2011년 6월 1일

포스코켐텍 (003670)

BUY

철강 받고, 화학 더.

v 기존 사업부문의 안정적이고도 꾸준한 매출성장이 예상된다.

주요 고객사인 포스코의 업황과 함께 가는 내화물 제조 / 건설사업부 / 생석회 사업부문. 철강경기가 되살아나고 포스코의 조강생산량이 회복되면서 동시에 기존 사업부문이 수혜를 볼 것이라 전망된다. 포스코가 공격적인 투자를 통해 글로벌 기업으로 나아가려 한다는 점도 포스코켐텍에 긍정적인 포인트.

v 위탁경영은 화학사업의 발판.

포스코켐텍은 포스코의 화성공장을 위탁경영하고 있으며 여기서 나오는 부산물 또한 위탁판매하고 있다. 이를 통해 2011년 3,779억 원의 매출이 발생할 것이고 이는 전체 사업부의 35%에 해당하는 규모이다. 그러나 중요한 것은 위탁사업을 통한 수익창출이 아니다. 위탁경영은 본격적인 제철케미칼 기업으로 탈바꿈 하기 위한 포석일 뿐.

v 확대되는 2차전지 시장규모, 시장으로의 당찬 진출

동사는 제철케미칼 사업의 첫걸음으로 2차전지 음극재 사업을 계획하고 있다. 2차전지 세계 시장 규모는 2020년까지 2010년 시장의 6배 규모로 성장할 전망이다. 현재 국내 2차전지 생산업체가 세계 시장 점유율 40%를 기록하고 있는 가운데 2차전지의 핵심 원료인 음극재는 국내 생산이 전혀 이루어지고 않고 있는 상황이다. 원재료인 콜타르의 자체 수급과 음극재에 대한 국산화 Needs는 동사에 큰 강점으로 작용할 것이다.

적정주가:	
211,063원	
현재주가:	
153,300원 (5/27 기준)	
상승여력 : 38%	
시가총액	9,055억 원
ROE	26.8%
ROA	18.3%
영업이익률	9.3%
배당수익률	0.7%
P/E Ratio	16.15
P/B Ratio	3.85

주요주주:
포스코 (60%)
포항공대 (5%)

SMIC
SNU Midas Investment Club

Research Team 1
팀장 : 조창현
팀원 : 최유경
김용안
원소정
황인선
조주헌
채장진

Contents

I. Preview : 포스코켐텍?

II. 투자포인트 I : 기존사업부 – 포스코만 믿고 간다!

- 세계 철강경기 회복에 따른 포스코 조강생산량 증가.
- 포스코의 공격적인 해외 설비투자.
- 이에 따라 기존사업부 꾸준히 성장할 것!

III. 투자포인트 II : 신성장동력, 이제는 케미칼

- 포스코 화성공장 위탁경영을 통해 제철케미칼 기업으로 발돋움 중.
- 위탁경영 및 위탁판매 매출만으로 이미 전체 매출비중 33% 달성.
- 부산물 자체 가공을 통해 각종 고부가가치 사업을 영위할 것.

IV. 투자포인트 III : 케미칼의 첫걸음, 2차전지 음극재

- 가파르게 성장하는 2차전지 시장.
- 국내 2차전지 업체 점유율 세계 40%, 음극재 국산화율 0%.
- 원재료인 콜타르의 자체 수급과 강한 국산화 Needs를 바탕으로 음극재 시장 진출.

V. Risk & Issue

- 유통주식 물량의 부족, 주가상승의 걸림돌?
- 음극재 시장에 도전장을 내민 국내 기업들

IV. Valuation

- DCF Method, PER Method

VII. Appendix

Ⅰ. Preview: 포스코켐텍 – (구)포스렉

1. 기업 소개

종합내화물 전문 포스코 계열회사

포스코켐텍은 1963년 내화물 제조회사로 설립된 ㈜삼화화성과 1971년 내화물 축로 작업을 위해 설립된 ㈜포항축로가 합병된 회사로 포스코가 60%, 포항공대가 5%의 지분을 소유하고 있는 포스코의 종합내화물 전문 계열회사이다. 1994년 합병된 이후 2001년 포스렉으로 상호를 변경하여 코스닥에 상장하였고, 2010년 3월 다시 포스코켐텍으로 상호를 변경하였다. **2011년 5월말 현재 시가총액은 약 9,055억 원 규모로 국내 코스닥 상장사 중 16번째 규모이다.**

