

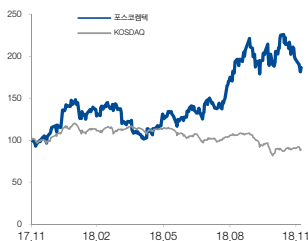
포스코ESM과 합병, 주가 레벨업 기대

현재주가 (12/07)	64,500원
상승여력	55.0%
시가총액	3,810십억원
발행주식수	59,070천주
자본금/액면가	30십억원/500원
52주 최고가/최저가	78,100원/33,000원
일평균 거래대금 (60일)	55십억원
외국인지분율	12.94%
주요주주	POSCO 외 1인 64.27%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-11.0 -3.7 39.0
상대주가(%)	-11.4 15.0 80.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	2,383	2,756	100,000
After	2,383	2,756	53,000
Consensus	2,429	2,968	45,067
Cons. 차이	-1.9%	-7.2%	17.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 포스코케미칼과 포스코ESM의 합병으로 2차전지 소재 성장성 공유
- 투자이견 BUY 유지, 목표주가 100,000원(기존 81,000원)으로 상향

2) 주요이슈 및 실적전망

- 포스코케미칼과 포스코ESM의 합병비율은 1:0.2172865로 소규모 합병 발표, 포스코ESM의 기업가치를 1,452억원(합병가액 14,522원*9,999,630주)으로 평가한 것임
- 합병 후 포스코케미칼 주주구성은 POSCO 61%, 포항공대 4%, 휘닉스소재 0.4%임(합병 전 포스코케미칼 주주구성: POSCO 60%, 포항공대 4%, 포스코ESM: POSCO 90%, 휘닉스소재 10%)
- 포스코ESM은 포스코그룹의 양극재 업체이며 2012년 연간 8천톤 생산을 시작으로 2018년 광양에 양극재 공장 착공 및 설비 증설로 2022년 6.2만톤으로 확대될 것으로 전망됨
- 포스코케미칼의 실적은 2018년 매출액 1조 3,634억원, 영업이익 1,099억원에서 2022년 매출액 1조 6,350억원, 영업이익 1,801억원, 포스코ESM의 실적(합병공시자료)은 2018년 매출액 843억원, 영업이익 5억원에서 2022년 매출액 4,425억원, 영업이익 430억원 예상됨
- 포스코그룹은 2차전지 소재(리튬 사업은 POSCO가 영위) 매출액을 2020년 1조원, 2030년 17조원을 목표로 하고 있으며 전기차의 성장과 맞물려 포스코케미칼과 포스코ESM도 중장기적인 성장을 시현할 것으로 예상됨

3) 주가전망 및 Valuation

- 당사는 이번 합병을 계기로 명실 상부한 2차전지 소재 업체로 자리매김할 것으로 기대되며 성장성을 고려하였을 때 주가는 지속적으로 우상향할 것으로 전망됨
- 목표주가는 100,000원으로 상향하며 사업부별 가치합산방식으로 산출함. 기존 사업부(내화물)의 적정가치는 주당 22,900원(2019년 예상 EBITDA에 EV/EBITDA 2015년 상단 적용), 음극재는 주당 40,360원(비교대상 peer가 마땅치 않아 국내 양극재업체 EV/EBITDA 적용), 양극재는 주당 26,957원(국내 양극재업체 EV/EBITDA 적용), 피엠티텍(지분법대상)은 10,251원(해외 전극봉업체 P/E 적용)으로 평가됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	1,118	85	44	100	740	26.4	16.2	1.3	5.4	8.0	2.5
2017	1,197	104	104	118	1,753	137.0	22.7	3.6	18.6	17.2	0.9
2018F	1,363	110	141	126	2,383	35.9	27.1	5.0	28.6	20.0	0.5
2019F	1,450	133	163	152	2,756	15.7	23.4	4.2	23.4	19.5	0.5
2020F	1,507	147	174	167	2,941	6.7	21.9	3.6	20.9	17.7	0.5

* K-IFRS 연결 기준(합병 전)

〈표1〉 포스코켄텍 합병 전, 후 주요 주주 구성 및 지분율

	포스코켄텍(합병)		포스코켄텍		포스코ESM	
	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수
POSCO	61%	37,397,498	60%	35,442,000	90%	8,999,630
포항공대	4%	2,523,500	4%	2,523,500		
휘닉스소재	0.4%	217,286			10%	1,000,000
기타	34%	21,104,500	36%	21,104,500		0
합계		61,242,784		59,070,000		9,999,630

