

Analyst 김미송 · 02)6923-7336 · misongkim@capefn.com

포스코켄텍 (003670KQ | Buy 유지 | TP 90,000원 유지)

포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

포스코켄텍이 포스코ESM을 흡수합병하기로 공시했습니다. 포스코켄텍의 주식 희석율은 3.7%에 불과한데, 양극재 이익이 더해진다는 점을 고려하면 긍정적인 이슈라고 판단됩니다. 논란의 이슈는 밸류에이션인데, 양극재 이익을 반영한 목표 PER은 현재까지 계획된 증설이 마무리되는 22년 기준 20배에 해당됩니다. 투자의견 Buy를 유지합니다.

12월 7일 포스코켄텍은 포스코ESM을 흡수합병한다고 공시. 소규모합병에 해당되며, 주식 희석률은 3.7%임

- 존속법인인 포스코켄텍이고 해산법인인 포스코ESM임. 소규모합병에 해당되고, 합병비율은 보통주 1:0.2172865임.
- 합병비율에 근거해 포스코켄텍의 신주발행주식수는 217만주이고, 이는 증자전 주식수 5,907만주의 3.7%에 해당됨. 증자 후 포스코그룹의 포스코켄텍 지분은 64.3%에서 67.8%가 됨.
- 합병일정: 합병기일 19년 4월 1일, 신주의 상장 예정일 19년 4월 15일임.
- 합병목적: 포스코 그룹 내에서 합병을 통해 양극재와 음극재의 통합 마케팅 강화 및 R&D 역량 고도화를 실현하여 이차전지 소재사업의 성장 가속화를 추진하기 위함.

양극재 이익을 반영한 목표 PER은 22년 기준 20배에 해당됨. 투자의견 Buy를 유지함

- 이번 합병은 포스코켄텍을 중심으로 소재 사업의 마케팅 효율화를 극대화시킨다는데 의미가 크다고 볼 수 있음. 포스코켄텍의 주주입장에서는 희석율은 3.7%에 불과한데, 양극재 이익이 더해진다는 측면에서 긍정적이라고 판단됨.
- 참고로 포스코ESM의 18년 3분기 누적 매출액 612억원, 영업이익 5.5억원으로 영업이익이 흑자전환 했음.
- 실적 추정치에는 합병 효과를 아직 반영하지 않았는데, 양극재가 18년 21,000톤에서 21년까지 62,000톤까지 증설 완료된다면, 22년 영업이익은 559억원이 예상됨. 이는 포스코켄텍 예상 영업이익 2,170억원을 26% 증가시키는 규모.
- 양극재 이익을 반영한 목표 PER은 22년 20배에 해당됨. 22년까지는 금속 가격 하락보다는 증설 효과가 더 클 전망이고, 향후 포스코그룹의 자본력으로 추가 증설이 가능할 수 있다는 점을 고려하면, 목표주가는 충분히 도달 가능하다고 판단함. 양극재 이익 반영전 목표 PER은 19년 기준 34배이고, 22년 기준 24배에 해당됨.
- 일년간 주가는 96% 상승해 음극재 증설 기대감을 반영했으나, 최근 한 달간 주가는 11% 하락하면서 조정을 보임. 향후 주가는 양극재 통합을 통한 이익 증가를 반영할 필요. 투자의견 Buy를 유지함.



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	1,118	1,197	1,356	1,493	1,684
영업이익	(십억원)	85	104	109	141	173
영업이익률	(%)	7.6	8.7	8.0	9.4	10.3
지배주주순이익	(십억원)	44	104	137	158	182
EPS	(원)	740	1,753	2,324	2,678	3,085
증감률	(%)	26.4	137.0	32.5	15.3	15.2
PER	(배)	16.2	22.7	27.8	24.1	20.9
PBR	(배)	1.3	3.6	5.0	4.2	3.6
ROE	(%)	8.0	17.0	19.4	19.0	18.6
EV/EBITDA	(배)	5.4	18.6	26.7	19.9	16.1
순차입금	(십억원)	-176	-159	-151	-107	-136
부채비율	(%)	27.1	28.2	26.6	24.6	23.2

