

포스코케미칼 (003670)

2차전지



이안나

02 3770 5599

anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	265,000원 (I)
현재주가 (11/14)	234,000원
상승여력	13%

시가총액	181,264억원
총발행주식수	77,463,220주
60일 평균 거래대금	1,595억원
60일 평균 거래량	882,527주
52주 고	234,000원
52주 저	96,600원
외인지분율	8.35%
주요주주	포스코 외 4 인 62.54%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	46.3	46.3	64.2
상대	30.8	49.4	97.0
절대(달려환산)	57.6	43.7	46.1

미국 IRA 최대 수혜주

고객사 다변화 이제 시작이다

동사는 그동안 LG에너지솔루션 고객 단일화로 양극재 기업 중에서는 밸류가 낮게 형성되어 왔다. 그러나 미국, 유럽의 대중국 제재로 인해 완성차 및 셀 기업들은 양극재 중 중국 비중이 컸던 Ni 60%에 대한 안정적 공급이 중요해졌다. 이에 기존 고객사인 LG에너지솔루션에 이어 GM과의 직접 JV까지 고객사가 확대되었다. 또한 다른 배터리 셀 및 완성차 기업들의 협력 요구가 이어지고 있어 이에 대한 가시적인 성과가 2023년까지 이어질 것으로 기대된다. 이는 양극재뿐 아니라 음극재에도 영향을 미치고 있다. 흑연 베이스의 음극재는 대부분 중국이 생태계를 장악하고 있기 때문에 동사의 음극재 수익성은 저조했다. 그러나 탈중국 공급망에 대한 니즈가 높아지면서 음극재 관련 협력 요구도 이어지고 있다.

2023년에도 양극재 중심 성장은 계속된다

동사는 2023년 매출액 5.8조원(+66% yoy), 영업이익 4,372억원(+84% yoy, OPM 8%)으로 2022년에 이어 양극재 중심 성장이 이어질 것으로 기대된다. 동사는 북미 공장을 선점한 기업으로 2022년 8월부터 캐나다 공장 연간 3만톤 규모로 착공에 들어갔다. 이는 2024년 하반기에 완공될 예정이다. 동사는 2025년 말 기준, 미국에서 6만톤, 캐나다에서 3만톤 양극재 생산능력을 확보할 계획이다. 또한 캐나다에 있는 추가 부지를 활용 고객사 물량에 빠르게 대응할 예정이다. 또한 2023년 인조흑연 양산을 시작으로 음극재 부문 수주 확대 및 외형 성장도 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 265,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 265,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 2023년 EBITDA에 High-Ni 적용 확대 시기 에코프로비엠 '20~'21 평균 EV/EBITDA 멀티플 38배를 적용한 것이다. 동사는 탈중국 공급망에 가장 핵심적인 양극, 음극 제품 보유로 이에 대한 수혜가 이어질 것으로 보인다. 또한 전구체 내재화 및 실리콘 음극재 등을 통해 장기적인 계획 또한 잘 갖추어져 있다. 이에 높은 밸류에도 불구하고, 투자 매력도가 높다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,530	108.5	31.1	8,381	25.6
영업이익	820	160.6	48.5	557	47.3
세전계속사업이익	804	82.9	36.0	618	30.0
지배순이익	579	41.6	42.8	495	17.0
영업이익률 (%)	7.8	+1.6 %pt	+0.9 %pt	6.6	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.5	-2.6 %pt	+0.5 %pt	5.9	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	15,662	19,895	35,165	58,300
영업이익	603	1,217	2,374	4,372
지배순이익	296	1,342	1,986	3,650
PER	145.7	85.4	91.3	49.7
PBR	4.3	4.9	7.1	6.2
EV/EBITDA	39.1	55.4	56.7	34.1
ROE	3.0	7.9	8.0	13.3

