



Buy(Upgrade)

목표주가: 90,000원
주가(12/7): 64,500원
시가총액: 38,100억원

철강

Analyst 이종형

02) 3787-5023

leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (12/7)		685.33pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	78,100원	33,200원
등락률	-17.41%	94.28%
수익률	절대	상대
1M	-11.0%	-11.4%
6M	39.0%	80.1%
1Y	95.5%	114.9%

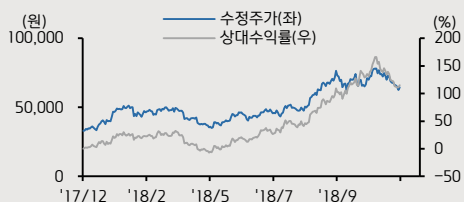
Company Data

발행주식수	59,070천주
일평균 거래량(3M)	795천주
외국인 지분율	12.94%
배당수익률(18E)	0.88%
BPS(18E)	12,981원
주요 주주	포스코 외
Artemis Investment Management LLP	5.08%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	11,177	11,972	13,676	16,439
보고영업이익	853	1,040	1,107	1,398
핵심영업이익	853	1,040	1,107	1,398
EBITDA	998	1,182	1,273	1,594
세전이익	648	1,256	1,895	2,201
순이익	445	1,040	1,431	1,651
지배주주지분순이익	437	1,036	1,427	1,647
EPS(원)	740	1,753	2,416	2,714
증감률(%YoY)	26.4	137.0	37.8	12.3
PER(배)	16.2	22.7	26.7	23.8
PBR(배)	1.3	3.6	5.0	3.7
EV/EBITDA(배)	5.5	18.6	17.5	13.4
보고영업이익률(%)	7.6	8.7	8.1	8.5
핵심영업이익률(%)	7.6	8.7	8.1	8.5
ROE(%)	8.0	17.0	20.1	18.0
순부채비율(%)	-30.9	-24.3	-16.1	-21.0

Price Trend



이슈 코멘트

포스코케미칼 (003670)

포스코ESM 흡수합병으로 성장 부스터 장착



예상대로 그룹내 양극재 업체인 포스코ESM을 흡수합병을 발표했습니다. 이번 합병에서 포스코ESM의 가치는 1,452억원(약 PBR 0.8X)으로 평가된 셈인데, 현재 국내 양극재 업체들의 valuation을 감안시 매우 긍정적으로 평가합니다. 포스코ESM 합병으로 포스코케미칼은 중장기 성장성이 한층 강화되었습니다. 목표주가를 기존 8만원에서 9만원으로, 투자의견을 기존 Outperform에서 Buy로 각각 상향합니다!

>>> 그룹내 양극재 업체인 포스코ESM 흡수합병 발표

예상대로 그룹내 양극재 업체인 포스코ESM을 흡수합병을 결정했다. 주당 합병기준가격은 케미칼 66,831원, ESM 14,522원으로 합병비율은 1:0.2172865로 산출되었고, 포스코케미칼은 현재 발행주식수의 3.68%인 약 217만주의 신주를 발행해 기존 포스코ESM 주주에게 교부한다. 이번 합병에서 포스코ESM의 가치는 1,452억원으로 평가된 셈인데, 이는 3분기말 포스코ESM 자본총계기준 PBR 0.79X 수준이다. 포스코ESM의 당기순이익은 2017년 -93억원 적자였고, 올해는 적자폭이 상당폭 축소될 것으로 예상된다(올해 3분기 누계 영업이익은 소폭 흑자). 영업이익률이 5~10%에 이르고 있는 국내 양극재 업체들과 아직까지 직접적인 비교는 어렵지만 엘앤에프와 에코프로 주가가 현재 2018E PBR 4~5X(예상 ROE 15~20%) 수준에서 거래되고 있음을 감안하면 포스코케미칼 주주 측면에서 이번 합병은 매우 긍정적이다.

