포스코켐텍(003670)

2018년 01월 07일

출발이 다른 2차전지계 금수저

BUY(신규) 목표주가 86,000 원 현재주가 58,400 원 목표수익률 47.3 % 2018년 01월 4일 **Key Data** 산업분류 제조 KOSDAQ(pt) 664.49 시가총액 (억원) 34.497 발행주식수 (백만주) 59 외국인 지분율 (%) 12.2 52 주 고가 (원) 78,100 저가 (원) 35,100 60일 일평균거래대금 (십억원) 55.8 주요주주 (%) ㈜포스코 외 1인 65.0 주가상승률 (%) 1M **6M** 12M 절대주가 -11.4 25.7 54.1 상대주가 -5.5 87.4 512

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 정태원 twchung@leading.co.kr +822-2009-7087

1. 투자의견 및 목표주가: BUY & 86,000원

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 86,000 원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가 86,000 원은 12M Fwd EPS 3,096 원에 Target PER 27.8 배적용. Target Valuation 은 Peer Group Valuation 평균.

동사는 포스코 ESM 의 합병과 함께 음극재 사업과 양극재 사업을 동시의 영위하는 종합 2 차전지 소재 업체로 도약 전망. 포스코 그룹 차원에서 진행되는 2 차전지 소재의 대규모 투자 및 수직계열화에 따른 수혜 기대. 내화물 제조, 로재정비, 생석회 제조 등 기존 Captive 기반 안정적 사업을 Cash Cow 로 성장동력인 2 차전지 소재에 대한 투자를 지속할 것으로 예상되어 Peer Group Valuation 적용.

2. '19년 실적전망 및 투자포인트

동사의 '19년 실적은 매출액 1조 6,159억원(YoY+18.8%), 영업이익 1,440억원(YoY+33.8%), 당기순이익 1,831억원(YoY+32.6%) 전망. 이는 상대적으로 수익성이 높은 음극재의 매출비중이 '18년 6.8%에서 '19년 8.9%로 확대되며 이익기여도가 증가함에 기인.

- 1) 글로벌 2 차전지 시장 성장으로 인한 음극재 수요 증가에 따라 천연흑연과 인조흑연 모두 공급하게 될 것으로 전망되는 동사의 수혜 예상. '19 년 천연흑연 음극재 매출액은 1,491 억원(YoY+61.2%) 추정.
- 2) 동사는 포스코 그룹의 차기 신성장 사업인 2 차전지소재 사업 수직 계열화의 핵심 계열사. 규모의 경제 실현, 음극재/양극재 통합으로 높은 수익성 달성 및 영업 효율성 제고 전망.
- 3) 침상코크스 가격 상승에 따른 수혜 지속. 전극봉 원재료 뿐 아니라 인조흑연 음극재 원재료로서 수요가 확대될 것으로 예상되기 때문.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	12,212	11,177	11,972	13,599	16,159
영업이익	억원	560	853	1,040	1,076	1,440
세전이익	억원	462	648	1,256	1,814	2,420
순이익	억원	322	445	1,040	1,381	1,831
지배순이익	억원	346	437	1,036	1,378	1,829
PER	배	23.40	16.22	22.70	27.30	18.87
PBR	배	1.53	1.26	3.65	4.94	3.74
EV/EBITDA	배	11.36	7.03	19.83	30.31	21.03

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

3. 음극재 사업으로 성장동력 확보

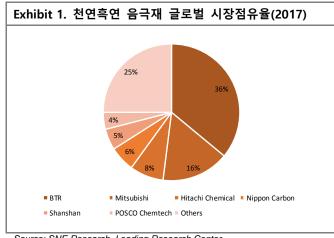
동사의 향후 성장동력은 2 차전지 음극재 사업이 될 것으로 전망된다. 음극재 산업은 대규모 장치산업으로서 막대한 자금력이 바탕이 된 업체들이 선점하여 진입장벽을 형성하고 있는 시장이다. 동사는 LS 엠트론 자회사인 카보넥스社를 인수하며 음극재 시장에 진출하였다. 국내 유일의 음극재 제조사로서 고성장 시장 內 과실을 온전히 향유할 수 있을 것으로 기대한다.

