

2018. 12. 10



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 92,000 원

현재주가 (12월) 64,500 원

상승여력 42.6%

KOSDAQ 685.33pt

시가총액 38,100억원

발행주식수 5,907만주

유동주식비율 35.73%

외국인비중 12.94%

52주 최고/최저가 78,100원/33,000원

평균거래대금 553.7억원

주요주주(%)

포스코 외 1 인 64.27

Artemis Investment Management 5.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -11.0 39.0 95.5

상대주가 -11.4 80.1 114.9

주가그래프



포스코케미칼 003670

성장에 성장을 더하다

- ✓ 신주 3.7%를 발행해 포스코 ESM 지분을 인수하는 흡수합병 결정
- ✓ 합병 후 19년 매출은 기존 대비 +12.8% 성장, EPS는 기존대비 -0.3% 감소 전망
- ✓ 포스코 ESM 매출액은 19년 1,900억원에서 20년 7,000억원으로 성장 예상
- ✓ 이번 합병을 통해 양극재와 음극재의 통합 마케팅 및 R&D 역량 고도화 기대
- ✓ 최근의 주가하락은 이익감소가 아닌 멀티플 하락의 문제. 2월의 '모멘텀' 기대

포스코케미칼, 포스코ESM 흡수합병 결정

포스코케미칼은 신주 3.7%를 발행해 포스코와 휘닉스소재가 보유한 포스코ESM의 지분을 인수하는 흡수합병을 결정했다. 포스코ESM의 가치는 1,450억원으로 산정됐다. 합병비율은 포스코케미칼:포스코ESM=1:0.2172865로 포스코ESM 1주당 포스코케미칼 주식 0.2172865주를 지급한다. 합병 후 19년 매출은 기존 대비 +12.8%, 영업이익은 +5.2% 성장이 예상된다. 신주발행 3.7%로 인한 희석효과로 EPS는 기존대비 -0.3% 감소할 전망이다. 향후 일정은 19년 2월 7일 합병 승인을 위한 이사회 결의를 통해 4월 15일 신주가 상장될 예정이다.

포스코ESM의 경쟁력

포스코ESM은 주요 고객사향으로 소형용 NCM811을 공급하고 있다. 2020년부터는 EV용 양극활 물질 공급을 예상한다. 이를 위한 Capa는 19년 18,000톤에서 20년 33,000톤으로 늘릴 계획이며 ESM의 매출액은 19년 1,900억원에서 20년 7,000억원으로 가파르게 성장할 전망이다. 이번 합병을 통해 양극재와 음극재의 통합 마케팅 및 R&D 역량 고도화를 통해 제품 경쟁력 확보는 물론 추가적인 고객사 확보에도 긍정적인 결과가 기대된다.

투자의견 Buy, 적정주가 92,000원 유지

주가는 이익과 멀티플의 함수다. 최근의 주가하락은 19년 이익이 성장할 예정(EPS +26% 성장 예상)임에도 멀티플이 하락하며 부진한 주가흐름을 보였다. 현재주가는 19년 기준으로 PER 20 배까지 하락했다. 멀티플을 반등시킬 '모멘텀'은 전기차 판매량에 있다고 판단한다. 월별 전기차 판매량이 반등하기 시작하는 2월의 모멘텀을 기대한다. 적정주가는 92,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,117.7	85.3	43.7	740	26.4	9,523	15.5	1.2	5.0	8.0	27.1
2017	1,197.2	104.0	103.6	1,753	137.0	10,910	12.1	1.9	9.2	17.2	28.2
2018E	1,356.7	109.0	152.5	2,581	47.2	13,137	25.0	4.9	10.2	21.5	26.2
2019E	1,484.5	147.9	192.8	3,264	26.5	16,053	19.8	4.0	8.1	22.4	32.4
2020E	1,635.9	166.4	210.5	3,564	9.2	19,271	18.1	3.3	7.4	20.2	34.8