2. 사업부 소개

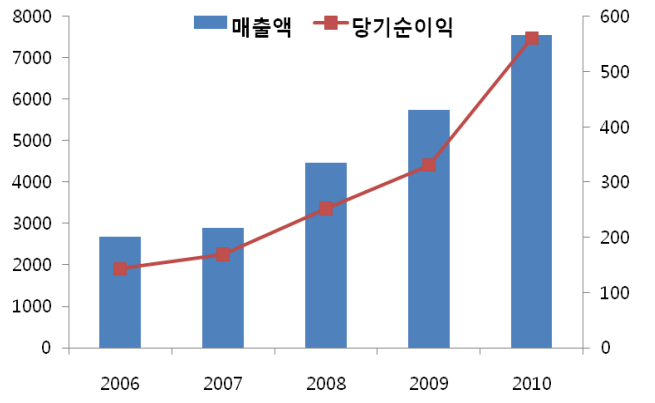
사업부문 다각화로 포트폴리오 구축

포스코켐텍은 기존에 내화물 제조 사업, 제철소 로재정비 및 내화물 공사 사업에 핵심역량을 지닌 내화물 전문 회사였다. 하지만 2008년부터 생석회 제조 사업을 시작하여 성공적으로 정착하였으며, 2010년 말부터는 포스코의 케미칼 공장을 위탁운영하기 시작하면서 **POSCO 4대 성장축의 하나인 케미칼 사업부문으로 사업을 다각화**하고 있다.

가파른 매출 성장

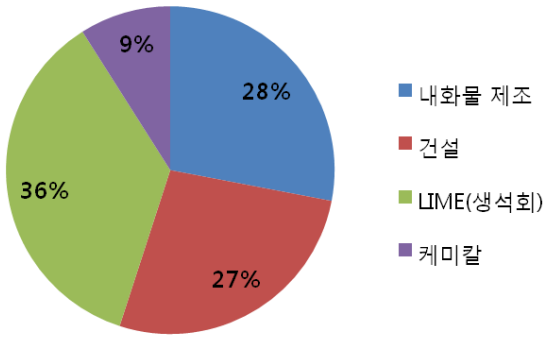
매출구조는 2010년 기준으로 내화물 제조사업부 28%, 건설사업부(로재정비 및 시공) 27%, 생석회 제조 사업부 36%, 케미칼 사업부 9%이며, 생석회 사업을 시작한 **2008년 이후로는 매년 30% 이상의 매출액 성장**을 이루고 있다. 또한 2011년을 기점으로 케미칼 사업부를 영위하여 이후로도 가파른 성장을 이룰 것으로 기대된다.

그림 1. 매출액 / 순이익 추이 (단위: 억 원)



출처: 사업보고서

그림 2. 사업부별 매출 비중(2010년 기준)



출처: 사업보고서

2-1. 내화물 제조 사업부

각종 기간산업에 사용되는 공업용 소재

내화물이란 각종 기간산업의 공업용 로에 사용하는 재료로써 1600℃ 이상의 고온에서도 용융되지 않는 비금속재료의 총칭으로 철강산업과 시멘트, 비철금속, 유리업계 등의 산업에 있어 중요한 공업용 소재이다.

'제강' 공정에 쓰이는 염기성 내화물

내화물은 그 화학적 분류에 따라 크게 산성·중성·염기성 내화물로 나뉜다. 철광석을 이용하여 철을 만드는 과정은 크게 '제선→제강→압연'의 3단계로 나누어지는데, 이 중 염기성 내화물은 '제강' 공정에 주로 사용되며, 산·중성 내화물이 '제선', '압연' 공정에 사용된다. 이 중 **포스코켐텍은 염기성 내화물을 주력 생산**하고 있으며, 산·중성 내화물은 조선내화 등이 납품하고 있다.

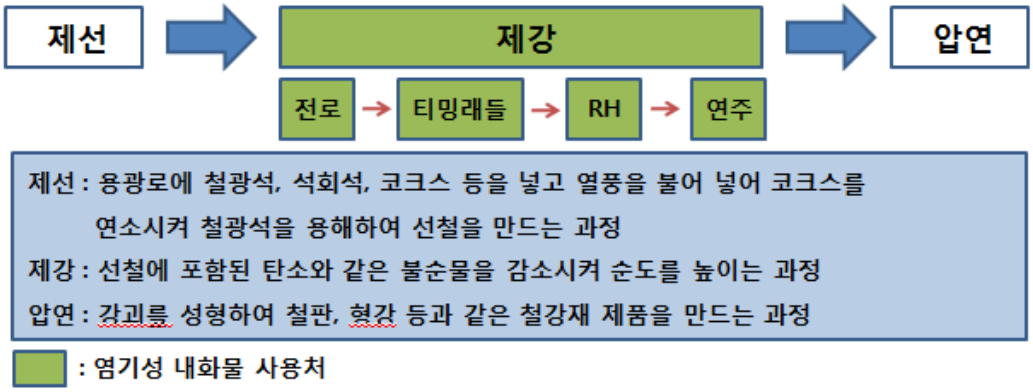
대부분이 포스코향 매출

국내 내화물 시장은 2010년 기준 약 8,000억 규모의 시장으로 4개의 큰 업체와 100여개의 작은 업체가 경쟁하고 있다. 포스코켐텍은 연간 약 97,000톤을 생산하여 국내 내화물 시장의 20% 가량을 점유하고 있다. 국내 내화물 수요는 포스코를 중심으로 한 철강업계가 시장의 약 70%의 비중을 차지하고 있으며, 동사는 **대부분의 매출이 최대 수요처인 포스코를 통해 안정적으로 이루어지고 있다.**

주요 원료인 마그네시아 자체 생산

포스코켐텍은 내화물 생산의 주요 원료인 마그네시아 클린커를 해수와 석회석을 이용하여 자체 생산하고 있으며, 기타 부원료들은 중국 등 해외에 의존하고 있다.