자료: 유안타증권

[표 1] 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	467	480	505	537	665	803	1,052	996	1,152	1,407	1,654	1,617	1,990	3,516	5,830
(%, QoQ)	4	3	5	6	24	21	31	-5	16	22	18	-2			
(%, YoY)	21	41	30	19	42	67	108	85	73	75	57	62	27	77	66
내화물	55	54	57	61	72	68	64	65	65	62	62	61	227	269	250
로재정비	39	37	41	39	41	39	37	39	41	39	39	38	156	156	157
건설공사	15	12	7	20	24	27	16	17	18	17	16	17	54	84	68
생석회	80	75	78	79	90	77	80	81	83	80	78	78	312	328	318
화성	59	78	95	107	108	114	124	99	92	89	87	88	338	445	356
음극재	52	43	43	36	45	47	68	65	64	81	102	105	174	225	351
양극재 (ESM)	155	168	172	184	272	428	658	625	783	1,033	1,265	1,222	678	1,983	4,304
기타	13	13	13	12	13	3	5	5	5	6	7	9	51	26	26
매출 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
내화물	12	11	11	11	11	8	6	7	6	4	4	4	11	8	4
로재정비	8	8	8	7	6	5	4	4	4	3	2	2	8	4	3
생석회	17	16	16	15	14	10	8	8	7	6	5	5	16	9	5
화성	13	16	19	20	16	14	12	10	8	6	5	5	17	13	6
음극재	11	9	8	7	7	6	6	7	6	6	6	6	9	6	6
양극재 (ESM)	33	35	34	34	41	53	63	63	68	73	76	76	34	56	74
기타	3	3	3	2	2	0	1	1	0	0	0	1	3	1	0
영업이익	34	36	32	21	26	55	82	75	84	106	127	120	122	237	437
(%, QoQ)	64	4	-12	-35	24	116	49	-9	13	26	21	-6			
(%, YoY)	114	773	62	-2	-25	54	160	264	230	92	55	61	102	95	84
OPM (%)	7	7	6	4	4	7	8	8	7	8	8	7	6	7	8

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 포스코케미칼 Valuation: 목표주가 265,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2023E	내용
EBITDA	십억원	554	
Target EV/EBITDA	x	38	← High-Ni 적용 확대 시기 에코프로비엠 '20~'21 평균 EV/EBITDA
Total EV(기업가치) (1)	십억원	21,052	
순차입금 (2)	십억원	644	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	20,408	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	77	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	265,039	
목표주가	원	265,000	
현재주가(11/14)	원	234,000	
Upside	%	13.2%	

자료: 유안타증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	15,662	19,895	35,165	58,300	78,704
매출원가	14,218	17,514	31,223	51,471	69,339
매출충이익	1,444	2,381	3,941	6,829	9,366
판매비	841	1,164	1,567	2,456	3,306
영업이익	603	1,217	2,374	4,372	6,060
EBITDA	1,247	2,029	3,282	5,538	7,460
영업외손익	-255	244	168	-44	65
외환관련손익	3	4	-190	-370	-290
이자손익	-51	84	57	-73	-45
관계기업관련손익	-83	175	350	344	344
기타	-124	-19	-50	55	55
법인세비용차감전순손익	347	1,460	2,542	4,329	6,125
법인세비용	50	123	364	273	459
계속사업순손익	297	1,338	2,178	4,056	5,666
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	297	1,338	2,178	4,056	5,666
지배지분순이익	296	1,342	1,986	3,650	5,099
포괄순이익	273	1,405	2,554	4,476	5,705
지배지분포괄이익	275	1,401	2,415	4,226	5,420

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	383	1,030	254	3,370	6,692
당기순이익	297	1,338	2,178	4,056	5,666
감가상각비	601	750	849	1,116	1,359
외환손익	-75	93	264	370	290
중속, 관계기업관련손익	83	-175	-350	-344	-344
자산부채의 증감	-933	-1,417	-3,403	-2,288	-731
기타현금흐름	409	441	716	461	452
투자활동 현금흐름	-2,543	-16,750	-1,893	-4,361	-5,366
투자자산	-74	-10,838	1,939	-120	-120
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,426	-5,519	-4,501	-4,622	-5,615
유형자산 감소	9	3	1	0	0
기타현금흐름	-51	-396	668	380	368
재무활동 현금흐름	3,020	15,219	4,198	1,770	1,270
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	3,340	2,670	4,514	1,990	1,490
자본	0	12,668	0	0	0
현금배당	-247	-185	-236	-236	-236
기타현금흐름	-73	65	-80	16	16
연결범위변동 등 기타	-11	7	-1,095	-1,285	-1,682
현금의 증감	849	-494	1,464	-506	914
기초 현금	367	1,217	723	2,187	1,681
기말 현금	1,217	723	2,187	1,681	2,595
NOPLAT	603	1,217	2,374	4,372	6,060
FCF	-2,043	-4,489	-4,247	-1,251	1,077

