

TKG후켄스 (069260)

화학



황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	31,000원 (U)
현재주가 (5/23)	23,050원
상승여력	34%

시가총액	9,423억원
총발행주식수	40,878,588주
60일 평균 거래대금	47억원
60일 평균 거래량	219,201주
52주 고	25,800원
52주 저	18,300원
외인지분율	6.44%
주요주주	티케이타이광 외 2인 43.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	17.4	(8.9)
상대	(0.7)	11.5	(6.1)
절대(달러환산)	1.4	16.0	(12.3)

계단식 상승 국면에 진입하다!

연간 영업이익 2025년까지 40% 증가

2023 ~ 2025년 계단식 기업가치 상승국면에 진입한다. ① 2023년에는 원료인 암모니아 국제가격 하락(2022년 말 898\$ → 2023년 360\$/톤)에 따른 이익 개선, ② 2023년 4분기 질산 40만톤과 2024년 2분기 MNB(LNG보냉재 원료) 30만톤 증설 완공, ③ 2025년 초강력 섬유인 아라미드 원료 사업 진출 가능성 등이 대기하고 있다. 이로 인해, 영업실적도 2022년 1,171억원에서 2023년 1,450억원(e), 2025년 1,623억원(e)로 계단식 증익이 예상된다. 증설효과를 반영해, 목표주가를 3.1만원(기존 2.9만원)으로 상향조정 한다.

2023년 하반기 ~ 2024년 상반기 3가지 긍정 변수

앞으로 1년 동안 3가지 모멘텀이 대기하고 있다. ① 2023년 4분기 질산 생산능력이 133만톤에서 173만톤으로 40만톤 늘어난다. 투자비 1,500억원이 사용되었으며, 매출액 700억원, 영업이익 100억원 등을 기대할 수 있다. ② 탄소배출권 판매 효과를 기대할 수 있다. 2023년 초 82만톤의 배출권을 확보하고 있다. 2023년 말 또는 2024년 초에 판매가 예상되는데, 약 100억원 규모의 영업이익을 얻을 수 있다. ③ 2024년 2분기에 주력제품인 MNB(보냉재 우레탄 원료) 생산능력을 42만톤에서 72만톤으로, 30만톤 증가한다. 금호미쓰이(주)에 판매되는 것으로, 연간 매출액 1,700억원, 영업이익 220억원을 기대할 수 있다.

2025년 아라미드 원료(페닐린 디아민) 국산화 기대

아라미드 섬유는 방탄복에서 전선피복/타이어코드/브레이크 패드 등으로 적용범위가 확대되는 특수 섬유이다. 주요 원료는 PDA(페닐린 디아민)과 TPC(Telephthaloyl Chloride)로, 전량 수입하고 있다. 여기에 후켄스(주)의 기회가 있다. 주력제품인 MNB로 PDA를 생산할 수 있기 때문이다. 참고로, 한국의 아라미드 섬유 캐파는 1.7만톤에서 2025년 말 3.0만톤으로 확대된다.(글로벌 수요 11.5만톤, 총캐파 13.4만톤) 원료인 PDA도 8,000톤에서 1.5만톤으로 늘어나게 된다. PDA 전량 국산화 목표로 1.5만톤 투자를 가정하면, 예상 매출액 1,200억원(톤당 6,500달러), 영업이익 180 ~ 250억원 등을 기대 할 수 있다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,498	-13.3	-20.6	2,897	-13.8
영업이익	440	42.7	-9.4	303	45.3
세전계속사업이익	451	59.2	-21.3	310	45.4
지배순이익	338	56.6	-25.0	243	39.1
영업이익률 (%)	17.6	+6.9 %pt	+2.1 %pt	10.5	+7.1 %pt
지배순이익률 (%)	13.5	+6.0 %pt	-0.8 %pt	8.4	+5.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	8,612	12,358	9,385	7,798
영업이익	934	1,171	1,450	1,352
지배순이익	757	823	1,202	1,055
PER	13.0	10.7	7.8	8.9
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	4.6	3.7	3.5
ROE	11.1	11.4	15.4	12.4

