

# 포스코케미칼 (003670)

## 이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>112,000원 (M)</b>
현재주가 (10/22)	<b>76,000원</b>
상승여력	<b>47%</b>

시가총액	46,351억원		
총발행주식수	60,988,220주		
60일 평균 거래대금	578억원		
60일 평균 거래량	664,456주		
52주 고	98,000원		
52주 저	33,100원		
외인지분율	7.35%		
주요주주	포스코 외 4인 64.65%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.4)	3.7	74.9
상대	(15.2)	(1.9)	55.1
절대(달러환산)	(11.9)	9.5	80.8

## 이차전지 소재 매출 급증

### 3Q20 Review : 이차전지 소재 매출 급증

3Q20 잠정 연결실적은 매출액 3,887억원(+14.2% QoQ, +4.6% YoY), 영업이익 194억원(+376.6% QoQ, -30.5% YoY), 지배주주순이익 69억원(흑전 QoQ, -77.0% YoY)으로 전분기 대비 개선. 그러나 영업이익을 제외한 매출액과 지배주주순이익은 시장 기대치 대비 각각 -8.6%, -57.1% 하회. 매출액 하회는 3Q20 포스코의 조강생산량 증가에도 판매 Lagging 효과에 따른 내화물 매출 인식 지연과 보수적 Capex 집행에 따른 플랜트 부문 매출 급감에 기인. 또한 지분법 손실 감소폭이 예상대비 크지 않았고, 이자비용과 외환차손 증가함에 따라 영업 외 비용 증가한 것이 지배주주순이익 하회의 원인으로 추정

이차전지 소재 매출이 괄목할만한 성장을 보인 것은 긍정적. 양극재는 전분기 대비 95.5%, 음극재는 14.3% 증가하며 각각 1,052억원, 465억원의 매출 기록. LG화학 EV 배터리향 NCM 622 소재 대규모 공급이 시작되면서 라인 가동률 상승한 것에 기인. 이차전지 소재 합산 매출비중은 전분기 28% 수준에서 3Q20 39% 수준까지 증가

### 4Q20 전 부문 실적 개선 전망. 이차전지 소재 비중 41%까지 확대

4Q20 예상실적은 매출액 4,587억원(+18.0% QoQ), 영업이익 252억원(+29.9% QoQ) 전망. 철강 업황 회복에 따라 내화물 및 라임케미칼 부문의 견조한 성장 예상. 그러나 성장을 이끄는 주 요인은 이차전지 소재부문일 것으로 판단. 4Q20 이차전지 소재 합산 매출을 1,911억원(+25.9% QoQ)으로 전망하며 양극재 매출 성장이 특히 두드러질 것. LG화학향 공급 증가에 기인하며 광양 2단계 가동률 추가 상승에 따른 규모의 경제 효과로 수익성 개선 전망. 이차전지 소재 부문의 매출비중은 41% 수준으로 추가 상승할 것으로 기대

### 투자의견 BUY, 목표주가 112,000원 유지

테슬라 배터리데이 이후 이차전지 업종에 대한 전반적인 투자심리 악화 영향으로 동사의 주가도 함께 약 16.4% 하락. 중장기적으로 동사는 글로벌 1위 셀 제조사 LG화학의 양/음극재 메인벤더로서 전체 배터리 시장 성장률을 상회하는 이익성장을 누릴 수밖에 없다는 점에 주목할 필요. 현 조정 시점을 매수 기회로 활용하는 것이 타당

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	389	4.6	14.2	425	-8.6
영업이익	19	-30.5	376.6	21	-6.1
세전계속사업이익	10	-72.8	흑전	19	-44.8
지배순이익	7	-77.0	흑전	16	-57.1
영업이익률 (%)	5.0	-2.5 %pt	+3.8 %pt	4.9	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-6.2 %pt	흑전	3.8	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	1,384	1,484	1,575	2,161
영업이익	106	90	65	129
지배순이익	132	101	31	93
PER	23.6	32.5	147.2	49.9
PBR	4.2	3.3	4.6	4.5
EV/EBITDA	24.5	26.2	43.9	27.7
ROE	19.0	11.6	3.1	9.1

