

2022. 7. 22



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (7.21) 118,500 원

상승여력 35.0%

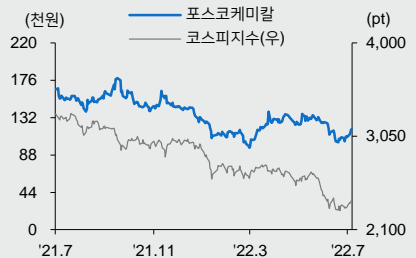
KOSPI	2,409.16pt
시가총액	91,794억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.36%
외국인비중	6.40%
52주 최고/최저가	178,500원/96,600원
평균거래대금	435.0억원

주요주주(%)

포스코 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-6.7	-23.3
상대주가	-4.8	9.8	2.4

주가그래프



포스코케미칼 003670

2Q22P Review: 양극재 사업 순항 중

- ✓ 2Q22 Review: 영업이익 552억원으로 이익 서프라이즈 달성
- ✓ 양극재 사업의 판매량(Q) & 판매단가(P) 상승효과는 차분기에도 이어질 전망
- ✓ 3Q22 영업이익 576억원을 추정, 공히 양극재 부문의 높은 이익 기여도를 추정
- ✓ 원가 절감의 양극재 사업 경쟁력 확보: 포스코그룹사를 통한 원재료 수직계열화
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

2Q22 Review: 영업이익 552억원으로 시장 예상치를 상회

동사는 2Q22 매출액 8,032억원, 영업이익 552억원으로 시장 예상치를 상회한 이익 서프라이즈를 달성했다. 분기 사상 최대 영업이익 달성 배경은 공히 양극재 사업, (1) 원재료 가격 강세 장기화에 따른 판가 및 원/달러 환율 상승 효과, (2) 당분기 연결편입된 절감포화의 이익 기여가 발생한 점이다. 반면 음극재 사업은 원가 비연동 계약으로 상대적으로 부진한 수익성을 시현했다.

2023년 양극재 사업부문은 뚜렷한 성장궤도에 안착할 전망

2023년 동사는 고객사 Ultium Cells향 하이니켈 양극재 출하를 예정하고 있다. 이에 맞춰 광양 하이니켈 양극재 생산라인 3~4단계가 완공되어 판매량 증가 효과가 극대화될 전망이다. 이를 반영한 연간 양극재부문 매출액은 2022년E 1.5조원, 23년 E 2.8조원, 24년E 4.4조원으로 증가하겠다.

2022년 국내 양극재 생산기업들은 주요 원재료(리튬/니켈) 가격 상승에 근거한 판가 인상의 수혜를 누린 점이다. 중장기 메탈가격의 하향 안정화가 예상되어 관련 소재 생산기업들의 핵심 경쟁력은 수직 계열화를 통한 원재료 조달비용 하락의 제조원가 절감 여부이다. 포스코 그룹의 꾸준한 Upstream 투자(리튬 염호/광산 및 제련)로 중장기 관점에서 동사는 원재료에 안정적 조달 및 수직계열화를 통한 제조원가 절감의 강점이 부각될 점이다.

투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,566.2	60.3	29.6	461	-70.9	15,589	225.7	6.7	55.3	3.0	104.0
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	279.2	30,845	81.7	4.7	54.0	7.9	60.9
2022E	3,270.0	199.6	171.6	2,216	33.4	32,537	53.5	3.6	33.2	7.0	86.8
2023E	4,634.6	290.4	226.3	2,922	30.8	35,159	40.6	3.4	24.2	8.6	117.4
2024E	6,499.3	476.5	353.1	4,559	55.9	39,418	26.0	3.0	16.0	12.2	134.0

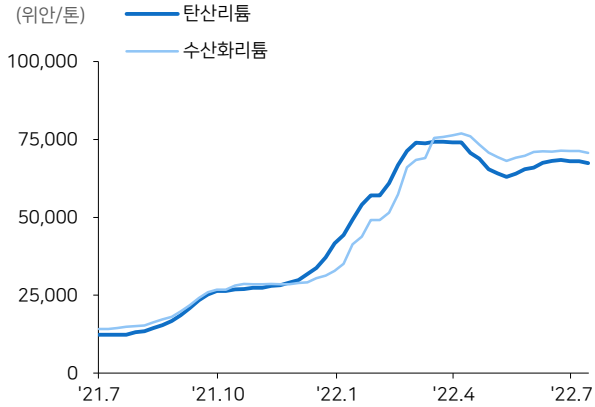
(십억원)	2Q22P	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	803.2	480.0	67.3	664.6	20.9	671.6	19.6	692.1	16.1
영업이익	55.2	35.6	55.1	25.5	116.2	32.0	72.6	28.4	94.8
세전이익	59.1	39.5	49.5	38.9	51.7	38.2	54.6	35.5	66.6
순이익(지배주주)	40.5	33.9	19.7	36.2	11.8	30.1	34.8	26.0	56.0
영업이익률(%)	6.9	7.4		3.8		4.8		4.1	
순이익률(%)	5.0	7.1		5.5		4.5		3.8	

