

2019. 1. 29



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 80,000 원

현재주가 (1.28) 60,200 원

상승여력 32.9%

KOSDAQ 714.26pt

시가총액 35,560억원

발행주식수 5,907만주

유동주식비율 35.73%

외국인비중 11.77%

52주 최고/최저가 78,100원/35,100원

평균거래대금 496.8억원

주요주주(%)

포스코 외 1 인 64.27

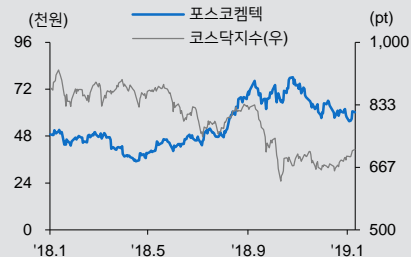
Artemis Investment Management 5.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.5 21.9 21.9

상대주가 -10.6 32.1 55.8

주가그래프



포스코케미칼 003670

1Q19 우려만 넘기면

- ✓ 4Q18 영업이익은 292억원으로 컨센서스를 -9% 하회
- ✓ 일회성 비용이 반영되었음을 감안하면 무난한 실적
- ✓ 2019년 음극재 매출은 72%, 양극재 매출은 84% 성장 예상
- ✓ 1Q19 전기차 판매량 둔화 우려만 극복되면 주가 반등 예상
- ✓ 철강본업에서의 영업이익을 기존대비 -13% 하향해 적정주가 80,000원으로 하향

4Q18 영업이익 292억원으로 무난한 실적 기록

4Q18 매출액은 컨센서스를 +7%상회했으나, 영업이익은 컨센서스를 -9% 하회했다. 포스코ESM과의 합병 진행에 14억원의 비용이 반영됐고, 성과급 등 인건비 관련 비용이 60억원 반영되었기 때문이다. 피엠씨텍의 지분법이익은 139억원으로 전분기 대비 -21% 부진했는데 이는 12월 침상코크스 판매분을 1월로 이월 판매한 영향이다. 일회성 요인들을 제외한다면 무난한 실적으로 판단한다.

견조한 두개의 성장축, 모멘텀만 붙으면 된다

2019년 음극재 출하량은 27,616톤으로 전년대비 58% 성장할 전망이다. 이는 신규 공장 가동효과와 더불어 글로벌 EV 판매증가에 기인한다. 음극재 매출액은 1,570억원으로 전년대비 72% 성장하며 전사 매출비중은 10%에 이를 전망이다. 2019년 양극재 출하량은 4,700톤으로 전년대비 88% 성장할 전망이다. 매출액은 1,567억원으로 전년대비 84% 성장할 전망이다. 견조한 두 소재의 성장에도, 주가는 전기차 판매량 둔화에 대한 우려를 극복하지 못하고 있다. 전기차 판매는 보조금 감소에 대한 일시적 수요둔화로 연초에는 늘 판매가 약했다(그림5). 1Q16, 1Q17, 1Q18의 전기차 판매량은 모두 전분기 대비 -60%대의 하락을 기록했다. 판매량 반등(모멘텀)이 확인되는 시점에서야 주가는 의미있게 반등할 수 있다고 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 80,000원으로 하향

음극재가 아닌 철강본업에서의 영업이익을 기존대비 -13% 하향조정했다. 이를 반영해 적정주가는 80,000 원(19년 EPS에 27배 적용)으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,117.7	85.3	43.7	740	26.4	9,523	15.5	1.2	5.0	8.0	27.1
2017	1,197.2	104.0	103.6	1,753	137.0	10,910	12.1	1.9	9.2	17.2	28.2
2018P	1,383.6	106.3	132.1	2,236	27.6	12,793	26.9	4.7	10.5	18.9	28.7
2019E	1,493.6	127.6	172.6	2,922	30.7	15,366	20.6	3.9	9.4	20.8	34.5
2020E	1,651.3	138.7	182.6	3,091	5.8	18,110	19.5	3.3	9.0	18.5	37.7

표1 포스코케미칼 4Q18P 실적 Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	365.9	310.0	18.0%	346.2	5.7%	350.6	4.4%	341.7	7.1%
영업이익	29.2	20.4	43.6%	33.1	-11.6%	32.1	-8.9%	32.2	-9.2%
세전이익	43.8	34.6	26.7%	50.0	-12.3%	56.7	-22.7%	56.0	-21.8%
지배주주 순이익	31.6	32.8	-3.8%	37.2	-15.1%	42.2	-25.2%	52.1	-39.4%
영업이익률(%)	8.0%	6.6%		9.6%		9.2%		9.4%	
지배주주 순이익률(%)	8.6%	10.6%		10.7%		12.0%		15.2%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 포스코케미칼 추정치 변경 내역

