

2019. 4. 24



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6098-6687

sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 76,000 원

현재주가 (4.23) 57,100 원

상승여력 33.1%

KOSDAQ 761.42pt

시가총액 34,824억원

발행주식수 6,099만주

유동주식비율 34.60%

외국인비중 10.41%

52주 최고/최저가 78,100원/35,100원

평균거래대금 321.9억원

주요주주(%)

포스코 외 1 인 65.40

Artemis Investment Management

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.3 -15.9 49.7

상대주가 -14.3 -20.6 72.8

주가그래프



포스코케미칼 003670

피엠씨텍 실적 회복이 우선

- ✓ 1Q19 영업이익과 세전이익은 컨센서스를 각각 -19.9%, 18.5% 하회
- ✓ 1) 전로 수리대수 감소와 유가하락에 의한 본업 실적 부진, 2) 음극재 마진 하락, 3) 피엠씨텍 실적부진이 주요요인
- ✓ 주가 반등을 위해서는 피엠씨텍의 실적 회복이 필수
- ✓ 중국 전기로 가동률이 2월 30%에서 3월 68%로 회복되었기 때문에 피엠씨텍의 실적 또한 회복 가능성 높다고 판단

1Q19 영업이익, 세전이익 컨센서스 하회

1Q19 영업이익(219억원)과 세전이익(333억원)은 컨센서스를 각각 -19.9%, -18.5% 하회했다. 1) 전로 수리 대수(15→11대) 감소와 유가 하락(WTI 3Q 69.4→ 4Q 59.3\$/bbl)에 의한 본업(내화물+화성품)실적 부진, 2) 선제적인 비용투입 영향으로 음극재 마진 하락, 3) 피엠씨텍의 침상코크스 출하 부진에 따른 지분법이익 감소가 주요 요인이다. 특히 피엠씨텍의 실적은 중국 전기로 가동률이 2월 30%까지 하락하며 지분법이익은 전분기 대비 -28.4%, 전년대비 -42.3% 감소했다. 순이익은 피엠씨텍 배당수익에 대한 법인세 비용 환입(86억원)으로 컨센서스에 부합했다.

주가 반등을 위한 조건: 피엠씨텍 실적 회복

1Q19 부진한 실적의 3가지 원인 중, 본업(내화물+화성품)에서의 부진은 일시적인 요인이다. 음극재 마진은 규모의 경제 효과로 소폭 개선을 예상한다. 단, 큰 폭의 개선은 어렵다고 판단한다. 10월 2공장 준공이 예정되어 다시 한번 선제적인 비용(인건비 등) 투입이 불가피하기 때문이다. 소폭이나마 음극재 마진이 개선될 수 있다는 점에서 부정적인 요인은 아니다. 주가 반등을 위해 가장 시급한 조건은 피엠씨텍의 실적회복이다. 중국 전기로 가동률이 2월 30%를 저점으로 3월 68%로 회복되었다. 4~5월 중국 전기로 가동률 확인이 필요하지만 가동률이 계절적으로 회복되는 시기라는 점에서 2Q19 침상코크스 출하량은 개선될 가능성이 높다. 침상코크스 가격이 변수이나, 3,000달러 중반 수준을 크게 이탈하지 않는 한 변수가 될 가능성은 낮다고 판단한다. 적정주가는 철강 본업 및 음극재 영업이익을 조정과 피엠씨텍 매출 추정 -15% 조정을 반영하여 76,000원으로 -5% 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,197.2	104.0	103.6	1,753	137.0	10,910	12.1	1.9	9.2	17.2	28.2
2018	1,383.6	106.3	132.2	2,237	27.6	12,690	23.6	4.2	10.8	19.0	25.0
2019E	1,508.9	114.9	141.4	2,395	7.0	14,731	23.8	3.9	10.6	17.5	36.1
2020E	1,669.4	136.4	158.0	2,674	11.7	17,054	21.4	3.3	9.4	16.8	39.4
2021E	1,818.9	148.0	186.2	3,153	17.9	19,855	18.1	2.9	8.8	17.1	40.8

