

2021. 7. 22



▲ 전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

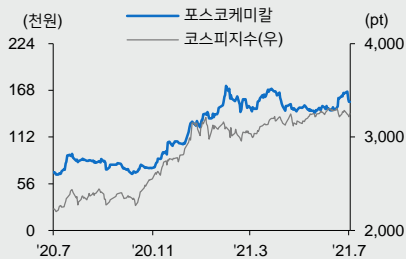
RA **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	220,000 원
현재주가 (7.22)	154,500 원
상승여력	42.4%
KOSPI	3,250.21pt
시가총액	119,681억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.46%
외국인비중	8.05%
52주 최고/최저가	173,500원/66,923원
평균거래대금	567.3억원
주요주주(%)	
포스코 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	10.8	124.6
상대주가	6.6	7.0	54.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,483.8	89.9	101.0	1,672	-25.3	16,507	30.2	3.1	34.3	11.6	71.9
2020	1,566.2	60.3	29.6	485	-71.0	16,408	138.5	4.1	43.7	3.0	104.0
2021E	1,977.2	149.9	142.5	1,925	297.1	30,683	80.2	5.0	39.1	8.4	47.2
2022E	2,280.1	187.5	176.7	2,388	24.0	32,582	64.7	4.7	30.1	7.2	59.2
2023E	3,795.7	318.9	267.2	3,611	51.2	35,604	42.8	4.3	21.7	10.1	119.3

포스코케미칼 003670

의미있는 양극재 수익성 개선

- ✓ 2Q21 영업이익, 순이익은 컨센서스를 소폭 상회
- ✓ 2~3% 수준을 기대했던 양극재 마진이 이를 크게 상회
- ✓ 침상코크스 가격도 1,000달러 중반/kg 까지 상승세 이어가
- ✓ 3Q21 실적은 천연 음극 회복, 양극 마진 유지로 컨센서스 12% 상회 예상
- ✓ 투자포인트는 하반기 미국 투자 발표와 2023년 추정치 상향조정에 맞출 필요

2Q21 review: 양극재 마진 서프라이즈 vs 음극재 마진 일시적 하락

2Q21 영업이익과 지배주주 순이익은 컨센서스를 각각 3%, 8% 상회했다. 2~3% 수 준을 기대했던 양극재 마진이 이를 크게 상회했기 때문이다. 대량생산 체제 진입 및 원가절감 노력 덕분이다. 이에 더해 예상보다 견조했던 침상코크스 가격 상승 세가 지배주주 순이익의 호조로 이어졌다. 2H20 500~600달러/kg까지 확인됐던 침상코크스 가격이 현재 1,000달러 중반수준까지 상승세를 이어가고 있다. 이는 전 기로 조강생산 비증확대 및 인조 음극재 수요 강제 영향이다. 반면 천연음극 부문 은 매출액과 수익성 모두 예상대비 저조했다. 차량용 반도체 공급 부족에 따른 전 기차 생산 차질이 배터리와 음극재에도 영향을 준 것이다. 동사의 양극재는 대부분이 폴란드를 통해 특정 모델로 적용이 되는 반면, 천연음극은 다양한 차종에 적 용이 되고 있기 때문에 천연음극이 특히 영향을 더 크게 받았다.

투자포인트: 하반기 미국 투자 발표 & 2023년 추정치 상향 조정

3Q21 영업이익은 390억원으로 시장 컨센서스(347억원)를 12% 상회할 전망이다. 일 시적으로 영향을 받았던 천연 음극 부문이 회복되고, 양극재 마진도 2Q21 수준이 유지될 전망이다기 때문이다. 3Q21 전사 영업이익 내 2차전지 비중은 처음으로 40% 를 넘어설 전망이다.

포스코케미칼은 하반기 중에 미국 내 양/음극재 증설 발표를 계획하고 있다. 미국 내 증설은 단순 생산능력 증가 이상의 의미를 가지고 있다. 7월 19일 발간된 보고 서를 통해 밝혔듯 1) 탈중국 배터리 공급망 확보, 2) 양/음극재 일괄생산 체계 도입 으로 원가경쟁력이 향상된다는데 더 큰 의미가 있다. 이에 힘입어 2023년 영업이익 은 3,189억원으로 시장 컨센서스(2,568억원)를 24% 상회할 전망이다. 이제 기술 & 증설 못지않게 공급망 안정성 & 원가 경쟁력에 대한 판단도 필요하다.

