



포스코케미칼 (003670)

유상증자 Comment: 투자 재원 마련의 타당성

▶ Analyst 김준환 joonh.kim@hanwha.com 02-3772-7473

Buy (유지)

목표주가(하향): 92,000원

현재 주가(11/6)	83,900원
상승여력	▲ 9.7%
시가총액	51,169억원
발행주식수	60,988천주
52 주 최고가 / 최저가	98,000 / 33,100원
90 일 일평균 거래대금	495.02억원
외국인 지분율	7.3%
주주 구성	
포스코 (외 5 인)	64.7%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
박용산 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-4.3	63.9	70.9
상대수익률(KOSPI)	-2.1	-7.5	38.6	58.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,484	1,582	1,964	2,357
영업이익	90	68	118	172
EBITDA	134	127	229	322
지배주주순이익	101	41	100	141
EPS	1,657	665	1,634	1,818
순차입금	261	487	582	826
PER	29.7	126.2	51.3	46.2
PBR	3.0	5.1	3.1	2.9
EV/EBITDA	24.4	44.3	24.9	18.5
배당수익률	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	11.6	4.0	6.4	6.6

주가 추이



포스코케미칼이 1 조 원 규모의 유상증자를 발표하였습니다. 약 27% EPS 희석이 발생했으나, 자금 조달의 목적은 향후 양극재, 음극재 시장 선점을 위한 설비 증설용입니다. 단기적인 주주 가치 희석보다 중장기 성장 방향성에 근거하여 조정 시 매수 전략을 추천 드립니다.

약 1조 원 규모의 유상증자 발표

포스코케미칼은 11 월 6 일 약 1.0 조 원 규모의 유상증자를 발표했다. 주주배정 후 실권주 일반공모 방식이며, 자금조달의 목적은 1) 시설자금 6,878 억 원, 2) 운영자금 1,675 억 원, 3) 유럽 현지 공장 건설 1,447 억 원 규모이다. 대주주인 포스코는 보유 지분 전량에 대한 신주 청약율 통해 약 5,400 억 원을 출자할 예정이다. 또한 유상증자와 함께 29,000 톤 규모의 광양 4 단계 양극재 투자를 발표했다.

증자의 타당성

동사의 금번 유상증자는 글로벌 EV 수요 급성장에 따른 양/음극재 시장 선점을 위한 설비증설 자금이다. 광양 4단계 증설 발표로 2023년까지 양극재 생산 캐파는 기존 약 7만 톤에서 총 10만 톤이 예상된다. 음극재의 경우 2023년까지 천연 흑연 10.5만 톤과 인조흑연 1.6만 톤을 목표로 하며, 인조흑연 사업 확장을 위한 M&A도 추후 검토될 예정이다. 또한 2023년 이후부터는 유럽 현지 공장 신규 투자를 통해 해외 증설로 진행될 예정이다. 이에 따라 2025년까지 총 21만 톤의 양극재와 17만 톤의 음극재 생산 능력을 확보할 전망이다. 선제적 투자를 통해 2030년까지 배터리 양/음극재 시장 점유율 20%, 총 매출 23조 원 달성을 목표로 한다.

목표주가 92,000원으로 6% 하향, 투자의견 BUY 유지

금번 유상증자는 배터리 소재 투자 확대를 위한 포스코 그룹의 의지를 나타낸 것이다. 단기적인 주주 가치 희석은 아쉽지만, 1) 재무구조 개선 (부채비율 2021년 110%에서 56%), 2) 4분기 양극재 가동률 상승으로 2차전지 사업부 수익성 개선 본격화, 3) 양극재 추가 증설로 23년 이후 실적 상향 조정을 감안한다면 주가 조정을 매수 기회로 삼아야 한다는 판단이다. EPS 희석과 23년 이후 실적 상향 조정을 반영하여 목표주가를 92,000원으로 6% 하향 조정하나 (2022년~23년 평균 EPS 2,300원에 목표 PER 40배 적용), 투자의견 BUY를 유지한다.

