

이학무, Analyst, 3774-1785, hmlee@miraeasset.com

What's New

고부가 제품 비중 확대에 실적 회복

포스코케미칼 2/4 분기 매출 및 영업이익은 각각 3,270 억원 및 265 억원을 시현할 것으로 추정함. 전분기 대비 매출 증가가 크지 않음에도 불구하고 영업이익이 전분기 209 억원에서 26% 증가하는 이유는 내화학사업 부문에서 화학 및 철강에 사용되는 고부가가치 제품 비중이 증가하였고 1/4 분기 매출 축소로 수익성이 하락한 내화학 공사 부문의 매출이 140 억원 수준으로 회복되었기 때문임. 3/4 분기 및 4/4 분기에도 이와 같은 추세가 유지되어 250 억원 이상의 영업이익의 시현을 꾸준히 기대할 수 있을 것임. 3/4 분기에는 차기 성장 동력이 될 음극활물질 및 석탄화학 사업이 좀 더 가시성을 갖게 됨에 따라 주가 상승 모멘텀이 있을 것으로 기대함. 안정적인 수익성에 향후 성장에 대한 가시성을 확보할 수 있다는 것을 감안하면 PER 8 배 수준인 현재가는 저평가된 것으로 판단함. 목표주가 18 만원 및 투자의견 BUY를 유지함.

» 2/4 분기 영업이익 전분기 대비 26% 이상 증가 전망

» 지연되었던 차기 성장동력의 가시성 확보 기대되는 3/4 분기

» 음극활물질 시장의 성공적인 진입과 성장에 대한 기대 유효

» 목표주가 18 만원 및 투자의견 BUY 유지

2/4 분기 영업이익 전분기 대비 26% 이상 증가 전망

포스코케미칼의 2/4 분기 매출은 전분기 3,248 억원 대비 소폭 증가한 3,270 억원으로 추정함. 그러나 영업이익은 전분기 209 억원 대비 26% 증가한 265 억원으로 회복될 것임. 이는 지난 분기에 부진했던 내화학 사업부문 및 건설사업 부문이 정상화됨에 따른 것임. 내화학 사업부문은 전분기 수준의 매출액을 보였으나 상대적으로 수익성이 좋은 화학 및 철강 관련된 매출 비중이 증가하면서 수익성이 개선된 것으로 추정함. 건설 부문에서도 화학 및 철강과 관련된 내화학 공사 매출이 회복되면서 수익성이 개선에 크게 기여한 것으로 추정함. 이와 같은 추세는 하반기에도 지속되면서 분기 250 억원 이상의 안정적인 영업이익을 지속적으로 시현할 수 있을 것으로 기대함.

Earnings preview

BUY

18 July 2012

BUY
2 May 2012BUY
23 Nov 2011BUY
15 Sep 2011

Target price

KRW180,000

Current price (16 July 2012)

KRW130,500

Upside/downside

37.9%

Consensus target price

KRW260,000

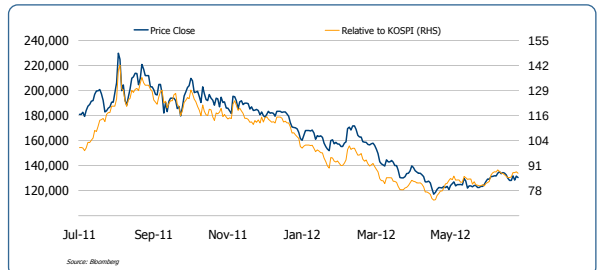
Difference from consensus

-30.8%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	756	1,189	1,317	1,410
Op EBIT (KRWb)	69.9	116.1	100.4	132.4
Net income (KRWb)	57.2	91.3	88.2	114.8
Norm profit (KRWb)	57.2	92.9	88.2	114.8
EPS (KRW)	9,682	15,721	14,929	19,429
EPS growth	72.8%	62.4%	-5.0%	30.1%
P/E (x)	13.5	8.3	8.7	6.7
EV/EBITDA (x)	8.4	5.1	5.0	3.3
Dividend yield	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B (x)	3.2	2.4	1.9	1.5
ROE	26.8%	32.0%	23.9%	24.7%
Net debt/equity	-37.0%	-40.6%	-42.0%	-46.8%
Cons EPS (KRW)	9,682	15,721	15,760	17,649
Prev EPS (adj) (KRW)	9,494	15,641	15,978	21,309

