



# 포스코켄텍 (003670)

국내 2차전지 소재 대장주

▶ Analyst 김정현 Jeonghyeon@hanwha.com 3772-7639

## BUY (유지)

목표주가(상향): 90,000원

현재 주가(9/28)	73,000원
상승여력	▲ 23.3%
시가총액	43,121억원
발행주식수	59,070천주
52 주 최고가 / 최저가	76,400 / 27,900원
90 일 일평균 거래대금	328.59억원
외국인 지분율	11.4%

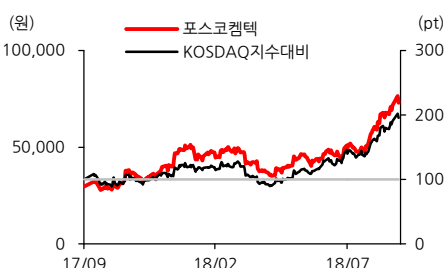
주주 구성 (주)포스코(외 1인)	65.0%
-----------------------	-------

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	27.2	71.0	51.1	152.6
상대수익률(KOSDAQ)	24.2	69.5	54.5	125.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,118	1,197	1,373	1,518
영업이익	85	104	111	144
EBITDA	100	118	128	167
지배주주순이익	44	104	143	176
EPS	740	1,753	2,420	2,980
순차입금	-176	-159	-213	-277
PER	16.2	22.7	30.2	24.5
PBR	1.3	3.6	5.6	4.7
EV/EBITDA	5.3	18.6	32.0	24.2
배당수익률	2.5	0.9	0.5	0.5
ROE	8.0	17.2	20.3	20.9

### 주가 추이



최근 동사의 주가가 가파르게 오르면서 밸류에이션 논란이 일기 시작했지만, 우리는 여전히 동사가 소재 업체 중 가장 매력적이라고 판단합니다. 국내에서 유일하게 양극재와 음극재 사업을 동시에 영위할 가능성이 높아 밸류에이션 재평가가 나타날 것으로 기대하기 때문입니다. 소재 업종 내 최선호주 의견을 유지합니다.

### 3분기 영업이익 328억 원 전망

우리는 동사의 3분기 실적으로 영업이익 328억 원을 전망한다. 본업에서는 내화물 고가격 원료 소진, 로재정비 단가 인상, 생석회 대수리 마무리, 화성품 포물러 개선등을 바탕으로 전분기대비 이익 개선이 예상된다. 음극재는 강한 수요를 바탕으로 2월 완공된 신규 설비까지 가동률이 100% 이상으로 올라오면서 매출액 200억 원 이상이 기대된다. 피엠씨텍은 흑연전극봉 수요가 견조히 유지되는 가운데 침상코크스 단가가 전분기 대비 소폭 상승하면서 전사 순이익 개선에 기여할 것이다.

### 앞으로가 더욱 기대되는 성장 스토리

우리는 2차전지 소재 업체 중 동사의 성장 가능성을 가장 높게 평가한다. 최근 포스코는 포스코켄텍과 포스코ESM의 합병 추진에 착수했다. 포스코켄텍의 음극재 캐파는 중장기적으로 7만 4천 톤, 포스코ESM의 양극재 캐파는 2022년까지 약 6만 톤 이상이 예상되며, 합병이 완료되면 동사는 국내 음극재와 양극재 업체를 통틀어 가장 큰 규모의 캐파를 보유하게 된다. 우리는 포스코가 투자중인 2차전지 관련 다양한 사업들도 앞으로 동사를 중심으로 진행될 가능성이 높다고 판단한다. 현재 포스코 2차전지 사업 내에서 포스코켄텍의 규모가 가장 크고 관련 사업도 가장 먼저 본궤도에 올라왔기 때문이다.