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	480.0	340.2	41.1%	467.2	2.7%	489.9	-2.0%	485.8	-1.2%
영업이익	35.6	4.1	772.8%	34.1	4.3%	34.6	2.9%	37.9	-6.1%
세전이익	39.5	-6.8	흑전	47.7	-17.1%	36.9	7.1%	39.8	-0.7%
순이익	33.9	-7.3	흑전	40.0	-15.3%	31.2	8.6%	32.6	3.9%
영업이익률(%)	7.4%	1.2%		7.3%		7.1%		7.8%	
순이익률(%)	7.1%	-2.1%		8.6%		6.4%		6.7%	

자료: 포스코케미칼, 메리츠증권 리서치센터

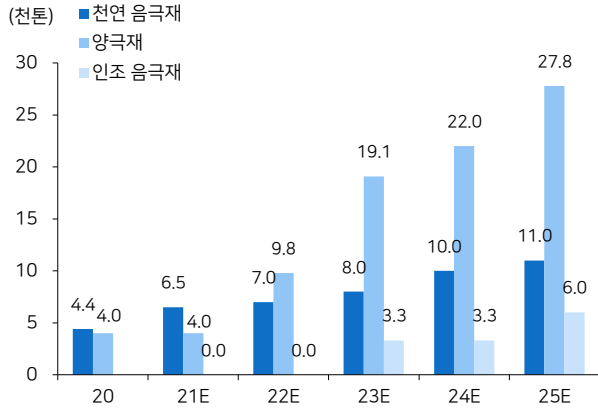
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q21E	2022E	2023E	3Q21E	2022E	2023E	3Q21E	2022E	2023E
매출액	506.3	2,280.1	3,795.7	485.8	2,238.4	3,752.8	4.2%	1.9%	1.1%
영업이익	39.0	187.5	318.9	37.9	187.9	318.9	2.8%	-0.2%	0.0%
영업이익률 (%)	7.7%	8.2%	8.4%	7.8%	8.4%	8.5%			
세전이익	41.2	215.5	325.8	39.8	214.7	326.5	3.5%	0.4%	-0.2%
순이익	33.7	176.7	267.2	32.6	176.0	267.8	3.5%	0.4%	-0.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
환율	1,114	1,120	1,100	1,090	1,075	1,065	1,065	1,065	1,106	1,068	1,065
매출액	467.2	480.0	506.3	523.7	536.9	552.7	575.9	614.5	1,977.2	2,280.1	3,795.7
(% QoQ)	3.9%	2.7%	5.5%	3.4%	2.5%	2.9%	4.2%	6.7%			
(% YoY)	20.6%	41.1%	30.3%	16.4%	14.9%	15.2%	13.7%	17.4%	26.2%	15.3%	66.5%
내화물	55.4	54.2	55.6	54.3	55.7	56.9	57.7	56.0	219.6	226.3	231.4
로재정비	38.9	37.1	36.6	40.0	39.3	37.4	36.9	40.4	152.5	154.1	155.6
건설공사	14.7	12.4	12.1	11.4	15.0	12.7	12.3	11.6	50.5	51.5	52.6
생석회	79.7	75.4	78.6	74.8	76.0	72.4	77.7	75.4	308.5	301.5	307.1
화성	59.2	77.6	84.0	88.6	81.0	83.3	85.0	88.3	309.4	337.6	346.3
양극재	154.7	167.7	172.4	181.4	187.4	204.5	213.0	247.1	676.2	851.9	2,126.0
천연음극재	51.9	42.8	54.2	60.6	69.7	72.7	80.3	83.2	209.6	305.9	346.9
인조음극재											177.9
기타	12.7	12.9	12.8	12.4	12.8	13.0	12.9	12.6	50.8	51.3	51.8
영업이익	34.1	35.6	39.0	41.2	42.1	44.7	48.5	52.2	149.9	187.5	318.9
(% QoQ)	63.7%	4.3%	9.4%	5.8%	2.2%	6.2%	8.4%	7.6%			
(% YoY)	113.8%	772.8%	101.1%	97.7%	23.4%	25.6%	24.4%	26.6%	148.8%	25.0%	70.1%
영업이익률 (%)	7.3%	7.4%	7.7%	7.9%	7.8%	8.1%	8.4%	8.5%	7.6%	8.2%	8.4%
피엠씨텍 지분법이익	4.9	4.6	4.9	6.1	6.2	6.8	5.5	4.7	20.4	23.2	28.7
세전이익	47.7	39.5	41.2	42.5	57.3	51.3	53.3	53.6	170.9	215.5	325.8
지배주주순이익	40.0	33.9	33.7	34.9	47.1	42.0	43.6	44.0	142.5	176.7	267.2