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

구분	내용
합병방법	가. (주)포스코켄텍이 (주)포스코ESM을 흡수합병합니다. - 존속법인 : (주)포스코켄텍 - 해산(소멸)법인 : (주)포스코ESM
합병형태	나. 합병 후 존속회사의 상호는 주식회사 포스코켄텍입니다. 소규모합병
합병목적	포스코 그룹 내에서 이차전지 핵심소재 중 음극재 사업을 영위중인 (주)포스코켄텍과 양극재 사업을 영위중인 (주)포스코ESM의 합병을 통해 양극재와 음극재의 통합 마케팅 강화 및 R&D 역량 고도화를 실현하여 이차전지소재사업의 성장 가속화 추진
합병비율	보통주 1 : 0.2172865 ((주)포스코켄텍 : (주)포스코ESM)

자료: 포스코켄텍, 케이프투자증권

구분	날짜	
합병계약일	2018년 12월 10일	
주주확정기준일	2018년 12월 24일	
주주명부폐쇄기간	시작일	2018년 12월 25일
	종료일	2018년 12월 26일
합병반대의사통지 접수기간	시작일	2018년 12월 24일
	종료일	2019년 01월 07일
주주총회예정일자	-	
주식매수청구권 행사기간	시작일	-
	종료일	-
구주권제출기간	시작일	-
	종료일	-
매매거래 정지예정기간	시작일	-
	종료일	-
채권자이의 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: 포스코켄텍, 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

구분	(주)포스코ESM
가. 기준시가	해당사항 없음
나. 본질가치 [(Ax1+Bx1.5)÷2.5]	14,522
A. 자산가치	18,455
B. 수익가치	11,900
다. 상대가치	해당사항 없음
라. 합병가액(주1)*	14,522
마. 합병비율(주2)*	0.2172865

* (주1): 자본시장과금융투자업에관한법을 시행령 제176조의5에 의하여 주권상장법인인 합병법인의 주당 합병가액은 기준시가로 평가하였습니다.

* (주2): 합병비율에 따르면, 피합병법인 주식 1주에 대하여 합병법인 주식 0.2172865주가 교부됩니다.

자료: 포스코켄텍, 케이프투자증권

구분	2015년	2016년	2017년	2018년 3분기
자산				
I. 유동자산	10,534	48,709	22,150	105,970
현금및현금성자산	1,705	40,659	4,135	8,001
매출채권및기타채권	3,294	2,829	5,936	17,997
단기금융상품	-	-	3,000	65,000
당기법인세자산	1	0	20	36
기타유동자산	44	78	369	511
재고자산	5,491	5,143	8,690	14,425
II. 비유동자산	74,185	73,701	99,303	142,678
기타채권	796	549	312	320
유형자산	70,326	68,421	94,992	136,049
무형자산	3,063	4,686	3,894	5,979
기타비유동금융자산	-	45	105	330
자 산 총 계	84,719	122,410	121,453	248,648
부채				
I. 유동부채	11,756	10,607	9,814	30,015
매입채무및기타채무	7,186	3,868	3,267	20,807
단기차입금	3,000	5,000	1,000	1,000
유동성장기차입금	1,125	1,625	5,500	8,135
기타유동부채	445	114	47	73
II. 비유동부채	27,625	30,526	39,876	33,914
장기차입금	26,780	29,875	39,375	33,084
퇴직급여채무	845	651	501	830
부 채 총 계	39,381	41,132	49,689	63,930
자본				
I. 자본금	10,000	20,261	20,261	49,998
II. 자본잉여금	44,745	74,484	74,432	157,550
III. 결손금	(9,407)	(13,467)	(22,929)	(22,830)
자 본 총 계	45,338	81,278	71,764	184,718
부 채 및 자 본 총 계	84,719	122,410	121,453	248,648

자료: 포스코켄텍, 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

표5. 포스코ESM 포괄손익계산서 (단위: 백만원)

