI 공급 차질로 예상해 볼 수 있는 스프레드는 2021년 1,250\$에서 2022년 2,200 ~ 2,300\$ 수준까지 충분히 높아질 것으로 예상된다.** TDI 스프레드에 연동되는 TKG 휴켄스(주)의 DNT 이익도 동시에 개선될 수 있다.

그림 2. 글로벌 TDI 제품 가격 동향

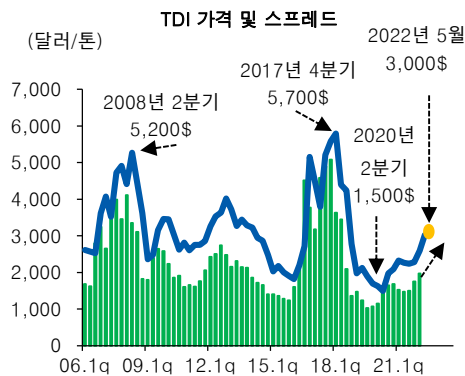
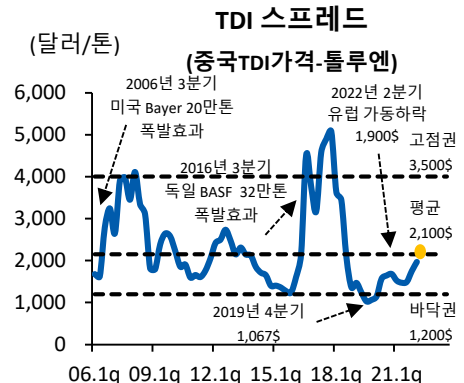


그림 3. TDI 공급 이슈와 스프레드 관계



자료: Chemlocus, 유안타증권 리서치센터

자료: Chemlocus, 유안타증권 리서치센터

2022년 실적 강세 : 예상 영업이익 1,709억원으로, 83% 성장 기대

TDI 스프레드는 휴켄스(주)의 주력제품인 DNT 영업이익률과 연동됨. TDI 스프레드 2,300\$ 이상에서는 영업이익률 35%로 확정

DNT 호황 전환으로, 전사 영업이익은 2021년 934억원에서 2022년 1,709억원으로 성장 기대

TDI 스프레드와 TKG 휴켄스(주)의 DNT 제품의 영업이익률과는 일정한 관계가 형성되고 있다. 2015년 계약 변경 이후 흐름을 분석해 보면, TDI 스프레드(= 중국 TDI 가격 - 국내 톨루엔 가격)가 1,500\$ 이하로 떨어지면, DNT 이익률은 5 ~ 6% 수준에 고정되는 것으로 추정된다. 반면, TDI 스프레드가 2,300\$ 이상으로 높아지는 호황시기에는 이익률이 35% 수준에서 상한이 형성되는 듯하다. TDI 스프레드가 1,500 ~ 2,300\$ 사이에서 움직이면, DNT 제품 영업이익률도 6 ~ 35% 수준에서 비례적으로 연동하는 것으로 발견된다. 예를 들어, 2022년 1분기 TDI 스프레드는 1,547\$ 수준이었는데, DNT 이익률은 15% 수준에 육박했다.

2022년 유럽 TDI 공급 차질로, TDI 스프레드가 2,200 ~ 2,300\$까지 높아질 가능성이 크다는 점을 감안하면, 이익 변동성이 가장 큰 DNT 제품의 영업이익률은 30% 이상을 기록할 수 있을 것이다. 이를 토대로, 전사 영업실적 흐름을 추정해 보면, 2017년 1,526억원(BASF® 공장 폭발 시), 2021년 934억원(과잉공급 시기), 2022년 1,709억원, 2023년 1,511억원(유럽 생산차질 일부 완화 가정) 등이다. 2022년 중반 ~ 2023년 중반 수익 여건은 2017년 독일 BASF® TDI 공장 폭발 사고가 발생되었던 시기와 닮은 꼴이 될 수 있을 것이다.