### 목표주가 9만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사의 목표주가를 9만 원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 국내 동종 업체 평균 PER을 10% 할증해 적용했다. 중장기적으로 음극재와 양극재 사업을 동시에 영위한다는 측면에서 밸류에이션 재평가가 나타날 것으로 기대한다. 피엠씨텍의 침상코크스는 수급이 타이트하게 유지되면서 내년 출하량은 올해 대비 10% 늘어날 것으로 전망한다. 본업과 음극재 사업, 피엠씨텍의 실적이 내년에도 견조할 것으로 기대되며 장기적인 성장 또한 명확하므로 2차전지 소재 업체 중 여전히 가장 매력적이라고 판단한다.

## 포스코 2 차전지 소재 사업 수직 계열화의 핵심

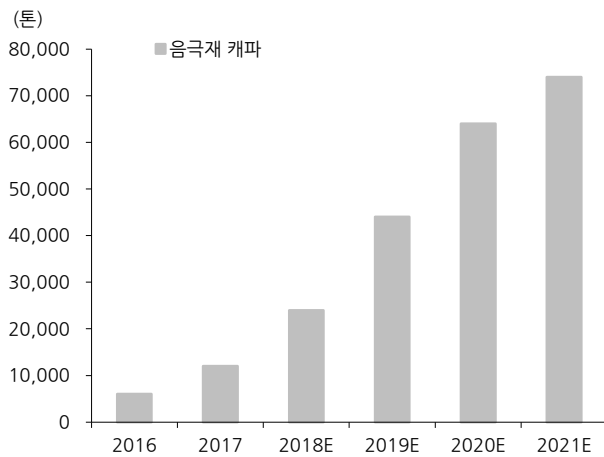
2차전지 소재 밸류체인을 구성해 나가는 포스코켄텍의 경쟁력은 더욱 높아질 것으로 판단

우리는 국내 2차전지 소재 업체 중 포스코켄텍의 경쟁력이 가장 높다고 판단한다. 2차전지 사업 경쟁력 강화를 위해 가장 필요한 것은 바로 밸류체인 구성이다. 안정적인 원재료 수급, 대규모 캐파 구축, 주요 거래선 확보가 수반 되어야 시장 선점 및 이익 성장이 가능하기 때문이다. 포스코켄텍은 국내 소재 업체 중 유일하게 양극재와 음극재 동시 생산 및 주요 원재료 수급을 자체적으로 해결할 수 있는 여건을 마련하고 있다. 동사를 통해 2차전지 소재 관련 수요가 한 번에 해결 될 수 있기 때문에, 배터리 업체 입장에서 포스코켄텍과의 비즈니스는 매력적이다.

우리는 중장기 성장 가능성을 고려할 때 포스코켄텍이 국내 소재 업체 중 가장 높은 가치 평가를 받아야 한다고 판단한다. 포스코켄텍의 음극재 캐파는 2018년 2만 4천 톤에서 2020년 6만 4천 톤까지 증설이 예상되며, 2020년 음극재 매출액은 2000억 후반이 기대된다. 포스코ESM의 양극재 캐파는 구미에서 8천 톤 캐파를 1만 2천 톤으로 증설 중이며, 광양 공장은 2019년 6천 톤에서 2022년 5만 톤까지 증설이 예상된다. 언론에 공개된 포스코ESM의 2022년 사업 목표는 양극재 캐파 6만 2천 톤(구미, 광양), 매출액 2조 원 정도 수준이다.

