

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 24,000원

현재가 (1/6) 17,930원

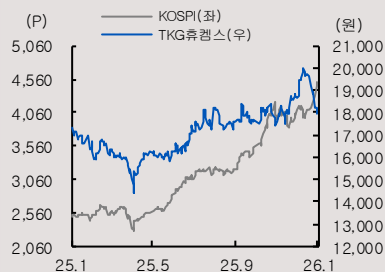
KOSPI (1/6)	4,525.48pt
시가총액	733십억원
발행주식수	40,879천주
액면가	1,000원
52주 최고가	19,980원
최저가	14,380원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	9.5%
배당수익률 (2025F)	5.3%

주주구성	
티케이이티에프 외 2인	43.42%
농협경제지주 외 2인	8.44%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-13%	-30%	-43%
절대기준	-4%	4%	3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	24,000	24,000	-
EPS(25)	1,946	1,866	▲
EPS(26)	2,306	2,307	▼

### TKG휴켄스 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# TKG휴켄스 (069260)

## MNB, 물량과 가격이 동시에 개선될 것이다

### 금호미쓰이화학 증설로 추가적인 MNB 물량 증가 전망

TKG휴켄스의 주력 제품 중 하나인 MNB는 대규모 증설 이후에도 높은 가동률과 견조한 수익성을 유지하고 있다. 이는 전방 수요 기반이 비교적 탄탄하기 때문이다. MNB의 최종 수요처인 MDI는 자동차 부품과 스파텍스 등 광범위한 산업에서 사용되는 대표적인 폴리우레탄 원료로, 최근 LNG 운반선 및 액화설비 등 LNG 밸류체인에서 수요가 확대됨에 따라 보냉재(단열재) 수요가 추가적으로 증가하고 있다. 특히 동사는 MNB 물량의 대부분을 중장기 공급계약을 통해 국내 금호미쓰이화학에 안정적으로 공급하고 있는데, 금호미쓰이화학은 2025년 20만톤 규모의 MDI 증설을 완료한 데 이어 디보틀넥킹을 통해 추가로 10만톤의 생산능력을 확보할 계획이다. 해당 증설은 단열 효율이 우수한 고점도 Polymeric 제품 중심으로 추진되는 만큼, LNG 보냉재 수요 확대 국면에서 판매 믹스 개선과 물량 증가가 동시에 기대된다. 이에 따라 동사의 MNB 매출 또한 동반 확대될 전망이다.

### MDI, 중국의 증설이 마무리되었다

공급 측면에서도 동사에 우호적인 환경이 조성되고 있다. 중국 Wanhua Chemical을 비롯한 주요 업체들의 증설로 2023~2025년 누적 기준 약 250만톤의 MDI 생산능력이 증가했으나, 2026년에는 순증 물량이 약 10만톤 수준에 그칠 것으로 예상된다. 이러한 증설 속도 둔화는 수급 균형의 정상화를 앞당기는 요인으로 작용할 전망이다. 동사의 MNB 스프레드 및 수익성 또한 2026년부터 추가적으로 개선될 가능성이 크다. 여기에 더해 주요 글로벌 이소시아네이트 업체들은 규제 준수 비용, 운송비 및 에너지 비용 상승을 판가에 전가하는 움직임을 강화하고 있다. 예를 들어, Wanhua Chemical은 2025년 12월 15일부터 MDI/TDI 가격을 톤당 200달러 인상했으며, BASF는 ASEAN/남아시아향 TDI 가격을 톤당 200달러 인상했다. Dow Inc. 역시 2025년 12월 16일부로 MDI 가격을 톤당 200달러 인상하는 등, 전반적으로 가격 체력이 강화되는 흐름이 확인되고 있다.