표 2. TKG 휴켄스(주) 실적 전망 : 연간 영업이익 2021년 934억원 → 2022년 예상 1,709억원 → 2023년 예상 1,511억원

										BASF㈜ 독발사기 시기 TDI 공급부족				러시아 제재시기 TDI 공급부족				
		2021				2022				연간실적								
		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
생산 Capa																		
	질산 (만톤)	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	126.0	126.0	126.0	127.8	127.8	133.0	133.0	133.0	
	초안 (만톤)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	17.0	17.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	
	DNT (만톤)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	
	MNB (만톤)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	32.0	34.5	42.0	40.5	40.5	42.0	42.0	42.0	
	탄소배출권 (만톤)	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	158.0	
	폴리부텐(자회사) (만톤)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
	복합비료(베트남) (만톤)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0		18.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0	
주요가격 및 스프레드																		
	TDI \$/MT	2,328	2,263	2,240	2,279	2,662	3,025	3,145	3,155	2,106	3,574	3,484	1,648	1,580	2,277	2,997	2,360	
	톨루엔 \$/MT	644	737	764	783	908	1,053	1,045	955	566	586	745	643	443	732	990	860	
	암모니아 \$/MT	341	539	660	670	877	1,027	1,030	980	303	264	290	234	205	553	978	780	
	벤젠 \$/MT	760	974	988	949	1,088	1,174	1,045	945	646	823	822	641	487	918	1,063	800	
	탄소배출권 가격 \$/MT	22	21	21	27	28	17	20	32	16	19	22	25	31	23	24	27	
	참고) 두바이유가 \$/배럴	60	67	71	78	97	105	105	95	40	53	69	64	42	69	100	80	
TDI - 톨루엔 스프레드 \$/MT		1,684	1,700	1,500	1,300	1,754	1,972	2,100	2,200	1,540	2,988	2,750	1,005	1,137	1,300	2,006	1,500	
매출액		억원	1,763	2,134	2,297	2,418	2,942	2,977	3,597	3,220	5,982	7,158	7,629	6,598	5,935	8,612	12,735	8,912
	본사 화학부문	억원	1,763	2,134	2,261	2,236	2,926	2,977	3,597	3,114	5,619	6,590	7,453	6,042	5,553	8,456	12,614	8,473
	탄소배출권	억원	0	0	37	120	16	0	0	106	209	287	140	421	382	156	121	439
	일렉트릭놀러지	억원									154	214						
영업이익		억원	283	272	183	197	354	386	514	455	769	1,526	1,392	1,064	952	934	1,709	1,511
	본사 화학부문	억원	277	269	148	76	350	386	514	354	593	1,273	1,243	796	584	771	1,605	1,092
	탄소배출권	억원	6	3	35	120	4	0	0	101	191	270	130	382	368	163	104	419
	일렉트릭놀러지	억원									-15	4						
영업이익률			16.0%	12.7%	8.0%	8.1%	12.0%	13.0%	14.3%	14.1%	12.9%	21.3%	18.2%	16.1%	16.0%	10.8%	13.4%	17.0%
	본사 화학부문		15.7%	12.6%	6.6%	3.3%	12.0%	13.0%	14.3%	11.4%	10.6%	19.3%	16.7%	13.2%	10.5%	9.1%	12.7%	12.9%
	탄소배출권				95.2%	100.3%			#DIV/0!	95.2%	91.4%	94.1%	92.9%	93.1%	96.3%	104.4%	85.9%	95.4%
	일렉트릭놀러지										-9.7%	1.9%						
지배주주 순이익		억원	229	246	153	128	297	305	398	368	431	1,144	1,045	704	496	757	1,368	1,188
	주당순이익 원/주										1,055	2,798	2,556	1,744	1,213	1,851	3,350	2,909
	주당순자산 원/주										12,782	15,161	16,488	15,873	17,420	18,226	20,619	22,042
	주당EBITDA 원/주										2,717	4,471	4,118	3,549	3,095	3,016	5,168	5,006
	주당배당금 원/주										500	1,500	1,200	1,000	1,000	1,000	1,500	1,400
	ROE(자기자본이익률)										8.2%	18.5%	15.5%	11.0%	7.0%	10.2%	16.2%	13.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