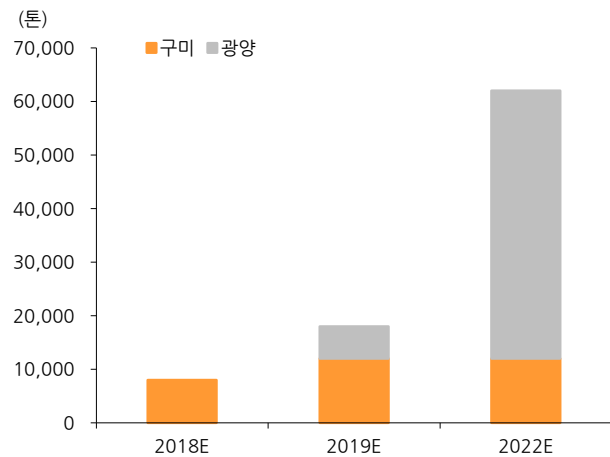
포스코ESM의 2019년 연말 양극재 캐파는 구미와 광양 지역을 합쳐 1만 8천 톤을 넘을 것으로 예상되며, 이는 국내 선두권 양극재 업체들의 올해 연말 캐파 대비 10~20% 적은 수준으로 추정된다. 우리는 포스코ESM이 2020년 연초부터 1만 8천톤 규모의 양극재 캐파를 100% 가동하면 양극재 매출액은 5천 억 원 이상이 가능할 것으로 기대한다. 이는 국내 선두권 양극재 업체들이 동일한 수준의 캐파로 달성할 수 있는 매출액 대비 20% 낮은 수준이며, 포스코ESM이 후발 업체이기 때문에 제품 단가가 낮을 수 있다는 점을 고려해도 충분히 가능한 수준이다. 2020년 포스코ESM의 양극재 예상 매출액과 포스코켄텍의 음극재 예상 매출액을 합치면 2차전지 소재 사업에서만 7~8천 억 원의 매출액이 기대된다. 앞으로 포스코가 구성하고 있는 2차전지 밸류체인과의 시너지까지 고려하면 국내 소재 업체 중 포스코켄텍의 성장 가능성이 가장 크다고 판단한다.

[그림1] 포스코켄텍의 음극재 캐파 전망



자료: 포스코켄텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 포스코ESM의 양극재 캐파 전망



자료: 포스코ESM, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 포스코의 2 차전지 밸류체인 투자

생산소재	회사	위치	연 생산규모(톤)	내용
리튬	포스코	광양	3만(예정)	- 현재 탄산리튬 1,000 톤, 수산화리튬 1,500 톤 생산 - 2020 년까지 3 만 톤으로 증설 예정
리튬	포스코	호주		- 지난 2 월, 필바라미네랄스에게서 2020 년부터 연산 24 만 톤 리튬정광 장기구매계약 체결(탄산리튬 3 만 톤 생산가능 분)
리튬	포스코	아르헨티나		- 호주 갤럭시리튬과 리튬 염화 광권 매매계약 체결 - 아르헨티나 리튬 염화는 20 년간 매년 2 만 5 천톤의 리튬을 생산할 수 있는 염수 보유
니켈	포스코	광양	2만(예정)	- 2020 년 이후 3200 억 원을 투자해 연산 2 만톤 규모의 니켈 공장 설립 예정
음극재	포스코켄텍	세종시	7만 4천(예정)	- 올해 2 만 4 천 톤, 2020 년까지 6 만 4 천 톤으로 증설
양극재	포스코ESM	광양	5만(예정)	- 2019 년 6 천 톤 생산, 2022 년까지 증설 추진
양극재	포스코ESM	구미	1만 2천(예정)	- 현재 8 천 톤에서 4 천 톤 추가 증설 중
양극재, 전구체	포스코 - 화유 코발트	중국 저장성	4,600(예정)	- 전구체(포스코 지분 40%), 양극재(포스코 지분 60%) 합작 법인 설립 - 각 합작법인은 2020 년 하반기부터 연간 4,600 톤 규모의 전구체 및 양극재 생산 예정
양극재, 리튬	포스코 - 삼성SDI	칠레	3,200(예정)	- 지난 3 월 칠레의 생산진흥청(CORFO)이 주관한 리튬 프로젝트에서 최종 사업자로 선정 - 칠레 메히요네스시에 양극재 합작 법인 설립 예정 - 2021 년 하반기부터 연간 3,200 톤 규모의 EV 용 고용량 양극재 생산 예정

