2019년 10월 17일 I Equity Research

포스코케미칼 (003670)

배터리 소재 업체로의 기업가치 전환 과도기

3Q19 Review : 고객사 주문량 예상 보다 부진

2019년 3분기 실적은 연결 기준 매출 3,717억원(YoY +7%, QoQ +1%), 영업이익 280억원(YoY -15%, QoQ +67%)으로 컨센서스를 소폭 하회했다. 1) 음극재 부문의 경우 주요 고객사 신규 공장 가동률이 예상 보다 낮은 수준에 머물면서 전기차 배터리 관련 음극재 주문량이 전분기 대비 큰 폭으로 감소했다. 2) 양극재 부문의 경우 IT 기기 전방 수요가 부진하며 IT/Mobile 관련 매출이 전분기 대비 -8% 감소했으나, 3) 전기차 배터리 관련 양극재 매출의 경우 신규 CAPA 가동률이 상승하며 전분기 대비 +39% 증가했다. 4) 한편, 자회사 PMC Tech의 침상코크스 판매 가격 하락이 3개 분기 연속 하락하며 지분법이익은 전분기 대비 감소했다.

실적 역성장 불가피, 배터리 소재 비중 2021년 45% 전망

2019년 실적은 매출 1.5조원(YoY +8%), 영업이익 961억원(YoY -10%)으로 전년 대비 역성장이 불가피할 전망이다. 1) 주요 고객사의 전기차 배터리 CAPA 수율 문제 및 글로벌 소형 전지 시장 성장세 둔화, 국내 ESS 관련 프로젝트 중단 등으로 인해 양극재 및 음극재 관련 매출 증가 속도는 예상 보다 더딜 것으로 전망된다. 다만, 연말 기준 음극재 CAPA가 전년 대비 +83% 증가하고, 양극재 CAPA 역시 증설을 지속하면서 전사 매출 대비 양극재 및 음극재 매출 비중은 2019년 15%, 2020년 36%, 2021년 45%까지 상승하며 기업가치 전환이 지속될 것으로 예상된다는 점은 고무적이다.

투자의견 Neutral 유지

포스코케미칼에 대해 투자의견 Neutral을 유지하고 목표주가는 44,000원으로 하향한다. 2020년 기준 배터리 소재 관련 부문 실적 추정치에 대해 PER 25배, 기타 부문 실적에 대해 PER 10배 적용시 현 가격대에서 추가적인 주가 Up-side를 기대하기 어렵다고 판단된다. 배터리 소재 부문의 성장성은 확고하나 높은 가격대에 대한 부담과 함께 향후 자회사 지분법이익 감소 리스크가 Valuation 부담을 더욱 높일 수 있다는 측면에서 향후 배터리 시장 전방 수요 개선 확인 후 매수를 권고한다.

Update

Neutral

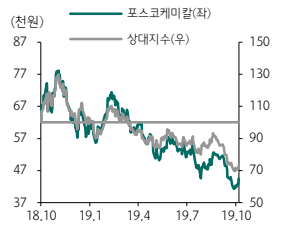
I TP(12M): 44,000원(하향) I CP(10월 16일): 44,450원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,082.83
52주 최고/최저(원)	78,100/41,250
시가총액(십억원)	2,710.9
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	60,988.2
60일 평균 거래량(천주)	313.2
60일 평균 거래대금(십억원)	15.2
19년 배당금(예상,원)	400
19년 배당수익률(예상,%)	0.90
외국인지분율(%)	7.53
주요주주 지분율(%)	
포스코 외 1 인	65.40
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(14.0)	(27.7)	(36.9)
상대	(14.9)	(22.0)	(35.0)

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	1,544.7	2,092.9
영업이익(십억원)	101.5	151.6
순이익(십억원)	117.1	142.0
EPS(원)	1,931	2,320
BPS(원)	14,289	16,186

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,197.2	1,383.6	1,492.2	1,928.2	2,256.9
영업이익	십억원	104.0	106.3	96.1	132.7	166.7
세전이익	십억원	125.6	176.6	129.9	157.9	191.8
순이익	십억원	103.6	132.2	114.6	136.1	164.9
EPS	원	1,753	2,237	1,896	2,231	2,703
증감률	%	136.9	27.6	(15.2)	17.7	21.2
PER	배	22.70	28.47	23.44	19.92	16.44
PBR	배	3.65	5.02	2.68	2.41	2.15
EV/EBITDA	배	18.62	29.79	18.39	14.12	11.64
ROE	%	17.16	18.96	13.01	12.75	13.82
BPS	원	10,910	12,690	16,583	18,414	20,717
DPS	원	350	400	400	400	400

