



포스코케미칼 (003670)

4분기 실적 쇼크

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(유지): 220,000원

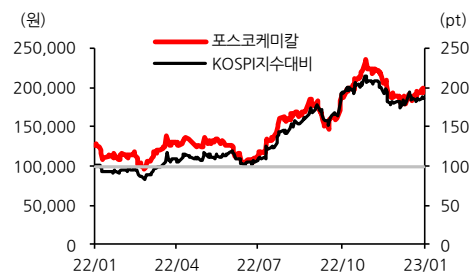
| | |
|----------------|-------------------|
| 현재 주가(1/19) | 184,500원 |
| 상승여력 | ▲ 19.2% |
| 시가총액 | 142,920억원 |
| 발행주식수 | 77,463천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 236,000 / 96,600원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 1,490.86억원 |
| 외국인 지분율 | 7.7% |
| 주주 구성 | |
| 포스코홀딩스 (외 5인) | 62.5% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 5.6% |
| 자사주 (외 1인) | 0.1% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | -2.6 | -2.6 | 62.6 | 47.0 |
| 상대수익률(KOSPI) | -3.8 | -9.0 | 62.2 | 63.3 |

(단위: 십억 원, %, 배)

| 재무정보 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,990 | 3,441 | 5,683 | 8,931 |
| 영업이익 | 122 | 185 | 389 | 732 |
| EBITDA | 203 | 281 | 559 | 973 |
| 지배주주순이익 | 134 | 159 | 294 | 555 |
| EPS | 1,732 | 2,048 | 3,791 | 7,159 |
| 순차입금 | 1,005 | 1,227 | 2,700 | 3,817 |
| PER | 83.1 | 82.5 | 48.7 | 25.8 |
| PBR | 4.7 | 5.2 | 5.1 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 59.9 | 51.0 | 30.4 | 18.6 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROE | 7.9 | 6.5 | 11.0 | 18.1 |

주가 추이



포스코케미칼은 4 분기 실적 쇼크가 예상됩니다. 홍수 피해 복구 등의 일회성 비용이 주원인이며, 전기차용 양극재 출하는 견조했습니다. 한편 동사는 올해 9만 톤의 신규 양극재 공장 가동으로 큰 폭의 외형 성장이 기대됩니다. 음극재 및 안정적 원소재 밸류체인 확보로 추가 고객사 확보도 기대해 볼 수 있습니다. 한편, 고객사 확보 모멘텀이 지연된다면 경쟁사 대비 높은 밸류에이션은 부담 요인입니다.

4분기 영업이익 컨센서스 대폭 하회 예상

동사의 4분기 실적은 연결기준 매출액 9,201억 원, 영업이익 222억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(758억 원)를 큰 폭으로 하회할 전망이다. 하회의 주요인은 1) 홍수 피해 복구 비용 반영과 2) 양극재 가격 하락에 따른 판가-원가 스프레드 축소이다. 양극재 부문은 IT용 출하도 감소하며 수익성은 5~6%(3분기 10% 추정)로 하락, 음극재 부문도 출하 감소로 수익성이 4%(3분기 7% 추정)까지 하락한 것으로 추정된다. 그나마 긍정적이었던 부분은 전기차용 양극재 출하가 견조하여, 전기차 수요 둔화 시그널이 없었다는 점이다.

2023년 영업이익 3,888억 원 전망

동사의 2023년 실적으로 매출액 5.7조 원, 영업이익 3,888억 원을 전망한다. 올해는 외형 성장이 두드러지는 해다. 양극재 광양 공장 6만 톤과 포항 공장 3만 톤이 연초부터 순차적으로 가동되기 때문이다. 천연후연 2공장(2.5만 톤)도 가동되며 음극재 부문 매출도 2배 가까운 성장이 예상된다. 다만, 메탈 가격 하락으로 양극재 부문에서는 22년과 같이 단기적으로 높은 수익성을 기대하긴 어려울 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 22만 원 유지

양극재 신규 공장 물량은 대부분 GM향이다. GM은 올해 3개의 전기차(Silverado, Blazer, Equinox)를 출시할 예정이다. 내연기관 버전부터 인기 많던 모델들이며, GM의 HW/SW 전용 플랫폼인 Ultium/Ultif가 적용된 모델로 기대감이 높다. 동사는 천연/인조흑연 음극재 및 안정적 원소재 밸류체인을 확보하고 있어 추가 고객사를 확보할 가능성도 높아 경쟁사 대비 프리미엄은 타당하다고 판단한다. 그러나 이미 24년 PER 26배로 경쟁사 평균(13배) 대비 100% 할증을 받고 있어, 고객사 확보 모멘텀이 지연된다면 현재의 밸류에이션은 부담 요인이다.

