

포스코 케미칼 (003670)

이원주 wonju.lee@daiashin.com

투자의견 **BUY**
매수 신규

6개월
목표주가 **65,000**
신규

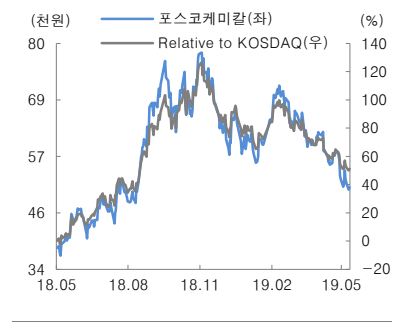
현재주가 **50,700**
(19.05.21)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

4차 산업혁명/인전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	703.98
시가총액	3,092십억원
시가총액비중	1.28%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	78,100원 / 39,650원
120일 평균거래대금	360억원
외국인지분율	9.94%
주요주주	포스코 외 1 인 65.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.0	-28.1	-32.3	27.9
상대수익률	-5.8	-23.7	-33.1	58.6



Initiation

이유 있는 전기차 向 소재 수주

중장기 Top pick, 투자 의견 매수, 목표주가 65,000원 제시

- 전기차 向 양극재 수주 가능한 이유는 1) 배터리 업체들의 증설 속도 따라갈 수 있는 튼튼한 재무구조, 2) POSCO로부터 안정적으로 구매 가능한 리튬 때문
- 전기차 시장 진입 단계에서 우수 배터리 업체로부터 제품 수주 받은 만큼, 전기차 시장 성장에 따라 장기간 수혜 누릴 것으로 판단
- 목표주가 65,000원은 12m fwd eps에 목표 multiple 29배 적용(전기차 성장 기대감 이어졌던 2018년 하반기 평균 p/e)

배터리 업체들이 장기간 partnership 맺고 싶은 요건 잘 갖췄다

- 1) 안정적인 증설 용이한 재무 환경: 동사의 양극재·음극재 증설 계획 상 2019~2020년 예상 합산 Capex는 약 6천억원 2년간 4~5천억원 가량의 차입 있을 것으로 생각되나, 기존 낮았던 부채비율(2018년 25%)로 부담스럽지 않음. 배터리 외 사업부에서 안정적으로 약 1,000억원 가량 현금 창출도 가능
- 2) 안정적인 리튬 구매 가능: 모회사인 POSCO, 2021년 연 6.5만톤(LCE 기준)의 리튬 생산 가능. 모회사로부터 안정적인 원재료 구매 가능
- 안정적인 2차전지 소재 Capa 확대로 '18~ '23년 OP CAGR+19% 성장 가능

침상코크스 기대감은 낮추고, 음극재·양극재 기대감을 높이자

- 침상코크스 가격 장기간 약보합세 전망
 - 1) 느린 중국 전기로 증설 속도: 낮은 전기로 롤마진, 경제 둔화를 방어하려는 중국의 환경규제 완화로 전기로 증설 둔화 중, 전극봉 수요 감소 요인
 - 2) 인조흑연 채용률 하락: 성장 느린 철강, 화학에서 발생하는 부산물로 인조흑연을 생산하는 이상, 연평균 30% 급성장하는 전기차 시장에서의 수요 대비 공급량 낮을 수 밖에 없음. 높은 가격대 유지될 전망(천연 대비 10배)
- 결국 전기차 시장 성장의 승자는 천연흑연 음극재, 전기차 向 양극재도 증설 중, 동사는 국내 우수 배터리 업체와의 공급계약을 근거로 전기차 向 NCM 622 양극재 생산능력 확대 중(2020년 양산 시작)

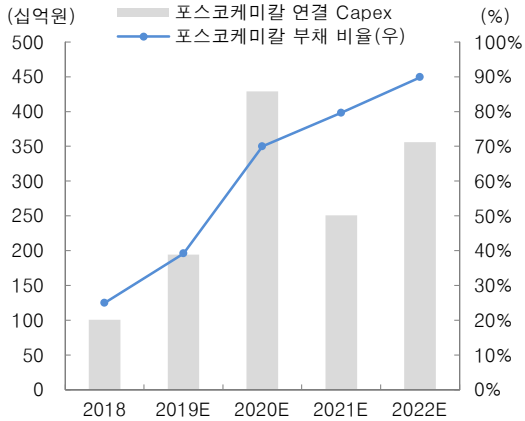
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,197	1,384	1,589	1,937	2,308
영업이익	104	106	117	160	187
세전순이익	126	177	170	196	213
총당기순이익	104	133	128	147	160
자배분순이익	104	132	127	146	160
EPS	1,753	2,237	2,108	2,401	2,617
PER	22.7	28.5	24.0	21.1	19.4
BPS	10,910	12,690	14,138	16,009	18,226
PBR	3.6	5.0	3.5	3.1	2.8
ROE	17.2	19.0	15.9	16.0	15.3

