

포스코케미칼 (003670)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	146,000원 (U)
현재주가 (1/18)	123,500원
상승여력	18%

시가총액	75,320억원		
총발행주식수	77,463,220주		
60일 평균 거래대금	730억원		
60일 평균 거래량	723,185주		
52주 고	131,500원		
52주 저	31,068원		
외인지분율	7.21%		
주요주주	포스코 외 4인 62.54%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.4	64.5	142.8
상대	6.2	27.8	81.3
절대(달러환산)	15.0	71.0	155.0

유럽진출 선두업체로서 프리미엄 타당

4Q20 Preview : 이차전지 소재 성장 지속

4Q20 예상실적은 매출액 4,485억원(+15.4% QoQ), 영업이익 226억원(+16.3% QoQ) 전망. 내화물/라임케미칼 부문의 견조한 성장과 함께 이차전지 소재 부문 매출 급증하며 전사 실적 성장 견인한 것으로 추정. 전분기 대비 양극재 +39.3%, 음극재 +13.8% 성장한 것으로 판단. LG화학향 NCM622 공급량 확대됨에 따라 양극재 부문의 성장이 특히 두드러졌으며, 이에 따른 광양 2단계 가동률 상승으로 규모의 경제 효과 발생 임박한 것으로 추정. 이차전지 소재 부문의 매출 비중은 3Q20 39% 수준에서 4Q20 44%까지 확대

유럽 진출 선두업체로서 프리미엄 부여 필요

올해 예상실적은 매출액 2.0조원(+19.7% YoY), 영업이익 1,144억원(+84.3% YoY) 전망. 이차전지 소재 부문 매출은 지난해 34% 수준에서 올해 48%까지 확대될 것으로 예상되며, 규모의 경제 발생함에 따라 이익기여도 높아질 것. 성장의 속도는 '23년 광양 3, 4단계, '24년 유럽 법인 가동으로 더욱 빨라질 전망

특히, 국내 양극재 업체들 중 유럽 현지 생산에 가장 앞서있다는 점에서 프리미엄 부여 필요. 지난해 4Q부터 컨테이너선 수급 이슈 발생함에 따라 현지 생산 필요성 부각. 향후 공급량이 확대될수록 운송시간 및 비용 측면에서 현지 생산의 중요도는 지속 상승할 것으로 판단. '25년 기준 유럽 내 셀 생산능력은 500GWh에 달할 것으로 예상되는데, 이를 대응하기 위한 양극재는 연간 약 1백만톤에 달하며 현지생산 없이는 공급의 적시성 및 비용 측면에서 불리. 유럽의 경우 까다로운 환경기준으로 인해 선제적으로 생산능력을 확보하는 것이 향후 경쟁력 확보에서 매우 중요할 것으로 판단. 동사는 '24년 연 15,000톤 규모의 생산능력을 유럽 내에 확보할 것으로 예상되며, 향후 29,000톤 수준까지 확대될 예정.

목표주가 146,000원으로 상향

SOTP Valuation 방식에 근거해 동사의 목표주가를 기존 107,000원에서 146,000원으로 36.4% 상향조정. 이차전지 소재 부문의 가치는 11.1조원('23~'24년 평균 EBITDA, Target EV/EBITDA 34.X 적용)으로 산정. 유상증자 신주 상장일(2/3)까지 주가 약세 지속될 수 있으나 단기 이벤트보다 중장기 성장 잠재력에 집중하는 것이 타당

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	449	15.9	15.4	453	-1.0
영업이익	23	-2.8	16.5	25	-8.8
세전계속사업이익	19	31.5	90.3	18	7.0
지배순이익	15	3.7	127.8	15	2.2
영업이익률 (%)	5.0	-1.0 %pt	0	5.5	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	-0.4 %pt	+1.8 %pt	3.3	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	1,384	1,484	1,565	1,995
영업이익	106	90	62	114
지배순이익	132	101	29	86
PER	23.6	32.5	168.7	111.2
PBR	4.2	3.3	4.9	4.7
EV/EBITDA	24.5	26.2	42.7	38.7
ROE	19.0	11.6	2.9	5.7

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	4Q20E			1Q21E			2020E			2021E		
	기준	실적	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이
매출	459	449	-2.2	520	499	-4.0	1,575	1,565	-0.6	2,140	1,995	-6.8
영업이익	25	23	-8.0	28	23	-17.8	65	62	-4.6	127	114	-10.2
당기순이익	16	16	0.0	19	18	-5.2	29	29	0.0	87	86	-1.1

