

2020. 10. 22



▲ 전기전자/2차전지

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 68,000 원

현재주가 (10.22) 76,000 원

상승여력 -10.5%

KOSPI 2,370.86pt

시가총액 47,632억원

발행주식수 6,099만주

유동주식비율 35.35%

외국인비중 7.35%

52주 최고/최저가 98,000원/33,100원

평균거래대금 580.2억원

주요주주(%)

포스코 외 4 인 64.65

국민연금공단 6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.3	51.4	80.4
상대주가	-10.6	20.0	57.1

주가그래프



포스코케미칼 003670

의미있는 양/음극재 수익성 개선

- ✓ 3Q20 매출액/영업이익/순이익은 컨센서스를 각각 -6.7%/-0.6%/-50.0% 하회
- ✓ 본업실적 부진을 2차전지 소재 수익성 개선으로 방어. 환손실로 순이익은 큰폭 하회
- ✓ 음극재 생산성 향상으로 의미있는 수준으로 수익성 개선. 향후 추가 개선 기대
- ✓ 양극재는 선생산 물량 소진돼 수익성은 4Q20부터 흑자 기조 유지될 전망
- ✓ 침상코크스 가격은 4Q20 이후 추가적인 하락은 제한적일 전망

3Q20 review: 1) 부진한 철강 본업 실적, 2) 2차전지 소재 수익성 개선

3Q20 매출액/영업이익/순이익은 컨센서스를 -6.7%/-0.6%/-50.0% 하회했다. 내화물 판매 가격 하락 및 비철업계 가동률 하락으로 본업 실적 부진했으나, 2차전지 소재(양/음극재) 수익성 개선을 통해 방어했다. 하지만 환율 하락에 의한 외화관련 비용(약 40억원 추정)이 반영된 탓에 순이익은 컨센서스를 큰폭으로 하회했다.

양극재 3Q20 매출액은 LG화학 폴란드 공장 가동률 증가 효과로 +95% QoQ, +229% YoY 성장했다. 다만 연초 시장 수요 예측 미스로 쌓인 선생산 물량이 리튬 가격 하락에 따른 재고평가 손실로 반영돼 소폭 적자를 기록했다. 음극재 3Q20 매출액은 중대형전지 수요 호조와 소형전지 수요 부진이 맞물려 +14% QoQ, +74% YoY 성장했다. 수익성은 생산성 향상으로 의미있게 향상됐다. 향후 캐파증설에 의한 규모의 경제효과를 감안하면 추가적인 수익성 개선도 기대된다. 피엠씨텍의 적자폭은 침상코크스 가격 하락에도 불구하고 출하량 증가로 전분기 대비 축소됐다.

4Q20 매출 4,386억원(+13% QoQ), 영업이익 239억원(+23% QoQ) 예상

4Q20 연결 실적은 추가 개선이 예상된다. LG화학향 출하 증가 영향으로 양극재 매출액은 +30% QoQ, +288% YoY 성장이 예상되고, 선생산 물량이 대부분 소진돼 흑자전환을 예상한다. 음극재 매출액은 소형전지 재고조정 영향으로 +13% QoQ, +71% YoY 성장이 예상된다. 부진했던 철강 본업실적도 소폭 회복될 전망이다. 침상코크스 가격은 4Q20 계절적 비수기 영향으로 추가적인 가격 하락이 불가피하다. 다만 시장가격이 2017년 가격 급등 직전 수준으로 회귀해 공급계약 요인으로 작용하고 있어 4Q20 이후 추가적인 하락은 제한적이다. 투자자의견 Hold 유지하고, 적정주가는 68,000원으로 상향한다. 2차전지 성장성&수익성 개선을 감안해 기준 EPS를 2021년→ 2022년으로 변경했기 때문이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,383.6	106.3	132.2	2,237	27.6	12,690	23.6	4.2	27.0	19.0	25.0
2019	1,483.8	89.9	101.0	1,672	-25.3	16,507	32.2	3.3	32.7	11.6	71.9
2020E	1,555.0	63.3	25.1	411	-75.4	15,985	185.0	4.8	35.6	2.5	99.1
2021E	2,029.2	114.8	92.9	1,523	270.9	17,405	49.9	4.4	24.9	9.1	113.4
2022E	2,208.8	138.3	110.8	1,817	19.3	18,803	41.8	4.0	22.2	10.0	124.7

