

포스코케미칼 (003670)

다소 낮아진 눈높이, 향후 양극재 가치 기대

4Q18 Review : 음극재, 침상코크스 호조 지속

2018년 4분기 실적은 연결 기준 매출 3,631억원(YoY +18%, QoQ +6%), 영업이익 292억원(YoY +44%, QoQ -12%)로 하나금융투자 추정치에 부합했다. 1) 핵심 사업인 음극재 부문 실적 호조가 이어지며 수익성이 유지됐고, 2) 지분법 적용 자회사 PMC Tech의 경우 견조한 침상코크스 가격 흐름이 지속되면서 高 마진(영업이익률4Q18 46.7%)이 유지됐다.

2019년 순이익 추정치 7% 하향 조정

2019년 실적은 매출 1.4조원(YoY +4%), 영업이익 1,366억원(YoY +20%)으로 견조한 성장세가 지속될 전망이다. 음극재 연말 CAPA가 전년 대비 +83% 증가한 44천톤으로 확대되면서 전사 실적 대비 음극재 매출 비중은 처음으로 10%를 돌파할 전망이다. 다만 연간 순이익 추정치는 기존 추정치 대비 7% 하향 조정한 1,636억원(YoY +24%)을 전망한다. 추정치 하향은 자회사 PMC Tech의 사상 최고 수준 영업이익률(2018년 연간 49.8%)이 콜타르 및 전극봉 수급 특성상 장기간 유지되기 어려움을 감안, PMC Tech 마진 소폭 하향 조정에 따른 지분법 이익 추정치 감소에 기인한다.

눈높이 다소 낮아질 수 있으나 양극재 가치 점차 반영 전망

포스코케미칼에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 지분법이익 및 Target Multiple 조정 반영하여 78,000원으로 14% 하향한다. 최근 2년간 75%에 달했던 연평균 EPS 성장률이 2019년에는 다소 정체될 수 있다는 측면에서 Target PER 역시 2018년 밴드 상단 (30배 이상) 부여하기에는 다소 무리가 있다는 판단이다. 목표주가는 2019년 추정 EPS에 2018년 연간 평균 PER 28배를 적용하여 산출하였다. 향후 6개월 목표주가는 다소 눈높이를 낮췄으나 양극재 업체인 포스코ESM 신주 상장이 4월 중 완료된 이후 본격적으로 양극재 부문의 실적 기여가 이어지고 관련 증설 발표가 가속화되면서 하반기부터는 양극재 Value가 기업가치 상승을 견인할 것으로 전망된다.

Update

BUY

| TP(12M): 78,000원(하향) | CP(1월 28일): 60,200원

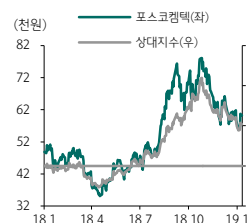
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	714.26
52주 최고/최저(원)	78,100/35,100
시가총액(십억원)	3,556.0
시가총액비중(%)	1.47
발행주식수(천주)	59,070.0
60일 평균 거래량(천주)	759.1
60일 평균 거래대금(십억원)	49.7
18년 배당금(예상, 원)	350
18년 배당수익률(예상, %)	0.55
외국인지분율(%)	11.77
주요주주 지분율(%)	
포스코 외 1인	64.27
Artemis Investment Management LLP	5.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.5) 21.9 21.9
상대	(10.6) 32.1 55.8

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,364.5	1,506.1
영업이익(십억원)	110.7	142.0
순이익(십억원)	141.1	170.3
EPS(원)	2,425	2,993
BPS(원)	12,987	15,863

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,117.7	1,197.2	1,383.6	1,443.7	1,553.7
영업이익	십억원	85.3	104.0	106.3	136.6	164.4
세전이익	십억원	64.8	125.6	176.6	216.6	221.9
순이익	십억원	43.7	103.6	132.4	163.6	167.1
EPS	원	740	1,753	2,242	2,770	2,828
증감률	%	26.5	136.9	27.9	23.6	2.1
PER	배	16.22	22.70	28.41	21.73	21.28
PBR	배	1.26	3.65	4.98	3.96	3.40
EV/EBITDA	배	5.40	18.62	29.34	22.40	18.71
ROE	%	8.00	17.16	18.92	19.78	17.19
BPS	원	9,523	10,910	12,797	15,218	17,696
DPS	원	300	350	350	350	350