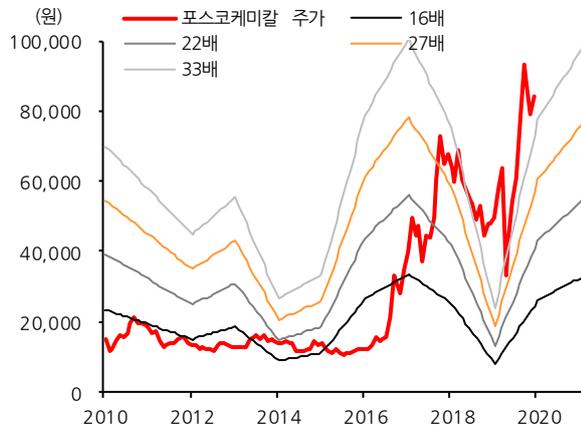
[표1] 포스코케미칼의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2018	2019	2020E
별도 매출액	342.8	358.1	359.0	374.5	376.7	328.6	377.9	454.4	1,340.9	1,434.4	1,537.6
내화물	73.7	67.7	66.7	60.5	61.8	52.5	51.3	56.5	284.4	268.6	222.0
건설	48.5	54.2	51.9	58.0	67.7	55.6	43.0	47.3	220.8	212.6	213.6
생석회	87.8	82.5	86.5	91.4	82.7	67.0	75.5	83.0	334.5	348.2	308.3
케미칼(화성공장)	100.8	91.4	95.3	98.5	77.5	59.0	56.3	61.9	410.4	386.0	254.6
2차전지	32.0	62.3	58.6	66.1	87.0	94.6	151.8	205.7	90.9	219.0	539.1
매출비중(%)											
내화물	21.5	18.9	18.6	16.2	16.4	16.0	13.6	12.4	21.2	18.7	14.4
건설	14.1	15.1	14.5	15.5	18.0	16.9	11.4	10.4	16.5	14.8	13.9
생석회	25.6	23.0	24.1	24.4	22.0	20.4	20.0	18.3	24.9	24.3	20.0
케미칼(화성공장)	29.4	25.5	26.5	26.3	20.6	17.9	14.9	13.6	30.6	26.9	16.6
2차전지	9.3	17.4	16.3	17.6	23.1	28.8	40.2	45.3	6.8	15.3	35.1
연결 매출액	355.3	369.8	371.7	386.9	387.5	340.2	388.4	466.0	1,383.6	1,483.8	1,582.0
연결 영업이익	21.9	16.7	28.0	23.2	16.1	4.1	19.4	28.2	106.3	89.9	67.8
영업이익률(%)	6.2	4.5	7.5	6.0	4.2	1.2	5.0	6.0	7.7	6.1	4.3

자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 포스코케미칼의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 포스코케미칼의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 유상증자 주요 내용

구분	내용
목적	급성장하는 미래 양·음극재 시장 선점을 위한 자금 조달
증자예정금액	약 1조 원 (시설자금 6,878억 원, 운영자금 1,675억 원, 해외공장 건설 1,447억 원)
특수관계인 참여예정금액	(주)포스코 : 5,403억 원(8,901천 주), 포항공대 : 82억 원(134천 주), 우리사주조합: 1,180억 원(1,944천 주)
신주발행방법	주주배정후 실권주 일반 공모
발행주식수	기명식 보통주식수 16,475,000 주(증자비율: 27.01%)
발행예정가	60,700 원/주

자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 주요 일정 계획

일자	내용	비고
2020년 12월 4일	1차 발행가액 확정	신주배정기준일 전 제 3 거래일
2020년 12월 9일	신주배정기준일(주주확정)	-
2020년 12월 28일	신주인수권증서 상장일	5 거래일 이상 동안 거래
2021년 1월 8일	확정 발행가액 산정	구주주 청약초일 3 거래일 전
2021년 1월 18일 ~ 19일	일반공모청약	-
2021년 2월 3일	신주상장 예정일	-

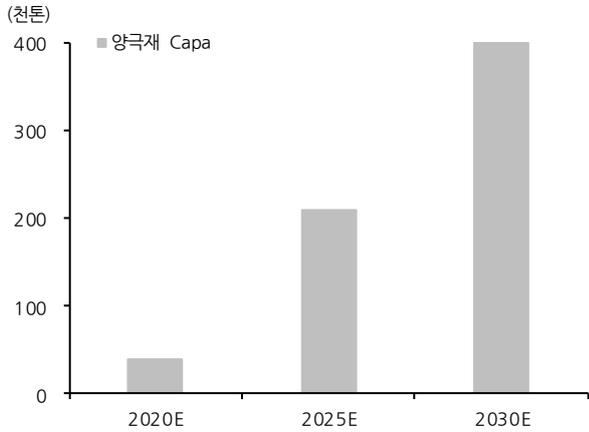
자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 자금사용 목적

자금용도	세부내용	자금 사용시기	금액(억 원)
시설자금	2차전지용 양극활물질 시설증설 (광양 3,4 단계 설비 증설)	2021~2022	5,468
	내화물 시설증설 (포항 공장 노후화 설비 교체 및 설비 증설)	2021	534
	기타 경산투자(설비 개선 공사 등)	2021~2022	876
운영자금	원재료(흑연, NCM 외)	2021	1,675
타법인증권취득자금	해외법인 공장 건설	2021~2022	1,447
			10,000