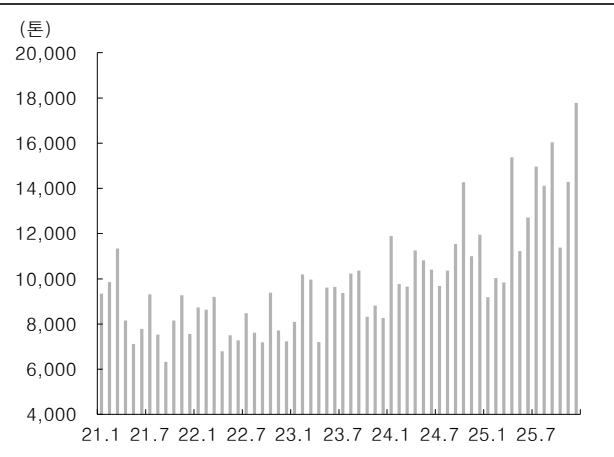
(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,053	1,179	1,095	1,343	1,484
영업이익	121	83	77	106	119
세전이익	153	103	104	121	138
당기순이익	135	81	80	94	108
EPS(원)	3,296	1,969	1,946	2,306	2,632
증가율(%)	55.5	-40.3	-1.2	18.5	14.1
영업이익률(%)	11.5	7.0	7.0	7.9	8.0
순이익률(%)	12.8	6.9	7.3	7.0	7.3
ROE(%)	17.0	9.4	8.9	10.0	10.7
PER	6.5	8.7	9.7	7.8	6.8
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.6	4.3	4.1	2.9	2.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

### 올해 탄소배출권 가격 반등 가능성 확대

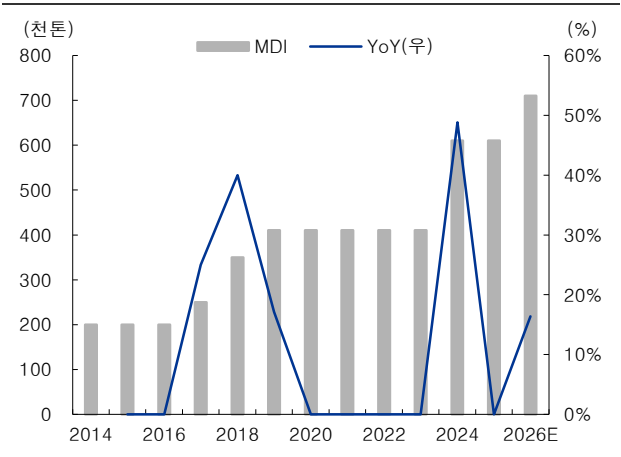
2026년 한국 탄소배출권(KAU) 가격은 톤당 1만원 초반대에서 출발했으나, 4차 계획기간 진입 이후 정책 구조가 변화하면서 과거 대비 하방 경직성이 강화될 가능성이 커졌다. 정부는 배출허용총량을 선형 감축 경로 기반으로 총 25억 3,730만톤으로 설정하는 한편, 시장안정화예비분을 총량 내에 편입했다. 또한 이를 기반으로 K-MSR(한국형 시장안정화제도)을 운영하겠다는 방침을 명확히 했으며, 세부 기준은 2026년 상반기 중 마련될 예정이다. 과거처럼 잉여 물량 누적 시 가격이 장기간 높이는 구조에서 벗어나 시장 상황에 따라 공급을 흡수/방출하는 자동 조절 장치가 작동할 경우, 가격 하단이 두터워질 수 있다. 이러한 제도 변화는 동사의 탄소배출권 판매 확대 및 관련 수익 기여도의 점진적 상향으로 이어질 여지가 충분히 보인다.

그림 1. 국내 MDI 수출 추이



자료: KITA, IBK투자증권

그림 2. 금호미쓰이화학 MDI 생산능력 추이/전망



자료: 금호미쓰이화학, IBK투자증권

표 1. TKG휴켄스 실적 전망

(십억원)	2024				2025				2023	2024	2025E	2026E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	301	281	295	302	259	278	279	278	1,053	1,179	1,095	1,343
영업이익	32	22	20	10	13	22	26	15	121	83	77	106
%	10.5	7.7	6.6	3.4	5.1	7.8	9.3	5.6	11.5	7.0	7.0	7.9

