

포스코켐텍 (003670 KQ)

[음극재공장 탐방후기] 최정우 회장의 개혁 Key Man

[IT]

최보영 Equity Analyst
 lucky0505@barofn.com
 +822-6099-8505

[음극재공장 준공 및 착공식 후기] With 전기차, 더불어 고객사

당사는 11월 8일 세종시에서 열린 2차전지 음극재 1공장 준공식과 2공장 착공식에 참석하였다. 준공된 포스코켐텍 1공장 음극재 생산규모는 연간 2.4만톤/연, 착공된 2공장은 2021년까지 총 10개 생산라인을 순차적으로 증설해 5만톤/연에 달하게 된다. 향후 당사는 총 7.4만톤/연의 글로벌 Top규모의 음극재 생산업체가 되는것이다. 이날 행사는 최정우 포스코 회장이 취임식 100대 과제 발표이후 첫 행보였으며 박진수 LG화학 부회장, 전영현 삼성SDI 사장 등 고객사, 협력사 등이 참여해 배터리 소재내 동사의 지위를 확인할 수 있었다

BUY (TP 상향)	
Target Price	90,000 원
현재주가	76,800원
목표수익률	17.2%
Key Data 2018년 11월 08일	
산업분류	화학
KOSDAQ	693.67

최정우 회장의 '100대 개혁과제' 시사점 3가지

지난 11월 5일 취임 100일을 맞은 최정우 회장의 '100대 개혁과제' 에서 포스코켐텍의 시사점은 크게 3가지로 압축된다. ①2019년 양극·음극재 사업의 통합 및 이차전지소재 종합연구센터 설립, ②2030년까지 글로벌 시장 점유율 20%, 매출액 17조원 규모로 성장, ③침상코크스 생산 공장을 신설 계획. 이는 2020년 착공 ~ 2022년 완공 예정이며 침상코크스 6만톤/연, 등방코크스 4만톤/연으로 파악된다. 현재 피엠씨텍의 침상코크스 디자인 캐파는 연간 6만톤이며 생산가능 캐파는 5만톤 2019년 5.5만톤에서 2021년 6만톤으로 순차적으로 증량할 계획이다.

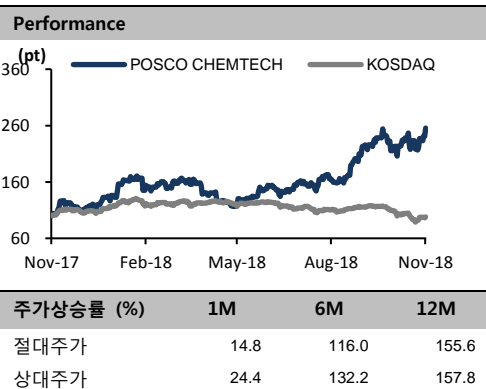
Trading Data	
시가총액 (십억원)	4,536.6
발행주식수 (백만주)	59.1
외국인 지분율 (%)	11.9
52 주 고가 (원)	81,300
52 주 저가 (원)	30,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	46.3

목표주가 90,000원 상향, 투자의견 BUY 유지

포스코켐텍에 대해 목표주가를 90,000원으로 상향하고 투자의견 매수(BUY)를 유지한다. 목표주가는 2018년 EPS 2,681원에 Target PER 33배를 적용하여 산출하였다. 기존 목표주가 산정시 국내 소재업체 멀티플에 할인적용했던 18%를 재할증한 값이다. 포스코켐텍의 3분기 연결기준 매출액 3,462억원, 영업이익 331억원을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 보여주었다. 2분기 내화물부문의 고가 원료 투입에 따라 수익성이 악화되며 일시적으로 부진했던 실적이 정상화되었으며 지속적인 음극재 매출액 상승으로 인한 이익률 개선효과가 긍정적이다. 양극재와의 통합 및 포스코 그룹차원의 지속적인 지원사격을 통해 포스코그룹의 성장 KEY MAN의 역할에 있어 변함이 없다. 안정적인 실적과 대기업 자본을 바탕으로 한 성장에 대한 비전은 유효하다. 소재 기업 Top-pick으로 매수 의견을 유지한다.

