Company Initiation

포스코켐텍 (003670)

IT 원천재료의 끝을 잡는다

장정훈
Analyst
jhooni.chang@samsung.com
02 2020 7752

이준희
Research Associate
giuni.lee@samsung.com
02 2020 7854

Small Cap Team
장정훈 (팀장 / IT 소재, 장비)
jhooni.chang@samsung.com
김은지 (자동차부품, 기계)
eun.jee.kim@samsung.com
강은표 (지주회사)
eunpyo.kang@samsung.com
백재승 (소비재)
jaeseung.baek@samsung.com
이은재 (핸드셋 부품, IT 솔루션)
eunjae.lee@samsung.com

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	190,000원
현재주가	156,400원
Bloomberg code	003670 KS
시가총액	9,238.5억원
Shares (float)	5,907,000주 (35.0%)
52주 최저/최고	117,200원/209,800원
60일-평균거래대금	14.4억원

One-year performance	1M	6M	12M
포스코켐텍 (%)	+10.1	+10.6	-20.9
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+5.0	+11.5	-38.0

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff (%)
투자의견	BUY	-	-
목표주가	190,000	-	-
2012E EPS	14,477	-	-
2013E EPS	16,664	-	-
2014E EPS	20,211	-	-

■ SAMSUNG vs THE STREET

No of I/B/E/S estimates	5
Target price vs I/B/E/S mean	-11.7%
Estimates up/down (4 weeks)	*0/0*
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-3.0%
Estimates up/down (4 weeks)	*0/1*
I/B/E/S recommendation	Buy

WHAT'S THE STORY?

Event: 포스코의 지속적인 조강생산 능력확대에 기존 비즈니스의 매출증가와 더불어 2차전지 음극재 등 IT소재 관련 신규 고부가 케미칼 사업으로 확장 기대.

Impact: 2013년 매출액은 전년대비 10.6% 성장한 1.49조원으로 예상되며, 영업이익은 전년대비 16.3% 성장한 1,234억원이 예상.

Action: 포스코켐텍에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 190,000원을 제시하며 커버리지 개시.

THE QUICK VIEW

화학 IT소재업체로의 변화: 1963년 설립되어 2001년 코스닥에 상장된 포스코 계열사로, 포스코가 60% 지분을 갖고 있으며, 1H12 기준으로 내화물(매출비중 23.4%), 생석회(23.8%), 케미칼, (38.1%), 로재정비 및 시공(14.7%)을 주로 포스코 그룹에 공급하고 있는데 특히 로재정비 및 생석회 사업의 경우는 전량 포스코향 매출. 2001년부터 지난해까지 회사의 매출은 6.4배나 성장.

포스코의 조강생산능력 확대에 따른 안정적 성장기반: 포스코의 지속적인 조강생산 능력확대에 따른 내화물 및 건설공사 등의 기존 비즈니스의 물량증가와 함께 화성부산물과 같은 신규 케미칼 사업부문의 매출증가로 성장세 지속 전망. 2012년 매출액은 전년대비 13.8% 증가한 1.3조원으로 예상되고 2013년에는 전년대비 10.6% 증가한 1.49조원대로 성장할 것으로 전망됨. 다만 2012년 영업이익은 1,061억원 예상돼 전년대비로는 9.3% 하락한 모습이나 베이스 효과를 감안할 필요가 있고, 2013년 영업이익은 전년대비 16.3% 올라선 1,234억원으로 예상됨.

2차전지 음극재 등 고부가 케미컬 사업 프리미엄 기대: 그동안 미뤄져왔던 일본 업체와의 침상코크스 및 동방흑연블록 JV설립이 4분기 중에 성사될 가능성을 높게 봄. 이는 올해 천연흑연소재 음극재 양산을 시작하면서 IT소재 생산의 첫걸음을 내딛은 후 ESS와 xEV용 중대형 2차전지 시장에서 성장성이 기대되는 인조흑연 기반의 음극재 양산에 대한 키 플레이어로 부각될 수 있음을 의미. 또한 동사 케미컬사업에서 나오는 콜타르와 조경유를 기반으로 하는 다양한 고부가의 케미컬사업 및 IT소재업체로의 성장 그림을 그릴 수 있다는 점에서 주목함.

투자의견 BUY와 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시: 포스코켐텍에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 190,000원을 제시하며 커버리지 시작. 목표주가는 2013년 예상 EPS에 동사의 역사적 평균 P/E 배수를 적용하고 신규 성장비즈니스에 대한 기대 프리미엄 20%를 반영해서 산출. 현 주가는 2012년 P/E 10.8배, 2013년 기준으로는 9.4배에 거래되고 있는데, 이는 과거 포스코에 의존한 사업으로만 받아왔던 평균 배수 수준임. 따라서 고성장 고부가 제품으로의 다변화 및 포스코 의존도에서 탈피할 수 있는 신규사업의 성장 기대감을 감안한다면 중장기적으로 프리미엄 부여는 정당하다고 봄.

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	1,186.6	1,350.1	1,492.6	1,644.4
순이익 (십억원)	92.4	85.5	98.4	119.4
EPS (adj) (원)	15,767	14,477	16,664	20,211
EPS (adj) growth (%)	66.4	(8.2)	15.1	21.3
EBITDA margin (%)	10.6	9.9	11.3	12.8
ROE (%)	32.9	23.3	21.7	21.5
P/E (adj) (배)	9.9	10.8	9.4	7.7
P/B (배)	2.9	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA (배)	6.3	6.0	4.8	3.6
Dividend yield (%)	0.6	0.6	0.6	0.6

자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

1. Valuation

포스코켐텍에 대해 투자의견 BUY와 12개월 목표주가 190,000원을 제시한다. 목표주가는 2013년 예상EPS에 2004년부터 지난해까지의 역사적 P/E 평균 9.7배를 적용하였고, 여기에 음극재 등의 신규사업 기대 프리미엄 20%를 적용하여 산출하였다.