구분	2015년	2016년	2017년	2018년 3분기
I. 매출액	29,214	30,276	33,414	61,180
II. 매출원가	24,422	30,568	37,597	56,490
III. 매출총이익	4,792	(292)	(4,184)	4,691
IV. 판매비와관리비	3,550	2,736	3,938	4,142
V. 영업이익	1,242	(3,028)	(8,122)	549
VI. 영업외수익	807	582	519	1,397
VII. 영업외비용	1,169	1,675	1,655	1,847
VIII. 법인세차감전순이익	880	(4,121)	(9,257)	100
IX. 법인세비용	-	-	-	-
X. 당기순이익	880	(4,121)	(9,257)	100
XI. 기타포괄손익	(27)	61	(204)	-
XII. 총포괄손익	853	(4,061)	(9,462)	100

자료: 포스코켄텍, 케이프투자증권

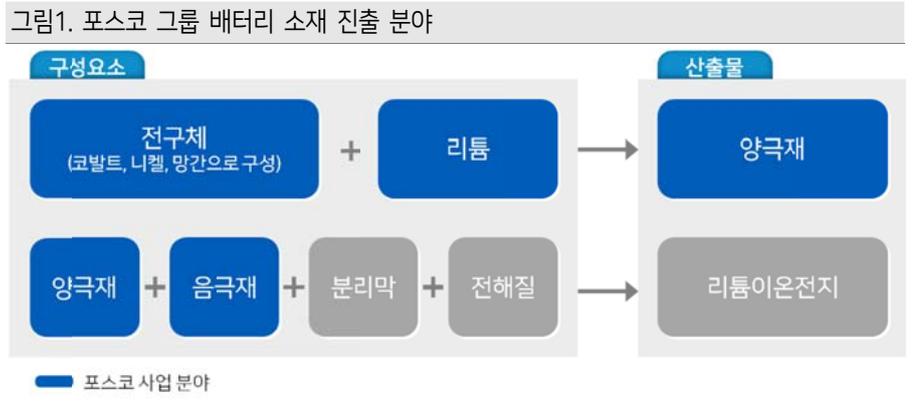
표6. 포스코켄텍 증자 전, 후 주식수

포스코ESM과 합병

합병비율	포스코켄텍 : 포스코ESM
	1 : 0.2172865
총주식수	
포스코켄텍 현재 주식수	59,070,000
포스코ESM	9,999,630
신주 발행주식수(주)	2,172,785
증자 전 포스코켄텍 주식수(주)	59,070,000
포스코켄텍 주식 희석률	3.7%
증자 후 포스코켄텍 주식수(주)	61,242,785
포스코의 지분율 증가분	3.5%

포스코의 포스코켄텍 지분율은 64.3%에서 67.8%가 됨

자료: 케이프투자증권



자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

표7. 포스코 그룹의 음극재, 양극재 시장 점유율 확대될 전망 (단위: 천대, 천톤, 톤, %)

전기차 한대당 60kWh 가정	단위	17	18E	19E	20E	21E	22E	23E
전기차 판매량 전망	천대	3,696	4,521	6,118	8,494	10,798	13,475	16,243
음극재 시장 (1kWh 당 1kg 필요)	천톤	222	271	367	510	648	809	975
양극재 시장 (1kWh 당 2kg 필요)	천톤	444	543	734	1,019	1,296	1,617	1,949
생산능력								
포스코켄텍 음극재	톤	12,000	24,000	44,000	64,000	74,000	74,000	74,000
포스코ESM 양극재	톤	8,000	12,000	16,500	34,400	62,000	62,000	62,000
글로벌 점유율								
포스코켄텍 음극재 점유율	%	5.4%	8.8%	12.0%	12.6%	11.4%	9.2%	7.6%
포스코ESM 양극재 점유율	%	1.8%	2.2%	2.2%	3.4%	4.8%	3.8%	3.2%

자료: 케이프투자증권

표8. 포스코켄텍(포스코ESM 통합을 가정한 음극재와 양극재 이익 기여 전망) (단위: 톤, 백만원)