주요주주 (%)	
포스코외 1인	64.0

Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	1,117.7	1,197.2	1,368.0	1,459.0
증감률 YoY (%)	(8.5)	7.1	14.3	6.7
영업이익 (십억원)	85.3	104.0	120.0	133.6
영업이익률 (%)	7.6	8.7	8.8	9.2
순이익 (십억원)	43.7	103.6	158.4	170.9
EPS (원)	739.7	1,753.3	2,681.2	2,893.5
EPS 증감률 (%)	26.3	137.0	52.9	7.9
P/E (x)	16.2	22.7	28.6	26.5
EV/EBITDA (x)	5.3	18.6	30.5	25.0
ROE (%)	8.0	17.2	22.1	20.0
P/B (x)	1.3	3.6	5.8	4.9

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 2000 년 민영화 이후 역대 회장과 주요 사업전략 방향

회장 (임기기간)	전략방향	주요 업적
이구택 (6代) (03년 3월~ 09년 1월)	고부가가치, 저원가로 기업체질 강화 글로벌 톱 수준의 경쟁력을 확보할 것 미래수익을 위해 글로벌 철강투자에 한층 박차를 가할 것	포항 신제강공장, 광양 후판공장과 자동차강판생산라인(CGL) 건설 조강생산량 확대 자동차 강판 생산 설비 증설, 전기강판 및 후판 설비 최신화 등 제품 고급화를 위한 설비투자 진행
정준양(7代) (09년 1월~ 14년 3월)	미래성장확보를 위한 다양한 인수 합병	30 여개였던 계열사가 70 여개로 급증 대우인터내셔널, 성진지오텍 등 굵직한 인수합병(M&A)을 진행 영업이익률 하락(17%→4.25%) 부채비율 상승(50%→80%) 신용등급하락
권오준(8代) (14년 3월~ 18년 7월)	구조조정이 테마	호주, 베트남, 캐나다 등지에 투자한 지분 매각 등 해외사업을 정리 구조조정을 통한 재무구조 개선이 최우선 과제
최정우 (18년 7월 ~ 현재)	철강 분야의 실적이 꺾이면서 사업 다각화의 필요성 포스코의 비철강 분야 사업 확대	?

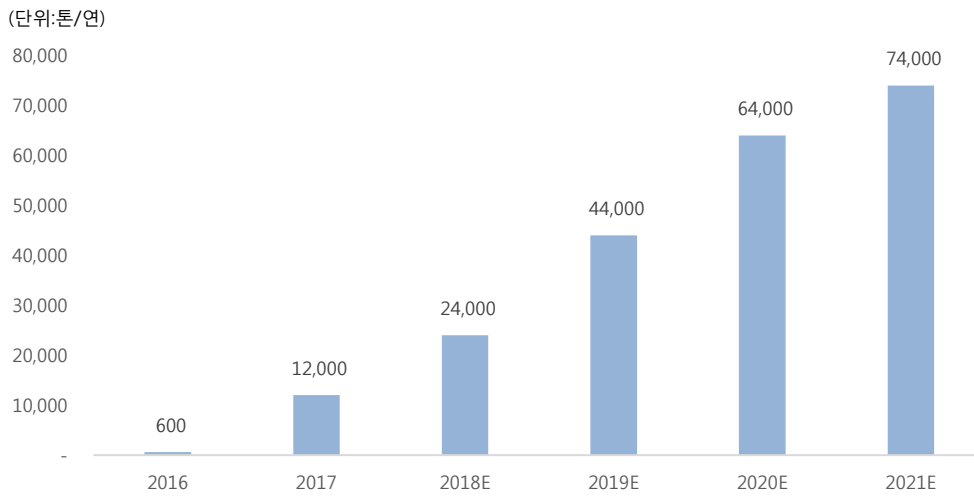
Source: 자료취합, Baro Research Center

Exhibit 2. 100 대 개혁과제 주요내용

비즈니스분야	주요내용
철강분야	2025년까지 자동차 강판 판매량 1,200 만톤 달성
그룹사업	포스코캠텍 : 음극재, 전극봉 소재가 되는 침상코크스 공장 신설, 포스코캠텍 내 '이차전지 종합연구센터' 설립 포스코대우 : 포스코의 LNG 도입 등 LNG 트레이딩 사업 일원화 포스코건설 : 건축설계, 시설관리 등 유사한 성격의 그룹사업통합 포스코에너지 : LNG 터미널과 함께 국내 발전 및 해외 IPP 통합관리
신성장사업	신성장부문으로 조직 격상 및 총괄책임자 외부전문가 영입

