

# 포스코케미칼 (003670)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>107,000원 (D)</b>
현재주가 (11/6)	<b>83,900원</b>
상승여력	<b>28%</b>

시가총액	51,169억원
총발행주식수	60,988,220주
60일 평균 거래대금	438억원
60일 평균 거래량	500,099주
52주 고	98,000원
52주 저	33,100원
외인지분율	7.28%
주요주주	포스코 외 4인 64.65%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	(4.3)	70.9
상대	(2.1)	(7.3)	51.6
절대(달러환산)	3.6	1.1	76.4

## 1조원 규모 유상증자 발표

### 1조원 규모 유상증자 발표

11/6 장 종료 후 광양 4단계 시설투자 공시와 함께 1조원 규모의 유상증자 발표. 증자 목적은 NCMA 양극재(광양 3, 4단계 및 유럽 신규공장) Capa 확충 및 음극재 사업 확대에 필요한 자금 확보 목적(시설자금 6,878억원, 운영자금 1,675억원, 유럽법인 공장 건설 목적 1,447억원). 증자 방식은 주주배정 후 실권주 일반공모 형태이며, 발행예정주식수는 16,475,000주로 현 발행주식 총 수의 약 27% 규모. 발행예정가는 1주당 60,700원으로 증가 대비 27.6% 할인된 금액. 발행된 신주는 '21년 2월 상장 예정

### 대규모 증자에도 시장 충격은 제한적일 것

이번 유상증자는 발행주식총수의 27%, 총 자본의 101%에 해당하는 대규모 증자. 단기적으로 EPS 희석 효과 발생 불가피하나 다음의 3가지 이유로 인해 시장 충격은 제한적일 것으로 판단. ▶ 첫번째, 증자의 주 목적이 중장기 이차전지 소재 시장에서의 지배력 확대 목적. 이를 감안하면 단기 실적이 아닌 증설이 완료되는 '23~'24년 이후의 실적 성장성을 바라보는 것이 타당. ▶ 두번째, 최대주주 포스코의 증자 참여(5,403억원)로 지분 희석 방지 및 지배력 유지 가능. ▶ 세번째, 그동안 동사 주가의 디스카운트 요인으로 작용해왔던 높은 부채비율(2Q20 말 114.5%)이 이번 증자를 통해 하락('21년말 62.5%)함에 따라 재무구조 개선 가능

### '23년 이후 양극재 시장 점유율 상향

이번 유상증자를 통한 증설로 동사의 양극재 Capa는 올해 말 4만톤에서 '22년말 9.8만톤으로 증가하며, '25년말 21만톤까지 확대될 예정. '22년말 9.8만톤은 기존 계획(6.9만톤) 대비 42% 증가한 것이며, 이는 배터리 셀 65GWh를 대응할 수 있는 규모. 주력 고객사 LG화학 내 입지 강화될 것으로 판단. 공격적 Capa확대를 반영해 동사의 글로벌 양극재 시장 점유율 가정을 '23년 4.6% → 6.1%, '25년 3.6% → 6.6%로 상향 조정.

동사에 대해 투자 의견 BUY 유지하나, 목표주가는 DCF Valuation 방식으로 최근 국고채 5년 이자율 상승(1.1% → 1.2%)을 반영해 107,000원으로 4.5%하향. 유상증자에 따른 주당 기업가치 하락 효과는 '23년 이후의 중장기 실적 추정치 상향에 따라 크지 않을 것으로 판단

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,887	4.6	14.2	4,166	-6.7
영업이익	194	-30.5	376.6	195	-0.4
세전계속사업이익	103	-72.8	흑전	177	-41.8
지배순이익	69	-77.0	흑전	136	-49.3
영업이익률 (%)	5.0	-2.5 %pt	+3.8 %pt	4.7	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.8	-6.2 %pt	흑전	3.3	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	13,836	14,838	15,751	21,397
영업이익	1,063	899	647	1,268
지배순이익	1,322	1,010	315	959
PER	23.6	32.5	162.5	67.7
PBR	4.2	3.3	5.1	3.2
EV/EBITDA	24.5	26.2	48.0	28.6
ROE	19.0	11.6	3.1	6.3

자료: 유안타증권

표1. 유상증자 개요

(단위 : 원, 주)

구분	내용	
발행개요	발행예정주식수	16,475,000주
	증자비율 (발행주식총수 대비)	27.01%
	발행예정가	60,700원
	총 금액	100,000,000,000원
신주발행방식	주주배정 후 실권주 일반공모	
자금활용목적	시설자금 6,878억원, 운영자금 1,675억원, 해외공장 건설 1,447억원	
발행가액 확정일	'21.01.08	
신주상장 예정일	'21.02.03	