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 견조한 실적이 기대되는 피엠씨텍

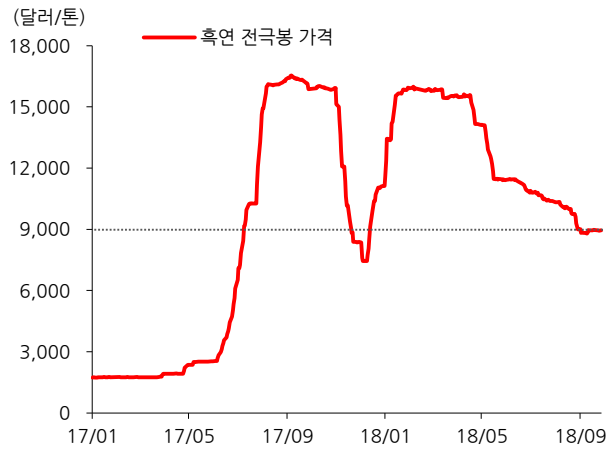
피엠씨텍의 침상코크스 사업은 안정적인 성장 국면을 보여줄 것으로 기대

우리는 피엠씨텍의 침상코크스 사업이 안정적으로 자리잡으면서 올해와 내년 동사의 순이익에 크게 기여할 것으로 판단한다. 최근 침상코크스 가격은 하락세를 멈추고 소폭 반등하면서 안정적인 추세를 이어가고 있고, 내년도 피엠씨텍의 침상코크스 출하량은 타이트한 수급에 대응해 올해대비 10% 증가할 것으로 기대되기 때문이다.

흑연전극봉은 주로 계약가격 위주로 거래되지만 지난 3월부터 Spot 가격이 급락하면서 흑연전극봉 수요가 줄어드는 것 아니냐는 우려가 일었다. 하지만, 최근 흑연전극봉 가격이 소폭 반등하면서 안정적인 가격 흐름을 보여주고 있고, 일본의 대표적인 흑연전극봉 업체인 도카이카본과 쇼와덴코의 실적 가이드نس에서도 긍정적인 신호가 확인되고 있다. 두 업체는 지난 8월 실적 컨퍼런스 콜에서 흑연전극봉 사업의 연간 실적 가이드نس를 모두 상향했다. 도카이카본은 5월 대비해서 2018년 흑연전극봉 사업 매출액과 영업이익의 가이드نس를 각각 9.6%, 14.2% 상향하면서 우호적인 업황을 다시 한 번 입증했다.

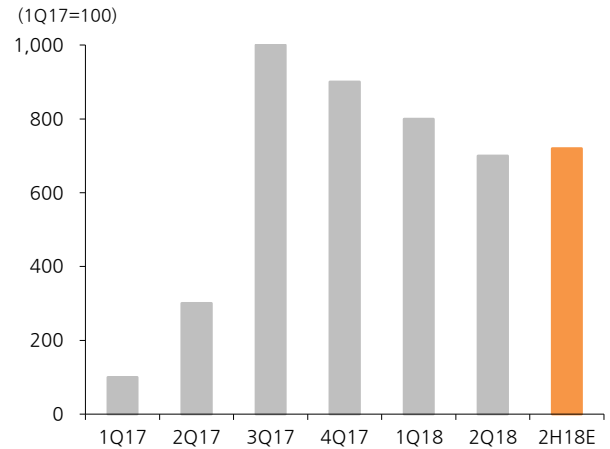
침상코크스는 흑연전극봉의 원료뿐만 아니라 인조흑연의 주요 원료로도 사용된다. 전체 전기차 수요 증가와 더불어서 인조 흑연 음극재 수요도 늘어나면 침상코크스 자체는 중장기적으로 타이트한 수급이 계속 유지될 것으로 판단한다. 향후 포스코켄텍이 인조흑연 사업을 본격적으로 시작하게 되면 피엠씨텍의 침상코크스를 주원료로 바로 조달할 수 있기 때문에 장기적으로 포스코켄텍의 소재 사업 수직계열화에도 기여할 것이다.

