

2019. 7. 10



▲ 핸드셋/전기전자
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

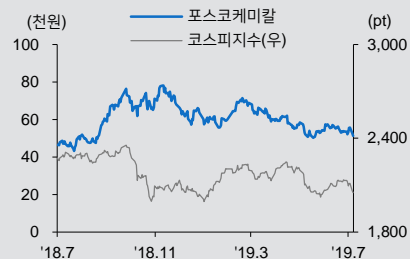
RA **서승연**
02. 6454-4880
sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	70,000 원
현재주가 (7.9)	51,200 원
상승여력	36.7%
KOSPI	2,052.03pt
시가총액	31,226억원
발행주식수	6,099만주
유동주식비율	34.60%
외국인비중	9.66%
52주 최고/최저가	78,100원/43,300원
평균거래대금	194.0억원
주요주주(%)	
포스코 외 1 인	65.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.8	-13.9	5.1
상대주가	-9.9	-13.4	17.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,197.2	104.0	103.6	1,753	137.0	10,910	12.1	1.9	9.2	17.2	28.2
2018	1,383.6	106.3	132.2	2,237	27.6	12,690	23.6	4.2	10.8	19.0	25.0
2019E	1,600.8	102.2	108.7	1,841	-17.7	13,790	27.8	3.7	13.4	13.9	71.2
2020E	2,131.1	157.0	142.7	2,415	31.2	15,853	21.2	3.2	11.0	16.3	109.3
2021E	2,495.0	189.9	184.7	3,126	29.4	18,628	16.4	2.7	10.3	18.1	125.6

포스코케미칼 003670

한 가지 리스크, 두 가지 기회

- ✓ 2Q19 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 9%, 32% 하회 예상
- ✓ 침상코크스 가격하락이 추가적으로 나타나지 않는다면, 주가는 기회를 모색할 전망
- ✓ 양극재의 수익성이 예상보다 빠르게 회복되고 있고, 타이트한 양극재 수급 상황으로 장기 공급 계약에 대한 논의 기대.
- ✓ 음극재는 신규 고객사를 확보해 고객사가 다변화되고 있으며 2020년부터는 고정비 레버리지와 변동비 절감효과로 음극재 마진이 개선될 여지도 존재

2Q19 실적 컨센서스 하회 예상

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,543억원과 192억원으로 컨센서스를 각각 9%, 32% 하회할 전망이다. 2차전지 소재(양극재+음극재) 실적은 1분기 대비 소폭 개선이 예상되나, 생석회와 화성품의 원가부담 가중이 수익성에 부정적인 영향을 줄 전망이다. 모회사와의 판가 계약을 통해 원가부담을 판가에 반영시켜, 3Q19부터는 본업의 실적회복을 예상한다. 피엠씨텍의 실적은 가격의 하락(-22% QoQ)에도 불구하고, 출하량의 회복으로 1분기 수준의 양호한 실적이 예상된다.

한가지 리스크, 두가지 기회

중국업체들의 침상코크스 증설과 전기로 업황 부진으로 침상코크스의 가격하락이 이어지고 있다. 추가적인 가격하락에 대한 리스크는 여전히 존재하지만, 주가는 추가 가격하락이 관찰되기 전까지 기회를 모색할 전망이다. 양극재의 수익성이 예상보다 빠르게 회복되고 있고, 타이트한 양극재수급 상황으로 장기 공급 계약에 대한 논의가 기대된다. 음극재는 신규 고객사를 확보해 고객사가 다변화되고 있으며 2020년부터는 고정비 레버리지와 변동비 절감 효과로 음극재 마진이 개선될 여지도 존재한다. 2차전지 소재의 매출비중은 2019년 17%, 2020년 34%, 2021년 42%로 확대될 전망이며 향후 주가는 기존 본업보다는 2차전지 소재의 실적 방향성에 따라 결정될 것이다. 침상코크스의 가격하락 리스크가 발현되는 경우만 아니라면, 2차전지의 실적 방향성에 따라 매수로 대응함이 바람직하다. 2Q19부터 양극재 실적이 재무제표에 합산 반영이 되어 2020년 영업이익과 순이익을 각각 19%, 13% 상향 조정한다. 이에 따라 적정주가도 70,000원으로 상향한다.