포스코 배터리 소재 사업	16	17	18E	19E	20E	21E	22E	23E
생산능력	14,000	20,000	36,000	60,500	98,400	136,000	136,000	136,000
%YOY	0	0	80%	68%	63%	38%	0%	0%
음극재	6,000	12,000	24,000	44,000	64,000	74,000	74,000	74,000
양극재	8,000	8,000	12,000	16,500	34,400	62,000	62,000	62,000
생산량	10,400	12,000	20,800	32,400	62,720	100,800	108,800	108,800
음극재	4,000	5,600	11,200	19,200	35,200	51,200	59,200	59,200
양극재	6,400	6,400	9,600	13,200	27,520	49,600	49,600	49,600
판매가격								
음극재	5,767	6,829	8,175	8,585	8,288	7,961	7,648	7,346
양극재	4,731	5,221	8,476	8,204	7,881	7,570	7,272	6,985
매출액	53,345	71,657	172,924	273,118	508,617	783,109	813,433	781,381
%YOY	0%	34%	141%	58%	86%	54%	4%	-4%
음극재	23,069	38,243	91,555	164,825	291,738	407,626	452,746	434,906
양극재	30,276	33,414	81,369	108,293	216,879	375,483	360,688	346,475
영업이익	(9,476)	(6,879)	13,848	36,989	76,206	128,610	152,713	157,461
음극재	(6,448)	1,243	13,097	33,212	59,968	85,477	96,851	94,910
양극재	(3,028)	(8,122)	751	3,777	16,239	43,133	55,861	62,551
매출비중	5%	6%	12%	17%	27%	35%	35%	33%
음극재	2%	3%	6%	10%	15%	18%	19%	18%
양극재	3%	3%	6%	7%	11%	17%	15%	15%
이익비중	-12%	-7%	13%	26%	40%	52%	55%	55%
음극재	-8%	1%	12%	23%	32%	35%	35%	33%
양극재	-4%	-8%	1%	3%	9%	17%	20%	22%

자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

표9. 포스코켄텍 연간 실적 추정(연결) (단위: 백만원)

연결 기준	16	17	18E	19E	20E	21E	22E	23E
매출액	1,117,705	1,197,159	1,355,873	1,492,796	1,683,929	1,867,343	1,983,502	2,040,410
켄텍	1,076,455	1,163,918	1,314,478	1,448,053	1,638,429	1,821,105	1,936,521	1,992,674
켄텍 이외	41,249	33,241	41,395	44,743	45,500	46,238	46,981	47,736
매출원가	976,900	1,041,594	1,188,904	1,288,228	1,438,609	1,583,059	1,677,053	1,727,337
매출원가율	87%	87%	88%	86%	85%	85%	85%	85%
매출원가_켄텍	944,754	1,013,539	1,153,898	1,250,346	1,400,079	1,543,904	1,637,269	1,686,914
매출원가율_켄텍	88%	87%	88%	86%	85%	85%	85%	85%
매출원가_켄텍 이외	32,146	28,055	35,006	37,881	38,530	39,155	39,784	40,423
매출원가율_켄텍 이외	78%	84%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
매출총이익	140,805	155,565	166,969	204,569	245,320	284,284	306,449	313,072
매출총이익_켄텍	131,701	150,379	160,580	197,707	238,350	277,201	299,252	305,760
매출총이익_켄텍 이외	9,104	5,186	6,389	6,862	6,970	7,083	7,197	7,313
판매비	55,463	51,604	57,934	63,924	72,052	79,852	84,795	87,221
판매비율	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
판매비_켄텍	52,891	49,703	55,636	61,504	69,604	77,366	82,269	84,655
판매비_켄텍 이외	2,572	1,900	2,298	2,420	2,448	2,486	2,526	2,567
영업이익	85,342	103,961	109,035	140,645	173,268	204,432	221,654	225,851
영업이익률	8%	9%	8%	9%	10%	11%	11%	11%
영업이익_켄텍	78,811	100,795	104,944	136,204	168,746	199,835	216,983	221,105
영업이익률_켄텍	7%	9%	8%	9%	10%	11%	11%	11%
영업이익_켄텍 이외	6,531	3,166	4,091	4,441	4,522	4,597	4,671	4,746
영업이익률_켄텍 이외	16%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
영업외손익	-20,579	21,599	73,196	72,424	72,171	72,119	72,111	72,110
금융손익	1,231	-1,042	1,462	1,405	1,375	1,367	1,366	1,366
기타손익	-1,203	-6,004	-4,240	-5,360	-5,603	-5,648	-5,656	-5,657
지분법손익	-20,606	28,645	75,975	76,378	76,400	76,401	76,401	76,401
세전이익	64,763	125,560	182,231	213,069	245,440	276,552	293,765	297,961
법인세 비용	20,234	21,600	44,341	53,267	61,360	69,138	73,441	74,490
법인세율	31%	17%	24%	25%	25%	25%	25%	25%
당기순이익	44,529	103,960	137,890	159,801	184,080	207,414	220,324	223,471
당기순이익률	4%	9%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
지배주주순이익	43,695	103,569	137,266	158,203	182,239	205,340	218,121	221,236