그림 3. 철강 제조 공정



출처: 동사 IR자료, SMIC Research Team 1

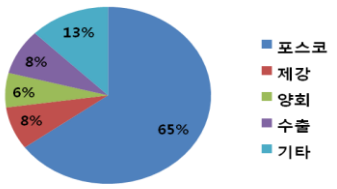
그림 4. 내화물

출처: 포스코켐텍

그림 5. 마그네시아

출처: 포스코켐텍

그림 6. 내화물 매출처 현황 (단위:%)



출처: 사업보고서

2-2. 건설사업부

매출의 약 27%를 차지하고 있는 건설사업부는 포스코의 포항 및 광양제철소의 로재를 주기적으로 정비하는 **1) 로재 정비와 2) 내화물 공사 부분으로 다시 나누어지며, 매출의 대부분이 포스코를 통해 이루어진다**.

주기적으로 정비가 요구되는 로재

1)로재정비는 전로, 고로, 코크스로 등 각종 가열로에 대해 주기적, 정기적, 반복적인 업무수행이 요구되는 분야이다. 철강을 생산하는 다양한 '로'는 일정기간 용융물을 녹히거나 가열하면 용기 내측의 내화물이 닳거나 침식이 되기 때문에 내화물이 오랫동안 유지될 수 있도록 꾸준한 정비/보수가 필요하다.

꾸준하게 발생하는 정비 수요

전로를 기준으로 예를 들면, 연간 2번의 로 정비가 요구되는데, 포스코켐텍은 포스코가 운영중인 포항 및 광양제철소의 16개 전로에 대해 정기적인 정비업무를 수행하고 있다. 또한, 포스코가 지속적으로 국내외에 CAPA를 증설하고 있기 때문에 안정적이면서도 꾸준한 성장세를 보일 것으로 보인다.

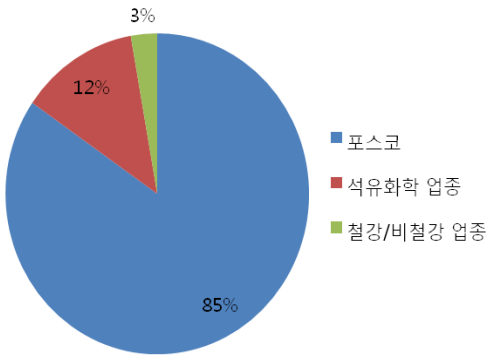
국내 최고의 인력과 시공실적

2)내화물 공사 부분은 제철, 비철금속, 석유화학, 소각로 등 각종 산업로에 설계, 공급, 시공 및 설비진단까지 종합적인 Turnkey Base 서비스를 제공하는 사업이다. 포스코켐텍은 **1974년부터 자체적인 축로기능 양성기관을 운영**하여 축로, 조적, 전기, 금속 등의 분야에 500여명의 전문 인력을 보유하고 있으며, 이를 통해 1,500여건 이상의 **국내 최대 시공경험을 보유**하고 있다. 동사는 포스코 내 관련 시공을 독점하고 있을 뿐 아니라 차츰 고객사를 확대해 나가고 있어 지속적인 성장이 예측된다.

수익성과 안정성을 모두 갖춘 사업

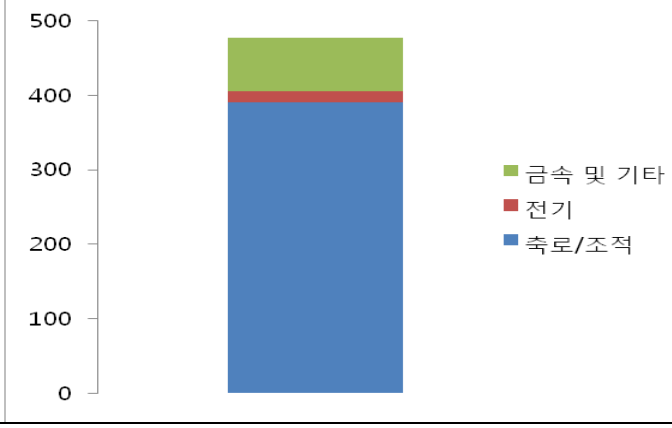
특히 내화물 공사 부분은 내화물 제조업과 달리 **영업이익률이 약 17%에 달하는 고수익의 사업**이라는 점이다. 또한, 로재정비의 경우 경기 변동에 크게 관계 없이 안정적이면서도 꾸준한 이익을 창출할 수 있는 분야이다.

