

KPX케미칼 (025000)

화학

황규원

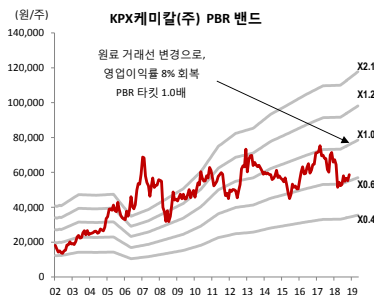


02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY
목표주가	95,000원
현재주가 (7/5)	57,600원
상승여력	65%

시가총액	2,788억원
총발행주식수	4,840,000주
60일 평균 거래대금	2억원
60일 평균 거래량	4,030주
52주 고	70,300원
52주 저	48,950원
외인자분율	28.62%
주요주주	양규모 외 7인 51.05%



Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,888	-5.0	5.7	1,916	-1.4
영업이익	101	17.9	34.2	109	-6.9
세전계속사업이익	134	87.6	13.6	105	28.6
지배순이익	98	86.7	17.0	84	16.1
영업이익률 (%)	5.3	+1.1 %pt	+1.2 %pt	5.7	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	+2.6 %pt	+0.5 %pt	4.4	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

6월부터 S-Oil(주) 효과 본격 시작!

2019년 2분기 예상 영업이익 101억원, 6월부터 이익률 개선 뚜렷할 것

KPX케미칼(025000)은 우레탄(가구 매트리스, 인조가죽, 단열재, 보냉재)의 핵심 원료(PPG, MDI, TDI) 가운데 PPG(폴리프로필렌 글리콜, 액체 상태)를 생산하는 중소형 중간재 화학업체이다. PPG 생산능력은 32만톤(국내 23만톤 + 중국 남경공장 9만톤)으로, 글로벌 수요 600만톤에서 5% 정도를 담당하고 있다. 2018년 9월부터 핵심 원료인 PO 구매처를 변경하면서, 2019년 의미있는 규모의 원료비 절감효과를 기대하고 있다.

2019년 2분기 예상 연결 실적은 '매출액 1,888억원, 영업이익 101억원(영업이익률 5.3%), 지배주주 순이익 98억원' 등이다. 영업이익은 전분기 76억원과 전년동기 86억원을 각각 34%와 17% 증가하는 수치이다. 특히, 전사 예상 영업이익률은 5.3%로, 전분기 4.3%와 전년 평균치 3.1%에서 상승세가 뚜렷할 전망이다. 특히, 6월부터 원료비 절감효과가 본격적으로 나타나고 있기 때문이다. [표1]

① 국내 공장 (PPG 23만톤) 예상 영업이익률이 4.9%(전분기 3.6%, 전년 평균 2.6%) 수준으로 높아질 전망이다. 2018년 9월부터 핵심 원료인 PO(프로필렌 옥사이드) 구입처를 기존 SKC(주)로부터 S-Oil(주)로 바꾸기 시작했는데, 6월부터 효과가 가시화되고 있다. 2019년 5월까지의 KPX케미칼(주)이 보유하고 있던 PO 기존 재고가 많아서, S-Oil(주)로부터 구입한 규모는 월 5,000 ~ 6,000톤에 그쳤다. PO 월간 필요량 1.2만톤에 절반을 밑돌았다. 그런데, 2018년 미리 확보했던 고가 PO 재고 소진이 끝나면서, 6월부터 S-Oil(주)로부터 매월 구매량을 1만톤으로 확대하기 시작했다. 6월부터 영업이익률이 7 ~ 8% 수준으로 높아진 것으로 보인다.

② 중국 남경공장 생산능력이 8만톤에서 9만톤으로 증가했다. 2019년 5월 증설이 완료되었으며, 설비 테스트를 거쳐 6월부터 판매가 시작된 것으로 보인다. 게다가, 중국 정부의 환경규제 완화로 중국 내수 PO 가격이 안정되면서 영업이익률은 6.8%(전분기 6.8%, 전년 평균 4.6%)로 견조한 흐름이 예상된다. 중국 PO 가격은 2018년 4분기 1,703\$, 2019년 1분기 1,535\$, 2분기 1,478\$ 등이었다.

