

포스코케미칼 (003670)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (U)
현재주가 (9/28)	165,500원
상승여력	33%

시가총액	128,202억원
총발행주식수	77,463,220주
60일 평균 거래대금	783억원
60일 평균 거래량	500,248주
52주 고	173,500원
52주 저	67,580원
외인지분율	8.12%
주요주주	포스코 외 4인 62.54%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.7	14.9	118.0
상대	12.0	22.5	62.4
절대(달려환산)	10.0	10.4	117.4

얼티움셀즈 공급 효과 반영 필요

목표주가 22만원으로 상향

목표주가를 기존 19.5만원에서 22만원으로 +12.8% 상향 조정. 목표주가는 24년 동사의 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA 25X 적용. '24년부터 미국 얼티움셀즈(LGES-GM합작)향 소재 공급 효과가 본격화된다는 점을 감안. 지난해 동사의 주가는 타 업체 대비 두드러지게 가파른 주가 상승으로 인해 고평가 논란에서 자유로울 수 없었으며, 올해 이차전지 업종 랠리에서 상대적으로 소외되는 요소로 작용. 그러나 최근 이차전지 업종이 '24년 실적 성장에 대한 기대감을 주가에 반영하기 시작한 만큼, 동사에 대해서도 적정가치에 대한 재평가가 필요한 시점으로 판단

24년 미국 얼티움셀즈향 공급 8만톤 이상 전망

미국 얼티움셀즈향 공급 효과 고려 필요. 얼티움셀즈 1공장(35GWh)은 '23년부터 가동 예정이며, 2H24부터는 2공장(35GWh)을 포함해 70GWh 체제로 운영 예정. 동사는 1공장 공급만을 협의한 것으로 파악되나, 사실상 양극재 단독 벤더임을 감안하면 2공장 수주 가능성도 높음. 이를 감안한 얼티움셀즈향 공급은 '23년 3만톤에서 '24년 8만톤 이상으로 급증 전망. 지난해 공시한 LGES향 1.8조원 계약은 올해 말까지 약 1조원 매출 인식 예정으로 추가 대규모 수주 필요.

'24년 전체 양극재 예상 출하량을 12만톤 수준으로 추정하며, 출하량 증가에 따른 수익성 개선도 함께 이루어질 것. '24년 예상 전사 영업이익 규모는 약 5천억원 수준 전망

단기 실적도 양호. 완만한 성장세

3Q21 예상 실적은 매출액 5,062억원(+5.5% QoQ), 영업이익 353억원(-0.8% QoQ)로 양호한 실적 전망. 이차전지 소재 매출은 2,325억원(양극재 1,822억원, 음극재 503억원) 전망. 차량용 반도체 부족에 따른 전방 수요 일시적 위축에도 전분기 대비 공급 증가하며 완만한 성장 가능할 것으로 판단

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,062	30.3	5.5	5,181	-2.3
영업이익	353	82.2	-0.8	370	-4.7
세전계속사업이익	408	300.3	3.3	408	0.1
지배순이익	345	407.7	1.9	322	7.3
영업이익률 (%)	7.0	+2.0 %pt	-0.4 %pt	7.1	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	6.8	+5.1 %pt	-0.3 %pt	6.2	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	14,838	15,662	19,900	24,286
영업이익	899	603	1,428	1,910
지배순이익	1,010	296	1,455	1,831
PER	31.8	145.7	88.1	70.0
PBR	3.3	4.3	5.4	5.1
EV/EBITDA	26.2	39.1	53.3	39.9
ROE	11.6	3.0	8.7	7.5