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위 : 십억원)

	2018F			2019F		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	1,375	1,384	0%	1,439	1,444	0%
영업이익	107	106	-1%	135	137	1%
영업이익률	7.8%	7.7%		9.4%	9.5%	
순이익	146	136	-7%	179	167	-7%
순이익률	10.6%	9.8%		12.4%	11.5%	

자료: 하나금융투자

표 2. 목표주가 산출

비교		
EPS (원)	2,770	2019년 추정
Target PER (배)	28.2	2018년 평균 PER
Premium/Discount (%)	-	-
적정가치 (원)	78,114	
목표주가 (원)	78,000	
현재주가 (원)	60,200	2019.1.28 종가
상승 여력 (%)	30%	2019년 추정

자료: 하나금융투자

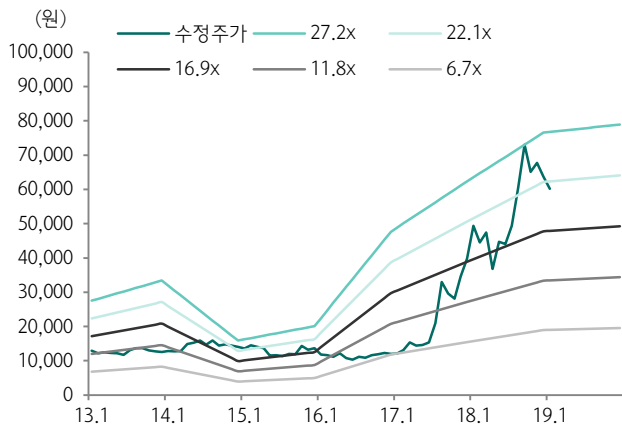
표 3. 포스코켄텍 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
별도 매출	328	324	335	354	337	349	358	360	1,164	1,341	1,404	1,512
음극재	17	22	26	26	29	39	44	45	38	91	157	304
내화물	77	64	73	70	73	75	75	65	239	284	289	271
로재정비	40	39	38	43	37	36	36	40	145	160	148	151
건설 공사	22	16	10	13	18	18	16	14	68	60	66	65
생석회	80	84	85	86	82	82	86	86	317	335	336	329
화성(케미칼)	94	98	103	116	97	99	101	110	356	410	407	391
매출비중												
음극재	5%	7%	8%	7%	9%	11%	12%	12%	3%	7%	11%	20%
내화물	23%	20%	22%	20%	22%	22%	21%	18%	21%	21%	21%	18%
로재정비	12%	12%	11%	12%	11%	10%	10%	11%	12%	12%	11%	10%
건설 공사	7%	5%	3%	4%	5%	5%	4%	4%	6%	5%	5%	4%
생석회	24%	26%	25%	24%	24%	24%	24%	24%	27%	25%	24%	22%
화성(케미칼)	28%	30%	31%	33%	29%	28%	28%	31%	31%	31%	29%	26%
연결 매출	337	335	346	366	346	359	368	370	1,197	1,384	1,444	1,554
연결 영업이익	23	21	33	29	31	34	36	35	104	106	137	164
영업이익률	7%	6%	10%	8%	9%	9%	10%	10%	9%	8%	9%	11%

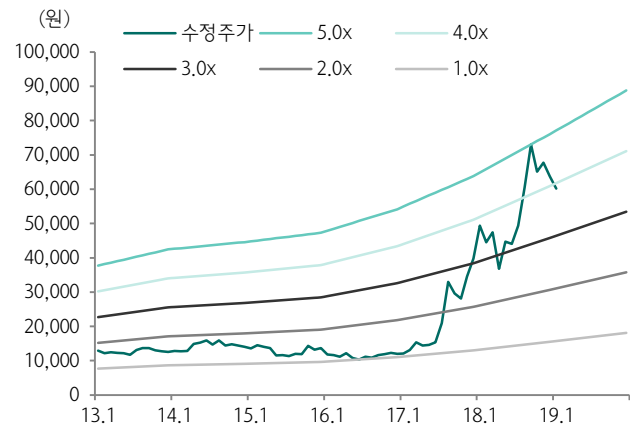
자료: 하나금융투자

그림 1. 포스코켄텍 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 포스코켄텍 Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