2022년 주가 회복 사이클, 적정주가 3.5만원으로 상향

목표주가 1년만에 3.5만원.
Buy 로 상향 조정

Sum-of-Part 로 계산에
화학부문 호황시 적용하는
EV/EBITDA 배율 7.5배를 적용함

온실가스 배출권가치
4,700원(1,820억원)을 반영함

PBR 밴드는 0.7 ~ 2.1배.
TDI 업황 호조기에는 1.6 ~
2.1배 수준에서 주가 형성될 수
있어

2022년 주당배당액
1,500원(전년 1,000원) 등으로,
배당수익률 6.3% 수준

2022년 적정주가 여건도 2017년과 같이 크게 개선될 것으로 판단해, **적정주가를 3.5만원**(기준 2.4만원)으로, **투자 의견도 Hold 에서 Buy 로 높인다**. 적정주가는 Sum-of-Part 로 계산했다. ‘영업활동 가치 9,553억원 + 투자자산 가치 346억원 + 순현금 2,999억원’ 등이다.

여기서, 영업활동 가치는 화학부문 EBITDA x 업황 반영한 배수로 계산하는데, TDI 업황에 따라 4.5 ~ 8.5배(평균 업황 6.5배)를 적용할 수 있다. 2022 ~ 2023년은 TDI 업황 호황기를 반영해 EV/EBITDA 7.5배를 적용했다. 연간 158만톤 규모로 UN 으로부터 온실가스 배출권(질산공장에서 질소산화물 배출을 줄이는 노력에 대한 대가)을 2028년까지 확보하고 있는데, 온실가스 배출권 판매 수익을 현재가치로 환산해 1,820억원을 포함시켰다. 참고로, 순현금 2,999억원에는 연간 온실가스 배출량 5.4만톤에 대한 사회적인 부채로 175억원(=연간 배출비용 15억원 / WACC 8.8%)을 차감했다.

주가 범위를 PBR(주가/순자산) 밴드로 살펴보자. 최근 10년 동안, HKG 휴켄스(주)의 PBR 범위는 최저 0.7배에서 최고 2.1배 수준에서 등락을 보였다. 평균치는 1.6배 수준이다. 최저 PBR 0.7배를 기록했던 시기는 2019 ~ 2020년으로 주력제품 TDI 공급과잉 속에 Covid19 확산으로 수요 위축 우려감이 가장 컸던 시기였다. 반면, 최고 PBR 2.1배를 도달했던 시기는 2017년으로, 독일 BASF(주)의 TDI 32만톤 공장 폭발 시기였다. 2022년 2분기 현재, PBR 은 1.1배(= 주가 2.4만원/2022년 예상 주당 순자산 2.2만원) 수준이다. 유럽발 공급 부족 상황을 고려하면, PBR 비율은 1.6 ~ 2.1배 수준으로 올라설 수 있을 것이다.

배당수익률(= 주당 배당금/주가) 측면에서도 투자매력이 높아 보인다. 최근 10년간 연 평균 배당성향(= 배당금/순이익)을 55% 수준을 유지하고 있다. 2022년 실적 호조를 고려하면, 연말 주당 배당금으로 1,500원(전년 1,000원) 정도를 기대할 수 있다. 2022년 2분기 주가 2.4만원을 기준으로 배당수익률이 6.3% 수준이다. 한국의 특판 예금 이자율 3%를 고려하더라도, 유리하다.