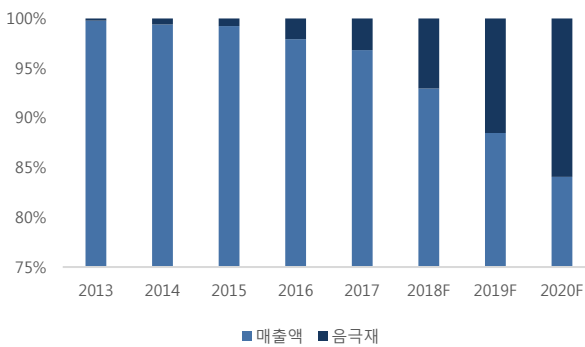
Source: POSCO, Baro Research Center

Exhibit 3. 포스코켄텍의 음극재 설비 증설 추이



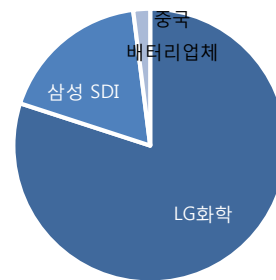
Source: 포스코켄텍, Baro Research Center

Exhibit 4. 음극재 사업부 매출비중 전망



Source: 포스코켄텍, Baro Research Center

Exhibit 5. 고객사 현황



Source: 포스코켄텍, Baro Research Center

Exhibit 6. 음극재 공장 준공 및 착공식



Source: 포스코켄텍, Baro Research Center

Exhibit 7. 음극재 공장 준공 및 착공식



Source: 포스코켄텍, Baro Research Center

포스코켄텍(003670) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	387.4	420.7	468.3	579.6	683.8
현금성자산	169.8	212.9	186.4	300.9	387.0
매출채권	139.4	144.9	176.8	183.8	196.1
재고자산	71.4	56.2	98.6	88.5	94.3
비유동자산	330.1	303.2	367.6	386.6	429.2
투자자산	121.7	107.0	135.5	154.9	165.2
유형자산	144.9	136.7	182.7	226.7	259.7
무형자산	8.6	6.6	5.8	5.0	4.4
자산총계	717.5	723.9	835.8	966.2	1,113.1
유동부채	132.9	120.9	158.9	147.9	155.2
매입채무	81.3	70.8	120.0	109.0	116.3
유동성이자부채	18.8	5.8	5.1	5.1	5.1
비유동부채	46.4	33.6	24.8	24.8	24.8
비유동이자부채	40.9	31.3	22.7	22.7	22.7
부채총계	179.3	154.5	183.7	172.7	180.0
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	23.7	23.7	23.7	23.7	23.7
이익잉여금	478.9	510.0	594.8	732.5	872.1
자본조정	(2.0)	(0.7)	(3.6)	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	538.2	569.4	652.2	793.5	933.1
투자자본	257.5	244.4	327.9	380.7	425.0
순차입금	(110.2)	(175.9)	(158.6)	(273.1)	(359.2)
ROA	4.8	6.1	13.3	17.6	16.4
ROE	6.7	8.0	17.2	22.1	20.0
ROIC	15.5	23.4	30.1	28.0	27.3