표1 포스코케미칼 1Q19P 실적 Review

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	355.3	336.9	5.5%	365.9	-2.9%	356.4	-0.3%	358.7	-0.9%
영업이익	21.9	23.1	-5.0%	29.2	-25.1%	27.3	-19.9%	30.8	-28.9%
세전이익	33.3	41.1	-19.0%	43.8	-24.1%	40.8	-18.5%	52.2	-36.3%
지배주주 순이익	32.9	31.4	4.8%	31.6	4.1%	33.0	-0.3%	42.0	-21.6%
영업이익률(%)	6.2%	6.8%		8.0%		7.7%		8.6%	
지배주주 순이익률(%)	9.3%	9.3%		8.6%		9.3%		11.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 포스코케미칼 추정치 변경 내역

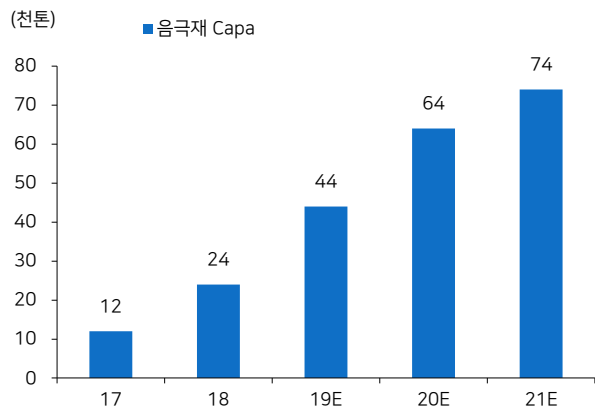
	New			Old			차이(%)		
(십억원)	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E
매출액	374	1,509	1,669	358	1,491	1,646	4.4%	1.2%	1.4%
영업이익	30	115	136	31	127	138	-2.2%	-9.7%	-1.2%
영업이익률 (%)	8.0%	7.6%	8.2%	8.6%	8.5%	8.4%			
세전이익	45	177	197	47	191	204	-4.4%	-7.4%	-3.5%
순이익	33	141	158	38	154	165	-12.1%	-8.4%	-4.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 포스코케미칼 실적 테이블

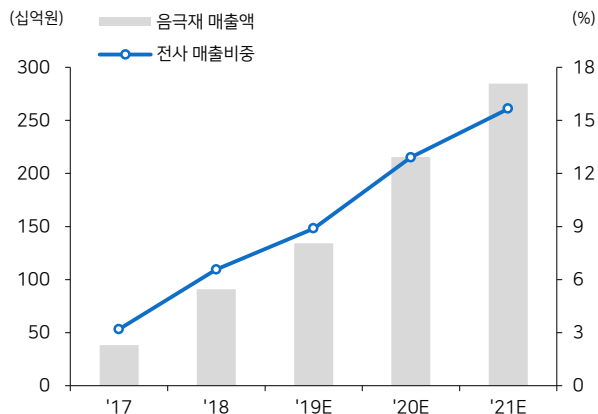
(십억원)	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율	1,162	1,100	1,085	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075	1,106	1,075	1,075
매출액	355.3	373.7	379.4	400.5	397.3	414.7	423.4	434.0	1,508.9	1,669.4	1,818.9
(%, QoQ)	-2.9%	5.2%	1.5%	5.6%	-0.8%	4.4%	2.1%	2.5%			
(%, YoY)	5.5%	11.7%	9.6%	9.4%	11.8%	11.0%	11.6%	8.4%	9.1%	10.6%	9.0%
내화물	73.7	75.6	78.4	72.4	74.4	74.1	78.4	71.5	300.0	298.3	305.2
로재정비	39.8	40.8	40.2	45.1	40.6	41.6	41.0	46.0	165.9	169.2	172.6
건설공사	8.7	16.9	9.9	13.3	8.9	17.4	10.2	13.7	48.8	50.3	51.8
생석회	87.8	87.4	90.7	85.0	85.3	89.5	92.6	88.4	351.0	355.9	369.7
화성	100.8	111.6	117.6	131.6	123.0	128.3	135.2	144.7	461.5	531.2	584.3
음극재	32.0	30.6	30.8	40.6	52.2	52.7	53.8	56.7	134.1	215.4	284.8
기타	12.5	10.7	11.8	12.6	12.8	11.0	12.2	13.0	47.6	49.1	50.5
영업이익	21.9	30.0	31.3	31.7	31.8	34.2	35.6	34.8	114.9	136.4	148.0
(%, QoQ)	-25.1%	37.0%	4.2%	1.3%	0.2%	7.9%	4.0%	-2.3%			
(%, YoY)	-5.0%	43.5%	-5.4%	8.4%	44.9%	14.1%	13.9%	9.8%	8.1%	18.7%	8.5%
영업이익률 (%)	6.2%	8.0%	8.2%	7.9%	8.0%	8.3%	8.4%	8.0%	7.6%	8.2%	8.1%
세전이익	33.3	44.8	45.8	52.9	41.3	49.2	50.3	56.6	176.8	197.4	225.7
지배주주순이익	32.9	33.2	34.1	41.3	31.4	39.3	40.5	46.7	141.4	158.0	186.2
지배주주순이익률 (%)	9.3%	8.9%	9.0%	10.3%	7.9%	9.5%	9.6%	10.8%	9.4%	9.5%	10.2%

