KPX케미칼 (025000)

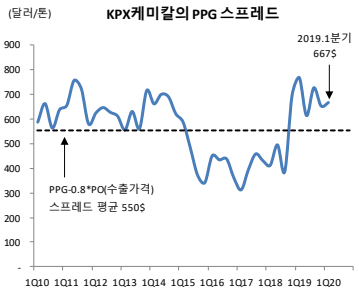
화학

코로나19에도 실적 충격 크지 않아...

황규원
02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	95,000원 (M)
현재주가 (5/26)	50,400원
상승여력	88%

시가총액	2,439억원
총발행주식수	4,840,000주
60일 평균 거래대금	2억원
60일 평균 거래량	3,896주
52주 고	59,300원
52주 저	36,450원
외인지분율	27.74%
주요주주	양규모 외 7 인 51.06%



KPX케미칼㈜, 우레탄 원료인 PPG 생산업체

KPX케미칼(025000)은 우레탄(가구 매트리스, 인조가죽, 단열재, 보냉재 등에 사용되는 화학소재)의 3대 핵심 원료(PPG, MDI, TDI) 중에 PPG(폴리프로필렌 글리콜, 액체 상태)를 전문으로 생산하는 소형 화학업체로, 국내 생산능력 23만톤과 중국 9만톤 등이다. 2019년부터 핵심 원료인 PO 구매처를 기존 SKC㈜에서 저가의 S-Oil㈜ 바꾸기 시작했으며, 2020년에도 원료비 절감에 따른 실적 개선이 예상된다.

2020년 1분기, 원가 절감으로 견조한 실적 유지

2020년 1분기 실적은 '매출액 1,779억원, 영업이익 124억원, 지배주주 순이익 111억원'을 기록했다. 영업이익 규모는 전분기 145억원에 비해서는 14% 감소했으며, 전년동기 76억원 대비 63% 증가했다.
사업부문별 실적을 살펴보면, 본사 97억원(전분기 108억원), 중국 27억원(전분기 37억원) 등 이었다. 코로나19로 중국 공장 가동률은 낮아졌지만, 국내 설비 가동률은 98%를 유지했다. 원료인 PO 도입 가격이 안정화되며, 영업이익률은 국내 6.8%(전분기 6.8%)와 중국 8.5%(전분기 8.2%)를 유지했다.

2020년 2분기 실적 조정 후 하반기 회복 진행되...

코로나19 영향으로 2020년 2분기 실적 둔화가 예상되지만, 3분기부터 다시 회복 국면에 접어들 가능성이 높다. 분기 영업이익 예상치는 '1분기 124억원(전년동기 76억원), 2분기 102억원(전년동기 121억원, e), 3분기 126억원(전년동기 143억원, e), 4분기 133억원(전년동기 145억원, e)' 등이다.

① 핵심 원료인 PO 구입처 변경 효과로, 영업이익률은 기존 2 ~ 3%에서 7 ~ 8%로 높아졌다. 기존에는 SKC㈜로부터 '프로필렌 가격 + 700$' 정도로 구입해왔지만, 2019년부터 S-Oil㈜로 거래선을 다변화했다. S-Oil㈜ 부터 구입하는 PO 가격은 SKC㈜ 보다 톤당 △150$ 정도 싸게 구입하고 있다. [그림1]

② 다만, 2020년 2분기에는 코로나19에 따른 수출 물량이 10 ~ 15% 감소할 것으로 보인다. 미국, 인도 Lock-Down으로 인해 PPG 판매물량에 타격을 받고 있기 때문이다. 2분기 국내 PPG 평균 설비 가동률은 80 ~ 85%로, 1분기 98% 보다 크게 낮춰 운행 중이다. 다행히, 6월부터 미국, 인도 경제 재가동으로 KPX케미칼㈜의 PPG 구매가 재개되면서, 3분기에 판매량 회복을 기대할 수 있다.