음극재는 양극재 대비 리튬이온 2 차전지 원가에서 차지하는 비중은 낮지만 전기를 생산하기 위해 필수적인 매우 중요한 재료이다. 초기 음극재 재료는 리튬 금속이 사용되었다. 그러나 충/방전시 리튬이 석출되어 표면에 수지상(Dendrite) 성장하는 문제가 발생하여 이를 흑연이 대체, 현재 80% 이상의 음극재에 흑연이 원재료로 사용되고 있다.

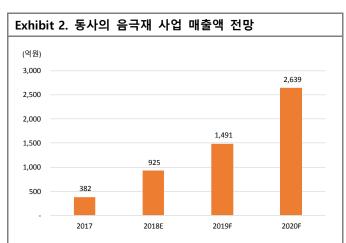
흑연 음극재는 저가인 천연흑연과 일본 업체들이 시장을 선점하고 있는 고가인 인조흑연으로 양분된다. 현재 동사의 음극재 매출액은 모두 천연흑연 음극재에서 발생하고 있다. 생산 CAPA 는 '18 년 2.4 만톤/년, '19 년 4.4 만톤/년, '20 년 6.4 만톤/년으로 확대될 전망이다. 동사의 천연흑연 음극재 글로벌 시장점유율은 약 4%로 6 위이다. 주요 경쟁사는 BTR 社, Mitsubishi 社, Hitachi Chemical 社, Nippon Carbon 社, Shanshan 社 등이다.

동사는 인조흑연 시장 진출을 위해 상용화를 준비 중이며, '20 년부터 본격적인 매출 발생이 예상된다. 현재 천연흑연 음극재의 원재료인 흑연은 100% 중국 업체로부터 조달하고 있다. 하지만 인조흑연 상용화의 경우 동사가 지분율 60%를 보유하고 있는 피엠씨텍으로부터 주요 원재료인 침상코코스의 조달이 가능하기 때문에 원재료 조달의 안정성 및 원가경쟁력 확보가 가능하다는 점이 긍정적이다.

인조흑연의 주요 경쟁사는 Hitachi Chemical 社, JFE 社, Shanshan 社 등이다. '17 년 기준 전체 음극재 시장에서 인조흑연이 차지하는 비중은 약 59%에 달했다. 전체 음극재 시장은 '17 년 20.3 만톤에서 '21 년 77.9 만톤으로 급성장할 것으로 추정되는 바, '20 년부터 천연흑연과 인조흑연 모두 공급하게 될 것으로 전망되는 동사의 수혜가 기대된다.



Source: SNE Research, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

4. 음과 양의 조화, 종합 2 차전지 소재 업체로 도약

동사는 합병을 통해 '19 년 4 월 중 기존 음극재 사업과 양극재 사업을 통합하게 된다. 이로서 동사는 포스코 그룹의 신성장 사업으로 육성 계획 중인 2 차전지소재 사업 수직계열화의 핵심 계열사로 자리매김할 것으로 기대된다.

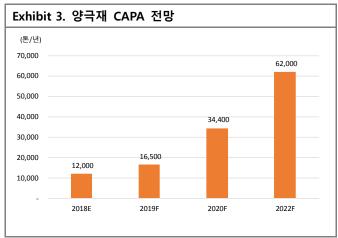
동사의 모회사인 포스코社는 '18 년 호주 필바라미네랄스社로부터 '20 년부터 24 만톤/년 규모의 리튬정광(탄산리튬 3 만톤생산 가능)을 장기구매하기로 계약한데 이어 호주의 자원개발 기업인 갤럭시리소스社와 리튬 염호 광권 매매계약을 체결한 바 있다.

