

포스코케미칼 (003670)

비금속

김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com



투자 의견	BUY (M)
목표주가	195,000원 (U)
현재주가 (4/13)	166,500원
상승여력	17%

시가총액	128,976억원
총발행주식수	77,463,220주
60일 평균 거래대금	843억원
60일 평균 거래량	555,642주
52주 고	173,500원
52주 저	42,895원
외인지분율	7.59%
주요주주	포스코 외 4인 62.54%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.7	32.7	288.2
상대	1.9	31.8	123.6
절대(달러환산)	6.5	29.0	319.9

최고에게 정당한 Value

1Q21 Preview: 양극재 이익기여 시작

1Q21 예상실적은 매출액 4,817억원(+7.1% QoQ, +24.3% YoY), 영업이익 310억원(+48.9% QoQ, +93.9% YoY)로 컨센서스 상회하는 호실적 전망. 이차전지 소재 부문의 이익기여 본격화된 것으로 추정. 전분기 약 32% 수준에서 1Q21 43% 수준까지 기여도 확대될 것으로 판단. 음극재 수익성은 여전히 매우 우수한 수준이 유지되고 있는 것으로 파악되며, 양극재도 가동률 상승에 따른 규모의 경제 효과 발생함에 따라 흑자구간 진입한 것으로 추정. 기존 철강사업 부문의 실적도 전방 시장 업황 회복에 힘입어 전분기 대비 개선될 것으로 추정

Valuation 부담? 최고에게 정당한 Value

연초 이후 급격한 주가 상승으로 인해 고평가 논란 존재하나, 동사의 업종 내 경쟁력을 감안할 때 정당화 될 수 있는 수준. 동사는 국내 유일의 양/음극재 동시 생산 가능 업체로서 향후 수주 경쟁에서 타 업체 대비 유리한 위치를 점할 것으로 기대. 소재 안정성에 대한 중요도가 높아지는 국면에서 일원화된 소재 공급이 가능하다는 점은 셀 업체들에게 분명한 매력. GM 얼티움 셀용 양/음극재 동시 수주가 대표적 사례이며 향후 유사 사례는 더욱 늘어날 것

또한, 유럽 진출 선두업체로서 프리미엄 부여 필요. 동사는 광양 3, 4단계(58,000톤) 이후 증설은 유럽 Capa 확충에 집중할 예정으로 국내 양극재 업체들 중 최초. '24년 1차 29,000톤의 유럽 Capa 양산 가동 계획. 현지 진출의 필요성은 지난 4Q20 해상운임 급등으로 재부각되었으며, 현재의 컨테이너선 운송은 시간 및 비용 측면에서 불리. 중장기적으로 소재 공급량 증가할수록 수익성 측면에서 현지 생산 체계 선구축의 가치는 더욱 두드러질 것

목표주가 195,000원으로 상향

목표주가를 기존 175,000원에서 195,000원으로 상향. 동사의 사업가치를 14.9조원으로 산정. 이 중 이차전지 소재 사업가치는 14.4조원으로 유럽 법인 가동이 본격화되는 24~25년 평균 EBITDA에 EV/EBITDA 36.X(이차전지 소재 평균에서 20% 할증)를 적용해 산출. 1) 양/음극재 동시 생산, 2) 유럽 생산 체계 선구축 등은 타 업체 대비 프리미엄 받아 마땅한 요소

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,817	24.3	7.1	4,668	3.2
영업이익	310	94.0	48.4	270	14.9
세전계속사업이익	300	85.0	98.2	316	-4.9
지배순이익	258	82.3	61.9	245	5.5
영업이익률 (%)	6.4	+2.3 %pt	+1.8 %pt	5.8	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	+1.8 %pt	+1.9 %pt	5.2	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	13,836	14,838	15,662	19,877
영업이익	1,063	899	603	1,360
지배순이익	1,322	1,010	296	1,100
PER	23.3	31.8	145.7	117.3
PBR	4.1	3.3	4.3	5.6
EV/EBITDA	24.5	26.2	39.1	56.9
ROE	19.0	11.6	3.0	6.6

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	1Q21E			2Q21E			2021E			2022E		
	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출	499.3	481.7	-3.5	482.5	485.6	0.6	1,995.4	1,987.7	-0.4	2,387.6	2,330.7	-2.4
영업이익	22.8	31.0	36.0	22.8	30.3	32.9	114.4	136.0	18.9	163.6	172.2	5.2
당기순이익	17.9	25.8	44.1	18.3	24.7	35.0	86.0	110.0	27.9	118.8	136.5	14.9

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 포스코케미칼 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