표 1. 목표주가 산정

(십억원)	2013E	비고
EPS (원)	16,664	
목표 P/E (배)	9.7	2004-2011 평균 P/E
할증률 (%)	20	음극재 및 고부가 케미컬 사업에 대한 기대
적정주가 (원)	193,966	
목표주가 (원)	**190,000**	
현주가 (원)	156,400	9월 25일 종가 기준
상승 여력 (%)	21.5	

자료: 삼성증권 추정

동사 주가는 지난해 221,000원으로 최고치를 기록한 이후 지난 5월까지 117,000원으로 47% 하락한 후 9월25일 종가 기준으로 156,400원까지 반등한 상황이다. 지난해 고점시 P/E가 14.6배까지 거래되었으나 현 주가는 2012년 기준 P/E 10.8배, 2013년 기준으로는 P/E 9.4배 수준이다. 지난해 음극재 사업진출과 고부가 케미컬과 같은 신규사업과 관련한 기대감으로 프리미엄을 받았지만, 신규사업의 베이스가 될 것으로 기대했던 일본 케미컬업체와의 JV가 지연된데 따른 실망감과 분기 영업마진이 전년동기 대비 하락하면서 투자 센티멘트가 악화되었었다.

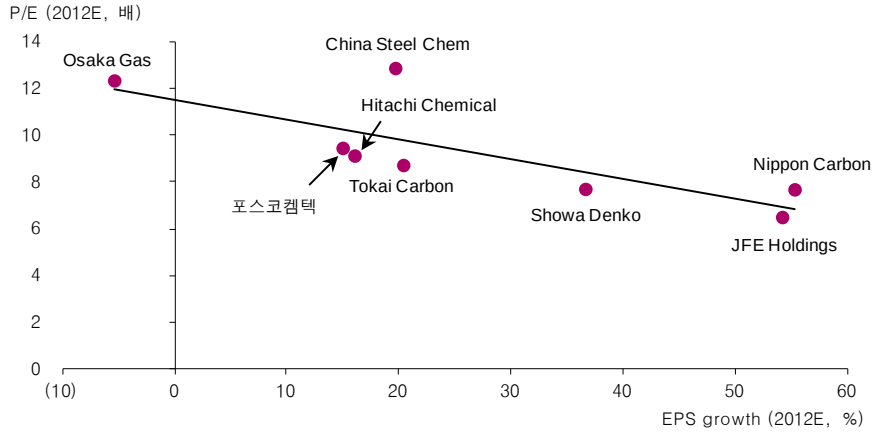
하지만 4분기에 그동안 미뤄졌던 JV설립에 대한 가시성이 높아질 것으로 예상돼 음극재 및 고부가 케미컬 사업을 바탕으로 한 장기성장의 그림을 그릴 수 있기 때문에 프리미엄을 받을 수 있는 환경이 되는데다, 기존 비즈니스도 고객사의 캐파증설에 발맞춰 꾸준한 이익성장이 예상되기 때문에 현재 2013년 기준 P/E 9.4배 수준에서 추가적인 상승여력이 충분하다고 판단된다.

표 2. Peer Valuation

회사	코드	시가총액	P/E (배)		P/B (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		영업이익률 (%)	
		(백만달러)	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E
JFE Holdings	5411 JP	8,445.6	9.9	6.4	0.4	0.4	7.8	6.5	3.9	5.6	2.6	4.3
Nippon Steel	5401 JP	14,165.7	nm	8.5	0.6	0.6	6.6	5.2	1.7	6.0	2.1	4.3
China Steel Chem	1723 TT	1,031.9	15.3	12.8	n/a	n/a	n/a	n/a	30.8	36.9	n/a	n/a
Nippon Carbon	5302 JP	211.3	11.8	7.6	0.5	0.5	3.2	2.1	n/a	n/a	8.8	10.3
Hitachi Chemical	4217 JP	2,944.3	10.5	9.1	0.8	0.7	3.4	2.9	7.4	8.3	6.9	7.8
Osaka Gas	9532 JP	9,233.4	11.6	12.3	1.0	0.9	6.1	6.1	8.6	7.5	7.5	7.2
Tokai Carbon	5301 JP	710.8	10.4	8.7	0.5	0.5	3.3	2.8	n/a	n/a	7.5	8.3
Showa Denko	4004 JP	2,404.0	10.4	7.6	0.7	0.7	5.0	4.4	6.9	9.1	5.3	6.0
전체평균			**11.4**	**9.1**	**0.6**	**0.6**	**5.1**	**4.3**	**9.9**	**12.2**	**5.8**	**6.9**

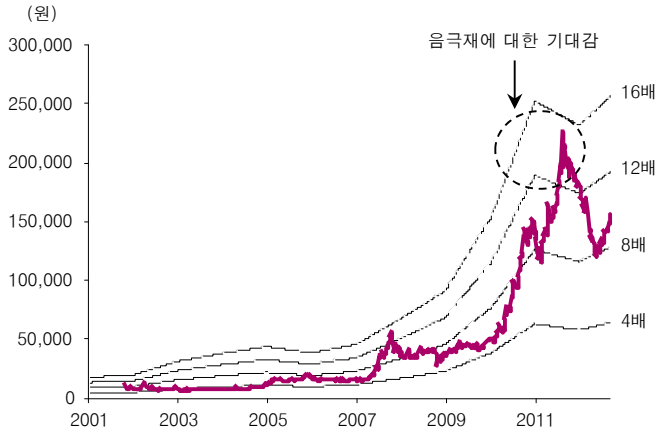
참고: 9월 24일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 1. Peer 업체 P/E vs EPS growth