자료: 유안타증권

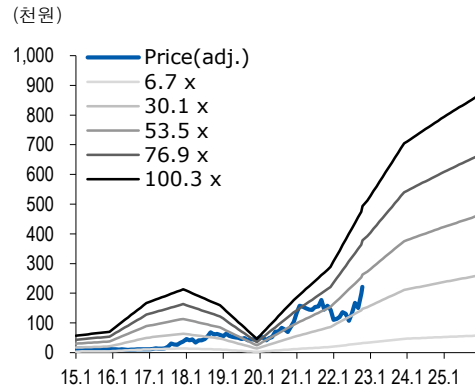
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	8,106	20,842	24,147	27,271	29,810
현금및현금성자산	1,217	723	2,187	1,681	2,595
매출채권 및 기타채권	2,768	2,409	5,179	7,388	8,322
재고자산	1,866	4,406	6,638	8,086	8,745
비유동자산	12,774	18,383	23,052	26,972	31,652
유형자산	9,319	14,589	18,535	22,040	26,295
관계기업등 지분관련자산	1,627	1,835	2,828	3,293	3,757
기타투자자산	46	44	65	65	65
자산총계	20,881	39,225	47,199	54,243	61,462
유동부채	2,206	6,346	11,275	12,644	13,506
매입채무 및 기타채무	1,866	3,472	4,518	5,888	6,749
단기차입금	0	572	1,931	1,931	1,931
유동성장기부채	44	1,924	4,497	4,497	4,497
비유동부채	8,438	8,494	9,345	11,335	12,825
장기차입금	1,645	1,177	1,336	1,826	2,316
사채	5,677	6,474	7,183	8,683	9,683
부채총계	10,644	14,841	20,620	23,979	26,331
지배지분	10,007	23,893	25,660	29,118	33,985
자본금	305	387	387	387	387
자본잉여금	1,945	14,531	14,531	14,531	14,531
이익잉여금	7,789	8,975	10,819	14,237	19,104
비지배지분	229	491	919	1,146	1,146
자본총계	10,236	24,384	26,579	30,264	35,131
순차입금	5,111	-2,754	3,919	6,443	6,987
총차입금	8,355	10,857	15,592	17,582	19,072

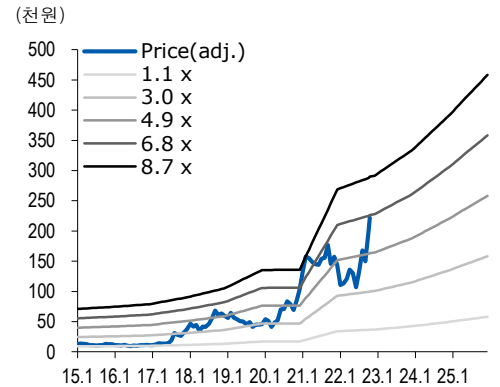
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	461	1,763	2,563	4,712	6,583
BPS	15,589	30,845	33,158	37,626	43,915
EBITDAPS	2,044	2,665	4,237	7,149	9,630
SPS	24,399	26,140	45,395	75,261	101,602
DPS	285	300	300	300	300
PER	145.7	85.4	91.3	49.7	35.5
PBR	4.3	4.9	7.1	6.2	5.3
EV/EBITDA	39.1	55.4	56.7	34.1	25.4
PSR	2.8	5.8	5.2	3.1	2.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	5.6	27.0	76.7	65.8	35.0
영업이익 증가율 (%)	-32.9	101.9	95.1	84.2	38.6
지배순이익 증가율 (%)	-70.7	353.7	48.0	83.8	39.7
매출총이익률 (%)	9.2	12.0	11.2	11.7	11.9
영업이익률 (%)	3.8	6.1	6.8	7.5	7.7
지배순이익률 (%)	1.9	6.7	5.6	6.3	6.5
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.2	9.3	9.5	9.5
ROIC	4.7	7.2	9.0	13.9	16.1
ROA	1.5	4.5	4.6	7.2	8.8
ROE	3.0	7.9	8.0	13.3	16.2
부채비율 (%)	104.0	60.9	77.6	79.2	74.9
순차입금/자기자본 (%)	51.1	-11.5	15.3	22.1	20.6
영업이익/금융비용 (배)	8.7	13.2	11.2	15.6	18.7

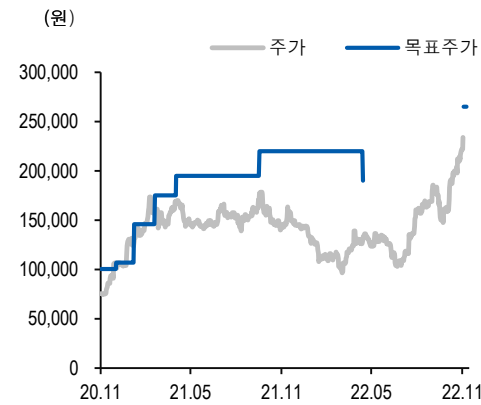
P/E band chart



P/B band chart



포스코케미칼 (003670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-15	BUY	265,000	1년		
담당자변경					
2022-04-26	BUY	190,000	1년	-21.78	16.84
2021-09-29	BUY	220,000	1년	-39.36	-18.86
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

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)	93.8
Hold(중립)	5.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-11

※ 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: 이안나)
- 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.