

KPX케미칼 (025000)

화학

황규원

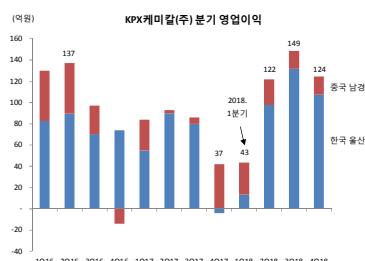


02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	BUY
목표주가	115,000원
현재주가 (5/15)	61,500원
상승여력	87%

시가총액	2,977억원
총발행주식수	4,840,000주
60일 평균 거래대금	3억원
60일 평균 거래량	4,593주
52주 고	77,800원
52주 저	57,300원
외인지분율	30.84%
주요주주	양규모 외 6 인 51.05%



S-Oil(주) 증설 수혜 임박하다!

2018년 1분기 영업이익 43억원으로, 바닥권 통과

KPX케미칼(025000)은 우레탄(가구 매트리스, 인조가죽, 단열재, 보냉재)의 핵심 원료(PPG, MDI, TDI) 중에 PPG(폴리프로필렌 글리콜, 액체 상태)를 생산하는 국내 1위 업체이다.

KPX케미칼(주)의 2018년 1분기 실적(5월 15일 금감원 공시)은 '매출액 1,850억원, 영업이익 43억원(영업이익률 2.3%), 지배주주 순이익 50억원' 등이다. 전분기 일회성 비용(성과급 20억원) 소멸로, 영업이익은 전분기 38억원에서 소폭 개선되었지만, 전년 동기 84억원에 비해서 49% 줄어드는 부진한 실적이다. 1분기 원료가격 상승분을 제품가격에 전가하는데 시차(time lag)이 발생되었기 때문이다. [표1]

국내 사업장이 부진했던 반면, 중국 남경 공장은 견조한 실적을 보였다.

- ① 국내 공장(PPG 23만톤)은 '매출액 1,367억원과 영업이익 13억원(영업이익률 1.0%)'을 기록했다. 2017년 하반기부터 적자 제품에 대한 판매를 줄이면서, 국내 PPG설비 가동률은 90% 초반을 유지했다. SKC(주)로부터 구입하고 있는 PO(프로필렌 옥사이드) 구입가격은 1톤당 100\$ 정도 인상된 반면, PPG 수출가격은 60\$ 정도 밖에 오르지 못했다.
- ② 중국 남경공장(PPG 8만톤)은 '매출액 483억원, 영업이익 30억원(영업이익률 6.2%)'로 안정적인 실적을 기록했다. 2월부터 중국 정부의 환경규제가 완화되면서 중국내 PO 가격이 안정화 되었기 때문이다.

2018년 2분기 실적 턴 어라운드, 3분기 S-Oil(주) 효과 시작...

2016년 3분기부터 시작된 감익 국면이 2018년 1분기를 기점으로 끝나고 있다. 3분기부터 핵심원료인 PO 거래처를 S-Oil(주)로 바꾸면서 2019년 사상최대 실적을 예상할 수 있다. 목표주가 11.5만원을 유지한다.