표1 포스코케미칼 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
매출액	336.9	334.6	346.2	339.0	359.1	366.6	379.1	379.8	1,197.2	1,356.7	1,484.5
(%, QoQ)	8.7%	-0.7%	3.5%	-2.1%	5.9%	2.1%	3.4%	0.2%			
(%, YoY)	17.9%	13.8%	12.7%	9.4%	6.6%	9.6%	9.5%	12.0%	7.1%	13.3%	9.4%
내화물	76.9	64.3	73.3	62.3	71.3	69.9	78.9	66.8	239.2	276.8	286.9
로재정비	40.2	38.9	38.3	40.6	41.6	40.2	39.6	42.1	144.9	158.0	163.5
건설공사	21.5	16.4	9.6	9.8	22.3	17.0	10.0	10.1	68.0	57.4	59.4
생석회	79.5	84.3	84.6	80.2	82.3	84.4	87.6	82.5	317.2	328.6	336.7
화성	93.5	98.0	103.3	106.3	102.9	107.8	113.6	116.9	356.4	401.1	441.3
음극재	16.7	22.3	25.7	28.0	29.9	36.5	37.5	49.2	38.2	92.6	153.1
기타	8.5	10.4	11.5	11.8	8.8	10.8	11.9	12.2	33.2	42.1	43.6
영업이익	23.1	20.9	33.1	31.9	34.4	36.8	38.5	38.2	104.0	109.0	147.9
(%, QoQ)	13.3%	-9.3%	58.1%	-3.5%	7.7%	6.9%	4.8%	-0.9%			
(%, YoY)	-24.5%	-22.5%	26.9%	56.8%	49.1%	75.8%	16.5%	19.6%	21.8%	4.8%	35.7%
영업이익률 (%)	6.8%	6.3%	9.6%	9.4%	9.6%	10.0%	10.2%	10.1%	8.7%	8.0%	10.0%
세전이익	41.1	41.8	50.0	55.8	57.0	59.4	61.1	60.8	125.6	188.6	238.3
지배주주순이익	31.4	32.0	37.2	51.9	45.6	48.0	49.8	49.5	103.6	152.5	192.8
지배주주순이익률 (%)	9.3%	9.6%	10.7%	15.3%	12.7%	13.1%	13.1%	13.0%	8.7%	11.2%	13.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 글로벌 천연흑연 음극재 Capa 추정

(단위:톤)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
포스코케미칼	12,000	24,000	44,000	64,000	74,000
BTR	25,000	25,000	50,000	50,000	70,000
Mitsubishi	15,000	30,000	50,000	50,000	70,000
Shanshan	7,000	7,000	7,000	10,000	13,000
Xingcheng	10,000	15,000	15,000	20,000	22,000
Hitachi	10,000	10,000	15,000	20,000	20,000
Nippon Carbon	4,600	7,000	7,000	10,000	10,000
Easpring	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Others	20,000	53,000	83,000	123,000	163,000
전체 Capa	106,600	174,000	274,000	350,000	445,000

자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

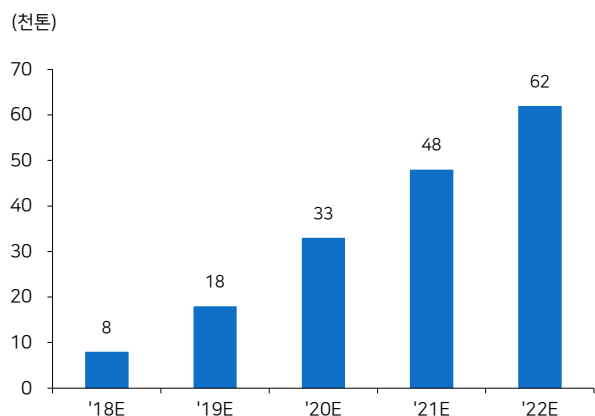
표3 천연흑연 음극재 수급 전망

(단위: GWh, 톤)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
글로벌 중대형 전지 실질 Capa (GWh)	177	322	476	713	819
전체 음극재 수요 (톤)	177,408	322,146	475,983	712,800	819,450
천연흑연 음극재 수요 (톤)	70,963	128,858	190,393	285,120	327,780
천연흑연 음극재 공급 (톤)	106,600	174,000	274,000	350,000	445,000
공급과잉률	150.2%	135.0%	143.9%	122.8%	135.8%

참고: 1) 배터리 1GWh당 음극재 1천톤 가정, 2) 전체 음극재 중 천연흑연 탑재량 비중 40% 가정, 3) 천연흑연 공급은 표2 참고

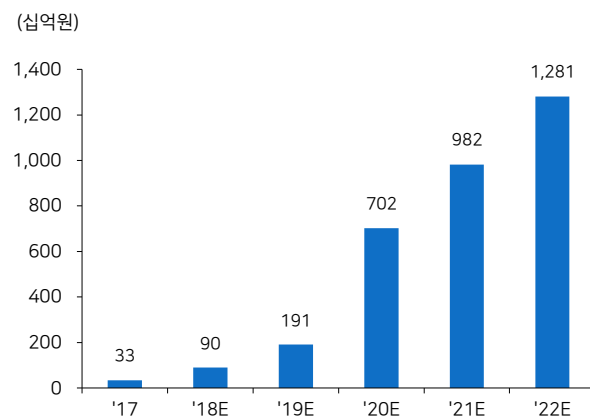
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 포스코 ESM Capa 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 포스코 ESM 매출액 추정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 합병 전후 비교

