

# 포스코케미칼 (003670)

## 좋은 회사, 비싼 가격

### 2Q19 Review : 음극재 매출 가파른 상승세 지속

2019년 2분기 실적은 연결 기준 매출 3,698억원(YoY +11%, QoQ +4%), 영업이익 167억원(YoY -20%, QoQ -23%)로 컨센서스를 하회했다. 1) 음극재 부문의 경우 매출 312억원으로 전년 동기 대비 매출이 +40% 증가하며 성장세를 이어 갔으나 증설 과정에서 관련 비용 증가에 따른 영업이익률 소폭 하락이 있었던 것으로 추정되며, 2) 노재정비 부문의 정년퇴직 인원 대비한 인건비 증가, 3) 자회사 PMC Tech의 침상코크스 판매 가격 하락에 따른 지분법이익 감소로 실적이 다소 부진했다.

### 2019년 실적 성장세는 다소 둔화, 2차전지 소재 비중은 증가

2019년 실적은 매출 1.6조원(YoY +14%), 영업이익 1,027억원(YoY -3%)으로 전년과 유사한 수준의 실적이 전망된다. 1) 연말 기준 음극재 CAPA가 전년 대비 +83% 증가한 44천톤으로 확대되면서 전사 실적 대비 음극재 매출 비중은 연간 실적 기준 9%까지 상승할 전망이다. 2) 2분기부터 첫 매출 발생한 양극재 부문의 경우 연간 매출 1,300억원이 전망되며 전사 매출 대비 양극재 매출 비중은 9%까지 상승할 것으로 전망된다. 이에 따라 전사 매출 대비 전기차 배터리 소재 매출 비중은 2019년 18%, 2020년 42%, 2021년 50%까지 상승하며 기업가치 상승을 견인할 전망이다. 한편 자회사 PMC Tech의 침상코크스 판매 가격 하락에 따른 지분법이익 감소로 인해 연간 순이익은 1,214억원(YoY -8%)로 역성장이 전망된다.

### 투자의견 Neutral 유지, 중장기 방향성은 명확

포스코케미칼에 대해 투자의견 Neutral, 목표주가 59,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 최근 3년 평균 PER 26배를 적용하여 산출하였다. 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**

TP(12M): 59,000원 | CP(7월 17일): 53,500원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,072.92
52주 최고/최저(원)	78,100/43,300
시가총액(십억원)	3,262.9
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	60,988.2
60일 평균 거래량(천주)	335.8
60일 평균 거래대금(십억원)	18.2
19년 배당금(예상, 원)	400
19년 배당수익률(예상, %)	0.75
외국인지분율(%)	9.62
주요주주 지분율(%)	
포스코 외 1인	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.1) (8.9) 16.6
상대	(2.2) (7.4) 29.2

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,588.1	2,197.5
영업이익(십억원)	115.2	177.0
순이익(십억원)	128.7	172.3
EPS(원)	2,162	3,034
BPS(원)	14,349	16,974

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,197.2	1,383.6	1,553.0	2,132.4	2,444.3
영업이익	십억원	104.0	106.3	102.7	163.1	184.1
세전이익	십억원	125.6	176.6	140.9	190.7	208.9
순이익	십억원	103.6	132.2	121.4	160.8	175.6
EPS	원	1,753	2,237	2,009	2,636	2,879
증감률	%	136.9	27.6	(10.2)	31.2	9.2
PER	배	22.70	28.47	26.63	20.30	18.58
PBR	배	3.65	5.02	3.96	3.40	3.00
EV/EBITDA	배	18.62	29.79	22.72	15.61	13.46
ROE	%	17.16	18.96	15.43	18.01	17.15
BPS	원	10,910	12,690	13,516	15,752	17,832
DPS	원	350	400	400	400	400



