포스코케미칼 (003670)

이차전지

김광진
02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	112,000원 (I)
현재주가 (8/31)	89,000원
상승여력	26%

시가총액	54,280억원
총발행주식수	60,988,220주
60일 평균 거래대금	759억원
60일 평균 거래량	951,402주
52주 고	98,000원
52주 저	33,100원
외인지분율	7.64%
주요주주	포스코 외 4 인 64.65%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.7	60.4	68.9
상대	13.8	39.9	42.9
절대(달러환산)	18.4	67.7	72.7

체질개선의 과정

투자의견 BUY, 목표주가 112,000원으로 커버리지 개시

이차전지 소재업체로의 변화 과정에 있는 포스코케미칼에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 112,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 이차전지 산업의 높은 중장기 성장 잠재력을 반영하기 위해 현금흐름할인(DCF) 밸류에이션 방식을 적용해 산출. WACC 6.9%, RF 1.1%(국고채 5년 수익률), 시장 프리미엄 8%, 베타 1.2 적용

체질개선을 위한 과도기. 멀리 볼 필요

올해 예상실적은 매출액 1.71조원(+15.2%, YoY), 영업이익 691억원(-23.1%, YoY)로 전년대비 외형성장에도 불구 감익 예상. 상반기 1) 부진한 철강 업황, 2) 자회사 피엠씨텍 지분법 손실 반영, 3) 공격적 증설로 인한 고정비 증가 등이 복합적으로 작용하며 수익성 악화된 데 기인. 또한 음극재(인조흑연) 공장 건설을 위한 사채 2,100억원 발행함에 따라 부채비율 상승('19년말 71.9%→2Q20 114.5%). 그러나 이는 이차전지 소재업체로의 체질개선 과정에서의 일시적 현상으로, 신규 증설 중인 라인들이 본격적으로 실적에 기여할 것으로 예상되는 내년 이후를 바라보는 것이 타당

이차전지 부문의 성장은 하반기부터 확인 가능할 것으로 판단. 양극재 부문의 LG화학향 대량 공급이 3Q20부터 이루어질 것으로 예상되며, 음극재 부문도 가동률 상승으로 견조한 성장세를 보여줄 것. 내년부터는 양극재 광양 2라인 가동률 상승, 음극재 2공장 신규 가동 등이 반영되며 이차전지 부문에서만 전년대비 약 95% 성장 전망. 이에 따라 이차전지 소재 매출비중은 '19년 15% 수준에서 올해 34%, 내년 50%, '22년 61%로 확대될 것으로 판단

다변화된 포트폴리오에 대한 프리미엄 부여 필요

동사의 가장 큰 장점은 국내 유일의 양/음극재 생산 업체라는 점. 동사의 증설계획을 모두 반영할 경우, 양극재는 하이니켈 소재, 음극재는 천연/인조흑연 소재 등 양/음극재 모든 Line-up에 대한 생산능력 보유하게 됨. 종합 이차전지 소재업체로서 다변화된 포트폴리오에 대한 프리미엄 부여가 필요할 것으로 판단

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	450	21.1	32.3	438	2.8
영업이익	19	-30.5	376.8	21	-9.3
세전계속사업이익	18	-51.7	흑전	20	-6.9
지배순이익	16	-46.8	흑전	15	7.1
영업이익률 (%)	4.3	-3.2 %pt	+3.1 %pt	4.9	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	-4.5 %pt	흑전	3.4	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	1,384	1,484	1,709	2,277
영업이익	106	90	69	137
지배순이익	132	101	47	117
PER	23.6	32.5	114.6	46.3
PBR	4.2	3.3	5.3	5.1
EV/EBITDA	24.5	26.2	49.2	30.5
ROE	19.0	11.6	4.7	11.3

