

포스코켄텍(003670)

매수(신규) / TP: 95,000원

주가(10/10, 원)	67,200
시가총액(십억원)	3,970
발행주식수(백만)	59
52주 최고/최저가(원)	76,400/27,900
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	30,002
유동주식비율(%)	35.7
외국인지분율(%)	11.6
주요주주(%)	포스코 외 1인 64.3
	Artemis Investment 5.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,118	85	44	740	26.5	100	16.2	5.4	1.3	8.0	2.5
2017A	1,197	104	104	1,753	136.9	118	22.7	18.6	3.6	17.2	0.9
2018F	1,365	110	142	2,398	36.8	126	28.0	30.0	5.2	20.2	0.5
2019F	1,495	143	171	2,892	20.6	162	23.2	23.0	4.4	20.5	0.5
2020F	1,621	159	189	3,204	10.8	179	21.0	20.6	3.7	19.1	0.5

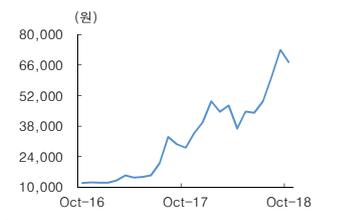
주: 순이익은 지분법적용 순이익

음양의 조화

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.0)	64.1	108.7
상대주가(%p)	7.4	78.9	94.5

주가추이



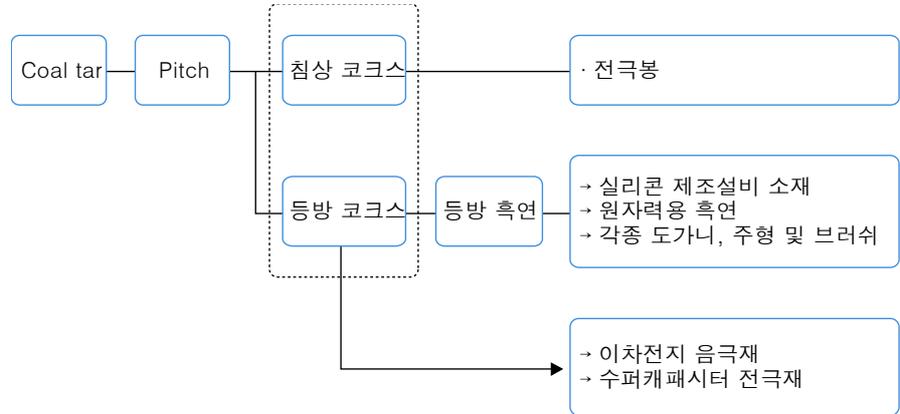
국내 유일 음극재 업체, 양극재 날개를 달다: 매수 의견과 목표주가 95,000원으로 분석을 개시한다. 19년 예상 EPS에 중국 대표 2차전지 소재 기업 **녕파삼삼**(杉杉企业, 글로벌 2위 양극재, 2위 음극재, 중국 3위 전해질)의 과거 실적 성장기 PER밴드 상단인 33배를 적용했다. 포스코켄텍은 국내에서 유일하게 음극재를 생산하는 업체로 17년에는 포스코 관련 사업이 매출액의 대부분을 차지하고 음극재 매출 비중은 3.3%에 불과했다. 하지만 20년에는 음극재 매출 비중이 전사의 15.6%를 차지할 전망이다. 또한 양극재를 생산하는 포스코ESM과의 사업부 통합과 원재료를 생산하는 자회사와의 시너지 효과로 국내에 없던 2차전지 통합 소재업체로 거듭날 전망이다. 양극재, 음극재 전해질까지 함께 생산하는 2차전지 소재 대표기업인 **녕파삼삼**과 성장의 궤를 함께 하고 있다.

자회사 시너지 효과 특특: 음극재는 2차전지 소재 중 국산화율이 가장 낮은데다 수요도 견조해 생산능력과 실적이 가파르게 증가할 것이다. 음극재 매출액은 17년 382억원에서 20년 2,432억원으로 연평균 85% 증가할 것이다. 생산능력은 17년 12,000톤에서 20년 64,000톤까지 5배 이상 확대될 전망이다. 확정된 공급 계약을 기반으로 생산설비를 증설하고 있어 새로운 고객사의 추가는 증설 속도를 더욱 가파르게 할 것이다. 현재는 천연흑연계 음극재만 생산하고 있으나 고수명 특성을 지닌 인조흑연계 개발로 실적 성장이 더욱 가시화될 전망이다. 인조흑연계 생산이 가시화되면 관계회사인 피엠씨텍의 콜타르계 침상코크스를 원재료로 활용할 수 있어 시너지 효과와 더불어 원가경쟁력을 확보하게 될 것이다. 피엠씨텍은 포스코의 제철공정인 코크스 생산과정에서 콜타르가 부산물로 생성돼 양질의 콜타르를 안정적으로 공급받을 수 있다.