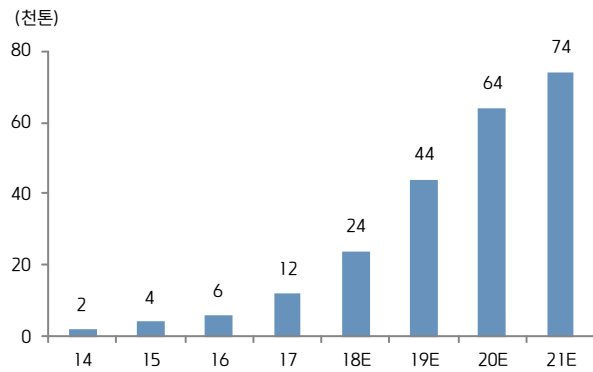
>>> 중장기 증설이 완료되면 영업이익은 4,000억원 이상 전망

지난번 보고서에서 이미 언급했듯이 포스코케미칼의 음극재 생산능력은 2017년말 12,000톤에서 2022년 74,000톤으로 확대 중인데, 증설이 완료되면 음극재 매출액은 연간 3,500~4,000억원, 영업이익은 연간 700~800억원에 이를 전망이다. 작년말 8,000톤이었던 포스코ESM의 양극재 생산능력이 2020년 62,000톤까지 확대되면 매출액은 1.8~2.0조원이 예상되고, 영업이익은 1,500억원 수준이 예상된다. 여기에 내화물/생석회 등 포스코케미칼 기존사업 영업이익 약 1,000억원과 자회사 피엠씨텍의 영업이익 약 1,000억원(실제 영업이익 예상치는 1,700억원이나 지분율 60% 감안)까지 합하면 합병법인의 2022년 이후 연결 영업이익은 4,000억원 이상으로 2018년 대비 약 2배 이상으로 확대가 예상된다(피엠씨텍은 실제로는 지분법손익으로 반영).

>>> 중장기 성장모멘텀 강화를 반영, 목표주가 9만원으로 상향

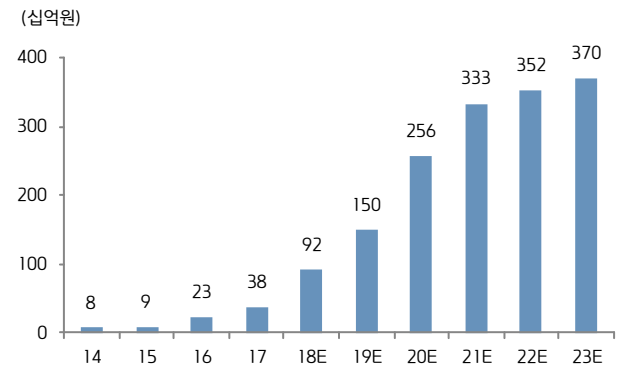
포스코ESM 합병으로 중장기 성장성이 강화됨을 반영해 목표주가를 기존 8만원(2019E PER 30X)에서 9만원(2019~2020E 평균 PER 30X)로 12.5% 상향하고 투자의견을 기존 Outperform에서 Buy로 상향한다. 목표주가 반영을 기존 2019년 예상실적에서 2019~2020년 평균실적으로 변경한 이유는 음극재는 2019년부터, 양극재는 2020년부터 본격적인 성장이 시작되기 때문이다. 중장기 관점에서 Buy & Hold 접근을 추천한다.