자료: 유안타증권

포스코케미칼 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21E	4Q21E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	387.5	340.2	388.7	449.9	467.2	480.0	506.2	536.5	1,989.9	2,428.6	3,419.9
내화물	129.6	108.0	94.3	103.0	109.0	103.7	105.1	106.9	424.8	413.6	411.7
라임케미칼	160.2	126.1	131.7	138.1	138.9	152.9	157.6	149.1	598.5	585.5	596.1
이차전지 소재	87.0	94.5	151.8	200.0	206.6	210.5	232.5	269.0	918.7	1,383.6	2,364.5
음극재	41.0	40.7	46.5	53.6	51.9	42.7	50.3	72.0	216.9	324.5	467.8
양극재	46.0	53.8	105.3	146.3	154.7	167.8	182.2	197.1	701.7	1,059.0	1,896.7
기타	10.7	11.6	10.9	8.9	12.6	13.0	11.0	11.4	48.0	45.9	47.5
YoY%	9.1%	-8.0%	4.5%	16.3%	20.6%	41.1%	30.3%	19.2%	27.0%	22.0%	40.8%
내화물	6.1%	-11.3%	-20.4%	-13.1%	-15.9%	-4.0%	11.5%	3.8%	-2.3%	-2.6%	-0.5%
라임케미칼	-15.1%	-27.5%	-27.5%	-27.3%	-13.3%	21.3%	19.6%	8.0%	7.6%	-2.2%	1.8%
이차전지 소재	171.5%	51.7%	159.1%	218.6%	137.5%	122.7%	53.2%	34.6%	72.3%	50.6%	70.9%
음극재	27.9%	30.7%	74.8%	74.1%	26.6%	4.9%	8.3%	34.3%	19.4%	49.6%	44.2%
양극재		72.7%	229.1%	357.6%	236.3%	211.9%	73.0%	34.6%	99.7%	50.9%	79.1%
기타	-14.3%	-1.7%	-15.6%	-43.2%	17.8%	11.5%	1.2%	28.2%	13.9%	-4.2%	3.4%
매출총이익	36.3	23.3	40.0	44.2	57.5	59.9	61.3	65.1	243.9	315.3	445.8
YoY%	-6.8%	-37.0%	-16.7%	3.8%	58.5%	156.9%	53.4%	47.2%	69.6%	29.3%	41.4%
매출총이익율%	9.4%	6.9%	10.3%	9.8%	12.3%	12.5%	12.1%	12.1%	12.3%	13.0%	13.0%
영업이익	16.0	4.1	19.4	20.8	34.1	35.6	35.3	37.7	142.7	191.0	274.6
YoY%	-27.2%	-75.5%	-30.6%	-10.5%	113.7%	768.3%	81.8%	81.3%	136.8%	33.8%	43.8%
영업이익율%	4.1%	1.2%	5.0%	4.6%	7.3%	7.4%	7.0%	7.0%	7.2%	7.9%	8.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

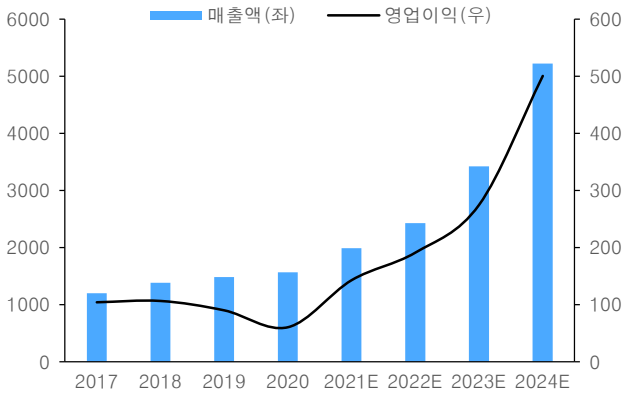
목표주가 산정

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	17,367.1	EV/EBITDA 25.X 적용
2. 순차입금	176.9	'23년 말 기준
3. 총 기업가치	17,190.2	
4. 발행 주식총수	77,463,220주	
5. 주당 기업가치	221,914원	
6. 목표주가	220,000원	
7. 현재주가	165,500원	9/28 증가
8. 상승여력	24.7%	