[그림4] 흑연 전극봉 Spot 가격은 최근 소폭 반등



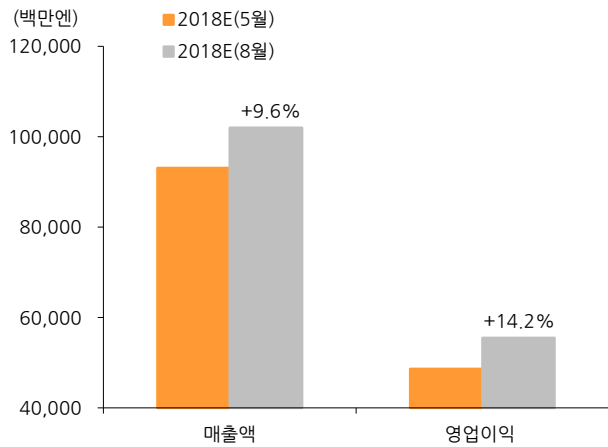
주: Graphite Electrode HP 400 Index 기준  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 침상코크스 가격은 안정된 추세를 유지할 것으로 전망



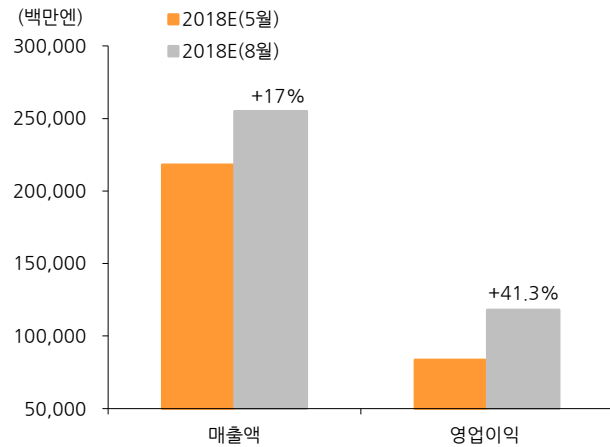
주: 1Q17 침상코크스 가격을 100으로 가정  
 자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림6] 도카이카본은 흑연전극봉 사업 연간 가이드언스를 상향함



자료: 도카이카본, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 쇼와덴코도 Inorganics 사업의 연간 가이드언스를 상향함



주1: 쇼와덴코의 Inorganics 사업부는 Ceramics와 Graphite electrodes로 구성  
 주2: 매출액과 이익 성장의 주된 요인은 Graphite electrodes 부문의 성장  
 자료: 쇼와덴코, 한화투자증권 리서치센터