그림 7. 건설사업부 매출처 현황 (단위: %)



출처: 사업보고서

그림 8. 건설사업부 전문 인력 현황 (단위: 명)



출처: 사업보고서

2-3. 생석회 사업부

불순물 제거 용도로 사용되는 생석회

생석회는 일반적으로 산소와 칼슘의 화합물로 산화칼슘이라고 불린다. 이는 석회석에 1100℃ 이상의 고온의 열을 가하여 얻을 수 있으며 제강, 건축, 비료, 해양수질개선 등에 많이 쓰이며, 포스코켐텍이 생산하고 있는 제강용 생석회는 제강과정에서의 불순물을 제거하기 위한 용도로 사용된다.

포스코켐텍의 든든한 Cash Cow

포스코켐텍은 2008년부터 포스코로부터 생석회 소성설비(포항 10기, 광양 9기)를 임대하여 제강과정에 쓰이는 생석회를 생산, 전량을 포스코에 판매하고 있다. 따라서 **동사의 생석회 매출 역시 포스코의 조강생산량에 전적으로 비례**하게 된다. 이에 따라 생석회 매출은 08년 이후 꾸준한 상승세를 보이고 있으며, 10년에는 전체 매출의 36%에 해당하는 중요 사업부로 성장하였다. 또한, 수익성 측면과 관련해서도 포스코 측에서 연결경영을 고려, 영업이익률 9~11%를 보장해주고 있기 때문에 이후에도 든든한 Cash Cow 역할을 해줄 것으로 보인다.

2-4. 케미칼 사업부

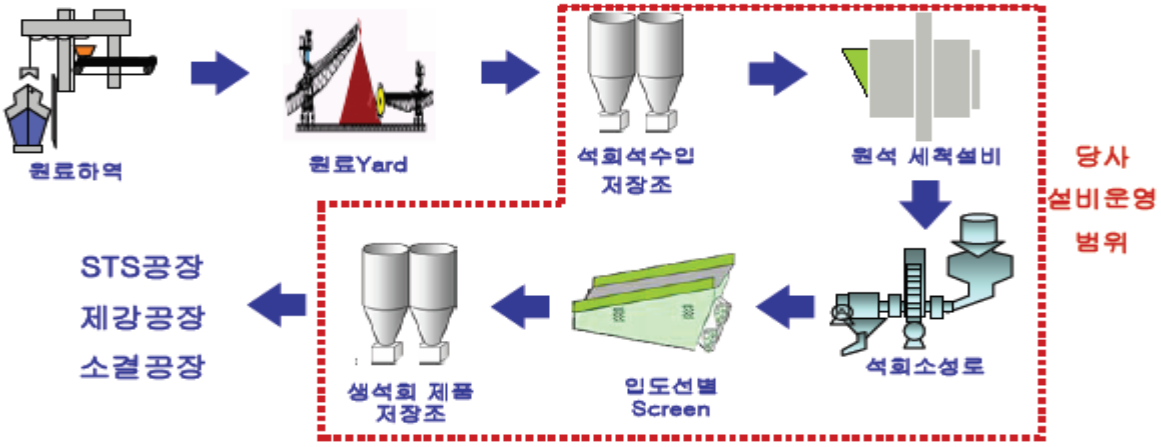
케미칼 사업은 신규성장동력

포스코켐텍은 2010년 8월 포스코로부터 광양제철소 화성공장을 위탁운영 방식으로 인계받아 운영하기 시작했으며, 이어서 2011년 3월부로 포항제철소 화성공장 역시 위탁운영을 시작하였다. 동사는 이를 통해 **다양한 고부가가치를 창출할 수 있는 제철케미칼산업에 뛰어들 예정**이다.

부산물을 이용한 화학산업 진출

그동안 포스코에서는 화성공장에서 철강제조 공정 중 발생하는 부산물인 콜타르와 조경유를 OCI 등 외부업체에 판매해왔다. 하지만 **포스코켐텍이 본격적으로 케미칼 공장을 운영하기 시작하면서 향후에는 이를 다양한 화학산업에 필요한 자체적인 원료로 사용할 계획**이다. 이미 동사는 2010년 8월 2차전지 음극재 회사인 카보닉스를 LS엠트론으로부터 인수하였고, 올 5월 충남 연기군에 공장을 착공하여 공사가 진행중이다. 2,400톤 규모의 이 공장은 올 9월 완공 예정이다.