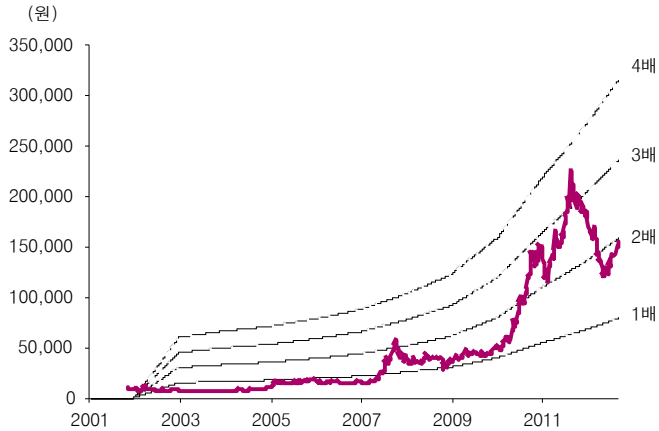
자료: 블룸버그

그림 2. P/E 밴드



자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

그림 3. P/B 밴드

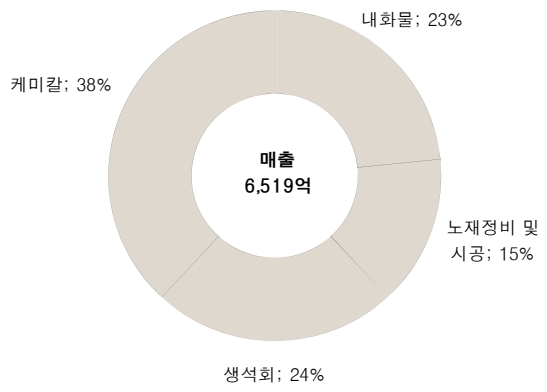


자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

2. 회사개요

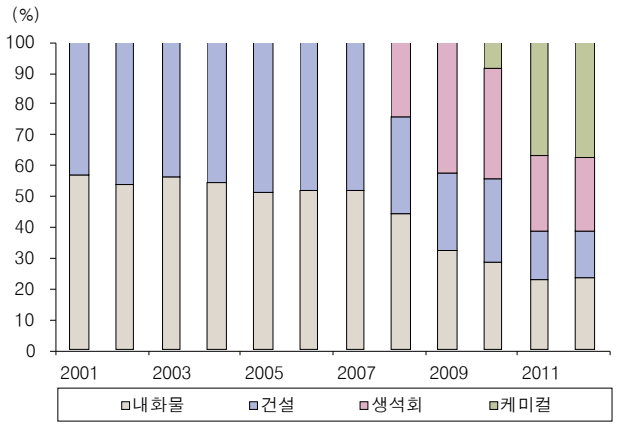
1963년에 설립되어 2001년 코스닥에 상장된 포스코 계열사로 포스코가 60% 지분을 갖고 있으며, 2012년 상반기 기준 매출구성은 내화물이 23.4%, 생석회가 23.8%, 케미컬이 38.1%, 로재정비 및 시공이 14.7%를 차지하고 있다. 특히 로재정비 및 생석회 사업의 경우는 전량 포스코향 매출로 되어 있는 등, 2분기 기준으로 보면 전체 매출의 69%가 포스코향 이다. 2001년부터 지난해까지 회사의 매출은 6.4배나 성장하였는데, (포스코는 동기간 5.9배 성장) 2001년 상장 이후 2007년까지 동사 연평균 매출성장률은 7.8%에 불과했다. 이때까지 동사의 매출은 내화물과 로재정비 등에 불과했으나, 이후 2008년에 포스코로부터 생석회 사업을 이관해 오고 2010년 하반기부터는 포스코의 화성공장 위탁운영 및 부산물을 판매하면서 급성장했다. 이와 별도로 2010년 8월에는 LS엠트론의 이차전지 음극재사업부(구 카보닉스)를 인수하며 음극재시장에 진출하면서 향후 2차전지 시장에서 주요 재료 공급업체로 성장할 기반을 마련했다.

그림 4. 매출 비중 (1H12 기준)



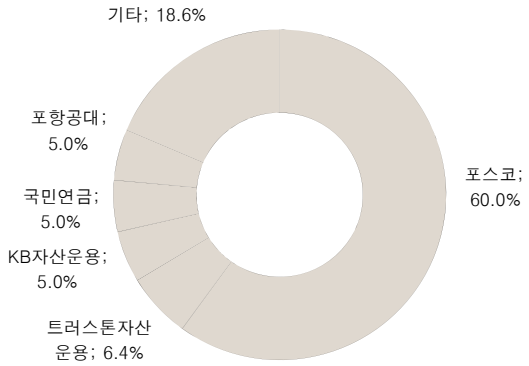
자료: 포스코켐텍, 삼성증권

그림 5. 매출 비중 추이



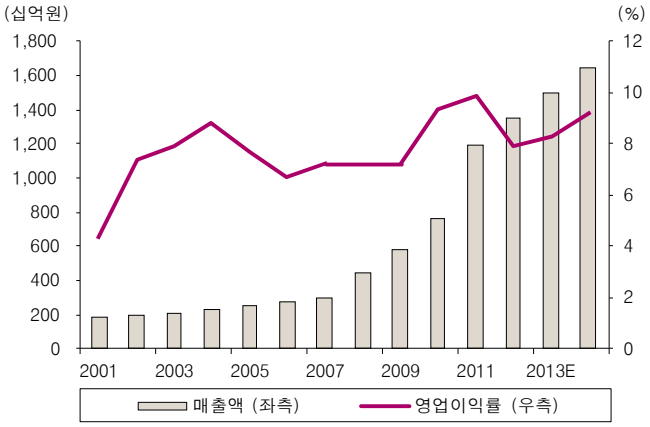
자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

그림 6. 주주 구성



자료: 포스코켐텍, 삼성증권

그림 7. 연간 실적 추이



자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

3. 사업현황 및 전망

2012년 3분기 매출액은 전분기 대비 5.1%, 전년동기 대비로는 16.8% 증가한 3,438억원, 영업이익은 전분기 대비로는 7.6% 증가하나 전년동기 대비로는 6.7% 하락한 285억원으로 예상된다. 이는 포스코 조강생산량이 늘면서 관련 생석회 등의 매출이 증가하고 화성부산물 판매 또한 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 다만 케미컬 사업부문의 경우 2분기 유가하락분(WTI기준 1분기 102.8달러 -> 2분기 93.4달러)이 3분기 판매단가에 영향을 미치기 때문에 마진에 부정적인 부분이 있을 것으로 추정된다. 다만, 내화물의 경우는 환율하락(2분기 평균 1,152원 -> 3분기 현재까지 평균 1,134원)에 의한 제조원가 하락이 도움이 될 것으로 추정돼 마진에 어느 정도 도움을 줄 것으로 기대한다.