표1 포스코케미칼 3Q20P 실적 review

(십억원)	3Q20P	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	388.7	371.7	4.5%	340.2	14.2%	416.6	-6.7%	484.6	-19.8%
영업이익	19.4	28.0	-30.7%	4.1	375.0%	19.5	-0.6%	27.3	-29.0%
세전이익	10.2	37.9	-73.1%	-6.8	흑전	17.7	-42.4%	29.8	-65.8%
순이익	6.8	29.9	-77.3%	-7.3	흑전	13.6	-50.0%	25.5	-73.3%
영업이익률(%)	5.0%	7.5%		1.2%		4.7%		5.6%	
순이익률(%)	1.7%	8.0%		-2.1%		3.3%		5.3%	

자료: 포스코케미칼, 메리츠증권 리서치센터

표2 포스코케미칼 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	438.6	1,555.0	2,029.2	558.3	1,856.8	2,346.9	-21.4%	-16.3%	-13.5%
영업이익	23.9	63.3	114.8	26.1	84.2	126.5	-8.6%	-24.9%	-9.3%
영업이익률 (%)	5.4%	4.1%	5.7%	5.6%	4.5%	5.4%			
세전이익	14.0	33.6	113.0	22.6	84.5	125.7	-38.0%	-60.2%	-10.1%
순이익	11.4	25.1	92.9	18.2	69.3	103.4	-37.4%	-63.9%	-10.2%

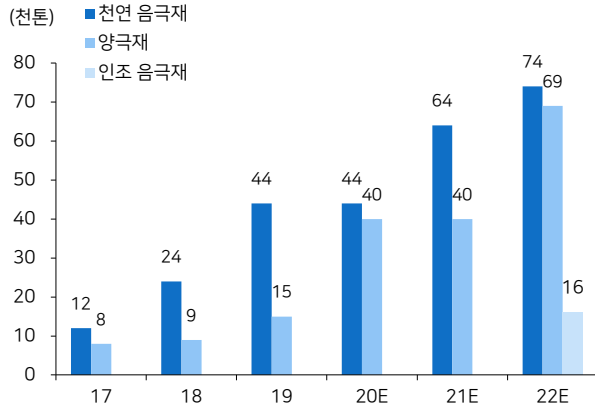
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 포스코케미칼 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율	1,194	1,221	1,189	1,165	1,150	1,140	1,135	1,125	1,192	1,138	1,130
매출액	387.5	340.2	388.7	438.6	485.4	491.5	499.8	552.5	1,555.0	2,029.2	2,208.8
(% QoQ)	0.2%	-12.2%	14.2%	12.9%	10.7%	1.3%	1.7%	10.5%			
(% YoY)	9.1%	-8.0%	4.5%	13.4%	25.3%	44.5%	28.6%	26.0%	4.8%	30.5%	8.9%
내화물	61.8	52.5	51.3	49.6	53.8	51.9	54.6	53.5	215.2	213.7	216.6
로재정비	43.3	37.0	36.2	41.3	44.1	37.8	36.9	42.1	157.8	160.9	164.1
건설공사	24.4	18.6	6.8	17.9	24.9	18.9	6.9	18.3	67.7	69.1	70.5
생석회	82.7	67.0	75.5	68.5	70.1	68.0	72.0	66.9	293.7	277.1	276.0
화성	77.5	59.0	56.3	59.1	69.7	70.4	71.1	71.8	251.8	283.1	294.6
음극재	41.0	40.7	46.5	52.9	48.8	55.1	62.2	72.8	181.1	238.8	301.2
양극재	46.0	53.8	105.3	137.1	163.1	178.0	185.4	215.0	342.2	741.5	841.3
기타	10.8	11.6	10.8	12.3	10.7	11.5	10.7	12.1	45.5	45.0	44.6
영업이익	16.0	4.1	19.4	23.9	23.7	26.6	29.8	34.7	63.3	114.8	138.3
(% QoQ)	-31.3%	-74.4%	375.0%	23.1%	-0.7%	12.2%	12.0%	16.7%			
(% YoY)	-27.2%	-75.6%	-30.7%	2.6%	48.4%	551.3%	53.6%	45.6%	-29.6%	81.4%	20.5%
영업이익률 (%)	4.1%	1.2%	5.0%	5.4%	4.9%	5.4%	6.0%	6.3%	4.1%	5.7%	6.3%
피एम씨텍 지분법이익	-5.0	-7.1	-3.6	-5.0	0.5	0.6	0.5	0.4	-20.7	2.0	3.5
세전이익	16.2	-6.8	10.2	14.0	26.3	24.6	31.4	30.7	33.6	113.0	134.8
지배주주순이익	14.1	-7.3	6.8	11.4	21.6	20.2	25.8	25.3	25.1	92.9	110.8
지배주주순이익률 (%)	3.6%	-2.1%	1.7%	2.6%	4.5%	4.1%	5.2%	4.6%	1.6%	4.6%	5.0%