표1 포스코케미칼 2Q19 실적 preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	354.3	334.6	5.9%	355.3	-0.3%	389.0	-8.9%
영업이익	19.2	20.9	-8.2%	21.9	-12.4%	28.5	-32.6%
세전이익	26.8	41.8	-35.7%	33.3	-19.4%	37.4	-28.3%
지배주주 순이익	17.9	32.0	-44.0%	32.9	-45.6%	28.2	-36.6%
영업이익률(%)	5.4%	6.3%		6.2%		7.3%	
지배주주 순이익률(%)	5.0%	9.6%		9.3%		7.2%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 포스코케미칼 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	383.4	1,497.2	1,642.1	392.0	1,540.3	1,688.3	-2.2%	-2.8%	-2.7%
영업이익	30.0	102.2	157.0	31.2	111.0	131.8	-3.7%	-7.9%	19.1%
영업이익률 (%)	7.8%	6.8%	9.6%	8.0%	7.2%	7.8%			
세전이익	37.1	135.9	178.4	38.9	147.0	157.2	-4.6%	-7.6%	13.5%
순이익	28.2	108.7	142.7	29.2	117.6	125.7	-3.6%	-7.6%	13.5%

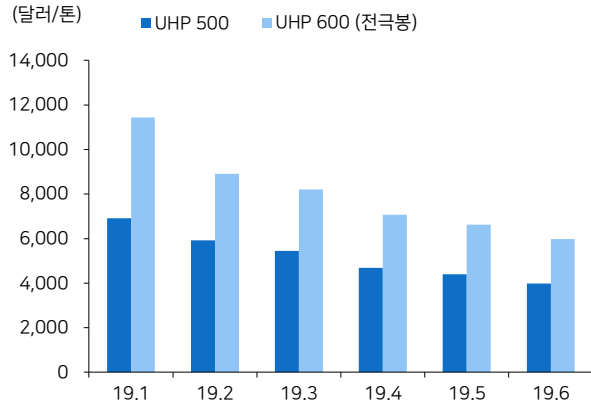
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 포스코케미칼 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율	1,125	1,171	1,170	1,150	1,135	1,125	1,115	1,110	1,154	1,121	1,100
매출액	382.7	384.4	416.8	444.2	473.6	492.4	553.5	611.6	1,628.2	2,131.1	2,495.0
(%, QoQ)	-0.8%	0.4%	8.4%	6.6%	6.6%	4.0%	12.4%	10.5%			
(%, YoY)	8.6%	7.9%	12.6%	15.2%	23.7%	28.1%	32.8%	37.7%	11.2%	30.9%	17.1%
내화물	73.7	74.7	82.6	76.7	80.3	78.9	82.7	75.1	307.7	317.0	316.0
로재정비	39.8	36.9	39.0	43.8	40.6	37.7	39.8	44.7	159.5	162.7	166.0
건설공사	8.7	8.2	9.8	13.1	8.9	8.4	10.0	13.4	39.9	40.7	41.5
생석회	87.8	87.7	95.5	89.7	93.1	92.5	96.5	92.2	360.7	374.3	376.7
화성	100.8	102.9	110.5	123.7	107.8	110.1	118.3	132.3	437.9	468.6	501.4
음극재	32.0	33.4	34.3	44.8	56.9	56.4	57.6	60.5	144.6	231.5	317.8
양극재	27.4	30.1	33.4	40.1	73.4	97.8	136.9	181.0	131.0	489.1	727.7
기타	12.5	10.5	11.6	12.4	12.6	10.6	11.7	12.5	47.0	47.4	47.9
영업이익	21.9	19.2	30.0	31.1	35.4	36.5	41.1	44.0	102.2	157.0	189.9
(%, QoQ)	-25.0%	-12.4%	56.4%	3.5%	14.0%	3.0%	12.6%	7.0%			
(%, YoY)	-5.0%	-8.2%	-9.2%	6.3%	61.6%	90.1%	36.8%	41.5%	-3.8%	53.5%	20.9%
영업이익률 (%)	5.7%	5.0%	7.2%	7.0%	7.5%	7.4%	7.4%	7.2%	6.3%	7.4%	7.6%
세전이익	33.3	26.8	37.1	38.7	42.4	41.5	45.6	48.9	135.9	178.4	220.3
지배주주순이익	32.9	17.9	28.2	29.8	33.5	32.6	36.6	40.0	108.7	142.7	184.7
지배주주순이익률 (%)	8.6%	4.7%	6.8%	6.7%	7.1%	6.6%	6.6%	6.5%	6.7%	6.7%	7.4%