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

하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

표 1. 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
별도 매출	**328**	**324**	**335**	**354**	**343**	**358**	**359**	**384**	**1,164**	**1,341**	**1,444**	**1,881**
음극재	**17**	**22**	**26**	**26**	**32**	**31**	**27**	**32**	**38**	**91**	**122**	**206**
양극재	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**31**	**32**	**37**	**-**	**-**	**100**	**476**
내화물	77	64	73	70	74	68	67	65	239	284	273	266
로재정비	40	39	38	43	40	39	39	40	145	160	158	154
건설 공사	22	16	10	13	9	15	13	14	68	60	51	60
생석회	80	84	85	86	88	83	87	86	317	335	343	332
화성(케미칼)	94	98	103	116	101	91	95	110	356	410	397	388
매출비중												
음극재	**5%**	**7%**	**8%**	**7%**	**9%**	**9%**	**7%**	**8%**	**3%**	**7%**	**8%**	**11%**
양극재	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**	**0%**	**9%**	**9%**	**10%**	**0%**	**0%**	**7%**	**25%**
내화물	23%	20%	22%	20%	21%	19%	19%	17%	21%	21%	19%	14%
로재정비	12%	12%	11%	12%	12%	11%	11%	10%	12%	12%	11%	8%
건설 공사	7%	5%	3%	4%	3%	4%	3%	4%	6%	5%	4%	3%
생석회	24%	26%	25%	24%	26%	23%	24%	22%	27%	25%	24%	18%
화성(케미칼)	28%	30%	31%	33%	29%	26%	27%	29%	31%	31%	28%	21%
연결 매출	**337**	**335**	**346**	**366**	**355**	**370**	**372**	**395**	**1,197**	**1,384**	**1,492**	**1,928**
연결 영업이익	**23**	**21**	**33**	**29**	**22**	**17**	**28**	**29**	**104**	**106**	**96**	**133**
영업이익률	6.8%	6.3%	9.6%	8.0%	6.2%	4.5%	7.5%	7.4%	8.7%	7.7%	6.4%	6.9%

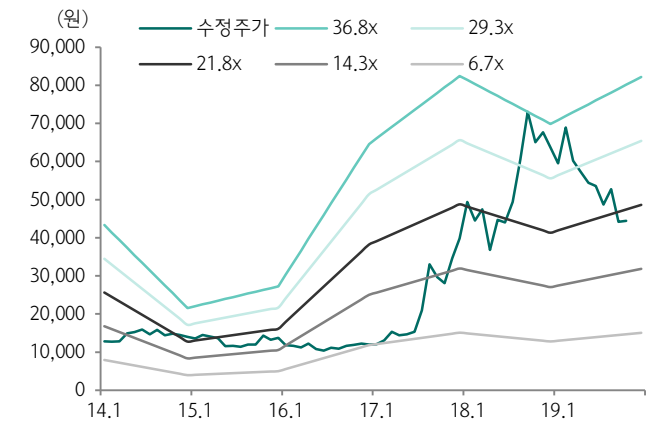
자료: 하나금융투자

표 2. 목표주가 산출

		비고
EPS (원)	2,231	2020년 추정
Target PER (배)	20	최근 3년 평균 PER 15% discount
적정가치 (원)	44,620	
목표주가 (원)	**44,000**	
현재주가 (원)	44,450	2019.10.16 종가
상승 여력 (%)	**-1%**	