자료: 포스코케미칼, 유안타증권 리서치센터

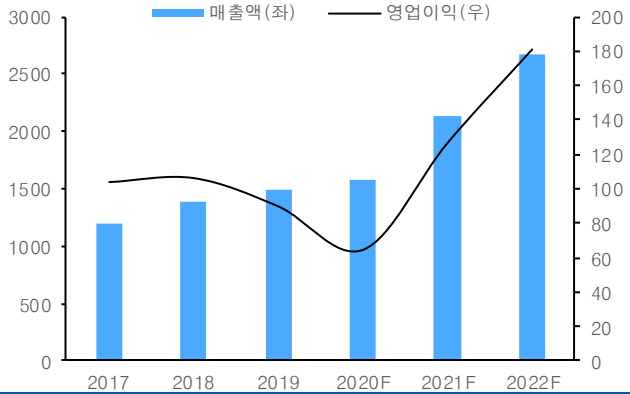
표2. 포스코케미칼 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	355.3	369.8	371.7	386.9	387.5	340.2	388.7	458.7	1,575.1	2,139.7	2,677.0
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	1,061.9	1,628.7
음극재	32.0	31.1	26.6	30.8	41.0	40.7	46.5	52.8	181.0	250.9	330.9
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%	35.8%	25.1%
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%	102.5%	53.4%
음극재	91.8%	39.9%	3.6%	17.1%	27.9%	30.7%	74.8%	71.7%	50.2%	38.6%	31.9%
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	235.6	318.0
YoY%	5.0%	2.9%	1.4%	-6.6%	-6.8%	-37.0%	-16.7%	15.2%	-10.7%	58.4%	35.0%
매출총이익율%	11.0%	10.0%	12.9%	11.0%	9.4%	6.9%	10.3%	10.7%	9.4%	11.0%	11.9%
영업이익	21.9	16.7	28.0	23.2	16.0	4.1	19.4	25.2	64.7	126.8	181.0
YoY%	-5.0%	-20.0%	-15.4%	-20.5%	-27.2%	-75.5%	-30.6%	8.5%	-28.0%	95.9%	42.8%
영업이익율%	6.2%	4.5%	7.5%	6.0%	4.1%	1.2%	5.0%	5.5%	4.1%	5.9%	6.8%

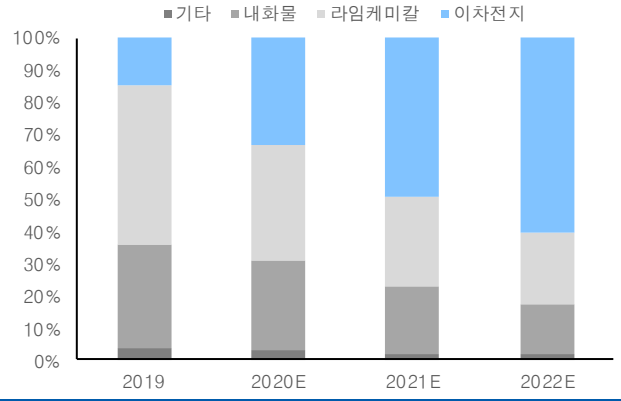
자료: 유안타증권 리서치센터

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



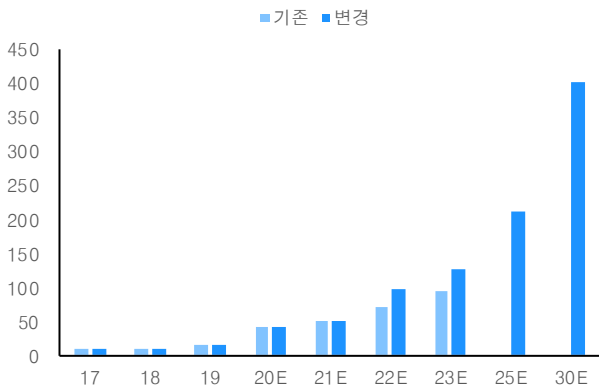
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 포스코케미칼 부문별 매출비중 (단위 : %)