리튬 뿐 아니라 니켈, 전구체 확보에 투자를 아끼지 않고 있다. 포스코는 증설 진행 중인 포스코 ESM 광양 양극재 공장인근에 '20년까지 3,200억원을 투자해 3만톤/년 규모의 리튬 공장과 2만톤/년 규모의 니켈 공장을 설립하여 2차전지소재복합단지 조성을 계획하고 있다.

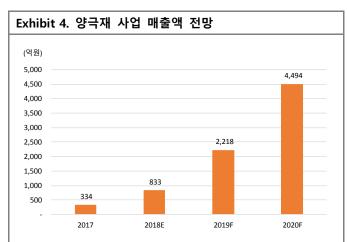
또한 중국 화유코발트社와 JV 설립을 통해 '20 년 하반기부터 중국 저장성 內 4,600 톤/년 규모의 전구체 및 양극재 생산 능력을 확보할 계획이다. 칠레 메히요네스시에 국내 고객사 중 하나인 삼성 SDI 社와 JV 를 설립해 '21 년 하반기부터 3,200 톤/년 규모 양극재를 생산할 계획이다.

동사는 이러한 모회사 및 그룹 차원의 대규모 투자 및 수직계열화의 최대 수혜를 받을 것으로 예상된다. 음과 양의 조화(음극재 및 양극재 통합)는 고객사에 대한 영업 효율성을 제고시키고, 규모의 경제 및 원활한 원재료 수급을 통한 원가경쟁력 확보가 가능하기 때문이다. 또한 여러 중소 Vendor 로부터 소재를 공급받던 고객사들의 소재 수급 불안정성에 대한 우려를 해결해 줄 수 있는 업체로서 강점이 부각될 것으로 기대된다.

포스코 ESM 은 양극재 생산능력을 '18 년 1.2 만톤/년 규모에서 '19 년 1.7 톤/년, '20 년 3.4 만톤/년, '22 년 6.2 만톤/년 규모로 증설 계획 중이다. 주력 제품은 NCM622, NCM811 이며, 향후 EV, ESS 시장 고성장에 따라 중대형전지 向 NCM811 공급확대가 기대된다.



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

5. 침상코크스 수급 불균형 지속

피엠씨텍은 일본의 Mitsubishi 社(지분율 40%)와 동사(지분율 60%)가 설립한 JV 이다. 동사로부터 원재료(콜타르 등)를 조달하여 납사와 같은 유분과 침상코크스를 제조하고 있다. 피엠씨텍으로부터 인식한 지분법이익은 '16 년 -211 억원, '17 년 276 억원, '18 년 3 분기 누적 556 억원을 기록하였는데, 이는 침상코크스 수요 급증에 따른 가격 상승에 기인한다. 침상코크스 가격 상승에 따른 수혜가 지속될 것으로 기대된다.

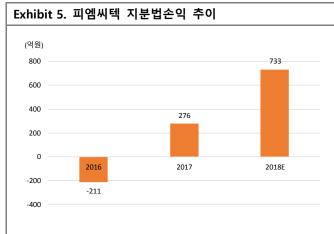
침상코크스는 전기로 가동에 투입되는 전극봉의 원재료이며, 동시에 인조흑연의 주요 원재료로 사용된다. 현재 피엠씨텍이 생산하는 침상코크스의 대부분은 전극봉의 원재료로 공급되고 있다. 제철소에서 전기로 방식을 사용하는 경우 전극봉에 전기를 가해 발생시킨 열로 철 스크랩과 같은 고철을 녹여 철을 생산한다. 이때 사용하는 전극봉의 원료가 침상코크스이다.

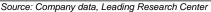
침상코크스 가격 상승의 가장 큰 원인은 '17 년 6 월 중국 정부의 유도로 설비 폐쇄에 있다. 유도로는 중국, 인도 등에서 주로 사용된다. 유도로는 낮은 품질의 제품을 생산하며 환경오염을 유발한다. 폐쇄되는 유도로의 연간 생산 CAPA 는 1.2 억톤 규모로 포스코 연간 생산량의 3 배에 달하는 규모이다. 동 물량이 전기로로 대체되며 전극봉의 원료가 되는 침상코크스의 수요가 급증한 것이다.