하반기 S-Oil(주)로부터 저가 PO 구입 효과 풀 반영...

2019년 하반기 실적 개선 효과가 뚜렷할 전망이다. PO 구매처를 S-Oil(주)로 바꾼 효과와 중국 남경공장 소규모 증설 효과가 동시에 진행되기 때문이다. 현재 PBR 0.6배로, 목표주가 9.5만원까지 잃을게 없다!

① 2019년 실적 예상치는 '매출액 7,641억원, 영업이익 437억원(전년 239억원 대비 83% 증가), 순이익 428억원' 등이다. 영업이익 흐름은 상반기 177억원(e) → 하반기 260억원(e)으로 증가속도가 빠를 것이다.

② 원료비 절감에 따른 실적 개선은 배당 증액으로 이어질 전망이다. 주당 배당액은 전년 2,000원(중간 500원, 기말 1,500원), 2019년 2,250원(중간 500원, 기말 1,750원), 2020년 2,500원 등이 예상된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	7,037	7,667	7,641	7,091
영업이익	300	239	437	507
지배순이익	265	111	428	519
PER	12.2	27.6	6.5	5.4
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.5	7.1	2.1	1.1
ROE	6.2	2.5	9.4	10.4

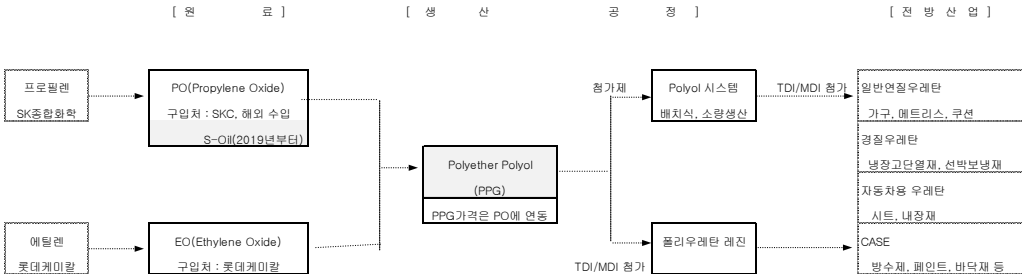
자료: 유안타증권

표 1. KPX 케미칼주의 실적 추정치 : 2019 년 1 분기 영업이익 76 억원 → 2 분기 예상 101 억원(e) → 3 분기 예상 135 억원(e)

		2018				2019				연간실적						
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
생산 Capa	PPG(국내) (만톤)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	19.7	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
	PPG(중국) (만톤)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	7.0	7.3	8.0	8.0	8.0	8.8	9.0
	가동률 (%)	93%	104%	94%	98%	98%	98%	99%	100%	96%	102%	93%	94%	97%	97%	97%
주요제품 및 원료가격																
PPG(제품, 수출가격)	\$/MT	1,906	1,975	1,891	1,875	1,718	1,672	1,759	1,815	2,282	1,861	1,627	1,739	1,912	1,741	1,825
프로필렌(원료기준 가격)	\$/MT	953	1,035	1,064	1,078	923	886	878	1,035	1,281	784	720	881	1,033	931	1,020
PO(원료, 프로필렌+알파)	\$/MT	1,653	1,735	1,764	1,692	1,537	1,457	1,449	1,606	1,981	1,484	1,420	1,581	1,711	1,513	1,591
※ 알파 추정치 : 550 ~ 700\$																
스프레드(PPG-PO)		[9월부터 S-Oil㈜ PO 단계적 도입]				[8월부터 S-Oil㈜ PO를량 완전도입]										
스프레드(PPG-0.8+PO도입가)	\$/MT	583	587	480	521	488	506	599	530	697	674	491	474	543	531	552
매출액	억원	1,850	1,987	1,796	2,034	1,786	1,888	1,971	1,996	8,267	7,440	6,474	7,037	7,667	7,641	7,091
본사 매출액	억원	1,366	1,458	1,352	1,598	1,418	1,440	1,507	1,521	6,920	6,077	5,039	5,336	5,774	5,886	5,199
중국 남경공장 매출액	억원	484	529	444	436	368	448	464	475	1,348	1,362	1,434	1,701	1,893	1,755	1,892
영업이익	억원	43	86	27	82	76	101	135	125	459	488	443	300	239	437	507
본사 영업이익	억원	13	65	15	58	51	71	114	98	338	327	317	221	151	333	399
중국 남경공장 영업이익	억원	30	21	12	24	25	30	21	27	121	162	108	80	88	104	108
영업이익률	%	2.3%	4.3%	1.5%	4.1%	4.3%	5.3%	6.8%	6.3%	5.6%	6.6%	6.8%	4.3%	3.1%	5.7%	7.1%
본사 영업이익률	%	1.0%	4.5%	1.1%	3.6%	3.6%	4.9%	7.5%	6.4%	4.9%	5.4%	6.3%	4.1%	2.6%	5.7%	7.7%
중국 영업이익률	%	6.2%	4.0%	2.7%	5.6%	6.8%	6.8%	4.6%	5.7%	9.0%	11.9%	7.5%	4.7%	4.6%	5.9%	5.7%
지배주주 순이익	억원	49	52	25	-16	83	98	124	123	399	337	328	265	111	428	519
주당 순이익	원/주															
주당 순자산	원/주															
주당 EBITDA	원/주															
주당 배당액	원/주	500				500				1,750						
ROE																