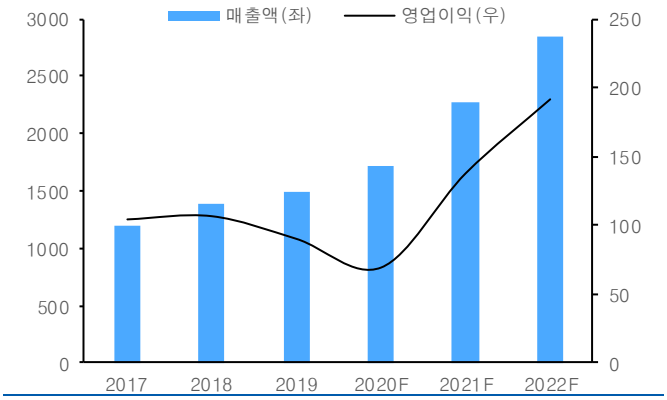
자료: 유안타증권

표1. 포스코케미칼 Valuation (단위 : 십억원, %)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
영업이익(a)	90	69	137	191	215	242	234	252	280	308	339	375
유효법인세(b)	9	11	20	28	32	36	35	38	42	46	51	56
NOPLAT(c=a-b)	80	58	117	163	183	205	199	214	238	262	289	318
감가상각비(d)	34	53	68	88	113	143	143	143	143	143	143	143
운전자본 증감(e)	-101	-164	-137	-103	-135	-125	-121	-127	-124	-124	-125	-124
Capex(f)	-309	-290	-280	-312	-480	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60
FCF(g=c+d+e+f)	-285	-343	-232	-164	-319	164	161	171	197	221	247	277
WACC		6.9%										
PV of FCF(h)		-92										
Terminal Value(i)		7,487										
사업가치(j=h+i)		7,396										
순차입금(k)		560										
기업가치(l=j-k)		6,836										
발행주식수(천주)		60,988										
주당가치		112,084										
목표주가		112,000										
현재주가		89,000										
Upside(%)		25.8										

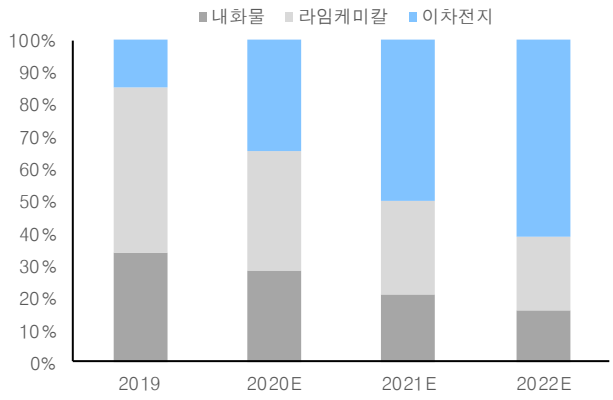
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 포스코케미칼 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 포스코케미칼 부문별 매출비중 (단위 : %)



자료: 유안타증권 리서치센터

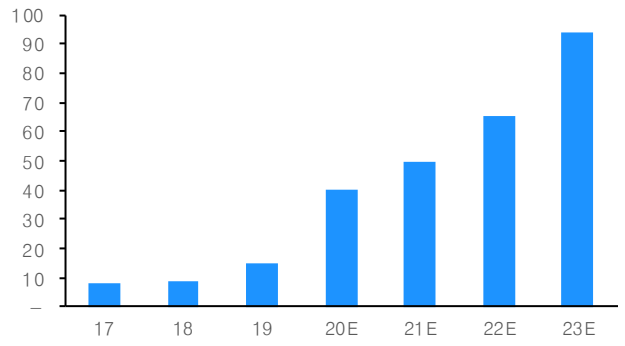
표2. 포스코케미칼 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	355.3	369.8	371.7	386.9	387.5	340.2	450.1	531.0	1,708.8	2,276.9	2,840.1
내화물	122.2	121.8	118.5	118.6	129.6	108.0	112.2	117.8	467.7	462.8	446.5
라임케미칼	188.6	173.9	181.8	189.9	160.2	126.1	166.4	171.2	623.9	650.6	639.1
이차전지 소재	32.0	62.3	58.6	62.8	87.0	94.5	161.0	231.9	574.4	1,122.0	1,710.4
음극재	*32.0*	*31.1*	*26.6*	*30.8*	*41.0*	*40.7*	*54.3*	*62.7*	*198.7*	*302.0*	*412.6*
양극재	-	*31.2*	*32.0*	*32.0*	*46.0*	*53.8*	*106.7*	*169.2*	*375.7*	*820.0*	*1,297.7*
기타	12.5	11.8	12.9	15.6	10.7	11.6	10.4	10.1	42.8	41.5	44.2
YoY%	5.5%	10.5%	7.4%	5.7%	9.1%	-8.0%	21.1%	37.3%	15.2%	33.2%	24.7%
내화물	-11.9%	1.8%	-2.2%	-5.6%	6.1%	-11.3%	-5.3%	-0.6%	-2.8%	-1.1%	-3.5%
라임케미칼	9.0%	-4.6%	-3.2%	-5.9%	-15.1%	-27.5%	-8.4%	-9.8%	-15.0%	4.3%	-1.8%
이차전지 소재	91.8%	179.9%	128.3%	138.7%	171.5%	51.7%	174.9%	269.5%	166.3%	95.3%	52.4%
음극재	91.8%	39.9%	3.6%	17.1%	27.9%	30.7%	104.2%	103.8%	64.8%	52.0%	36.6%
양극재						72.7%	233.5%	429.0%	295.0%	118.2%	58.3%
기타	46.0%	13.9%	12.4%	27.6%	-14.3%	-1.7%	-19.4%	-35.6%	-19.0%	-2.9%	6.4%
매출총이익	38.9	37.0	48.0	42.6	36.3	23.3	43.0	56.2	158.8	252.4	335.0
YoY%	5.0%	2.9%	1.4%	-6.6%	-6.8%	-37.0%	-10.4%	31.9%	-4.6%	58.9%	32.7%
매출총이익율%	11.0%	10.0%	12.9%	11.0%	9.4%	6.9%	9.6%	10.6%	9.3%	11.1%	11.8%
영업이익	21.9	16.7	28.0	23.2	16.0	4.1	19.4	29.6	69.1	137.4	191.1
YoY%	-5.0%	-20.0%	-15.4%	-20.5%	-27.2%	-75.5%	-30.5%	27.3%	-23.1%	98.8%	39.1%
영업이익율%	6.2%	4.5%	7.5%	6.0%	4.1%	1.2%	4.3%	5.6%	4.0%	6.0%	6.7%