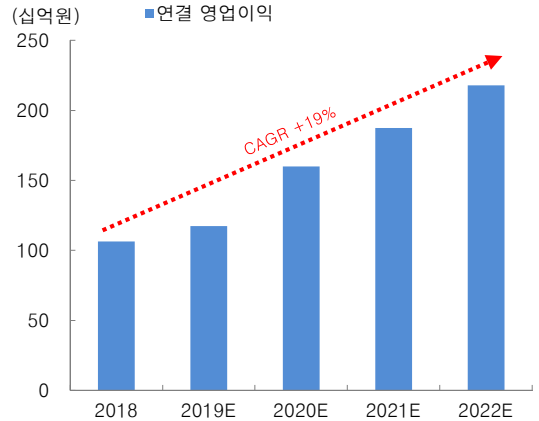
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 포스코케미칼, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 많은 Capex 에도 부담스럽지 않은 부채 비율



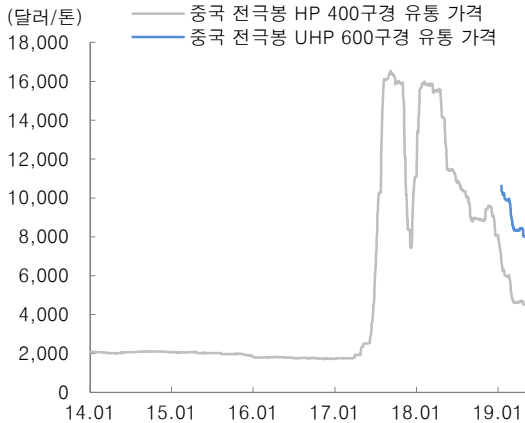
자료: 포스코케미칼 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 연평균 19% 성장할 포스코케미칼 영업이익



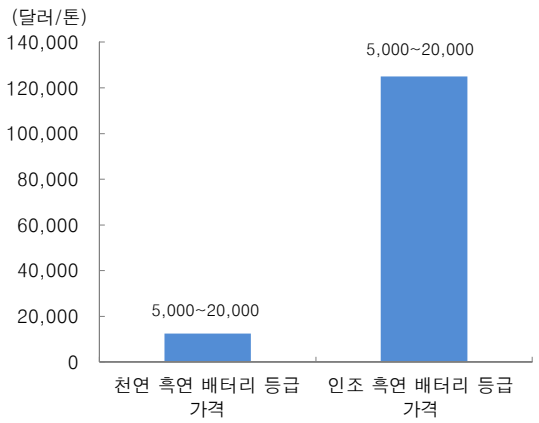
자료: 포스코케미칼 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 중국의 낮은 전기로 증설로 전극봉 가격 하락 중



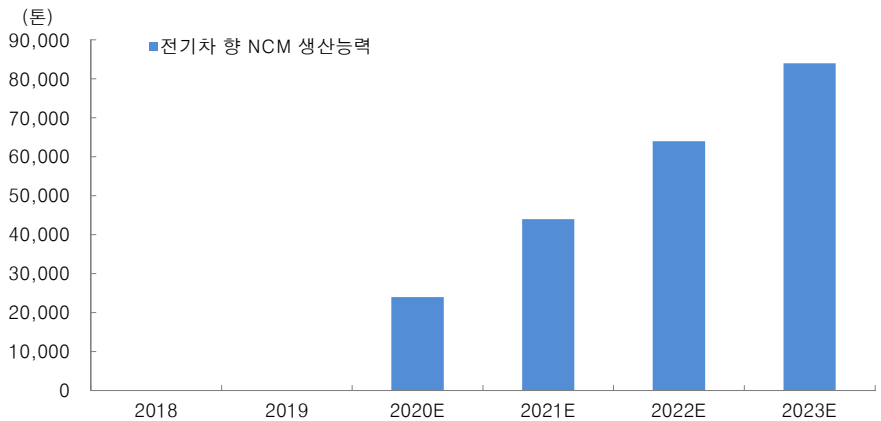
자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 인조흑연, 천연흑연 대비 가격 10배 이상