자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

표10. 포스코켄텍 분기 실적 추정(연결) (단위: 백만원)

연결 기준	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	285,873	294,070	307,245	309,971	336,918	334,586	346,180	338,189
켄텍	278,960	287,269	298,419	299,269	328,450	324,202	334,685	327,141
켄텍 이외	6,913	6,801	8,826	10,701	8,469	10,383	11,495	11,048
매출원가	242,278	255,295	268,426	275,595	299,883	298,605	298,837	291,578
매출원가율	85%	87%	87%	89%	89%	89%	86%	86%
매출원가_켄텍	236,551	249,736	260,787	266,465	292,840	289,745	289,080	282,234
매출원가율_켄텍	85%	87%	87%	89%	89%	89%	86%	86%
매출원가_켄텍 이외	5,726	5,559	7,640	9,130	7,044	8,861	9,757	9,344
매출원가율_켄텍 이외	83%	82%	87%	85%	83%	85%	85%	85%
매출총이익	43,595	38,775	38,819	34,376	37,035	35,980	47,342	46,611
매출총이익_켄텍	42,409	37,533	37,633	32,804	35,610	34,458	45,605	44,907
매출총이익_켄텍 이외	1,186	1,242	1,186	1,572	1,425	1,523	1,737	1,704
판매비	13,053	11,767	12,772	14,013	13,966	15,057	14,273	14,638
판매비율	4.6%	4.0%	4.2%	4.5%	4.1%	4.5%	4.1%	4.3%
판매비_켄텍	12,733	11,206	12,238	13,526	13,358	14,534	13,705	14,038
판매비_켄텍 이외	320	561	534	486	608	523	568	599
영업이익	30,543	27,008	26,047	20,363	23,069	20,924	33,069	31,973
영업이익률	11%	9%	8%	7%	7%	6%	10%	9%
영업이익_켄텍	29,796	26,327	25,395	19,278	22,252	19,924	31,900	30,868
영업이익률_켄텍	11%	9%	9%	6%	7%	6%	10%	9%
영업이익_켄텍 이외	747	681	652	1,085	817	1,000	1,169	1,105
영업이익률_켄텍 이외	11%	10%	7%	10%	10%	10%	10%	10.0%
영업외손익	372	-3,589	10,588	14,229	17,981	20,837	16,894	17,485
금융손익	182	-1,320	444	-348	250	696	294	223
기타손익	316	214	270	-6,804	20	-829	-1,223	-2,209
지분법손익	-126	-2,483	9,873	21,381	17,711	20,971	17,822	19,471
세전이익	30,915	23,419	36,634	34,592	41,050	41,761	49,963	49,458
법인세 비용	7,934	5,816	6,289	1,562	9,560	9,669	12,749	12,365
법인세율	26%	25%	17%	5%	23%	23%	26%	25%
당기순이익	22,981	17,603	30,346	33,030	31,490	32,092	37,214	37,094
당기순이익률	8%	6%	10%	11%	9%	10%	11%	11%
지배주주순이익	22,949	17,544	30,264	32,812	31,407	31,973	37,163	36,723

자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

표 11. 포스코켄텍 연간 실적 추정(별도) (단위: 백만원)