포스코켄텍 연말기준 음극재 생산능력



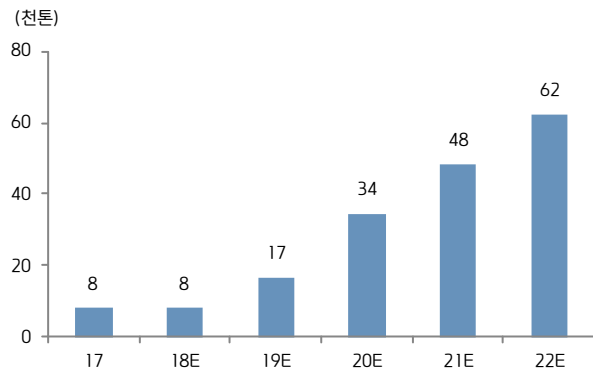
자료: 포스코켄텍, 언론보도, 키움증권

포스코켄텍 음극재 매출액 전망



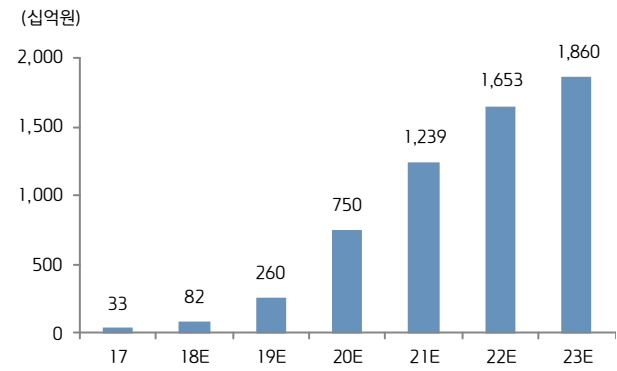
자료: 키움증권 추정치

포스코ESM 연말기준 양극재 생산능력



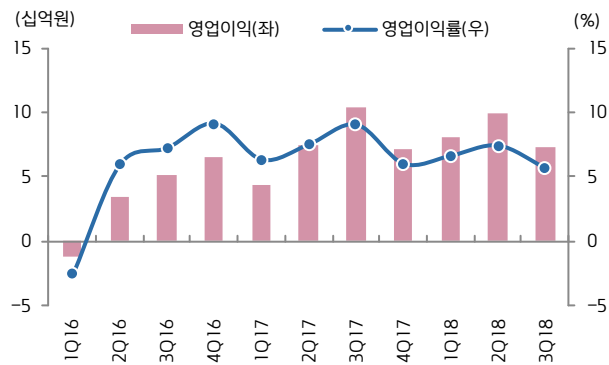
자료: 포스코ESM, 언론보도, 키움증권

포스코ESM 양극재 매출액 전망



자료: 키움증권 추정치

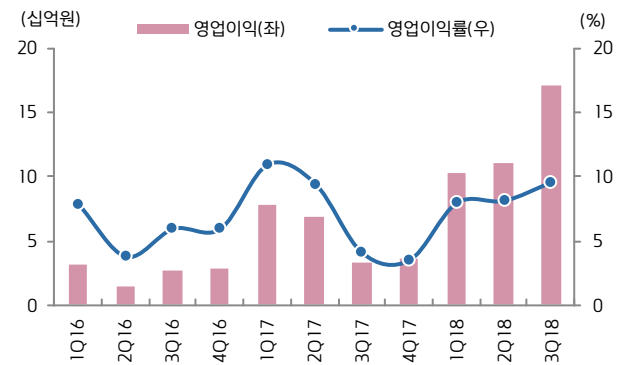
엘앤에프 분기 실적추이



주: 연결기준

자료: FN가이드, 키움증권

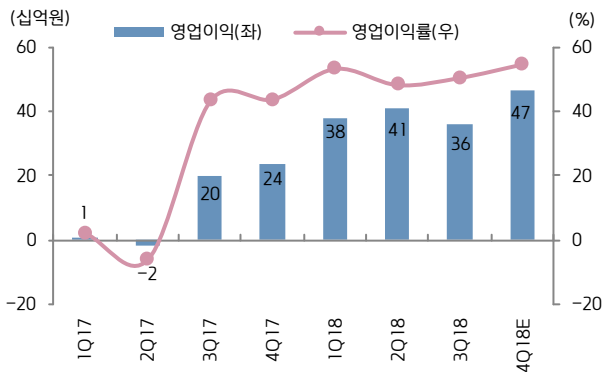
에코프로 분기 실적추이



주: 연결기준

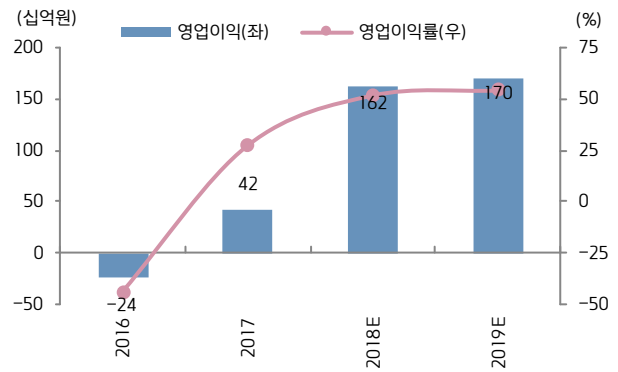
자료: FN가이드, 키움증권

자회사 피엠씨텍 분기 영업이익



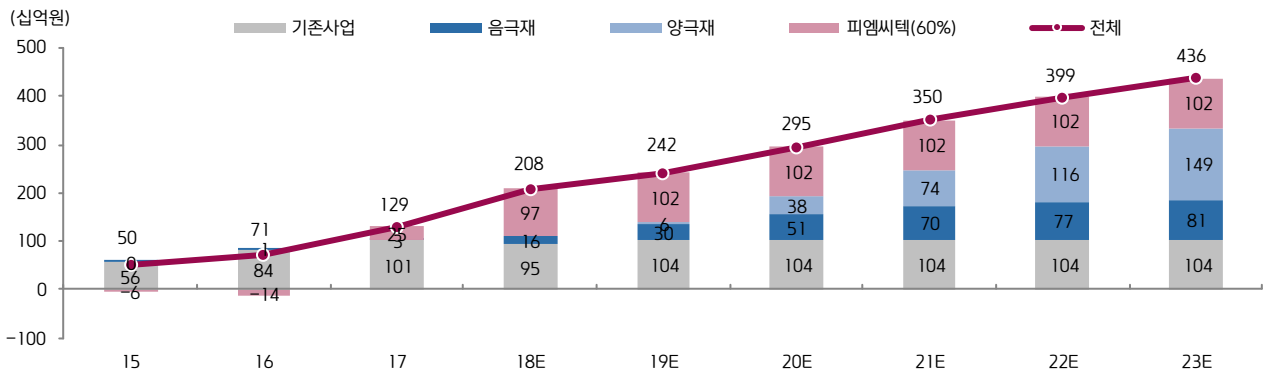
자료: 포스코켄텍, 키움증권

자회사 피엠씨텍 연간 영업이익



자료: 포스코켄텍, 키움증권

포스코켄텍 중장기 사업부문별 영업이익 구분