(단위: 십억원, 원)	2019E	2020E
합병법인 매출액	1,675.0	2,337.8
포스코켄텍 매출액	1,484.5	1,635.9
(% diff)	12.8%	42.9%
합병법인 영업이익	155.5	201.5
포스코켄텍 영업이익	147.9	166.4
(% diff)	5.2%	21.1%
합병법인 세전이익	245.4	297.5
포스코켄텍세전이익	238.7	265.9
(% diff)	2.8%	11.9%
합병법인 당기순이익	199.6	246.1
포스코켄텍 당기순이익	193.3	215.4
(% diff)	3.2%	14.2%
합병법인 주식수 (백만주)	61.2	
포스코켄텍 주식수 (백만주)	59.1	
(% diff)	3.7%	
합병법인 EPS	3,259.6	4,018.0
포스코켄텍 EPS	3,269.8	3,643.0
(% diff)	-0.3%	10.3%
합병 후 PER	19.8	16.1
합병 전 PER	19.7	17.7

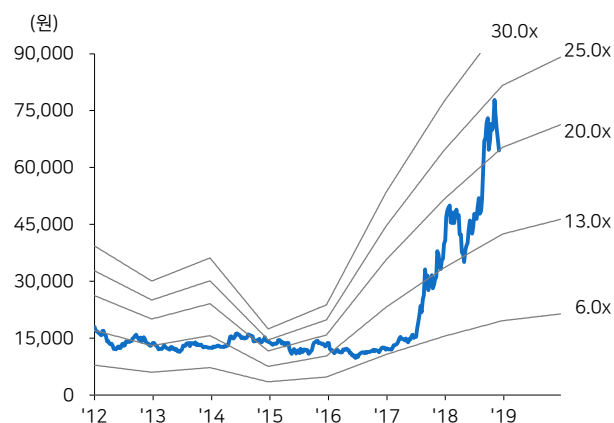
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 포스코케미컬 적정주가 산정표

(원)	2019E 비교
EPS	3,264
적정배수 (배)	28.0 2차전지와 침상코크스 기대감이 반영되기 시작한 17년, 18년 high 멀티플 평균
적정가치	91,284
적정주가	92,000
현재주가	64,500
상승여력 (%)	42.6%

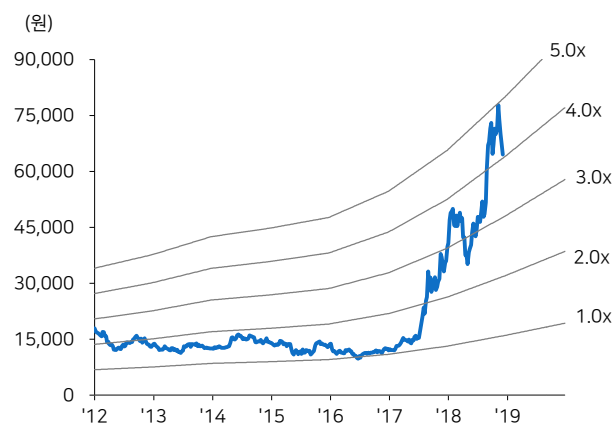
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 포스코케미컬 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 포스코케미컬 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 포스코케미컬 밸류에이션 테이블

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)											
High	156,000	248,000	187,100	140,200	164,000	152,000	14,100	41,200	78,100		
Low	46,100	111,200	116,900	102,100	121,800	10,350	9,460	11,650	35,100		
Average	92,309	167,387	144,037	126,849	142,760	53,782	11,490	21,144	52,172		
확정치 기준 PER (배)											
High	161.6	159.6	146.3	141.0	133.4	259.6	19.1	23.5	30.3		
Low	47.8	71.6	91.4	102.7	99.0	17.7	12.8	6.6	13.6		
Average	95.6	107.7	112.7	127.6	116.1	91.9	15.5	12.1	20.2		
EPS (원)	965	1,554	1,278	994	1,230	585	740	1,753	2,581	3,264	3,564
EPS Growth (%)	nm	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-52.4	26.4	137.0	47.2	26.5	9.2
컨센서스 기준 PER (배)											
High	175.5	158.4	142.2	139.9	136.1	261.6	17.8	23.2	32.2		
Low	51.9	71.0	88.8	101.9	101.1	17.8	11.9	6.6	14.5		
Average	103.8	106.9	109.5	126.6	118.5	92.6	14.5	11.9	21.5		
EPS (원)	889	1,566	1,316	1,002	1,205	581	793	1,778	2,429	2,968	3,243
EPS growth (%)					21.2	-52.8	35.5	140.3	38.5	22.2	9.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