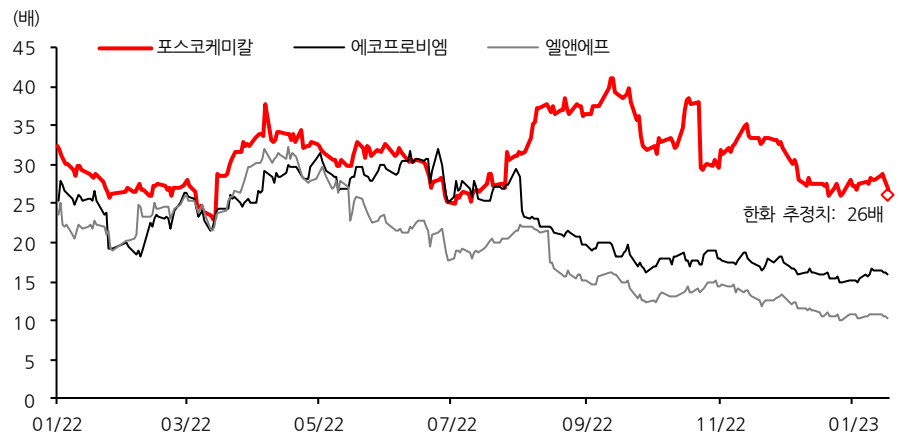
[표1] 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 연결 매출액 | 664.6 | 803.2 | 1,053.3 | 920.1 | 1,076.6 | 1,266.0 | 1,542.6 | 1,797.6 | 1,989.5 | 3,441.2 | 5,682.8 | 8,931.1 |
| 양극재 | 272.2 | 418.4 | 658.3 | 509.8 | 585.7 | 846.1 | 1,126.8 | 1,368.0 | 678.0 | 1,858.8 | 4,007.2 | 7,110.4 |
| 음극재 | 44.9 | 46.5 | 68.4 | 62.3 | 88.6 | 106.7 | 109.6 | 112.6 | 173.7 | 222.1 | 417.6 | 604.1 |
| 철강 사업부 | 334.5 | 325.4 | 321.3 | 329.1 | 308.8 | 300.0 | 295.8 | 303.4 | 1,066.8 | 1,310.3 | 1,208.0 | 1,166.6 |
| 매출비중(%) | | | | | | | | | | | | |
| 양극재 | 41% | 52% | 62% | 55% | 54% | 67% | 73% | 76% | 34% | 54% | 71% | 80% |
| 음극재 | 7% | 6% | 6% | 7% | 8% | 8% | 7% | 6% | 9% | 6% | 7% | 7% |
| 철강 사업부 | 50% | 41% | 31% | 36% | 29% | 24% | 19% | 17% | 54% | 38% | 21% | 13% |
| 연결 영업이익 | 25.5 | 55.2 | 81.8 | 22.2 | 66.9 | 73.1 | 112.7 | 136.1 | 121.7 | 184.7 | 388.8 | 734.0 |
| 영업이익률(%) | 3.8% | 6.9% | 7.8% | 2.4% | 6.2% | 5.8% | 7.3% | 7.6% | 6.1% | 5.4% | 6.8% | 8.2% |

자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 24E PER 추이: 경쟁사 대비 높은 밸류에이션은 부담 요인