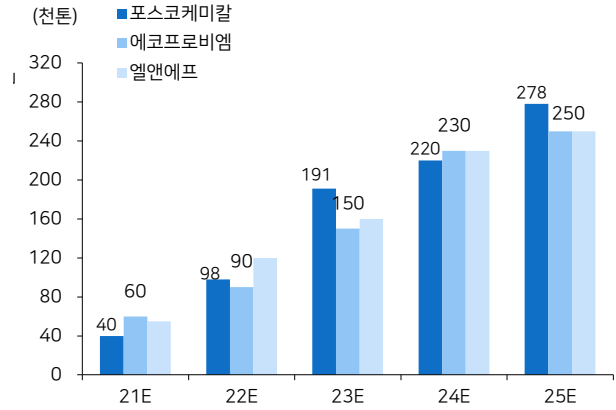
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재, 음극재 증설 스케줄 (연말기준)



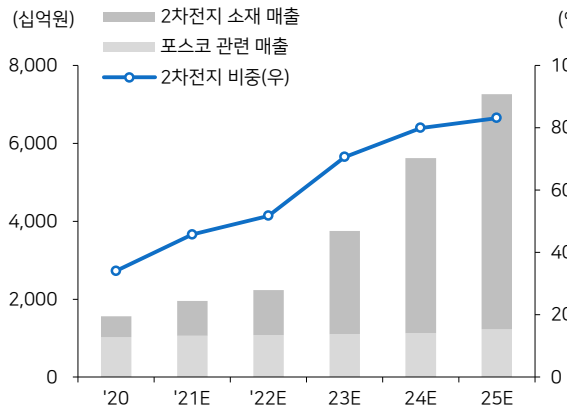
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2차전지 소재 매출비중 증가



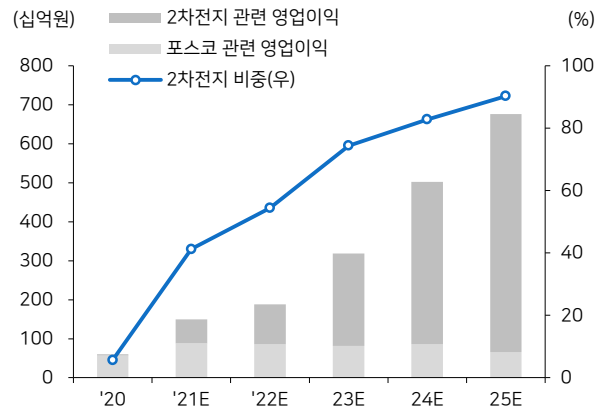
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 본업, 2차전지 소재 매출 추이



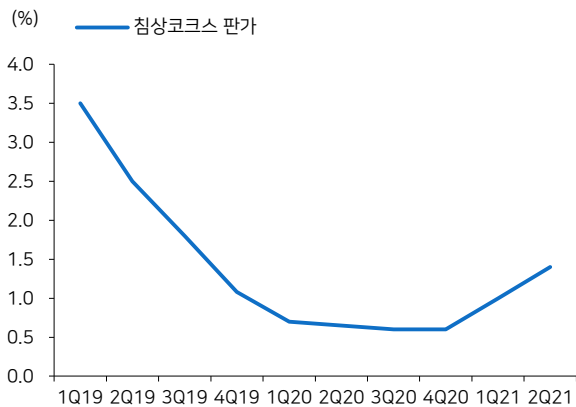
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 본업, 2차전지 소재 영업이익 추이