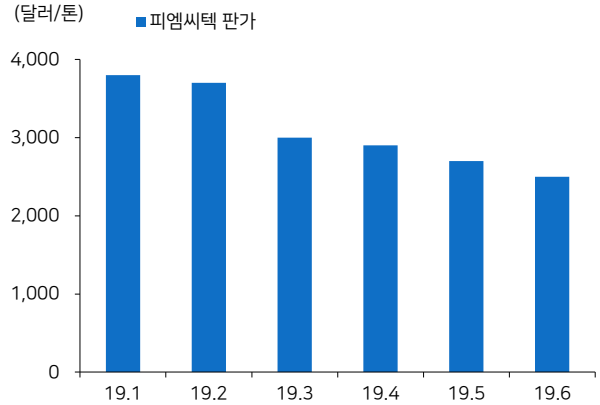
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 전극봉 가격 추이



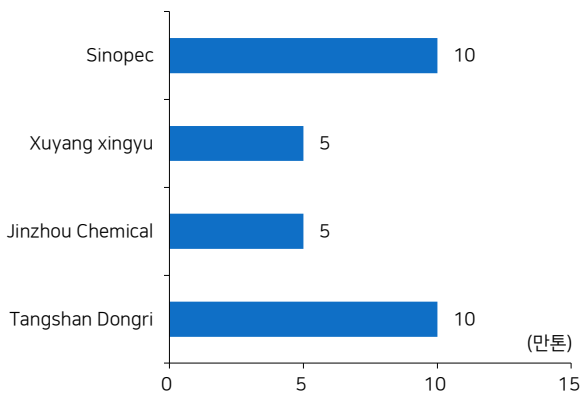
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 피엠씨텍 판가 (추정)



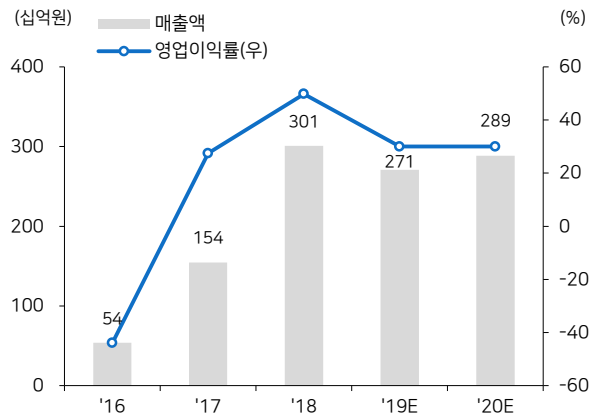
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 침상코크스 경쟁사 증설 현황



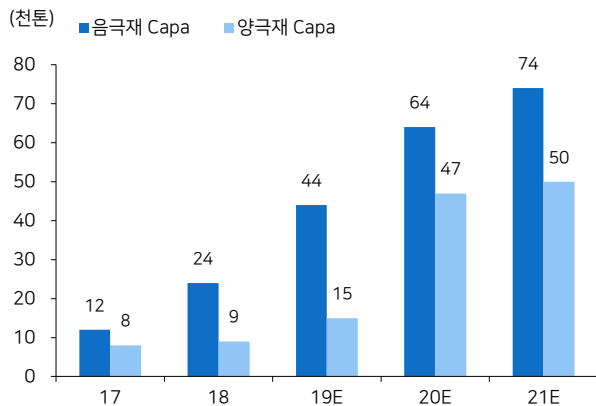
참고: Sinopec 준공은 20년 6월, 나머지는 19년 내 준공 및 가동
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 피엠씨텍 실적