조민영

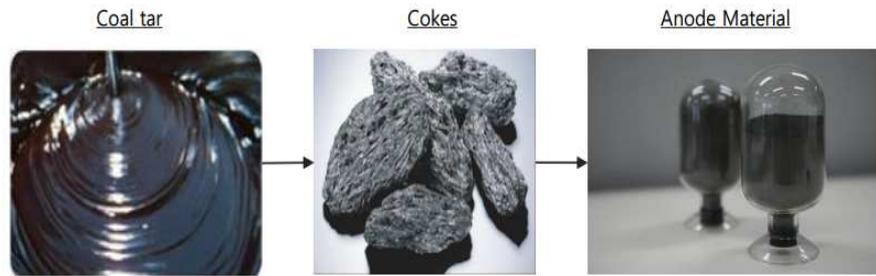
minyong@truefriend.com

[그림 85] 자회사 피엠씨텍이 생산하는 침상코크스



자료: 한국투자증권

[그림 86] 음극재의 원재료는 코크스, 코크스의 원재료는 콜타르



자료: 산업자료, 한국투자증권

<표 22> 포스코켄텍의 음극재 사업 연혁

시기	주요 내용
2010.09	LS엠트론 음극재 사업부문 인수합병
2010.10	세종 공장 준공(1호기 600톤/년)
2013.06	설비 2호기 증설(1,400톤/년)
2015.03	설비 3호기 증설(2,000톤/년)
2016.07	설비 4호기 증설(2,000톤/년)
2017.07	설비 5호기 증설(2,000톤/년)
2017.12	설비 6호기 증설(4,000톤/년)
2018.02	설비 7호기 증설(4,000톤/년)
2018년 생산능력	24,000톤/년
2019년 생산능력	43,000톤/년
2020년 생산능력	64,000톤/년

자료: 포스코켄텍, 한국투자증권

포스코 그룹이 그리고 있는 큰 그림: 포스코는 23년까지 총 45조원을 투입하는 투자계획을 확정했다. 이중 이차전지 소재 부문의 기술력을 더욱 고도화하고 본격적인 양산체제를 구축하는데 역량을 집중한다. 리튬 추출 기술 효율화와 이에 따른 공장 신설 추진, 국내외 양극재 공장 건설, 석탄을 활용한 탄소 소재 및 인조 흑연 음극재 공장 신설 등에 10조원이 투자된다. 소재 부문에서는 양극재와 음극재 사업을 통합해 연구개발과 마케팅 시너지를 높이고 리튬, 인조흑연 사업 확대 추진해 30년까지 포스코의 에너지 소재 시장점유율을 20%, 연간 15조원 이상 매출 달성을 목표로 세웠다.

포스코 그룹은 막대한 자본력을 앞세워 미래 전기차 소재시장을 주도하기 위해 국내외로 공격적인 투자를 지속하고 있다. 우선 광양 양극재 공장에서 내년부터 연간 6,000톤 규모의 양극재 생산이 가능해진다. 공장 완공은 내년 5월이며 22년까지 50,000톤 규모로 늘릴 계획이다. 이번 계약을 위해 포스코는 포스코ESM에 대해 1,130억원 증자를 의결했다. 향후 50,000톤까지 증설을 위해 3~4,000억원의 추가 투자가 필요할 것이다. 포스코는 장기적으로 광양을 리튬공장, 양극재공장, 니켈공장 등 2차전지에 들어가는 모든 소재를 생산하는 복합단지로 만들겠다는 계획이다. 22년 광양 공장 증설이 끝나면 연 2조원 이상의 매출 달성이 가능할 전망이다.