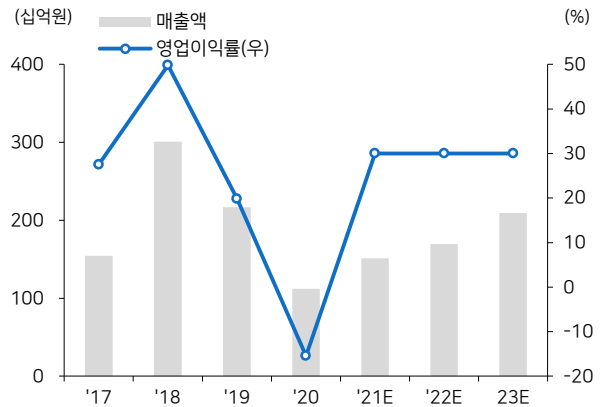
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 침상코크스 판가 추정 (메리츠 추정)



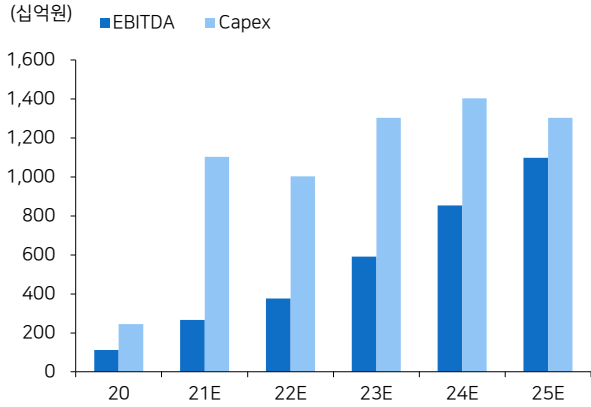
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 피엠씨텍 매출액 & 영업이익률 추정



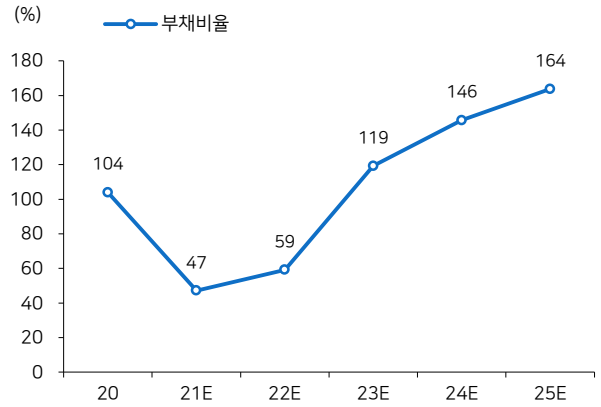
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 EBITDA vs Capex 비교



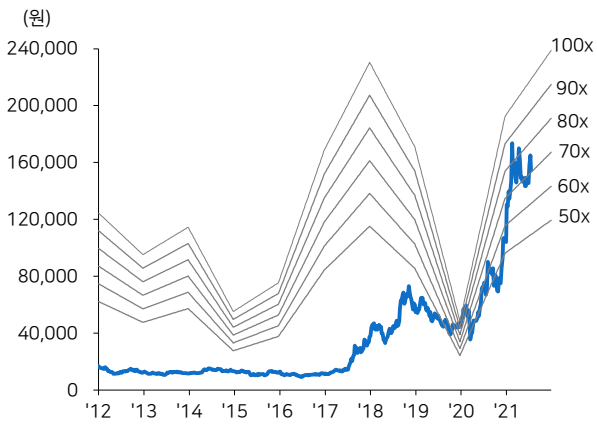
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 부채비율 전망