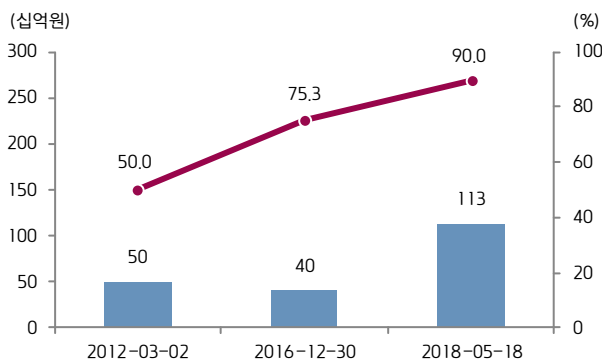


주1: 피엠씨텍은 실제로는 포스코켄텍에 자본법손익으로 반영되지만 이해를 위해 피엠씨텍 영업이익에 지분율 60%를 곱해 연결 영업이익으로 반영

주2: 2019년 2분기부터 양극재 실적 반영 가정

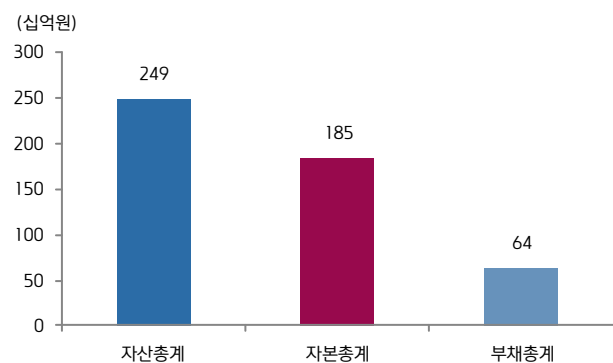
자료: 포스코켄텍, 키움증권

POSCO의 포스코ESM 출/증자 금액과 지분율



자료: 포스코ESM, 언론보도, 키움증권

포스코ESM 자산/부채/자본총계



주: 3분기말 기준

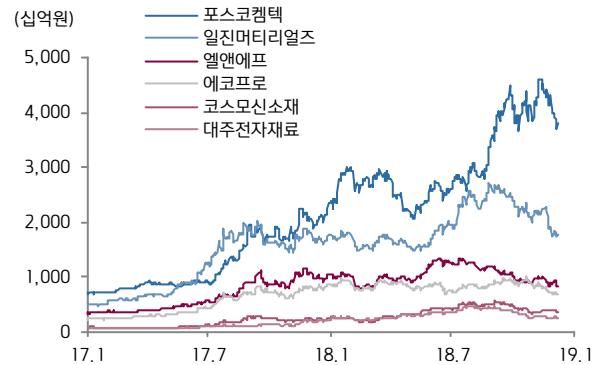
자료: 포스코ESM, 언론보도, 키움증권

국내 2차전지 소재업체 주가



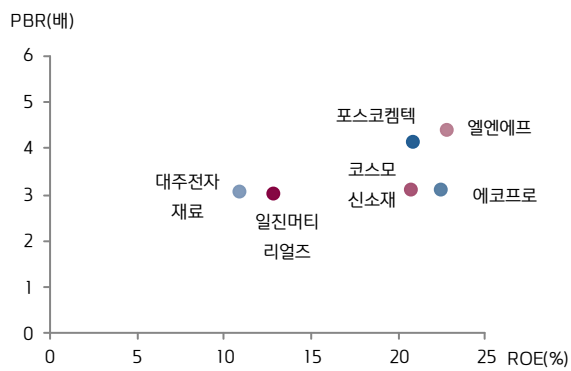
자료: FN가이드, 키움증권

국내 2차전지 소재업체 시가총액



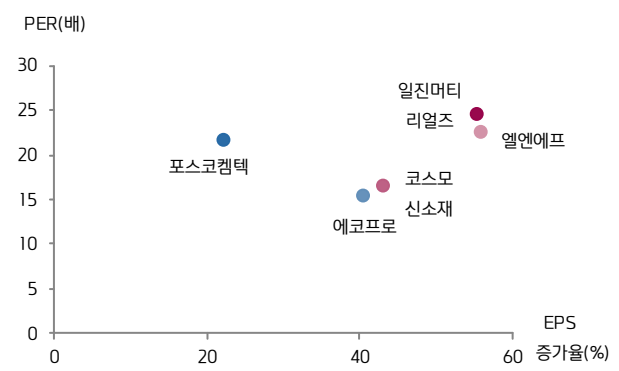
자료: FN가이드, 키움증권

국내 2차전지 소재업체 19E ROE_PBR



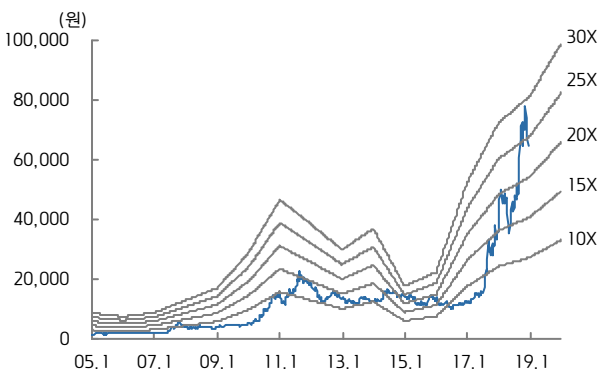
주: 12/7 기준 컨센서스
자료: FN가이드, 키움증권

국내 2차전지 소재업체 19E EPS 증가율_PER