그림 9. 석회소성 공정 FLOW



출처: 포스코켐텍 IR자료

4. 재무 현황

포스코를 통한 안정적인 매출처 확보

포스코켐텍의 주요 사업인 내화물 제조와 건설 사업부, 생석회 부분의 매출은 대부분 모회사인 포스코로부터 이루어진다. 확실한 매출처를 지니고 있다는 것은 매출의 안정성을 보장해줄 뿐만 아니라 기타 경쟁업체에 대한 진입장벽으로 작용한다. 또한 주요 사업부인 내화물과 생석회가 철강 제조에 따른 소모품적 특징을 지니고, 꾸준하게 매출이 발생할 수 밖에 없는 로재정비 등 **동사의 사업은 비교적 경기부침에 상관없이 안정적인 매출을 확보할 수 있는 것이 특징**이다.

안정적인 현금흐름

매출처가 고정적인 경우에 발생할 수 있는 현금흐름에 대한 문제도 포스코켐텍과는 관련이 적다. 모회사인 포스코가 전체 그룹의 연결경영을 강조하고 있으며, 실제로 **포스코향 매출의 경우 세금계산서 발생후 1주일내 현금 50%와 전자구매카드 50%로 수령**한다고 한다. 실제로 거래처간의 영업시에 나타나는 현금흐름을 나타내는 CCC(Cash Conversion Cycle) 역시 지속적으로 낮아지는 모습을 보이고 있다.

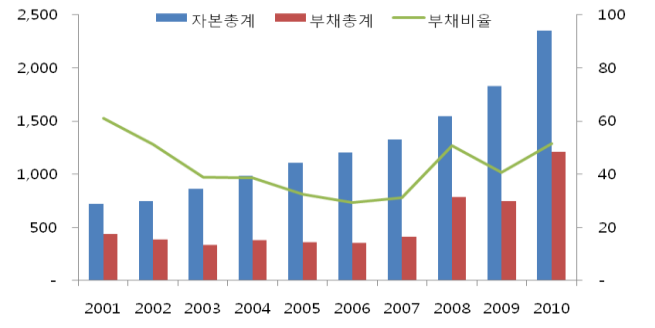
안정적인 재무상태로 추후 신규사업 투자

포스코켐텍은 그간 신규사업 진출방식이 모회사인 포스코를 통해 이루어졌기 때문에 추가적인 투자비용 없이 신규사업에 진출해왔다. 따라서 동사는 꾸준히 낮은 부채비율을 유지해 왔으며, 당좌자산의 비중이 매우 높다. 또한, **2011년 1분기 기준 이자비용이 발생하는 차입금이 5천만원에 불과하여 무차입경영에 가까운 매우 안정적인 재무구조 지니고 있다.**

2013년 이후에는 외부 자금조달이 필요할 것으로 예측

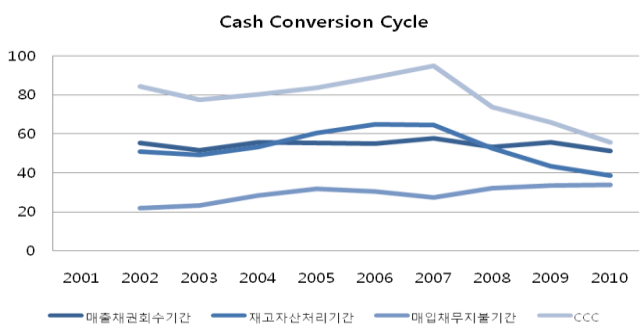
다만 향후 제철케미칼 사업에 본격적으로 뛰어들게 되면 상당한 투자비용이 발생할 것으로 보인다. 당장 2011년 827억의 Capex가 예상되고, 향후 추가적인 신사업 투자에 따라 **차입이나 유상증자 등을 통한 자금조달이 필요할 수 있을 것으로 판단된다.** 하지만, 현재의 재무구조를 고려할 때 추가적인 차입에도 무리가 없을 뿐 아니라 유상증자를 할 경우에 있어서도 자금조달의 목적이 명확하고 신사업에 대한 성공 가능성이 높다는 점을 감안하면 동사의 주가에 부정적인 영향을 미치지는 않을 것으로 보인다.

그림 10. 안정성 지표 추이 (단위: 억 원 / %)



출처: 사업보고서

그림 11. 활동성 지표 추이 (단위: %)



출처: 사업보고서

Ⅱ. 투자포인트1 : 기존사업부 – 포스코만 믿고 간다!

2.1 기존사업부인 내화물/건설/생석회 부문의 매출액 성장 달성할 것.