Performance



Trading data

Market cap (KRWb/US\$m)	770.9/672.1		
Shares outstanding	5.91m		
Free float	35.0%		
52-week price high/low	KRW117,200-230,000		
Daily average turnover (3M)	US\$1.26m		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	5.8%	-2.5%	-27.3%
Relative to KOSPI	8%	6.3%	-12%
Absolute (US\$)	7.5%	-3.2%	-33%
Major shareholders			
POSCO	60.0%		
POSTECH	5.0%		

Figure 1 포스코켐텍의 2012년 2/4분기 영업실적 프리뷰(K-IFRS 개별 기준)

(십억 원, %, ppt)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12 Consensus		diff	q-q	y-y
매출액	294.6	294.3	320.1	324.9	327.1	326.8	0.1	0.7	11.0
영업이익	32.7	30.6	29.4	20.9	26.5	30.0	-11.9	26.4	(19.1)
순이익	25.4	24.3	23.1	18.8	23.1	24.2	-4.7	22.5	(9.2)
영업이익률	11.1	10.4	9.2	6.4	8.1	9.2	-1.1	1.6	(3.0)
순이익률	8.6	8.3	7.2	5.8	7.0	7.4	-0.4	1.3	(1.6)

자료: 포스코켐텍, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 연간 실적 추정 변경(K-IFRS 개별 기준)

(십억 원, %, ppt)	변경전		변경후		차이 (% , ppt)	
	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
매출액	1,289.2	1,404.1	1,317.2	1,410.3	2.2	0.4
영업이익	113.8	153.4	100.4	132.4	(11.8)	(13.7)
순이익	94.4	126.1	88.2	114.7	(6.6)	(9.0)
영업이익률	8.8%	10.9%	7.6%	9.4%	(1.2)	(1.5)
순이익률	7.3%	9.0%	6.7%	8.1%	(0.6)	(0.8)

자료: 포스코켐텍, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 분기별 제품별 실적 추이

(십억 원, %, ppt)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2011	2012E
매출액	279.6	294.6	294.3	320.1	324.9	327.1	328.1	337.1	1,188.6	1,317.2
내화물	69.1	65.6	66.2	72.2	78.5	72.9	72.8	75.8	273.2	300.0
건설	47.2	41.9	49.3	53.3	45.7	46.5	54.3	56.0	191.8	202.4
생석회	70.6	72.5	73.2	79.8	77.5	80.5	84.6	83.8	296.1	326.3
케미칼	92.6	114.6	105.5	114.8	123.1	127.2	116.4	121.6	427.5	488.4
영업이익	23.4	32.7	30.6	29.4	20.9	26.5	26.5	26.4	116.2	100.4
순이익	18.5	25.4	24.3	23.1	18.8	23.1	23.2	23.1	91.4	88.2
영업이익률(%)	8.4	11.1	10.4	9.2	6.4	8.1	8.1	7.8	9.8	7.6
순이익률(%)	6.6	8.6	8.3	7.2	5.8	7.0	7.1	6.8	7.7	6.7