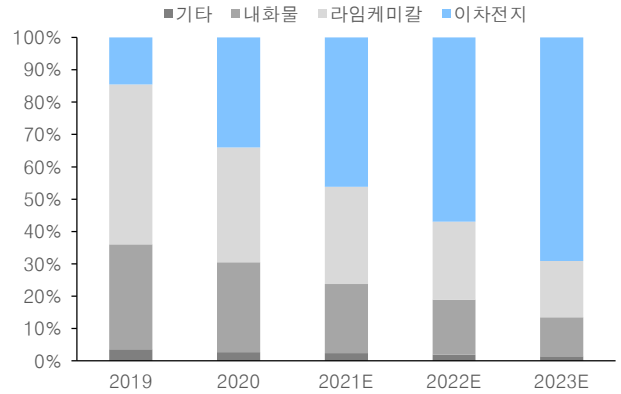
자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



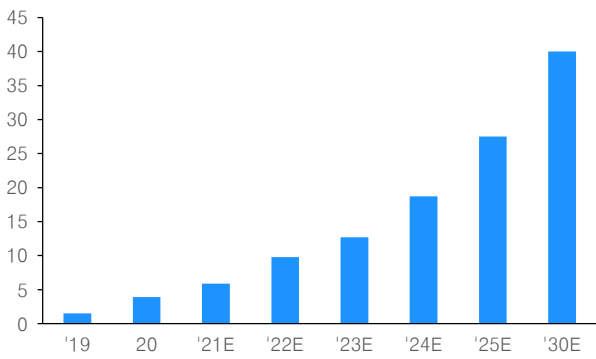
자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 부문별 매출비중 (단위 : %)



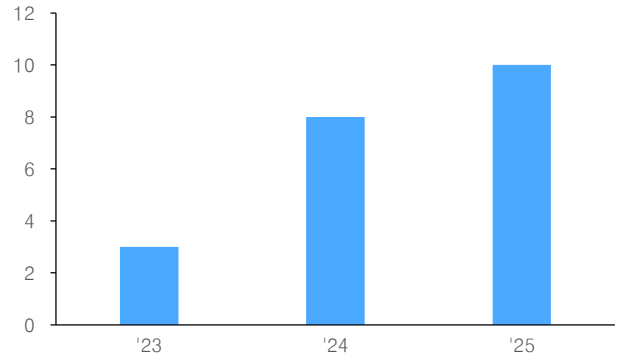
자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 양극재 Capa 추이 (단위 : 천 t)



자료: 포스코케미칼 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 미국 공급 전망 (단위 : 만t)



자료: 유안타증권 리서치센터

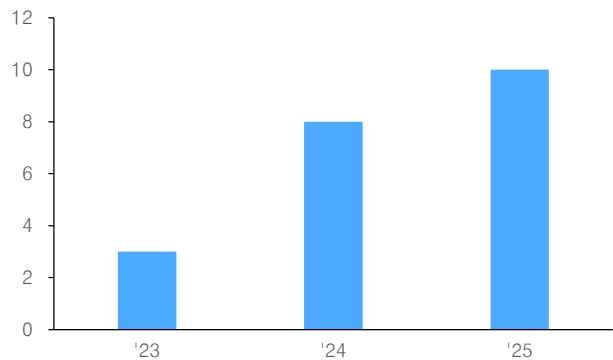
Key Chart

목표주가 산정
(단위 : 십억원, %).

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	17,367.1	EV/EBITDA 25.X 적용
2. 순차입금	176.9	'23년 말 기준
3. 총 기업가치	17,190.2	
4. 발행주식총수	77,463,220주	
5. 주당 기업가치	221,914원	
6. 목표주가	220,000원	
7. 현재주가	165,500원	9/28 증가
8. 상승여력	24.7%	

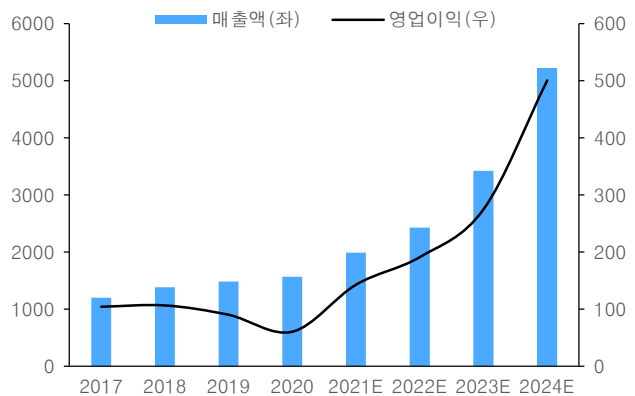
자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 미국 공급 전망
(단위 : 만 t).



