



# 포스코케미칼 (003670)

## 수익성 압박 vs 수주 기대감

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

### Buy (유지)

목표주가(유지): 220,000원

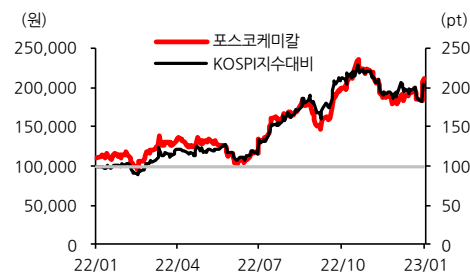
현재 주가(1/27)	211,500원
상승여력	▲ 4.0%
시가총액	163,835억원
발행주식수	77,463천주
52 주 최고가 / 최저가	236,000 / 96,600원
90 일 일평균 거래대금	1,479.67억원
외국인 지분율	7.6%
주주 구성	
포스코홀딩스 (외 5 인)	62.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.6%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.9	6.3	82.3	95.8
상대수익률(KOSPI)	5.4	-2.2	79.5	100.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,990	3,302	6,125	9,061
영업이익	122	166	317	701
EBITDA	203	258	478	945
지배주주순이익	134	118	246	537
EPS	1,732	1,527	3,174	6,926
순차입금	1,005	1,168	3,016	4,469
PER	83.1	110.7	66.6	30.5
PBR	4.7	5.3	6.1	5.1
EV/EBITDA	59.9	55.3	40.6	22.1
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE	7.9	4.9	9.5	18.1

### 주가 추이



포스코케미칼은 실적 쇼크를 기록했음에도 수주 기대감으로 주가는 상승했습니다. 예상보다 빠른 수주 모멘텀으로 당분간 주가 상승세는 이어질 수 있다고 판단하지만, 이를 감안해도 높은 밸류에이션과 상반기까지의 낮은 수익성으로 추세적 상승은 제한적이라 판단합니다.

### 4분기 실적 쇼크

동사의 4분기 실적은 연결기준 매출액 7,808억 원, 영업이익 33억 원으로 실적 쇼크를 기록했다. 양극재는 IT용 출하 감소로 이익률이 5%까지 하락했고, 절강포화도 비바인딩 계약으로 출하가 감소하며 매출이 QoQ 50% 이상 하락했다. 음극재도 출하 감소로 2%의 이익률을 기록한 것으로 추정된다. 철강 부문에서는 홍수 피해로 기초 소재 판매 부진 및 제품 평가손, 유가 하락에 따른 수익성 하락이 크게 반영됐다.

### 1분기 영업이익 236억 원 전망

동사의 1분기 실적으로 매출액 1.0조 원, 영업이익 236억 원을 전망한다. 양극재는 GM향 광양 공장이 가동되며 출하량은 QoQ +50% 이상 증가할 것으로 예상되나, 초기 가동 비용으로 수익성은 4~5%에서 유지될 전망이다. 음극재도 출하가 일부 회복되지만, 낮은 환율과 재료비/고정비 상승으로 2%대 수익성이 예상된다. 철강 부문은 일회성 비용은 사라지나, 소폭 적자가 지속될 전망이다. 상반기까지는 양극재 공장 가동 초기 비용 및 리튬 가격 하락에 따른 스프레드 악화로 수익성은 낮게 유지될 것으로 예상된다. 다만, 수익성 높은 GM향 NCMA 비중이 본격 증가하는 하반기부터 마진이 크게 개선될 것으로 기대된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 22만 원 유지

실적 쇼크에도 불구하고 삼성SDI향 수주 기대감으로 주가 상승세가 이어졌다. 삼성SDI는 중장기 캐па 가이드스를 제공하지 않지만, 작년 6월 일진머티리얼스와 8.5년간 8.5조 원의 동박(배터리 약 690GWh 규모) 공급계약을 감안하면 동사와도 대규모 공급계약이 가능하다고 판단한다. LGES/GM 외 글로벌 메이저 업체향 공급 기대감과 중장기 실적 가시성이 높아질 수 있는 측면에서 긍정적이다. 예상보다 빠른 수주 모멘텀으로 주가는 당분간 상승세가 이어질 수 있다고 판단한다. 그러나, 이를 감안해도 높은 밸류에이션과 상반기까지 수익성 압박을 고려하면 상반기 내 추세적인 상승은 제한적일 것으로 판단한다.