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 포스코케미칼 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	387.5	340.2	388.7	448.5	499.3	482.5	486.0	527.6	1,564.9	1,995.4	2,387.6
내화물	129.6	108.0	94.3	101.4	124.5	107.9	96.1	101.2	433.3	429.7	421.3
라임케미칼	160.2	126.1	131.7	137.5	165.2	136.0	132.8	140.0	555.4	574.1	570.2
이차전지 소재	87.0	94.5	151.8	199.6	200.7	228.4	246.1	274.8	532.9	950.0	1,351.8
음극재	41.0	40.7	46.5	52.9	53.7	54.7	60.5	77.7	181.0	246.6	335.9
양극재	46.0	53.8	105.3	146.7	147.0	173.7	185.6	197.1	351.8	703.4	1,016.0
기타	10.7	11.6	10.9	10.1	8.8	10.2	11.0	11.7	43.3	41.7	44.3
YoY%	9.1%	-8.0%	4.5%	15.9%	28.8%	41.8%	25.1%	17.6%	5.5%	27.5%	19.7%
내화물	6.1%	-11.3%	-20.4%	-14.5%	-3.9%	-0.1%	1.9%	-0.2%	-9.9%	-0.8%	-2.0%
라임케미칼	-15.1%	-27.5%	-27.5%	-27.6%	3.1%	7.9%	0.9%	1.9%	-24.3%	3.4%	-0.7%
이차전지 소재	171.5%	51.7%	159.1%	218.0%	130.7%	141.7%	62.1%	37.7%	147.1%	78.3%	42.3%
음극재	27.9%	30.7%	74.8%	71.8%	30.9%	34.4%	30.2%	47.0%	50.2%	36.2%	36.2%
양극재		72.7%	229.1%	358.7%	219.7%	222.9%	76.2%	34.3%	269.8%	99.9%	44.4%
기타	-14.3%	-1.7%	-15.6%	-35.6%	-17.8%	-12.6%	1.2%	15.9%	-18.1%	-3.8%	6.4%
매출총이익	36.3	23.3	40.0	45.9	47.9	47.2	58.9	61.8	145.6	215.8	285.7
YoY%	-6.8%	-37.0%	-16.7%	7.8%	31.9%	102.4%	47.3%	34.5%	-12.6%	48.3%	32.4%
매출총이익율%	9.4%	6.9%	10.3%	10.2%	9.6%	9.8%	12.1%	11.7%	9.3%	10.8%	12.0%
영업이익	16.0	4.1	19.4	22.6	22.8	22.8	33.9	34.8	62.1	114.4	163.6
YoY%	-27.2%	-75.5%	-30.6%	-2.8%	43.1%	455.2%	74.7%	54.3%	-30.9%	84.3%	43.0%
영업이익율%	4.1%	1.2%	5.0%	5.0%	4.6%	4.7%	7.0%	6.6%	4.0%	5.7%	6.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

표3. 목표주가 산정 (SOTP Valuation) (단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	11,661.1	
기존사업 (라임/내화물)	546.1	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 25.X
신규사업 (이차전지 소재)	11,115.0	'21~'23년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 25.X
2. 순차입금	320.0	'21년 말 기준
3. 총 기업가치	11,341.2	
4. 발행주식총수	77,463,220주	유상증자 반영
5. 주당 기업가치	146,407원	
6. 목표주가	146,000원	
7. 현재주가	123,500원	1/18 증가
8. 상승여력	18.2%	

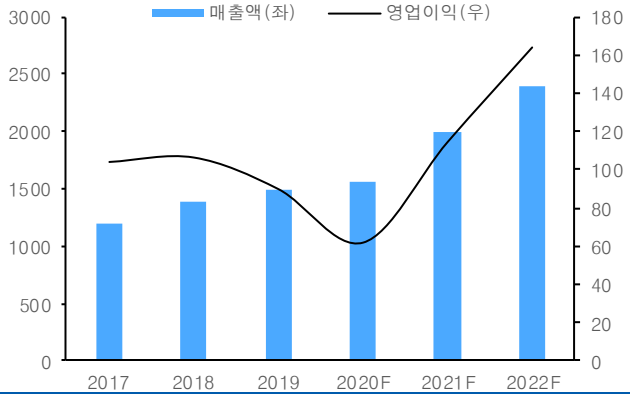
자료: 유안타증권 리서치센터

표4. 유상증자 개요 (단위 : 원, 주)

구분	내용	
발행개요	발행예정주식수	16,475,000주
	증자비율 (발행주식총수 대비)	27.01%
	발행확정가	77,300원
	총 조달금액	1,273,517,500,000원
신주발행방식	주주배정 후 실권주 일반공모	
자금활용목적	시설자금 6,878억원, 운영자금 1,675억원, 해외공장 건설 1,447억원	
일반공모 청약일	'21.01.18~01.19	
신주상장 예정일	'21.02.03	