자료: 포스코켐텍, 미래에셋증권 리서치센터

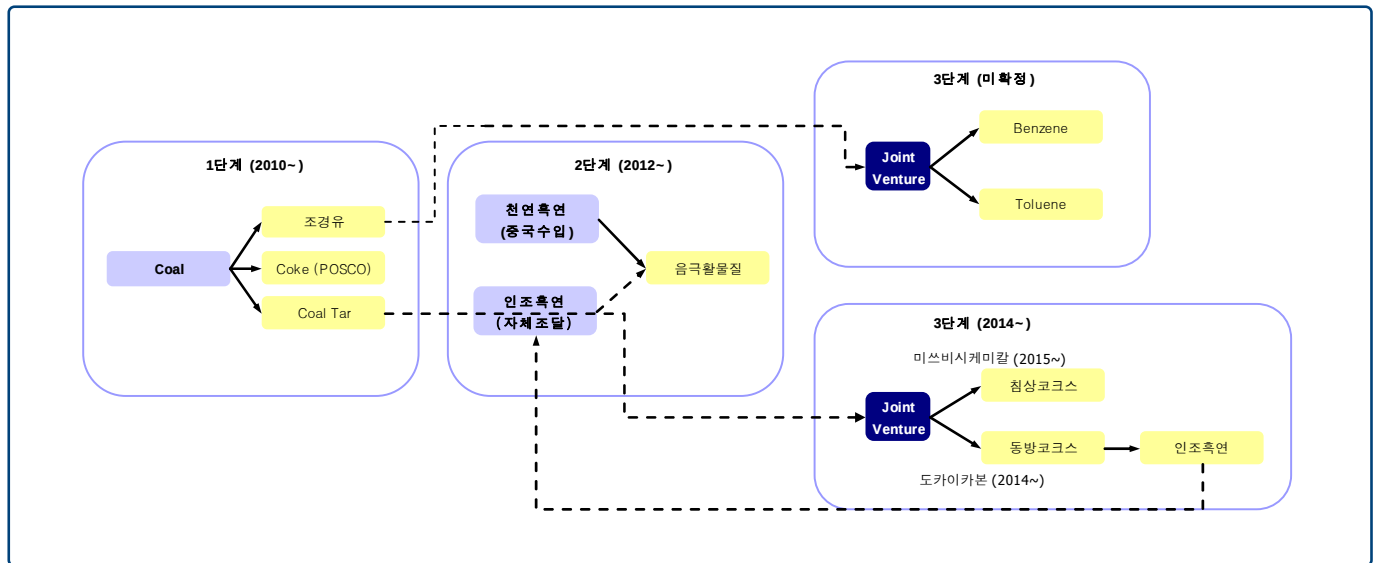
지연되었던 차기 성장동력의 가시성 확보 기대되는 3/4 분기

3/4 분기에 포스코켐텍의 차기 양대 성장 동력으로 기대되는 음극활물질 사업과 석탄화학 사업부분의 사업 가시성을 확보하게 될 것으로 기대함. 이미 2/4 분기에도 1~2 억원 수준의 음극활물질 매출이 발생하였고 3/4 분기에는 고객사로부터 품질인증을 받을 수 있을 것으로 기대함. 특히, 이번엔 인증 받을 것으로 기대되는 제품 생산을 위한 전용 생산라인을 확보해야 함에 따른 추가 증설이 있을 것으로 기대함. 따라서 기존 연간 2,400 톤의 음극활물질 생산능력에서 600 톤을 증가하는 것은 단순히 생산능력을 25% 증가시키는 것보다는 사업을 본격화하는 신호가 된다는 점에서 주가에는 더욱 긍정적인 것으로 판단함. 2011년부터 진행하던 석탄화학 사업부분의 경우에도 3/4 분기에는 도카이카본 및 미쯔비시와 JV 를 설립하면서 사업을 본격화하는 모멘텀을 기대할 수 있을 것임. 등방흑연블럭의 경우에는 도카이카본과 JV 설립을 진행하고 있고 침상코크스의 경우에는 미쯔비시화학과 JV 설립을 진행하고 있음. 생산되는 제품의 상당량을 중국에 수출할 계획이므로 JV 설립을 위해 중국 정부의 기업 결합 승인이 필요한데 3/4 분기 중으로 중국의 승인을 받아 JV 설립이 가능할 것이고 이는 주가 상승 모멘텀이 될 수 있을 것으로 판단함.

음극활물질 시장의 성공적인 진입과 성장에 대한 기대 유효

음극활물질에 있어서 삼성 SDI와 LG 화학이 국내 조달 비율을 높이려는 의지가 강하기 때문에 3/4 분기 중으로 특정한 제품에 대한 인증 이후 공급을 본격화하면 2013 년 빠르게 사업을 확장할 수 있을 것으로 기대함. 향후 리튬이온전지의 성장 동력이 ESS 등에 있는 것은 포스코켄텍의 음극활물질 사업에 대한 기대를 더욱 높게 하는 요인이 됨. ESS 등에 사용되는 리튬이온전지의 음극활물질은 더 긴 수명이 요구되기 때문에 인조흑연타입이 많이 사용됨. 음극활물질의 원재료인 인조흑연은 포스코켄텍과 도카이카본과의 JV에서 양질의 제품을 좋은 가격에 공급 받을 수 있을 것으로 기대함. 이를 바탕으로 한 원가 및 품질 경쟁력을 앞세워 시장 점유율 확대를 충분히 기대할 수 있어 음극활물질 사업의 성공적인 진입 및 성장에 대한 기대를 충분히 가질 수 있는 시점이라고 판단함.