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E
매출액	359	1,494	359	1,485	-0.1%	0.6%
영업이익	31	128	34	148	-10.6%	-13.7%
영업이익률 (%)	8.6%	8.5%	9.6%	10.0%		
세전이익	52	213	57	238	-8.2%	-10.4%
순이익	42	173	46	193	-7.7%	-10.4%

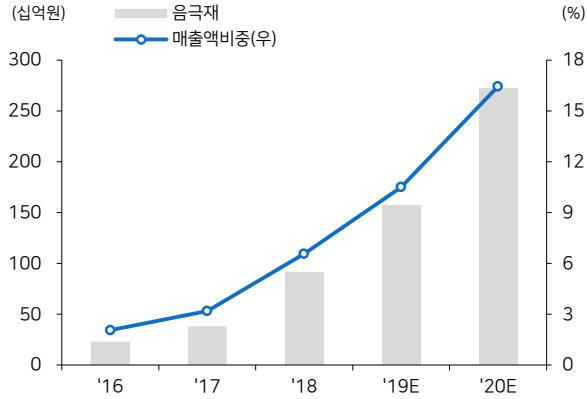
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 포스코케미칼 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,100	1,090
매출액	336.9	334.6	346.2	365.9	358.7	366.8	377.5	390.6	1,197.2	1,383.6	1,493.6
(%, QoQ)	8.7%	-0.7%	3.5%	5.7%	-2.0%	2.3%	2.9%	3.5%			
(%, YoY)	17.9%	13.8%	12.7%	18.0%	6.5%	9.6%	9.0%	6.7%	7.1%	15.6%	7.9%
내화물	76.9	64.3	73.3	69.8	72.8	72.4	80.2	68.3	239.2	284.4	293.7
로재정비	40.2	38.9	38.3	42.9	40.6	39.3	38.7	43.3	144.9	160.3	161.9
건설공사	21.5	16.4	9.6	12.9	21.5	16.8	9.9	13.2	68.0	60.5	61.5
생석회	79.5	84.3	84.6	86.1	82.8	87.0	90.3	84.6	317.2	334.5	344.7
화성	93.5	98.0	103.3	115.6	98.2	102.9	108.5	121.4	356.4	410.4	430.9
음극재	16.7	22.3	25.7	26.3	34.0	37.6	38.1	47.1	38.2	90.9	156.9
기타	8.5	10.4	11.5	12.3	8.8	10.8	11.9	12.7	33.2	42.6	44.1
영업이익	23.1	20.9	33.1	29.2	30.8	32.0	34.2	30.6	104.0	106.3	127.6
(%, QoQ)	13.3%	-9.3%	58.1%	-11.6%	5.2%	4.2%	6.7%	-10.6%			
(%, YoY)	-24.5%	-22.5%	26.9%	43.6%	33.3%	53.1%	3.4%	4.5%	21.8%	2.2%	20.0%
영업이익률 (%)	6.8%	6.3%	9.6%	8.0%	8.6%	8.7%	9.1%	7.8%	8.7%	7.7%	8.5%
세전이익	41.1	41.8	50.0	43.8	52.2	53.5	55.6	51.9	125.6	176.6	213.3
지배주주순이익	31.4	32.0	37.2	31.6	42.0	43.3	45.5	41.8	103.6	132.1	172.6
지배주주순이익률 (%)	9.3%	9.6%	10.7%	8.6%	11.7%	11.8%	12.0%	10.7%	8.7%	9.5%	11.6%

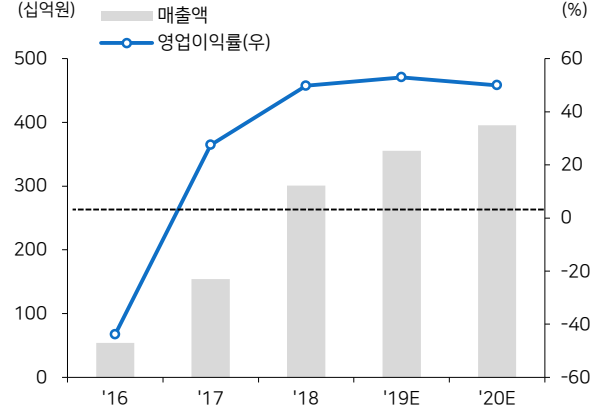
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 음극재 매출액 및 비중