그림1 음극재 연말기준 Capa 추정



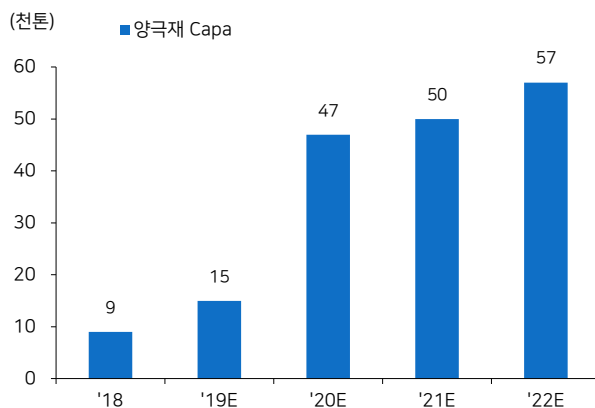
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 음극재 매출액 및 비중 추정



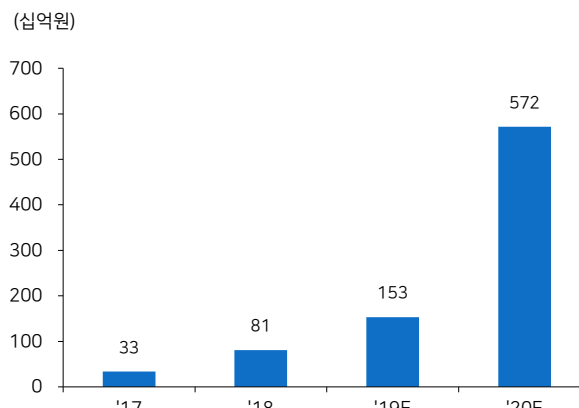
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 포스코 ESM 연말기준 Capa 추정



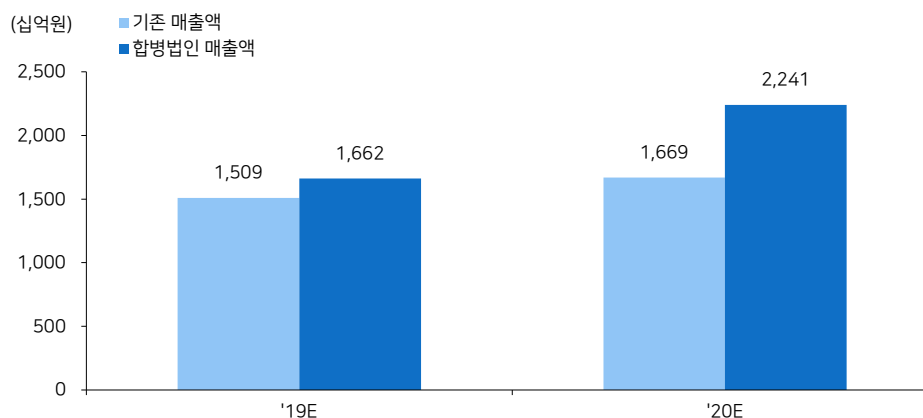
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 포스코 ESM 매출액 추정