③ 2020년 예상 가능한 배당 규모는 2,500원(전년 2,500원/주 = 중간배당 500원 + 기말배당 2,000원)이다. 코로나19 에도 불구하고, 안정적인 실적 흐름이 예상될 뿐만 아니라, 설비투자가 없어 배당 재원은 충분히 넉넉하다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,616	-16.6	-9.2	1,700	-4.9
영업이익	102	-16.3	-18.0	90	13.0
세전계속사업이익	121	-11.9	-18.4		
지배순이익	87	-2.0	-21.3	74	18.0
영업이익률 (%)	6.3	0	-0.7 %pt	5.3	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	+0.8 %pt	-0.8 %pt	4.4	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	7,667	7,657	6,802	6,792
영업이익	239	484	484	504
지배순이익	111	408	424	432
PER	27.6	6.6	5.8	5.6
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.8	3.3	2.0	1.8
ROE	2.5	9.0	8.8	8.5

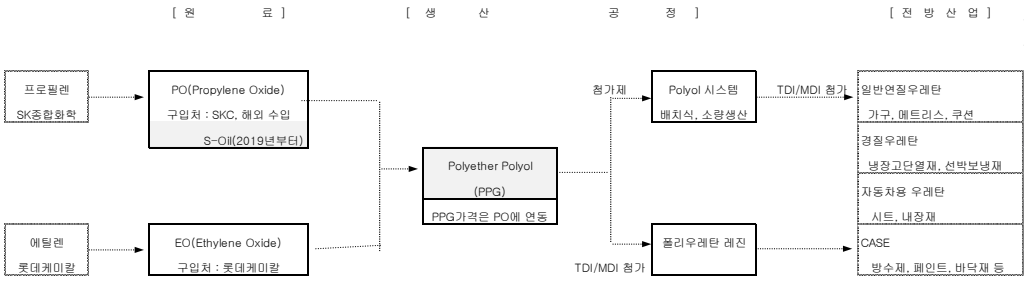
자료: 유안타증권

표 1. KPX 케미칼㈜의 실적 추정치 : 2018 년 영업이익 239 억원 → **2019 년 484 억원 → 2020 년 예상 484 억원(e) → 2021 년 예상 504 억원(e)**

		2019				2020				연간실적						
		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
생산 Capa																
PPG(국내)	(만톤)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	34.9
PPG(중국)	(만톤)	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	7.3	8.0	8.0	8.0	8.3	9.0	9.0
가동률	(%)	97%	90%	100%	98%	98%	85%	95%	100%	102%	93%	94%	97%	97%	95%	95%
주요제품 및 원료가격																
PPG(제품, 수출가격)	$/MT	1,718	1,672	1,603	1,528	1,521	1,550	1,510	1,430	1,861	1,627	1,739	1,912	1,630	1,503	1,533
프로필렌(원료기준 가격)	$/MT	905	872	913	838	792	630	820	710	784	720	881	1,033	882	738	770
PO(원료, 프로필렌+알파)	$/MT	1,519	1,503	1,464	1,447	1,386	1,282	1,296	1,336	1,484	1,420	1,581	1,711	1,483	1,325	1,305
※ 알파 추정치 : 550 ~ 700$																
스프레드(PPG-PO)		[6월부터 S-Oil㈜ PO물량 완전도입]														
스프레드(PPG-0.8*PO도입가)	$/MT	425	461	449	388	429	541	490	378	330	344	335	342	431	460	477
매출액	**억원**	**1,786**	**1,938**	**1,900**	**2,032**	**1,779**	**1,616**	**1,721**	**1,686**	**7,440**	**6,474**	**7,037**	**7,667**	**7,657**	**6,802**	**6,792**
본사 매출액	억원	1,418	1,531	1,535	1,581	1,418	1,239	1,335	1,264	6,077	5,039	5,396	5,774	6,066	5,255	5,259
중국 남경공장 매출액	억원	368	407	365	451	317	377	387	422	1,362	1,434	1,701	1,893	1,591	1,503	1,533
영업이익	**억원**	**76**	**121**	**143**	**145**	**124**	**102**	**126**	**133**	**488**	**443**	**300**	**239**	**485**	**484**	**504**
본사 영업이익	억원	51	88	112	108	97	65	94	95	327	317	221	151	359	351	254
중국 남경공장 영업이익	억원	25	33	31	37	27	37	32	37	162	108	80	88	126	134	139
영업이익률	**%**	**4.3%**	**6.2%**	**7.5%**	**7.1%**	**7.0%**	**6.3%**	**7.3%**	**7.9%**	**6.6%**	**6.8%**	**4.3%**	**3.1%**	**6.3%**	**7.1%**	**7.4%**
본사 영업이익	%	3.6%	5.7%	7.3%	6.8%	6.8%	5.2%	7.0%	7.5%	5.4%	6.3%	4.1%	2.6%	5.9%	6.7%	4.8%
중국 영업이익	%	6.8%	8.1%	8.5%	8.2%	8.5%	9.8%	8.4%	8.9%	11.9%	7.5%	4.7%	4.6%	7.9%	8.9%	9.1%
지배주주 순이익	**억원**	**83**	**89**	**119**	**116**	**111**	**87**	**109**	**116**	**337**	**328**	**265**	**111**	**408**	**424**	**432**
주당 순이익	원/주									6,968	6,782	5,475	2,284	1,603	8,756	8,925
주당 순자산	원/주									82,337	87,108	91,390	91,476	98,085	104,749	107,752
주당 EBITDA	원/주									13,468	12,336	9,379	8,198	13,319	13,234	13,619
주당 배당액	원/주		500		2,000		500		2,000	1,750	1,750	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
ROE										**8.5%**	**7.8%**	**6.0%**	**2.5%**	**1.6%**	**8.4%**	**8.3%**