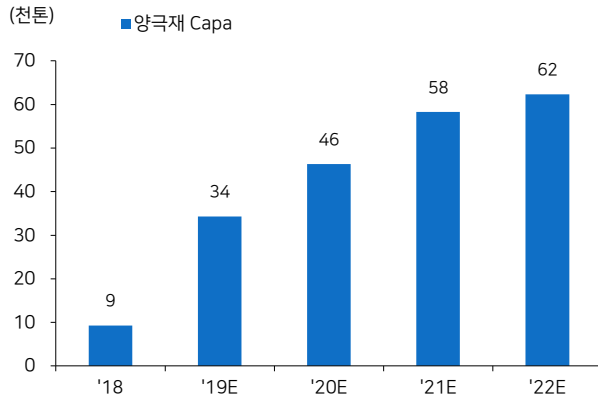
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 피엠씨텍 매출액 및 영업이익률



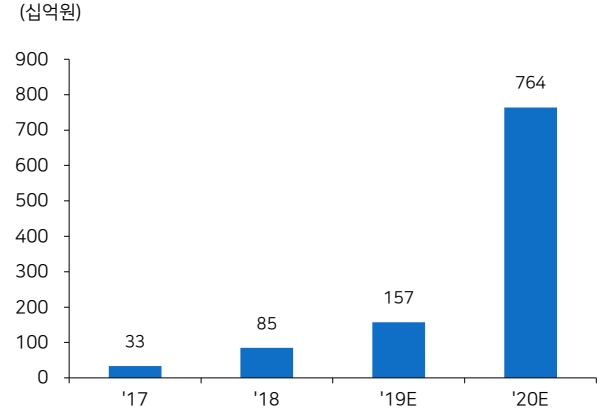
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 포스코 ESM 연말기준 Capa 추정



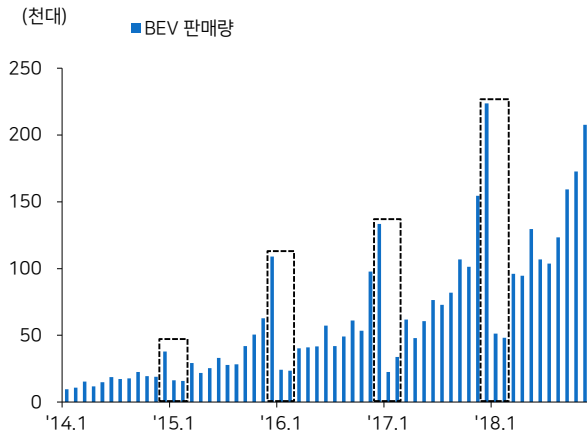
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 포스코 ESM 매출액 추정



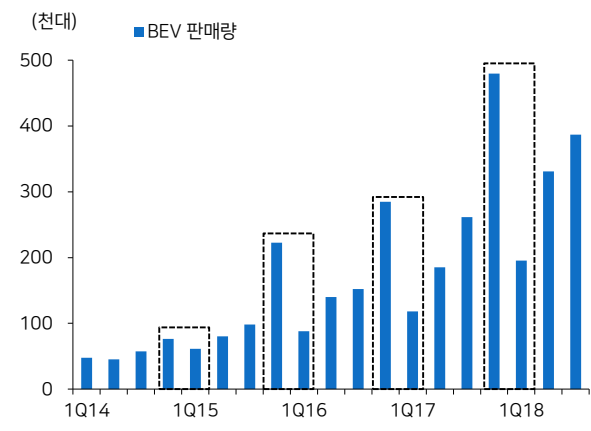
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 순수전기차 월별 판매량 (연초 판매량 부진)



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 순수전기차 분기별 판매량 (1분기 판매약세)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 포스코ESM 합병 전후 비교

