

TKG휴켄스 (069260)



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

2024년 MNB증설 모멘텀 조금 늦춰진다

2024년 영업이익 4% 증가 기대

2024년 예상 실적은 '매출액 1.1조원, 영업이익 1,464억원(영업이익률 12.9%), 지배주주 순이익 1,157억원' 등이다. 영업이익은 2023년 예상치 1,406억원 대비 소폭 증가하는 수치이다. 원료가격(암모니아/벤젠/톨루엔)이 1개월 후 제품가격에 전가되는 특징으로 인해, 증설이 기업가치에 중요하다. 2024년 질산 및 MNB 증설이 대기하고 있어, 2025년 영업이익 1,637억원으로 성장이 기대된다. 2024년 부문별 이익은 '화학 부문 1,263억원(전년 추정치 1,283억원), 탄소배출권 판매부문 202억원(전년 123억원)' 등이다.

2024년 1분기 질산 및 3분기 MNB 증설 대기

2024년 2가지 설비 확장이 대기하고 있다. 1분기 초, 질산 공장 40만톤 설비 양산이 대기하고 있다.(총캐파 133만톤 → 173만톤) 질산은 주력제품인 MNB 원료로, MNB 신규 설비 완공시기까지 수출로 판매망을 확보할 계획이다. 3분기에는 MNB(Mono-Nitro Benzene) 30만톤이 완공되어, 총 캐파가 42만톤에서 72만톤으로 늘어난다. MNB는 건축용 단열재, LNG선박 보냉재 등의 액체 원료이다. 새롭게 완공되는 MNB 물량은 한국의 금호미쓰이(주)에 전량 납품하도록 계약을 맺었다. 다만, 신규제품 양산시기가 2024년 2분기에서 하반기로 늦춰졌다. 장비조달이 늦춰져 금호미쓰이(주)가 MDI 제품 20만톤 설비 가동시기를 늦췄기 때문이다.

2024년 주가 눈높이 3.1만원 유지

2024년 실적 상승 모멘텀은 약하지만, 하반기 MNB 증설로 연간 400억원 수준의 영업이익 증가효과를 기대할 수 있다. Buy와 목표주가 3.1만원을 유지한다. 주당 배당도 최소 1,000원에서 1,200원 수준을 내다볼 수 있어 주가의 하방 경직성을 확보했다. 참고로, 과거 PBR(추가/순자산 배율)은 최저 0.7 ~ 1.6배에서 등락을 보였다. 2023년 12월 PBR 1.0배 수준으로 Covid 시기를 제외하고는 바닥권 수준이다. 증설 효과로 2024년 PBR 1.3배 이상을 기대해 보자.

BUY (M)

목표주가 31,000원 (M)

현재주가 (12/14) **21,850원**

상승여력 **42%**

시가총액 8,932억원

총발행주식수 40,878,588주

60일 평균 거래대금 16억원

60일 평균 거래량 74,156주

52주 고/저 23,800원 / 18,710원

외인자본율 6.88%

배당수익률 5.00%

주요주주 티케이이태광 외 2인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 1.4 1.9 (0.2)

상대 (3.0) 3.0 (5.9)

절대 (달러환산) 4.0 4.2 (0.2)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,535	-15.9	7.0	2,647	-4.2
영업이익	178	22.9	-41.7	241	-26.4
세전계속사업이익	169	332.2	-48.5	180	-6.3
지배순이익	129	205.3	-56.2	208	-38.2
영업이익률 (%)	7.0	+2.2 %pt	-5.9 %pt	9.1	-2.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.1	+3.7 %pt	-7.3 %pt	7.9	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	8,612	12,358	10,850	11,338
영업이익	934	1,171	1,406	1,464
지배순이익	757	818	1,278	1,157
PER	12.7	10.8	7.0	7.7
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	4.6	4.2	4.0
ROE	11.3	11.4	16.3	13.5