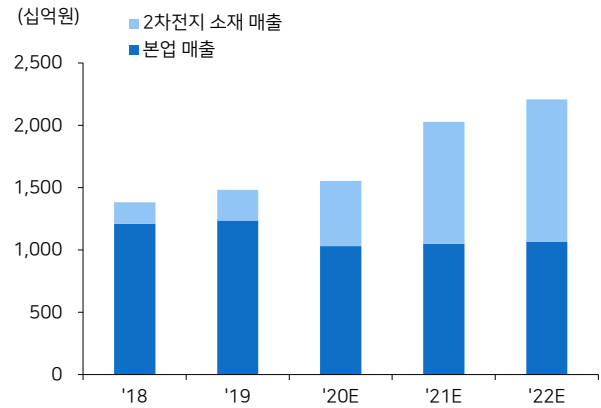
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재, 음극재 증설 스케줄 (연말기준)



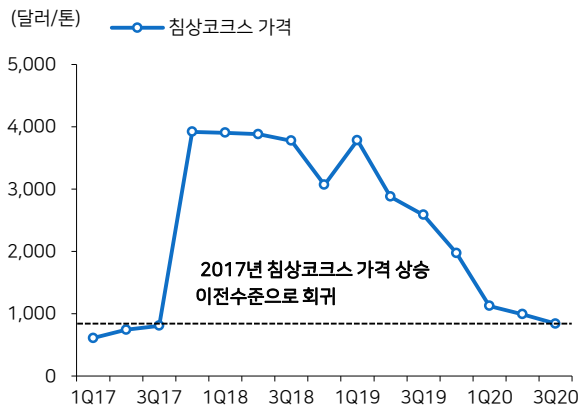
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2차전지 소재 매출비중 증가



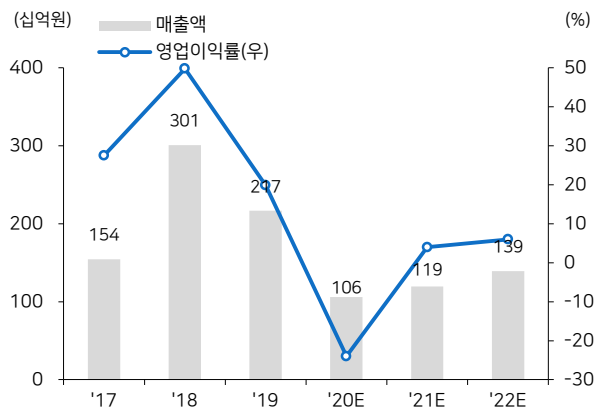
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 침상코크스 내수 가격