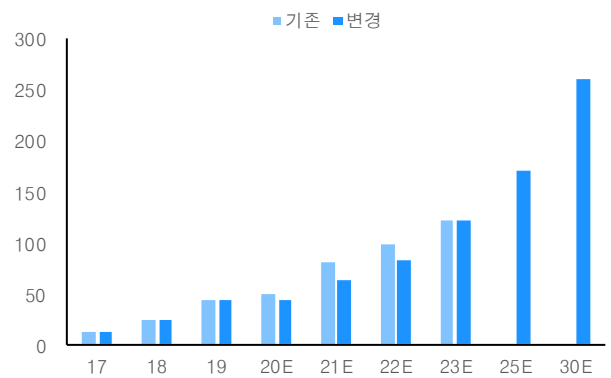
자료: 유안타증권 리서치센터

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

표3. 포스코케미칼 Valuation

(단위 : 십억원, %)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
영업이익(a)	90	65	127	181	222	265	260	291	322	344	381	414
유효법인세(b)	9	16	27	39	48	58	57	63	70	75	83	90
NOPLAT(c=a-b)	80	49	99	142	174	208	203	228	252	269	298	324
감가상각비(d)	34	53	68	101	126	156	206	216	226	226	226	226
운전자본 증감(e)	-101	-112	-145	-104	-120	-123	-116	-120	-120	-118	-119	-119
Capex(f)	-309	-290	-925	-682	-480	-200	-200	-60	-60	-60	-60	-60
FCF(g=c+d+e+f)	-285	-300	-903	-543	-301	41	94	264	298	317	345	371
WACC		7.0%										
PV of FCF(h)		-854										
Terminal Value(i)		9,653										
사업가치(j=h+i)		8,799										
순차입금(k)		521										
기업가치(l=j-k)		8,278										
발행주식수(천주)		77,463										
주당가치		106,864										
목표주가		107,000										
현재주가		83,900										
Upside(%)		27.5										

자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	13,836	14,838	15,751	21,397	26,770	
매출원가	12,176	13,172	14,264	19,041	23,591	
매출충이익	1,660	1,665	1,487	2,356	3,180	
판매비	597	767	840	1,088	1,370	
영업이익	1,063	899	647	1,268	1,810	
EBITDA	1,226	1,338	1,176	1,948	2,822	
영업외손익	703	231	-226	-34	-118	
외환관련손익	6	23	-11	16	16	
이자손익	13	-17	-28	7	-76	
관계기업관련손익	709	213	-166	-72	-72	
기타	-24	11	-22	15	15	
법인세비용차감전순손익	1,766	1,130	421	1,234	1,692	
법인세비용	438	118	102	267	368	
계속사업순손익	1,328	1,012	319	966	1,324	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,328	1,012	319	966	1,324	
지배지분순이익	1,322	1,010	315	959	1,314	
포괄순이익	1,254	1,002	326	964	1,321	
지배지분포괄이익	1,245	998	320	959	1,315	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	846	628	302	620	1,725	
당기순이익	1,328	1,012	319	966	1,324	
감가상각비	156	419	503	658	993	
외환손익	3	9	46	-16	-16	
중속, 관계기업관련손익	-709	-213	166	72	72	
자산부채의 증감	-371	-1,009	-1,124	-1,453	-1,038	
기타현금흐름	439	410	392	392	390	
투자활동 현금흐름	-387	-2,914	-2,934	-9,287	-6,859	
투자자산	3	3	11	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,009	-3,087	-2,895	-9,250	-6,820	
유형자산 감소	2	5	8	0	0	
기타현금흐름	617	166	-58	-37	-39	
재무활동 현금흐름	-294	3,182	4,665	10,604	5,438	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-87	3,584	5,063	1,000	5,900	
자본	0	0	0	10,000	0	
현금배당	-208	-237	-248	-248	-314	
기타현금흐름	0	-164	-150	-148	-148	
연결범위변동 등 기타	0	0	154	-83	-2,503	
현금의 증감	164	896	2,187	1,853	-2,199	
기초 현금	1,041	1,205	2,101	4,288	6,141	
기말 현금	1,205	2,101	4,288	6,141	3,942	
NOPLAT	1,063	899	647	1,268	1,810	
FCF	-417	-2,853	-3,000	-9,029	-5,430	