2012년 매출액은 전년대비 13.8% 증가한 1.3조원에 영업이익은 전년대비로 9.3% 하락한 1,061억원이 예상된다. 이는 포스코 조강생산 캐파 증가와 더불어 내화물 매출 및 축로 사업 매출 증가가 예상되고 화성부산물 판매 또한 늘어날 것으로 예상하기 때문이다. 이익측면에서는 지난해 화성사업 매출이 2010년말 화성부산물 판매 계약체결 이후 물량이 크게 증가하면서 수익성이 좋았던 역베이스 효과와 올해 상반기 고객사 mix 효과가 약했기 때문이다.

표 3. 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E	2011	2012E	2013E
내화물	69.1	65.6	64.0	69.8	78.5	73.7	78.9	82.8	268.5	313.9	338.8
건설	47.2	41.9	42.4	53.4	45.7	50.3	53.8	54.9	185.0	204.8	224.6
로재정비	32.6	32.9	35.2	36.3	36.0	36.8	39.3	40.1	137.1	152.2	164.1
내화물 공사	14.6	9.1	7.2	17.1	9.7	13.6	14.5	14.8	47.9	52.6	60.6
생석회	70.6	72.5	73.1	79.8	77.1	77.7	81.6	83.3	296.0	319.8	352.6
케미칼	92.6	114.6	114.8	115.2	123.6	125.2	129.5	133.3	437.2	511.6	576.5
전사 매출액	279.6	294.6	294.3	318.1	324.9	327.0	343.8	354.4	1186.6	1350.1	1492.6
영업이익	23.4	32.7	30.6	30.3	20.9	26.5	28.5	30.1	117.1	106.1	123.4
영업이익률 (%)	8.4	11.1	10.4	9.5	6.4	8.1	8.3	8.5	9.9	7.9	8.3
매출비중 (%)											
내화물	25	22	22	22	24	23	23	23	23	23	23
건설	17	14	14	17	14	15	16	15	16	15	15
생석회	25	25	25	25	24	24	24	23	25	24	24
케미컬	33	39	39	36	38	38	38	37	37	38	38

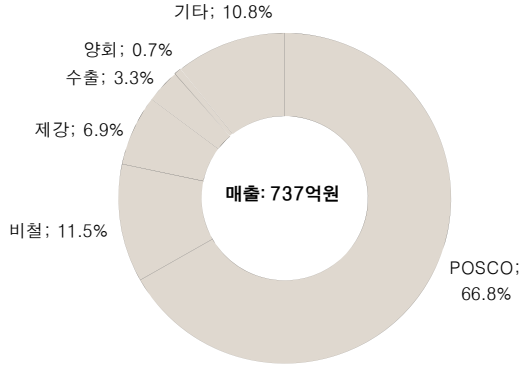
자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

내화물: 2분기 기준 매출액의 22.5%를 차지하는 내화물사업은 최대 수요처가 포스코로 2분기 포스코향 비중은 66.8%를 차지하고 있다. 과거 내화물 사업의 성장은 포스코의 조강생산캐파 증가와 맥을 같이해왔기 때문에 향후 동 부문의 성장성은 포스코의 생산능력 확장에 달려있다. 고객사인 포스코의 신규투자와 5~6개월 단위의 내화물 교체수요까지 감안할 때 2011년부터 2014년까지 34% 성장이 가능할 것으로 추정된다. 2012년 내화물 부문 매출은 전년비 16.9% 성장한 3,139억원이 예상된다.

내화물은 각종 기간산업의 공업용로에 사용하는 재료로 고온에서도 녹지 않는 비금속재료를 일컫는데, 철강 및 시멘트 산업에 중요한 공업용 소재이다. 국내 내화물시장은 약 1조원 규모로 형성되어 있으며 국내 내화물업체는 주로 특정 철강기업과 공급관계를 형성하고 있다. 포스코를 포함한 철강업계가 내화물 시장의 약 70% 비중을 차지하고 있으며 포스코켐텍과 조선 내화가 포스코에 약 80%를 공급하고 있다. 이 중 동사는 포스코의 제강공정에 염기성 내화물을 주로 생산하고 있다.

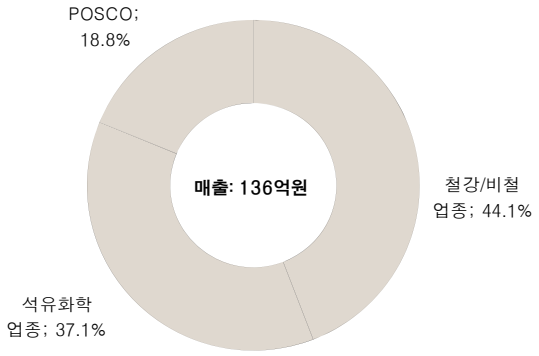
로재정비 및 내화물 공사 등의 건설사업: 로재정비 및 내화물 공사는 매출액의 15.3%를 차지하고 있는데, 각종 제철용로에서 정기적이면서 반복적인 정비업무를 수행하는 비즈니스다. 동 부문도 포스코의 설비투자에 따라 매년 10% 내외의 안정적인 성장이 예상되는 가운데, 2012년 연간 매출액은 전년대비 10.7% 성장한 2,048억원으로 예상된다.

