

포스코케미칼 (003670)

전기차 소재 성장성 불구 높은 가격 부담

1Q19 Review : 수익성 악화 및 침상코크스 판매 부진

2019년 1분기 실적은 연결 기준 매출 3,553억원(YoY +4%, QoQ -3%), 영업이익 219억원(YoY -5%, QoQ -25%)로 컨센서스를 하회했다. 1) 음극재 부문의 경우 매출 320억원으로 전년 동기 대비 매출이 +92% 증가하며 성장세를 이어 갔으나 증설 과정에서 관련 비용 증가에 따른 영업이익률 소폭 하락이 있었던 것으로 추정되며, 2) 내화물 부문의 수리대수 감소에 따른 실적 부진, 3) 자회사 PMC Tech의 침상코크스 판매량 감소에 따른 지분법이익 감소가 실적 부진의 주원인인 것으로 판단된다.

2019년 순이익 추정치 24% 하향 조정

2019년 실적은 매출 1.6조원(YoY +14%), 영업이익 1,207억원(YoY +14%)으로 견조한 성장세가 지속될 전망이다. 1) 특히 연말 기준 음극재 CAPA가 전년 대비 +83% 증가한 44천톤으로 확대되면서 전사 실적 대비 음극재 매출 비중은 연간 9% 수준까지 상승할 전망이다. 2) 2분기부터 매출 반영 예상되는 양극재 매출의 경우 연간 매출 1,400억원이 전망되며 전사 매출 대비 양극재 매출 비중 역시 9% 수준이 전망된다. 이로 인해 전사 매출에서 전기차 소재 관련 매출 비중은 18%로 상승하며 기업가치 상승을 견인할 전망이다. 다만 연간 순이익 추정치는 기존 추정치 대비 24% 하향 조정한 1,276억원(YoY -4%)을 전망한다. 추정치 하향은 자회사 PMC Tech의 영업이익률이 기존 40%대 후반에서 30%대 초반으로 낮아짐에 따른 지분법 이익 추정치 감소 및 음극재 부문의 초기 증설에 따른 비용증가 부담에 기인한다.

국내 유일 양/음극재 업체 희소성 높으나 높은 가격대 부담

포스코케미칼에 대해 투자 의견을 Neutral로 하향하고 목표 주가는 59,000원으로 하향한다. 목표 주가는 2019년 추정 EPS에 2018년 평균 PER을 적용하여 산정하였다. 전기차 소재 부문의 성장성은 확고하나 높은 가격대에 대한 부담과 함께 향후 자회사 지분법이익 감소 리스크가 Valuation 부담을 더욱 높일 수 있다는 측면에서 당분간 높은 주가 수익률을 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

Update

Neutral(하향)

| TP(12M): 59,000원(하향) | CP(4월 23일): 57,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	761.42
52주 최고/최저(원)	78,100/35,100
시가총액(십억원)	3,482.4
시가총액비중(%)	1.34
발행주식수(천주)	60,988.2
60일 평균 거래량(천주)	504.6
60일 평균 거래대금(십억원)	32.2
19년 배당금(예상, 원)	400
19년 배당수익률(예상, %)	0.70
외국인지분율(%)	10.41
주요주주 지분율(%)	
포스코 외 1인	65.40
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.3) (15.9) 49.7
상대	(14.3) (20.6) 72.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,535.7	1,941.1
영업이익(십억원)	132.6	179.9
순이익(십억원)	157.0	191.3
EPS(원)	2,631	3,369
BPS(원)	14,993	17,993

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	1,117.7	1,197.2	1,383.6	1,579.8	2,036.2
영업이익	십억원	85.3	104.0	106.3	120.7	196.8
세전이익	십억원	64.8	125.6	176.6	160.1	224.6
순이익	십억원	43.7	103.6	132.2	126.1	165.7
EPS	원	740	1,753	2,237	2,087	2,717
증감률	%	26.5	136.9	27.6	(6.7)	30.2
PER	배	16.22	22.70	28.47	27.36	21.02
PBR	배	1.26	3.65	5.02	4.09	3.51
EV/EBITDA	배	5.40	18.62	29.79	24.86	16.52
ROE	%	8.00	17.16	18.96	15.74	17.96
BPS	원	9,523	10,910	12,690	13,971	16,288
DPS	원	300	350	400	400	400