현금흐름표

결산기(십억원)	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업현금	61.6	85.1	55.5	140.6	114.7
당기순이익	32.2	44.5	104.0	158.4	170.9
자산상각비	14.5	14.5	14.2	19.8	33.6
운전자본증감	(3.5)	(13.0)	(47.7)	(7.8)	(10.9)
매출채권감소(증가)	29.3	(2.8)	(28.6)	(7.0)	(12.2)
재고자산감소(증가)	(4.1)	13.1	(42.2)	10.1	(5.9)
매입채무증가(감소)	(15.9)	(8.0)	45.1	(11.0)	7.3
투자현금	58.6	(106.3)	(46.2)	(5.5)	2.7
단기투자자산감소	85.6	(85.8)	10.6	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	57.5	68.7
설비투자	(28.6)	(23.3)	(59.4)	(62.0)	(65.0)
유무형자산감소	0.7	0.6	0.4	(1.0)	(1.0)
재무현금	(17.3)	(22.3)	(23.0)	(20.7)	(31.3)
차입금증가	(6.8)	(7.2)	(5.3)	0.0	0.0
자본증가	(10.3)	(11.8)	(17.7)	(20.7)	(31.3)
배당금지급	10.3	11.8	17.7	20.7	31.3
현금 증감	103.0	(43.3)	(13.8)	114.5	86.1
총현금흐름(Gross CF)	80.3	117.7	128.0	148.5	125.6
(-) 운전자본증가(감소)	3.2	(10.9)	35.5	7.8	10.9
(-) 설비투자	28.6	23.3	59.4	62.0	65.0
(+) 자산매각	0.7	0.6	0.4	(1.0)	(1.0)
Free Cash Flow	49.2	106.0	33.6	77.6	48.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	(57.5)	(68.7)
잉여현금	49.2	106.0	33.6	135.2	117.4

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,221.2	1,117.7	1,197.2	1,368.0	1,459.0
증가율 (Y-Y,%)	0.0	(8.5)	7.1	14.3	6.7
영업이익	56.0	85.3	104.0	120.0	133.6
증가율 (Y-Y,%)	0.0	52.4	21.8	15.4	11.3
EBITDA	70.5	99.8	118.2	139.8	167.2
영업외손익	(9.8)	(20.6)	21.6	71.3	74.3
순이자수익	0.9	1.0	1.6	1.1	1.1
외화관련손익	(1.3)	0.3	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	(7.7)	(19.0)	28.6	75.0	78.0
세전계속사업손익	46.2	64.8	125.6	191.3	207.9
당기순이익	32.2	44.5	104.0	158.4	170.9
지배기당당기순이익	34.6	43.7	103.6	158.4	170.9
증가율 (Y-Y,%)	0.0	38.4	133.5	52.3	7.9
NOPLAT	39.0	58.7	86.1	99.4	109.8
(+) Dep	14.5	14.5	14.2	19.8	33.6
(-) 운전자본투자	3.2	(10.9)	35.5	7.8	10.9
(-) Capex	28.6	23.3	59.4	62.0	65.0
OpFCF	21.7	60.8	5.4	49.4	67.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(2.0)	(5.6)	(4.4)	3.9	9.3
영업이익증가율(3Yr)	(15.3)	4.7	3.1	28.9	16.1
EBITDA 증가율(3Yr)	(12.0)	4.7	2.7	25.6	18.8
순이익증가율(3Yr)	(24.7)	(8.4)	12.4	70.1	56.6
영업이익률(%)	4.6	7.6	8.7	8.8	9.2
EBITDA 마진(%)	5.8	8.9	9.9	10.2	11.5
순이익률(%)	2.6	4.0	8.7	11.6	11.7

주요투자지표

결산기	2015	2016	2017	2018F	2019F
Per share Data					
EPS	586	740	1,753	2,681	2,893
BPS	8,976	9,523	10,910	13,302	15,666
DPS	200	300	350	530	580
Multiples(x,%)					
PER	23.4	16.2	43.8	28.6	26.5
PBR	1.5	1.3	7.0	5.8	4.9
EV/ EBITDA	9.9	5.3	37.1	30.5	25.0
배당수익률	1.5	2.5	0.5	0.7	0.8
PCR	10.1	6.0	35.4	30.6	36.1
PSR	0.7	0.6	3.8	3.3	3.1
재무건전성 (%)					
부채비율	33.3	27.1	28.2	21.8	19.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	291.5	347.9	294.7	391.9	440.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투자자본(%)	46.9	43.3	50.5	45.5	43.5
현금+투자자산(%)	53.1	56.7	49.5	54.5	56.5
자본구조					
차입금(%)	10.0	6.1	4.1	3.4	2.9
자기자본(%)	90.0	93.9	95.9	96.6	97.1

Note: EPS 는 완전회석 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2018-09-11	BUY	77,000원	1년	-10.3	-0.3
2018-11-09	BUY	90,000원	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

- 기업 (향후 12개월 기준)
- 매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상
 - 중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외
 - 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
- 산업 (향후 12개월 기준)
- 비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 - 중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 - 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2018.09.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.5%	12.5%	0.0%