자료: 공시자료, 현대차증권

〈표2〉 포스코켄텍 및 포스코ESM 실적 비교

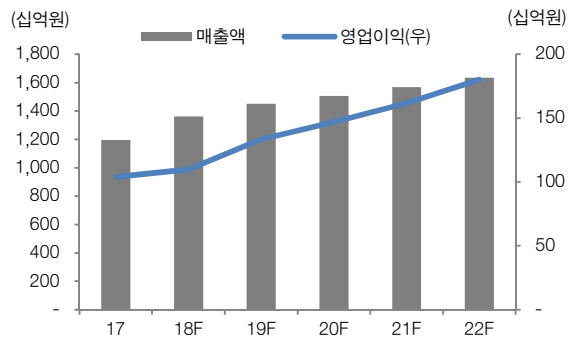
(단위: 십억 원)

	포스코켄텍(합병)		포스코켄텍		포스코ESM	
	2018	2022F	2018F	2022F	2018F	2022F
매출액	1,448	2,078	1,363	1,635	84	443
영업이익	110	223	110	180	0.5	43
순이익	141	238	141	204	0	34
자산	1,222		974		248.6	
부채	264		200		63.9	
자본	958		773		184.7	
ROE	15%		20%		0%	

주: 포스코켄텍(합병)은 포스코켄텍과 포스코ESM의 단순 합산, 포스코ESM 실적은 공시자료 참고함

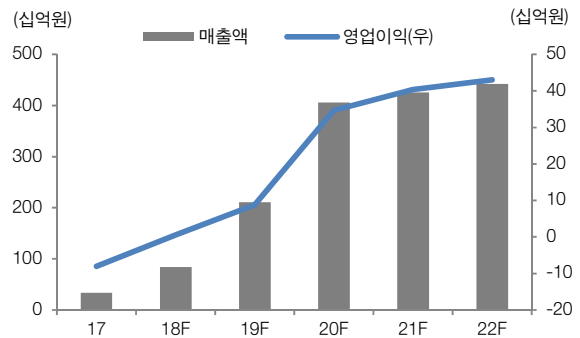
자료: 공시자료, 현대차증권

〈그림1〉 포스코켄텍(합병 전) 실적 추이



자료: 현대차증권

〈그림2〉 포스코ESM 실적 추이



자료: 공시자료, 현대차증권

〈표3〉 합병 일정표

합병계약일		2018년 12월 10일
주주확정기준일		2018년 12월 24일
주주명부 폐쇄기간	시작일	2018년 12월 25일
	종료일	2018년 12월 26일
합병반대의사 통지 접수기간	시작일	2018년 12월 24일
	종료일	2019년 01월 07일
주주총회 예정일자		
주식매수청구권 행사 기간	시작일	
	종료일	
구주권 제출기간	시작일	
	종료일	
매매거래 정지예정기간	시작일	
	종료일	
채권자 이의 제출기간	시작일	2019년 02월 07일
	종료일	2019년 03월 29일
합병기일		2019년 04월 01일
종료보고 총회일		
합병등기예정일자		2019년 04월 02일
신주권교부예정일		2019년 04월 12일
신주의 상장예정일		2019년 04월 15일

자료: 공시자료

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,118	1,197	1,363	1,450	1,507
증가율 (%)	-8.5	7.1	13.9	6.4	3.9
매출원가	977	1,042	1,196	1,257	1,299
매출원가율 (%)	87.4	87.0	87.7	86.7	86.1
매출총이익	141	156	167	193	209
매출이익률 (%)	12.6	13.0	12.3	13.3	13.9
증가율 (%)	25.4	10.5	7.6	15.3	8.2
판매관리비	55	52	57	59	62
판매비율 (%)	5.0	4.3	4.2	4.1	4.1
EBITDA	100	118	126	152	167
EBITDA 이익률 (%)	8.9	9.9	9.3	10.5	11.1
증가율 (%)	41.5	18.4	6.8	20.4	9.7
영업이익	85	104	110	133	147
영업이익률 (%)	7.6	8.7	8.1	9.2	9.7
증가율 (%)	52.4	21.8	5.7	21.4	10.1
영업외손익	0	-7	1	2	3
금융수익	5	4	5	4	5
금융비용	4	5	3	3	3
기타영업외손익	-1	-6	0	1	1
종속/관계기업관련손익	-21	29	76	84	84
세전계속사업이익	65	126	187	219	234
세전계속사업이익률	5.8	10.5	13.7	15.1	15.5
증가율 (%)	40.1	93.9	48.9	17.2	6.7
법인세비용	20	22	46	56	60
계속사업이익	45	104	141	163	174
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	104	141	163	174
당기순이익률 (%)	4.0	8.7	10.4	11.3	11.6
증가율 (%)	38.4	133.5	35.8	15.7	6.7
지배주주지분 순이익	44	104	141	163	174
비지배주주지분 순이익	1	0	0	0	1
기타포괄이익	1	-5	0	0	0
총포괄이익	45	99	141	163	174