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

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위 : 십억원)

	2019F			2020F		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	1,444	1,580	9%	1,554	2,036	31%
영업이익	137	121	-12%	164	196.8	20%
영업이익률	9.5%	7.6%		10.6%	9.7%	
순이익	167	128	-24%	167	170	2%
순이익률	11.5%	8.1%		10.8%	8.4%	

자료: 하나금융투자

표 2. 목표주가 산출

		비고
EPS (원)	2,087	2019년 추정
Target PER (배)	28.2	2018년 평균 PER
Premium/Discount (%)	-	-
적정가치 (원)	58,843	
목표주가 (원)	59,000	
현재주가 (원)	57,100	2019.4.23 종가
상승 여력 (%)	3%	2019년 추정

자료: 하나금융투자

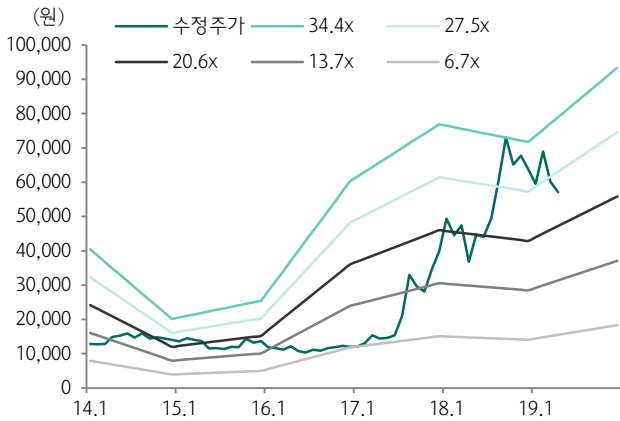
표 3. 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
별도 매출	328	324	335	354	343	387	395	411	1,164	1,341	1,536	1,992
음극재	17	22	26	26	32	35	36	42	38	91	145	289
양극재	-	-	-	-	-	41	46	53	-	-	140	494
내화물	77	64	73	70	74	75	75	65	239	284	289	271
로재정비	40	39	38	43	40	36	36	40	145	160	152	152
건설 공사	22	16	10	13	9	18	16	14	68	60	57	62
생석회	80	84	85	86	88	82	86	86	317	335	342	331
화성(케미칼)	94	98	103	116	101	99	101	110	356	410	411	393
매출비중												
음극재	5%	7%	8%	7%	9%	9%	9%	10%	3%	7%	9%	15%
양극재	0%	0%	0%	0%	0%	11%	12%	13%	0%	0%	9%	25%
내화물	23%	20%	22%	20%	21%	19%	19%	16%	21%	21%	19%	14%
로재정비	12%	12%	11%	12%	12%	9%	9%	10%	12%	12%	10%	8%
건설 공사	7%	5%	3%	4%	3%	5%	4%	4%	6%	5%	4%	3%
생석회	24%	26%	25%	24%	26%	21%	22%	21%	27%	25%	22%	17%
화성(케미칼)	28%	30%	31%	33%	29%	26%	26%	27%	31%	31%	27%	20%
연결 매출	337	335	346	366	355	397	406	421	1,197	1,384	1,580	2,036
연결 영업이익	23	21	33	29	22	32	33	34	104	106	121	197
영업이익률	6.8%	6.3%	9.6%	8.0%	6.2%	8.1%	8.0%	8.1%	8.7%	7.7%	7.6%	9.7%

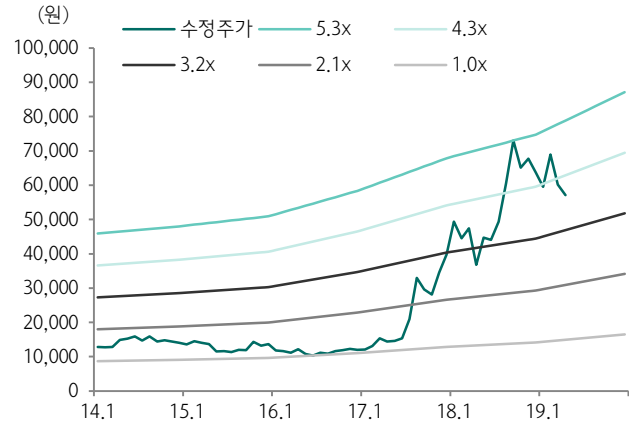
자료: 하나금융투자

그림 1. 포스코케미칼 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 포스코케미칼 Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