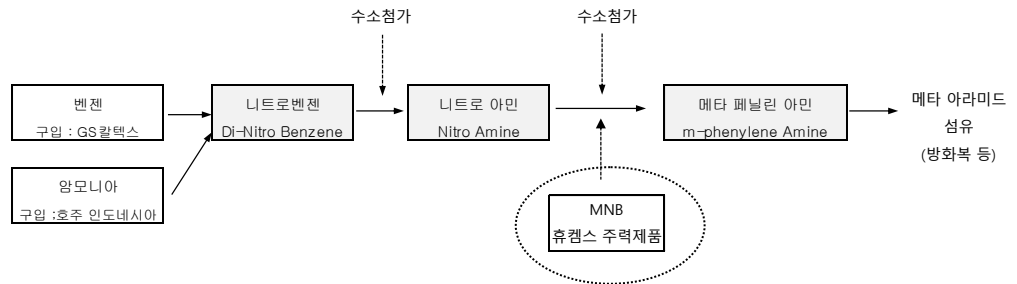
자료: 유안타증권

표 2. 글로벌 아라미드 섬유 수급 : 2023년 글로벌 수요 11.5만톤, 캐파 13.4만톤

국가명	기업	생산능력(톤)							생산능력(톤) 2026년 말
		2020년 말	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2026년	
미주	Dupont(파라계, 미국)	21,000							21,000
	Dupont(메타계, 미국)	15,700							15,700
유럽	Dupont(파라계, 영국)	9,500							9,500
	Teijing(파라계, 네덜란드)	26,450			6,000				32,450
	Dupont(메타계, 스페인)	5,200							5,200
아시아									
일본	Toray Dupont(파라계)	2,500							2,500
	Teijing(파라계)	2,750							2,750
	Teijing(메타계)	2,500							2,500
한국	코오롱인더(파라계)	7,500				7,500			15,000
	효성첨단소재(파라계)	1,500	2,200			1,300			5,000
	휴비스(메타계)	1,000							
	휴비스(파라계)	350							350
	태광산업(파라계)	1,000	500				3,500		5,000
	Toray(메타계)	3,000	200						3,200
중국	Yantai Tayho Advanced Material(메타계)	7,000					5,000		12,000
	Yantai Tayho Advanced Material(파라계)	1,500	3,000						4,500
	X-Fiber New Material(메타계)	4,000							4,000
	Sinochem(파라계)	1,000	4,000			3,000			8,000
	Blue star(파라계)	1,000							1,000
	Guangdong Charming(메타계)	1,000							1,000
Hebei Silicon Valley Chemical(메타계)	500							500	
태국	Teijin (메타계)	2,200							2,200
합계		118,150	9,900	0	6,000	11,800	8,500	0	153,350
총 생산캐파	(톤, A)	118,150	128,050	128,050	134,050	145,850	154,350	154,350	
한국 캐파	(톤)	14,350	17,250	17,250	17,250	26,050	29,550	29,550	
한국 캐파 비중		12%	13%	13%	13%	18%	19%	19%	
총 수요	(톤, B)	94,000	100,580	107,621	115,154	123,215	131,840	141,069	
증감율			7%	7%	7%	7%	7%	7%	
증분			6,580	7,041	7,533	8,061	8,625	9,229	
가동률	(B/A)	79.6%	78.5%	84.0%	85.9%	84.5%	85.4%	91.4%	

자료: 화섬편람, 유안타증권 리서치센터

그림 2. 휴켄스주가 보유한 메타 아라미드 원료인 m-PDA 특허 공정 (특허 번호 102035543, 2019년)