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	3Q20P			4Q20E			2020E			2021E		
	기준	실적	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이
매출	450.1	388.7	-13.6	531.0	458.7	-13.6	1,708.8	1,575.1	-7.8	2,276.9	2,161.2	-5.1
영업이익	19.4	19.4	0.0	29.6	25.2	-14.9	69.1	64.7	-6.4	137.4	128.8	-6.3
당기순이익	15.9	6.9	-56.9	24.6	18.0	-26.8	47.4	31.5	-33.5	117.2	92.9	-20.7

자료: 유안타증권 리서치센터

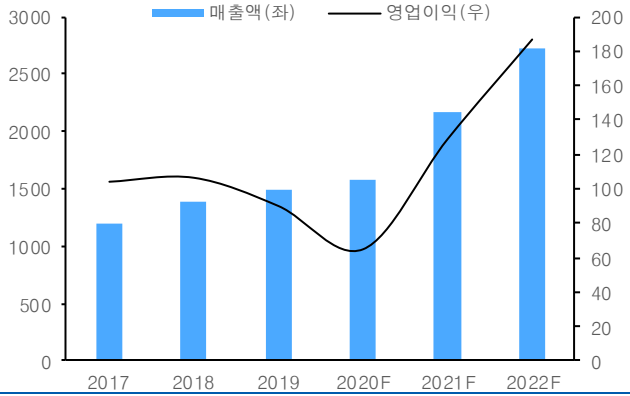
표2. 포스코케미칼 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20P	4Q20E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	355.3	369.8	371.7	386.9	387.5	340.2	388.7	458.7	1,575.1	2,161.2	2,729.7
내화물	122.2	121.8	118.5	118.6	129.6	108.0	94.3	106.0	437.9	440.0	423.0
라임케미칼	188.6	173.9	181.8	189.9	160.2	126.1	131.7	151.5	569.5	596.1	581.0
이차전지 소재	32.0	62.3	58.6	62.8	87.0	94.5	151.8	191.1	524.4	1,083.4	1,681.4
음극재	32.0	31.1	26.6	30.8	41.0	40.7	46.5	52.8	181.0	272.4	383.6
양극재	-	31.2	32.0	32.0	46.0	53.8	105.3	138.3	343.4	811.0	1,297.7
기타	12.5	11.8	12.9	15.6	10.7	11.6	10.9	10.1	43.3	41.7	44.3
YoY%	5.5%	10.5%	7.4%	5.7%	9.1%	-8.0%	4.5%	18.6%	6.2%	37.2%	26.3%
내화물	-11.9%	1.8%	-2.2%	-5.6%	6.1%	-11.3%	-20.4%	-10.6%	-9.0%	0.5%	-3.9%
라임케미칼	9.0%	-4.6%	-3.2%	-5.9%	-15.1%	-27.5%	-27.5%	-20.2%	-22.4%	4.7%	-2.5%
이차전지 소재	91.8%	179.9%	128.3%	138.7%	171.5%	51.7%	159.1%	204.5%	143.2%	106.6%	55.2%
음극재	91.8%	39.9%	3.6%	17.1%	27.9%	30.7%	74.8%	71.7%	50.2%	50.5%	40.8%
양극재	-	-	-	-	-	72.7%	229.1%	332.4%	261.0%	136.2%	60.0%
기타	46.0%	13.9%	12.4%	27.6%	-14.3%	-1.7%	-15.6%	-35.6%	-18.1%	-3.8%	6.4%
매출총이익	38.9	37.0	48.0	42.6	36.3	23.3	40.0	49.1	148.7	238.7	326.5
YoY%	5.0%	2.9%	1.4%	-6.6%	-6.8%	-37.0%	-16.7%	15.2%	-10.7%	60.5%	36.8%
매출총이익율%	11.0%	10.0%	12.9%	11.0%	9.4%	6.9%	10.3%	10.7%	9.4%	11.0%	12.0%
영업이익	21.9	16.7	28.0	23.2	16.0	4.1	19.4	25.2	64.7	128.8	186.8
YoY%	-5.0%	-20.0%	-15.4%	-20.5%	-27.2%	-75.5%	-30.6%	8.5%	-28.0%	99.1%	45.0%
영업이익율%	6.2%	4.5%	7.5%	6.0%	4.1%	1.2%	5.0%	5.5%	4.1%	6.0%	6.8%