- ① 2018년 실적 예상치는 '매출액 8,018억원, 영업이익 438억원, 순이익 340억원' 등이다. 영업이익은 전년 300억원 비해 46% 개선되는 수치이다. 분기별 흐름은 '1분기 43억원, 2분기 122억원(e), 3분기 149억원(e), 4분기 124억원(e)' 등이다. 게다가, 2019년 예상 영업이익은 635억원으로 사상최대를 기대할 수 있다.
- ② 2분기에는 제품 판매가격 인상 효과가 기대된다. 4월에 국내 IT 수요업체에 대해 내수가격을 톤당 200\$ 인상하는데 성공했다. 이로 인해, 영업이익률이 전분기 2%에서 5~6%대로 높아졌다.
- ③ 8월부터 S-Oil(주)에서 핵심원료인 PO 12만톤을 공급받게 된다. KPX케미칼(주)의 PO 연간 필요량은 18만 톤으로, 기존에는 SKC(주)에서 6만톤, 해외 수입 12만톤(Dow Chemical(주), Asahi Kasei(주))에 의존했다. 3분기 중반부터 S-Oil(주) 12만톤, SKC(주) 3.6만톤, 수입 2만톤 등으로 구매선이 바뀐다. 거래선 변경으로 연간 200~300억원의 PO 원료비 절감효과를 기대할 수 있다. 영업이익률이 5% 수준에서 8%로 높아진다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,850	8.1	9.4	1,799	2.8
영업이익	43	-48.5	16.4	75	-42.1
세전계속사업이익	68	-13.8	3.8	74	-7.9
지배순이익	50	-16.5	-6.8	53	-5.7
영업이익률 (%)	2.3	-2.6 %pt	+0.1 %pt	4.2	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	2.7	-0.8 %pt	-0.5 %pt	2.9	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	6,474	7,037	8,018	8,590
영업이익	443	300	438	635
지배순이익	328	265	340	473
PER	8.0	12.2	8.8	6.3
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	2.5	4.5	3.4	2.3
ROE	8.0	6.2	7.6	10.0

자료: 유안타증권

표 1. KPX 케미칼(주)의 실적 추정치 : 2017년 4분기 영업이익 38억원 → 2018년 1분기 영업이익 43억원 → 2분기 예상 영업이익 122억원(e)

	2017				2018				연간실적						
	1Q17	2017	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
생산 Capa															
PPG(국내) (만tn)	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	
PPG(중국) (만tn)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	7.0	7.3	8.0	8.0	8.0	9.0	
가동률 (%)	92%	91%	96%	98%	93%	94%	99%	100%	96%	102%	93%	94%	97%	97%	
주요제품 및 원료가격															
PPG(제품, 수출가격)	\$/MT	1,632	1,730	1,744	1,851	1,906	1,926	1,967	1,972	2,282	1,861	1,627	1,739	1,943	2,000
PO(원료, 수입가격)	\$/MT	1,305	1,322	1,243	1,284	1,406	1,585	1,557	1,450	1,788	1,430	1,187	1,288	1,500	1,545
PO(원료, 수출가격)	\$/MT	1,648	1,667	1,606	1,774	1,868	1,930	1,920	1,940	2,016	1,767	1,507	1,674	1,914	1,960
스프레드(PPG-PO)															
스프레드(PPG-가중치 PO)	\$/MT	506	590	662	706	670	575	660	773	797	636	601	616	670	731
매출액	억 원	1,712	1,712	1,923	1,691	1,850	1,892	2,105	2,171	8,267	7,440	6,474	7,037	8,018	8,590
본사 매출액	억 원	1,297	1,320	1,508	1,211	1,367	1,456	1,637	1,660	6,920	6,077	5,039	5,336	6,120	6,636
중국 남경공장 매출액	억 원	415	392	415	479	483	436	468	510	1,348	1,362	1,434	1,701	1,898	1,954
영업이익	억 원	84	92	86	37	43	122	149	124	459	488	443	300	438	635
본사 영업이익	억 원	55	90	80	4	13	98	132	107	338	327	317	221	350	539
중국 남경공장 영업이익	억 원	29	3	6	42	30	24	17	17	121	162	108	80	88	96
영업이익률	%	4.9%	5.4%	4.5%	2.2%	2.3%	6.4%	7.1%	5.7%	5.6%	6.6%	6.8%	4.3%	5.5%	7.4%
본사 영업이익률	%	4.2%	6.8%	5.3%	-0.3%	1.0%	6.7%	8.0%	6.5%	4.9%	5.4%	6.3%	4.1%	5.7%	8.1%
중국 영업이익률	%	7.0%	0.8%	1.4%	8.8%	6.2%	5.5%	3.6%	3.4%	9.0%	11.9%	7.5%	4.7%	4.6%	4.9%
지배주주 순이익	억 원	60	85	67	54	50	90	108	92	399	337	328	265	340	473
주당 순이익	원/주									8,243	6,968	6,782	5,475	7,028	9,776
주당 순자산	원/주									77,767	82,337	87,108	91,390	95,780	102,467
주당 EBITDA	원/주									11,642	13,468	12,336	9,379	12,530	16,562
주당 배당액	원/주	500		1,500		500		1,500		1,750	1,750	2,000	2,000	2,500	
ROE										10.6%	8.5%	7.8%	6.0%	7.3%	9.5%
PER	평균									7.6	7.9	8.2	12.4	8.7	6.2
	최고									8.5	9.1	10.0	14.3		
	최저									6.7	6.7	6.4	10.4		
PBR	평균									0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
	최고									0.9	0.8	0.8	0.9		
	최저									0.7	0.6	0.5	0.6		
EV/EBITDA	평균									5.4	4.1	4.5	7.2	4.9	3.7
	최고									6.0	4.7	5.5	8.4		
	최저									4.8	3.5	3.5	6.1		