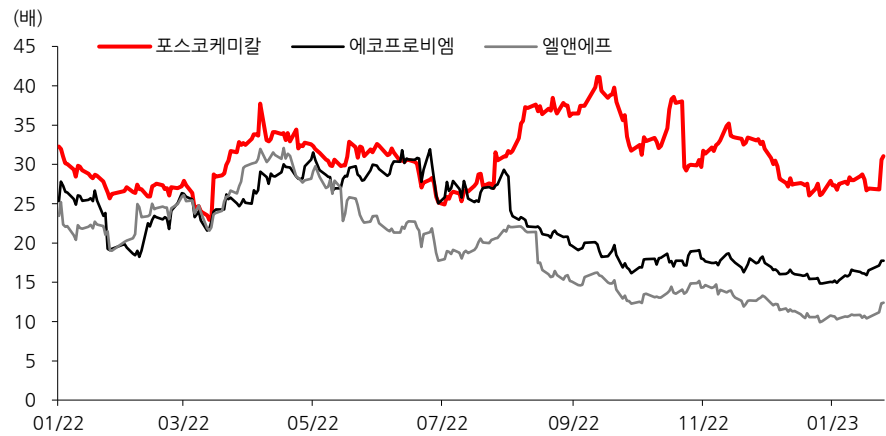
[표1] 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
<b>연결 매출액</b>	<b>664.6</b>	<b>803.2</b>	<b>1,053.3</b>	<b>780.8</b>	<b>1,025.7</b>	<b>1,304.6</b>	<b>1,736.5</b>	<b>2,057.9</b>	<b>1,989.5</b>	<b>3,301.9</b>	<b>6,124.7</b>	<b>9,061.4</b>
양극재	272.2	418.4	658.3	384.7	609.1	879.4	1,309.1	1,619.9	678.0	1,733.6	4,417.6	7,127.4
음극재	44.9	46.5	68.4	56.5	62.4	82.9	92.3	99.2	173.7	216.3	336.8	594.4
철강 사업부	334.5	325.4	321.3	323.0	336.7	324.4	321.1	321.2	1,066.8	1,304.3	1,303.5	1,258.0
<b>매출비중(%)</b>												
양극재	41%	52%	62%	49%	59%	67%	75%	79%	34%	53%	72%	79%
음극재	7%	6%	6%	7%	6%	6%	5%	5%	9%	7%	5%	7%
철강 사업부	50%	41%	31%	41%	33%	25%	18%	16%	54%	40%	21%	14%
<b>연결 영업이익</b>	<b>25.5</b>	<b>55.2</b>	<b>81.8</b>	<b>3.3</b>	<b>23.6</b>	<b>50.7</b>	<b>104.7</b>	<b>138.4</b>	<b>121.7</b>	<b>165.9</b>	<b>317.4</b>	<b>700.8</b>
영업이익률(%)	3.8%	6.9%	7.8%	0.4%	2.3%	3.9%	6.0%	6.7%	6.1%	5.0%	5.2%	7.7%

자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 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	3,302	6,125	9,061
매출총이익	144	238	335	658	1,200
영업이익	60	122	166	317	701
EBITDA	125	203	258	478	945
순이자손익	-5	8	5	-14	-29
외화관련손익	0	0	-8	0	0
지분법손익	-8	17	21	0	0
세전계속사업손익	35	146	188	339	690
당기순이익	30	134	176	287	571
지배주주순이익	30	134	118	246	537
<b>증가율(%)</b>					
매출액	5.6	27.0	66.0	85.5	47.9
영업이익	-32.9	101.9	36.3	91.3	120.8
EBITDA	-6.8	62.7	27.2	85.3	97.7
순이익	-70.6	349.7	31.3	63.3	99.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	9.2	12.0	10.1	10.7	13.2
영업이익률	3.8	6.1	5.0	5.2	7.7
EBITDA 이익률	8.0	10.2	7.8	7.8	10.4
세전이익률	2.2	7.3	5.7	5.5	7.6
순이익률	1.9	6.7	5.3	4.7	6.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	38	103	246	-11	585
당기순이익	30	134	122	254	564
자산상각비	64	81	92	161	245
운전자본증감	-93	-142	-19	-418	-197
매출채권 감소(증가)	-67	41	-57	-672	-387
재고자산 감소(증가)	4	-254	-150	-960	-242
매입채무 증가(감소)	-8	109	28	517	433
투자현금흐름	-254	-1,675	-371	-1,816	-2,017
유형자산처분(취득)	-242	-552	-666	-1,800	-2,000
무형자산 감소(증가)	-3	-10	-9	-9	-9
투자자산 감소(증가)	-7	-1,092	417	-2	-2
재무현금흐름	302	1,522	548	1,477	1,477
차입금의 증가(감소)	312	248	550	1,500	1,500
자본의 증가(감소)	-25	1,248	-33	-23	-23
배당금의 지급	25	18	23	23	23
총현금흐름	136	235	257	407	782
(-)운전자본증가(감소)	102	1,145	-324	418	197
(-)설비투자	243	552	666	1,800	2,000
(+)자산매각	-2	-9	-8	-9	-9
Free Cash Flow	-211	-1,472	-93	-1,820	-1,424
(-)기타투자	-6	-983	456	6	6
잉여현금	-204	-489	-549	-1,825	-1,430
NOPLAT	52	111	155	268	580
(+) Dep	64	81	92	161	245
(-)운전자본투자	102	1,145	-324	418	197
(-)Capex	243	552	666	1,800	2,000
OpFCF	-229	-1,505	-95	-1,789	-1,372