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,566 | 1,990 | 3,441 | 5,683 | 8,931 |
| 매출총이익 | 144 | 238 | 360 | 702 | 1,222 |
| 영업이익 | 60 | 122 | 185 | 389 | 732 |
| EBITDA | 125 | 203 | 281 | 559 | 973 |
| 순이자손익 | -5 | 8 | 5 | -11 | -21 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | -8 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -8 | 17 | 21 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 35 | 146 | 206 | 377 | 713 |
| 당기순이익 | 30 | 134 | 169 | 307 | 587 |
| 지배주주순이익 | 30 | 134 | 159 | 294 | 555 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 5.6 | 27.0 | 73.0 | 65.1 | 57.2 |
| 영업이익 | -32.9 | 101.9 | 51.8 | 110.5 | 88.3 |
| EBITDA | -6.8 | 62.7 | 38.4 | 99.0 | 74.1 |
| 순이익 | -70.6 | 349.7 | 26.1 | 82.0 | 91.3 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 9.2 | 12.0 | 10.5 | 12.4 | 13.7 |
| 영업이익률 | 3.8 | 6.1 | 5.4 | 6.8 | 8.2 |
| EBITDA 이익률 | 8.0 | 10.2 | 8.2 | 9.8 | 10.9 |
| 세전이익률 | 2.2 | 7.3 | 6.0 | 6.6 | 8.0 |
| 순이익률 | 1.9 | 6.7 | 4.9 | 5.4 | 6.6 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|--------|-------|--------|--------|
| 영업현금흐름 | 38 | 103 | 186 | 365 | 521 |
| 당기순이익 | 30 | 134 | 169 | 307 | 587 |
| 자산상각비 | 64 | 81 | 96 | 170 | 241 |
| 운전자본증감 | -93 | -142 | -123 | -100 | -275 |
| 매출채권 감소(증가) | -67 | 41 | -118 | -483 | -414 |
| 재고자산 감소(증가) | 4 | -254 | -262 | -648 | -311 |
| 매입채무 증가(감소) | -8 | 109 | 96 | 334 | 450 |
| 투자현금흐름 | -254 | -1,675 | -371 | -1,816 | -1,617 |
| 유형자산처분(취득) | -242 | -552 | -666 | -1,800 | -1,600 |
| 무형자산 감소(증가) | -3 | -10 | -9 | -9 | -9 |
| 투자자산 감소(증가) | -7 | -1,092 | 417 | -2 | -2 |
| 재무현금흐름 | 302 | 1,522 | 548 | 1,177 | 977 |
| 차입금의 증가(감소) | 312 | 248 | 550 | 1,200 | 1,000 |
| 자본의 증가(감소) | -25 | 1,248 | -33 | -23 | -23 |
| 배당금의 지급 | 25 | 18 | 23 | 23 | 23 |
| 총현금흐름 | 136 | 235 | 302 | 464 | 796 |
| (-)운전자본증가(감소) | 102 | 1,145 | -220 | 100 | 275 |
| (-)설비투자 | 243 | 552 | 666 | 1,800 | 1,600 |
| (+)자산매각 | -2 | -9 | -8 | -9 | -9 |
| Free Cash Flow | -211 | -1,472 | -153 | -1,444 | -1,088 |
| (-)기타투자 | -6 | -983 | 456 | 6 | 6 |
| 잉여현금 | -204 | -489 | -609 | -1,450 | -1,094 |
| NOPLAT | 52 | 111 | 151 | 316 | 603 |
| (+) Dep | 64 | 81 | 96 | 170 | 241 |
| (-)운전자본투자 | 102 | 1,145 | -220 | 100 | 275 |
| (-)Capex | 243 | 552 | 666 | 1,800 | 1,600 |
| OpFCF | -229 | -1,505 | -199 | -1,413 | -1,032 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 811 | 2,084 | 2,365 | 2,526 | 3,136 |
| 현금성자산 | 140 | 99 | 488 | 215 | 98 |
| 매출채권 | 277 | 241 | 404 | 887 | 1,300 |
| 재고자산 | 187 | 441 | 736 | 1,384 | 1,695 |
| 비유동자산 | 1,277 | 1,838 | 2,567 | 4,212 | 5,586 |
| 투자자산 | 314 | 345 | 438 | 444 | 450 |
| 유형자산 | 932 | 1,459 | 2,094 | 3,724 | 5,083 |
| 무형자산 | 31 | 34 | 35 | 44 | 53 |
| 자산총계 | 2,088 | 3,922 | 4,932 | 6,738 | 8,722 |
| 유동부채 | 221 | 635 | 1,256 | 1,591 | 2,042 |
| 매입채무 | 187 | 347 | 454 | 788 | 1,238 |
| 유동성이자부채 | 23 | 268 | 778 | 778 | 778 |
| 비유동부채 | 844 | 849 | 956 | 2,156 | 3,157 |
| 비유동이자부채 | 831 | 836 | 937 | 2,137 | 3,137 |
| 부채총계 | 1,064 | 1,484 | 2,211 | 3,747 | 5,199 |
| 자본금 | 30 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 자본잉여금 | 195 | 1,453 | 1,455 | 1,455 | 1,455 |
| 이익잉여금 | 779 | 898 | 1,045 | 1,316 | 1,847 |
| 자본조정 | -3 | 0 | -14 | -14 | -14 |
| 자기주식 | 0 | 0 | -7 | -7 | -7 |
| 자본총계 | 1,024 | 2,438 | 2,721 | 2,991 | 3,522 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 461 | 1,732 | 2,048 | 3,791 | 7,159 |
| BPS | 16,408 | 30,845 | 32,593 | 36,085 | 42,944 |
| DPS | 285 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| CFPS | 2,119 | 3,030 | 3,894 | 5,995 | 10,278 |
| ROA(%) | 1.5 | 4.5 | 3.6 | 5.0 | 7.2 |
| ROE(%) | 3.0 | 7.9 | 6.5 | 11.0 | 18.1 |
| ROIC(%) | 3.7 | 4.6 | 4.4 | 7.0 | 9.7 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 225.7 | 83.1 | 82.5 | 48.7 | 25.8 |
| PBR | 6.3 | 4.7 | 5.2 | 5.1 | 4.3 |
| PSR | 4.3 | 5.6 | 3.8 | 2.5 | 1.6 |
| PCR | 49.1 | 47.5 | 43.4 | 30.8 | 18.0 |
| EV/EBITDA | 70.3 | 59.9 | 51.0 | 30.4 | 18.6 |
| 배당수익률 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 104.0 | 60.9 | 81.3 | 125.3 | 147.6 |
| Net debt/Equity | 69.8 | 41.2 | 45.1 | 90.3 | 108.4 |
| Net debt/EBITDA | 573.0 | 495.5 | 436.9 | 483.3 | 392.4 |
| 유동비율 | 367.4 | 328.4 | 188.3 | 158.8 | 153.5 |
| 이자보상배율(배) | 8.7 | 13.2 | 12.8 | 13.4 | 18.4 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 77.6 | 88.0 | 79.7 | 89.1 | 92.8 |
| 현금+투자자산 | 22.4 | 12.0 | 20.3 | 10.9 | 7.2 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 45.5 | 31.2 | 38.7 | 49.4 | 52.6 |
| 자기자본 | 54.5 | 68.8 | 61.3 | 50.6 | 47.4 |