자료 : 유인티증권 리서치센터

표 2. Sum-of-the-parts로 계산된 KPX 케미칼(주) 적정 주가: S-OII(주) 거래를 가정할 경우 11.5만원

구 분	기준일 (2018년 5월)	주요 내역				
(+) 영업자산기지	3,878억	사업 부문	영업이익 (2018~2019년 평균)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)
		▶ 화학부문	536	144	680	5.7x
(+) 투자자산기지	1,030억원	투자자산 구성	지분율	순자산(2018년)	PBR(배)	적정기자(억원)
		투자자산	100%	1,287	0.8x	1,030
		합 계		1,287	0.8x	1,030
(+) 순현금	491억원					
		총자산금 현금성자산	286억원 779억원	단기자금 286억원 현금성 자산 679억원 + 단기 금융상품 128억원		
보통주 주주기자(A)	5,399억원					
		발행주식수(B)	4,755,221주	총발행주식수 4,840,000주 - 자주주 신탁 84,779주		
보통주 1주당 가치	115,000원/주					

자료: 유인티증권 리서치센터

KPX 케미칼 (025000) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,474	7,037	8,018	8,590	7,924
매출원가	5,584	6,254	7,064	7,404	6,860
매출총이익	889	783	954	1,187	1,064
판관비	446	483	516	552	509
영업이익	443	300	438	635	555
EBITDA	597	454	606	802	720
영업외손익	5	54	31	20	29
외환관련손익	17	-30	-10	-3	0
이자손익	24	22	6	11	27
관계기업관련손익	0	0	0	1	-9
기타	-36	63	34	10	10
법인세비용차감전순손익	448	354	469	655	584
법인세비용	107	83	114	158	142
계속사업순손익	341	271	355	497	441
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	341	271	355	497	441
지배지분순이익	328	265	340	473	420
포괄순이익	324	279	318	460	405
지배지분포괄이익	316	278	334	481	423

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

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		3,596	3,641	3,984	4,264
현금및현금성자산		623	383	147	441
매출채권 및 기타채권		1,204	1,142	1,466	1,488
재고자산		800	911	1,170	1,188
비유동자산		1,723	1,840	1,886	1,935
유형자산		1,308	1,355	1,404	1,455
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	-8
기타투자자산		313	380	380	380
자산총계		5,320	5,481	5,870	6,199
유동부채		900	996	1,170	1,174
매입채무 및 기타채무		575	715	844	844
단기차입금		275	242	288	291
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		119	57	57	57
장기차입금		42	0	0	0
사채		0	0	0	0
부채총계		1,020	1,053	1,227	1,231
지배지분		4,216	4,346	4,555	4,873
자본금		242	242	242	242
자본잉여금		270	270	270	270
이익잉여금		3,654	3,823	4,068	4,422
비지배지분		84	82	89	95
자본총계		4,300	4,428	4,643	4,968
순차입금		-1,236	-1,300	-1,015	-1,251
총차입금		316	242	288	291