표 4. 포스코켄텍 & 포스코ESM 합병 상세

합병개괄	존속법인		(주)포스코켄텍 : 음극재 사업 영위
	해산(소멸법인)		(주)포스코ESM : 양극재 사업 영위
합병비율	결과		보통주 1 : 0.2172865
	산출 근거	포스코켄텍	최근 1개월 가중산출평균증가(2018년 11월 07일 ~ 2018년 12월 06일) : 71,353원
			최근 1주일 가중산출평균증가(2018년 11월 30일 ~ 2018년 12월 06일) : 66,441원
			최근일 증가(2018년 12월 06일) : 62,700원
		포스코ESM	합병가액(산출평균 증가) : 66,831원
	자산가치 : 18,455원		
	수익가치 : 11,900원		
	분질가치 : 14,522원		
		합병가액 : 14,522원	
합병일정	합병계약일		2018-12-10
	주주확정기준일		2018-12-24
	주주명부 폐쇄기간	시작일	2018-12-25
		종료일	2018-12-26
	합병반대의사통지 접수기간	시작일	2018-12-24
		종료일	2019-01-07
	합병기일		2019-04-01
	합병등기예정일자		2019-04-02
	신주권 교부예정일		2019-04-12
	신주의 상장예정일		2019-04-15

자료: 포스코켄텍

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,117.7	1,197.2	1,383.6	1,443.7	1,553.7
매출원가	976.9	1,041.6	1,218.1	1,244.2	1,321.2
매출총이익	140.8	155.6	165.5	199.5	232.5
판매비	55.5	51.6	59.2	62.9	68.0
영업이익	85.3	104.0	106.3	136.6	164.4
금융손익	1.2	(1.0)	1.8	(4.1)	(8.5)
중속/관계기업손익	(20.6)	28.6	70.6	84.0	66.0
기타영업외손익	(1.2)	(6.0)	(2.0)	0.0	0.0
세전이익	64.8	125.6	176.6	216.6	221.9
법인세	20.2	21.6	43.8	52.7	54.6
계속사업이익	44.5	104.0	132.7	163.9	167.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	104.0	132.7	163.9	167.3
비지배주주지분	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2
순이익					
지배주주순이익	43.7	103.6	132.4	163.6	167.1
지배주주지분포괄이익	44.2	99.8	131.3	164.2	167.6
NOPAT	58.7	86.1	79.9	103.4	124.0
EBITDA	99.8	118.2	122.4	160.4	198.5
성장성(%)					
매출액증가율	(8.5)	7.1	15.6	4.3	7.6
NOPAT증가율	50.5	46.7	(7.2)	29.4	19.9
EBITDA증가율	41.6	18.4	3.6	31.0	23.8
영업이익증가율	52.3	21.9	2.2	28.5	20.4
(지배주주)순이익증가율	26.3	137.1	27.8	23.6	2.1
EPS증가율	26.5	136.9	27.9	23.6	2.1
수익성(%)					
매출총이익률	12.6	13.0	12.0	13.8	15.0
EBITDA이익률	8.9	9.9	8.8	11.1	12.8
영업이익률	7.6	8.7	7.7	9.5	10.6
계속사업이익률	4.0	8.7	9.6	11.4	10.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	740	1,753	2,242	2,770	2,828
BPS	9,523	10,910	12,797	15,218	17,696
CFPS	1,992	2,167	2,321	2,715	3,361
EBITDAPS	1,690	2,000	2,072	2,715	3,361
SPS	18,922	20,267	23,423	24,440	26,302
DPS	300	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	16.2	22.7	28.4	21.7	21.3
PBR	1.3	3.6	5.0	4.0	3.4
PCFR	6.0	18.4	27.4	22.2	17.9
EV/EBITDA	5.4	18.6	29.3	22.4	18.7
PSR	0.6	2.0	2.7	2.5	2.3
재무비율(%)					
ROE	8.0	17.2	18.9	19.8	17.2
ROA	6.1	13.3	14.7	14.4	11.5
ROIC	18.2	24.5	19.2	16.0	12.6
부채비율	27.1	28.2	26.2	44.3	51.1