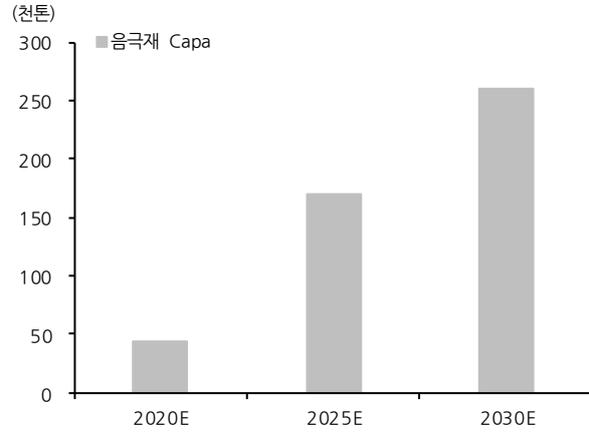
자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 양극재 증설 계획



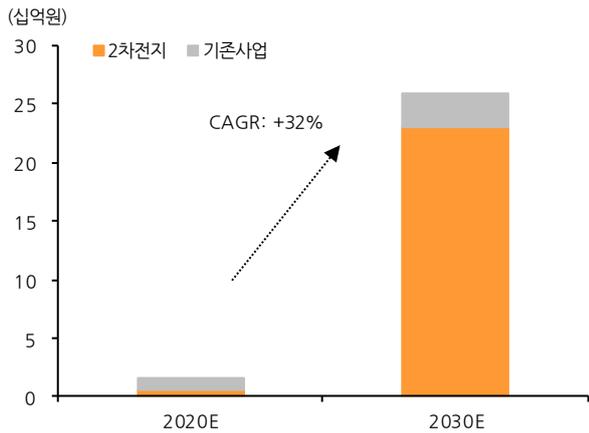
자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 음극재 증설 계획



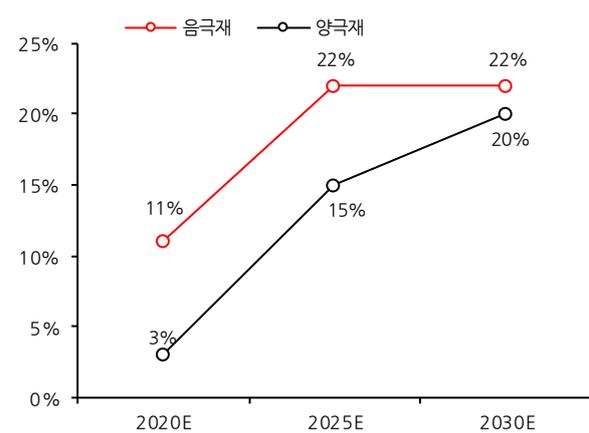
자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 에너지소재 Leading Company 로 도약



자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 양음극재 시장 점유율 전망



자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,384	1,484	1,582	1,964	2,357
매출총이익	166	167	145	209	283
영업이익	106	90	68	118	172
EBITDA	123	134	127	229	322
순이자손익	1	-2	-1	1	1
외화관련손익	1	2	3	0	0
지분법손익	71	21	-14	16	16
세전계속사업손익	177	113	54	133	187
당기순이익	133	101	41	100	141
지배주주순이익	132	101	41	100	141
증가율(%)					
매출액	15.6	7.2	6.6	24.2	20.0
영업이익	2.2	-15.5	-24.8	74.3	46.3
EBITDA	3.8	9.1	-5.4	81.1	40.3
순이익	27.7	-23.8	-59.7	144.4	41.3
이익률(%)					
매출총이익률	12.0	11.2	9.2	10.7	12.0
영업이익률	7.7	6.1	4.3	6.0	7.3
EBITDA 이익률	8.9	9.0	8.0	11.7	13.6
세전이익률	12.8	7.6	3.4	6.7	7.9
순이익률	9.6	6.8	2.6	5.1	6.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	85	63	17	41	183
당기순이익	133	101	41	100	141
자산상각비	16	44	59	111	149
운전자본증감	-37	-101	-65	-155	-91
매출채권 감소(증가)	0	-11	-44	-80	-53
재고자산 감소(증가)	-11	-55	-66	-75	-65
매입채무 증가(감소)	-15	-17	10	-2	25
투자현금흐름	-39	-291	-222	-1,120	-397
유형자산처분(취득)	-101	-308	-211	-1,124	-400
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	64	8	-1	-1	-1
재무현금흐름	-29	318	474	984	-31
차입금의 증가(감소)	-17	381	499	0	0
자본의 증가(감소)	-21	-24	-24	984	-31
배당금의 지급	21	24	24	24	31
총현금흐름	142	172	82	195	274
(-)운전자본증가(감소)	26	48	147	155	91
(-)설비투자	101	309	212	1,124	400
(+)자산매각	-3	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	12	-187	-279	-1,085	-219
(-)기타투자	10	41	-74	-6	-6
잉여현금	3	-228	-205	-1,079	-213
NOPLAT	80	80	51	89	130
(+) Dep	16	44	59	111	149
(-)운전자본투자	26	48	147	155	91
(-)Capex	101	309	212	1,124	400
OpFCF	-31	-233	-249	-1,078	-212