자료: 유안타증권

표2. 글로벌 MDI 수급 전망(휴켄스주의 MNB 가 사용되는 제품) : 2024년 금호미쓰이(주) 20만톤 등 확장 지속

국가명	기업	생산능력(만톤)	생산능력 증감							생산능력(만톤)		
		2019년 말	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2027년 말	
미주	Covestro	34								50		84
	BASF	30	-10	10					30		60	
	Dow Chemical	33				10					43	
	Huntsman	45									45	
	Wanhua											
유럽	Covestro	73	20					17			110	
	BASF	72									72	
	Dow Chemical	34									34	
	Borsodchem(2016년 중국 Wanhua에서 인수)	35									35	
	Huntsman	46									46	
아시아												
일본	Nippon Polyurethane(Tosoh 자회사)	40									40	
	Sumika Bayer	7									7	
	MCNS	0										
한국	한국BASF	25									25	
	금호미쓰이	30	5				20				55	
	Dow Chemical	2.5									3	
중국	Covestro	50									50	
	Basf	40				9					49	
	Shanghai Lianheng Isocyanate	48									48	
	Wanhua	180		50		40	30	30	40		370	
	Nippon Polyurethane(Tosoh의 자회사)	7									7	
	Connell Chemical Xinjiang Juli			40						40		
기타아시아	SABIC/Mitsui Chemical(사우디)	40									40	
	Karoon Petrochemical(이란)	8									8	
	Tosoh(베트남)									10	10	
세계 생산능력 및 증감		880	15	100	-	59	50	47	160	10	1,310	
[수급분석]												
글로벌 총생산능력(A, 만톤)		880	895	995	995	1,053	1,103	1,150	1,310	1,320		
계명 증감		24	15	100	-	59	50	47	160	10		
글로벌 수요(B, 만톤)		715	735	823	825	841	871	902	935	969		
수요성장률(평균 5~6%)		3.0%	2.8%	12.0%	0.2%	1.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%		
수요증분		21	20	88	2	16	30	31	32	34		
수급율(B/A, %)		81.3%	82.2%	82.8%	83.0%	79.8%	78.9%	78.4%	71.4%	73.4%		

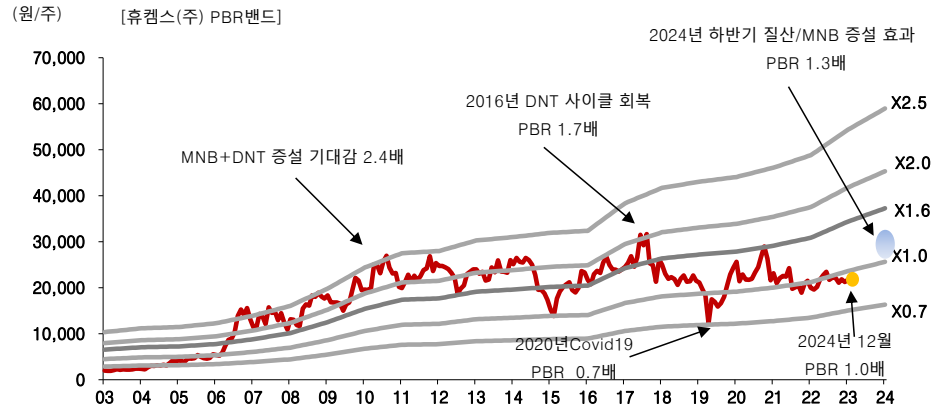
자료: 유안타증권 리서치센터

표3. TKG 휴켄스(주) 적정주가 : 3.1만원 (2024년 질산/MNB 증설효과 반영)

구분	기준일 (2023.12월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	8,800억원	① 화학부문 EBITDA 1,260억원(영업이익 890억원 + 감가비 370억원) × EV/EBITDA 6.5배 = 8,190억원 ※평균 EBITDA 규모는 2024~2025년 매출액 X 과거 10개년 평균 이익률 적용 ※ 2024년 질산 40만톤, MNB 30만톤 증설에 따른 EBITDA 증가 효과를 반영 ※화학부문 EV/EBITDA는 DNT 업황이 불황기에서회복되는 시기에 적용되는 6.5배를 적용함 (바닥업황 3.5~4.5배, 평균업황 6.5배, 호황업황 7.5 ~8.5배) ② 탄소배출권부문 EBITDA 197억원 × EV/EBITDA 3.1배 = 610억원 ※탄소배출권 판매가능 시한을 2028년까지 수익을 현재가치로 환산한 것임
(+) 투자자산가치	319억원	투자 부동산 255억원(장부가 255억원, 여수 매립지 3만평) Korea-Vietnam Fertilizer(49%) 28억원(장부가 55억원) 일렘테크놀로지(47%) 37억원(장부가 73억원) ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x 0.5배로 계산함
(+) 순현금	2,874억원	
현금성자산	3,485억원	
(-) 총차입금	(-) 436억원	
(-) 탄소사회적 비용	(-) 175억원	※연간 탄소발생에 따른 사회적 비용 = 연간 배출량 53,683톤x탄소가격 25\$/환율 1,150원 = 15억원 ※탄소배출 잠재부채 = 연간배출비용 15억원/WACC 8.8% = 175억원
적정 순자산 가치	1조 1,993억원	
발행주식수	3,837만주	발행주식 40,878,588주 - 자사주 2,507,711주
주당순자산(적정가)	3.1만원/주	