자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. KPX 케미칼주 원유구입-생산-판매 흐름



자료 : 유안타증권 리서치센터

표 2. Sum-of-the-parts로 계산된 KPX 케미칼주 적정 주가 : S-Oil주로부터 원료 구입효과 반영한 목표주가 9.5만원

구 분	기준일 (2019년 7월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	3,240억	사업 부문	영업이익 (2018~2020년 평균)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
		▶화학부문	405	144	568	5.7x	3,240
(+) 투자자산가치	712억원	투자자산 구성	지분율	순자산(2018년말)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고
		금융자산 외	100%	890	0.8x	712	펀드 등
		합 계		890	0.8x	712	
		(+) 순현금 491억원					
	총지입금 292억원						
	현금성자산 890억원	현금성 자산 393억원 + 단기 금융상품 497억원					
보통주 주주가치(A)		4,550억원					
발행주식수(B)		4,755,221 주					
보통주 1주당 가치		총발행주식수 4,840,000주 - 자사주 신락 84,779주					
		95,000원/주					

자료 : 유안타증권 리서치센터

KPX 케미칼 (025000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	7,037	7,667	7,641	7,091	6,646
매출원가	6,254	6,967	6,716	6,133	5,732
매출총이익	783	700	925	958	914
판매비	483	461	488	451	423
영업이익	300	239	437	507	491
EBITDA	454	397	599	669	653
영업외손익	54	-81	147	142	166
외환관련손익	-30	15	-2	0	0
이자손익	22	48	133	150	172
관계기업관련손익	0	0	21	-8	-7
기타	63	-144	-5	0	0
법인세비용차감전순이익	354	157	584	649	657
법인세비용	83	37	141	158	160
계속사업순이익	271	120	442	491	497
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	120	442	491	497
지배지분순이익	265	111	428	519	525
포괄손익	279	108	509	558	564
지배지분포괄이익	278	99	480	576	582

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,641	3,193	4,152	4,613	4,759
현금및현금성자산	383	99	1,439	1,986	2,260
매출채권 및 기타채권	1,142	1,216	1,276	1,242	1,176
재고자산	911	885	923	870	809
비유동자산	1,840	2,159	1,899	1,943	1,990
유형자산	1,355	1,495	1,599	1,655	1,712
관계기업 등 지분관련자산	0	0	21	13	6
기타투자자산	380	546	174	174	174
자산총계	5,481	5,353	6,051	6,556	6,749
유동부채	996	817	1,086	1,109	1,042
매입채무 및 기타채무	715	592	794	819	806
단기차입금	242	220	270	258	247
유동성장기부채	0	0	0	8	-33
장기차입금	57	99	121	112	154
장기차입금	0	20	20	12	54
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,053	916	1,207	1,222	1,197
지배지분	4,346	4,350	4,748	5,229	5,442
자본금	242	242	242	242	242
자본잉여금	270	270	270	270	270
이익잉여금	3,823	3,872	4,205	4,617	4,761
비지배지분	82	87	96	106	110
자본총계	4,428	4,437	4,844	5,335	5,552
순차입금	-1,300	-329	-1,613	-2,171	-2,457
총차입금	242	239	294	283	271