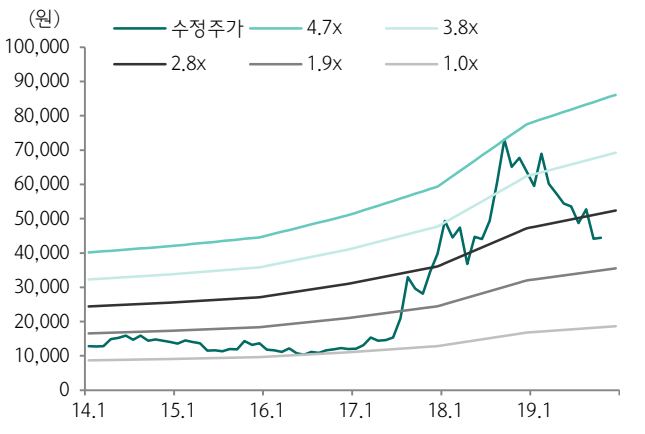
자료: 하나금융투자

그림 1. 포스코케미칼 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 포스코케미칼 Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**1,197.2**	**1,383.6**	**1,492.2**	**1,928.2**	**2,256.9**
매출원가	1,041.6	1,217.6	1,325.2	1,710.4	1,991.0
매출총이익	155.6	166.0	167.0	217.8	265.9
판관비	51.6	59.7	71.0	85.0	99.3
영업이익	**104.0**	**106.3**	**96.1**	**132.7**	**166.7**
금융손익	(1.0)	1.9	2.2	(0.6)	(0.4)
종속/관계기업손익	28.6	70.9	31.0	25.8	25.5
기타영업외손익	(6.0)	(2.5)	0.6	0.0	0.0
세전이익	**125.6**	**176.6**	**129.9**	**157.9**	**191.8**
법인세	21.6	43.8	15.0	21.4	26.4
계속사업이익	104.0	132.8	114.8	136.5	165.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**104.0**	**132.8**	**114.8**	**136.5**	**165.4**
비지배주주지분 순이익	0.4	0.6	0.3	0.5	0.6
지배주주순이익	**103.6**	**132.2**	**114.6**	**136.1**	**164.9**
지배주주지분포괄이익	99.8	124.5	113.3	135.3	164.0
NOPAT	86.1	79.9	84.9	114.7	143.7
EBITDA	118.2	122.6	144.8	192.7	230.6
성장성(%)					
매출액증가율	7.1	15.6	7.8	29.2	17.0
NOPAT증가율	46.7	(7.2)	6.3	35.1	25.3
EBITDA증가율	18.4	3.7	18.1	33.1	19.7
영업이익증가율	21.9	2.2	(9.6)	38.1	25.6
(지배주주)순익증가율	137.1	27.6	(13.3)	18.8	21.2
EPS증가율	136.9	27.6	(15.2)	17.7	21.2
수익성(%)					
매출총이익률	13.0	12.0	11.2	11.3	11.8
EBITDA이익률	9.9	8.9	9.7	10.0	10.2
영업이익률	8.7	7.7	6.4	6.9	7.4
계속사업이익률	8.7	9.6	7.7	7.1	7.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,753	2,237	1,896	2,231	2,703
BPS	10,910	12,690	16,583	18,414	20,717
CFPS	2,167	2,406	2,683	3,159	3,780
EBITDAPS	2,000	2,076	2,396	3,159	3,780
SPS	20,267	23,423	24,696	31,616	37,006
DPS	350	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	22.7	28.5	23.4	19.9	16.4
PBR	3.6	5.0	2.7	2.4	2.1
PCFR	18.4	26.5	16.6	14.1	11.8
EV/EBITDA	18.6	29.8	18.4	14.1	11.6
PSR	2.0	2.7	1.8	1.4	1.2
재무비율(%)					
ROE	17.2	19.0	13.0	12.8	13.8
ROA	13.3	14.8	10.5	10.1	10.8
ROIC	24.5	18.5	13.2	13.5	15.3
부채비율	28.2	25.0	21.6	27.8	26.5
순부채비율	(24.3)	(15.5)	(5.6)	(0.0)	(3.0)
이자보상배율(배)	68.5	68.6	82.8	78.2	91.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**468.3**	**439.9**	**425.4**	**523.0**	**614.3**
금융자산	186.5	137.6	99.5	72.0	99.4
현금성자산	104.1	120.5	81.0	46.4	70.3
매출채권 등	177.4	181.7	196.3	271.8	310.2
재고자산	98.6	108.9	117.6	162.9	185.9
기타유동자산	5.8	11.7	12.0	16.3	18.8
비유동자산	**367.6**	**507.7**	**815.8**	**923.9**	**996.3**
투자자산	123.9	193.5	194.9	267.9	305.2
금융자산	7.0	0.9	1.0	1.4	1.6
유형자산	182.7	263.5	565.0	601.9	638.5
무형자산	**5.8**	**7.1**	**12.0**	**10.1**	**8.6**
기타비유동자산	**55.2**	**43.6**	**43.9**	**44.0**	**44.0**
자산총계	**835.8**	**947.6**	**1,241.2**	**1,446.9**	**1,610.5**
유동부채	**158.9**	**152.7**	**160.4**	**215.7**	**243.9**
금융부채	5.1	4.5	4.6	4.6	4.6
매입채무 등	138.7	125.0	135.0	186.9	213.4
기타유동부채	15.1	23.2	20.8	24.2	25.9
비유동부채	**24.8**	**36.8**	**60.4**	**98.7**	**93.2**
금융부채	**22.7**	**15.7**	**37.6**	**67.1**	**57.1**
기타비유동부채	2.1	21.1	22.8	31.6	36.1
부채총계	**183.7**	**189.5**	**220.9**	**314.4**	**337.0**
지배주주지분	**644.5**	**749.6**	**1,011.3**	**1,123.1**	**1,263.5**
자본금	**29.5**	**29.5**	**30.5**	**30.5**	**30.5**
자본잉여금	23.7	23.7	194.5	194.5	194.5
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(3.6)	(2.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	594.8	698.9	787.5	899.2	1,039.7
비지배주주지분	**7.7**	**8.5**	**9.0**	**9.4**	**10.0**
자본총계	**652.2**	**758.1**	**1,020.3**	**1,132.5**	**1,273.5**
순금융부채	(158.7)	(117.4)	(57.2)	(0.2)	(37.6)