자료: TKG휴켄스, IBK투자증권

TKG휴켄스 (069260)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,053	1,179	1,095	1,343	1,484
증가율(%)	-14.8	12.0	-7.1	22.7	10.5
매출원가	886	1,052	978	1,188	1,311
매출총이익	166	127	117	155	173
매출총이익률(%)	15.8	10.8	10.7	11.5	11.7
판매비	45	44	40	49	54
판매비율(%)	4.3	3.7	3.7	3.6	3.6
영업이익	121	83	77	106	119
증가율(%)	3.5	-31.7	-7.6	38.5	12.2
영업이익률(%)	11.5	7.0	7.0	7.9	8.0
순금융손익	23	18	27	9	11
이자손익	11	9	7	9	11
기타	12	9	20	0	0
기타영업외손익	10	3	-1	6	8
중속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	153	103	104	121	138
법인세	19	23	24	27	30
법인세율	12.4	22.3	23.1	22.3	21.7
계속사업이익	135	81	80	94	108
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	135	81	80	94	108
증가율(%)	55.5	-40.3	-1.2	18.5	14.1
당기순이익률(%)	12.8	6.9	7.3	7.0	7.3
지배주주당기순이익	135	81	80	94	108
기타포괄이익	4	-10	6	0	0
총포괄이익	139	70	85	94	108
EBITDA	146	127	132	154	165
증가율(%)	1.0	-12.8	3.5	17.3	6.9
EBITDA마진율(%)	13.9	10.8	12.1	11.5	11.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,296	1,969	1,946	2,306	2,632
BPS	20,571	21,348	22,495	23,863	25,556
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	6.5	8.7	9.7	7.8	6.8
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.6	4.3	4.1	2.9	2.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-14.8	12.0	-7.1	22.7	10.5
EPS증가율	55.5	-40.3	-1.2	18.5	14.1
수익성지표(%)					
배당수익률	4.7	5.9	5.3	5.6	5.6
ROE	17.0	9.4	8.9	10.0	10.7
ROA	13.2	7.4	7.4	8.4	8.9
ROIC	34.2	19.6	19.3	23.9	27.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	30.0	22.5	16.9	18.6	20.1
순차입금 비율(%)	-25.6	-17.5	-25.0	-29.9	-34.8
이자보상배율(배)	522.2	82.4	176.1	263.7	161.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.2	9.2	9.7	12.0	12.0
재고자산회전율	16.9	20.5	18.6	20.9	20.9
총자산회전율	1.0	1.1	1.0	1.2	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	519	436	506	600	707
현금및현금성자산	54	14	90	147	212
유가증권	185	160	150	166	183
매출채권	137	119	106	117	130
재고자산	58	57	61	68	75
비유동자산	574	633	569	557	547
유형자산	361	351	314	300	288
무형자산	8	9	8	8	8
투자자산	150	223	233	233	234
자산총계	1,093	1,069	1,075	1,157	1,254
유동부채	212	153	131	145	161
매입채무및기타채무	152	98	80	89	98
단기차입금	5	4	5	6	7
유동성장기부채	0	3	0	0	0
비유동부채	40	43	24	36	49
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	15	12	3	13	23
부채총계	252	196	155	182	210
지배주주지분	841	873	920	975	1,045
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	190	190	190	190	190
자본조정등	-51	-51	-51	-51	-51
기타포괄이익누계액	-6	-14	-9	-9	-9
이익잉여금	666	707	748	804	873
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	841	873	920	975	1,045
비이자부채	228	175	146	162	179
총차입금	24	21	9	20	31
순차입금	-215	-153	-230	-292	-364

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	222	80	110	128	136
당기순이익	135	81	80	94	108
비현금성 비용 및 수익	15	51	51	33	27
유형자산감가상각비	24	44	55	48	46
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	89	-43	-18	-9	-10
매출채권등의 감소	18	21	14	-11	-12
재고자산의 감소	7	-1	2	-7	-7
매입채무등의 증가	66	-57	-18	9	9
기타 영업현금흐름	-17	-9	-3	10	11
투자활동 현금흐름	-149	-74	18	-50	-50
유형자산의 증가(CAPEX)	-114	-32	-14	-34	-34
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-50	-60	20	-1	-1
기타	13	18	12	-15	-15
재무활동 현금흐름	-56	-46	-52	-21	-20
차입금의 증가(감소)	0	0	-9	10	10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-56	-46	-43	-31	-30
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	17	-40	76	57	66
기초현금	37	54	14	90	147
기말현금	54	14	90	147	212

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