별도 기준	16	17	18E	19E	20E	21E	22E	23E
매출액	1,076,455	1,163,918	1,314,478	1,448,053	1,638,429	1,821,105	1,936,521	1,992,674
내 화 물	214,259	239,228	274,811	291,300	308,778	327,304	346,943	367,759
로재정비	140,033	144,860	160,036	168,037	176,439	185,261	194,524	204,250
건설 공사	54,183	68,028	62,776	63,404	64,038	64,678	65,325	65,978
생석회	357,569	317,174	333,107	346,431	360,288	374,700	389,688	405,275
화성_판매	130,359	199,891	225,293	238,811	253,140	268,328	284,428	301,494
화성_용역	156,983	156,494	166,900	175,245	184,007	193,208	202,868	213,011
2차전지 음극재	23,069	38,243	91,555	164,825	291,738	407,626	452,746	434,906
매출액 %YOY	-8%	8%	13%	10%	13%	11%	6%	3%
내 화 물	-10%	12%	15%	6%	6%	6%	6%	6%
로재정비	-4%	3%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
건설 공사	-23%	26%	-8%	1%	1%	1%	1%	1%
생석회	1%	-11%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
화성_판매	-33%	53%	13%	6%	6%	6%	6%	6%
화성_용역	-5%	0%	7%	5%	5%	5%	5%	5%
2차전지 음극재	158%	66%	139%	80%	77%	40%	11%	-4%
매출 원가	944,754	1,013,539	1,153,898	1,250,346	1,400,079	1,543,904	1,637,269	1,686,914
매출원가율	88%	87%	88%	86%	85%	85%	85%	85%
매출총이익	131,701	150,379	160,580	197,707	238,350	277,201	299,252	305,760
판매비	52,891	49,703	55,636	61,504	69,604	77,366	82,269	84,655
영업이익	78,811	100,795	104,944	136,204	168,746	199,835	216,983	221,105
이익률	7.3%	8.7%	8.0%	9.4%	10.3%	11.0%	11.2%	11.1%
내 화 물	27,215	25,231	27,349	29,209	31,124	33,032	35,021	37,124
이익률	12.7%	10.5%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
로재정비	11,966	14,323	13,739	15,154	16,077	16,911	17,762	18,651
이익률	8.5%	9.9%	8.6%	9.0%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
건설 공사	8,276	9,334	5,231	5,084	5,092	5,137	5,188	5,240
이익률	15.3%	13.7%	8.3%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%	7.9%
생석회	20,572	21,882	21,219	23,264	24,455	25,480	26,506	27,567
이익률	5.8%	6.9%	6.4%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
화성_판매	-593	11,206	3,274	3,927	4,248	4,509	4,779	5,065
이익률	-0.5%	5.6%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
화성_용역	11,375	16,345	34,132	59,566	87,750	114,765	127,728	127,460
이익률	6.3%	8.4%	13.2%	17.5%	18.4%	19.1%	19.5%	19.7%

자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

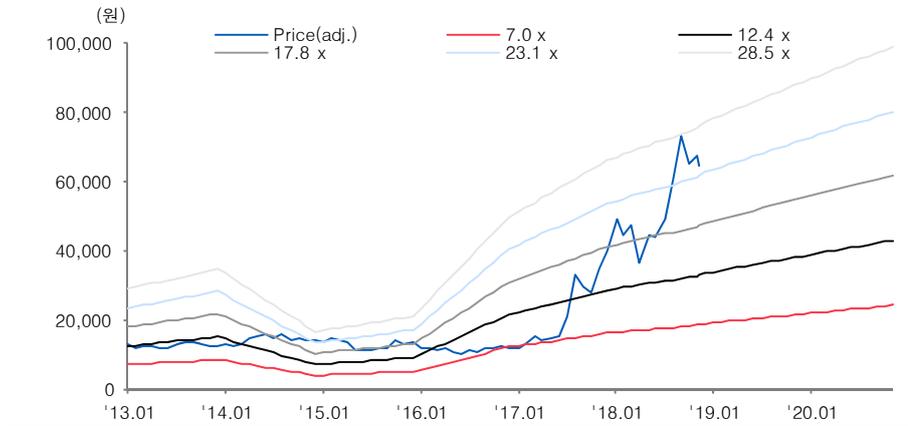
표 12. 포스코켄텍 분기 실적 추정(별도) (단위: 백만원)