자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. KPX 케미칼㈜ 원유구입-생산-판매 흐름



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. Sum-of-the-parts 로 계산된 KPX 케미칼㈜ 적정 주가 : 목표주가 9.5 만원

구 분	기준일 (2020년 5월)	주요 내역				
(+) 영업자산가치	3,240억원	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(2019년)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고
		금융자산 외	100%	890	0.8x	712	펀드 등
		합 계		890	0.8x	712	
(+) 순현금	491억원						
총차입금	292억원						
현금성자산	890억원	현금성 자산 393억원 + 단기 금융상품 497억원					
보통주 주주가치(A)	**4,443억원**						
발행주식수(B)	4,755,221주	총발행주식수 4,840,000주 - 자사주 신탁 84,779주					
보통주 1주당 가치	**95,000원/주**						

자료: 유안타증권 리서치센터

KPX 케미칼 (025000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**7,667**	**7,657**	**6,802**	**6,792**	**6,476**
매출원가	6,967	6,654	5,883	5,855	5,583
매출총이익	700	1,003	919	937	894
판관비	461	519	434	434	413
영업이익	**239**	**484**	**484**	**504**	**480**
EBITDA	397	645	641	659	635
영업외손익	-81	71	92	88	134
외환관련손익	15	13	23	5	4
이자손익	48	50	80	93	128
관계기업관련손익	0	0	-10	-10	1
기타	-144	9	0	0	0
법인세비용차감전순손익	157	556	577	592	614
법인세비용	37	134	141	145	148
계속사업순손익	120	422	436	447	465
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	422	436	447	465
지배지분순이익	**111**	**408**	**424**	**432**	**450**
포괄순이익	108	425	454	513	579
지배지분포괄이익	99	409	446	501	566

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

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**214**	**655**	**963**	**636**	**774**
당기순이익	120	422	436	447	465
감가상각비	155	157	154	154	153
외환손익	-1	2	-23	-5	-4
종속,관계기업관련손익	0	0	10	10	-1
자산부채의 증감	-170	-32	354	-3	127
기타현금흐름	110	106	32	34	34
투자활동 현금흐름	**-395**	**-426**	**-437**	**-440**	**-227**
투자자산	-165	-203	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-329	-234	-215	-215	0
유형자산 감소	0	3	0	0	0
기타현금흐름	99	8	-223	-225	-227
재무활동 현금흐름	**-103**	**-295**	**-165**	**-87**	**-142**
단기차입금	-23	-165	-33	3	-10
사채 및 장기차입금	20	-20	0	42	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-100	-101	-124	-124	-124
기타현금흐름	0	-9	-8	-7	-7
연결범위변동 등 기타	0	4	311	4	255
현금의 증감	**-284**	**-61**	**672**	**113**	**661**
기초 현금	383	99	38	709	822
기말 현금	99	38	709	822	1,483
NOPLAT	**239**	**484**	**484**	**504**	**480**
FCF	**-159**	**262**	**661**	**318**	**646**