포스코켄텍 (003670)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,117.7	1,197.2	1,356.7	1,484.5	1,635.9
매출액증가율 (%)	-8.5	7.1	13.3	9.4	10.2
매출원가	976.9	1,041.6	1,189.3	1,272.7	1,399.0
매출총이익	140.8	155.6	167.4	211.8	236.9
판매관리비	55.5	51.6	58.4	64.0	70.5
영업이익	85.3	104.0	109.0	147.9	166.4
영업이익률	7.6	8.7	8.0	10.0	10.2
금융손익	1.2	-1.0	1.2	-0.4	-4.0
종속/관계기업손익	-20.6	28.6	81.4	92.4	97.9
기타영업외손익	-1.2	-6.0	-3.1	-1.6	-0.2
세전계속사업이익	64.8	125.6	188.6	238.3	260.2
법인세비용	20.2	21.6	35.8	45.3	49.4
당기순이익	44.5	104.0	152.8	193.0	210.7
지배주주지분 순이익	43.7	103.6	152.5	192.8	210.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	85.1	55.5	126.9	179.9	204.3
당기순이익(손실)	44.5	104.0	152.8	193.0	210.7
유형자산상각비	12.8	12.6	14.2	15.4	18.8
무형자산상각비	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
운전자본의 증감	-13.0	-47.7	-5.0	-8.5	-17.1
투자활동 현금흐름	-106.3	-46.2	41.2	-137.9	-127.9
유형자산의증가(CAPEX)	-23.3	-59.4	-80.0	-150.0	-140.0
투자자산의감소(증가)	1.8	0.3	3.0	6.6	6.6
재무활동 현금흐름	-22.3	-23.0	-27.9	54.8	49.3
차입금의 증감	-22.5	-9.2	-6.6	75.5	70.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-43.3	-13.8	70.0	10.9	27.3
기초현금	161.2	117.8	104.1	174.1	185.0
기말현금	117.8	104.1	174.1	185.0	212.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	420.7	468.3	503.0	548.2	607.3
현금및현금성자산	117.8	104.1	174.1	185.0	212.2
매출채권	144.4	176.2	191.5	214.8	234.7
재고자산	56.2	98.6	107.3	117.5	128.7
비유동자산	303.2	367.6	486.9	718.2	938.3
유형자산	136.7	182.7	214.6	349.2	470.4
무형자산	6.6	5.9	5.8	8.6	11.5
투자자산	98.4	124.1	202.9	288.6	379.9
자산총계	723.9	835.8	990.0	1,266.4	1,545.6
유동부채	120.9	158.9	173.8	195.9	212.9
매입채무	62.1	107.2	113.8	132.7	146.6
단기차입금	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0
유동성장기부채	5.7	5.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	33.6	24.8	32.0	114.1	186.1
사채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	31.3	22.7	16.7	96.7	166.7
부채총계	154.5	183.7	205.8	309.9	399.1
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
기타포괄이익누계액	-0.7	-3.6	-2.8	-2.9	-2.9
이익잉여금	510.0	594.8	725.6	897.9	1,088.0
비지배주주지분	6.9	7.7	8.2	8.2	8.2
자본총계	569.4	652.2	784.2	956.5	1,146.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	18,922	20,267	22,968	25,132	27,695
EPS(지배주주)	740	1,753	2,581	3,264	3,564
CFPS	-734	-233	1,186	184	461
EBITDAPS	1,689	2,001	2,113	2,791	3,163
BPS	9,523	10,910	13,137	16,053	19,271
DPS	300	350	500	650	700
배당수익률(%)	2.5	0.9	0.8	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	12.1	25.0	19.8	18.1
PCR	-15.7	-90.8	54.4	350.7	139.8
PSR	0.6	1.0	2.8	2.6	2.3
PBR	1.2	1.9	4.9	4.0	3.3
EBITDA	100	118	125	165	187
EV/EBITDA	5.0	9.2	10.2	8.1	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	17.2	21.5	22.4	20.2
EBITDA 이익률	43.8	87.6	122.2	117.0	112.7
부채비율	27.1	28.2	26.2	32.4	34.8
금융비용부담률	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2
이자보상배율(x)	43.5	68.4	75.7	40.0	20.9
매출채권회전율(x)	7.9	7.5	7.4	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	15.3	13.5	11.6	11.3	11.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018 년 12 월 10 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018 년 12 월 10 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018 년 12 월 10 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코켄텍 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