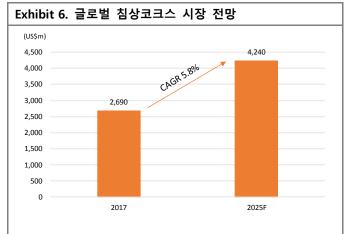
이에 따라 글로벌 평균 침상코크스 가격은 '16년 US\$1,417/MT에서 '17년 US\$3,136/MT로 YoY+121.2% 상승했다. '18년말 기준 글로벌 평균 침상코크스 가격은 US\$3,600/MT를 넘어선 것으로 분석된다. '17년과 같은 가격 상승은 제한적일 것이나 점진적인 가격 상승세는 지속될 것으로 전망된다.

전기로 가동에 사용될 뿐 아니라 향후 2 차전지 시장 성장에 따른 인조흑연 음극재 向 공급이 확대될 것이기 때문이다. 위와 같은 요인들로 인해 글로벌 침상코크스 시장은 '17 년 US\$2,690M 규모에서 CAGR 5.8% 성장하며 '25 년 US\$4,240M 규모를 형성할 것으로 추정된다.

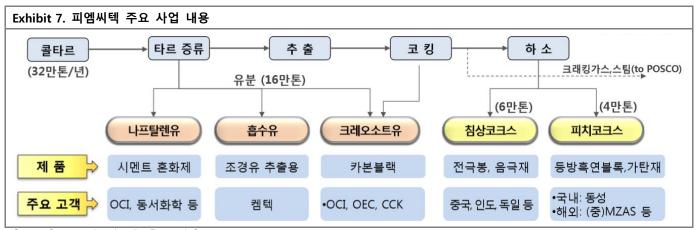
반면 공급은 제한적이다. 프리미엄 침상코크스 생산 물량의 약 30%를 차지하는 콜타르 기반 침상코크스 제조사 중 일본 업체들은 원재료인 콜타르 수급이 원활하지 않아 공격적인 증설이 어려운 상황이다. 반면 나머지 70%를 차지하는 저유황유를 사용하는 침상코크스 제조사들은 '20 년 IMO2020 규제 시행에 따른 저유황유 공급 부족으로 역시 공격적인 증설이 제한적이다.







Source: HTF Market Intelligence, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. 피엠씨텍 주요 제품

침상코크스

- 전기로 제강용 흑연전극봉
 - 국내 전기로 제강 업체는 中,日,獨으로부터 수입
- 수퍼캡, 이차전지 전극재
 - EV 배터리, ESS 용 소재
- 그래핀(Graphene)
 - 디스플레이用, 철강재 코팅用

피치코크스

- 등방흑연블록用
 - 반도체, 태양광 산업용 흑연 도가니 제조 등에 사용

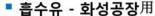


- 알루미늄 제련用
 - 중국 등 동아시아권 성장
 - 2,700만톤('16년) →3,400만톤('19년)



....

- 크레오소트 카본블랙用
 - 동아시아 총 240만톤 수요
 - 타이어 수요에 따라 증가 전망



- 조경유 포집용

- 카볼릭유 수출
 - 접착제 및 섬유 제조









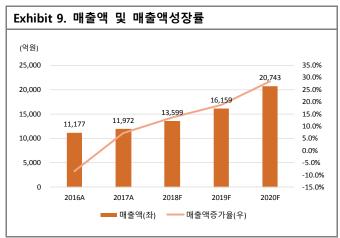
Source: Company data, Leading Research Center

6. 실적전망 및 투자의견

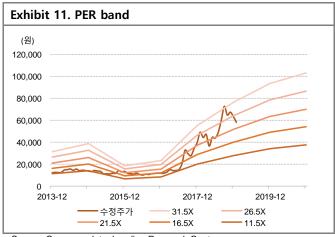
동사의 '19년 실적은 매출액 1조 6,159억원(YoY+18.8%), 영업이익 1,440억원(YoY+33.8%), 당기순이익 1,831억원 (YoY+32.6%)을 전망한다. 이는 상대적으로 수익성이 높은 음극재의 매출비중이 '18년 6.8%에서 '19년 8.9%로 확대되며 이익기여도가 증가함에 기인한다.