그림 8. 내화물 사업 고객 비중 (2Q12 기준)



자료: 포스코켐텍

그림 9. 내화물 공사 고객 비중 (2Q12 기준)



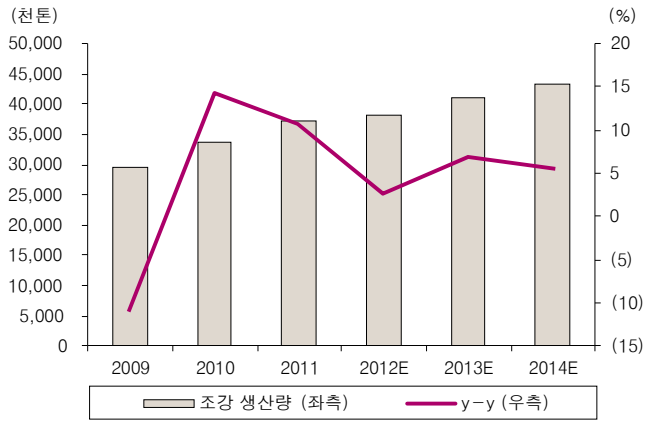
자료: 포스코켐텍

생석회 사업: 동사 매출의 23.8%를 차지하는 생석회 부문은 철강생산공정 중 생산된 쇳물의 불순물을 제거하는데 주로 사용되고 전량 포스코에 납품되고 있다. 2011년 포스코의 조강생산량이 연 3천7백만톤 기준으로, 동사의 생석회 생산설적이 240만톤 정도가 소요된 점을 감안하면 조강 1톤 생산시 64kg의 생석회가 소요되고 있는 것으로 추정된다. 동사의 생석회 캐파가 연 219만톤임을 감안하면 소요량에 못 미치는 상황이고 실제 가동률이 110%를 넘어서고 있는 상황이다. 동 부문 또한 포스코의 조강생산량에 따라 매출이 좌우되고 있기 때문에 조강생산능력이 지속적으로 늘어난다고 보면 생석회 부문의 캐파증설도 지속될 것으로 보인다. 따라서 2012년 생석회 사업 매출액은 전년대비 8% 늘어난 3,198억원, 2013년에는 전년비 10.3% 늘어난 3,526억원이 예상된다.

동사의 내화물과 축로사업, 그리고 생석회 사업은 포스코의 조강생산량과 밀접한 관계가 있을 수 밖에 없다. 포스코의 올해 조강생산능력이 전년대비 2.7% 증가한 3천8백만톤으로 늘어날 전망이지만 2013년에는 전년대비 7% 늘어날 것으로 예상돼 이들 비즈니스의 증가세도 유지될 전망이다.

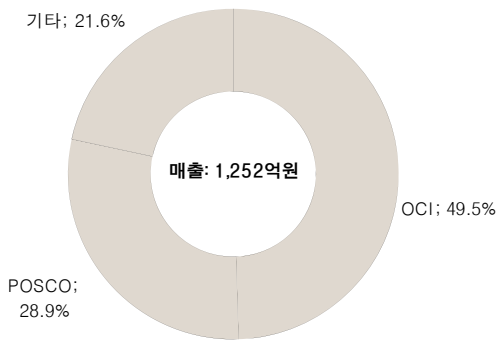
케미컬사업: 전체 매출액에서 38.3%를 차지하는 케미컬 부문은 포항 및 광양제철소의 위탁운영 매출과 화성부산물 판매 비즈니스로 이루어져 있다. 포스코의 지난해 생산캐파 3천7백만톤 기준으로 콜타르는 연간 50만톤, 조경유는 연간 18만톤이 생산되고 있다. 전체 케미컬 매출에서 OCI에 판매하는 화성부산물 매출 비중은 2분기 기준 49.5%를 차지하고 있다. 2010년과 2011년 동사의 신규 비즈니스로 들어왔기 때문에 2011년 연간 성장률은 566%로 두드려진 반면, 올해의 성장률이 그만큼 큰 폭의 성장을 기대하기 어려우나 향후 포스코의 생산캐파 증가에 따른 화성부산물 매출 증가를 예상하는데 큰 무리가 없어 보인다. 따라서 2012년 매출액은 전년대비 17% 증가한 5,116억원으로 예상된다.

그림 10. 포스코 조강 생산능력 추이 및 전망



자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

그림 11. 케미칼 사업 고객 비중 (2Q12 기준)

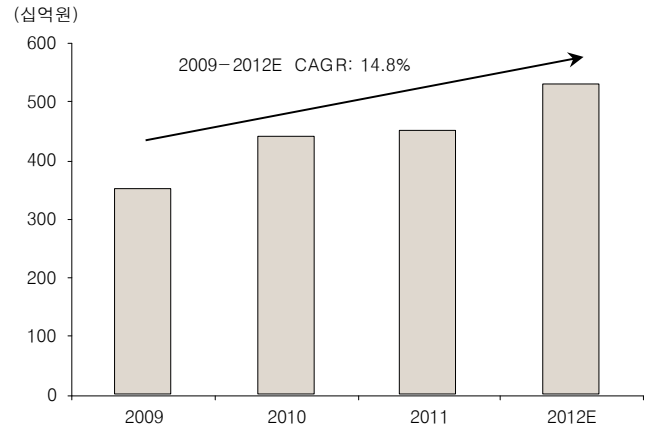


자료: 포스코켐텍

음극재: 동사의 신규 비즈니스로 2011년에는 2차전지 음극재 생산공장을 준공, 2012년 5월부터는 LG화학에 전동공구용으로 음극재 납품을 시작했다. 동사의 2차전지 음극재 캐파는 연간 2,400톤 규모이나 추가 투자를 통해 연말까지 연간 3천톤 캐파로 확대 예정이다. 올해 매출은 10억원에 불과할 것이나 2013년에는 82억원 규모로 8배 성장이 예상된다.

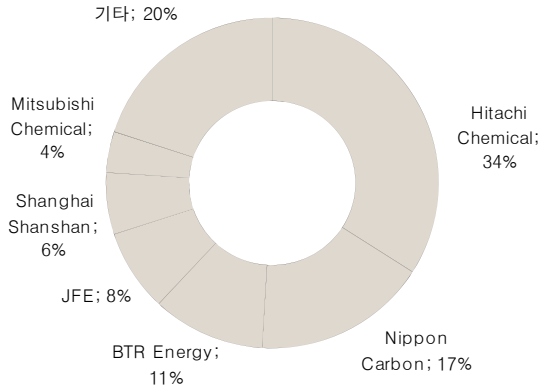
2차전지 음극재는 2차전지 재료원가에서 10%를 차지하는 핵심소재이자 국산화가 가장 더딘 부분이다. 2차전지 시장규모는 2012년 기준 5천3백억원 규모로 시장조사기관인 솔라앤에너지측에서 추정하고 있는데, 2015년까지 1.2조원까지 커질 것으로 전망된다. 천연흑연 비중이 2010년 기준 53%, 인조흑연 비중이 47%를 차지하고 있는 것으로 알려져 있으며, 천연흑연 음극재에서는 중국업체들이, 인조흑연 음극재에서는 일본업체들이 시장을 주도하고 있다. 가격 및 에너지용량 측면에서는 천연흑연이 우위에 있으나 수명에선 인조흑연이 우세하다. 출력면에서는 소프트카본이 유리한 것으로 알려져있다. 전세계 리튬이온 2차전지 시장에서 한국의 삼성SDI와 LG화학 양사가 전체 43.4% 비중을 차지하고 있다는 점에서 소재의 경쟁력 있는 국산화 제품에 대한 요구가 높은 상황이다. 또한 ESS 및 xEV용 리튬이온 2차전지 활용도가 높아지면서 소재 시장 또한 커질 것으로 예상되기 때문에 동사의 2차전지 음극재 양산 진입은 새로운 성장동력원이 될 수 있다는 점에서 의미가 있다.