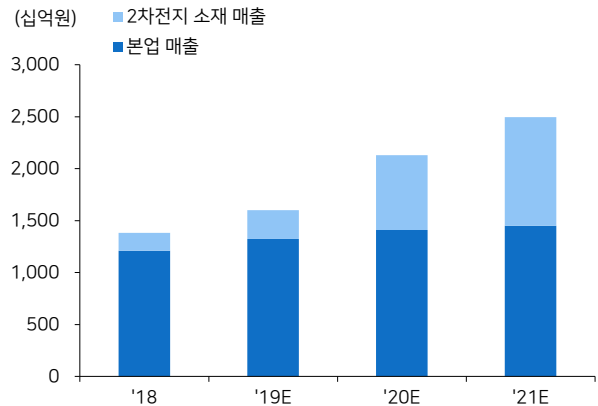
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 양극재, 음극재 증설 스케줄



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 2차전지 소재 매출비중 증가



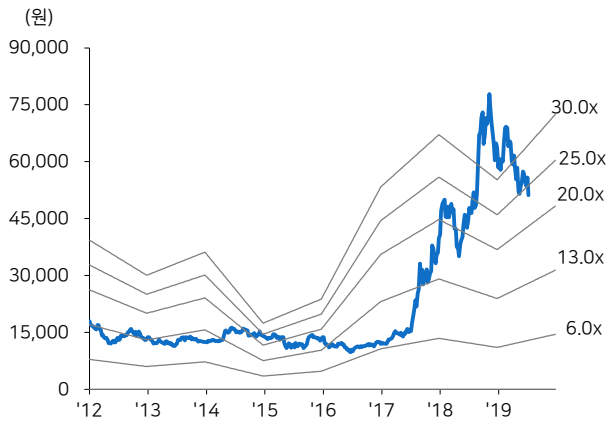
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 포스코케미칼 적정주가 산정표

(원)	2020E 비교
EPS	2,415
적정배수 (배)	29.0 2차전지 기대감 반영되던 17년, 18년 high 멀티플 평균
적정가치	70,167
적정주가	70,000
현재주가	51,200
상승여력 (%)	36.7%

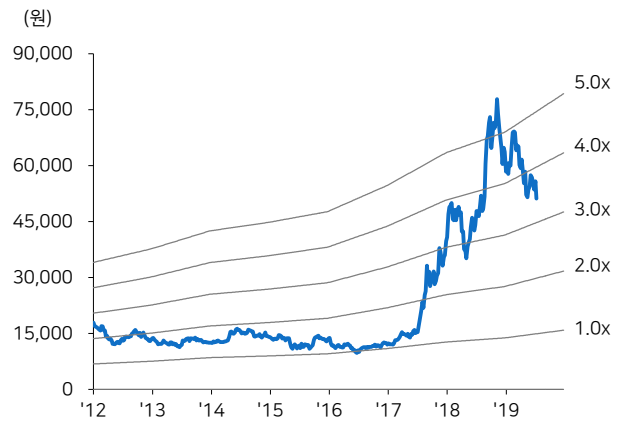
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 포스코케미칼 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 포스코케미칼 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 포스코케미칼 밸류에이션 테이블