표 4. 포스코ESM 실적 전망(외부평가기관의 평가의견서 상 수치)

(단위 : 백만원)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	29,214	30,276	33,414	84,267	210,680	406,228	426,065	442,526
영업이익	1,242	-3,028	-8,122	532	8,834	34,714	40,391	43,027
세후영업이익				497	8,056	30,873	31,056	33,054

자료: 포스코ESM, 삼일회계법인

주 : 인수합병 관련 '외부평가기관의 평가의견서'상 추정치로, 기존 시장 컨센서스와는 상이함

표 5. 포스코 ESM 매출 추정 Breakdown(외부평가기관의 평가의견서 상 수치)

(단위 : 백만원)

	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
LMO	18,849	22,325	9,753	9,753	10,016	10,295	9,335	8,962
LTO	6,420	1,877	1,966	4,167	5,851	8,170	11,475	17,366
LNO	3,945	6,047	5,724	12,939	18,168	25,367	33,799	34,712
NCM	-	28	15,970	57,408	176,646	362,396	371,456	381,485
합계	29,214	30,276	33,414	84,267	210,680	406,228	426,065	442,526

자료: 포스코ESM, 삼일회계법인

표 6. 포스코ESM 제품군 별 CAPA 전망(외부평가기관의 평가의견서 상 수치)

(단위 : Ton)

	2019F	2020F	2021F	2022F
LMO	1,620	1,620	1,620	1,620
LTO	1,596	1,596	1,596	1,596
LNO	240	240	240	240
NCM	4,800	9,120	9,120	9,120