표 3. 휴켄스(주) 적정주가 : 3.5 만원 (2022 ~ 2023 년 TDI 유럽발 공급부족 반영)

구 분	기준일 (2022.5월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	9,927억원	① 화학부문 EBITDA 1,081억원 x EV/EBITDA 7.5배(↑) = 8,180억원 ※평균 EBITDA 규모는 2022~2024년 매출액 X 과거 10개년 평균 이익률 적용 ※화학부문 EV/EBITDA는 DNT 업황이 불황기에서회복되는 시기에 적용되는 5.5배를 적용함 (바닥업황 3.5~4.5배, 평균업황 6.5배, 호황업황 7.5 ~8.5배) ② 탄소배출권부문 EBITDA 435억원 x EV/EBITDA 4.7배 = 1,820억원 ※탄소배출권 판매가능 시한을 2028년까지 고려함
(+) 투자자산가치	346억원	투자 부동산 260억원(장부가 260억원) Korea-Vietnam Fertilizer(49%) 58억원(장부가 116억원) 일럼테크놀로지(47%) 28억원(장부가 55억원) ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x 0.5배로 계산함
(+) 순현금	2,999억원	
현금성자산	3,826억원	
(-) 총차입금	625억원	
(-) 탄소사회적 비용	175억원	※연간 탄소발생에 따른 사회적 비용 = 연간 배출량 53,683톤x탄소가격 25\$/x환율 1,150원 = 15억원 ※탄소배출 잠재부채 = 연간배출비용 15억원/WACC 8.8% = 175억원
적정 순자산 가치	1조 3,272억원	
발행주식수	3,837만주	발행주식 40,878,588주 - 자사주 2,507,711주
주당순자산(적정가)	3.5만원/주	※목표주가 상향 배경 (기준 2.4만원 → 3.5만원) : 2022~2023년 유럽발 TDI 공급부족 상황 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

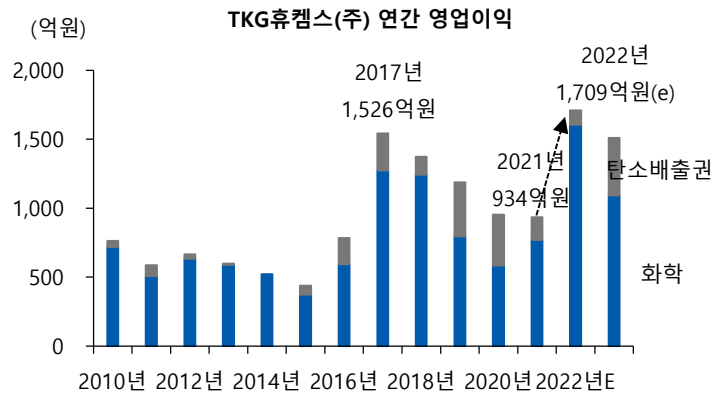
표 4. 휴켄스주의 탄소배출권 가치 : 1,820 억원

구	분	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2028년
온실가스 배출권 가능 매출액 (억원)		466	466	420	462	508	559	615
	온실가스 배출권 확보 가능량 (톤)	1,580,000	1,580,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000
	[Nox 저감 공장]							
	질산1 공장	340,000	340,000					
	질산2,3,4 공장	1,240,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000	1,240,000
	※ 주) 탄소배출권 확보 물량에 대해 판매하는 계획은 휴켄스주에서 판단하기 때문에 당해년도 확보량과 판매량이 다를 수 있음							
	탄소배출권 판매가격 (\$/톤)	24	27	29	32	35	39	43
	가격상승률		10%	10%	10%	10%	10%	10%
	환율(원/달러)	1,223	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
생산비용	(억원)	24	24	19	19	19	19	19
	1톤당 획득 비용 (원/톤)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
가능 영업이익 (억원)		442	463	401	443	489	540	596
	영업이익률	94.9%	95.1%	95.6%	96.0%	96.3%	96.7%	97.0%
세후 영업이익(한계세율 24.2%) (억원)		335	351	304	336	371	409	452
현재가치 할인율(WACC)		8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
현재가치 (억원)		308	296	236	240	243	247	250
탄소배출권 합산가치 (억원)		1,820						