[그림 87] 전구체를 붙여 굽는 소성공정 설비를 갖춘 공장



주: 구미 소재, 19년 6천톤 규모의 생산량 예상
자료: 포스코, 한국투자증권

[그림 88] 광양에 지을 양극재 공장의 조감도



주: 22년까지 연간 50,000톤 규모 예상
자료: 포스코, 한국투자증권

경북 구미에 있는 포스코 양극재 공장도 증설 작업이 진행 중이다. 증설이 완료되면 생산능력 연간 8,000톤에서 12,000톤이 된다. 증설이 모두 끝나는 22년에는 구미와 광양을 합해 연간 62,000톤의 양극재를 생산할 수 있게 된다. 이는 전기차 100만대의 배터리를 만들 수 있는 규모다.

포스코는 올해 1월 중국 화유코발트와 합작법인을 설립하고 칠레에서는 삼성SDI와 합작법인을 설립했다. 중국에서는 20년 하반기부터 연간 4,600톤 규모의 전구체·양극재 생산라인을 가동할 예정이며 칠레에서는 21년부터 연간 3,200톤 규모의 양극재 생산이 가능해진다. 21년부터는 연간 55,000톤 규모의 안정적인 리튬 생산체계도 갖추게 됐다. 아르헨티나 리튬 염호에 대한 광산권 인수와 호주의 리튬 정광 장기구매로 확보했다. 리튬은 현재 포스코와 계열사 포스코ESM에서 증설 중인 양극재 생산라인에 공급된다.

〈표 23〉 포스코 그룹의 리튬 배터리 사업 생산시설 현황 및 계획

위치	생산소재	회사	연 생산규모	내용
광양	리튬	포스코	2,500톤	2020년 30,000톤 증설 예정
	양극재	포스코ESM	50,000톤(예정)	2019년 6,000톤 생산예정 2022년까지 증설 추진
구미	양극재	포스코ESM	12,000톤(예정)	2012년 합작 인수 현 8,000톤에서 4,000톤 증설 중
세종	음극재	포스코캠텍	16,000톤	올해 8,000톤 추가 증설 2020년까지 40,000톤 이상 증설 예정
중국	양극재	포스코	4,600톤(예정)	화유코발트 합작 2020년 하반기 생산라인 가동
칠레	양극재	포스코	3,200톤(예정)	삼성SDI합작 2021년 하반기 생산라인 가동
아르헨티나	리튬	포스코		리튬 염호에 대한 광산권 매대 계약 인수에 2억8,000만 달러 투자 20년간 매년 2만 5,000톤의 리튬 생산 가능한 염수
호주	리튬	포스코		연간 3만톤의 리튬을 생산할 수 있는 리튬 정광 장기구매

자료: 포스코, 한국투자증권

큰 그림의 중심에 서있는 포스코캠텍: 계열사간 시너지를 고려한 그룹사 차원의 폭넓은 투자가 포스코캠텍의 강점이다. 포스코 그룹의 강력한 의지와 전폭적인 지지에 힘입어 포스코캠텍이 수혜를 누리며 성장세가 가팔라질 것이다. 가장 먼저 포스코ESM과 포스코캠텍의 사업부 통합으로 신사업 역량이 높아질 것이다. 포스코ESM은 22년까지 62,000톤/년 규모의 양극재 공장 증설이 완료되면 연간 2조원 규모의 매출 발생이 예상된다. 포스코캠텍은 음극재와 음극재 원재료 그리고 양극재와 양극재의 원재료까지 2차전지 소재의 통합 밸류체인 구축에 성공할 것이다. 포스코 그룹의 2차전지 사업이 포스코캠텍을 중심으로 재편되고 있어 향후 성장성에 주목할 때이다.

포스코캠텍은 2011년 음극재 사업에 진출해 독자기술을 적용한 고용량 전기자동차 배터리용 음극재 양산에 성공해 연간 12,000톤 규모를 생산하고 있다. 음극재 공장 8·9호기 증설이 마무리되면 연간 24,000톤의 음극재를 생산할 수 있게 된다. 포스코캠텍은 20년까지 연간 64,000톤 규모의 생산설비를 갖추 계획이다. 매출액 규모로 2,432억원에 해당한다.