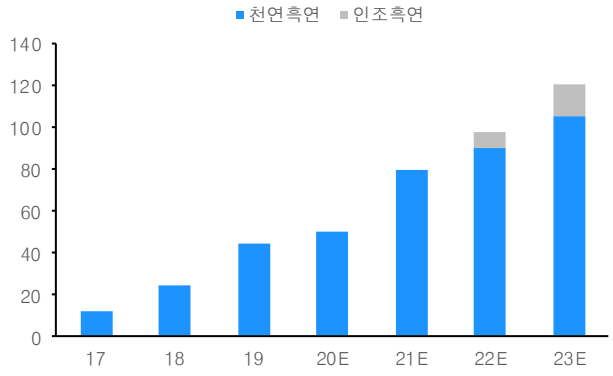
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 포스코케미칼 양극재 Capa 추이 (단위 : 천t)



자료: 포스코케미칼 유안타증권 리서치센터

그림 2. 포스코케미칼 음극재 Capa 추이 (단위 : 천t)



자료: 포스코케미칼, 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**1,384**	**1,484**	**1,709**	**2,277**	**2,840**
매출원가	1,218	1,317	1,550	2,025	2,505
매출총이익	166	167	159	252	335
판관비	60	77	90	115	144
영업이익	**106**	**90**	**69**	**137**	**191**
EBITDA	123	134	122	205	279
영업외손익	70	23	-13	-3	-4
외환관련손익	1	2	5	5	5
이자손익	1	-2	-3	-5	-7
관계기업관련손익	71	21	-13	-3	-3
기타	-2	1	-2	1	1
법인세비용차감전순손익	177	113	56	135	187
법인세비용	44	12	9	20	27
계속사업순손익	133	101	47	115	160
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	101	47	115	160
지배지분순이익	**132**	**101**	**47**	**117**	**163**
포괄순이익	125	100	47	115	159
지배지분포괄이익	125	100	47	114	159

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**85**	**63**	**-15**	**81**	**180**
당기순이익	133	101	47	115	160
감가상각비	16	42	50	66	86
외환손익	0	1	-1	-5	-5
종속,관계기업관련손익	-71	-21	13	3	3
자산부채의 증감	-37	-101	-164	-137	-103
기타현금흐름	44	41	39	39	39
투자활동 현금흐름	**-39**	**-291**	**-293**	**-284**	**-316**
투자자산	0	0	1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-101	-309	-290	-280	-312
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	62	17	-6	-4	-4
재무활동 현금흐름	**-29**	**318**	**467**	**60**	**150**
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-9	358	506	100	190
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-24	-25	-25	-25
기타현금흐름	0	-16	-15	-15	-15
연결범위변동 등 기타	0	0	23	-19	38
현금의 증감	**16**	**90**	**180**	**-162**	**52**
기초 현금	104	120	210	390	229
기말 현금	120	210	390	229	281
NOPLAT	**106**	**90**	**69**	**137**	**191**
FCF	**-42**	**-285**	**-343**	**-232**	**-164**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**440**	**650**	**927**	**877**	**1,006**
현금및현금성자산	120	210	390	229	281
매출채권 및 기타채권	182	211	292	355	390
재고자산	109	188	212	260	302
비유동자산	508	1,080	1,275	1,483	1,704
유형자산	264	755	987	1,201	1,426
관계기업등 지분관련자산	187	192	158	155	152
기타투자자산	6	9	8	8	8
자산총계	**948**	**1,730**	**2,202**	**2,360**	**2,710**
유동부채	153	251	202	223	244
매입채무 및 기타채무	125	199	166	187	207
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	4	5	5	5	5
비유동부채	37	473	970	1,069	1,258
장기차입금	16	162	338	438	638
사채	0	249	579	579	569
부채총계	**189**	**724**	**1,172**	**1,292**	**1,501**
지배지분	750	998	1,021	1,059	1,197
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	195	195	195	195
이익잉여금	699	774	796	834	973
비지배지분	9	9	9	10	11
자본총계	**758**	**1,006**	**1,030**	**1,069**	**1,208**
순차입금	**-117**	**246**	**560**	**820**	**957**
총차입금	20	467	968	1,067	1,256