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	811	2,084	2,251	2,839	3,516
현금성자산	140	99	548	199	246
매출채권	277	241	343	1,015	1,401
재고자산	187	441	625	1,585	1,827
비유동자산	1,277	1,838	2,571	4,225	5,995
투자자산	314	345	438	444	450
유형자산	932	1,459	2,098	3,737	5,493
무형자산	31	34	35	44	53
자산총계	2,088	3,922	4,823	7,064	9,512
유동부채	221	635	1,187	1,705	2,138
매입채무	187	347	385	902	1,335
유동성이자부채	23	268	778	778	778
비유동부채	844	849	956	2,456	3,957
비유동이자부채	831	836	937	2,437	3,937
부채총계	1,064	1,484	2,142	4,161	6,095
자본금	30	39	39	39	39
자본잉여금	195	1,453	1,455	1,455	1,455
이익잉여금	779	898	1,005	1,227	1,741
자본조정	-3	0	-14	-14	-14
자기주식	0	0	-7	-7	-7
자본총계	1,024	2,438	2,680	2,903	3,416

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	461	1,732	1,527	3,174	6,926
BPS	16,408	30,845	32,072	34,946	41,572
DPS	285	300	300	300	300
CFPS	2,119	3,030	3,322	5,259	10,093
ROA(%)	1.5	4.5	2.7	4.1	6.5
ROE(%)	3.0	7.9	4.9	9.5	18.1
ROIC(%)	3.7	4.6	4.6	5.9	8.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	225.7	83.1	110.7	66.6	30.5
PBR	6.3	4.7	5.3	6.1	5.1
PSR	4.3	5.6	4.0	2.7	1.8
PCR	49.1	47.5	50.9	40.2	21.0
EV/EBITDA	70.3	59.9	55.3	40.6	22.1
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	104.0	60.9	79.9	143.3	178.4
Net debt/Equity	69.8	41.2	43.6	103.9	130.8
Net debt/EBITDA	573.0	495.5	452.6	630.8	472.8
유동비율	367.4	328.4	189.7	166.5	164.4
이자보상배율(배)	8.7	13.2	11.5	10.0	14.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	77.6	88.0	78.2	89.7	91.6
현금+투자자산	22.4	12.0	21.8	10.3	8.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	45.5	31.2	39.0	52.6	58.0
자기자본	54.5	68.8	61.0	47.4	42.0

[ Compliance Notice ]

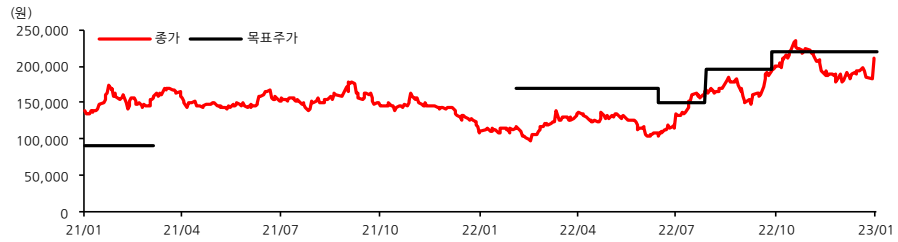
(공표일: 2023년 01월 30일)

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 ]

일 시	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
일 시	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
일 시	2023.01.30					
투자의견	Buy					
목표가격	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
2022.10.25	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%