자료: 포스코ESM, 삼일회계법인

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,117.7	1,197.2	1,383.6	1,579.8	2,036.2
매출원가	976.9	1,041.6	1,217.6	1,390.0	1,749.5
매출총이익	140.8	155.6	166.0	189.8	286.7
판매비	55.5	51.6	59.7	69.1	89.8
영업이익	85.3	104.0	106.3	120.7	196.8
금융손익	1.2	(1.0)	1.9	(16.1)	(23.2)
중속/관계기업손익	(20.6)	28.6	70.9	55.6	50.9
기타영업외손익	(1.2)	(6.0)	(2.5)	0.0	0.0
세전이익	64.8	125.6	176.6	160.1	224.6
법인세	20.2	21.6	43.8	32.7	57.1
계속사업이익	44.5	104.0	132.8	127.4	167.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	44.5	104.0	132.8	127.4	167.5
비지배주주지분 순이익	0.8	0.4	0.6	1.4	1.8
지배주주순이익	43.7	103.6	132.2	126.1	165.7
지배주주지분포괄이익	44.2	99.8	124.5	125.5	164.9
NOPAT	58.7	86.1	79.9	96.1	146.8
EBITDA	99.8	118.2	122.6	144.7	225.0
성장성(%)					
매출액증가율	(8.5)	7.1	15.6	14.2	28.9
NOPAT증가율	50.5	46.7	(7.2)	20.3	52.8
EBITDA증가율	41.6	18.4	3.7	18.0	55.5
영업이익증가율	52.3	21.9	2.2	13.5	63.0
(지배주주)순이익증가율	26.3	137.1	27.6	(4.6)	31.4
EPS증가율	26.5	136.9	27.6	(6.7)	30.2
수익성(%)					
매출총이익률	12.6	13.0	12.0	12.0	14.1
EBITDA이익률	8.9	9.9	8.9	9.2	11.0
영업이익률	7.6	8.7	7.7	7.6	9.7
계속사업이익률	4.0	8.7	9.6	8.1	8.2
투자지표					
	2016	2017	2018	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	740	1,753	2,237	2,087	2,717
BPS	9,523	10,910	12,690	13,971	16,288
CFPS	1,992	2,167	2,406	2,519	3,706
EBITDAPS	1,690	2,000	2,076	2,395	3,690
SPS	18,922	20,267	23,423	26,145	33,386
DPS	300	350	400	400	400
주가지표(배)					
PER	16.2	22.7	28.5	27.4	21.0
PBR	1.3	3.6	5.0	4.1	3.5
PCFR	6.0	18.4	26.5	22.7	15.4
EV/EBITDA	5.4	18.6	29.8	24.9	16.5
PSR	0.6	2.0	2.7	2.2	1.7
재무비율(%)					
ROE	8.0	17.2	19.0	15.7	18.0
ROA	6.1	13.3	14.8	11.3	11.5
ROIC	18.2	24.5	18.5	15.1	15.9
부채비율	27.1	28.2	25.0	47.9	60.0
순부채비율	(31.0)	(24.3)	(15.5)	12.2	22.3
이자보상배율(배)	43.6	68.5	68.6	5.8	7.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	420.7	468.3	439.9	463.0	601.4
금융자산	213.4	186.5	137.6	114.9	116.3
현금성자산	117.8	104.1	120.5	95.2	88.9
매출채권 등	145.6	177.4	181.7	209.2	291.6
재고자산	56.2	98.6	108.9	125.4	174.8
기타유동자산	5.5	5.8	11.7	13.5	18.7
비유동자산	303.2	367.6	507.7	811.8	1,006.3
투자자산	98.1	123.9	193.5	216.6	221.4
금융자산	7.6	7.0	0.9	1.1	1.5
유형자산	136.7	182.7	263.5	545.3	735.9
무형자산	6.6	5.8	7.1	6.2	5.5
기타비유동자산	61.8	55.2	43.6	43.7	43.5
자산총계	723.9	835.8	947.6	1,274.8	1,607.8
유동부채	120.9	158.9	152.7	172.9	233.2
금융부채	5.8	5.1	4.5	4.5	4.5
매입채무 등	93.0	138.7	125.0	143.9	200.6
기타유동부채	22.1	15.1	23.2	24.5	28.1
비유동부채	33.6	24.8	36.8	240.0	369.6
금융부채	31.3	22.7	15.7	215.7	335.7
기타비유동부채	2.3	2.1	21.1	24.3	33.9
부채총계	154.5	183.7	189.5	412.9	602.8
지배주주지분	562.5	644.5	749.6	852.0	993.3
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)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
이익잉여금	510.0	594.8	698.9	801.3	942.6
비지배주주지분	6.9	7.7	8.5	9.9	11.7
자본총계	569.4	652.2	758.1	861.9	1,005.0
순금융부채	(176.3)	(158.7)	(117.4)	105.3	223.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	85.1	55.5	84.6	81.0	78.6
당기순이익	44.5	104.0	132.8	127.4	167.5
조정	53.6	(0.8)	(11.1)	(24.0)	(21.8)
감가상각비	14.5	14.2	16.3	24.1	28.2
외환거래손익	(0.4)	0.4	0.3	0.0	0.0
지분법손익	19.0	(28.8)	(70.9)	(48.1)	(49.9)
기타	20.5	13.4	43.2	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(13.0)	(47.7)	(37.1)	(22.4)	(67.1)
투자활동 현금흐름	(106.3)	(46.2)	(38.7)	(282.7)	(180.5)
투자자산감소(증가)	19.9	2.9	1.3	24.9	45.2
유형자산감소(증가)	(22.8)	(57.7)	(100.7)	(305.0)	(218.0)
기타	(103.4)	8.6	60.7	(2.6)	(7.7)
재무활동 현금흐름	(22.3)	(23.0)	(29.4)	176.4	95.6
금융부채증가(감소)	(22.6)	(9.3)	(7.6)	200.0	120.0
자본증가(감소)	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.2	3.9	(1.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(11.8)	(17.7)	(20.8)	(23.6)	(24.4)
현금의 증감	(43.3)	(13.8)	16.4	(25.3)	(6.3)
Unlevered CFO	117.7	128.0	142.1	152.2	226.0
Free Cash Flow	61.8	(3.9)	(16.3)	(224.0)	(139.4)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

포스코케미칼



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.24	Neutral	59,000		
19.1.29	BUY	78,000	-18.24%	-8.46%
18.11.20	BUY	91,000	-30.73%	-17.69%
18.11.9				-

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	91.9%	7.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 23일

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 04월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 04월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.