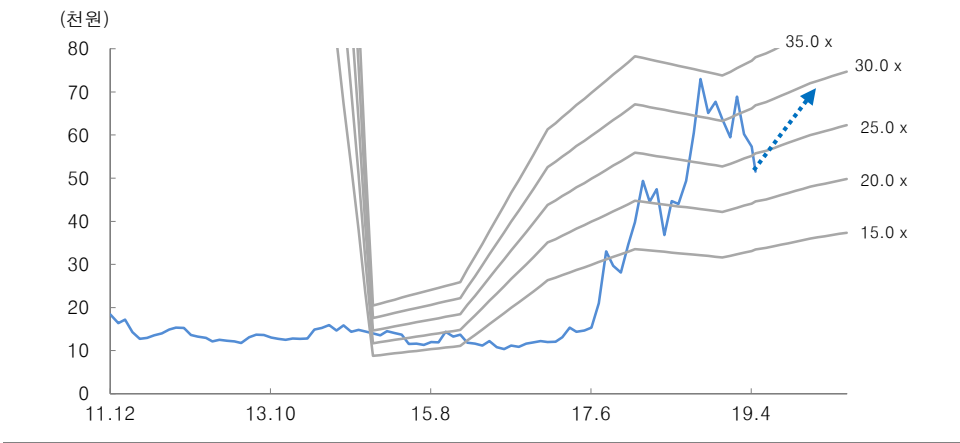
자료: 산업 자료, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 전기차向 양극재 생산능력 지속 확대할 전망



자료: 포스코케미칼 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 포스코케미칼 12m fwd p/e band chart



자료: 포스코케미칼 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 포스코케미칼 실적표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
별도 매출액	(십억원)	328.4	324.2	335.0	354.3	342.9	374.7	407.2	418.4	1,163.9	1,341.9	1,543.3
내화물	(십억원)	76.9	64.3	73.3	69.8	73.7	64.0	72.9	69.5	239.2	284.4	283.0
플랜트	(십억원)	61.8	55.8	47.9	55.8	48.5	55.7	47.8	55.7	212.9	221.3	207.2
생석회	(십억원)	79.5	84.3	84.6	86.1	87.9	84.4	84.7	86.2	317.2	334.5	334.9
화성공장	(십억원)	93.5	98.0	103.6	116.2	100.8	105.5	109.5	108.5	356.4	411.3	430.3
음극재	(십억원)	16.7	22.3	25.7	26.3	32.0	38.1	46.5	53.5	38.2	90.9	170.1
양극재	(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.1	45.8	45.0	0.0	0.0	144.9
별도 영업이익	(십억원)	22.3	19.9	32.2	28.4	21.6	28.3	30.5	32.7	100.7	102.7	113.1
OPM	(%)	6.8%	6.1%	9.6%	8.0%	6.3%	7.5%	7.5%	7.8%	8.6%	7.7%	7.3%
연결 매출액	(십억원)	336.9	334.6	346.2	365.9	355.3	385.8	418.3	429.5	1,197.2	1,383.6	1,588.9
연결 영업이익	(십억원)	23.1	20.9	33.1	29.2	21.9	29.2	31.4	33.6	104.0	106.3	116.2
OPM	(%)	6.8%	6.3%	9.6%	8.0%	6.2%	7.6%	7.5%	7.8%	8.7%	7.7%	7.3%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

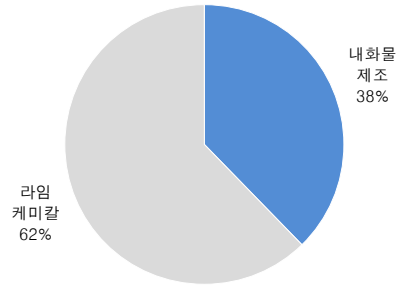
기업 및 경영진 현황

- 대표이사는 순포항제철 부사장 출신인 민경준
- 2018년 연결 매출액 1.4조, 연결 영업이익 1,063억원 기록
- 2018년 자산은 9,476억원 부채는 1,895억원 자본은 7,581억원
- 발행주식 수: 59,070,000주