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 86,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 86,000 원은 12M Fwd EPS 3,096 원에 Target PER 27.8 배를 적용하였다. Target Valuation 은 Peer Group Valuation 평균 값이다.

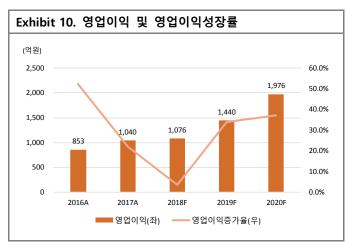
동사는 포스코 ESM 의 합병과 함께 음극재 사업과 양극재 사업을 동시의 영위하는 종합 2 차전지 소재 업체로 도약할 것으로 전망된다. 또한 포스코 그룹 차원에서 진행되는 2 차전지 소재의 대규모 투자 및 수직계열화에 따른 수혜가 기대된다. 내화물 제조, 로재정비, 생석회 제조 등 기존 Captive 기반 안정적 사업을 Cash Cow 로 성장동력인 2 차전지 소재에 대한 투자를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따라 Peer Group Valuation 적용하였다.



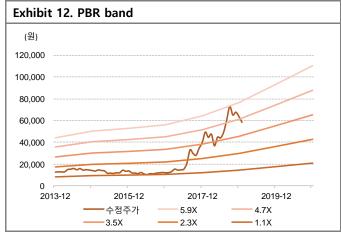
Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

LEADÎNG 2019년 01월 07일

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	7,239	8,358	9,838	11,780	14,563
유동자산	4,207	4,683	5,512	6,600	8,159
현금및현금성자산	1,178	1,041	1,225	1,467	1,813
단기금융자산	955	825	971	1,162	1,437
매출채권및기타채권	1,456	1,774	2,088	2,500	3,091
재고자산	562	986	1,160	1,389	1,718
비유동자산	3,032	3,676	4,326	5,180	6,404
장기금융자산	76	70	82	98	122
관계기업등투자자산	905	1,169	1,376	1,647	2,037
유형자산	1,367	1,827	2,150	2,575	3,183
무형자산	66	58	69	82	102
부채총계	1,545	1,837	2,145	2,473	2,991
유동부채	1,209	1,589	1,854	2,211	2,723
단기차입부채	57	51	44	44	44
기타단기금융부채	1	0	0	0	0
매입채무및기타채무	930	1,387	1,632	1,955	2,416
비유동부채	336	248	290	262	268
장기차입부채	313	227	167	161	163
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	5,694	6,522	7,693	9,307	11,571
지배주주지분*	5,625	6,445	7,611	9,225	11,489
비지배주주지분	69	77	82	82	82

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

~ = C ¬ · II C · · I					
(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,177	11,972	13,599	16,159	20,743
매출원가	9,769	10,416	11,930	13,842	17,305
 매출총이익	1,408	1,556	1,669	2,317	3,439
판매비와관리비	555	516	593	876	1,462
 영업이익	853	1,040	1,076	1,440	1,976
EBITDA	998	1,182	1,239	1,637	2,216
비영업손익	-206	216	738	980	1,305
이자수익	29	31	29	34	44
이자비용	20	15	13	16	21
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	3	-9	1	0	0
관계기업등관련손익	-206	286	741	986	1,312
 기타비영업손익	-12	-78	-20	-25	-31
세전계속사업이익	648	1,256	1,814	2,420	3,281
법인세비용	202	216	432	589	798
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
 중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	445	1,040	1,381	1,831	2,482
지배주주순이익*	437	1,036	1,378	1,829	2,479
 비지배주주순이익	8	4	3	3	3
기타포괄손익	6	-46	-12	-8	-8
총포괄손익	451	994	1,369	1,823	2,474