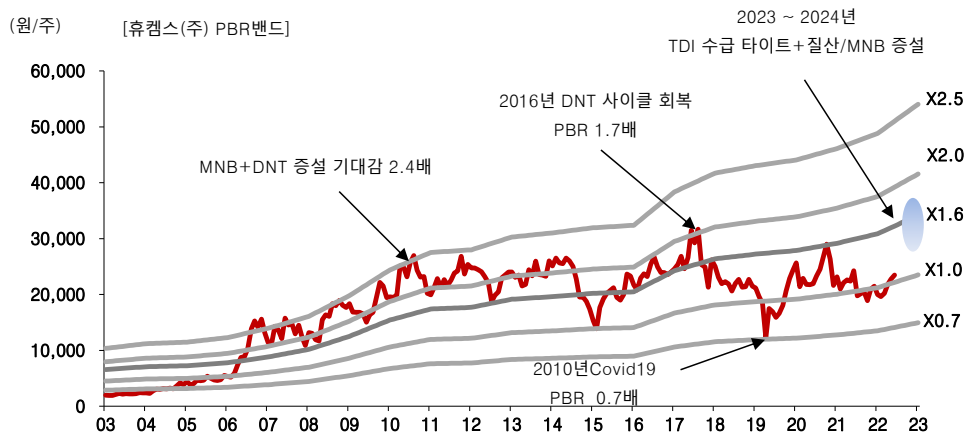
자료: 특허청, 유안타증권 리서치센터

표 3. TKG 휴켄스(주) 적정주가 : 3.1만원 (2023 ~ 2024년 TDI 업황 회복 + 질산/MB 증설효과 반영)

구분	기준일 (2023.5월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	9,110억원	① 화학부문 EBITDA 1,260억원(영업이익 890억원 + 감가비 370억원) × EV/EBITDA 6.5배 = 8,190억원 *평균 EBITDA 규모는 2023~2025년 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 228억원 × EV/EBITDA 4.0배 = 920억원 *탄소배출권 판매가능 시한을 2028년까지 수익을 현재가치로 환산한 것임
(+) 투자자산가치	361억원	투자 부동산 260억원(장부가 260억원, 여수 매립지 3만평) Korea-Vietnam Fertilizer(49%) 75억원(장부가 149억원) 일렘테크놀러지(47%) 28억원(장부가 56억원) * 투자자산 지분가치 = 장부가액 x 0.5배로 계산함
(+) 순현금	2,503억원	
현금성자산	3,485억원	
(-)총차입금	(-)807억원	
(-)탄소사회적 비용	(-)175억원	*연간 탄소발생에 따른 사회적 비용 = 연간 배출량 53,683톤x탄소가격 25\$/환율 1,150원 = 15억원 *탄소배출 장재부채 = 연간배출비용 15억원/WACC 8.8% = 175억원
적정 순자산 가치	1조 1,974억원	
발행주식수	3,837만주	발행주식 40,878,588주 - 자사주 2,507,711주
주당순자산(적정가)	3.1만원/주	

자료: 유안타증권 리서치센터

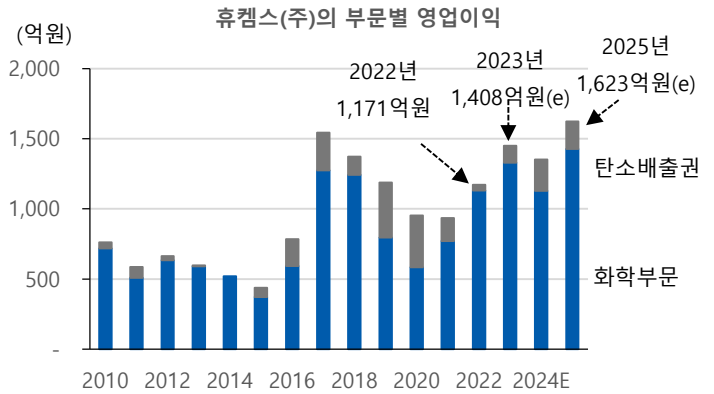
그림 3. TKG 휴켄스주의 PBR 밴드 : 2023년 TDI 수급 타이트 + 2024년 MNB 증설 + 아라미드 원료 신사업 추진 = PBR 1.6 배