2.1.1 철강수요의 회복

세계 철강경기 성장세 지속

세계철강협회(WSA)에서는 2011년 세계 철강재 소비량을 전년비 5.3% 증가한 13억 3,970만 톤으로 전망하고 있고, **철강생산은 11년 약 5.9%, 12년 6% 증산이 예상되어 철강경기 성장세가 지속될 것이다.** 이는 2008~09년 금융위기로 인한 침체상태에서 전환되는 국면을 지나 중국, 인도, 브라질 등 신흥국의 높은 경제성장률이 전 세계의 성장률을 견인할 것이라 전망하기 때문이다. 실제 **11년 포스코 1분기 생산량은 전년 동기대비 10%, 전세계 생산량은 14% 증가했다.**

포스코, 작년대비 160만톤 철강 증산

이와 함께 11년 포스코의 조강생산량도 무난하게 증가할 것이라 예측된다. 전세계 수급전망과 동시에 내수 환경 또한 나쁘지 않다. 건설을 제외한 제조업 분야의 성장이 지속될 전망이고, 자동차와 가전 및 조선산업의 업황이 좋아 철강수요를 견인할 것으로 보인다. 이에 **포스코 또한 올해 작년 대비 200만 톤 가량 증가한 3,576만 톤을 생산할 것이라 예상된다.**

표 1. 세계 / 한국 / 포스코 철강 생산량 전망 **(단위: 천 톤)**

	2007	2008	2009	2010	2011 1Q	2011E	2012E
WSA 예상 생산량	1,351,289	1,329,123	1,211,461	1,413,596	374,874	1,498,411	1,588,316
국내 생산량	51,517	53,322	48,572	58,912	16,558	66,232	70,206
포스코 생산량	31,063	33,136	29,530	33,700	8,940	**35,760**	**37,878**

출처: WSA, 포스코, SMIC Research Team 1

2.1.2 공격적인 해외투자, 포스코가 서쪽으로 간 까닭은?

포스코의 공격적인 해외 확장

철강 수요가 어느 정도 경기 싸이클에 따라 영향을 받는다는 것을 감안하더라도, 우리는 포스코의 중장기적인 생산량 확대계획에 주목할 필요가 있다. 포스코는 현재 연간 3,800만톤 수준인 생산능력을 해외 일관제철소 건립을 통해 2020년까지 6,000만톤 이상을 목표로 하고 있다. 이는 현 생산능력 대비 1.57배의 수치로, 어느 정도 성숙기에 접어든 국내 철강산업국면과 치열한 해외시장의 경쟁상황을 고려한다면 공격적인 확대 전략이라 할 수 있다. 그렇다면 이러한 포스코의 계획이 실현될 수 있으며 포스코켐텍이 이의 수혜를 볼 수 있을까?

왜 포스코는 해외로 나가는가?

먼저 포스코의 설비투자 국가를 살펴보자. 이들은 모두 인도네시아, 인도, 브라질 등 동남아시아 지역 및 신흥개발국이다. 특히나 동남아시아는 **1) 철강 자체 수급이 어려워 전세계 최대 철강 수입국가**의 지위를 차지하고 있다. 더불어 이들 경제는 **2) 개발도상국에서 신흥성장시장으로 전환, 폭발적인 철강수요를 증가를 목전**에 두고 있다. 가령 인도의 현 철강 수요는 1인당 33kg인데, 이는 인당 1000kg인 한국에 비해서도 턱없이 모자란 수준이다. 경제가 성장할 수록 철강의 쓰임은 가속적으로 늘어나는 것이 일반적이며 따라서 무한한 잠재 수요가 있는 시장에 진출하는 것이 필연적이다. 현재 세계 철강업계는 우리나라 및 기존 선진국의 철강수요가 어느 정도 완만한 성장세에 접어들고 있으며, 중국 업체들이 풍부한 중국 국내 수요와 가격을 앞세워 포스코를 위협하고 있는 상황이다. **따라서 파워게임의 국면을 전환하기 위해서라도 동남아 설비투자는 포스코의 역점사업이 될 수 밖에 없다.**

내화물 사업부 매출 추정

1) 내화물 매출은 2011년~2012년 각 6.1%, 6% 성장할 것

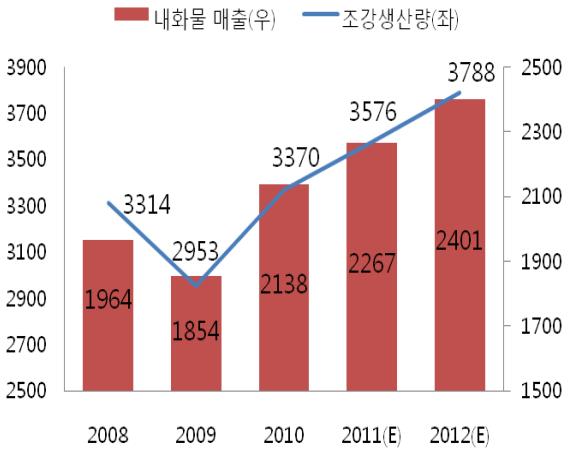
내화물은 고철과 코크스 등 각종 재료를 용융하는 고로를 만드는 원료이므로 공장 설비와 같은 초기 투자의 성격을 가지며, 철강 생산이 늘어날수록 고로를 보수하기 위한 용도와 제강 공정을 통해 소비되기 때문에 **초기투자와 소비재적 성격을 모두 가진다.** 내화물 소비는 철강생산량과 밀접한 관련을 가지며, 포스코의 조강 증산에 힘입어 안정적이면서도 무난한 매출액 성장을 거둘 것이다. 과거 데이터(그림14)를 통해서도 포스코 조강생산량과 함께 포스코켐텍의 내화물 매출 또한 늘어난 것을 확인할 수 있다. 따라서 2.1.1에서 예측한 포스코 조강생산량에 따라 포스코켐텍의 내화물 부문 매출액은 2011년 2,267억원, 2012년도 2,401억원으로 예측된다. 이는 **직전년도 대비 각 6.1%, 6%의 성장**으로, CAPA 또한 이를 수용할 여력이 충분한 상황이다.