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
주가 (원)											
High	156,000	248,000	187,100	140,200	164,000	152,000	14,100	41,200	81,300		
Low	46,100	111,200	116,900	102,100	121,800	10,350	9,460	11,650	34,900		
Average	92,309	167,387	144,037	126,849	142,760	53,782	11,490	21,144	52,738		
확정치 기준 PER (배)											
High	161.6	159.6	146.3	141.0	133.4	259.6	19.1	23.5	36.3		
Low	47.8	71.6	91.4	102.7	99.0	17.7	12.8	6.6	15.6		
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	2,237	1,841	2,415
EPS Growth (%)	nm	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-52.4	26.4	137.0	27.6	-17.7	31.2
컨센서스 기준 PER (배)											
High	175.5	158.4	142.2	139.9	136.1	261.6	17.8	23.2	33.5		
Low	51.9	71.0	88.8	101.9	101.1	17.8	11.9	6.6	14.4		
Average	103.8	106.9	109.5	126.6	118.5	92.6	14.5	11.9	21.7		
EPS (원)	889	1,566	1,316	1,002	1,205	581	793	1,778	2,425	2,195	3,002
EPS growth (%)					21.2	-52.8	35.5	140.3	38.3	-1.9	36.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,197.2	1,383.6	1,600.8	2,131.1	2,495.0
매출액증가율 (%)	7.1	15.6	15.7	33.1	17.1
매출원가	1,041.6	1,217.6	1,427.9	1,881.1	2,195.6
매출총이익	155.6	166.0	172.8	250.0	299.4
판매관리비	51.6	59.7	70.6	93.0	109.5
영업이익	104.0	106.3	102.2	157.0	189.9
영업이익률	8.7	7.7	6.4	7.4	7.6
금융손익	-1.0	1.9	-3.3	-19.6	-19.7
종속/관계기업손익	28.6	70.9	38.1	40.7	48.5
기타영업외손익	-6.0	-2.5	-1.1	0.3	1.7
세전계속사업이익	125.6	176.6	135.9	178.4	220.3
법인세비용	21.6	43.9	27.2	35.7	44.1
당기순이익	104.0	132.8	108.7	142.7	184.7
지배주주지분 순이익	103.6	132.2	108.7	142.7	184.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	55.5	84.6	77.3	110.8	208.4
당기순이익(손실)	104.0	132.8	108.7	142.7	184.7
유형자산상각비	12.6	15.6	21.7	29.5	40.4
무형자산상각비	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
운전자본의 증감	-47.7	-37.1	-52.7	-83.4	-59.2
투자활동 현금흐름	-46.2	-38.7	-325.2	-325.3	-325.3
유형자산의증가(CAPEX)	-59.4	-100.9	-400.0	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	0.3	1.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-23.0	-29.4	289.3	354.7	309.3
차입금의 증감	-9.2	-7.6	329.2	375.5	330.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-13.8	16.4	-8.2	-16.0	17.0
기초현금	117.8	104.1	120.5	112.3	96.3
기말현금	104.1	120.5	112.3	96.3	113.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	468.3	440.0	509.2	639.3	743.4
현금및현금성자산	104.1	120.5	112.3	96.3	113.3
매출채권	176.2	180.9	232.0	323.1	349.3
재고자산	98.6	108.9	145.8	195.5	253.3
비유동자산	367.6	507.7	900.4	1,338.5	1,758.1
유형자산	182.7	263.5	602.7	973.2	1,332.7
무형자산	5.9	7.1	11.4	16.0	20.7
투자자산	124.1	188.3	210.6	251.3	299.8
자산총계	835.8	947.6	1,409.7	1,977.8	2,501.5
유동부채	158.9	152.7	228.6	292.7	320.7
매입채무	107.2	89.8	150.8	195.9	211.5
단기차입금	0.0	0.0	4.6	0.0	0.0
유동성장기부채	5.1	4.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	24.8	36.8	357.8	739.9	1,071.8
사채	0.0	0.1	0.1	0.1	200.1
장기차입금	22.7	15.7	344.8	724.8	854.8
부채총계	183.7	189.5	586.4	1,032.6	1,392.5
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
기타포괄이익누계액	-3.6	-2.5	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	594.8	698.9	763.1	885.0	1,048.9
비지배주주지분	7.7	8.5	8.7	8.7	8.7
자본총계	652.2	758.1	823.3	945.1	1,109.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	20,267	23,423	27,099	36,078	42,237
EPS(지배주주)	1,753	2,237	1,841	2,415	3,126
CFPS	-233	278	-138	-271	288
EBITDAPS	2,001	2,077	2,112	3,171	3,912
BPS	10,910	12,690	13,790	15,853	18,628
DPS	350	400	330	400	500
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6	0.8	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	23.6	27.8	21.2	16.4
PCR	-90.8	190.0	-369.9	-189.1	177.7
PSR	1.0	2.3	1.9	1.4	1.2
PBR	1.9	4.2	3.7	3.2	2.7
EBITDA	118	123	125	187	231
EV/EBITDA	9.2	10.8	13.4	11.0	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.2	19.0	13.9	16.3	18.1
EBITDA 이익률	87.6	107.7	87.2	76.2	79.9
부채비율	28.2	25.0	71.2	109.3	125.6
금융비용부담률	-0.1	-0.1	0.3	1.0	1.5
이자보상배율(x)	68.4	68.6	11.6	6.4	4.7
매출채권회전율(x)	7.5	7.7	7.8	7.7	7.4
재고자산회전율(x)	13.5	11.7	11.2	11.0	9.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 10일 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 : 주민우, 서승연)

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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