자료: 유안타증권 리서치센터

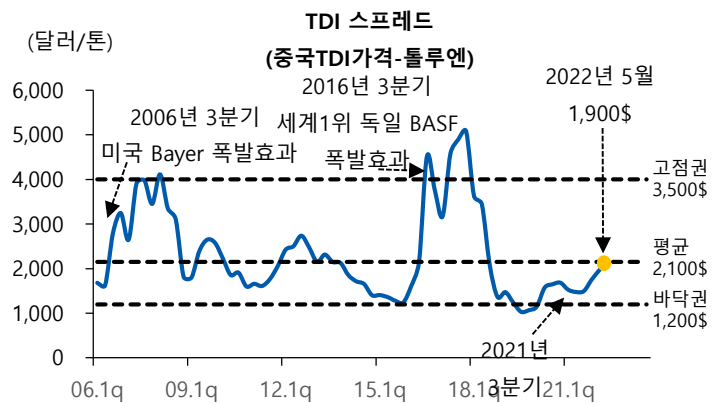
Key Chart

휴켄스(주) 연간 영업이익 전망



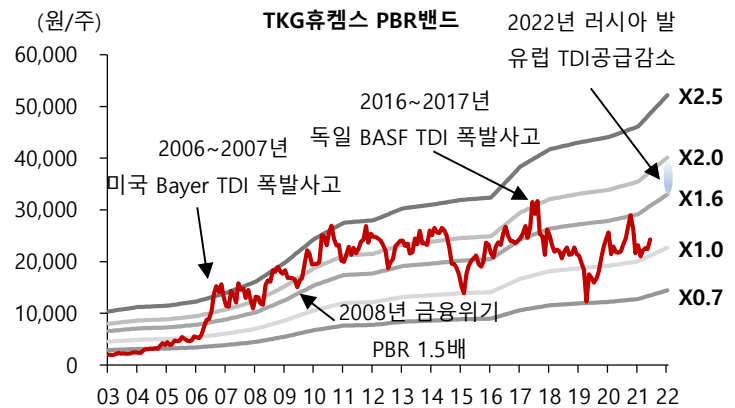
자료: 유안타증권 리서치센터

TDI 스프레드 동향



자료: 유안타증권 리서치센터

PBR(주가/순자산)밴드 동향



자료: 유안타증권 리서치센터

TKG 휴켄스 (069260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	5,935	8,612	12,735	8,912	8,521
매출원가	4,639	7,318	10,217	6,832	6,917
매출총이익	1,296	1,294	2,518	2,080	1,604
판매비	344	360	809	569	544
영업이익	952	934	1,709	1,511	1,060
EBITDA	1,265	1,233	2,113	2,046	1,591
영업외손익	-193	112	30	52	52
외환관련손익	22	-11	-1	4	4
이자손익	48	45	39	36	37
관계기업관련손익	-23	-6	-7	12	11
기타	-241	85	0	0	0
법인세비용차감전순손익	759	1,046	1,740	1,563	1,112
법인세비용	261	271	419	374	265
계속사업순손익	498	776	1,321	1,189	847
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	498	776	1,321	1,189	847
지배지분순이익	496	757	1,369	1,189	847
포괄순이익	539	708	1,253	1,122	780
지배지분포괄이익	540	693	1,299	1,122	780