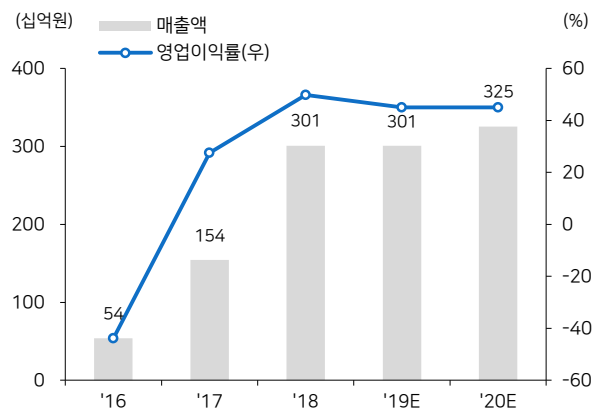
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 기존 vs 합병법인 매출액 변화



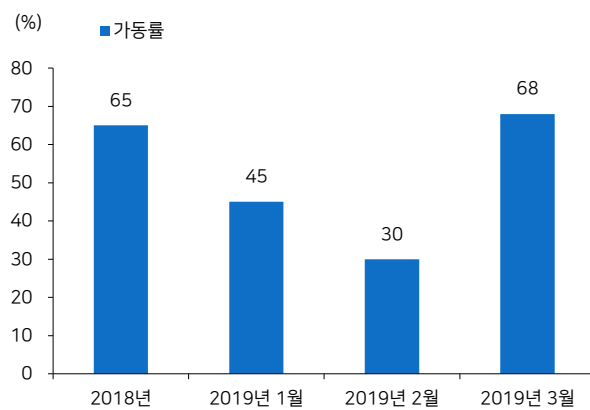
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 피엠티텍 매출액 및 영업이익률 추이



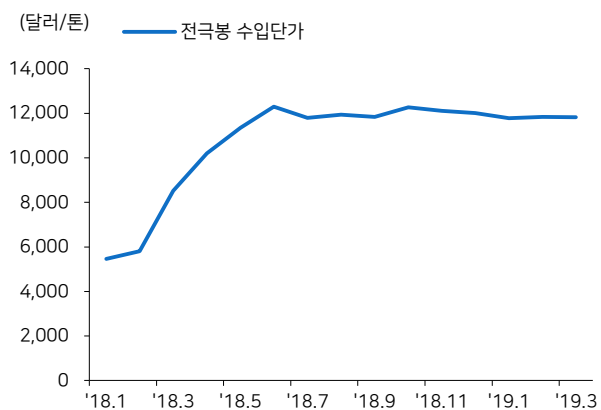
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 전기로 가동률 추이



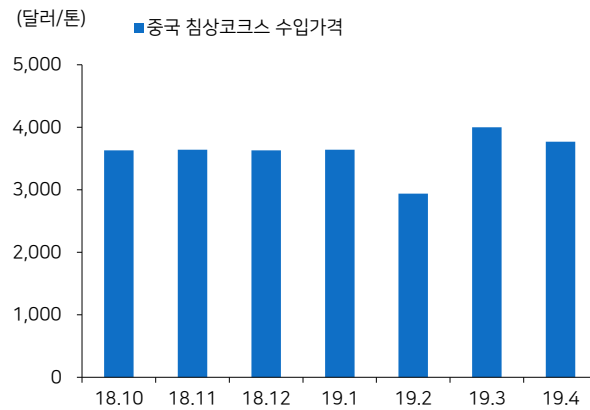
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 국내 전극봉 수입가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 침상코크스 수입가격 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 포스코ESM 합병 전후 비교

(단위: 십억원, 원)	2019E	2020E
합병법인 매출액	1,662.0	2,241.0
기존 매출액	1,508.9	1,669.4
(% diff)	10.1%	34.2%
합병법인 영업이익	117.6	157.7
기존 영업이익	114.9	136.4
(% diff)	2.3%	15.6%
합병법인 세전이익	178.3	211.8
기존 세전이익	176.8	197.4
(% diff)	0.8%	7.3%
합병법인 당기순이익	142.8	171.8
기존 당기순이익	141.4	157.9
(% diff)	0.9%	8.8%
합병법인 주식수 (백만주)	61.0	
기존 주식수 (백만주)	59.1	
(% diff)	3.2%	
합병법인 EPS	2,340.8	2,816.5
기존 EPS	2,394.6	2,674.0
(% diff)	-2.2%	5.3%
합병 후 현 주가기준 PER	24.4	20.3
합병 전 현 주가기준 PER	23.8	21.4