그림 12. 2차전지용 음극재 시장 규모



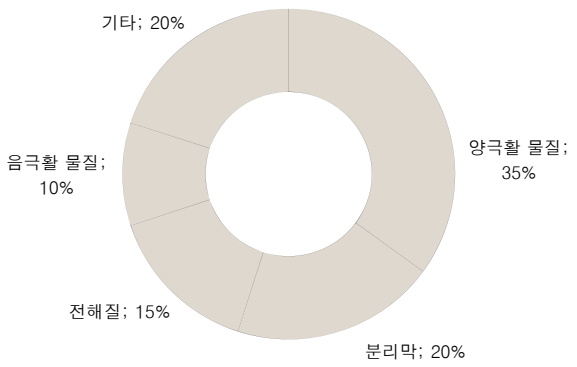
자료: 솔라앤에너지

그림 13. 세계 음극재 시장 점유율 (2011)



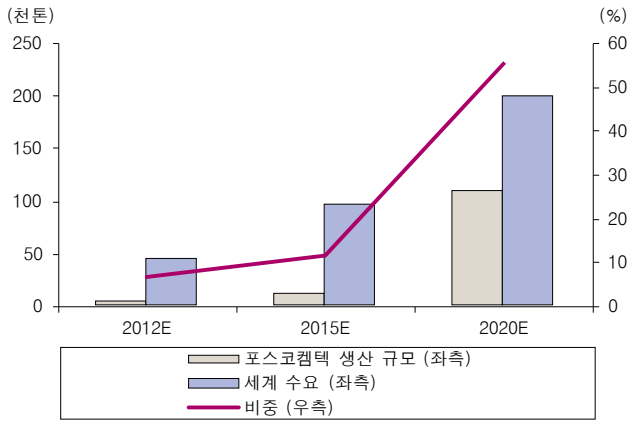
자료: CMRI

그림 14. 리튬이온 2차전지 원료비 구성



자료: 업계자료

그림 15. 세계수요 대비 포스코켐텍 음극재 생산규모



자료: 포스코켐텍

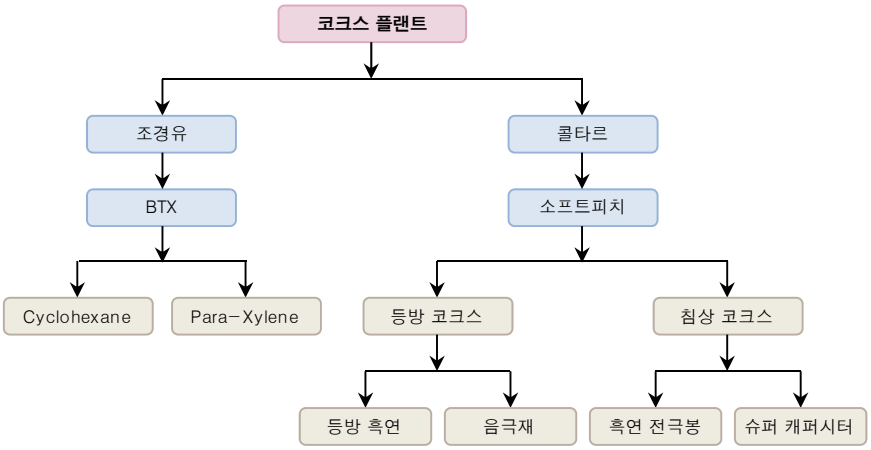
4. 주요 투자 포인트

고부가 소재사업 진출 가능성: 동사는 포스코로부터 위탁운영해 판매하는 부산물을 바탕으로 고부가가치를 지닌 소재산업으로의 진출 가능성을 열어놓았다. 부산물인 콜타르는 증류과정을 거쳐 1차제품인 배향성이 높은 침상코크스나, 3차원 등방성 코크스를 만들고, 이를 바탕으로 2차전지 음극재 등 다양한 2~3차 제품 제조의 원료가 되기 때문에 다양한 사업으로의 확장가능성을 갖고 있는 원천재료이다. 콜타르 판매가가 톤당 70만원선에 거래되고 있으나 3차제품인 인조흑연 음극재의 경우는 kg당 20불 이상, 즉 톤당 평균 2천만원 이상에서 거래되는 고부가 사업으로 확대될 수 있다는 얘기다. 이는 한자리 후반의 케미컬 부문의 수익성을 한 단계 레벨업 시킬 수 있는 기반이 될 것으로 판단된다. 이를 위해 동사는 일본 미쯔비시화학, 미쯔비시 상사와 침상코크스 사업 제휴를, 도카이카본과는 동방흑연블록 사업관련 JV설립을 추진 중이다.

음극재 시장 재료 수직계열화: 특히 일본 미쯔비시화학, 미쯔비시상사와의 침상코크스 JV설립을 바탕으로 동사는 인조흑연 기반 음극재 양산에 나설 수 있을 것으로 판단된다. 동사는 이번 JV가 설립이 되게 되면 자사의 콜타르를 원천재료로 하고 일본의 코크스기술을 바탕으로 2014년 하반기부터는 2차전지 음극재 양산에 나설 수 있을 것으로 보고 있다. 중국 콜타르 제품과 비교해 보면 포스코에서는 고품질의 콜타르가 생산되고 이러한 고품질의 콜타르 확보가 쉽지 않기 때문에 연간 50만톤의 콜타르를 안정적으로 수급하면서 음극재 생산에 나설 수 있다는 점은 국내 2차전지 업체로서도 안정적이자 경쟁력 있는 음극재료를 소싱할 수 있는 기업으로 부각될만 하다.