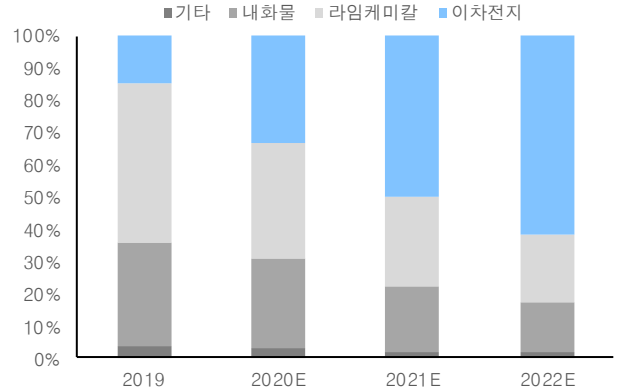
자료: 유안타증권 리서치센터

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



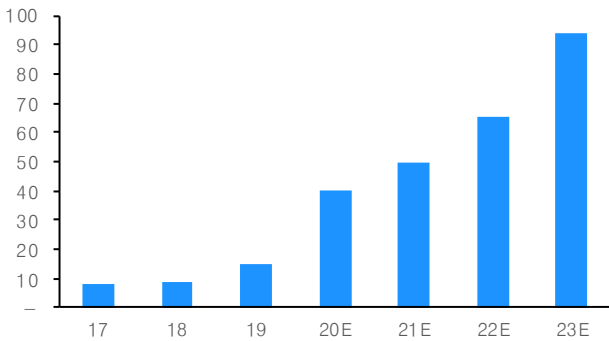
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 포스코케미칼 부문별 매출비중 (단위 : %)



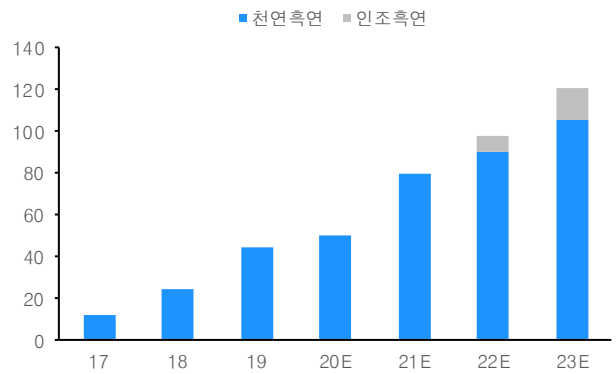
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 포스코케미칼 양극재 Capa 추이 (단위 : 천 t)



자료: 포스코케미칼 유안타증권 리서치센터

그림 4. 포스코케미칼 음극재 Capa 추이 (단위 : 천 t)



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	1,575	2,161	2,730
매출원가	1,218	1,317	1,426	1,922	2,403
매출총이익	166	167	149	239	326
판매비	60	77	84	110	140
영업이익	106	90	65	129	187
EBITDA	123	134	118	197	275
영업외손익	70	23	-23	-9	-11
외환관련손익	1	2	-1	2	2
이자손익	1	-2	-3	-5	-7
관계기업관련손익	71	21	-17	-7	-7
기타	-2	1	-2	1	1
법인세비용차감전순이익	177	113	42	119	176
법인세비용	44	12	10	26	38
계속사업순이익	133	101	32	94	137
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	101	32	94	137
지배지분순이익	132	101	31	93	136
포괄순이익	125	100	33	93	137
지배지분포괄이익	125	100	32	93	136

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	85	63	30	43	165
당기순이익	133	101	32	94	137
감가상각비	16	42	50	66	86
외환손익	0	1	5	-2	-2
중속, 관계기업관련손익	-71	-21	17	7	7
자산부채의 증감	-37	-101	-112	-161	-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	15	-15	30
현금의 증감	16	90	219	-195	30
기초 현금	104	120	210	429	233
기말 현금	120	210	429	233	263
NOPLAT	106	90	65	129	187
FCF	-42	-285	-300	-272	-181