그림 12. 포스코의 설비투자계획과 진행상황 (단위 : 만 톤)

Full CAPA	2010	목표치	비고
국내	3,800	4,300	고로합리화, 신설
해외	80	2,800	
중국 STS	80	100	11년 말 20만톤 증설
인도네시아	합자	420	13년, 15년 각 300만톤
인도(오리사)	오리사	1,200	14년, 16년, 18년 각 400만톤
인도	카르니타카	600	검토중
인도 SAIL	합자	600	14년, 16년 각 300만톤
합계	3,880	7,100	총 6,000만톤 이상

출처 : 포스코, SMIC Research Team 1

그림 13. 포스코 조강생산량과 내화물 매출액
(단위: 억 원, 만 톤)



출처 : 포스코, 포스코켐텍, SMIC Research Team 1

내화물 매출은 장기적으로 꾸준히 성장할 것

해외 제철소의 가동이 가시화 되는 13년 및 14년 이후의 시점의 매출은 어떻게 될까? 최선의 시나리오는 포스코켐텍이 인니/인도 등 해외 제철소에 차질 없이 내화물 / 건설 시공 일체를 수출의 형태로 제공하는 것이다. 다른 시나리오로는 동사가 이들 지역에 투자, 현지화 상태로 내화물/생석회/건설시공을 자체 해결하는 것이다. 실제 포스코캠텍은 인니 제철소에 설비 투자를 진행중이며, 조경유 매입 계약을 인니 지역에서도 추가로 체결한 바 있다. **포스코가 기존 사업부의 안정적인 운영을 보장해주고, 동반성장을 목표로 한다는 점을 고려한다면 어떤 시나리오가 되었건 포스코의 공격적인 해외진출은 포스코켐텍에 수혜로 돌아올 것이다.**

따라서 본 리서치 팀에서는 포스코의 해외 Capa 증설량에 따라 동사의 내화물 매출을 보수적으로 추정, 2020년에 내화물 부문 매출이 현재의 1.56 배가 된다고 가정, 13년 부터 이에 맞춰 약 5.7% 씩 성장할 것으로 추정하였다. 이는 11년 6.1%, 12년 6%의 성장이 예측되는 상황을 고려할 때, 무리 없는 추정이라 판단된다.

2) 건설사업부는 2011년~2012년 각 4.5% 씩 성장할 것.

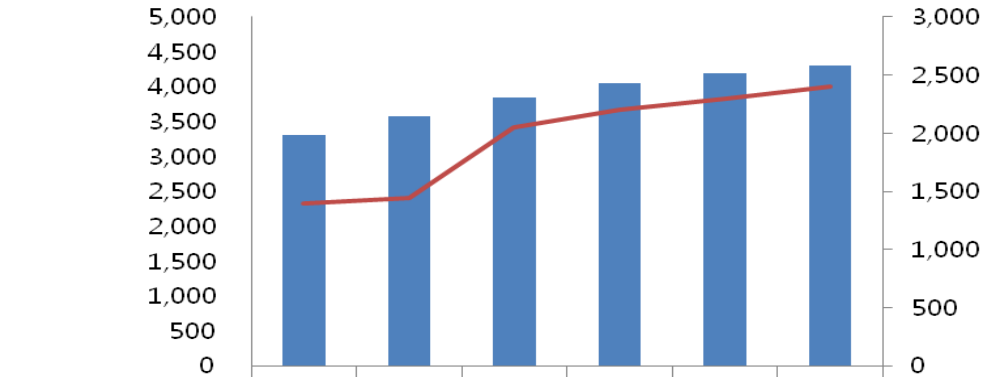
포스코 설비투자를 따라가는 건설사업부

포스코에 대한 내화물 시공과 로재정비 사업을 영위하는 건설사업부 전망 역시 긍정적이다. 동사는 1974년부터 국내 유일의 국가공인 축로직업훈련원을 운영하고 있으며, 국내 최대의 시공 경험을 바탕으로 이 분야에 대한 독보적인 노하우를 인정받아 왔다. 이러한 노하우를 바탕으로 포스코의 내화물 시공 및 로재정비 사업을 독점해왔으며, 향후 포스코가 공격적으로 국내 및 해외 설비투자를 진행함에 따라 내화물 시공 매출이 꾸준히 증가할 것이고, 포스코 설비가 증가함에 따라 로재정비 부분 역시 완만하게 성장할 것으로 보인다.