실적 전망: 18년, 19년 매출액은 각각 전년대비 14.1%, 9.5% 증가한 1조 3,655억원, 1조 4,949억원으로 전망한다. 영업이익은 각각 5.6%, 30.4% 증가한 1,098억원, 1432억원을 기록할 것이다. 음극재 매출액은 20년까지 연평균 85% 증가할 것으로 예상된다. 점차 생산능력이 확대되고 규모의 경제 효과가 확보되면서 영업이익률 또한 가파르게 상승할 것이다. 피엠씨텍의 지분법이익이 반영되는 순이익은 18년 1,417억원, 19년 1,708억원, 20년 1,892억원으로 증가할 전망이다. 피엠씨텍의 실적 호조에 기인한다. 중국 정부는 철강 산업 구조조정과 환경 정책에 따라 고로를 폐쇄하고 전기로로 대체하고 있다. 전기로가 대기오염의 정도가 낮기 때문이다. 이에 따라 전극봉 수요 증가로 원재료인 침상코크스의 가격이 급등했고 침상코크스를 생산하는 피엠씨텍이 수혜를 받고 있다.

〈표 24〉 포스코켐텍 목표주가 산출내역

항목	2018F	2019F	비고
순이익(십억원)	141.7	170.8	
유통주식수(천주)	59,070	59,070	중국 2차전지 소재 업체인 냉파삼삼의 과거실적 성장기의 PER 상단
EPS(원)	2,398.0	2,891.6	
Target PER(배)	33	33	
주당가치(원)	79,134	95,422	
목표주가(원)		95,000	

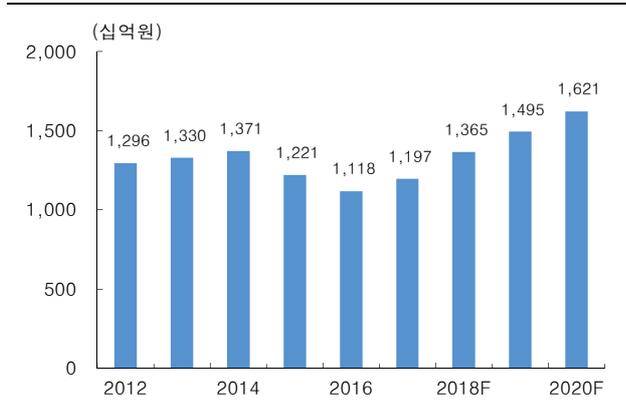
자료: 한국투자증권

〈표 25〉 포스코켐텍의 주요 사업

사업 종류	사업내용
내화물 제조정비	내화물 각종 기간산업의 공업용로에 사용하는 재료로써 고온에서도 용융되지 않는 비금속재료 화학적 분류에 따라 크게 산성, 중성, 염기성 내화물로 나뉘는데 당사는 고온의 용융로에 사용되는 염기성 내화물을 주력 생산 염기성 내화물 시장 66% 점유율 차지
	로제정비 포스코 로제 책임정비 기반으로 석유화학, 발전소 등 각종 산업용으로 설계 및 시공 다양한 업종의 산업로에 대한 국내 최고 시공기술 및 최대 시공경험 보유, 내화물 시공 국내 점유율 1위
라임케미칼	생석회 소성설비 임대운영을 통한 고품위 생석회 제조 및 제철소 판매 국내 최대 생석회 생산 능력 보유 포스코로부터 석회소성설비 이관 운영
	케미칼 COG 정제작업을 담당한 화성공장의 위탁 운영 화성품 판매 국내 유일 천연흑연 음극재 제조