자료: 유안타증권

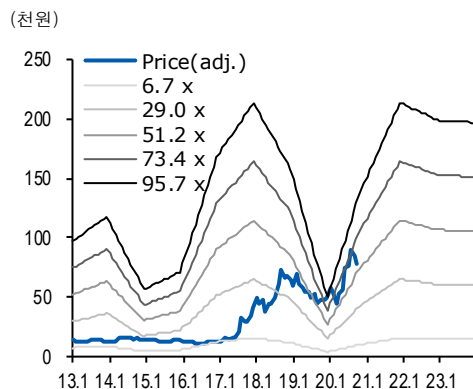
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	440	650	899	846	952
현금및현금성자산	120	210	429	234	263
매출채권 및 기타채권	182	211	254	335	370
재고자산	109	188	183	245	286
비유동자산	508	1,080	1,271	1,476	1,693
유형자산	264	755	987	1,201	1,426
관계기업등 지분관련자산	187	192	155	148	141
기타투자자산	6	9	8	8	8
자산총계	948	1,730	2,170	2,322	2,644
유동부채	153	251	186	215	235
매입채무 및 기타채무	125	199	150	179	199
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	1,156	1,284	1,493
지배지분	750	998	1,005	1,029	1,141
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	195	195	195	195
이익잉여금	699	774	780	804	916
비지배지분	9	9	9	9	11
자본총계	758	1,006	1,014	1,038	1,151
순차입금	-117	246	521	815	975
총차입금	20	467	968	1,067	1,256

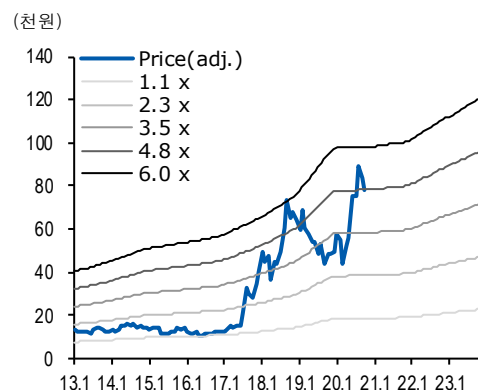
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,237	1,657	516	1,523	2,237
BPS	12,690	16,356	16,478	16,872	18,704
EBITDAPS	2,076	2,213	1,928	3,228	4,511
SPS	23,423	24,553	25,826	35,436	44,758
DPS	400	400	400	400	400
PER	23.6	32.5	147.2	49.9	34.0
PBR	4.2	3.3	4.6	4.5	4.1
EV/EBITDA	24.5	26.2	43.9	27.7	20.4
PSR	2.3	2.2	2.9	2.1	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	15.6	7.2	6.2	37.2	26.3
영업이익 증가율 (%)	2.2	-15.5	-28.0	99.1	45.0
지배순이익 증가율 (%)	27.6	-23.5	-68.8	195.1	46.9
매출총이익률 (%)	12.0	11.2	9.4	11.0	12.0
영업이익률 (%)	7.7	6.1	4.1	6.0	6.8
지배순이익률 (%)	9.6	6.8	2.0	4.3	5.0
EBITDA 마진 (%)	8.9	9.0	7.5	9.1	10.1
ROIC	21.9	11.7	4.4	7.0	8.3
ROA	14.8	7.5	1.6	4.1	5.5
ROE	19.0	11.6	3.1	9.1	12.6
부채비율 (%)	25.0	71.9	114.0	123.6	129.7
순차입금/자기자본 (%)	-15.7	24.6	51.8	79.2	85.5
영업이익/금융비용 (배)	68.6	28.5	11.3	16.2	19.7

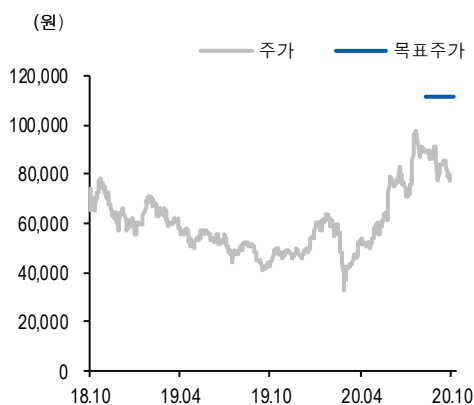
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-10-23	BUY	112,000	1년		
2020-09-01	BUY	112,000	1년		
2020-03-07	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2019-03-07	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

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

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.5
Hold(중립)	10.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-10-20

※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.