

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 02-6915-5671

treestump@ibks.com

[TKG휴켄스]

2배의 EV/EBITDA가 정상화되기 위해 필요한 것

필요한 것은 이익의 증가가 아니라 이익의 질과 자본배분에 대한 신뢰 회복

TKG휴켄스의 향후 12개월 기준 EV/EBITDA는 약 2배 수준으로, 과거 평균 대비 큰 폭의 할인 구간에 머물러 있다. 이를 단순히 절대 저평가로만 해석하기는 어렵다. 현재 밸류에이션에는 다른 범용 화학 업체들처럼 올해 크게 높아진 이익이 중장기적으로 유지되기 어렵다는 시장의 시각이 상당 부분 반영되어 있기 때문이다. 올해 실적 개선은 MNB(모노니트로벤젠, MDI 원재료) 증설 효과에 더해 세계 TDI/MDI(연성/경성 폴리우레탄 원재료) 공급 차질에 따른 DNT(디니트로톨루엔, TDI 원재료) 가동률 상승이 동시에 작용한 결과다. 투자자 입장에서는 MNB의 안정적 물량 증가와 DNT의 일시적 업황 호조를 분리해서 볼 수밖에 없다. 따라서 밸류에이션 정상화를 위해 필요한 것은 추가적인 이익 추정치 향상이 아니라, 현재 높아진 이익의 하방이 과거보다 구조적으로 높아졌다는 확인이다.

그 중심에는 MNB가 있다. DNT가 세계 TDI 수급과 경쟁사의 가동 상황에 따라 이익 변동성이 큰 사업이라면, MNB는 금호미쓰이화학의 MDI 증설과 장기 공급계약을 기반으로 물량 증가의 가시성이 상대적으로 높다. MNB 생산능력은 증설 이후 72만톤까지 확대되었으며, 향후 신규 설비의 가동률 상승이 본격화될수록 DNT 업황 정상화에 따른 감익을 상당 부분 흡수할 수 있을 전망이다. 결국 중요한 것은 2027년 이익이 2026년보다 더 증가하느냐가 아니다. DNT 스프레드가 정상화되는 구간에서도 MNB 증설 효과를 바탕으로 EBITDA가 과거보다 높은 수준에서 유지될 수 있다는 점이 확인된다면 시장은 TKG휴켄스를 단순 사이클 기업이 아닌 이익의 저점이 높아진 기업으로 평가하기 시작할 가능성이 높다. 배수 정상화의 첫 번째 조건은 이익의 고점을 높이는 것이 아니라 이익의 저점을 높였음을 증명하는 데 있다.

두 번째 조건은 자본배분에 대한 신뢰 회복이다. TKG휴켄스는 그동안 높은 현금창출력과 순현금 구조가 밸류에이션의 강점으로 평가되어 왔지만, 보유 현금이 기업가치에 충분히 반영되었다고 보기는 어렵다. 특히 TKG휴켄 인수와 에이프릴바이오 투자 이후 시장의 관심은 현금의 규모보다 향후 현금의 사용처로 이동하고 있다. 본업에서 창출한 현금이 높은 투자자본이익률을 확보할 수 있는 성장투자나 주주환원으로 연결된다면 순현금은 가치 상승 요인이 될 수 있지만, 본업과의 시너지가 제한적인 투자로 반복적으로 투입될 경우 오히려 할인 요인이 될 수 있다. 따라서 향후에는 유지보수 투자, 성장투자, 배당 및 자사주 매입/소각 간의 우선순위와 신규 투자에 대한 최소 요구수익률을 보다 명확하게 제시할 필요가 있다. 현금을 많이 보유한 회사가 아니라, 현금을 높은 가치로 전환할 수 있는 회사라는 시장의 신뢰를 확보하는 것이 리레이팅의 조건 중 하나이다.