자료: 포스코케미칼, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	664.6	803.2	865.4	936.8	1,098.6	1,150.3	1,168.8	1,216.9	3,270.0	4,634.6	6,499.3
양극재	272.2	346.8	436.3	515.4	642.3	703.7	721.2	763.1	1,570.7	2,830.4	4,441.0
음극재	44.9	46.5	62.4	73.1	94.4	94.1	95.5	97.0	226.9	381.1	603.0
내화물 제조정비	136.6	133.8	140.4	139.4	135.1	130.6	122.6	129.7	550.2	518.0	534.1
라임케미칼	197.9	191.6	182.8	161.9	168.4	172.3	177.8	173.8	734.1	692.3	713.2
기타	13.0	84.5	43.6	47.0	58.4	49.7	51.7	53.2	188.1	212.9	208.0
영업이익	25.5	55.2	57.6	61.2	69.0	73.1	73.3	75.1	199.6	290.4	476.5
%OP	3.8%	6.9%	6.7%	6.5%	6.3%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	6.3%	7.3%
세전이익	38.9	59.1	66.1	69.9	77.6	82.1	82.3	84.0	234.1	325.9	507.6
순이익(지배주주)	36.2	40.5	45.2	49.7	56.1	55.8	56.1	58.5	171.6	226.3	353.1
%YoY											
매출액	42.2	67.3	71.4	74.3	65.3	43.2	35.1	29.9	64.4	41.7	40.2
영업이익	-25.2	55.1	83.1	199.1	170.2	32.5	27.3	22.6	64.0	45.6	64.0
세전이익	-18.3	49.5	50.5	369.7	99.3	38.9	24.4	20.2	60.3	39.2	55.7
순이익(지배주주)	-9.3	19.6	10.6	155.6	54.9	37.7	24.1	17.7	28.0	31.9	55.9
%QoQ											
매출액	23.7	20.9	7.7	8.3	17.3	4.7	1.6	4.1			
영업이익	24.8	116.2	4.4	6.2	12.8	6.0	0.3	2.4			
세전이익	161.6	51.7	11.9	5.8	11.0	5.7	0.2	2.2			
순이익(지배주주)	86.2	11.8	11.5	10.1	12.8	-0.5	0.5	4.4			

자료: 포스코케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림1 리튬 가격 추이



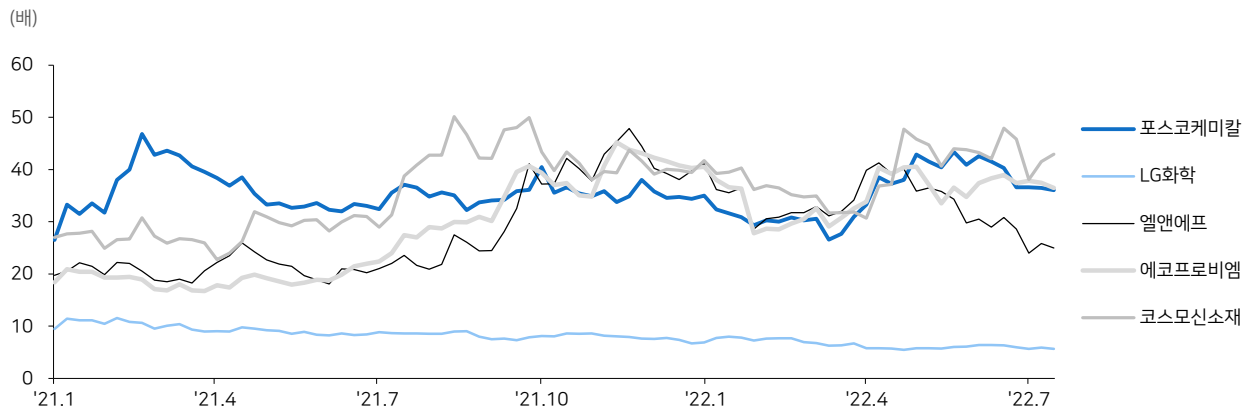
주: Lithium carbonate 99% China / Lithium Hydroxide 56% China 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 니켈 가격 추이