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	393	214	785	939	949
당기순이익	271	120	442	491	497
감가상각비	151	155	158	158	158
외환손익	8	-1	7	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-21	8	7
자산부채의 증감	23	-170	88	164	165
기타현금흐름	-60	110	111	118	122
투자활동 현금흐름	-412	-395	-402	-424	-420
투자자산	-285	-165	103	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-235	-329	-261	-215	-215
유형자산 감소	12	0	0	0	0
기타현금흐름	96	99	-244	-210	-205
재무활동 현금흐름	-218	-103	-56	-127	-139
단기차입금	-67	-23	49	-11	-11
사채 및 장기차입금	0	20	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-100	-100	-100	-112	-124
기타현금흐름	-51	0	-5	-4	-4
연결범위변동 등 기타	-4	0	1,013	160	-116
현금의 증감	-240	-284	1,340	547	274
기초 현금	623	383	99	1,439	1,986
기말 현금	383	99	1,439	1,986	2,260
NOPLAT	300	239	437	507	491
FCF	172	-159	321	495	484

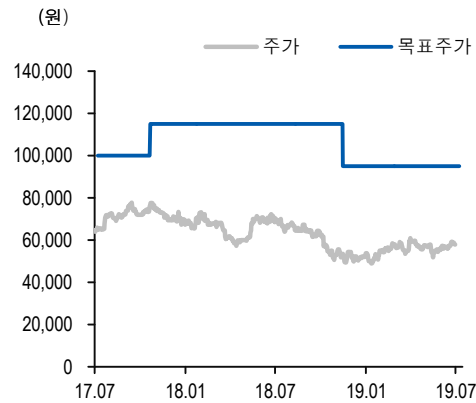
자료: 유안타증권

- 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

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,475	2,284	8,849	10,725	10,856
BPS	91,390	91,476	99,841	109,960	114,437
EBITDAPS	9,379	8,198	12,384	13,831	13,482
SPS	145,388	158,405	157,879	146,509	137,304
DPS	2,000	2,000	2,250	2,500	2,500
PER	12.2	27.6	6.5	5.4	5.3
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.5	7.1	2.1	1.1	0.7
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	8.7	9.0	-0.3	-7.2	-6.3
영업이익 증가율 (%)	-32.3	-20.4	83.3	15.9	-3.1
지배지분이익 증가율 (%)	-19.3	-58.3	287.4	21.2	1.2
매출총이익률 (%)	11.1	9.1	12.1	13.5	13.7
영업이익률 (%)	4.3	3.1	5.7	7.1	7.4
자본순이익률 (%)	3.8	1.4	5.6	7.3	7.9
EBITDA 마진 (%)	6.5	5.2	7.8	9.4	9.8
ROIC	8.3	5.7	9.9	12.5	12.3
ROA	4.9	2.0	7.5	8.2	7.9
ROE	6.2	2.5	9.4	10.4	9.8
부채비율 (%)	23.8	20.7	24.9	22.9	21.6
순차입금/자기자본 (%)	-29.9	-7.6	-34.0	-41.5	-45.2
영업이익/금융비용 (배)	25.4	20.7	45.2	55.1	53.4

KPX케미칼 (025000) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-07-05	BUY	95,000	1년		
2018-11-19	BUY	95,000	1년		
2018-10-25	1년 경과 이후		1년	-53.78	-51.65
2017-10-25	BUY	115,000	1년	-42.69	-32.43
2017-03-27	BUY	100,000	1년	-32.02	-22.20

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	87.4
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-03

※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.