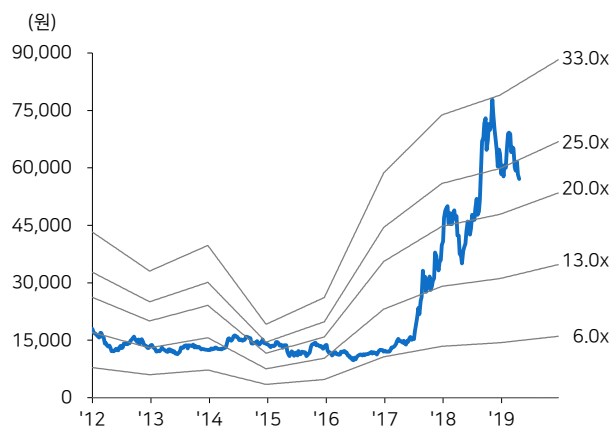
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 포스코케미칼 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
EPS	2,674	
적정배수 (배)	28.3	17년, 18년 high 멀티플 평균
적정가치	75,805	
적정주가	76,000	
현재주가	57,100	
상승여력 (%)	33.1%	

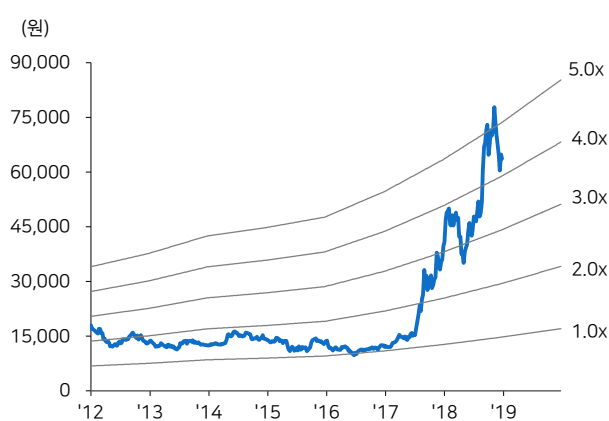
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 포스코케미칼 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 포스코케미칼 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 포스코케미칼 밸류에이션 테이블

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
주가 (원)											
High	156,000	248,000	187,100	140,200	164,000	152,000	14,100	41,200	81,300		
Low	46,100	111,200	116,900	102,100	121,800	10,350	9,460	11,650	34,900		
Average	92,309	167,387	144,037	126,849	142,760	53,782	11,490	21,144	52,738		
확정치 기준 PER (배)											
High	161.6	159.6	146.3	141.0	133.4	259.6	19.1	23.5	36.3		
Low	47.8	71.6	91.4	102.7	99.0	17.7	12.8	6.6	15.6		
Average	95.6	107.7	112.7	127.6	116.1	91.9	15.5	12.1	23.6		
EPS (원)	965	1,554	1,278	994	1,230	585	740	1,753	2,237	2,395	2,674
EPS Growth (%)	nm	61.0	-17.7	-22.2	23.7	-52.4	26.4	137.0	27.6	7.0	11.7
컨센서스 기준 PER (배)											
High	175.5	158.4	142.2	139.9	136.1	261.6	17.8	23.2	33.5		
Low	51.9	71.0	88.8	101.9	101.1	17.8	11.9	6.6	14.4		
Average	103.8	106.9	109.5	126.6	118.5	92.6	14.5	11.9	21.7		
EPS (원)	889	1,566	1,316	1,002	1,205	581	793	1,778	2,425	2,631	3,369
EPS growth (%)					21.2	-52.8	35.5	140.3	38.3	17.6	28.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