주: LME Cash 기준
 자료: 한국자원정보서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 양극재 생산 기업 EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,566.2	1,989.5	3,270.0	4,634.6	6,499.3
매출액증가율 (%)	5.6	27.0	64.4	41.7	40.2
매출원가	1,421.8	1,751.5	2,955.2	4,194.4	5,730.2
매출총이익	144.4	238.1	314.8	440.2	769.1
판매관리비	84.1	116.4	115.2	149.8	292.6
영업이익	60.3	121.7	199.6	290.4	476.5
영업이익률	3.8	6.1	6.1	6.3	7.3
금융손익	-18.2	16.4	3.2	7.2	3.1
중속/관계기업손익	-8.3	17.5	30.3	28.0	27.8
기타영업외손익	1.0	-9.5	1.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	34.7	146.0	234.1	325.9	507.6
법인세비용	5.0	12.3	52.4	87.9	137.0
당기순이익	29.8	133.8	181.7	237.7	370.4
지배주주지분 손이익	29.6	134.2	171.6	226.3	353.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	810.6	2,084.2	2,315.9	3,029.1	3,737.1
현금및현금성자산	121.7	72.3	116.1	430.3	433.7
매출채권	275.0	239.2	546.6	710.0	998.4
재고자산	186.6	440.6	678.1	880.8	1,238.6
비유동자산	1,277.4	1,838.3	2,513.3	3,056.4	3,626.1
유형자산	931.9	1,459.0	1,904.8	2,319.4	2,657.7
무형자산	31.4	34.0	31.0	25.9	21.7
투자자산	167.4	187.9	448.5	582.0	817.7
자산총계	2,088.1	3,922.5	4,829.1	6,085.5	7,363.2
유동부채	220.7	634.7	1,008.7	1,383.7	1,942.0
매입채무	112.8	219.0	266.1	345.6	486.0
단기차입금	0.0	57.2	110.7	110.7	110.7
유동성장기부채	4.4	192.4	446.3	686.3	1,006.3
비유동부채	843.8	849.4	1,235.2	1,902.1	2,274.3
사채	567.7	647.4	695.0	755.0	795.0
장기차입금	164.5	117.7	450.6	1,050.6	1,370.6
부채총계	1,064.4	1,484.1	2,243.9	3,285.8	4,216.3
자본금	30.5	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	194.5	1,453.1	1,453.1	1,453.1	1,453.1
기타포괄이익누계액	-3.2	-0.1	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	778.9	897.5	1,027.2	1,230.3	1,560.2
비지배주주지분	23.0	49.1	64.8	76.2	93.5
자본총계	1,023.6	2,438.4	2,585.3	2,799.7	3,146.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	38.3	103.0	-213.7	124.1	138.3
당기순이익(손실)	29.8	133.8	181.7	237.7	370.4
유형자산상각비	60.1	75.0	97.8	145.4	229.8
무형자산상각비	4.3	6.2	5.9	5.1	4.2
운전자본의 증감	-93.3	-141.7	-494.4	-264.0	-466.1
투자활동 현금흐름	-254.3	-1,675.0	-410.8	-693.5	-803.7
유형자산의증가(CAPEX)	-242.6	-551.9	-578.6	-560.0	-568.0
투자자산의감소(증가)	25.1	-3.0	-251.4	-133.5	-235.7
재무활동 현금흐름	302.0	1,521.9	668.1	883.6	668.9
차입금의 증감	371.8	249.6	688.1	906.9	692.1
자본의 증가	0.0	1,266.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	84.9	-49.4	43.8	314.2	3.5
기초현금	36.8	121.7	72.3	116.1	430.3
기말현금	121.7	72.3	116.1	430.3	433.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,399	26,140	42,214	59,830	83,902
EPS(지배주주)	461	1,763	2,216	2,922	4,559
CFPS	2,119	3,084	4,203	6,052	9,531
EBITDAPS	1,942	2,665	3,915	5,690	9,172
BPS	15,589	30,845	32,537	35,159	39,418
DPS	285	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	225.7	81.7	53.5	40.6	26.0
PCR	49.1	46.7	28.2	19.6	12.4
PSR	4.3	5.5	2.8	2.0	1.4
PBR	6.7	4.7	3.6	3.4	3.0
EBITDA	124.7	202.9	303.3	440.8	710.5
EV/EBITDA	55.3	54.0	33.2	24.2	16.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.0	7.9	7.0	8.6	12.2
EBITDA 이익률	8.0	10.2	9.3	9.5	10.9
부채비율	104.0	60.9	86.8	117.4	134.0
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.4	0.3
이자보상배율(x)	8.7	13.2	19.5	17.8	21.5
매출채권회전율(x)	6.5	7.7	8.3	7.4	7.6
재고자산회전율(x)	8.4	6.3	5.8	5.9	6.1

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