(단위: 십억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	85	56	62	70	72
당기순이익	45	104	141	163	174
유형자산 상각비	13	13	15	17	18
무형자산 상각비	2	2	1	2	2
외환손익	0	0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-13	-48	-38	-28	-38
기타	39	-15	-57	-84	-84
투자활동으로인한현금흐름	-106	-46	-1	-26	-34
투자자산의 감소(증가)	20	-26	62	77	78
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-59	-59	-59	-59
기타	-104	37	-4	-44	-53
재무활동으로인한현금흐름	-22	-23	-23	-21	-21
장기차입금의 증가(감소)	-10	-9	-2	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-12	-18	-21	-21	-21
기타	-1	3	-1	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-43	-14	38	23	17
기초현금	161	118	104	142	165
기말현금	118	104	142	165	183

* K-IFRS 연결 기준(합병 전)

(단위: 십억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	421	468	561	664	780
현금성자산	118	104	142	165	183
단기투자자산	96	82	88	132	184
매출채권	144	176	194	204	213
재고자산	56	99	93	98	102
기타유동자산	7	7	44	66	99
비유동자산	303	368	413	461	507
유형자산	137	183	222	264	305
무형자산	7	6	3	1	0
투자자산	98	124	138	146	152
기타비유동자산	62	55	50	50	50
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	724	836	974	1,126	1,287
유동부채	121	159	177	186	194
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	62	107	120	126	131
유동성장기부채	6	5	5	5	5
기타유동부채	53	47	52	55	57
비유동부채	34	25	23	24	24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	31	23	21	21	21
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	3
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	154	184	200	210	217
지배주주지분	563	644	765	907	1,060
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	24	24	24	24
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-1	-4	-2	-2	-2
이익잉여금	510	595	714	856	1,009
비지배주주지분	7	8	9	9	10
자본총계	569	652	773	916	1,070

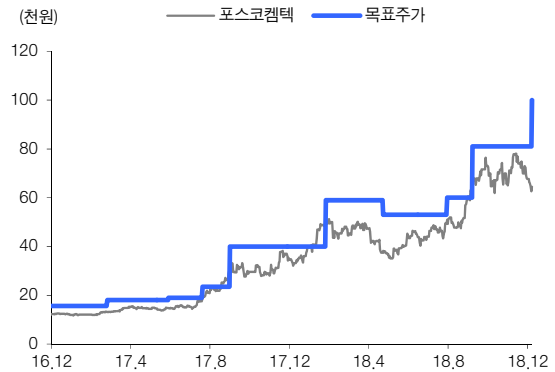
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	754	1,760	2,390	2,764	2,960
EPS(지배순이익 기준)	740	1,753	2,383	2,756	2,941
BPS(자본총계 기준)	9,639	11,041	13,095	15,509	18,108
BPS(지배자본 기준)	9,523	10,910	12,950	15,356	17,947
DPS	300	350	350	350	350
P/E(당기순이익 기준)	15.9	22.6	27.0	23.3	21.9
P/E(지배순이익 기준)	16.2	22.7	27.1	23.4	21.9
P/B(자본총계 기준)	1.2	3.6	4.9	4.2	3.6
P/B(지배자본 기준)	1.3	3.6	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA(Reported)	5.4	18.6	28.6	23.4	20.9
배당수익률	2.5	0.9	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	38.4	133.5	35.8	15.7	6.7
EPS(지배순이익 기준)	26.4	137.0	35.9	15.7	6.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.0	17.0	19.8	19.3	17.5
ROE(지배순이익 기준)	8.0	17.2	20.0	19.5	17.7
ROA	6.2	13.3	15.6	15.6	14.4
안정성 (%)					
부채비율	27.1	28.2	25.9	22.9	20.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	43.6	68.5	73.1	87.1	95.9

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/02/27	BUY	18,000	-19.8	-13.6
17/05/30	BUY	19,000	-17.2	-0.8
17/07/21	BUY	23,500	1.8	40.4
17/09/01	BUY	40,000	-23.6	-17.0
17/09/28	BUY	40,000	-24.6	-17.0
17/10/27	BUY	40,000	-13.7	27.5
18/01/25	BUY	59,000	-22.4	-13.2
18/04/25	BUY	53,000	-19.5	-8.1
18/07/24	BUY	56,000	-16.1	-11.8
18/07/30	BUY	60,000	-17.8	-13.5
18/08/21	BUY	60,000	-11.5	5.0
18/09/07	BUY	81,000	-14.8	-5.7
18/10/24	BUY	81,000	-13.7	-3.6
18/12/10	BUY	100,000	-	-

▶ 최근 2년간 포스코케미컬 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박현욱의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.