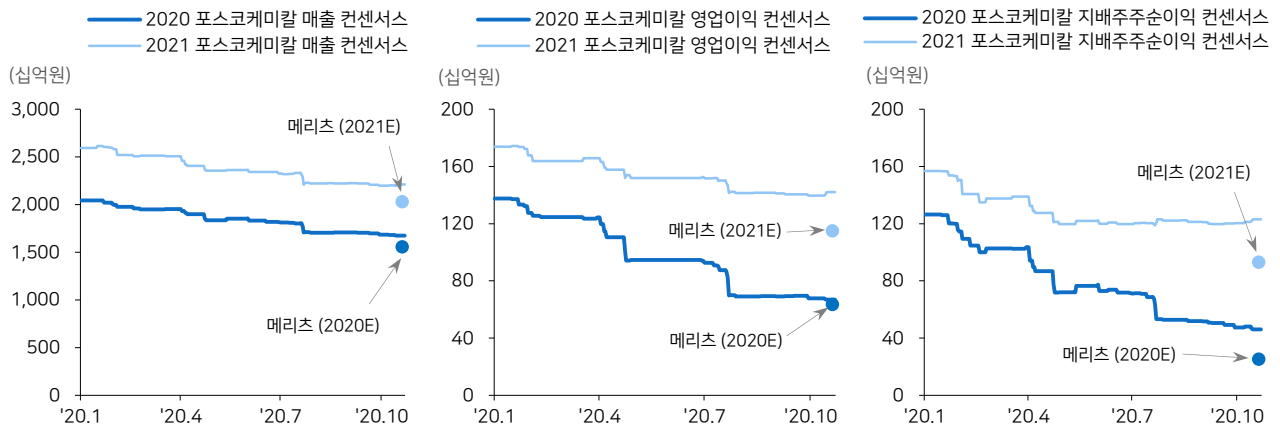
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 피엠씨텍 실적 전망



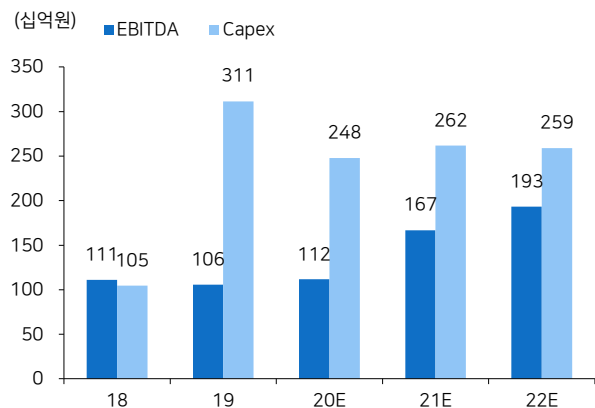
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 포스코케미칼 실적 컨센서스 추이



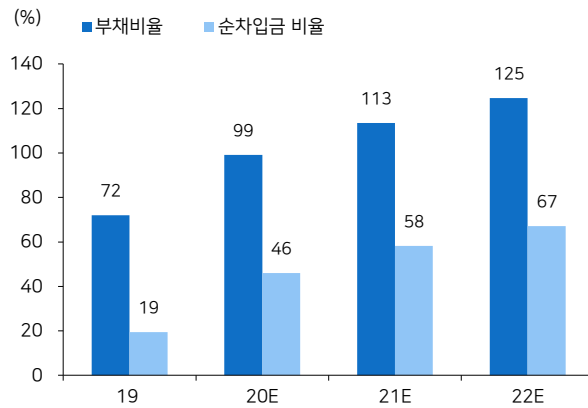
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 EBITDA vs Capex 비교



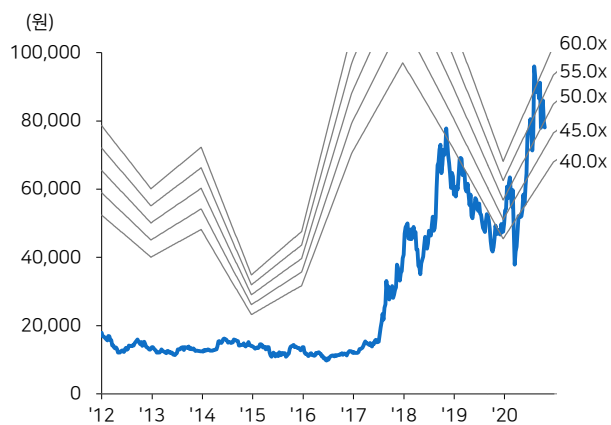
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 부채비율 및 순차입금 비율