순부채비율	(31.0)	(24.3)	(23.6)	3.1	14.2
이자보상배율(배)	43.6	68.5	86.7	16.0	16.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	420.7	468.3	533.5	528.7	561.3
금융자산	213.4	186.5	201.6	192.9	191.9
현금성자산	117.8	104.1	104.2	94.5	83.5
매출채권 등	145.6	177.4	209.4	211.8	233.1
재고자산	56.2	98.6	116.4	117.7	129.5
기타유동자산	5.5	5.8	6.1	6.3	6.8
비유동자산	303.2	367.6	430.8	780.8	1,031.8
투자자산	98.1	123.9	146.2	104.9	96.1
금융자산	7.6	7.0	8.2	8.3	9.2
유형자산	136.7	182.7	233.0	624.8	885.1
무형자산	6.6	5.8	4.9	4.4	3.9
기타비유동자산	61.8	55.2	46.7	46.7	46.7
자산총계	723.9	835.8	964.3	1,309.4	1,593.1
유동부채	120.9	158.9	181.0	182.9	199.7
금융부채	5.8	5.1	4.5	4.5	4.5
매입채무 등	93.0	138.7	163.7	165.6	182.2
기타유동부채	22.1	15.1	12.8	12.8	13.0
비유동부채	33.6	24.8	19.1	219.2	339.4
금융부채	31.3	22.7	16.7	216.7	336.7
기타비유동부채	2.3	2.1	2.4	2.5	2.7
부채총계	154.5	183.7	200.1	402.1	539.1
지배주주지분	562.5	644.5	755.9	898.9	1,045.3
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.7)	(3.6)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
이익잉여금	510.0	594.8	705.5	848.4	994.8
비지배주주지분	6.9	7.7	8.3	8.5	8.7
자본총계	569.4	652.2	764.2	907.4	1,054.0
순금융부채	(176.3)	(158.7)	(180.4)	28.3	149.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.1	55.5	69.3	101.7	118.8
당기순이익	44.5	104.0	132.7	163.9	167.3
조정	53.6	(0.8)	(27.3)	(60.3)	(31.8)
감가상각비	14.5	14.2	16.1	23.8	34.1
외환거래손익	(0.4)	0.4	0.5	0.0	0.0
지분법손익	19.0	(28.8)	(70.6)	(84.0)	(66.0)
기타	20.5	13.4	26.7	(0.1)	0.1
영업활동 현금흐름	(13.0)	(47.7)	(36.1)	(1.9)	(16.7)
투자활동 현금흐름	(106.3)	(46.2)	(41.0)	(290.8)	(229.1)
투자자산감소(증가)	19.9	(25.8)	48.3	125.3	74.8
유형자산감소(증가)	(22.8)	(57.7)	(71.9)	(415.0)	(294.0)
기타	(103.4)	37.3	(17.4)	(1.1)	(9.9)
재무활동 현금흐름	(22.3)	(23.0)	(28.2)	179.3	99.3
금융부채증가(감소)	(22.6)	(9.3)	(6.6)	200.0	120.0
자본증가(감소)	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.2	3.9	(0.9)	0.0	(0.0)
배당지급	(11.8)	(17.7)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
현금의 증감	(43.3)	(13.8)	0.2	(9.8)	(11.0)
Unlevered CFO	117.7	128.0	137.1	160.4	198.5
Free Cash Flow	61.8	(3.9)	(2.7)	(313.3)	(175.2)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

포스코켄텍



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.29	BUY	78,000		
18.11.20	BUY	91,000	-30.73%	-17.69%
18.11.9	담당자변경			-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 01월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.