주가 변동요인

- 내화물 산업, 제강산업, 요업산업의 경기변동에 따른 원재료 값 변화

매출 비중

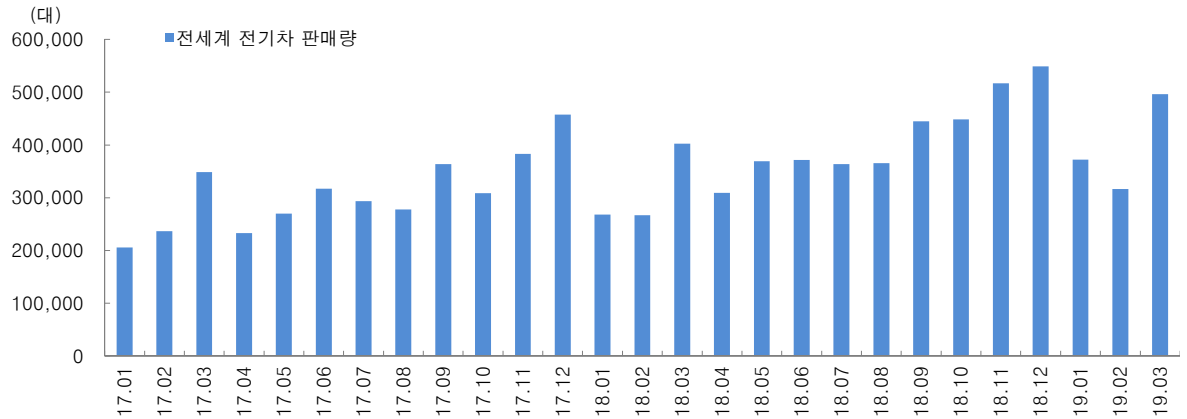


자료: 포스코케미칼, 대신증권 Research&Strategy본부

주: 2018년 기준
자료: 포스코케미칼, 대신증권 Research&Strategy본부

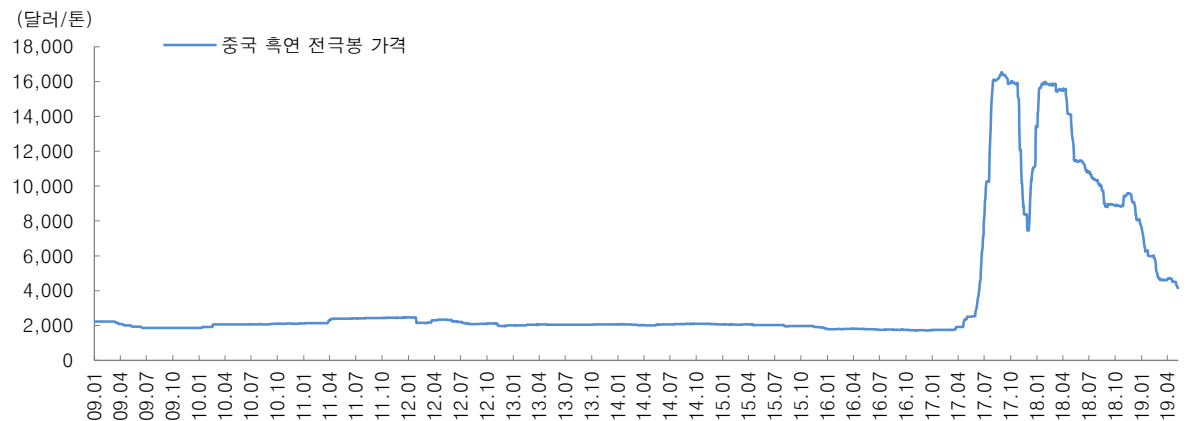
2. Earnings Driver

세계 전기차 판매량 추이



자료: SNER리서치, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 흑연 전극봉 유통 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,197	1,384	1,589	1,937	2,308
매출원가	1,042	1,218	1,402	1,691	2,018
매출총이익	156	166	187	246	290
판매비와관리비	52	60	70	86	103
영업이익	104	106	117	160	187
영업외수익	8.7	7.7	7.4	8.3	8.1
EBITDA	118	123	145	214	255
영업외손익	22	70	53	36	26
관계기업손익	29	71	65	71	74
금융수익	4	6	3	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-4	-13	-36	-48
외환관련손실	2	2	2	2	2
기타	-6	-3	-3	-3	-3
법인세비용감전순이익	126	177	170	196	213
법인세비용	-22	-44	-42	-49	-53
계속사업이익	104	133	128	147	160
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	104	133	128	147	160
당기순이익	8.7	9.6	8.1	7.6	6.9
비재배분순이익	0	1	1	1	1
재배분순이익	104	132	127	146	160
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	99	125	121	140	153
비재배분포괄이익	0	1	1	1	1
재배분포괄이익	100	125	120	139	152

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,753	2,237	2,108	2,401	2,617
PER	22.7	28.5	24.0	21.1	19.4
BPS	10,910	12,680	14,138	16,009	18,226
PBR	3.6	5.0	3.5	3.1	2.8
EBITDAPS	2,000	2,076	2,397	3,511	4,174
EV/EBITDA	18.6	29.8	21.6	16.3	14.4
SPS	20,267	23,423	26,294	31,756	37,844
PSR	2.0	2.7	2.0	1.6	1.4
CFPS	2,167	2,406	2,683	3,795	4,458
DPS	350	400	400	400	400