[Compliance Notice]

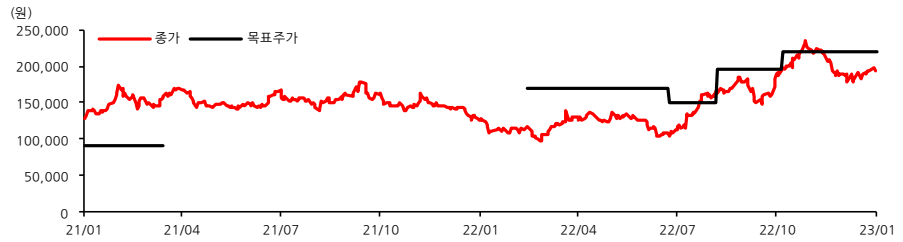
(공표일: 2023년 01월 20일)

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. (이용육)

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.

[포스코케미칼 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일시 | 2016.08.12 | 2022.03.03 | 2022.03.03 | 2022.04.12 | 2022.04.26 | 2022.07.12 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 이용육 | 170,000 | 170,000 | 170,000 | 150,000 |
| 일시 | 2022.07.22 | 2022.08.25 | 2022.10.12 | 2022.10.18 | 2022.10.25 | 2023.01.20 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 150,000 | 195,000 | 195,000 | 195,000 | 220,000 | 220,000 |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2022.03.03 | Buy | 170,000 | -28.49 | -18.24 |
| 2022.07.12 | Buy | 150,000 | -9.75 | 10.67 |
| 2022.08.25 | Buy | 195,000 | -13.10 | -2.05 |
| 2022.10.24 | Buy | 220,000 | | |

[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: 2022년 12월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 95.2% | 4.8% | 0.0% | 100.0% |