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	638	393	-14	523	620
당기순이익	341	271	355	497	441
감가상각비	148	151	165	164	163
외환손익	-11	8	10	3	0
증속,관계기업관련손익	0	0	0	-1	9
자산부채의 증감	107	23	-514	-107	40
기타현금흐름	54	-60	-31	-32	-33
투자활동 현금흐름	-123	-412	4	48	-8
투자자산	-40	-285	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-201	-235	-215	-215	-215
유형자산 감소	10	12	0	0	0
기타현금흐름	109	96	219	263	207
재무활동 현금흐름	-196	-218	-53	-118	-157
단기차입금	-148	-67	45	4	-11
사채 및 장기차입금	42	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-90	-100	-98	-122	-146
기타현금흐름	0	-51	0	0	0
연결범위변동 등 기타	6	-4	-173	-159	-151
현금의 증감	325	-240	-236	295	304
기초 현금	298	623	383	147	441
기말 현금	623	383	147	441	746
NOPLAT	443	300	438	635	555
FCF	397	172	-229	327	410

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

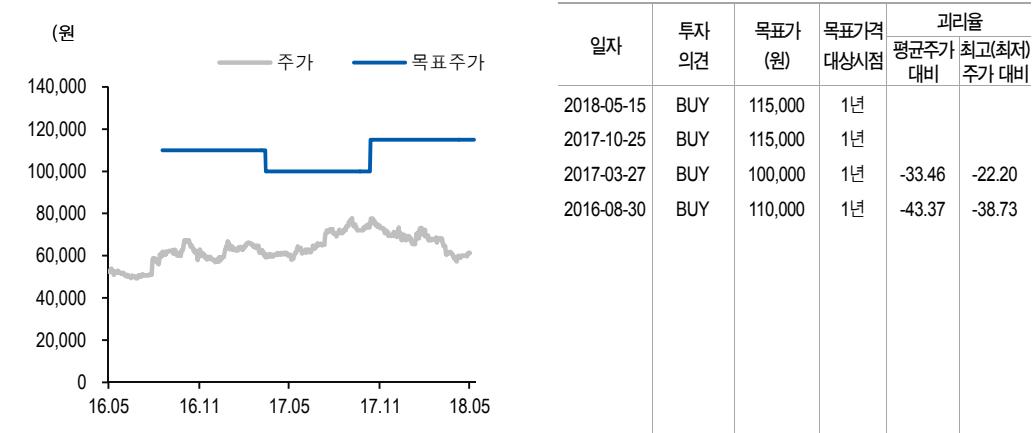
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	6,782	5,475	7,028	9,776	8,686
BPS	87,108	91,390	95,780	102,467	107,545
EBITDAPS	12,336	9,379	12,530	16,562	14,880
SPS	133,752	145,388	165,663	177,488	163,723
DPS	2,000	2,000	2,500	3,000	3,000
PER	8.0	12.2	8.8	6.3	7.1
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	2.5	4.5	3.4	2.3	2.1
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-13.0	8.7	13.9	7.1	-7.8
영업이익 증가율 (%)	-9.3	-32.3	46.2	44.9	-12.6
지배순이익 증가율 (%)	-2.7	-19.3	28.4	39.1	-11.1
매출총이익률 (%)	13.7	11.1	11.9	13.8	13.4
영업이익률 (%)	6.8	4.3	5.5	7.4	7.0
지배순이익률 (%)	5.1	3.8	4.2	5.5	5.3
EBITDA 마진 (%)	9.2	6.5	7.6	9.3	9.1
ROIC	11.9	8.3	11.0	14.6	12.6
ROA	6.3	4.9	6.0	7.8	6.7
ROE	8.0	6.2	7.6	10.0	8.4
부채비율 (%)	23.7	23.8	26.4	24.8	22.8
순차입금/자기자본 (%)	-29.3	-29.9	-22.3	-25.7	-30.6
영업이익/금융비용 (배)	34.7	25.4	34.3	49.8	43.5

KPX케미칼 (025000) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 * - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-13

※해외 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, 절대수익을 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 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자의 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 투자의 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.