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	7.1	15.6	14.8	21.9	19.2
영업이익 증감률	21.8	2.2	10.5	36.2	17.1
순이익 증감률	133.5	27.7	-3.6	14.9	9.0
수익성					
ROIC	28.3	20.1	16.1	14.0	11.8
ROA	13.3	11.9	10.9	11.1	10.1
ROE	17.2	19.0	15.9	16.0	15.3
안정성					
부채비율	28.2	25.0	39.2	70.0	79.6
순차입금비율	-24.3	-15.5	2.7	40.1	50.7
이자보상비율	68.5	68.6	10.8	4.7	4.0

자료: 포스코케미칼 대산증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	468	440	468	499	583
현금및현금성자산	104	120	116	74	81
매출채권 및 기타채권	177	182	209	254	303
재고자산	99	109	125	152	182
기타유동자산	88	29	19	18	17
비유동자산	368	508	734	1,180	1,436
유형자산	183	264	431	807	990
관계기업투자지급	117	187	252	322	395
기타비유동자산	68	57	51	51	51
자산총계	836	948	1,202	1,678	2,019
유동부채	159	153	272	594	768
매입채무 및 기타채무	139	125	138	161	185
차입금	0	0	110	410	560
유동상채무	5	4	0	0	0
기타유동부채	15	23	23	23	23
비유동부채	25	37	67	97	127
차입금	23	16	46	76	106
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	21	21	21	21
부채총계	184	189	338	691	895
자본부분	644	750	854	976	1,112
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	595	699	803	925	1,060
기타자본변동	-4	-3	-3	-3	-3
비자본부분	8	9	10	11	13
자본총계	652	758	864	987	1,124
순차입금	-159	-117	24	396	570

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	56	85	67	86	106
당기순이익	104	133	128	147	160
비현금항목의가감	24	9	34	84	112
감가상각비	14	16	27	54	67
외환손익	0	0	-1	-1	-1
자본법정/손익	-29	-71	-65	-71	-74
기타	38	64	72	102	119
자산부채의증감	-48	-37	-43	-63	-67
기타현금흐름	-25	-20	-53	-82	-99
투자활동 현금흐름	-46	-39	-253	-499	-323
투자자산	0	1	-59	-70	-73
유형자산	-58	-101	-194	-429	-250
기타	11	61	1	1	1
재무활동 현금흐름	-23	-29	113	306	156
단기차입금	-5	0	110	300	150
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	30	30	30
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-18	-21	-24	-24	-24
기타	0	-9	-4	0	0
현금의증감	-14	16	-5	-42	7
기초 현금	118	104	120	116	74
기말 현금	104	120	116	74	81
NOPLAT	86	80	88	120	141
FCF	40	-8	-79	-255	-43

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하립)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

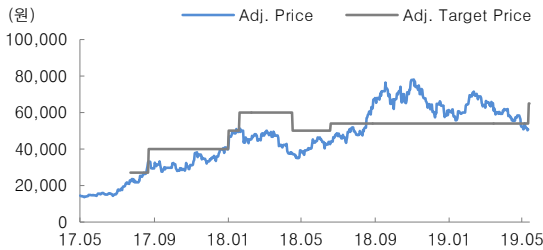
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(담당자:이원주)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

포스코케미칼(003670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.05.22	18.12.29	18.06.29	18.05.09	18.04.27	18.04.04
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	65,000	54,000	54,000	50,000	50,000	60,000
과다율(평균%)		12.81	13.63	(17.47)	(28.48)	(24.38)
과다율(최대/최소%)		(7.04)	44.63	(7.20)	(26.40)	(14.67)
제시일자	18.02.05	18.01.29	18.01.11	17.11.17	17.10.17	17.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	60,000	50,000	40,000	40,000	40,000
과다율(평균%)	(21.05)	(16.42)	(2.71)	(17.67)	(23.91)	(23.38)
과다율(최대/최소%)	(14.67)	(14.67)	2.00	2.00	(5.63)	(17.00)
제시일자	17.09.05	17.09.01	17.08.21	17.08.02		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	40,000	40,000	27,000	27,000		
과다율(평균%)	(22.73)	(17.50)	(7.69)	(15.89)		
과다율(최대/최소%)	(17.50)	(17.50)	22.22	(6.49)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190519)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.6%	11.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상