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	907	838	1,487	1,890	1,370
당기순이익	498	776	1,321	1,189	847
감가상각비	312	298	402	534	530
외환손익	-25	24	1	-4	-4
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-19	-38	-37
자산부채의 증감	-109	-205	-176	245	70
기타현금흐름	231	-55	-43	-37	-36
투자활동 현금흐름	97	-752	-1,603	-2,144	-988
투자자산	140	-599	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-249	-1,242	-1,738	-275
유형자산 감소	0	6	0	0	0
기타현금흐름	165	90	-361	-406	-713
재무활동 현금흐름	-933	-287	-359	-602	-542
단기차입금	-310	17	25	-27	-5
사채 및 장기차입금	-358	120	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-384	-384	-384	-576	-537
기타현금흐름	119	-41	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	1,079	1,079	1,066
현금의 증감	71	-201	603	222	906
기초 현금	217	288	88	691	913
기말 현금	288	88	691	913	1,819
NOPLAT	952	934	1,709	1,511	1,060
FCF	699	589	245	152	1,095

자료: 유안타증권

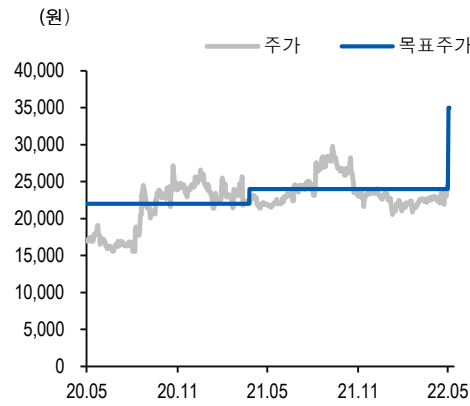
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표			(단위: 억원)		
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,345	5,205	5,610	4,590	4,995
현금및현금성자산	288	88	691	913	1,819
매출채권 및 기타채권	713	1,079	1,365	998	930
재고자산	278	491	654	478	445
비유동자산	4,321	4,288	5,146	6,387	6,168
유형자산	2,003	1,959	2,799	4,003	3,748
관계기업등 지분관련자산	300	173	191	230	266
기타투자자산	1,459	1,595	1,595	1,595	1,595
자산총계	8,666	9,493	10,756	10,976	11,163
유동부채	908	1,832	1,649	1,306	1,493
매입채무 및 기타채무	649	1,024	1,316	1,000	942
단기차입금	50	67	91	65	60
유동성장기부채	0	500	0	0	250
비유동부채	886	465	965	965	715
장기차입금	0	120	120	120	120
사채	500	0	500	500	250
부채총계	1,794	2,297	2,613	2,271	2,208
지배지분	6,684	6,994	7,912	8,458	8,700
자본금	409	409	409	409	409
자본잉여금	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904
이익잉여금	4,931	5,286	6,272	6,885	7,195
비지배지분	187	202	231	247	255
자본총계	6,871	7,196	8,143	8,705	8,955
순차입금	-2,593	-2,759	-2,638	-2,187	-2,698
총차입금	623	752	777	750	745

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,213	1,851	3,350	2,909	2,073
BPS	17,420	18,226	20,619	22,042	22,675
EBITDAPS	3,095	3,016	5,168	5,006	3,891
SPS	14,519	21,067	31,154	21,801	20,845
DPS	1,000	1,000	1,500	1,400	1,100
PER	15.9	13.0	7.3	8.5	11.9
PBR	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.3	5.9	3.6	4.0	4.8
PSR	1.3	1.1	0.8	1.1	1.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	-10.0	45.1	47.9	-30.0	-4.4	
영업이익 증가율 (%)	-10.4	-1.9	83.0	-11.6	-29.8	
지배순이익 증가율 (%)	-29.5	52.6	81.0	-13.2	-28.8	
매출총이익률 (%)	21.8	15.0	19.8	23.3	18.8	
영업이익률 (%)	16.0	10.8	13.4	17.0	12.4	
지배순이익률 (%)	8.4	8.8	10.8	13.3	9.9	
EBITDA 마진 (%)	21.3	14.3	16.6	23.0	18.7	
ROIC	25.9	28.5	43.3	28.7	18.6	
ROA	5.6	8.3	13.5	10.9	7.7	
ROE	7.5	11.1	18.4	14.5	9.9	
부채비율 (%)	26.1	31.9	32.1	26.1	24.7	
순차입금/자기자본 (%)	-38.8	-39.5	-33.3	-25.9	-31.0	
영업이익/금융비용 (배)	40.5	49.7	69.1	61.1	42.9	