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	440	638	1,028	1,088	962
현금성자산	137	221	497	402	157
매출채권	181	211	266	345	398
재고자산	109	188	250	325	390
비유동자산	508	1,041	1,164	2,189	2,452
투자자산	203	271	246	256	266
유형자산	264	755	903	1,917	2,169
무형자산	7	15	16	17	17
자산총계	948	1,680	2,192	3,277	3,414
유동부채	153	235	202	202	230
매입채무	99	172	128	126	151
유동성이자부채	4	20	21	21	21
비유동부채	37	473	970	970	970
비유동이자부채	16	462	963	963	963
부채총계	189	708	1,172	1,173	1,200
자본금	30	30	30	39	39
자본잉여금	24	195	195	195	195
이익잉여금	699	774	789	864	974
자본조정	-3	-1	-3	997	997
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	758	1,006	1,020	2,104	2,214

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,237	1,657	665	1,634	1,818
BPS	12,690	16,356	16,585	27,045	28,463
DPS	400	400	400	400	400
CFPS	2,406	2,821	1,338	3,203	3,542
ROA(%)	14.8	7.7	2.1	3.6	4.2
ROE(%)	19.0	11.6	4.0	6.4	6.6
ROIC(%)	21.6	11.1	4.3	4.6	4.8
Multiples(x, %)					
PER	28.5	29.7	126.2	51.3	46.2
PBR	5.0	3.0	5.1	3.1	2.9
PSR	2.7	2.0	3.2	2.6	2.8
PCR	26.5	17.5	62.7	26.2	23.7
EV/EBITDA	29.7	24.4	44.3	24.9	18.5
배당수익률	0.6	0.8	0.5	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	25.0	70.3	114.8	55.7	54.2
Net debt/Equity	-15.5	26.0	47.7	27.6	37.3
Net debt/EBITDA	-95.6	195.5	384.4	253.8	256.9
유동비율	288.1	271.9	509.2	537.2	418.4
이자보상배율(배)	68.6	28.5	17.6	29.9	43.8
자산구조(%)					
투하자본	54.7	67.9	64.4	79.3	87.1
현금+투자자산	45.3	32.1	35.6	20.7	12.9
자본구조(%)					
차입금	2.6	32.4	49.1	31.8	30.8
자기자본	97.4	67.6	50.9	68.2	69.2

[Compliance Notice]

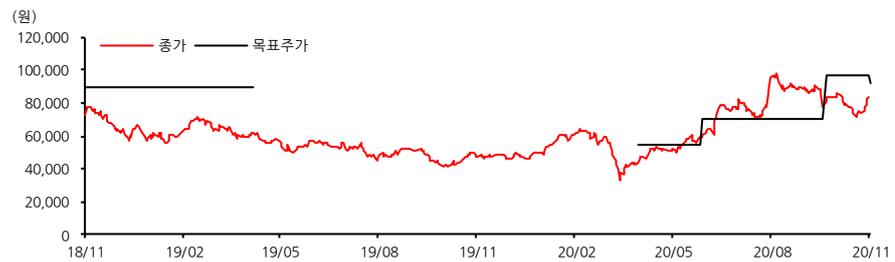
(공표일: 2020년 11월 09일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김준환)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[포스코케미칼 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2018.11.12	2019.01.02	2019.01.29	2019.03.04	2020.04.06
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격		90,000	90,000	90,000	90,000	김준환
일시	2020.04.06	2020.06.05	2020.09.28	2020.10.23	2020.11.09	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	55,000	70,000	97,500	97,500	92,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.06	Buy	55,000	-3.53	9.64
2020.06.05	Buy	70,000	15.65	40.00
2020.09.28	Buy	97,500	-18.63	-11.79
2020.11.09	Buy	92,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%