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. TKG 휴켄스(주)의 PBR 밴드 : 2024년 MNB 증설 = PBR 1.3배 이상



자료: 유안타증권 리서치센터

TKG 휴켄스 (069260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	8,612	12,358	10,850	11,338	9,229
매출원가	7,318	10,786	9,043	9,509	7,291
매출총이익	1,294	1,573	1,807	1,830	1,938
판매비	360	401	401	365	301
영업이익	934	1,171	1,406	1,464	1,637
EBITDA	1,233	1,443	1,650	1,731	1,935
영업외손익	112	-116	174	62	55
외환관련손익	-11	-28	8	7	5
이자손익	45	83	105	85	79
관계기업관련손익	-6	-19	3	0	3
기타	85	-152	59	-30	-32
법인세비용차감전순이익	1,046	1,055	1,579	1,527	1,692
법인세비용	271	237	301	369	409
계속사업순이익	776	818	1,278	1,157	1,283
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	776	818	1,278	1,157	1,283
지배지분순이익	757	818	1,278	1,157	1,283
포괄순이익	708	793	1,311	1,157	1,283
지배지분포괄이익	693	793	1,311	1,157	1,283

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

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	838	444	1,888	1,385	1,861
당기순이익	776	818	1,278	1,157	1,283
감가상각비	298	268	243	265	297
외환손익	24	59	8	-7	-5
중속, 관계기업관련손익	0	0	-3	0	-3
자산부채의 증감	-205	-850	375	-120	206
기타현금흐름	-55	149	-13	90	83
투자활동 현금흐름	-752	632	-1,315	-679	-1,241
투자자산	-599	-498	-507	256	4
유형자산 증가 (CAPEX)	-249	-915	-1,046	-1,242	-1,650
유형자산 감소	6	0	21	0	0
기타현금흐름	90	2,044	217	307	405
재무활동 현금흐름	-287	-797	-528	-448	-483
단기차입금	22	104	-91	13	-23
사채 및 장기차입금	112	-484	-9	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-384	-384	-384	-460	-460
기타현금흐름	-37	-32	-44	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-147	-81	-131
현금의 증감	-201	279	-101	177	6
기초 현금	288	88	366	265	442
기말 현금	88	366	265	442	448
NOPLAT	934	1,171	1,406	1,464	1,637
FCF	589	-471	842	143	211

자료: 유안타증권

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

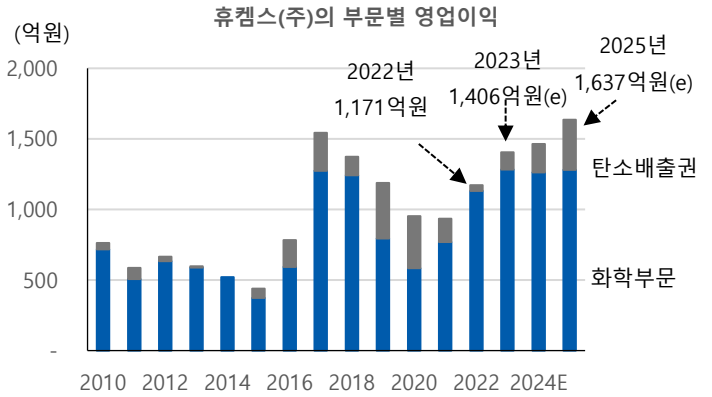
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,205	5,142	4,275	4,322	3,531
현금및현금성자산	88	366	265	442	448
매출채권 및 기타채권	1,079	1,705	1,255	1,389	1,116
재고자산	491	665	526	556	457
비유동자산	4,288	4,272	5,610	6,330	7,678
유형자산	1,959	2,696	3,498	4,476	5,829
관계기업등 지분관련자산	173	123	639	381	384
기타투자자산	1,595	834	894	896	889
자산총계	9,493	9,414	9,885	10,652	11,209
유동부채	1,832	1,566	1,242	1,303	1,135
매입채무 및 기타채무	1,024	1,218	1,011	1,054	873
단기차입금	67	169	81	93	72
유동성장기부채	500	0	0	0	60
비유동부채	465	446	398	406	310
장기차입금	120	150	150	150	90
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,297	2,012	1,639	1,709	1,444
지배지분	6,994	7,402	8,246	8,942	9,765
자본금	409	409	409	409	409
자본잉여금	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904
이익잉여금	5,286	5,735	6,604	7,300	8,123
비지배지분	202	0	0	0	0
자본총계	7,196	7,402	8,246	8,942	9,765
순차입금	-2,745	-2,220	-2,068	-1,933	-1,562
총차입금	766	385	286	298	275