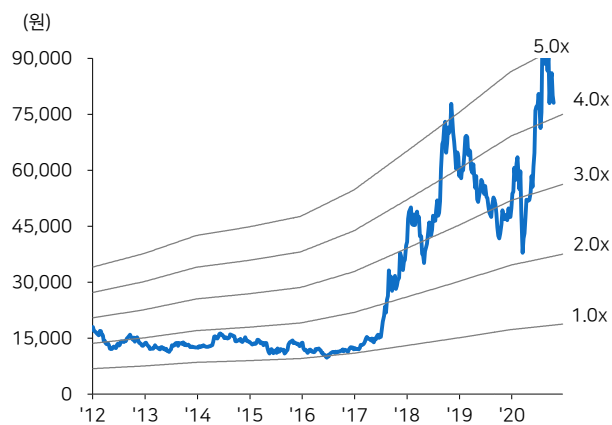
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 포스코케미칼 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 포스코케미칼 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 포스코케미칼 적정주가 산정표

(원)	2022E	비고
EPS	1,817	2022E EPS (2차전지 매출액, 영업이익 비중 50% 이상되는 시기)
적정배수 (배)	37.4	에코프로비엠 타깃 멀티플(2019~20년 평균) 적용
적정가치	67,960	
적정주가	68,000	
현재주가	76,000	
상승여력 (%)	-10.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 포스코케미칼 밸류에이션 테이블