해외사업 진출 등에 따른 기존사업 성장: 2분기 기준 매출의 69%가 포스코향 매출이기 때문에 포스코의 생산능력 및 가동률이 중요하다. 포스코는 포항 제3공장 준공과 더불어 설비최적화 프로젝트를 추진하면서 조강생산량 증가가 예상되고 고급강 생산증대에 따라 내화물 교체주기 또한 단축됨에 따라 동사의 안정적 성장이 기대되고 있다. 더구나 포스코가 생산능력확대를 위해 인도네이시아에 크라카타우포스코(PT Krakatau Posco) 일관제철소로 진출하면서 동사의 생석회 및 내화물/로재정비, 그리고 케미컬 사업이 동반 진출하게 됨에 따라 기존 비즈니스에서도 성장추세가 지속될 것으로 판단된다.

그림 16. 포스코켐텍의 석탄화학산업 구상 계통도



자료: 포스코켐텍, 삼성증권

표 4. 포스코 해외 프로젝트 진행상황

제품	지역	현지법인	생산량 (천톤)	준공 시점
슬라브 및 열연	브라질	CSP	3,000	2015년 8월
	인니	PT Krakatau Posco	3,000	2013년 12월
냉연	인도	Posco-Maharastra	1,800	2014년 6월
자동차강판	중국	광동순덕 포항강판	450	2012년 12월
	멕시코	Posco-Mexico	500	2013년 6월
전기강판	인도	Posco-ESI	300	2013년 10월
STS 냉연	터키	Posco Assan TST	200	2013년 4월

자료: 포스코

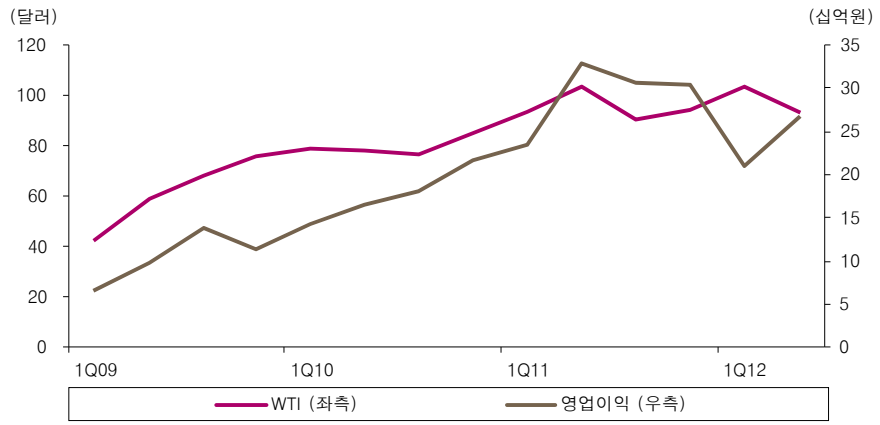
5. 리스크 요인

신규사업 지연 우려: 지난해부터 일본업체와의 JV설립과 양산에 대한 기대감이 있었으나 계속 지연되어 왔었다. 이는 JV설립을 위한 중국정부의 기업결합승인이 지연된데 따른 것이다. 따라서 4분기 JV설립 가능성을 높게 보고 이로 인한 성장 기대감이 유효하나, 또다시 다른 이유로 지연된다면 투자 센티멘트상 부담이 될 것이다.

투자확대에 따른 시장우려: 2011년 500억, 2012년 약 967억원의 Capex 지출이 예상되는데, 2013년부터 3천억원 이상의 신규투자가 집중될 것으로 보인다. 현재 동사 재무구조하에서 내부적으로 조달이 가능한 Capex규모는 1,500억원대 수준으로 추정되기 때문에, 그 이상의 투자와 관련해서는 차입이나 증자와 같은 직간접 자금조달이 필요할 것으로 본다. 따라서 이에 따른 자금 조달 규모와 증자나 차입과 같은 조달형태에 따른 재무구조의 변화에 대한 불확실성이 존재한다.

유가의 영향: 케미칼 사업의 경우 판매단가가 유가에 연동되서 움직이게 되고 이에 따른 매출성장 폭이 다르게 되며 구매단가와의 차이에 의해 영업마진에도 영향을 미치게 되는 구조다. 사업부별 마진에 대한 예측이 어렵기 때문에 전사 영업이익과 유가와의 최근 16개 분기 동안의 상관계수를 따져보면 R^2가 0.86으로 상당히 높은 것으로 나타나고 있다.

그림 17. 유가(WTI)와 포스코켐텍 영업이익과의 상관관계



참고: 상관계수 = 0.86012
자료: 포스코켐텍, 삼성증권

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	**756**	**1,187**	**1,350**	**1,493**	**1,644**
매출원가	646	1,015	1,155	1,277	1,407
매출총이익	**110**	**172**	**195**	**216**	**238**
(매출총이익률, %)	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
판매 및 일반관리비	40	51	61	68	76
영업이익	**70**	**117**	**106**	**123**	**150**
(영업이익률, %)	9	10	8	8	9
순금융이익	3	4	5	5	6
순외환이익	1	0	0	0	0
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	(2)	0	(0)	(0)	(0)
세전이익	**72**	**121**	**111**	**128**	**156**
법인세	16	29	26	30	36
(법인세율, %)	22.6	23.9	23.0	23.2	23.4
순이익	**56**	**92**	**86**	**98**	**119**
(순이익률, %)	7.4	7.8	6.3	6.6	7.3
영업순이익*	**56**	**93**	**86**	**98**	**119**
(영업순이익률, %)	7.4	7.8	6.3	6.6	7.3
EBITDA	78	126	134	169	210
(EBITDA 이익률, %)	10.3	10.6	9.9	11.3	12.8
EPS (원)	9,494	15,641	14,477	16,664	20,211
수정 EPS (원)**	9,476	15,767	14,477	16,664	20,211
주당배당금 (보통, 원)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	10.5	6.4	6.9	6.0	4.9