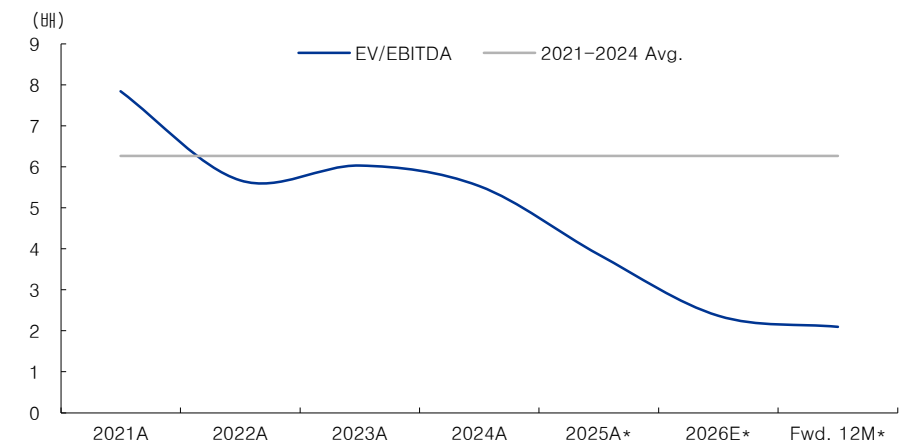
www.ibks.com

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 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

마지막으로 2028년 이후의 성장 경로도 중요하다. MNB 증설 효과가 실적에 대부분 반영되고 DNT 업황이 정상화되는 시점에는 시장의 관심이 자연스럽게 차기 성장동력으로 이동할 수밖에 없다. 이 과정에서 가장 설득력 있는 전략은 전혀 새로운 산업으로의 확장보다 기존 질산/니트로화 기술, 생산설비 및 고객 기반을 활용한 인접 사업 확대다. 반도체/정밀화학용 고순도 소재, TKG엠캠을 활용한 전자재료 사업 확대, 질산 밸류체인 내 고부가 제품 개발, 온실가스 감축을 통한 탄소배출권 가치 현실화 등이 후보가 될 수 있다. 신규 성장사업에서도 기존 사업과의 기술적/영업적 연계성과 높은 자본효율성이 확인된다면 시장은 이를 단순한 사업다각화가 아닌 밸류체인 확장으로 평가할 가능성이 높다.

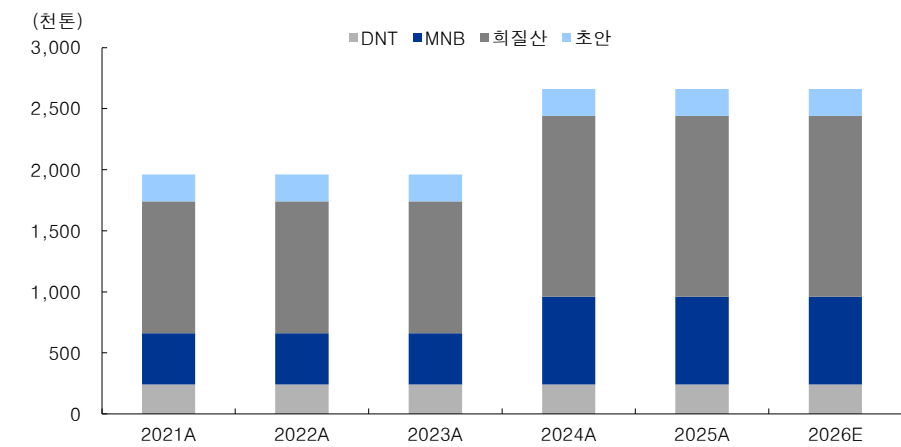
결국 TKG휴켄스의 EV/EBITDA 정상화에는 세 가지 확인이 필요해 보인다. 첫째, MNB 증설을 통해 높아진 이익의 지속성을 증명하는 것, 둘째, 축적된 현금을 높은 투하자본이익률의 투자와 주주환원으로 연결하는 것, 셋째, 기존 사업에서 파생되는 차기 성장경로를 보여주는 것이다. 현재 약 2배 수준의 EV/EBITDA는 단순한 저평가라기보다 시장이 아직 이 세 가지에 확신을 갖지 못하고 있다는 의미에 가깝다. 반대로 이익의 하방과 자본배분에 대한 신뢰가 형성되기 시작한다면 향후 주가 상승의 동력은 EBITDA 자체의 증가보다 적용 배수의 정상화에서 더 크게 나타날 수 있다. TKG휴켄스의 다음 주가 상승 국면을 결정할 핵심은 결국 얼마나 더 별 것인가가 아니라, 지금 벌고 있는 이익이 얼마나 오래 유지되고 그 현금이 얼마나 높은 가치로 재투자되는가에 있다고 판단한다.

그림 1. 2021~2024년 연말 평균 6.27배 vs 현재 기준 2026E 2.37배/Fwd. 12M 2.10배



자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 2. TKG휴켄스 주요 제품 생산능력 추이/전망



자료: TKG휴켄스, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.