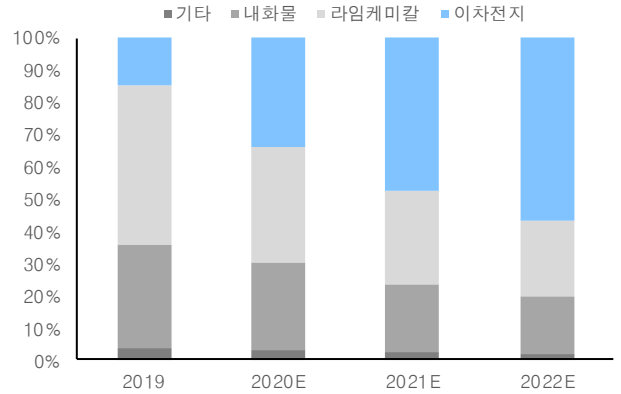
자료: 포스코케미칼, 유안타증권 리서치센터

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



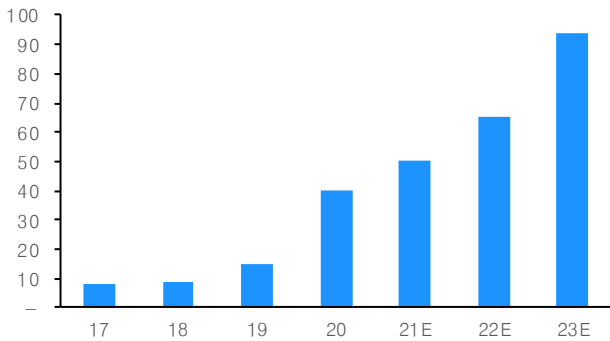
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 포스코케미칼 부문별 매출비중 (단위 : %)



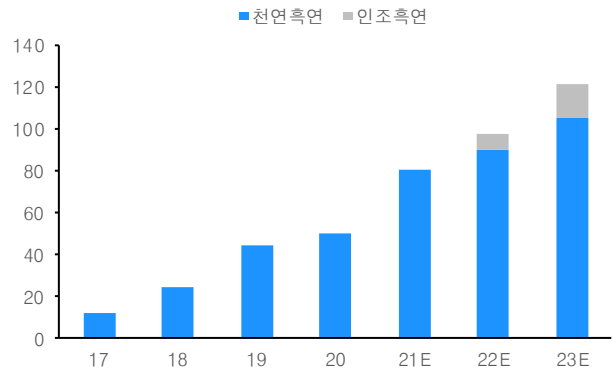
자료: 유안타증권 리서치센터

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	1,565	1,995	2,388
매출원가	1,218	1,317	1,419	1,780	2,102
매출충이익	166	167	145	216	286
판매비	60	77	83	101	122
영업이익	106	90	62	114	164
EBITDA	123	134	126	203	282
영업외손익	70	23	-23	-4	-11
외환관련손익	1	2	2	2	2
이자손익	1	-2	-4	0	-7
관계기업관련손익	71	21	-17	-6	-6
기타	-2	1	-5	0	0
법인세비용차감전순이익	177	113	39	111	153
법인세비용	44	12	10	24	33
계속사업순이익	133	101	29	87	120
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	101	29	87	120
지배지분순이익	132	101	29	86	119
포괄순이익	125	100	28	82	115
지배지분포괄이익	125	100	28	82	115

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	45	110	156
당기순이익	133	101	29	87	120
감가상각비	16	42	60	84	115
외환손익	0	1	-1	-2	-2
중속, 관계기업관련손익	-71	-21	17	6	6
자산부채의 증감	-37	-101	-88	-93	-109
기타현금흐름	44	41	27	28	27
투자활동 현금흐름	-39	-291	-252	-934	-691
투자자산	0	0	4	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-101	-309	-246	-925	-682
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	62	17	-10	-9	-9
재무활동 현금흐름	-29	318	383	1,083	567
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-9	358	405	100	590
자본	0	0	0	1,000	0
현금배당	-21	-24	-25	-25	-31
기타현금흐름	0	-16	3	8	8
연결범위변동 등 기타	0	0	-5	-16	-268
현금의 증감	16	90	171	244	-235
기초 현금	104	120	210	381	625
기말 현금	120	210	381	625	389
NOPLAT	106	90	62	114	164
FCF	-42	-285	-223	-839	-545