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,897	2,001	3,127	2,831	3,138
BPS	18,226	19,290	21,489	23,305	25,448
EBITDAPS	3,016	3,530	4,037	4,234	4,734
SPS	21,067	30,232	26,541	27,736	22,578
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,300
PER	12.7	10.8	7.0	7.7	7.0
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.9	4.6	4.2	4.0	3.8
PSR	1.1	0.7	0.8	0.8	1.0

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	45.1	43.5	-12.2	4.5	-18.6
영업이익 증가율 (%)	-2.0	25.4	20.0	4.2	11.8
지배순이익 증가율 (%)	53.5	8.1	56.3	-9.5	10.8
매출총이익률 (%)	15.0	12.7	16.7	16.1	21.0
영업이익률 (%)	10.8	9.5	13.0	12.9	17.7
지배순이익률 (%)	8.8	6.6	11.8	10.2	13.9
EBITDA 마진 (%)	14.3	11.7	15.2	15.3	21.0
ROIC	28.6	28.4	28.3	22.7	20.6
ROA	8.4	8.7	13.2	11.3	11.7
ROE	11.3	11.4	16.3	13.5	13.7
부채비율 (%)	31.9	27.2	19.9	19.1	14.8
순차입금/자기자본 (%)	-39.3	-30.0	-25.1	-21.6	-16.0
영업이익/금융비용 (배)	49.7	183.5	306.8	125.0	145.8

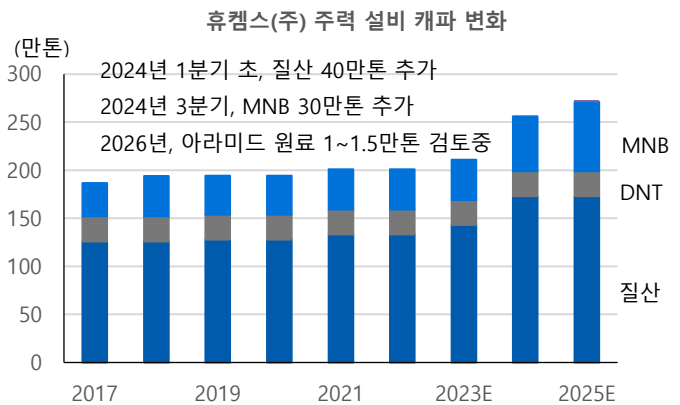
Key Chart

연간 영업이익의 전망 : 2022년 1,171억원, 2023년 1,406억원 (e), 2024년 1,464억원(e), 2025년 1,637억원(e)



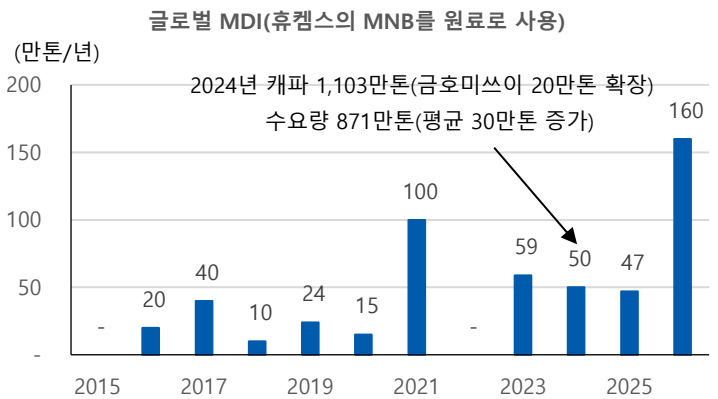
자료: 유안타증권 리서치센터

**2024년 설비 확장 계획 : 1분기 질산 40만톤 완공, 3분기 MNB 30만톤 완공
아라미드 원료인 PDA 신규투자 검토 중**



자료: 휴켄스, 유안타증권 리서치센터

MNB를 사용하는 석화제품인 MDI 글로벌 증설 전망 : 2023년 59만톤, 2024년 50만톤(금호미쓰이(주) 20만톤 포함), 2025년 47만톤, 2026년 160만톤 등