Figure 4 신사업 진출에 대한 모멘텀 기대

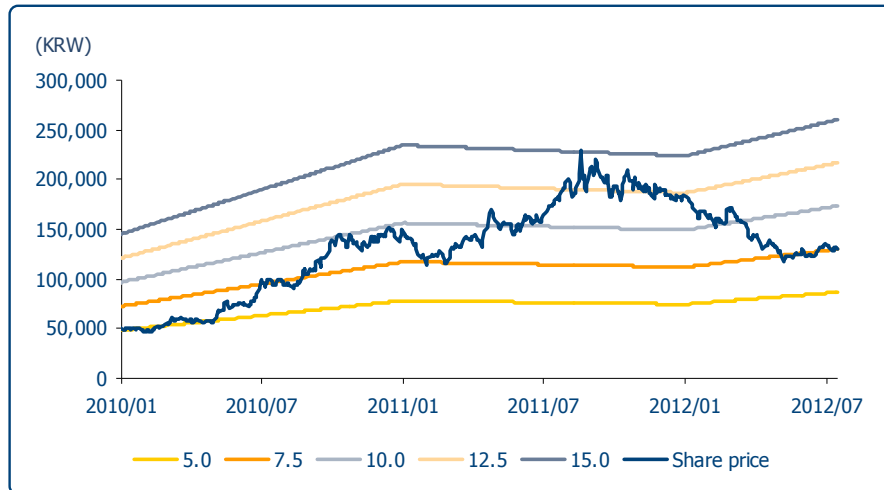


자료: 포스코켄텍, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 18 만원 및 투자의견 BUY 유지

분기 250 억원 수준의 안정적인 영업이익을 지속하며 장기 성장에 대한 가시성을 높여가고 있어 포스코켄텍에 대한 긍정적인 의견을 유지함. 기존 내화물, 생석회 및 석탄화학 원재료 사업은 꾸준히 유지보수 해주는 측면이 강하기 때문에 전방업체 대비해서 영업의 부침이 상대적으로 약하고 이에 따라 수익성의 변동도 낮은 장점이 있음. 이와 같은 안정적인 수익구조에 음극활물질 및 석탄화학 사업의 진입은 포스코켄텍의 꾸준한 주가 모멘텀이 될 수 있다고 판단하고 있음. 주가 측면에서 볼 때 2011 년 상반기에 이와 같은 신규 사업에 대한 모멘텀이 일차 반영되어 조정을 보인 이후, 2012 년 하반기에 매출이 가시화 되고 JV 설립이 가시화 되면서 다시 한번 주가 상승의 모멘텀이 될 수 있다고 판단함. 신규 사업으로 인한 성장성 측면에서 볼 때 2012 년 대비 2013 년 EPS 성장률은 30% 수준으로 과거 2008 년 생석회 사업을 추가할 때 유사한 수준임. 2008 년에는 성장 동력이 생석회 하나였지만 이번에는 성장 동력이 음극활물질, 등방흑연블록, 침상코크스 등 3 개로 더 가시성이 높다는 것을 감안하면 20% 정도의 프리미엄 적용이 충분히 가능할 것이라고 판단함. 이를 반영하여 2012 년 예상 EPS 14,929 원에 PER 12 배를 적용한 목표주가 18 만원 및 투자의견 BUY를 유지함.

Figure 5 포스코켐텍 12m Forward P/E band chart



자료: 포스코켐텍, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 Global peer valuation