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

표 1. 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	358	395	411	1,164	1,341	1,507	2,087
음극재	17	22	26	26	32	31	36	42	38	91	141	289
양극재	-	-	-	-	-	31	46	53	-	-	130	594
내화물	77	64	73	70	74	68	75	65	239	284	282	268
로재정비	40	39	38	43	40	39	36	40	145	160	155	153
건설 공사	22	16	10	13	9	15	16	14	68	60	54	61
생석회	80	84	85	86	88	83	86	86	317	335	342	331
화성(케미칼)	94	98	103	116	101	91	101	110	356	410	403	390
매출비중												
음극재	5%	7%	8%	7%	9%	9%	9%	10%	3%	7%	9%	14%
양극재	0%	0%	0%	0%	0%	9%	12%	13%	0%	0%	9%	28%
내화물	23%	20%	22%	20%	21%	19%	19%	16%	21%	21%	19%	13%
로재정비	12%	12%	11%	12%	12%	11%	9%	10%	12%	12%	10%	7%
건설 공사	7%	5%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	6%	5%	4%	3%
생석회	24%	26%	25%	24%	26%	23%	22%	21%	27%	25%	23%	16%
화성(케미칼)	28%	30%	31%	33%	29%	26%	26%	27%	31%	31%	27%	19%
연결 매출	337	335	346	366	355	370	406	422	1,197	1,384	1,553	2,132
연결 영업이익	23	21	33	29	22	17	32	32	104	106	103	163
영업이익률	6.8%	6.3%	9.6%	8.0%	6.2%	4.5%	7.8%	7.6%	8.7%	7.7%	6.6%	7.6%

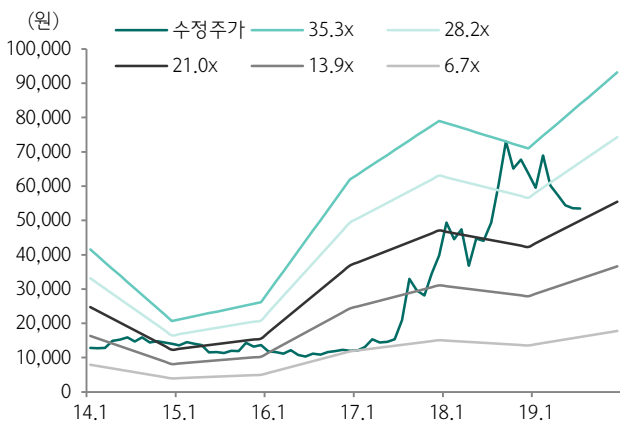
자료: 하나금융투자

표 2. 목표주가 산출

		비고
EPS (원)	2,322	12M Fwd
Target PER (배)	25.5	최근 3년 평균 PER
Premium/Discount (%)	-	-
적정가치 (원)	59,228	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>59,000</b>	
현재주가 (원)	53,500	2019.7.17 종가
<b>상승 여력 (%)</b>	<b>10%</b>	2019년 추정

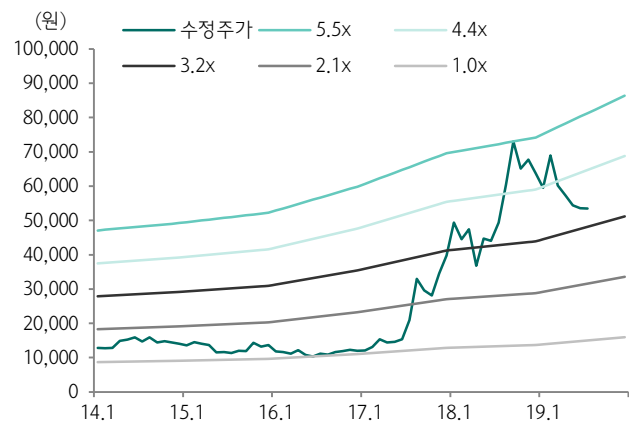
자료: 하나금융투자

그림 1. 포스코케미칼 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 포스코케미칼 Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