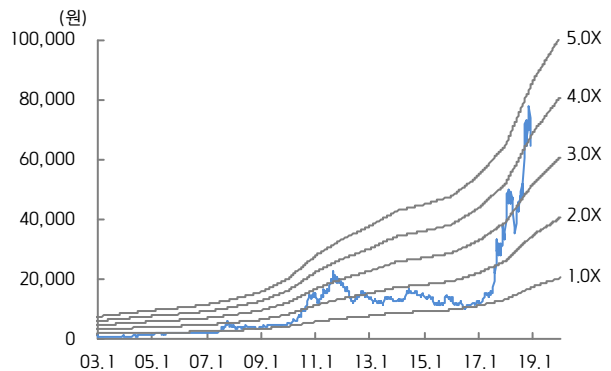
주: 12/7 기준 컨센서스
자료: FN가이드, 키움증권

포스코켄텍 12mf PER 밴드



자료: 포스코켄텍, 키움증권

포스코켄텍 12mf PBR 밴드



자료: 포스코켄텍, 키움증권

포스코켄텍 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,371	1,221	1,118	1,197	1,368	1,644	2,305
영업이익	95	56	85	104	111	140	193
영업이익률	6.9	4.6	7.6	8.7	8.1	8.5	8.4
EBITDA	109	71	100	118	127	159	216
세전이익	95	46	65	126	190	220	274
지분법이익	-2	-8	-19	29	78	80	80
순이익	73	32	45	104	143	165	203
지배순이익	73	35	44	104	143	165	202
지배주주 EPS(원)	1,230	585	740	1,753	2,416	2,714	3,300
지배주주 BPS(원)	8,549	8,976	9,523	10,910	12,981	17,247	20,200
지배주주 ROE(%)	15.3	6.7	8.0	17.2	20.2	18.1	17.6