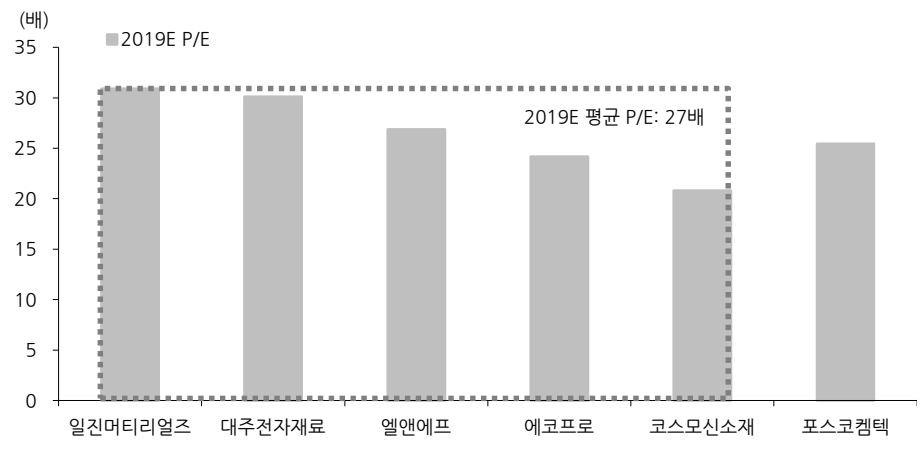
[표1] 포스코켄텍의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>별도 매출액</b>	<b>328.4</b>	<b>324.2</b>	<b>335.4</b>	<b>343.5</b>	<b>342.2</b>	<b>353.8</b>	<b>374.7</b>	<b>397.3</b>	<b>1,163.9</b>	<b>1,331.5</b>	<b>1,468.0</b>
내화물	76.9	64.3	66.3	66.9	66.3	67.3	68.6	69.3	239.2	274.5	271.4
건설	61.8	55.3	57.0	57.5	55.7	56.4	57.6	58.1	212.9	231.5	227.8
생석회	79.5	84.3	85.5	87.1	88.0	88.8	89.7	91.3	317.2	336.5	357.9
케미칼(화성공장)	93.5	98.0	101.5	103.5	102.5	105.5	108.7	110.9	356.4	396.5	427.5
음극재	16.7	22.3	25.1	28.4	29.8	35.8	50.1	67.7	38.2	92.5	183.4
<b>매출비중(%)</b>											
내화물	23.4	19.8	19.8	19.5	19.4	19.0	18.3	17.4	20.6	20.6	18.5
건설	18.8	17.1	17.0	16.7	16.3	15.9	15.4	14.6	18.3	17.4	15.5
생석회	24.2	26.0	25.5	25.4	25.7	25.1	23.9	23.0	27.3	25.3	24.4
케미칼(화성공장)	28.5	30.2	30.3	30.1	29.9	29.8	29.0	27.9	30.6	29.8	29.1
음극재	5.1	6.9	7.5	8.3	8.7	10.1	13.4	17.0	3.3	6.9	12.5
<b>연결 매출액</b>	<b>336.9</b>	<b>334.6</b>	<b>346.3</b>	<b>354.9</b>	<b>353.9</b>	<b>365.9</b>	<b>387.3</b>	<b>410.5</b>	<b>1,197.2</b>	<b>1,372.7</b>	<b>1,517.6</b>
<b>연결 영업이익</b>	<b>23.1</b>	<b>20.9</b>	<b>32.8</b>	<b>33.8</b>	<b>29.9</b>	<b>34.6</b>	<b>38.6</b>	<b>40.8</b>	<b>104.0</b>	<b>110.6</b>	<b>143.9</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>6.8</b>	<b>6.3</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>8.5</b>	<b>9.5</b>	<b>10.0</b>	<b>9.9</b>	<b>8.7</b>	<b>8.1</b>	<b>9.5</b>

자료: 포스코켄텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2 차전지 소재 업체들의 예상실적 기준 PER



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,221	1,118	1,197	1,373	1,518
매출총이익	112	141	156	171	205
영업이익	56	85	104	111	144
EBITDA	71	100	118	128	167
순이자손익	1	1	2	1	0
외화관련손익	-1	0	-1	0	0
지분법손익	-8	-19	29	81	84
세전계속사업손익	46	65	126	183	217
당기순이익	32	45	104	144	178
지배주주순이익	35	44	104	143	176
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-10.9	-8.5	7.1	14.7	10.6
영업이익	-41.0	52.4	21.8	6.4	30.1
EBITDA	-35.4	41.5	18.4	8.4	30.1
순이익	-56.1	38.4	133.5	38.4	23.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.2	12.6	13.0	12.5	13.5
영업이익률	4.6	7.6	8.7	8.1	9.5
EBITDA 이익률	5.8	8.9	9.9	9.3	11.0
세전이익률	3.8	5.8	10.5	13.3	14.3
순이익률	2.6	4.0	8.7	10.5	11.7