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**3,193**	**2,747**	**3,122**	**3,315**	**3,851**
현금및현금성자산	99	38	709	822	1,483
매출채권 및 기타채권	1,216	1,184	1,008	1,063	989
재고자산	885	775	647	671	620
비유동자산	2,159	2,632	2,680	2,729	2,575
유형자산	1,495	1,543	1,604	1,665	1,512
관계기업등 지분관련자산	0	0	-10	-20	-19
기타투자자산	546	1,001	1,001	1,001	1,001
자산총계	**5,353**	**5,379**	**5,802**	**6,044**	**6,426**
유동부채	817	496	604	658	645
매입채무 및 기타채무	592	358	390	442	418
단기차입금	220	56	123	126	116
유동성장기부채	0	0	8	8	28
비유동부채	99	122	113	155	135
장기차입금	20	0	-8	33	13
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**916**	**618**	**717**	**813**	**780**
지배지분	4,350	4,664	4,981	5,124	5,531
자본금	242	242	242	242	242
자본잉여금	270	270	270	270	270
이익잉여금	3,872	4,179	4,484	4,582	4,913
비지배지분	87	96	104	107	116
자본총계	**4,437**	**4,761**	**5,085**	**5,231**	**5,646**
순차입금	**-825**	**-679**	**-1,284**	**-1,352**	**-2,023**
총차입금	239	75	142	187	177

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,284	8,420	8,756	8,925	9,290
BPS	91,476	98,085	104,749	107,752	116,306
EBITDAPS	8,198	13,319	13,234	13,619	13,125
SPS	158,405	158,205	140,536	140,339	133,806
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
PER	**27.6**	**6.6**	**5.8**	**5.6**	**5.4**
PBR	**0.7**	**0.6**	**0.5**	**0.5**	**0.4**
EV/EBITDA	**5.8**	**3.3**	**2.0**	**1.8**	**0.8**
PSR	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**0.4**

재무비율

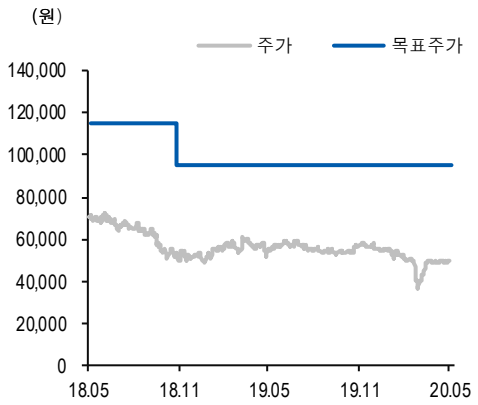
(단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**9.0**	**-0.1**	**-11.2**	**-0.1**	**-4.7**
영업이익 증가율 (%)	**-20.4**	**103.1**	**0.0**	**4.0**	**-4.6**
지배순이익 증가율 (%)	**-58.3**	**268.6**	**4.0**	**1.9**	**4.1**
매출총이익률 (%)	9.1	13.1	13.5	13.8	13.8
영업이익률 (%)	**3.1**	**6.3**	**7.1**	**7.4**	**7.4**
지배순이익률 (%)	1.4	5.3	6.2	6.4	6.9
EBITDA 마진 (%)	5.2	8.4	9.4	9.7	9.8
ROIC	6.2	11.7	12.1	12.9	12.7
ROA	2.0	7.6	7.6	7.3	7.2
ROE	**2.5**	**9.0**	**8.8**	**8.5**	**8.4**
부채비율 (%)	20.7	13.0	14.1	15.5	13.8
순차입금/자기자본 (%)	-19.0	-14.6	-25.8	-26.4	-36.6
영업이익/금융비용 (배)	20.7	58.4	78.6	81.8	78.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

KPX 케미칼 (025000) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-05-26	BUY	95,000	1년		
2019-10-25	1년 경과 이후		1년	-45.56	-38.63
2018-11-19	BUY	95,000	1년	-43.35	-35.89
2018-10-25	1년 경과 이후		1년		
2017-10-25	BUY	115,000	1년	-41.97	-32.43

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.1
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-24

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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.