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	851	555	680	594	806
당기순이익	445	1,040	1,381	1,831	2,482
현금유입(유출)이없는수 ^ç	732	241	5	-219	-297
자산상각비	145	142	163	196	240
영업자산부채변동	-130	-477	-395	-447	-604
매출채권및기타채권?	-28	-286	-282	-412	-591
재고자산감소(증가)	131	-422	-175	-229	-328
매입채무및기타채무증	-69	420	310	322	462
투자활동현금흐름	-1,063	-462	-211	-129	-244
투자활동현금유입액	34	170	1,142	1,467	1,784
유형자산	5	17	1	0	0
무형자산	3	0	9	18	22
투자활동현금유출액	1,097	632	1,353	1,596	2,028
유형자산	233	594	539	610	835
무형자산	2	13	38	43	55
재무활동현금흐름	-223	-230	-285	-223	-216
재무활동현금유입액	71	0	0	1	6
단기차입부채	71	0	0	1	2
장기차입부채	0	0	0	0	3
재무활동현금유출액	175	53	78	18	15
단기차입부채	143	53	76	2	2
장기차입부채	0	0	0	6	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	2	0	-0	0	0
현금변동	-433	-138	184	242	347
기초현금	1,612	1,178	1,041	1,225	1,467
기말현금	1,178	1,041	1,225	1,467	1,813

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	740	1,753	2,333	3,096	4,196
BPS*	9,523	10,910	12,885	15,617	19,450
CFPS	1,440	940	1,151	1,006	1,365
SPS	18,922	20,267	23,022	27,355	35,117
EBITDAPS	1,690	2,000	2,097	2,770	3,752
DPS (보통,현금)	300	350	350	350	350
배당수익률 (보통,현금)	2.5	0.9	0.5	0.6	0.6
배당성향 (보통,현금)	40.6	20.0	15.0	11.3	8.3
PER*	16.2	22.7	27.3	18.9	13.9
PBR*	1.3	3.6	4.9	3.7	3.0
PCFR	8.3	42.3	55.4	58.1	42.8
PSR	0.6	2.0	2.8	2.1	1.7
EV/EBITDA	7.0	19.8	30.3	21.0	15.5
재무비율					
매출액증가율	-8.5	7.1	13.6	18.8	28.4
영업이익증가율	52.4	21.8	3.5	33.8	37.2
지배주주순이익증가율*	38.4	133.5	32.9	32.6	35.6
매출총이익률	12.6	13.0	12.3	14.3	16.6
영업이익 률	7.6	8.7	7.9	8.9	9.5
EBITDA이익률	8.9	9.9	9.1	10.1	10.7
지배주주순이익률*	4.0	8.7	10.2	11.3	12.0
ROA	11.8	13.3	11.8	13.3	15.0
ROE	8.0	17.2	19.6	21.7	23.9
ROIC	19.5	25.9	20.6	23.2	26.0
부채비율	27.1	28.2	27.9	26.6	25.9
차입금비율	6.5	4.3	2.7	2.2	1.8
순차입금비율	-30.3	-23.8	-23.6	-23.9	-24.1

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

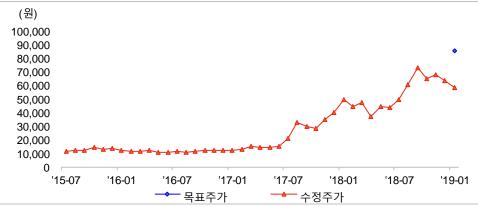
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

포스코켐텍(003670)		
일자	2018-10-02	2019-01-07
투자의견	N/R	BUY(신규)
목표주가	-	86,000 원
괴리율(%)		
평균주가대비	-	-
최고(최저)주가대비	-	-

^{*} 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비숭확대)	향후 12개월간 업송지수상승률이 시상수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.12.31)

BUY (매수)	100.0%	
HOLD (보유/중립)	0.0%	
SELL (매도)	0.0%	
합계	100.0%	