(단위: 십억원, 원)	2019E	2020E
합병법인 매출액	1,650.3	2,415.0
포스코켄텍 매출액	1,493.6	1,651.3
(% diff)	10.5%	46.2%
합병법인 영업이익	131.5	169.2
포스코켄텍 영업이익	127.6	138.7
(% diff)	3.1%	22.0%
합병법인 세전이익	216.0	247.0
포스코켄텍세전이익	213.3	225.7
(% diff)	1.2%	9.5%
합병법인 당기순이익	175.1	203.2
포스코켄텍 당기순이익	172.8	182.8
(% diff)	1.3%	11.2%
합병법인 주식수 (백만주)	61.2	
포스코켄텍 주식수 (백만주)	59.1	
(% diff)	3.7%	
합병법인 EPS	2,859.3	3,318.1
포스코켄텍 EPS	2,922.0	3,091.1
(% diff)	-2.1%	7.3%
합병 후 현 주가기준 PER	21.1	18.1
합병 전 현 주가기준 PER	20.6	19.5

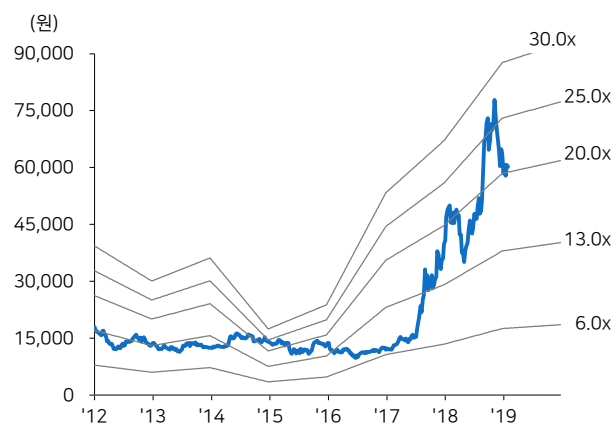
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 포스코켄텍 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
EPS	2,922	
적정배수 (배)	27.7	2차전지와 침상코크스 기대감이 반영되기 시작한 17년, 18년 high 멀티플 평균
적정가치	80,909	
적정주가	80,000	
현재주가	60,200	
상승여력 (%)	32.9%	

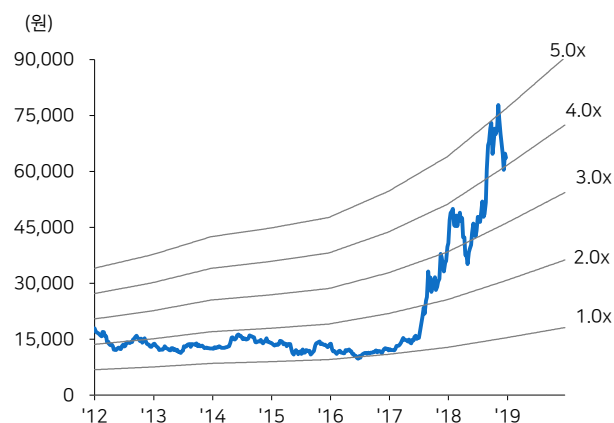
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 포스코켄텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 포스코켄텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 포스코켄텍 밸류에이션 테이블

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주가 (원)											
High	156,000	248,000	187,100	140,200	164,000	152,000	14,100	41,200	78,100		
Low	46,100	111,200	116,900	102,100	121,800	10,350	9,460	11,650	35,100		
Average	92,309	167,387	144,037	126,849	142,760	53,782	11,490	21,144	52,812		
확정치 기준 PER (배)											
High	161.6	159.6	146.3	141.0	133.4	259.6	19.1	23.5	34.9		
Low	47.8	71.6	91.4	102.7	99.0	17.7	12.8	6.6	15.7		
Average	95.6	107.7	112.7	127.6	116.1	91.9	15.5	12.1	23.6		
EPS (원)	965	1,554	1,278	994	1,230	585	740	1,753	2,236	2,922	3,091
EPS Growth (%)	nm	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-52.4	26.4	137.0	27.6	30.7	5.8
컨센서스 기준 PER (배)											
High	175.5	158.4	142.2	139.9	136.1	261.6	17.8	23.2	32.2		
Low	51.9	71.0	88.8	101.9	101.1	17.8	11.9	6.6	14.5		
Average	103.8	106.9	109.5	126.6	118.5	92.6	14.5	11.9	21.8		
EPS (원)	889	1,566	1,316	1,002	1,205	581	793	1,778	2,425	2,993	3,382
EPS growth (%)					21.2	-52.8	35.5	140.3	38.3	23.4	13.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