자료: 유안타증권 리서치센터



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 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

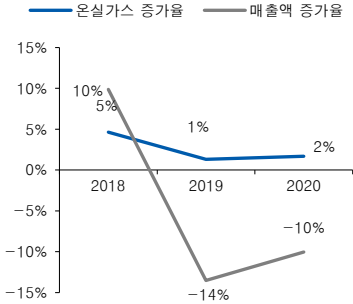
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments 박연차 회장 타계 후, 신임 회장의 경영능력이 검증되지 못한 상황임 등기임원 대부분이 휴켄스 주력 사업과 관련 없는 사람으로 구성되어 있음

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
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

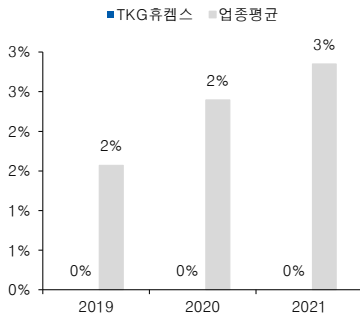
데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

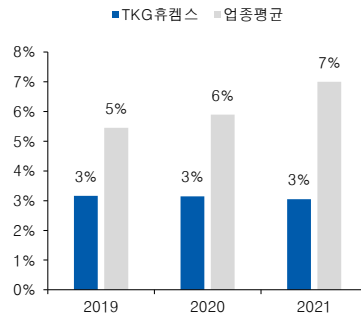
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



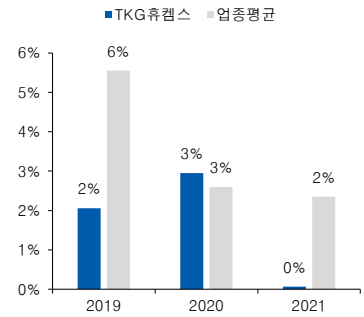
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

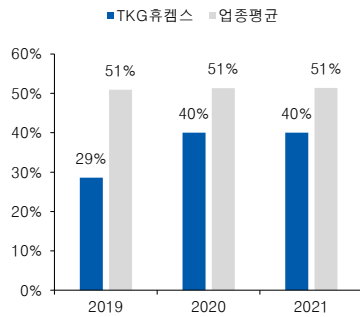
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



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

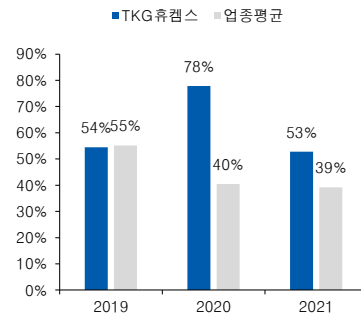
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



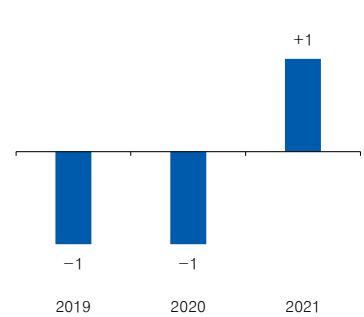
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

배당성향 vs. 업종 평균



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

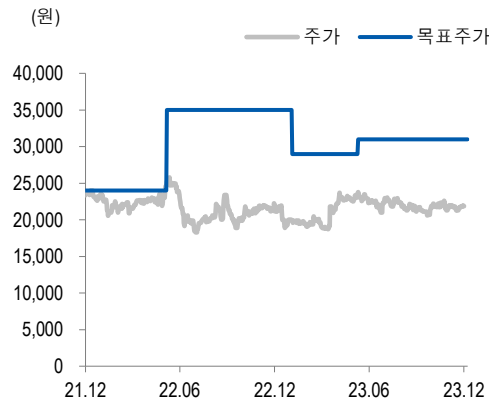
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



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

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

TKG 휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-12-15	BUY	31,000	1년		
2023-05-24	BUY	31,000	1년		
2023-01-17	BUY	29,000	1년	-28.35	-18.28
2022-05-20	BUY	35,000	1년	-39.99	-26.29
2022-04-13	1년 경과 이후		1년	-4.63	2.50
2021-04-13	HOLD	24,000	1년	-1.27	24.17

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
Buy(매수)	88.6
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-12-14

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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 투자의사결정은 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.