자료: 유안타증권

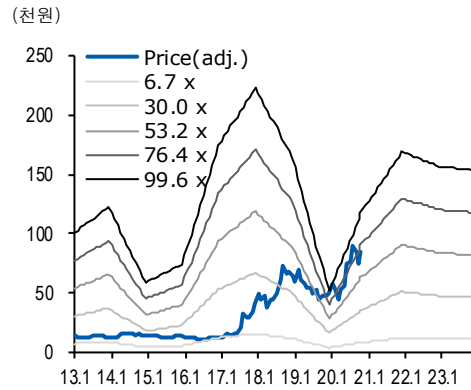
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	4,399	6,496	8,990	12,069	10,638	
현금및현금성자산	1,205	2,101	4,289	6,141	3,942	
매출채권 및 기타채권	1,817	2,113	2,537	3,234	3,591	
재고자산	1,089	1,884	1,835	2,364	2,775	
비유동자산	5,077	10,805	12,714	21,211	29,747	
유형자산	2,635	7,553	9,867	18,459	27,086	
관계기업등 지분관련자산	1,872	1,917	1,553	1,481	1,408	
기타투자자산	63	91	76	76	76	
자산총계	9,476	17,301	21,704	33,280	40,385	
유동부채	1,527	2,507	1,865	2,108	2,311	
매입채무 및 기타채무	1,250	1,994	1,504	1,747	1,950	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	45	46	48	48	48	
비유동부채	368	4,732	9,698	10,688	16,578	
장기차입금	157	1,621	3,376	4,376	10,376	
사채	1	2,493	5,788	5,788	5,688	
부채총계	1,895	7,238	11,563	12,795	18,889	
지배지분	7,496	9,975	10,050	20,298	21,300	
자본금	295	305	305	387	387	
자본잉여금	237	1,945	1,945	11,863	11,863	
이익잉여금	6,989	7,735	7,799	8,049	9,054	
비지배지분	85	88	92	187	196	
자본총계	7,581	10,063	10,142	20,484	21,496	
순차입금	-1,174	2,457	5,210	4,348	12,438	
총차입금	202	4,671	9,676	10,666	16,556	

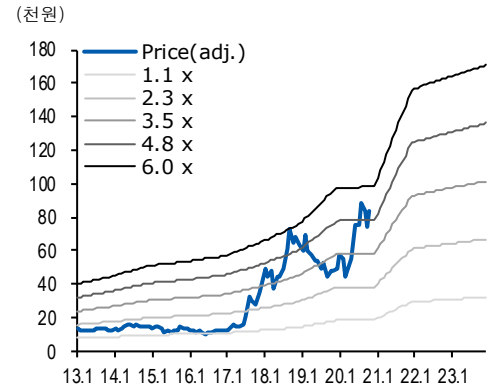
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	2,237	1,657	516	1,239	1,697	
BPS	12,690	16,356	16,478	26,203	27,497	
EBITDAPS	2,076	2,213	1,928	2,515	3,643	
SPS	23,423	24,553	25,826	27,622	34,559	
DPS	400	400	400	400	400	
PER	23.6	32.5	162.5	67.7	49.4	
PBR	4.2	3.3	5.1	3.2	3.1	
EV/EBITDA	24.5	26.2	48.0	28.6	22.6	
PSR	2.3	2.2	3.2	3.0	2.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	15.6	7.2	6.2	35.8	25.1	
영업이익 증가율 (%)	2.2	-15.5	-28.0	96.0	42.8	
지배순이익 증가율 (%)	27.6	-23.5	-68.8	204.8	37.0	
매출총이익률 (%)	12.0	11.2	9.4	11.0	11.9	
영업이익률 (%)	7.7	6.1	4.1	5.9	6.8	
지배순이익률 (%)	9.6	6.8	2.0	4.5	4.9	
EBITDA 마진 (%)	8.9	9.0	7.5	9.1	10.5	
ROIC	21.9	11.7	4.4	5.6	5.2	
ROA	14.8	7.5	1.6	3.5	3.6	
ROE	19.0	11.6	3.1	6.3	6.3	
부채비율 (%)	25.0	71.9	114.0	62.5	87.9	
순차입금/자기자본 (%)	-15.7	24.6	51.8	21.4	58.4	
영업이익/금융비용 (배)	68.6	28.5	11.3	16.0	15.9	

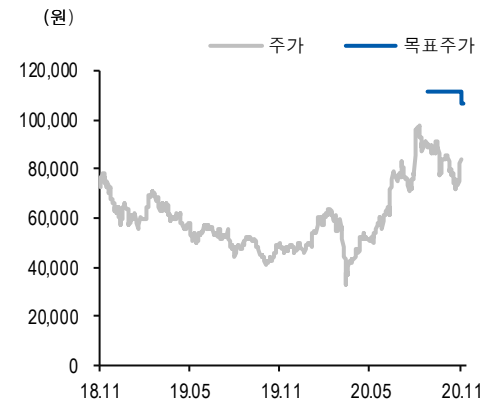
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-09	BUY	107,000	1년		
2020-09-01	BUY	112,000	1년	-26.20	-18.57
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)	89.1
Hold(중립)	10.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-05

※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.