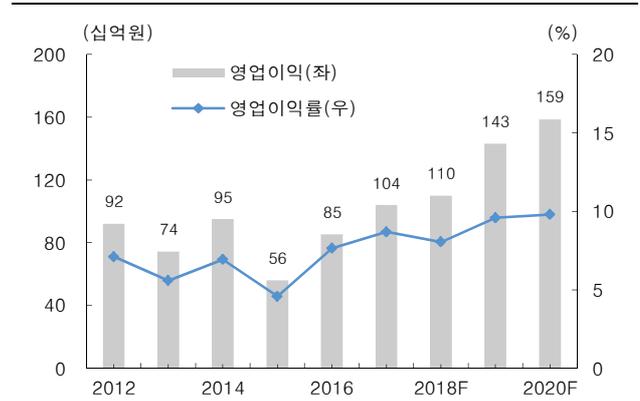
자료: 포스코켐텍, 한국투자증권

[그림 89] 매출액 추이



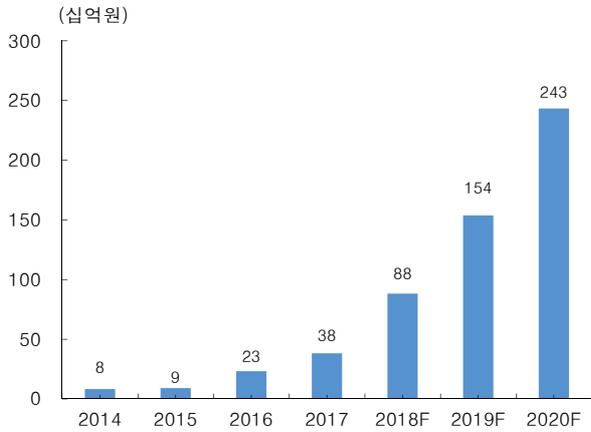
자료: 포스코켐텍, 한국투자증권

[그림 90] 영업이익 및 영업이익률



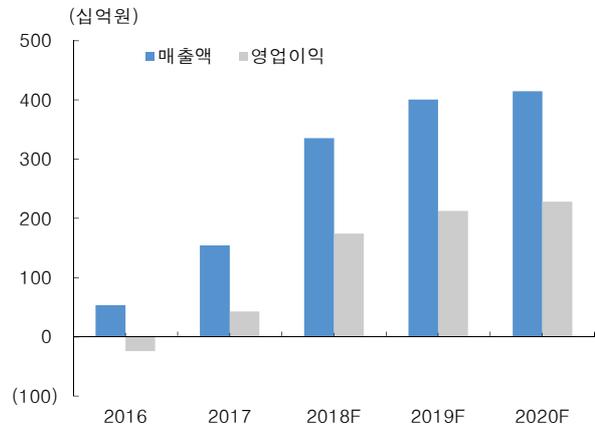
자료: 포스코켐텍, 한국투자증권

[그림 91] 예상 음극재 매출액 추이



자료: 포스코켄텍, 한국투자증권

[그림 92] 자회사 피엠씨텍 실적 추이



자료: 포스코켄텍, 한국투자증권

<표 26> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018F				2019F				2018F	2019F	2020F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	336.9	334.6	344.8	349.1	354.4	366.0	375.9	398.7	1,365.5	1,494.9	1,620.6
내화물 (Refractories)	76.9	64.3	66.3	66.9	66.3	67.3	68.6	69.3	274.5	271.4	274.1
건설 (Construction)	61.8	55.3	57.0	57.5	57.0	58.5	59.6	60.2	231.5	235.3	239.7
생석회 (Quicklime)	79.5	84.3	86.8	87.7	88.6	90.3	92.1	93.1	338.3	364.1	376.8
화학, 화성공장 (Chemicals)	93.5	98.0	99.2	101.2	102.7	103.7	104.9	106.1	391.9	417.5	430.0
음극재 (Anode materials)	16.7	22.3	24.7	24.4	27.8	33.3	37.0	55.5	88.0	153.6	243.2
매출원가	299.9	298.6	295.6	301.9	305.4	314.4	322.7	346.1	1,196.0	1,288.6	1,392.3
매출원가율	89.0	89.2	85.7	86.5	86.2	85.9	85.8	86.8	87.6	86.2	85.9
매출총이익	37.0	36.0	49.3	47.2	49.0	51.6	53.2	52.5	169.5	206.3	228.3
매출총이익률	11.0	10.8	14.3	13.5	13.8	14.1	14.2	13.2	12.4	13.8	14.1
판매비와관리비	14.0	15.1	15.3	15.3	15.6	15.7	15.7	16.1	59.7	63.1	69.7
판매비율	4.1	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.2	4.0	4.4	4.2	4.3
영업이익	23.1	20.9	33.9	31.9	33.4	35.9	37.6	36.4	109.8	143.2	158.6
영업이익률	6.8	6.3	9.8	9.1	9.4	9.8	10.0	9.1	8.0	9.6	9.8
순이익	31.4	32.0	39.2	39.1	40.6	42.8	43.9	43.5	141.7	170.8	189.2
순이익률	9.3	9.6	11.4	11.2	11.4	11.7	11.7	10.9	10.4	11.4	11.7
매출액비중											
내화물 (Refractories)	23.4	19.8	19.8	19.8	19.4	19.0	18.9	18.0	20.7	18.8	17.5
건설 (Construction)	18.8	17.1	17.1	17.0	16.6	16.6	16.5	15.7	17.5	16.3	15.3
생석회 (Quicklime)	24.2	26.0	26.0	26.0	25.9	25.6	25.4	24.2	25.5	25.3	24.1

자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

포스코켄텍은 포스코 계열의 회사로서, 내화물제조정비부서 사업부와 라임케미칼 사업부로 나뉘며 내화물제조정비 사업부는 다양한 산업의 핵심소재인 내화물을 생산하고 산업용로제를 정비하는 사업을 영위하며, 주요 고객으로는 모회사인 포스코가 있음 라임케미칼 사업부는 생석회, 음극재, 화성품 판매 및 화성공장 위탁 운영을 수행. 매출 비중은 2018년 2분기 누적 기준 내화물제조정비 사업부 39.6%, 라임케미칼 사업부 60.4%, 최대주주는 포스코(60.0%).