자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 매출액 및 영업이익 추이
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	14,838	15,662	19,900	24,286	34,199
매출원가	13,172	14,218	17,414	21,134	29,741
매출충이익	1,665	1,444	2,486	3,153	4,458
판매비	767	841	1,058	1,243	1,712
영업이익	899	603	1,428	1,910	2,746
EBITDA	1,338	1,247	2,324	3,178	4,388
영업외손익	231	-255	269	216	225
외환관련손익	23	3	-8	8	-5
이자손익	-17	-51	53	69	90
관계기업관련손익	213	-83	167	123	123
기타	11	-124	58	16	16
법인세비용차감전순손익	1,130	347	1,697	2,126	2,971
법인세비용	118	50	239	282	390
계속사업순손익	1,012	297	1,458	1,844	2,582
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,012	297	1,458	1,844	2,582
지배지분순이익	1,010	296	1,455	1,831	2,564
포괄순이익	1,002	273	1,443	1,781	2,518
지배지분포괄이익	998	275	1,452	1,797	2,544

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	628	383	2,137	2,041	1,459
당기순이익	1,012	297	1,458	1,844	2,582
감가상각비	419	601	836	1,217	1,600
외환손익	9	-75	55	-8	5
중속, 관계기업관련손익	-213	83	-167	-123	-123
자산부채의 증감	-1,009	-933	-340	-1,098	-2,809
기타현금흐름	410	409	295	208	205
투자활동 현금흐름	-4,647	-2,543	-15,311	-4,971	-4,971
투자자산	-1,731	-74	-10,557	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,087	-2,426	-4,518	-5,000	-5,000
유형자산 감소	5	9	1	0	0
기타현금흐름	166	-51	-237	29	29
재무활동 현금흐름	3,182	3,020	14,061	-269	-576
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	3,584	3,340	1,465	-100	-400
자본	0	0	12,668	0	0
현금배당	-237	-247	-188	-226	-226
기타현금흐름	-164	-73	116	56	49
연결범위변동 등 기타	0	-11	1,139	3,080	4,083
현금의 증감	-837	849	2,026	-119	-5
기초 현금	1,205	367	1,217	3,242	3,123
기말 현금	367	1,217	3,242	3,123	3,118
NOPLAT	899	603	1,428	1,910	2,746
FCF	-2,459	-2,043	-2,381	-2,959	-3,541

자료: 유안타증권

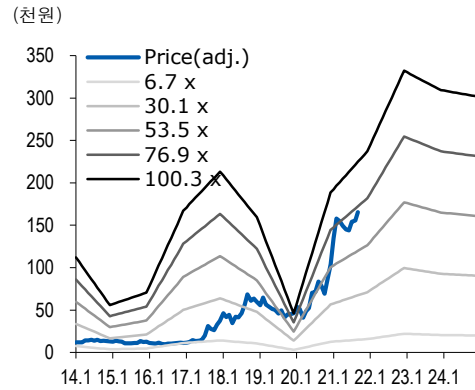
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,496	8,106	19,856	17,973	17,264
현금및현금성자산	367	1,217	3,243	3,123	3,118
매출채권 및 기타채권	2,113	2,768	2,835	3,459	5,275
재고자산	1,884	1,866	2,146	2,758	4,239
비유동자산	10,805	12,774	16,998	20,854	24,335
유형자산	7,553	9,319	13,475	17,258	20,657
관계기업 등 지분관련 자산	1,917	1,627	1,789	1,913	2,036
기타투자자산	91	46	38	38	38
자산총계	17,301	20,881	36,854	38,826	41,599
유동부채	2,507	2,206	2,950	3,397	4,186
매입채무 및 기타채무	1,994	1,866	2,562	3,009	3,798
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	46	44	45	45	45
비유동부채	4,732	8,438	9,821	9,711	9,311
장기차입금	1,621	1,645	1,113	1,113	1,113
사채	2,493	5,677	7,721	7,621	7,221
부채총계	7,238	10,644	12,771	13,108	13,497
지배지분	9,975	10,007	23,612	25,223	27,562
자본금	305	305	387	387	387
자본잉여금	1,945	1,945	14,531	14,531	14,531
이익잉여금	7,735	7,789	8,716	10,326	12,669
비지배지분	88	229	471	494	540
자본총계	10,063	10,236	24,083	25,717	28,102
순차입금	2,457	5,111	-4,846	-1,836	1,769
총차입금	4,671	8,355	9,723	9,613	9,213