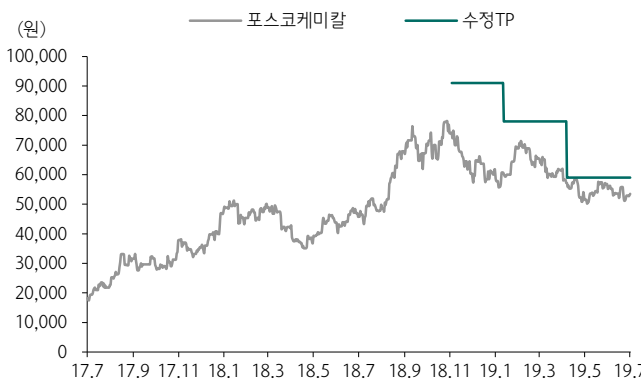
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,197.2</b>	<b>1,383.6</b>	<b>1,553.0</b>	<b>2,132.4</b>	<b>2,444.3</b>
매출원가	1,041.6	1,217.6	1,380.9	1,875.3	2,152.7
매출총이익	155.6	166.0	172.1	257.1	291.6
판매비	51.6	59.7	69.4	94.0	107.5
<b>영업이익</b>	<b>104.0</b>	<b>106.3</b>	<b>102.7</b>	<b>163.1</b>	<b>184.1</b>
금융손익	(1.0)	1.9	1.0	(1.8)	(3.7)
중속/관계기업손익	28.6	70.9	36.7	29.5	28.5
기타영업외손익	(6.0)	(2.5)	0.5	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>125.6</b>	<b>176.6</b>	<b>140.9</b>	<b>190.7</b>	<b>208.9</b>
법인세	21.6	43.8	19.5	30.0	33.3
계속사업이익	104.0	132.8	121.4	160.8	175.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>104.0</b>	<b>132.8</b>	<b>121.4</b>	<b>160.8</b>	<b>175.6</b>
비지배주주지분 손익	0.4	0.6	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>지배주주순이익</b>	<b>103.6</b>	<b>132.2</b>	<b>121.4</b>	<b>160.8</b>	<b>175.6</b>
지배주주지분포괄이익	99.8	124.5	121.5	159.9	174.7
NOPAT	86.1	79.9	88.5	137.4	154.7
EBITDA	118.2	122.6	145.6	211.1	232.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	7.1	15.6	12.2	37.3	14.6
NOPAT증가율	46.7	(7.2)	10.8	55.3	12.6
EBITDA증가율	18.4	3.7	18.8	45.0	9.9
영업이익증가율	21.9	2.2	(3.4)	58.8	12.9
(지배주주)순이익증가율	137.1	27.6	(8.2)	32.5	9.2
EPS증가율	136.9	27.6	(10.2)	31.2	9.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	13.0	12.0	11.1	12.1	11.9
EBITDA이익률	9.9	8.9	9.4	9.9	9.5
영업이익률	8.7	7.7	6.6	7.6	7.5
계속사업이익률	8.7	9.6	7.8	7.5	7.2
<b>투자지표</b>					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,753	2,237	2,009	2,636	2,879
BPS	10,910	12,690	13,516	15,752	17,832
CFPS	2,167	2,406	2,583	3,480	3,807
EBITDAPS	2,000	2,076	2,410	3,462	3,805
SPS	20,267	23,423	25,701	34,964	40,078
DPS	350	400	400	400	400
<b>주가지표(배)</b>					
PER	22.7	28.5	26.6	20.3	18.6
PBR	3.6	5.0	4.0	3.4	3.0
PCFR	18.4	26.5	20.7	15.4	14.1
EV/EBITDA	18.6	29.8	22.7	15.6	13.5
PSR	2.0	2.7	2.1	1.5	1.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	17.2	19.0	15.4	18.0	17.1
ROA	13.3	14.8	11.9	12.8	11.7
ROIC	24.5	18.5	14.8	17.6	18.8
부채비율	28.2	25.0	30.5	47.6	42.4
순부채비율	(24.3)	(15.5)	4.4	2.5	(13.4)
이자보상배율(배)	68.5	68.6	83.3	49.6	24.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>468.3</b>	<b>439.9</b>	<b>345.5</b>	<b>514.4</b>	<b>690.0</b>
금융자산	186.5	137.6	22.8	154.9	326.1
현금성자산	104.1	120.5	5.4	129.0	299.9
매출채권 등	177.4	181.7	185.3	203.9	206.4
재고자산	98.6	108.9	125.5	138.0	139.7
기타유동자산	5.8	11.7	11.9	17.6	17.8
<b>비유동자산</b>	<b>367.6</b>	<b>507.7</b>	<b>741.8</b>	<b>916.1</b>	<b>870.5</b>
투자자산	123.9	193.5	195.0	199.3	201.7
금융자산	7.0	0.9	1.1	1.6	1.6
유형자산	182.7	263.5	529.9	700.6	653.3