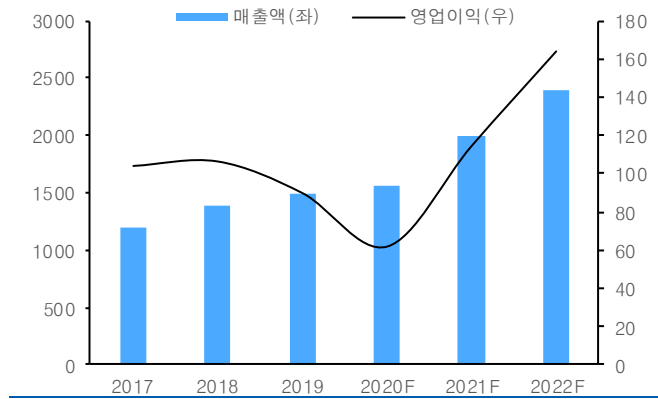
	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020A	Y2021E	Y2022E
매출액	387.5	340.2	388.7	449.9	481.7	485.6	490.1	530.3	1,566.3	1,987.7	2,330.7
내화물	129.6	108.0	94.3	103.0	115.2	108.2	99.5	104.3	434.9	427.2	421.9
라임케미칼	160.2	126.1	131.7	138.1	147.6	136.0	132.8	139.1	556.1	555.5	551.2
이차전지 소재	87.0	94.5	151.8	200.0	210.1	231.2	246.8	275.5	533.2	963.6	1,313.6
음극재	41.0	40.7	46.5	53.6	56.1	57.5	61.2	78.4	181.8	253.2	338.7
양극재	46.0	53.8	105.3	146.3	154.0	173.7	185.6	197.1	351.5	710.4	974.9
기타	10.7	11.6	10.9	8.9	8.8	10.2	11.0	11.4	42.1	41.4	44.0
YoY%	9.1%	-8.0%	4.5%	16.3%	24.3%	42.7%	26.1%	17.9%	5.6%	26.9%	17.3%
내화물	6.1%	-11.3%	-20.4%	-13.1%	-11.1%	0.2%	5.5%	1.2%	-9.6%	-1.8%	-1.2%
라임케미칼	-15.1%	-27.5%	-27.5%	-27.3%	-7.9%	7.9%	0.9%	0.7%	-24.3%	-0.1%	-0.8%
이차전지 소재	171.5%	51.7%	159.1%	218.6%	141.5%	144.7%	62.6%	37.8%	147.2%	80.7%	36.3%
음극재	27.9%	30.7%	74.8%	74.1%	36.8%	41.4%	31.7%	46.3%	50.8%	39.3%	33.8%
양극재		72.7%	229.1%	357.6%	234.8%	222.9%	76.2%	34.6%	269.5%	102.1%	37.2%
기타	-14.3%	-1.7%	-15.6%	-43.2%	-17.8%	-12.6%	1.2%	28.2%	-20.4%	-1.7%	6.3%
매출총이익	36.3	23.3	40.0	44.2	55.1	55.0	62.0	64.9	143.8	237.0	291.5
YoY%	-6.8%	-37.0%	-16.7%	3.8%	51.9%	135.5%	55.1%	46.8%	-13.6%	64.8%	23.0%
매출총이익율%	9.4%	6.9%	10.3%	9.8%	11.4%	11.3%	12.7%	12.2%	9.2%	11.9%	12.5%
영업이익	16.0	4.1	19.4	20.8	31.0	30.3	36.8	37.9	60.3	136.0	172.2
YoY%	-27.2%	-75.5%	-30.6%	-10.5%	93.9%	640.0%	89.6%	82.0%	-32.9%	125.6%	26.6%
영업이익율%	4.1%	1.2%	5.0%	4.6%	6.4%	6.2%	7.5%	7.1%	3.8%	6.8%	7.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

표3. 목표주가 산정 (SOTP Valuation)		(단위 : 십억원, %)
항목	기업가치	비고
1. 사업가치	14,905.2	
기존사업 (라임/내화물)	538.9	'24~'25년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 7.X
신규사업 (이차전지 소재)	14,366.3	'24~'25년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 36.X
2. 순차입금	-145.0	'24년 말 기준
3. 총 기업가치	15,050.3	
4. 발행주식총수	77,463,220주	
5. 주당 기업가치	194,289원	
6. 목표주가	195,000원	
7. 현재주가	166,500원	4/13 종가
8. 상승여력	17.1%	