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	62	85	56	110	87
당기순이익	32	45	104	144	178
자산상각비	15	14	14	18	23
운전자본증감	-3	-13	-48	-32	-28
매출채권 감소(증가)	29	-3	-29	-19	-31
재고자산 감소(증가)	-4	13	-42	3	-15
매입채무 증가(감소)	-16	-8	45	-4	17
<b>투자활동 현금</b>	59	-106	-46	24	-5
유형자산처분(취득)	-27	-23	-58	-71	-80
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	0	-1
투자자산 감소(증가)	86	-86	11	57	-1
<b>재무현금흐름</b>	-17	-22	-23	-23	-21
차입금의 증가(감소)	-7	-7	-5	-3	0
자본의 증가(감소)	-10	-12	-18	-21	-21
배당금의 지급	10	12	18	21	21
<b>총현금흐름</b>	80	118	128	152	115
(-)운전자본증가(감소)	3	-11	36	33	28
(-)설비투자	29	23	59	72	80
(+)자산매각	1	1	0	0	-1
Free Cash Flow	50	106	33	48	7
(-)기타투자	0	22	10	-39	-77
잉여현금	50	84	23	87	84
<b>NOPLAT</b>	39	59	86	87	118
(+) Dep	15	14	14	18	23
(-)운전자본투자	3	-11	36	33	28
(-)Capex	29	23	59	72	80
OpFCF	22	61	5	0	33

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	387	421	468	552	662
현금성자산	170	213	186	240	303
매출채권	139	145	177	200	231
재고자산	71	56	99	95	110
<b>비유동자산</b>	330	303	368	410	475
투자자산	122	107	136	173	180
유형자산	145	137	183	233	292
무형자산	9	7	6	4	3
<b>자산총계</b>	718	724	836	963	1,137
유동부채	133	121	159	157	176
매입채무	81	71	120	111	128
유동성이자부채	19	6	5	5	5
<b>비유동부채</b>	46	34	25	32	32
비유동이자부채	41	31	23	21	21
<b>부채총계</b>	179	154	184	188	208
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	479	510	595	716	872
자본조정	-2	-1	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	538	569	652	774	930

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>주당지표</b>					
EPS	586	740	1,753	2,420	2,980
BPS	8,976	9,523	10,910	12,965	15,596
DPS	200	300	350	350	350
CFPS	1,359	1,992	2,167	2,575	1,953
ROA(%)	4.8	6.1	13.3	15.9	16.8
ROE(%)	6.7	8.0	17.2	20.3	20.9
ROIC(%)	15.5	23.4	30.1	23.9	26.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	23.4	16.2	41.6	30.2	24.5
PBR	1.5	1.3	6.7	5.6	4.7
PSR	0.7	0.6	3.6	3.1	2.8
PCR	10.1	6.0	33.7	28.3	37.4
EV/EBITDA	9.9	5.3	35.2	32.0	24.2
배당수익률	1.5	2.5	0.5	0.5	0.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	33.3	27.1	28.2	24.3	22.4
Net debt/Equity	-20.5	-30.9	-24.3	-27.6	-29.8
Net debt/EBITDA	-156.6	-176.4	-134.3	-166.6	-165.9
유동비율	291.5	347.9	294.7	352.5	377.1
이자보상배율	23.9	43.6	68.5	73.6	93.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	46.9	43.3	50.5	49.3	50.2
현금+투자자산	53.1	56.7	49.5	50.7	49.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	10.0	6.1	4.1	3.3	2.8
자기자본	90.0	93.9	95.9	96.7	97.2

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2018년 10월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김정현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 포스코켄텍 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 자	2016.08.12	2018.08.20	2018.08.21	2018.10.01		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표주가		김정현	65,000	90,000		
일 자						
투자의견						
목표주가						

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.08.21	BUY	65,000	-2.80	17.54
2018.10.01	BUY	90,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2018년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	86.6%	13.4%	0.0%	100.0%