주: 연결기준

자료: 포스코켄텍, 키움증권

포스코켄텍 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,368	1,449	1,368	1,644	0.0	13.5
영업이익	111	130	111	140	0.0	7.6
영업이익률	8.1	9.0	8.1	8.5		
세전이익	190	210	190	220	0.0	4.8
지분법이익	78	80	78	80	0.0	0.0
순이익	143	158	143	165	0.0	4.8
지배순이익	143	157	143	165	0.0	4.8
지배주주 EPS(원)	2,416	2,662	2,416	2,714	0.0	2.0
지배주주 BPS(원)	12,981	15,296	12,981	17,247	0.0	12.8
지배주주 ROE(%)	20.2	18.8	20.2	18.1		

자료: 포스코켄텍, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,177	11,972	13,676	16,439	23,049
매출원가	9,769	10,416	11,993	14,347	20,150
매출총이익	1,408	1,556	1,684	2,092	2,900
판매비및일반관리비	555	516	577	694	973
영업이익(보고)	853	1,040	1,107	1,398	1,927
영업이익(핵심)	853	1,040	1,107	1,398	1,927
영업외손익	-206	216	788	803	810
이자수익	29	31	36	36	43
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	24	13	19	0	0
이자비용	20	15	13	15	15
외환손실	21	22	18	0	0
관계기업지분법손익	-190	286	784	799	799
투자및기타자산처분손익	1	1	-3	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-18	0	0	0
기타	-29	-61	-17	-17	-17
법인세차감전이익	648	1,256	1,895	2,201	2,737
법인세비용	202	216	465	550	712
유효법인세율 (%)	31.2%	17.2%	24.5%	25.0%	26.0%
당기순이익	445	1,040	1,431	1,651	2,026
지배주주지분순이익(억원)	437	1,036	1,427	1,647	2,021
EBITDA	998	1,182	1,273	1,594	2,159
현금순이익(Cash Earnings)	590	1,182	1,597	1,847	2,258
수정당기순이익	445	1,053	1,433	1,651	2,026
증감율(% YoY)					
매출액	-8.5	7.1	14.2	20.2	40.2
영업이익(보고)	52.4	21.8	6.4	26.4	37.8
영업이익(핵심)	52.4	21.8	6.4	26.4	37.8
EBITDA	41.5	18.4	7.7	25.3	35.4
지배주주지분 당기순이익	26.4	137.0	37.8	15.4	22.7
EPS	26.4	137.0	37.8	12.3	21.6
수정순이익	39.7	136.8	36.1	15.2	22.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	851	555	632	752	750
당기순이익	445	1,040	1,431	1,651	2,026
감가상각비	128	126	150	180	217
무형자산상각비	17	16	16	16	16
외환손익	-4	4	-1	0	0
자산처분손익	1	5	3	0	0
지분법손익	206	-286	-784	-799	-799
영업활동자산부채 증감	-130	-477	-183	-296	-709
기타	187	128	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,063	-462	-764	-1,015	-1,211
투자자산의 처분	-840	109	-85	-137	-329
유형자산의 처분	5	17	35	53	44
유형자산의 취득	-233	-594	-674	-874	-874
무형자산의 처분	1	-13	0	0	0
기타	3	18	-5	-3	-8
재무활동현금흐름	-223	-230	-205	1,249	794
단기차입금의 증가	-72	-53	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	1,000
자본의 증가	0	0	0	1,452	0
배당금지급	-118	-177	-207	-207	-214
기타	-32	0	2	3	8
현금및현금성자산의순증가	-433	-138	-337	986	333
기초현금및현금성자산	1,612	1,178	1,041	704	1,690
기말현금및현금성자산	1,178	1,041	704	1,690	2,022
Gross Cash Flow	981	1,032	815	1,048	1,459
Op Free Cash Flow	370	-81	144	74	74