자료: 유안타증권 리서치센터

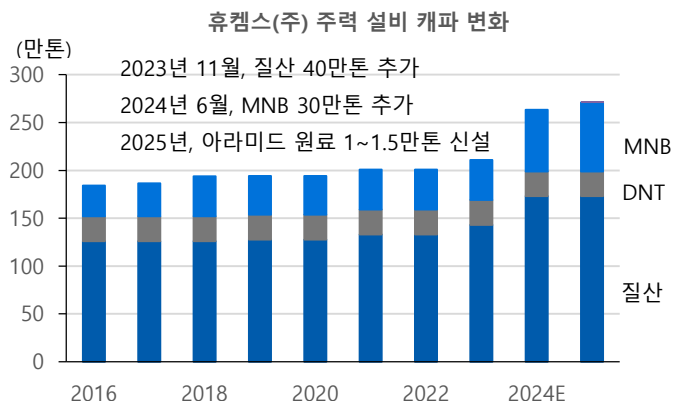
Key Chart

연간 영업이익 전망 : 2022년 1,171억원, 2023년 1,408억원 (e), 2025년 1,623억원(e)



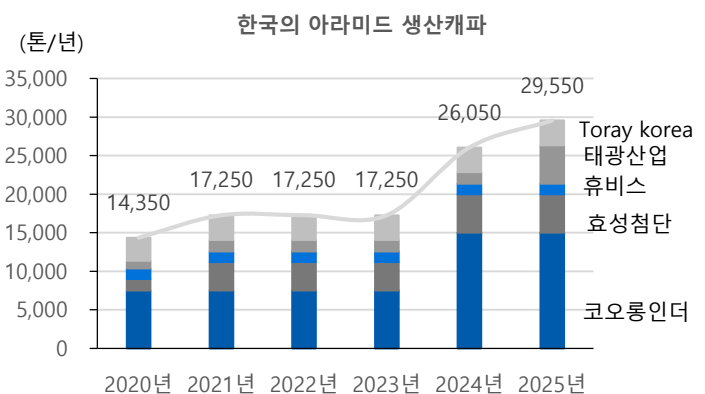
자료: 유안타증권 리서치센터

캐파 증설 계획 : 2023년 4분기 질산 40만톤, 2024년 2분기 MNB 30만톤, 2025년 아라미드 원료 1~1.5만톤



자료: 휴켄스, 유안타증권 리서치센터

아라미드 원료(페닐린 디아민, PDA) : 2025년 국내 1.5만톤 필요



자료: 화성편람, 유안타증권 리서치센터

TKG 휴켄스 (069260) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	8,612	12,358	9,385	7,798	9,535
매출원가	7,318	10,786	7,263	5,866	7,203
매출총이익	1,294	1,573	2,122	1,932	2,332
판매비	360	401	672	580	709
영업이익	934	1,171	1,450	1,352	1,623
EBITDA	1,233	1,443	1,765	1,648	1,874
영업외손익	112	-116	125	43	59
외환관련손익	-11	-28	1	1	1
이자손익	45	83	43	60	80
관계기업관련손익	-6	-19	6	-18	-22
기타	85	-152	75	0	0
법인세비용차감전순이익	1,046	1,055	1,574	1,395	1,682
법인세비용	271	237	364	340	410
계속사업순이익	776	823	1,210	1,055	1,272
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	776	823	1,210	1,055	1,272
지배지분순이익	757	823	1,202	1,055	1,272
포괄순이익	708	793	1,210	1,055	1,272
지배지분포괄이익	693	793	1,202	1,055	1,272

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

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	838	444	2,317	1,627	1,694
당기순이익	776	818	1,210	1,055	1,272
감가상각비	298	268	304	286	243
외환손익	24	64	-1	-1	-1
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-6	18	22
자산부채의 증감	-205	-850	569	18	-94
기타현금흐름	-55	144	240	251	252
투자활동 현금흐름	-752	632	-1,046	-623	-673
투자자산	-599	-498	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-249	-915	-1,046	-173	-173
유형자산 감소	6	0	0	0	0
기타현금흐름	90	2,044	0	-450	-500
재무활동 현금흐름	-287	-797	-441	-462	-451
단기차입금	17	119	-57	-2	9
사채 및 장기차입금	120	-470	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-384	-384	-384	-460	-460
기타현금흐름	-41	-62	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-195	-239	-250
현금의 증감	-201	279	635	303	320
기초 현금	288	88	366	1,001	1,304
기말 현금	88	366	1,001	1,304	1,624
NOPLAT	934	1,171	1,450	1,352	1,623
FCF	589	-471	1,271	1,454	1,522