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동에서의 현금흐름	**56**	**90**	**111**	**146**	**167**
순이익	56	92	86	98	119
유 · 무형자산 상각비	9	9	28	45	60
순외환관련손실 (이익)	(0)	0	0	0	0
지분법평가손실 (이익)	(0)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	**73**	**134**	**139**	**126**	**188**
순운전자본감소 (증가)	(18)	(29)	(26)	(16)	(18)
이자손실 (이익)	0	4	(2)	37	(3)
기타	(0)	(19)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	**(53)**	**(68)**	**(107)**	**(135)**	**(117)**
설비투자	(17)	(33)	(90)	(120)	(100)
Free cash flow	**39**	**58**	**21**	**26**	**67**
투자자산의 감소(증가)	(4)	(5)	(2)	(2)	(3)
기타	(32)	(30)	(15)	(13)	(14)
재무활동에서의 현금흐름	**(4)**	**(6)**	**(27)**	**(22)**	**(9)**
차입금의 증가(감소)	0	0	(0)	0	0
자본금의 증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
기타	0	0	(21)	(16)	(3)
현금증감	**(2)**	**16**	**(23)**	**(11)**	**42**
기초현금	41	39	56	33	22
기말현금	39	56	33	22	64

참고: * 일회성 항목 제외
** 완전 희석, 일회성 항목 제외
자료: 포스코켐텍, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	**294**	**368**	**388**	**414**	**497**
현금 및 현금등가물	39	56	33	21	64
매출채권	118	147	167	184	203
재고자산	83	76	86	95	105
기타	53	90	102	113	125
비유동자산	**62**	**112**	**178**	**258**	**303**
투자자산	12	19	21	24	26
(지분법증권)	12	12	14	16	19
유형자산	43	86	150	227	269
무형자산	2	6	6	6	6
기타	5	1	1	1	1
자산총계	**356**	**480**	**566**	**672**	**799**
유동부채	**107**	**138**	**144**	**155**	**168**
매입채무	78	92	97	107	118
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	29	45	47	48	49
비유동부채	**14**	**15**	**16**	**17**	**19**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 장기부채	14	15	16	17	19
부채총계	**121**	**152**	**160**	**173**	**187**
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	181	274	354	446	560
기타	1	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	**235**	**327**	**407**	**499**	**613**
순부채	(90)	(136)	(124)	(122)	(175)
주당장부가치 (원)	39,450	54,451	67,891	83,530	102,723

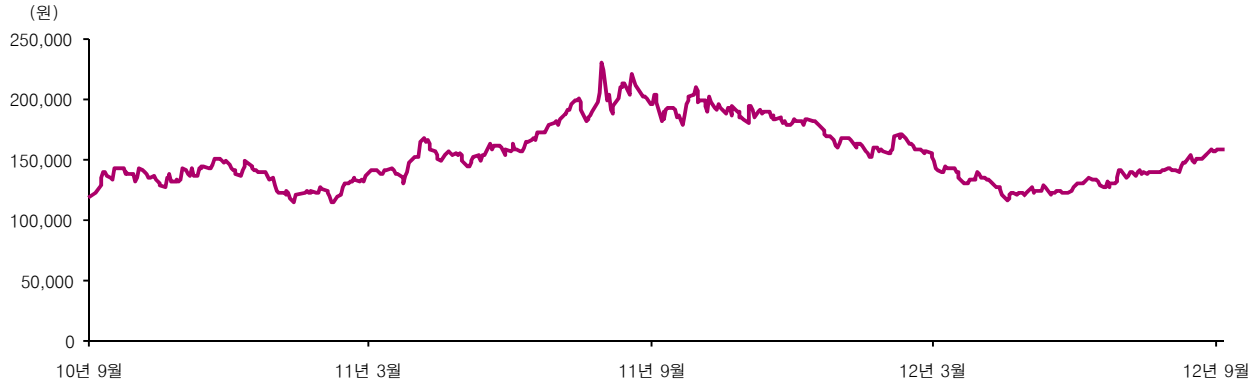
재무비율

12월 31일 기준	2010	2011	2012E	2013E	2014E
증감률 (%)					
매출액	31.6	56.9	13.8	10.6	10.2
영업이익	69.2	66.8	(9.3)	16.3	21.6
세전이익	69.6	67.6	(8.5)	15.3	21.6
순이익	69.5	64.7	(7.4)	15.1	21.3
영업순이익*	66.9	66.4	(8.2)	15.1	21.3
EBITDA	64.8	64.0	6.4	25.8	24.5
수정 EPS**	67	66	(8)	15	21
비율 및 회전					
ROE (%)	26.8	32.9	23.3	21.7	21.5
ROA (%)	18.3	22.1	16.4	15.9	16.2
ROIC (%)	23.1	27.2	20.1	19.0	18.8
순부채비율 (%)	(38.3)	(41.5)	(30.5)	(24.5)	(28.5)
이자보상배율 (배)	1160.9	2192.8	3973.2	0.0	0.0
매출채권 회수기간 (일)	51.2	40.7	42.4	43.0	43.0
매입채무 결재기간 (일)	29.0	26.2	25.6	25.0	25.0
재고자산 보유기간 (일)	32.9	24.4	21.9	22.2	22.2
Valuations (배)					
P/E	9.7	9.9	10.8	9.4	7.7
P/B	2.3	2.9	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	5.8	6.3	6.0	4.8	3.6
EV/EBIT	6.6	6.7	7.5	6.5	5.0
배당수익률 (보통, %)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

■ Compliance Notice

- 당사는 9월 25일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 9월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 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 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/9/26
투자의견	BUY
TP (원)	190,000

- **투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★ (매수★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~-30%
SELL★★★ (매도★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

※ 2010년 10월 21일부터 당사 투자등급이 (BUY★★★, BUY★★☆, BUY★☆☆, HOLD, SELL)에서 (BUY★★★, BUY, HOLD, SELL, SELL★★★)로 변경되었습니다.

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상