포스코케미칼 (003670)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,197.2	1,383.6	1,508.9	1,669.4	1,818.9
매출액증가율 (%)	7.1	15.6	9.1	10.6	9.0
매출원가	1,041.6	1,217.6	1,328.9	1,461.0	1,592.4
매출총이익	155.6	166.0	180.0	208.4	226.4
판매관리비	51.6	59.7	65.1	72.0	78.4
영업이익	104.0	106.3	114.9	136.4	148.0
영업이익률	8.7	7.7	7.6	8.2	8.1
금융손익	-1.0	1.9	-2.0	-7.6	-7.6
중속/관계기업손익	28.6	70.9	63.6	68.3	83.6
기타영업외손익	-6.0	-2.5	-1.1	0.3	1.7
세전계속사업이익	125.6	176.6	176.8	197.4	225.7
법인세비용	21.6	43.9	35.4	39.5	45.1
당기순이익	104.0	132.8	141.4	157.9	186.2
지배주주지분 순이익	103.6	132.2	141.4	158.0	186.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	55.5	84.6	177.2	189.6	250.9
당기순이익(손실)	104.0	132.8	141.4	157.9	186.2
유형자산상각비	12.6	15.6	18.0	20.8	26.3
무형자산상각비	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
운전자본의 증감	-47.7	-37.1	-1.8	-20.5	-14.8
투자활동 현금흐름	-46.2	-38.7	-111.9	-101.9	-101.9
유형자산의증가(CAPEX)	-59.4	-100.9	-150.0	-140.0	-140.0
투자자산의감소(증가)	0.3	1.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-23.0	-29.4	59.3	49.3	49.3
차입금의 증감	-9.2	-7.6	80.0	70.0	70.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-13.8	16.4	-15.2	-2.4	18.4
기초현금	117.8	104.1	120.5	105.3	102.9
기말현금	104.1	120.5	105.3	102.9	121.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	468.3	440.0	471.0	497.7	540.7
현금및현금성자산	104.1	120.5	105.3	102.9	121.3
매출채권	176.2	180.9	217.1	232.2	241.9
재고자산	98.6	108.9	120.8	133.4	146.7
비유동자산	367.6	507.7	725.1	918.5	1,122.2
유형자산	182.7	263.5	393.2	512.4	626.1
무형자산	5.9	7.1	11.7	16.4	21.0
투자자산	124.1	188.3	251.9	320.2	403.7
자산총계	835.8	947.6	1,196.1	1,416.2	1,663.0
유동부채	158.9	152.7	198.5	209.3	218.7
매입채무	107.2	89.8	127.9	136.1	139.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	5.1	4.5	4.5	4.5	4.5
비유동부채	24.8	36.8	119.0	191.0	262.9
사채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
장기차입금	22.7	15.7	95.7	165.7	235.7
부채총계	183.7	189.5	317.4	400.3	481.6
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
기타포괄이익누계액	-3.6	-2.5	-2.7	-2.7	-2.7
이익잉여금	594.8	698.9	819.6	956.8	1,122.2
비지배주주지분	7.7	8.5	8.5	8.5	8.5
자본총계	652.2	758.1	878.7	1,015.9	1,181.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	20,267	23,423	25,544	28,261	30,792
EPS(지배주주)	1,753	2,237	2,395	2,674	3,153
CFPS	-233	278	-257	-40	312
EBITDAPS	2,001	2,077	2,263	2,675	2,964
BPS	10,910	12,690	14,731	17,054	19,855
DPS	350	400	400	450	500
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	23.6	23.8	21.4	18.1
PCR	-90.8	190.0	-222.0	-1428.5	183.2
PSR	1.0	2.3	2.2	2.0	1.9
PBR	1.9	4.2	3.9	3.3	2.9
EBITDA	118	123	134	158	175
EV/EBITDA	9.2	10.8	10.6	9.4	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.2	19.0	17.5	16.8	17.1
EBITDA 이익률	87.6	107.7	105.8	100.0	106.4
부채비율	28.2	25.0	36.1	39.4	40.8
금융비용부담률	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.7
이자보상배율(x)	68.4	68.6	22.4	12.9	9.2
매출채권회전율(x)	7.5	7.7	7.6	7.4	7.7
재고자산회전율(x)	13.5	11.7	11.6	11.5	11.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 24일 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, 서승연)

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 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코케미칼 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.07	산업분석	Buy	92,000	주민우	-22.1	-15.1	
2018.12.10	기업브리프	Buy	92,000	주민우	-29.3	-15.1	
2019.01.29	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-20.4	-10.8	
2019.04.24	기업브리프	Buy	76,000	주민우	-	-	