- 콜타르: 석탄을 고온건류할 때 부산물로 생기는 검은 유상 액체로 침상코크스의 주요 원재료

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	421	468	542	619	737
현금성자산	118	104	127	164	178
매출채권및기타채권	146	177	202	222	276
재고자산	56	99	112	123	162
비유동자산	303	368	440	506	571
투자자산	98	124	141	155	168
유형자산	137	183	229	275	321
무형자산	7	6	7	7	8
자산총계	724	836	982	1,125	1,308
유동부채	121	159	196	201	225
매입채무및기타채무	93	139	158	173	188
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	6	5	4	4	3
비유동부채	34	25	16	8	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	31	23	14	6	0
부채총계	154	184	213	209	228
지배주주지분	563	644	761	906	1,071
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	24	24	24	24
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	510	595	716	866	1,035
비지배주주지분	7	8	8	9	10
자본총계	569	652	769	915	1,080

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	85	56	78	78	46
당기순이익	45	104	142	171	190
유형자산감가상각비	13	13	15	16	18
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	(13)	(48)	(2)	(25)	(69)
기타	38	(15)	(79)	(86)	(95)
투자활동현금흐름	(106)	(46)	(24)	(10)	(5)
유형자산투자	(23)	(59)	(62)	(64)	(66)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(84)	11	58	69	79
무형자산순증	0	(1)	(2)	(2)	(3)
기타	0	1	(20)	(15)	(17)
재무활동현금흐름	(22)	(23)	(30)	(31)	(27)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(7)	(5)	(9)	(9)	(6)
배당금지급	(12)	(18)	(21)	(21)	(21)
기타	(3)	0	0	(1)	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(43)	(14)	23	37	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,118	1,197	1,365	1,495	1,621
매출원가	977	1,042	1,196	1,289	1,392
매출총이익	141	156	170	206	228
판매관리비	55	52	60	63	70
영업이익	85	104	110	143	159
금융수익	5	4	5	5	5
이자수익	3	3	3	4	4
금융비용	4	5	4	4	4
이자비용	2	2	1	1	0
기타영업외손익	(1)	(6)	(6)	(8)	(8)
관계기업관련손익	(21)	29	80	87	96
세전계속사업이익	65	126	185	224	248
법인세비용	20	22	43	52	58
연결당기순이익	45	104	142	171	190
지배주주지분순이익	44	104	142	171	189
기타포괄이익	1	(5)	(5)	(5)	(5)
총포괄이익	45	99	138	167	185
지배주주지분포괄이익	44	100	137	166	185
EBITDA	100	118	126	162	179

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	740	1,753	2,398	2,892	3,204
BPS	9,523	10,910	12,881	15,345	18,123
DPS	300	350	350	350	350
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(8.5)	7.1	14.1	9.5	8.4
영업이익증가율	52.4	21.8	5.6	30.4	10.8
순이익증가율	26.4	137.0	36.8	20.6	10.8
EPS증가율	26.5	136.9	36.8	20.6	10.8
EBITDA증가율	41.5	18.4	6.7	28.2	10.8
수익성(%)					
영업이익률	7.6	8.7	8.0	9.6	9.8
순이익률	3.9	8.7	10.4	11.4	11.7
EBITDA Margin	8.9	9.9	9.2	10.8	11.0
ROA	6.2	13.3	15.6	16.3	15.6
ROE	8.0	17.2	20.2	20.5	19.1
배당수익률	2.5	0.9	0.5	0.5	0.5
배당성향	40.6	20.0	14.6	12.1	10.9
안정성					
순차입금(십억원)	(176)	(159)	(202)	(258)	(288)
차입금/자본총계비율(%)	6.5	4.3	2.4	1.0	0.3
Valuation(X)					
PER	16.2	22.7	28.0	23.2	21.0
PBR	1.3	3.6	5.2	4.4	3.7
EV/EBITDA	5.4	18.6	30.0	23.0	20.6