별도 기준	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	278,960	287,269	298,419	299,269	328,450	324,202	334,685	327,141
내 화 물	58,149	57,363	67,389	56,327	76,937	64,341	73,263	60,270
로재정비	34,566	33,892	35,760	40,642	40,208	38,869	38,283	42,675
건설 공사	17,182	22,119	13,689	15,038	21,545	16,428	9,615	15,188
생석회	76,786	77,348	81,586	81,454	79,527	84,285	84,583	84,712
화성_판매	50,673	49,566	50,309	49,343	54,586	56,950	61,453	52,304
화성_용역	36,659	38,799	38,528	42,508	38,927	41,079	41,836	45,058
2차전지 음극재	4,945	8,182	11,159	13,957	16,719	22,251	25,651	26,934
매출액 %YOY	5%	11%	9%	7%	18%	13%	12%	9%
내 화 물	6%	13%	23%	4%	32%	12%	9%	7%
로재정비	-2%	-1%	5%	11%	16%	15%	7%	5%
건설 공사	16%	46%	55%	-2%	25%	-26%	-30%	1%
생석회	-15%	-10%	-11%	-10%	4%	9%	4%	4%
화성_판매	79%	76%	42%	28%	8%	15%	22%	6%
화성_용역	-4%	2%	-9%	11%	6%	6%	9%	6%
2차전지 음극재	38%	30%	69%	113%	238%	172%	130%	93%
매출 원가	236,551	249,736	260,787	266,465	292,840	289,745	289,080	282,234
매출원가율	85%	87%	87%	89%	89%	89%	86%	86.3%
매출총이익	42,409	37,533	37,633	32,804	35,610	34,458	45,605	44,907
판매비	12,733	11,206	12,238	13,526	13,358	14,534	13,705	14,038
영업이익	29,796	26,327	25,395	19,278	22,252	19,924	31,900	30,868
이익률	10.7%	9.2%	8.5%	6.4%	6.8%	6.1%	9.5%	9.4%
내 화 물	5,859	8,267	8,043	3,063	8,140	4,440	8,441	6,328
이익률	10.1%	14.4%	11.9%	5.4%	10.6%	6.9%	11.5%	10.5%
로재정비	2,589	2,415	3,458	5,861	2,782	2,985	3,705	4,267
이익률	7.5%	7.1%	9.7%	14.4%	6.9%	7.7%	9.7%	10.0%
건설 공사	2,833	4,371	822	1,307	1,785	1,592	603	1,251
이익률	16.5%	19.8%	6.0%	8.7%	8.3%	9.7%	6.3%	8.2%
생석회	3,818	4,952	7,910	5,202	4,052	4,625	6,189	6,353
이익률	5.0%	6.4%	9.7%	6.4%	5.1%	5.5%	7.3%	7.5%
화성_판매	10,956	2,525	-775	-1,499	466	-576	2,861	523
이익률	21.6%	5.1%	-1.5%	-3.0%	0.9%	-1.0%	4.7%	1.0%
화성_용역	3,741	3,796	5,937	5,344	5,027	6,858	10,101	12,145
이익률	9.0%	8.1%	11.9%	9.5%	9.0%	10.8%	24.1%	16.9%

자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

그림2. 포스코켄텍 PER 밴드 차트



자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

재무상태표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	468	499	488	563
현금및현금성자산	104	86	34	51
매출채권 및 기타채권	177	201	221	250
재고자산	99	112	123	139
비유동자산	368	476	644	758
투자자산	124	139	153	172
유형자산	183	276	432	527
무형자산	6	5	5	4
자산총계	836	974	1,132	1,321
유동부채	159	179	197	221
매입채무 및 기타채무	139	157	173	195
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	5	5	5	5
비유동부채	25	26	27	28
사채 및 장기차입금	23	24	25	26
부채총계	184	205	224	249
지배기업소유지분	644	761	899	1,060
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	24	24	24	24
이익잉여금	595	711	849	1,010
기타자본	-4	-4	-4	-4
비지배지분	8	8	10	12
자본총계	652	769	909	1,072
총차입금	28	29	30	31
순차입금	-159	-151	-107	-136