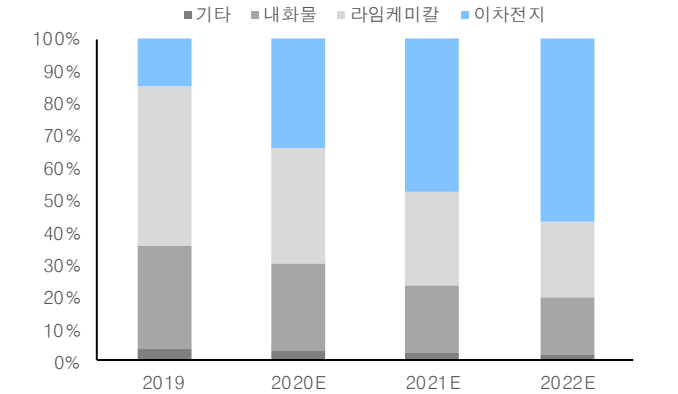
자료: 유안타증권 리서치센터

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



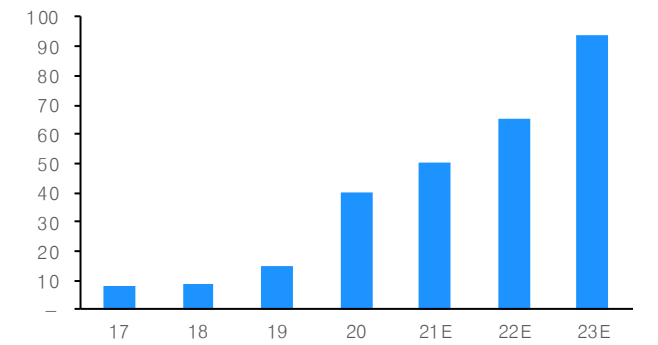
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 포스코케미칼 부문별 매출비중 (단위 : %)



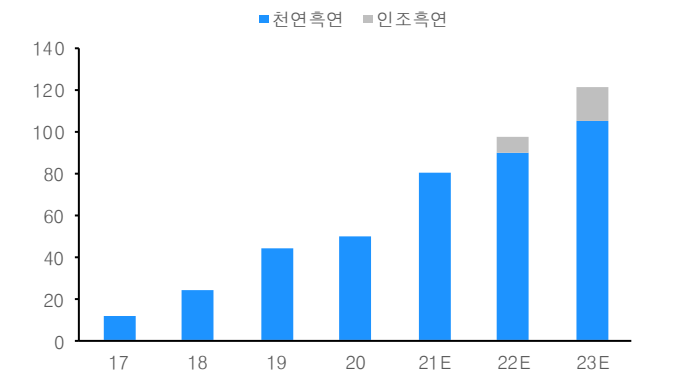
자료: 유안타증권 리서치센터

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: 억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	13,836	14,838	15,662	19,877	23,307
매출원가	12,176	13,172	14,218	17,507	20,392
매출총이익	1,660	1,665	1,444	2,370	2,915
판매비	597	767	841	1,010	1,193
영업이익	1,063	899	603	1,360	1,722
EBITDA	1,226	1,338	1,247	2,277	2,862
영업외손익	703	231	-255	-87	-146
외환관련손익	6	23	3	37	44
이자손익	13	-17	-51	19	-47
관계기업관련손익	709	213	-83	-61	-61
기타	-24	11	-124	-82	-82
법인세비용차감전순손익	1,766	1,130	347	1,273	1,576
법인세비용	438	118	50	169	202
계속사업순손익	1,328	1,012	297	1,104	1,374
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,328	1,012	297	1,104	1,374
지배지분순이익	1,322	1,010	296	1,100	1,365
포괄순이익	1,254	1,002	273	1,019	1,289
지배지분포괄이익	1,245	998	275	1,037	1,315

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	846	628	383	2,038	2,269
당기순이익	1,328	1,012	297	1,104	1,374
감가상각비	156	419	601	864	1,096
외환손익	3	9	-75	-37	-44
중속, 관계기업관련손익	-709	-213	83	61	61
자산부채의 증감	-371	-1,009	-933	-313	-571
기타현금흐름	439	410	409	360	354
투자활동 현금흐름	-387	-4,647	-2,543	-9,275	-6,843
투자자산	3	-1,731	-74	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,009	-3,087	-2,426	-9,250	-6,820
유형자산 감소	2	5	9	0	0
기타현금흐름	617	166	-51	-25	-23
재무활동 현금흐름	-294	3,182	3,020	11,975	596
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-87	3,584	3,340	-500	900
자본	0	0	0	12,735	0
현금배당	-208	-237	-247	-186	-224
기타현금흐름	0	-164	-73	-74	-80
연결범위변동 등 기타	0	0	-11	1,628	2,956
현금의 증감	164	-837	849	6,367	-1,021
기초 현금	1,041	1,205	367	1,217	7,584
기말 현금	1,205	367	1,217	7,584	6,562
NOPLAT	1,063	899	603	1,360	1,722
FCF	-163	-2,459	-2,043	-7,212	-4,551