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,237	1,657	776	1,922	2,671
BPS	12,690	16,356	16,738	17,363	19,631
EBITDAPS	2,076	2,213	1,999	3,368	4,581
SPS	23,423	24,553	28,019	37,333	46,568
DPS	400	400	400	400	400
PER	**23.6**	**32.5**	**114.6**	**46.3**	**33.3**
PBR	**4.2**	**3.3**	**5.3**	**5.1**	**4.5**
EV/EBITDA	**24.5**	**26.2**	**49.2**	**30.5**	**22.9**
PSR	**2.3**	**2.2**	**3.2**	**2.4**	**1.9**

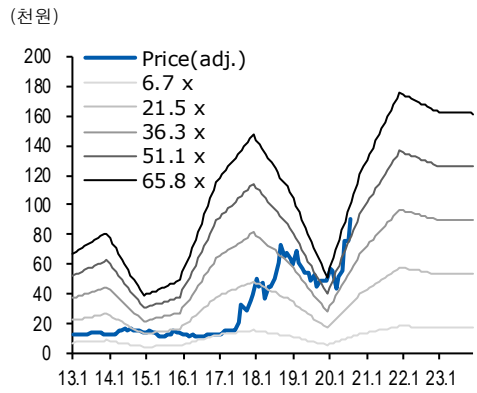
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**15.6**	**7.2**	**15.2**	**33.2**	**24.7**
영업이익 증가율 (%)	**2.2**	**-15.5**	**-23.1**	**98.9**	**39.1**
지배순이익 증가율 (%)	**27.6**	**-23.5**	**-53.1**	**147.6**	**39.0**
매출총이익률 (%)	12.0	11.2	9.3	11.1	11.8
영업이익률 (%)	**7.7**	**6.1**	**4.0**	**6.0**	**6.7**
지배순이익률 (%)	9.6	6.8	2.8	5.1	5.7
EBITDA 마진 (%)	8.9	9.0	7.1	9.0	9.8
ROIC	21.9	11.7	5.0	7.9	9.1
ROA	14.8	7.5	2.4	5.1	6.4
ROE	**19.0**	**11.6**	**4.7**	**11.3**	**14.4**
부채비율 (%)	25.0	71.9	113.7	120.8	124.3
순차입금/자기자본 (%)	-15.7	24.6	54.8	77.5	79.9
영업이익/금융비용 (배)	68.6	28.5	12.0	17.3	20.1

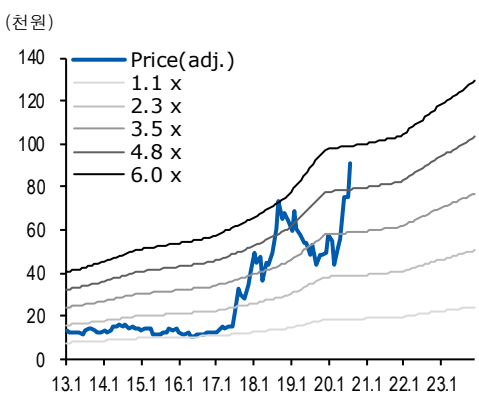
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

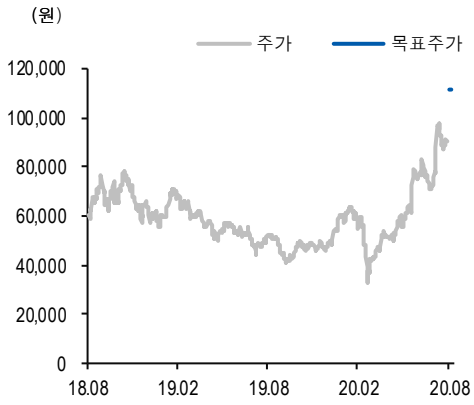
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-01	BUY	112,000	1년		
	담당자변경				
2020-03-07	1년 경과 이후		1년		-
2019-03-07	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	86.7
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.