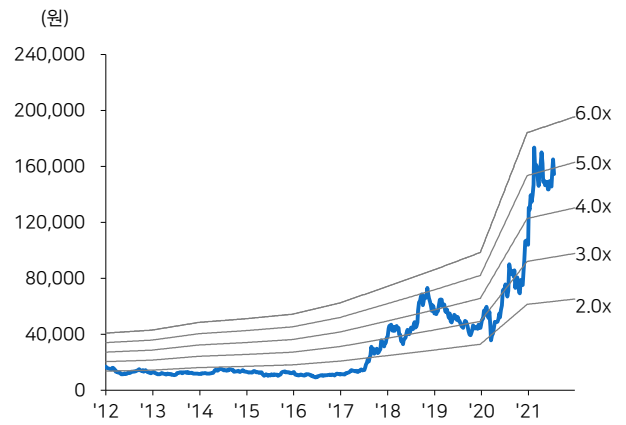
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 포스코케미칼 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 포스코케미칼 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 포스코케미칼 적정주가 산정표

(원)	2023E	비고
EPS	3,611	
적정배수 (배)	60.1	2019,21년 평균(2020년은 일시적인 EPS 하락에 의한 고평ER로 제외)
적정가치	217,136	
적정주가	220,000	
현재주가	154,500	
상승여력 (%)	42.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 포스코케미칼 밸류에이션 테이블