TKG 휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-05-20	BUY	35,000	1년		
2021-11-27	1년 경과 이후		1년	-5.86	-
2021-04-13	HOLD	24,000	1년	-1.53	-
2020-11-27	1년 경과 이후		1년		-
2019-11-27	HOLD	22,000	1년	-13.58	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-05-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	47위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	-1점
E (Environment)	-2점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	TKG 휴켄스
ESG 평가 날짜	2022 / 5 / 11
Bloomberg Ticker	069260 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
휴켄스	-2	-1	1	-2
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 휴켄스 포함 73 개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	박연차 회장 타개 후, 신임 회장의 경영능력이 검증되지 못한 상황임 등기임원 대부분이 휴켄스 주력 사업과 관련 없는 사람으로 구성되어 있음

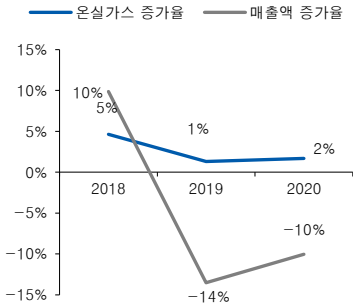
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment



온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

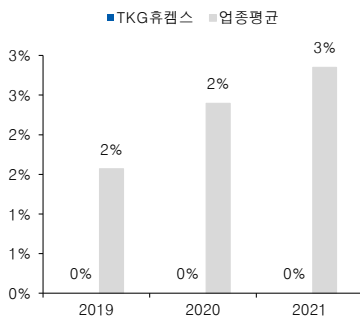
물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

Social

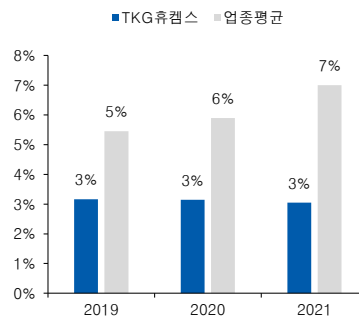


여성임원비율 vs. 업종 평균



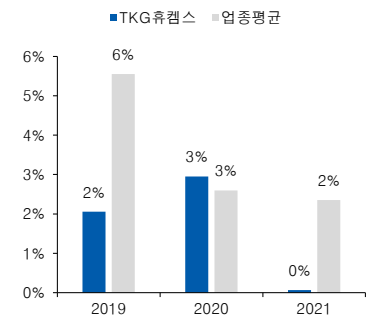
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

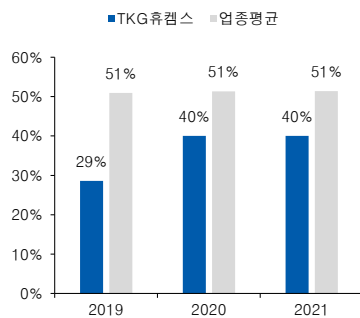


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

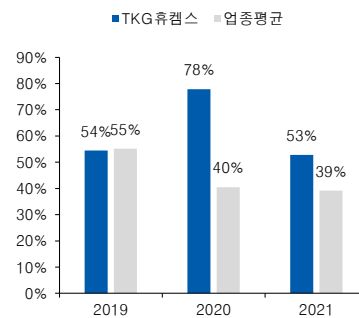


사외이사 비율 vs. 업종 평균



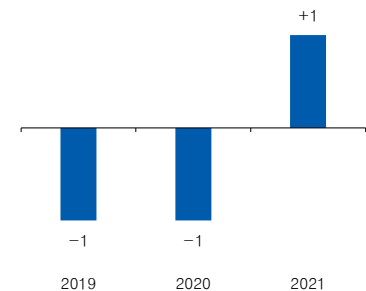
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사과 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.