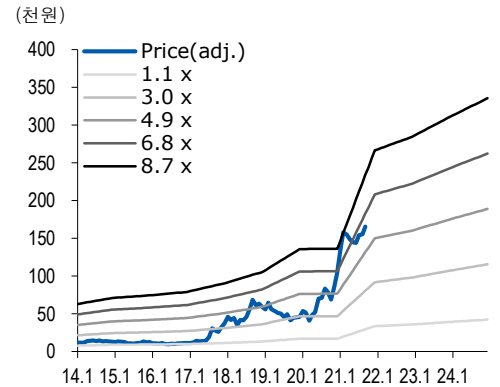
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,589	461	1,878	2,364	3,310
BPS	15,540	15,589	30,482	32,561	35,581
EBITDAPS	2,213	2,044	3,000	4,102	5,665
SPS	23,328	24,399	25,689	31,352	44,148
DPS	380	285	285	285	285
PER	31.8	145.7	88.1	70.0	50.0
PBR	3.3	4.3	5.4	5.1	4.7
EV/EBITDA	26.2	39.1	53.3	39.9	29.7
PSR	2.2	2.8	6.4	5.3	3.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	7.2	5.6	27.1	22.0	40.8
영업이익 증가율 (%)	-15.5	-32.9	136.9	33.8	43.8
지배순이익 증가율 (%)	-23.5	-70.7	391.9	25.9	40.0
매출총이익률 (%)	11.2	9.2	12.5	13.0	13.0
영업이익률 (%)	6.1	3.8	7.2	7.9	8.0
지배순이익률 (%)	6.8	1.9	7.3	7.5	7.5
EBITDA 마진 (%)	9.0	8.0	11.7	13.1	12.8
ROIC	11.7	4.7	8.5	8.9	10.0
ROA	7.5	1.5	5.0	4.8	6.4
ROE	11.6	3.0	8.7	7.5	9.7
부채비율 (%)	71.9	104.0	53.0	51.0	48.0
순차입금/자기자본 (%)	24.6	51.1	-20.5	-7.3	6.4
영업이익/금융비용 (배)	28.5	8.7	14.1	17.7	26.3

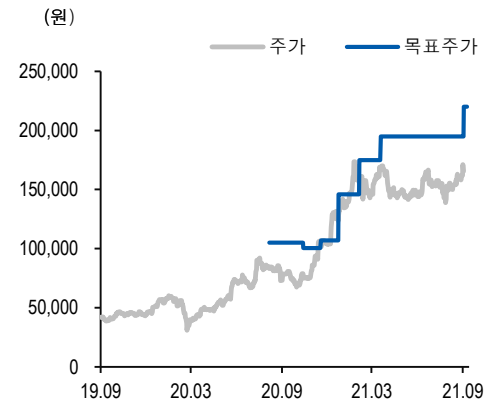
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-29	BUY	220,000	1년	-	-
2021-04-14	BUY	195,000	1년	-21.84	-12.31
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)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-26

※해의 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.