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
주가 (원)												
High	14,642	23,278	17,561	13,159	15,393	14,314	13,234	38,671	76,309	68,425	110,000	173,500
Low	4,327	10,437	10,972	9,583	11,432	9,715	8,879	10,935	32,758	38,483	30,974	118,000
Average	8,664	15,711	13,520	11,906	13,400	12,034	10,784	19,846	49,500	50,576	67,141	149,194
확정치 기준 PER (배)												
High	16.0	15.8	14.5	13.9	13.2	24.5	17.9	22.1	34.1	40.9	226.9	
Low	4.7	7.1	9.0	10.1	9.8	16.6	12.0	6.2	14.6	23.0	63.9	
Average	9.4	10.6	11.1	12.6	11.5	20.6	14.6	11.3	22.1	30.2	138.5	
확정치 EPS (원)												
EPS Growth (%)	nm	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-49.9	26.4	137.0	27.6	-25.3	-71.0	297.1
컨센서스 기준 PER (배)												
High	17.3	15.7	14.0	13.8	13.4	25.9	17.6	22.9	33.1	40.0	217.8	105.5
Low	5.1	7.0	8.8	10.1	10.0	17.6	11.8	6.5	14.2	22.5	61.3	71.7
Average	10.3	10.6	10.8	12.5	11.7	21.8	14.3	11.7	21.5	29.6	133.0	90.7
컨센서스 EPS (원)												
EPS Growth (%)	nm	62.1	-15.3	-21.6	21.2	-52.8	28.8	128.4	31.4	-23.5	-70.5	225.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,483.8	1,566.2	1,977.2	2,280.1	3,795.7
매출액증가율 (%)	7.2	5.6	26.2	15.3	66.5
매출원가	1,142.5	1,172.9	1,720.2	1,969.8	3,272.9
매출총이익	166.5	144.4	257.0	310.3	522.8
판매관리비	76.7	84.1	106.6	122.8	203.9
영업이익	89.9	60.3	149.9	187.5	318.9
영업이익률	6.1	3.8	7.6	8.2	8.4
금융손익	1.1	-18.2	-3.5	2.2	-24.4
종속/관계기업손익	21.3	-8.3	21.4	24.4	29.9
기타영업외손익	0.7	1.0	1.5	1.5	1.5
세전계속사업이익	113.0	34.7	170.9	215.5	325.8
법인세비용	11.8	5.0	28.6	38.8	58.6
당기순이익	101.2	29.8	142.3	176.7	267.1
지배주주지분 손이익	101.0	29.6	142.5	176.7	267.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	649.6	810.6	1,425.7	1,066.3	1,914.7
현금및현금성자산	36.8	121.7	653.6	114.9	134.6
매출채권	208.9	275.0	313.4	358.4	734.3
재고자산	188.4	186.6	221.2	261.3	474.9
비유동자산	1,080.5	1,277.4	2,134.4	3,018.7	4,224.2
유형자산	755.3	931.9	1,794.7	2,610.4	3,642.8
무형자산	15.0	31.4	37.0	44.3	51.8
투자자산	195.4	165.9	185.8	208.4	236.5
자산총계	1,730.1	2,088.1	3,560.1	4,085.1	6,138.9
유동부채	250.7	220.7	493.3	513.2	838.0
매입채무	94.3	112.8	129.1	151.8	304.8
단기차입금	0.0	0.0	31.1	30.0	45.0
유동성장기부채	4.6	4.4	196.5	150.5	166.7
비유동부채	473.2	843.8	648.3	1,006.2	2,501.2
사채	250.0	568.8	442.4	496.4	1,100.4
장기차입금	162.1	164.5	101.7	401.7	1,285.5
부채총계	723.8	1,064.4	1,141.6	1,519.4	3,339.2
자본금	30.5	30.5	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	194.5	194.5	1,453.1	1,453.1	1,453.1
기타포괄이익누계액	-1.0	-3.2	-2.0	-2.0	-2.0
이익잉여금	773.5	778.9	887.0	1,034.2	1,268.2
비지배주주지분	8.8	23.0	41.7	41.7	41.7
자본총계	1,006.3	1,023.6	2,418.5	2,565.6	2,799.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	62.8	38.3	1,421.7	245.3	22.3
당기순이익(손실)	101.2	29.8	142.3	176.7	267.1
유형자산상각비	41.9	60.1	112.9	184.3	267.6
무형자산상각비	2.0	4.3	4.4	4.5	4.6
운전자본의 증감	-18.2	-91.2	1,157.1	-138.5	-589.0
투자활동 현금흐름	-464.7	-254.3	-6,173.5	-6,073.5	-6,373.5
유형자산의증가(CAPEX)	-308.7	-242.6	-1,100.0	-1,000.0	-1,300.0
투자자산의감소(증가)	-3.5	0.4	1.8	1.8	1.8
재무활동 현금흐름	318.2	302.0	5,119.4	5,379.4	6,587.9
차입금의 증감	396.5	321.0	35.1	306.9	1,519.0
자본의 증가	0.0	0.0	5,067.0	5,067.0	5,067.0
현금의 증가(감소)	7.6	218.4	531.9	-538.7	19.7
기초현금	120.5	128.1	346.5	878.4	339.8
기말현금	128.1	346.5	878.4	339.8	359.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	24,553	25,681	26,720	30,813	51,294
EPS(지배주주)	1,672	485	1,925	2,388	3,611
CFPS	126	3,582	7,188	-7,279	266
EBITDAPS	1,747	1,850	3,611	5,083	7,988
BPS	16,507	16,408	30,683	32,582	35,604
DPS	400	300	500	560	900
배당수익률(%)	0.9	0.3	0.3	0.4	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	138.5	80.2	64.7	42.8
PCR	400.6	18.7	21.5	-21.2	579.9
PSR	2.1	2.6	5.8	5.0	3.0
PBR	3.1	4.1	5.0	4.7	4.3
EBITDA	106	113	267	376	591
EV/EBITDA	34.3	43.7	39.1	30.1	21.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.6	3.0	8.4	7.2	10.1
EBITDA 이익률	95.7	26.2	53.3	47.0	45.2
부채비율	71.9	104.0	47.2	59.2	119.3
금융비용부담률	0.1	0.3	0.3	-0.1	0.7
이자보상배율(x)	28.5	8.7	16.6	15.3	11.0
매출채권회전율(x)	7.6	6.5	6.7	6.8	6.9
재고자산회전율(x)	7.7	6.3	8.4	8.2	8.9

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 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)	
2019.07.17	기업브리프	Buy	65,703	주민우	-31.4	-20.6	
2019.11.05	산업분석	Hold	45,053	주민우	4.3	26.5	
2020.01.31	기업브리프	Hold	46,931	주민우	4.7	28.0	
2020.04.23	기업브리프	Hold	49,747	주민우	4.5	16.8	
2020.06.09	산업분석	Hold	56,317	주민우	35.8	63.3	
2020.10.22	기업브리프	Hold	63,826	주민우	11.5	21.2	
2020.11.06	기업브리프	Hold	59,133	주민우	110.2	193.4	
2021.04.05	기업브리프	Hold	180,000	주민우	-15.4	-5.6	
2021.07.19	기업분석	Buy	220,000	주민우	-	-	