포스코켄텍 (003670)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	1,117.7	1,197.2	1,383.6	1,493.6	1,651.3
매출액증가율 (%)	-8.5	7.1	15.6	7.9	10.6
매출원가	976.9	1,041.6	1,217.7	1,301.6	1,441.5
매출총이익	140.8	155.6	165.9	191.9	209.8
판매관리비	55.5	51.6	59.6	64.4	71.2
영업이익	85.3	104.0	106.3	127.6	138.7
영업이익률	7.6	8.7	7.7	8.5	8.4
금융손익	1.2	-1.0	1.3	-0.7	-4.7
중속/관계기업손익	-20.6	28.6	70.7	88.2	91.9
기타영업외손익	-1.2	-6.0	-3.2	-1.7	-0.3
세전계속사업이익	64.8	125.6	176.6	213.3	225.7
법인세비용	20.2	21.6	33.6	40.5	42.9
당기순이익	44.5	104.0	132.4	172.8	182.8
지배주주지분 순이익	43.7	103.6	132.1	172.6	182.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	85.1	55.5	92.5	157.3	169.9
당기순이익(손실)	44.5	104.0	132.4	172.8	182.8
유형자산상각비	12.8	12.6	14.2	15.4	18.8
무형자산상각비	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
운전자본의 증감	-13.0	-47.7	-9.2	-7.0	-18.1
투자활동 현금흐름	-106.3	-46.2	41.2	-137.9	-127.9
유형자산의증가(CAPEX)	-23.3	-59.4	-80.0	-150.0	-140.0
투자자산의감소(증가)	1.8	0.3	3.0	6.6	6.6
재무활동 현금흐름	-22.3	-23.0	-27.9	54.8	49.3
차입금의 증감	-22.5	-9.2	-6.6	75.5	70.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.3	-13.8	51.8	-1.1	3.8
기초현금	161.2	117.8	104.1	155.9	154.8
기말현금	117.8	104.1	155.9	154.8	158.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	420.7	468.3	501.8	526.1	564.4
현금및현금성자산	117.8	104.1	155.9	154.8	158.7
매출채권	144.4	176.2	206.7	221.0	242.8
재고자산	56.2	98.6	108.4	119.2	130.9
비유동자산	303.2	367.6	481.3	705.3	920.0
유형자산	136.7	182.7	214.6	349.2	470.4
무형자산	6.6	5.9	5.8	8.6	11.5
투자자산	98.4	124.1	192.1	273.7	359.0
자산총계	723.9	835.8	983.1	1,231.4	1,484.4
유동부채	120.9	158.9	187.2	201.5	220.3
매입채무	62.1	107.2	122.8	136.5	151.6
단기차입금	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0
유동성장기부채	5.7	5.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	33.6	24.8	32.0	114.1	186.2
사채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	31.3	22.7	16.7	96.7	166.7
부채총계	154.5	183.7	219.2	315.5	406.4
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
기타포괄이익누계액	-0.7	-3.6	-2.8	-2.9	-2.9
이익잉여금	510.0	594.8	705.2	857.3	1,019.4
비지배주주지분	6.9	7.7	8.2	8.2	8.2
자본총계	569.4	652.2	763.9	915.9	1,078.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	18,922	20,267	23,423	25,285	27,955
EPS(지배주주)	740	1,753	2,236	2,922	3,091
CFPS	-734	-233	877	-18	65
EBITDAPS	1,689	2,001	2,067	2,447	2,693
BPS	9,523	10,910	12,793	15,366	18,110
DPS	300	350	400	500	500
배당수익률(%)	2.5	0.9	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	12.1	26.9	20.6	19.5
PCR	-15.7	-90.8	68.6	-3317.1	931.6
PSR	0.6	1.0	2.6	2.4	2.2
PBR	1.2	1.9	4.7	3.9	3.3
EBITDA	100	118	122	145	159
EV/EBITDA	5.0	9.2	10.5	9.4	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	17.2	18.9	20.8	18.5
EBITDA 이익률	43.8	87.6	108.2	119.4	114.8
부채비율	27.1	28.2	28.7	34.5	37.7
금융비용부담률	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2
이자보상배율(x)	43.5	68.4	73.8	34.5	17.4
매출채권회전율(x)	7.9	7.5	7.2	7.0	7.1
재고자산회전율(x)	15.3	13.5	11.8	11.4	11.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민주)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코켄텍 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.07	산업분석	Buy	92,000	주민주	-22.1	-15.1	
2018.12.10	기업브리프	Buy	92,000	주민주	-29.3	-15.1	
2019.01.29	기업브리프	Buy	80,000	주민주	-	-	