자료: 유안타증권

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

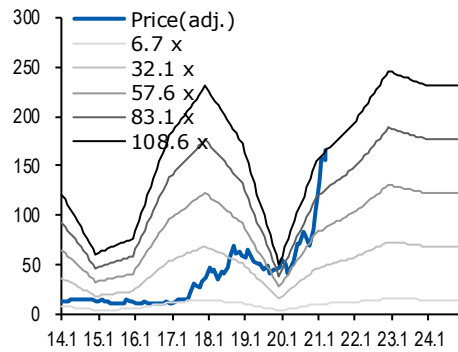
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
유동자산	4,399	6,496	8,106	12,715	12,353	
현금및현금성자산	1,205	367	1,217	7,584	6,561	
매출채권 및 기타채권	1,817	2,113	2,768	2,809	3,113	
재고자산	1,089	1,884	1,866	2,121	2,476	
비유동자산	5,077	10,805	12,774	21,047	23,666	
유형자산	2,635	7,553	9,319	17,705	20,430	
관계기업등 지분관련자산	1,872	1,917	1,627	1,567	1,506	
기타투자자산	63	91	46	46	46	
자산총계	9,476	17,301	20,881	33,762	36,019	
유동부채	1,527	2,507	2,206	2,247	2,455	
매입채무 및 기타채무	1,250	1,994	1,866	1,987	2,196	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	45	46	44	44	44	
비유동부채	368	4,732	8,438	7,928	8,818	
장기차입금	157	1,621	1,645	1,145	2,145	
사채	1	2,493	5,677	5,677	5,577	
부채총계	1,895	7,238	10,644	10,175	11,273	
지배지분	7,496	9,975	10,007	23,138	24,282	
자본금	295	305	305	387	387	
자본잉여금	237	1,945	1,945	14,598	14,598	
이익잉여금	6,989	7,735	7,789	8,175	9,318	
비지배지분	85	88	229	449	463	
자본총계	7,581	10,063	10,236	23,587	24,746	
순차입금	-1,174	2,457	5,111	78	1,991	
총차입금	202	4,671	8,355	7,845	8,735	

Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	2,126	1,589	461	1,420	1,761
BPS	12,057	15,540	15,589	29,869	31,347
EBITDAPS	2,076	2,213	2,044	2,939	3,694
SPS	22,254	23,328	24,399	25,660	30,088
DPS	380	380	285	285	285
PER	23.3	31.8	145.7	117.3	94.5
PBR	4.1	3.3	4.3	5.6	5.3
EV/EBITDA	24.5	26.2	39.1	56.9	45.9
PSR	2.2	2.2	2.8	6.5	5.5

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	15.6	7.2	5.6	26.9	17.3
영업이익 증가율 (%)	2.2	-15.5	-32.9	125.6	26.6
지배순이익의 증가율 (%)	27.6	-23.5	-70.7	271.9	24.1
매출총이익률 (%)	12.0	11.2	9.2	11.9	12.5
영업이익률 (%)	7.7	6.1	3.8	6.8	7.4
지배순이익률 (%)	9.6	6.8	1.9	5.5	5.9
EBITDA 마진 (%)	8.9	9.0	8.0	11.5	12.3
ROIC	21.9	11.7	4.7	7.1	6.7
ROA	14.8	7.5	1.5	4.0	3.9
ROE	19.0	11.6	3.0	6.6	5.8
부채비율 (%)	25.0	71.9	104.0	43.1	45.6
순차입금/자기자본 (%)	-15.7	24.6	51.1	0.3	8.2
영업이익/금융비용 (배)	68.6	28.5	8.7	18.2	22.6

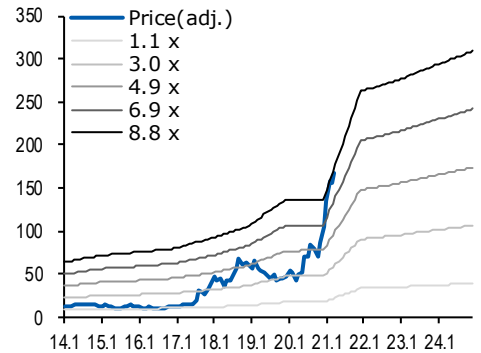
P/E band chart

(천원)



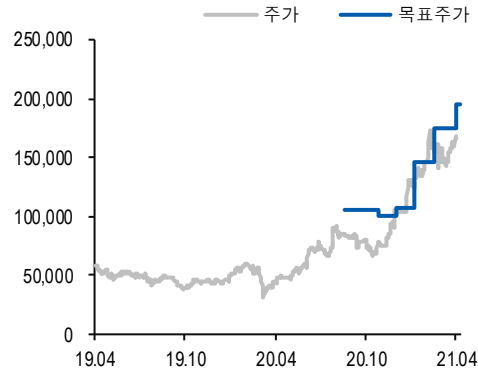
P/B band chart

(천원)



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-14	BUY	195,000	1년		
2021-03-02	BUY	175,000	1년	-11.99	-3.43
2021-01-19	BUY	146,000	1년	0.86	18.84
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)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-11

※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 투자결정은 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.