자료: 유안타증권

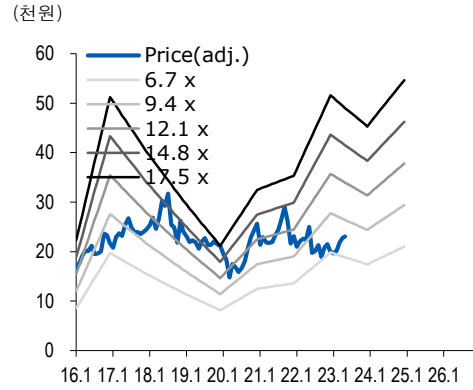
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,205	5,142	4,795	5,517	6,499
현금및현금성자산	88	366	1,001	1,304	1,624
매출채권 및 기타채권	1,079	1,705	968	946	1,062
재고자산	491	665	385	377	423
비유동자산	4,288	4,272	5,009	4,868	4,769
유형자산	1,959	2,696	3,438	3,324	3,254
관계기업 등 지분관련자산	173	123	129	111	90
기타투자자산	1,595	834	834	834	834
자산총계	9,493	9,414	9,804	10,385	11,268
유동부채	1,832	1,566	1,138	1,125	1,256
매입채무 및 기타채무	1,024	1,218	847	836	897
단기차입금	67	169	112	110	120
유동성장기부채	500	0	0	0	60
비유동부채	465	446	446	446	386
장기차입금	120	150	150	150	90
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,297	2,012	1,584	1,571	1,641
지배지분	6,994	7,402	8,220	8,814	9,626
자본금	409	409	409	409	409
자본잉여금	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904
이익잉여금	5,286	5,735	6,553	7,148	7,960
비지배지분	202	0	0	0	0
자본총계	7,196	7,402	8,220	8,814	9,626
순차입금	-2,759	-2,235	-2,927	-3,681	-4,492
총차입금	752	370	313	311	321

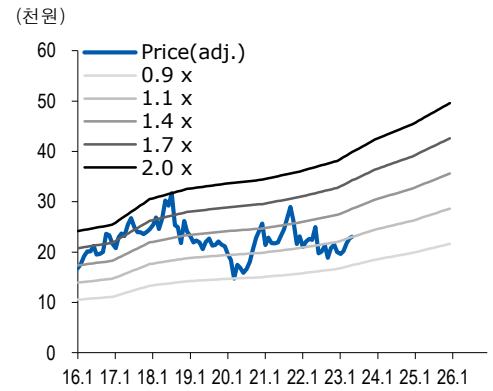
계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,851	2,013	2,939	2,581	3,113
BPS	18,226	19,290	21,422	22,972	25,088
EBITDAPS	3,016	3,530	4,317	4,031	4,584
SPS	21,067	30,232	22,959	19,076	23,325
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,400
PER	13.0	10.7	7.8	8.9	7.4
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	4.6	3.7	3.5	2.6
PSR	1.1	0.7	1.0	1.2	1.0

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	45.1	43.5	-24.1	-16.9	22.3
영업이익 증가율 (%)	-2.0	25.4	23.8	-6.7	20.0
지배순이익 증가율 (%)	53.5	8.8	46.0	-12.2	20.6
매출총이익률 (%)	15.0	12.7	22.6	24.8	24.5
영업이익률 (%)	10.8	9.5	15.4	17.3	17.0
지배순이익률 (%)	8.8	6.7	12.8	13.5	13.3
EBITDA 마진 (%)	14.3	11.7	18.8	21.1	19.7
ROIC	28.6	28.4	27.9	25.7	31.3
ROA	8.4	8.7	12.5	10.5	11.8
ROE	11.1	11.4	15.4	12.4	13.8
부채비율 (%)	31.9	27.2	19.3	17.8	17.1
순차입금/자기자본 (%)	-39.5	-30.2	-35.6	-41.8	-46.7
영업이익/금융비용 (배)	49.7	183.5	47.3	44.2	53.0