현금흐름표

(단위: 십억원)

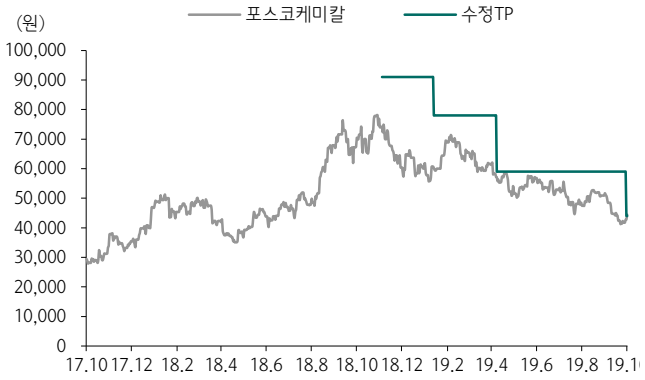
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**55.5**	**84.6**	**79.4**	**109.6**	**172.6**
당기순이익	104.0	132.8	114.8	136.5	165.4
조정	(0.8)	(11.1)	23.7	34.2	38.4
감가상각비	14.2	16.3	48.7	60.0	63.9
외환거래손익	0.4	0.3	0.6	0.0	0.0
지분법손익	(28.8)	(70.9)	(31.0)	(25.8)	(25.5)
기타	13.4	43.2	5.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(47.7)	(37.1)	(59.1)	(61.1)	(31.2)
투자활동 현금흐름	**(46.2)**	**(38.7)**	**(61.8)**	**(149.3)**	**(114.4)**
투자자산감소(증가)	2.9	1.3	29.7	(47.2)	(11.8)
유형자산감소(증가)	(57.7)	(100.7)	(105.7)	(95.0)	(99.0)
기타	8.6	60.7	14.2	(7.1)	(3.6)
재무활동 현금흐름	**(23.0)**	**(29.4)**	**(57.1)**	**5.1**	**(34.4)**
금융부채증가(감소)	(9.3)	(7.6)	22.1	29.5	(10.0)
자본증가(감소)	0.1	0.0	171.8	0.0	0.0
기타재무활동	3.9	(1.0)	(227.3)	0.0	0.0
배당지급	(17.7)	(20.8)	(23.7)	(24.4)	(24.4)
현금의 증감	**(13.8)**	**16.4**	**(39.5)**	**(34.6)**	**23.9**
Unlevered CFO	128.0	142.1	162.1	192.7	230.6
Free Cash Flow	(3.9)	(16.3)	(26.5)	14.6	73.6

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

포스코케미칼



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.16	Neutral	44,000		
19.4.24	Neutral	59,000	-12.98%	-1.02%
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 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 16일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 10월 17일 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.