(US\$m, %)		POSCO CHEMTECH	JFE HOLDINGS	NIPPON CARBON	NIPPON STEEL	CHINA STEEL CHEMICAL
Ticker		003670 KS	5411 JP	5302 JP	5401 JP	1723 TT
Share price(US\$)		114.9	13.9	2.4	2.0	4.6
Market cap		679	8,568	285	13,720	1,091
Currency		KRW	JPY	JPY	JPY	TWD
Revenue	2011	1,073.9	37,391.8	472.7	48,089.2	308.3
	2012E	1,190.1	39,397.2	457.3	50,017.5	283.6
	2013E	1,274.2	41,759.6	515.0	53,115.1	307.8
OP	2011	105.8	2,139.1	59.2	1,937.8	82.7
	2012E	90.7	560.1	56.2	880.9	74.1
	2013E	119.6	1,525.1	72.7	1,613.4	89.1
NP	2011	83.5	685.8	25.9	1,090.5	76.4
	2012E	79.7	(493.6)	27.8	(9.0)	66.7
	2013E	103.7	931.9	36.9	1,246.2	78.5
OPM	2011	9.8	5.7	12.5	4.0	26.8
	2012E	7.6	1.4	12.3	1.8	26.1
	2013E	9.4	3.7	14.1	3.0	28.9
NPM	2011	7.8	1.8	5.5	2.3	24.8
	2012E	6.7	-1.3	6.1	0.0	23.5
	2013E	8.1	2.2	7.2	2.3	25.5
EPS	2011	14.1	1.3	0.2	0.2	0.3
	2012E	13.5	(0.9)	0.2	(0.0)	0.3
	2013E	17.6	1.7	0.3	0.2	0.3
BVPS	2011	50.0	32.7	3.4	3.6	0.9
	2012E	62.7	31.9	3.5	3.4	0.9
	2013E	79.3	34.1	3.8	3.7	1.0
PER	2011	11.7	22.0	11.9	18.0	11.8
	2012E	8.8	-	9.7	-	16.1
	2013E	6.8	8.1	7.4	10.9	13.7
PBR	2011	3.3	0.9	0.8	0.9	4.3
	2012E	1.9	0.4	0.7	0.6	5.0
	2013E	1.5	0.4	0.6	0.5	4.7
EV/EVITDA	2011	7.5	6.6	4.1	7.5	9.3
	2012E	5.4	7.9	4.0	7.8	13.2
	2013E	3.6	7.1	3.3	6.4	10.4
ROE	2011	32.4	4.1	7.0	5.0	37.4
	2012E	23.9	-0.9	7.4	2.8	28.3
	2013E	24.7	5.0	9.8	4.9	37.8
ROA	2011	21.7	1.5	3.3	1.9	30.9
	2012E	16.9	(0.1)	5.6	0.8	23.0
	2013E	18.5	1.9	11.4	2.3	31.0

자료: 각사, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 (주가 자료 7/16 기준)

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	574	756	1,189	1,317	1,410
Cost of goods sold	(502)	(645)	(1,015)	(1,158)	(1,216)
Gross profit	72	111	174	159	194
SG and A	(31)	(41)	(57)	(59)	(62)
Op profit	41	70	116	100	132
Op EBITDA	49	80	125	112	147
Depreciation	(6)	(9)	(8)	(11)	(14)
Amortisation	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Op EBIT	41	70	116	100	132
Net interest	3	4	5	6	6
Associates and JCEs	1	0	-	-	-
Other income	(2)	0	2	7	12
Net exceptional income	-	-	(2)	-	-
Profit before tax	43	74	120	114	151
Tax	(10)	(17)	(29)	(26)	(36)
Post-tax profit	33	57	91	88	115
Minorities	-	-	-	-	-
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Net income	33	57	91	88	115
Norm profit	33	57	93	88	115
Dividends	(4)	(4)	(6)	-	(6)
Retained earnings	29	53	85	88	109

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	49	80	125	112	147
Decrease in working capital	-	(6)	(2)	(17)	(13)
Other operating cashflow	(5)	(5)	(8)	(5)	13
Operating cashflow	44	69	115	90	147
Tax paid	(10)	(17)	(29)	(26)	(36)
Net interest	3	4	5	6	6
Dividends received	-	0	-	-	-
Cashflow	37	56	90	71	117
Capital expenditure	(10)	(17)	(33)	(31)	(39)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	-	-	-	-	-
Other investing cashflow	(5)	(37)	(35)	6	(4)
Investing cashflow	(15)	(54)	(68)	(25)	(44)
Dividends paid	-	(4)	(6)	-	(6)
Increase in equity	-	-	-	-	-
Increase in debt	-	-	3	0	-
Other financing cashflow	(4)	32	26	(7)	3
Financing cash flow	(4)	27	23	(7)	(3)
Beginning cash	8	60	90	136	175
Total cash generated	18	30	45	39	70
Forex effects	-	-	-	-	-
Ending cash	25	90	136	175	246