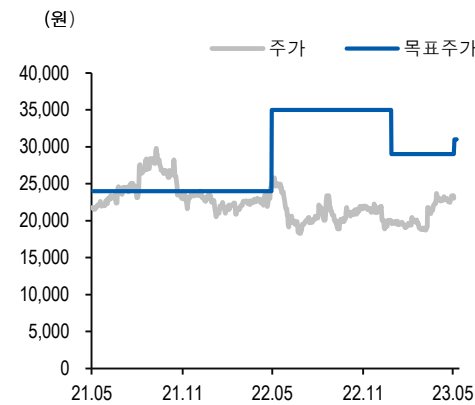
P/E band chart



P/B band chart



TKG 휴켄스 (069260) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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	-39.91	-26.29
2022-04-13	1년 경과 이후		1년	-4.63	-
2021-04-13	HOLD	24,000	1년	-1.60	-

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)	0.0
Buy(매수)	90.4
Hold(중립)	9.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-05-21

※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 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
+1	한국경영인인증원(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

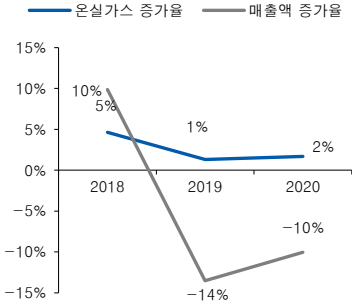
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			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

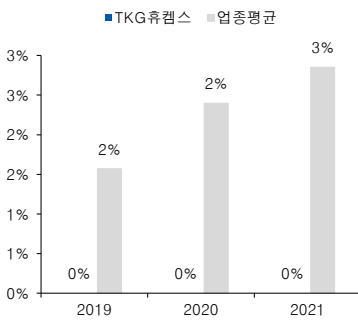
물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

Social

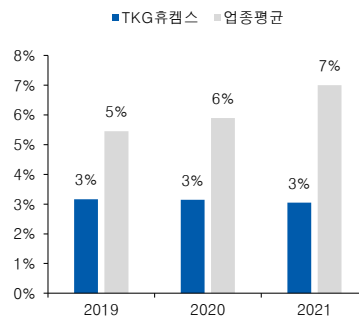


여성임원비율 vs. 업종 평균



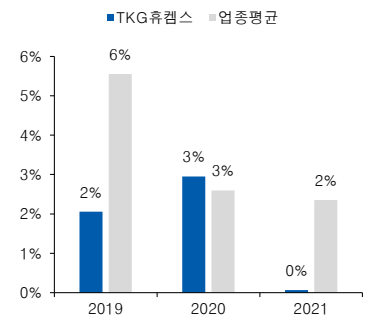
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

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

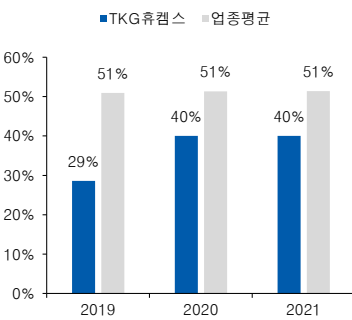


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

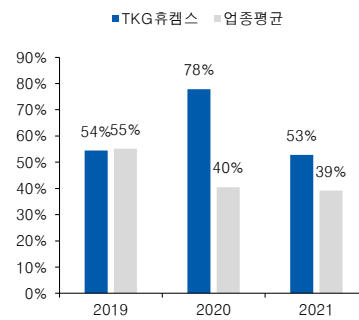


사외이사 비율 vs. 업종 평균



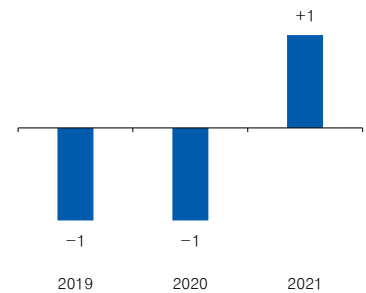
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

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 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사외 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 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.