무형자산	5.8	7.1	6.6	5.8	5.1
기타비유동자산	55.2	43.6	10.3	10.4	10.4
<b>자산총계</b>	<b>835.8</b>	<b>947.6</b>	<b>1,087.3</b>	<b>1,430.4</b>	<b>1,560.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>158.9</b>	<b>152.7</b>	<b>174.9</b>	<b>249.8</b>	<b>252.6</b>
금융부채	5.1	4.5	4.6	4.6	4.6
매입채무 등	138.7	125.0	144.0	214.3	217.0
기타유동부채	15.1	23.2	26.3	30.9	31.0
<b>비유동부채</b>	<b>24.8</b>	<b>36.8</b>	<b>79.4</b>	<b>211.3</b>	<b>211.7</b>
금융부채	22.7	15.7	55.1	175.1	175.1
기타비유동부채	2.1	21.1	24.3	36.2	36.6
<b>부채총계</b>	<b>183.7</b>	<b>189.5</b>	<b>254.2</b>	<b>461.0</b>	<b>464.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>644.5</b>	<b>749.6</b>	<b>824.3</b>	<b>960.7</b>	<b>1,087.6</b>
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	(3.6)	(2.5)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
이익잉여금	594.8	698.9	772.9	909.2	1,036.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>7.7</b>	<b>8.5</b>	<b>8.7</b>	<b>8.7</b>	<b>8.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>652.2</b>	<b>758.1</b>	<b>833.0</b>	<b>969.4</b>	<b>1,096.2</b>
순금융부채	(158.7)	(117.4)	36.8	24.7	(146.5)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>55.5</b>	<b>84.6</b>	<b>128.5</b>	<b>230.3</b>	<b>193.9</b>
당기순이익	104.0	132.8	121.4	160.8	175.6
조정	(0.8)	(11.1)	10.4	19.5	19.5
감가상각비	14.2	16.3	42.9	48.0	48.0
외환거래손익	0.4	0.3	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	(28.8)	(70.9)	(32.7)	(28.5)	(28.5)
기타	13.4	43.2	0.6	0.0	0.0
영업활동 현금흐름	(47.7)	(37.1)	(3.3)	50.0	(1.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(46.2)</b>	<b>(38.7)</b>	<b>(242.1)</b>	<b>(202.3)</b>	<b>25.8</b>
투자자산감소(증가)	2.9	1.3	31.7	24.2	26.1
유형자산감소(증가)	(57.7)	(100.7)	(288.4)	(218.0)	0.0
기타	8.6	60.7	14.6	(8.5)	(0.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(23.0)</b>	<b>(29.4)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>95.6</b>	<b>(48.8)</b>
금융부채증가(감소)	(9.3)	(7.6)	39.5	120.0	0.0
자본증가(감소)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	3.9	(1.0)	(17.4)	(0.0)	0.0
배당지급	(17.7)	(20.8)	(23.6)	(24.4)	(48.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(13.8)</b>	<b>16.4</b>	<b>(115.1)</b>	<b>123.6</b>	<b>170.9</b>
Unlevered CFO	128.0	142.1	156.1	212.2	232.2
Free Cash Flow	(3.9)	(16.3)	(160.0)	12.3	193.9

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	90.0%	9.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 17일

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 07월 18일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 07월 18일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.