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
주가 (원)												
High	5,100	15,600	24,800	18,710	14,020	16,400	15,250	14,100	41,200	81,300	72,900	98,000
Low	3,500	4,610	11,120	11,690	10,210	12,180	10,350	9,460	11,650	34,900	41,000	33,100
Average	4,304	9,231	16,739	14,404	12,685	14,276	12,821	11,490	21,144	52,738	53,884	66,455
확정치 기준 PER (배)												
High	nm	16.2	16.0	14.6	14.1	13.3	26.1	19.1	23.5	36.3	43.6	238.6
Low	nm	4.8	7.2	9.1	10.3	9.9	17.7	12.8	6.6	15.6	24.5	80.6
Average	nm	9.6	10.8	11.3	12.8	11.6	21.9	15.5	12.1	23.6	32.2	161.8
확정치 EPS (원)												
EPS Growth (%)	0	965	1,554	1,278	994	1,230	585	740	1,753	2,237	1,672	411
	nm	nm	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-52.4	26.4	137.0	27.6	-25.3	-75.4
컨센서스 기준 PER (배)												
High	8.9	17.5	15.8	14.2	14.0	13.6	26.2	17.8	23.2	33.5	40.5	146.1
Low	6.1	5.2	7.1	8.9	10.2	10.1	17.8	11.9	6.6	14.4	22.8	49.3
Average	7.6	10.4	10.7	10.9	12.7	11.8	22.1	14.5	11.9	21.7	29.9	99.0
컨센서스 EPS (원)												
EPS Growth (%)	570	889	1,566	1,316	1,002	1,205	581	793	1,778	2,425	1,801	671
			62.2	-15.3	-21.6	21.2	-52.8	35.5	140.3	38.3	-19.5	-62.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,383.6	1,483.8	1,555.0	2,029.2	2,208.8
매출액증가율 (%)	15.6	7.2	4.8	30.5	8.9
매출원가	1,099.2	1,142.5	1,406.7	1,810.4	1,957.7
매출총이익	166.0	166.5	148.2	218.7	251.1
판매관리비	59.7	76.7	78.9	104.0	112.8
영업이익	106.3	89.9	63.3	114.8	138.3
영업이익률	7.7	6.1	4.1	5.7	6.3
금융손익	1.9	1.1	-5.3	-5.8	-9.0
종속/관계기업손익	70.9	21.3	-18.9	3.2	4.7
기타영업외손익	-2.5	0.7	0.9	0.8	0.8
세전계속사업이익	176.6	113.0	33.6	113.0	134.8
법인세비용	43.9	11.8	8.1	19.8	23.6
당기순이익	132.8	101.2	25.5	93.2	111.2
지배주주지분 순이익	132.2	101.0	25.1	92.9	110.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	84.6	62.8	-6.2	186.9	224.0
당기순이익(손실)	132.8	101.2	25.5	93.2	111.2
유형자산상각비	15.6	41.9	46.4	50.0	52.9
무형자산상각비	0.8	2.0	2.0	2.0	2.1
운전자본의 증감	-37.1	-18.2	-134.8	-50.2	-42.2
투자활동 현금흐름	-38.7	-291.4	-246.9	-257.0	-254.0
유형자산의증가(CAPEX)	-100.9	-308.7	-245.0	-259.0	-256.0
투자자산의감소(증가)	1.4	-3.5	1.3	1.9	1.9
재무활동 현금흐름	-29.4	318.2	1,761.2	2,183.0	2,163.7
차입금의 증감	-7.6	396.5	279.7	175.0	175.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.4	7.6	15.5	5.0	21.9
기초현금	104.1	120.5	128.1	143.6	148.7
기말현금	120.5	128.1	143.6	148.7	170.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	440.0	649.6	709.8	807.6	899.7
현금및현금성자산	120.5	210.1	225.6	230.6	252.5
매출채권	180.9	208.9	234.3	288.9	321.2
재고자산	108.9	188.4	212.5	241.2	272.6
비유동자산	507.7	1,080.5	1,250.2	1,478.1	1,698.3
유형자산	263.5	755.3	1,001.3	1,210.3	1,413.4
무형자산	7.1	15.0	19.6	24.4	29.2
투자자산	188.3	195.4	162.4	163.7	166.5
자산총계	947.6	1,730.1	1,960.0	2,285.7	2,598.0
유동부채	152.7	250.7	259.6	456.0	393.8
매입채무	89.8	94.3	122.1	141.3	156.4
단기차입금	0.0	0.0	30.0	35.0	40.0
유동성장기부채	4.5	4.6	4.9	134.9	18.8
비유동부채	36.8	473.2	716.1	758.9	1,048.0
사채	0.1	250.0	249.3	119.3	119.3
장기차입금	15.7	162.1	411.5	581.5	867.6
부채총계	189.5	723.8	975.7	1,214.9	1,441.8
자본금	29.5	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	23.7	194.5	194.5	194.5	194.5
기타포괄이익누계액	-2.5	-1.0	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	698.9	773.5	749.6	836.2	921.5
비지배주주지분	8.5	8.8	9.4	9.4	9.4
자본총계	758.1	1,006.3	984.3	1,070.8	1,156.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	23,423	24,553	25,496	33,272	36,217
EPS(지배주주)	2,237	1,672	411	1,523	1,817
CFPS	278	126	255	82	358
EBITDAPS	1,882	1,747	1,831	2,735	3,169
BPS	12,690	16,507	15,985	17,405	18,803
DPS	400	400	112	438	440
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.1	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	23.6	32.2	185.0	49.9	41.8
PCR	190.0	426.8	298.2	925.4	212.0
PSR	2.3	2.2	3.0	2.3	2.1
PBR	4.2	3.3	4.8	4.4	4.0
EBITDA	111	106	112	167	193
EV/EBITDA	27.0	32.7	35.6	24.9	22.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.0	11.6	2.5	9.1	10.0
EBITDA 이익률	118.9	95.7	22.4	55.7	57.3
부채비율	25.0	71.9	99.1	113.4	124.7
금융비용부담률	-0.1	0.1	0.4	0.5	0.6
이자보상배율(x)	68.6	28.5	7.4	9.9	9.0
매출채권회전율(x)	7.7	7.6	7.0	7.8	7.2
재고자산회전율(x)	10.6	7.7	7.0	8.0	7.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.07	산업분석	Buy	92,000	주민우	-29.3	-15.1	
2019.01.29	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-20.4	-10.8	
2019.04.24	기업브리프	Buy	76,000	주민우	-29.1	-23.2	
2019.05.29	산업분석	Buy	65,000	주민우	-15.8	-11.5	
2019.07.10	기업브리프	Buy	70,000	주민우	-31.0	-20.6	
2019.11.05	산업분석	Hold	48,000	주민우	4.3	26.5	
2020.01.31	기업브리프	Hold	50,000	주민우	4.7	28.0	
2020.04.23	기업브리프	Hold	53,000	주민우	4.5	16.8	
2020.06.09	산업분석	Hold	60,000	주민우	35.8	63.3	
2020.10.22	기업브리프	Hold	68,000	주민우	-	-	