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,207	4,683	4,747	6,384	8,273
현금및현금성자산	1,178	1,041	704	1,690	2,022
유동금융자산	953	824	824	824	824
매출채권및유동채권	1,468	1,804	2,061	2,478	3,474
재고자산	562	986	1,126	1,354	1,898
기타유동비금융자산	45	28	32	39	55
비유동자산	3,032	3,676	5,057	6,677	8,460
장기매출채권및기타비유동채권	1	10	11	13	19
투자자산	1,598	1,767	2,636	3,572	4,700
유형자산	1,367	1,827	2,351	3,045	3,703
무형자산	66	58	43	27	11
기타비유동자산	0	14	16	19	27
자산총계	7,239	8,358	9,804	13,060	16,732
유동부채	1,209	1,589	1,808	2,163	3,012
매입채무및기타유동채무	933	1,389	1,587	1,907	2,674
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	57	51	51	51	51
기타유동부채	219	149	170	205	287
비유동부채	336	248	251	255	1,267
장기매입채무및비유동채무	13	6	7	8	11
사채및장기차입금	313	227	227	227	1,227
기타비유동부채	10	15	17	21	29
부채총계	1,545	1,837	2,058	2,418	4,279
자본금	295	295	295	306	306
주식발행초과금	19	19	19	1461	1,461
이익잉여금	5,100	5,948	7,171	8,614	10,422
기타자본	211	182	182	182	182
지배주주지분자본총계	5,625	6,445	7,668	10,563	12,371
비지배주주지분자본총계	69	77	78	80	82
자본총계	5,694	6,522	7,746	10,642	12,453
순차입금	-1,761	-1,586	-1,250	-2,235	-1,568
총차입금	370	278	278	278	1,278

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	740	1,753	2,416	2,714	3,300
BPS	9,523	10,910	12,981	17,247	20,200
주당EBITDA	1,690	2,000	2,154	2,626	3,525
CFPS	999	2,000	2,703	3,043	3,687
DPS	300	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	16.2	22.7	26.7	23.8	19.5
PBR	1.3	3.6	5.0	3.7	3.2
EV/EBITDA	5.5	18.6	17.5	13.4	10.2
PCFR	12.0	19.9	23.9	21.2	17.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.7	8.1	8.5	8.4
영업이익률(핵심)	7.6	8.7	8.1	8.5	8.4
EBITDA margin	8.9	9.9	9.3	9.7	9.4
순이익률	4.0	8.7	10.5	10.0	8.8
자기자본이익률(ROE)	8.0	17.0	20.1	18.0	17.5
투자자본이익률(ROIC)	23.9	31.2	23.8	24.1	25.9
안정성(%)					
부채비율	27.1	28.2	26.6	22.7	34.4
순차입금비율	-30.9	-24.3	-16.1	-21.0	-12.6
이자보상배율(배)	43.6	68.5	88.2	92.1	127.0
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	7.3	7.1	7.2	7.7
재고자산회전율	17.5	15.5	13.0	13.3	14.2
매입채무회전율	11.6	10.3	9.2	9.4	10.1

Compliance Notice

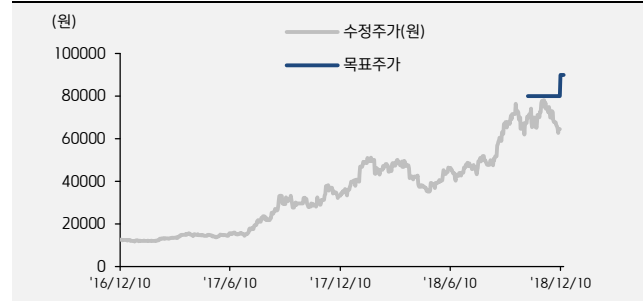
- 당사는 12월 7일 현재 '포스코켄텍' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
포스코켄텍 (003670)	2018/10/17	Outperform(Initiate)	80,000 원	6개월	-11.34	-7.25
	2018/10/24	Outperform(Maintain)	80,000 원	6개월	-10.70	-2.38
	2018/12/4	Outperform(Maintain)	80,000 원	6개월	-11.37	-2.38
	2018/12/10	Buy(Upgrade)	90,000 원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/10/1~2018/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%