포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	1,197	1,356	1,493	1,684
증가율(%)	7.1	13.3	10.1	12.8
매출원가	1,042	1,189	1,288	1,439
매출총이익	156	167	205	245
매출총이익률(%)	13.0	12.3	13.7	14.6
판매비와 관리비	52	58	64	72
영업이익	104	109	141	173
영업이익률(%)	8.7	8.0	9.4	10.3
EBITDA	118	138	186	229
EBITDA M%	9.9	10.1	12.5	13.6
영업외손익	22	73	72	72
지분법관련손익	29	76	76	76
금융손익	-1	1	1	1
기타영업외손익	-6	-4	-5	-6
세전이익	126	182	213	245
법인세비용	22	44	53	61
당기순이익	104	138	160	184
지배주주순이익	104	137	158	182
지배주주순이익률(%)	8.7	10.2	10.7	10.9
비지배주주순이익	0	1	2	2
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	99	138	160	184
EPS 증가율(%, 지배)	137.0	32.5	15.3	15.2
이자손익	2	2	1	1
총외화관련손익	-1	0	0	0

현금흐름표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	56	149	191	220
영업에서 창출된 현금흐름	80	192	243	280
이자외의 지급	3	3	2	2
이자외의 지급	-2	-1	-1	-1
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-26	-44	-53	-61
투자활동 현금흐름	-46	-147	-224	-183
유동자산의 감소(증가)	13	-11	-9	-13
투자자산의 감소(증가)	-26	-16	-13	-19
유형자산 감소(증가)	-58	-120	-200	-150
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-23	-20	-20	-20
사채및차입금증가(감소)	-9	1	1	1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-18	-21	-21	-21
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-14	-18	-53	17
기초현금	118	104	86	34
기말현금	104	86	34	51
FCF	-4	29	-9	70

주요지표				
	2017A	2018E	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	59,070	59,070	59,070	59,070
시가총액(십억원)	2,351	3,810	3,810	3,810
주가(원)	39,800	64,500	64,500	64,500
EPS(원)	1,753	2,324	2,678	3,085
BPS(원)	10,910	12,884	15,212	17,947
DPS(원)	350	350	350	350
PER(X)	22.7	27.8	24.1	20.9
PBR(X)	3.6	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA(X)	18.6	26.7	19.9	16.1
ROE(%)	17.0	19.4	19.0	18.6
ROA(%)	13.3	15.2	15.2	15.0
ROIC(%)	31.0	22.2	20.6	19.8
배당수익률(%)	0.9	0.5	0.5	0.5
부채비율(%)	28.2	26.6	24.6	23.2
순차입금/자기자본(%)	-24.3	-19.6	-11.7	-12.7
유동비율(%)	294.7	278.3	247.8	254.4
이자보상배율(X)	68.5	82.5	103.0	122.6
총자산회전율	1.5	1.5	1.4	1.4
매출채권 회전율	7.4	7.2	7.1	7.2
재고자산 회전율	15.5	12.9	12.7	12.9
매입채무 회전율	9.0	8.0	7.8	7.8

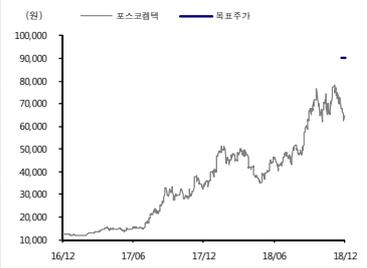
자료: 케이프투자증권

포스코켄텍 | 포스코ESM 흡수합병 발표! 주가는 양극재 이익 증가를 반영할 필요!

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경내역

포스코켄텍(003670) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-06-03	2018-11-29	2018-12-09			
투자이견	Hold	Buy	Buy			
목표주가	95,000원	90,000원	90,000원			
제시일자						
투자이견						
목표주가						
제시일자						
투자이견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-06-03	Hold	95,000원	-87.05	-83.63
2017-06-03	1년경과	95,000원	-75.70	-46.11
2018-11-29	Buy	90,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자이견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2018.09.30까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.25%) · 매도(0.00%) · 중립(6.75%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.