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	210	294	368	421	514
Cash and equivalents	60	90	136	175	246
Receivables	94	118	147	160	175
Inventories	53	83	76	76	84
Other current assets	2	2	10	10	10
Non current assets	48	79	112	140	166
Net operating fixed assets	34	58	86	106	131
Interest in associates					
Other non-current assets	14	20	26	34	35
Total assets	257	372	480	561	680
Current liabilities	63	110	138	135	145
Payables	44	87	98	95	104
ST debt	-	-	0	0	0
Other current liabilities	18	23	39	40	40
Total non-current liabilities	12	18	15	16	17
LT debt	0	0	3	3	3
Other non-current liabilities	12	18	12	13	14
Total liabilities	74	128	152	151	162
Issued capital	30	30	30	30	30
Share premium reserve	24	24	24	24	24
Reserves/Adjustments	1	1	-	-	-
Retained earnings	129	190	274	356	465
Minorities		-	-	-	-
Other equity	-	-	-	-	-
Total equity	183	244	327	410	518

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11A	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	0.0%	31.6%	57.2%	10.8%	7.1%
Gross profit growth	0.0%	54.3%	56.0%	(8.1%)	21.7%
Operating profit growth	0.0%	68.5%	66.1%	(13.5%)	31.9%
EBITDA growth	0.0%	70.5%	54.3%	(4.3%)	33.4%
EPS growth	0.0%	72.8%	62.4%	(5.0%)	30.1%
Norm BPS growth	0.0%	33.0%	34.1%	25.7%	27.0%
Gross margin	12.5%	14.7%	14.6%	12.1%	13.8%
Operating margin	7.22%	9.24%	9.76%	7.62%	9.39%
EBITDA margin	8.2%	10.7%	10.5%	9.1%	11.3%
EBIT margin	7.0%	9.3%	9.7%	8.2%	10.2%
Net income margin	5.76%	7.56%	7.69%	6.70%	8.14%
ROE	na	26.8%	32.0%	23.9%	24.7%
ROA		18.2%	21.4%	16.9%	18.5%
Net debt/equity	(32.8%)	(37.0%)	(40.6%)	(42.0%)	(46.8%)
Interest cover ratio	14,999	1,174	2,173	25,291	33,364
Dividend payout ratio	13.4%	7.7%	6.5%	0.0%	5.1%
Inventory days	38.8	47.0	27.2	24.1	25.1
Account receivable days	59.7	57.0	45.1	44.5	45.4
Account payable days	32.1	49.4	35.3	30.1	31.3
Reported EPS (KRW)	5,602	9,682	15,465	14,929	19,429
EPS (KRW)	5,602	9,682	15,721	14,929	19,429
Reported BPS (KRW)	30,994	41,293	55,392	69,348	87,777
Norm BPS (KRW)	30,542	40,614	54,451	68,443	86,905
DPS (KRW)	750	1,000	1,000	1,000	1,000
Cashflow per share (KRW)	6,257	9,542	15,318	11,951	19,795
Reported P/E (x)	23.3	13.5	8.4	8.7	6.7
P/E (x)	23.3	13.5	8.3	8.7	6.7
P/B (x)	4.21	3.16	2.36	1.88	1.49
P/CF (x)	20.9	13.7	8.5	10.9	6.6
EV/EBITDA (x)	15.0	8.4	5.1	5.0	3.3
EV/Operating Cashflow (x)	16.2	9.8	5.5	6.6	3.6
EV/Sales (x)	1.24	0.90	0.54	0.45	0.37
Dividend yield	0.57%	0.77%	0.77%	0.77%	0.77%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Recommendation

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

BUY: 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold: 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce: 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight: 현 업종지수 대비 +10% 초과
 Neutral: 현 업종지수 대비 ±10% 이내
 Underweight: 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다.
 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 이학무

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
해당사항없음									

주가 및 목표주가 변동추이

주가 ■ 목표가격

■ Buy ■ Hold ■ Reduce ■ Not Rated 이전기준 ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



포스코켐텍 (003670)

날짜	투자 의견	목표가격(12개월)
2011/08/18	BUY (Initiate)	290,000원
2011/09/15	BUY	290,000 원
2011/11/23	BUY	290,000 원
2012/05/02	BUY	180,000 원 (하향)
2012/07/18	BUY	180,000 원