자료: 유안타증권

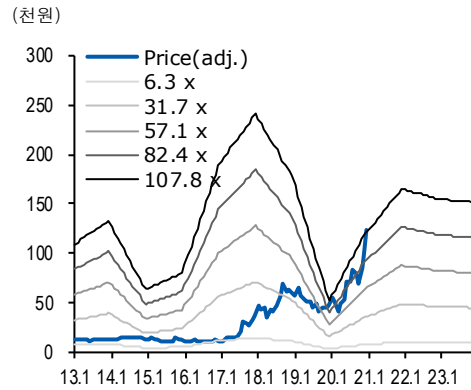
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	440	650	844	1,161	1,028
현금및현금성자산	120	210	381	625	389
매출채권 및 기타채권	182	211	247	288	339
재고자산	109	188	179	211	263
비유동자산	508	1,080	1,206	2,036	2,873
유형자산	264	755	921	1,761	2,609
관계기업등 지분관련자산	187	192	155	149	143
기타투자자산	6	9	5	5	5
자산총계	948	1,730	2,050	3,197	3,901
유동부채	153	251	166	183	213
매입채무 및 기타채무	125	199	145	162	192
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	4	5	5	5	5
비유동부채	37	473	870	969	1,558
장기차입금	16	162	236	336	936
사채	0	249	576	576	566
부채총계	189	724	1,036	1,152	1,771
지배지분	750	998	1,001	2,015	2,099
자본금	30	30	30	39	39
자본잉여금	24	195	195	1,186	1,186
이익잉여금	699	774	778	796	884
비지배지분	9	9	13	29	31
자본총계	758	1,006	1,014	2,044	2,130
순차입금	-117	246	459	315	1,139
총차입금	20	467	862	961	1,550

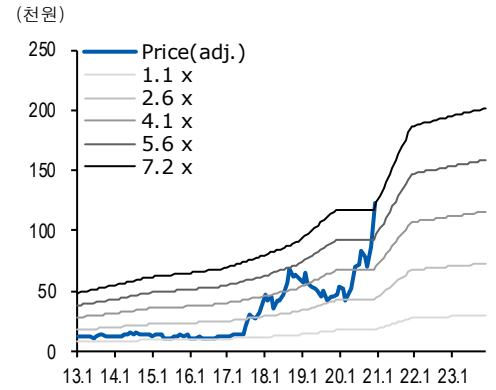
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,237	1,657	478	1,111	1,534
BPS	12,690	16,356	16,408	26,014	27,092
EBITDAPS	2,076	2,213	2,068	2,627	3,645
SPS	23,423	24,553	25,659	25,760	30,822
DPS	400	400	400	400	400
PER	23.6	32.5	168.7	111.2	80.5
PBR	4.2	3.3	4.9	4.7	4.6
EV/EBITDA	24.5	26.2	42.7	38.7	30.8
PSR	2.3	2.2	3.1	4.8	4.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	15.6	7.2	5.5	27.5	19.7
영업이익 증가율 (%)	2.2	-15.5	-31.0	84.5	43.0
지배순이익 증가율 (%)	27.6	-23.5	-71.2	195.2	38.1
매출총이익률 (%)	12.0	11.2	9.3	10.8	12.0
영업이익률 (%)	7.7	6.1	4.0	5.7	6.9
지배순이익률 (%)	9.6	6.8	1.9	4.3	5.0
EBITDA 마진 (%)	8.9	9.0	8.1	10.2	11.8
ROIC	21.9	11.7	4.3	5.3	4.9
ROA	14.8	7.5	1.5	3.3	3.3
ROE	19.0	11.6	2.9	5.7	5.8
부채비율 (%)	25.0	71.9	102.2	56.4	83.2
순차입금/자기자본 (%)	-15.7	24.6	45.9	15.6	54.3
영업이익/금융비용 (배)	68.6	28.5	10.3	17.4	16.5

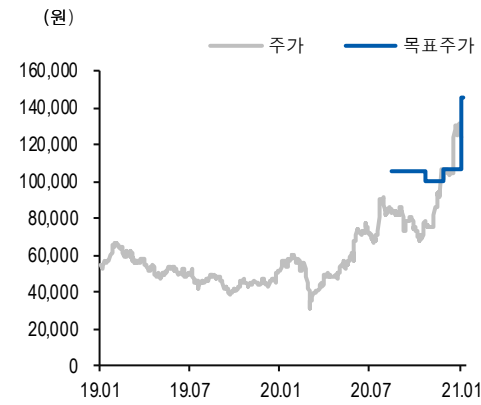
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-19	BUY	146,000	1년		
2020-11-09	BUY	100,432	1년	-0.79	30.93
2020-09-01	BUY	105,125	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)	1.2
Buy(매수)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-16

※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.