건설사업부 매출 추정

건설업 부문의 매출은 포스코 신규 설비 투자액 및 Capa 증설량과 유의미한 관계를 보이고 이를 통해 매출액을 추정하였다. 포스코는 11년부터 13년 까지 10년도의 3,850만톤에서 4300만톤까지 생산 설비 확대 투자를 단행할 계획에 있다. 과거 동사의 매출은 과거 포스코의 Capa 증설에 따라 09년, 10년 각 40%, 8% 가량 성장한 바 있다. 하지만 현재 예정되어 있는 11년부터 13년 까지의 투자금액과 공사 진행속도를 감안하여 11년부터 13년 까지 각 1500만, 2000만, 1000만 톤으로 매 해 설비를 늘려나갈 것이라고 추정하였고, **이에 따라 09~10년 대비 성장세는 다소 완만해진 11년, 12년 각 4.5% 씩의 추가적인 매출성장을 예상**하였다.

그림14. 건설업 부문 매출액 전망 **(단위: 억 원 / 만 톤)**



	2007	2008	2009	2010	2011(E)	2012(E)
포스코 capa(좌)	3,300	3,580	3,850	4,050	4,200	4,300
건설 매출(우)	1,399	1,446	2,046	2,200	2,300	2,400

출처: 포스코, SMIC Research Team 1

3) 생석회 사업부는 2010년 매출을 유지할 것.

조강량과 생석회 수요는 정비례

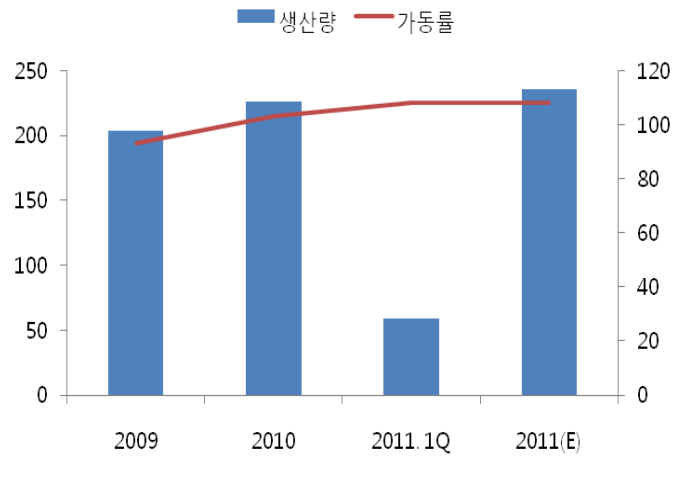
생석회는 제강에 있어 반드시 필요한 원료로서 유해물질인 인(P)과 황(S)를 제거하여 강의 품질을 향상시키는 역할을 한다. 일반적으로 철 1톤을 만들기 위해 약 29kg 정도의 생석회가 필요하다고 한다. 따라서 **조강생산이 늘어날수록 생석회의 수요량도 늘어날 것이다.**

동사는 포스코의 후방산업을 담당함으로써 생석회의 매출은 전량 포스코에게 의존하고 있다. 따라서 포스코의 조강생산량이 늘어나면 자연스럽게 동사의 매출이 늘어날 수 밖에 없는 구조이다. 내년까지 포스코의 조강생산량이 늘어날 전망이기 때문에 생석회의 매출 또한 긍정적이라고 예상할 수 있다.

생석회 생산 가동률 100%?!

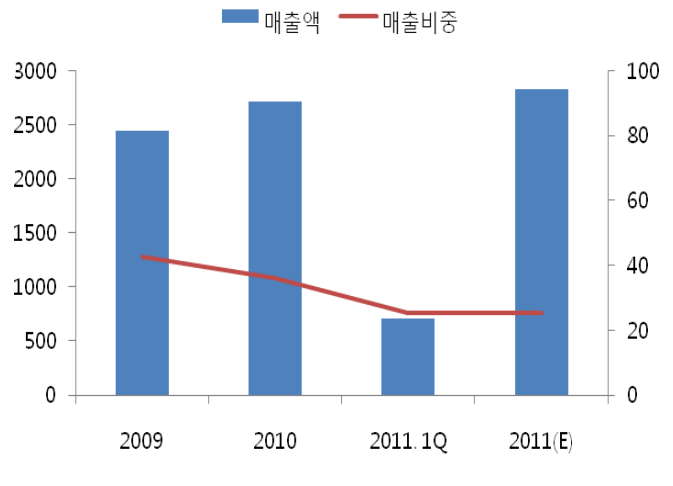
그러나 생석회 부문의 매출이 포스코의 조강생산량에 따라 꾸준히 증가하지는 않을 것으로 보인다. 2008년 포항제철소와 광양제철소를 임대하여 생석회를 생산한 **이후로 가동률은 점차 증가하여 2010년을 기준으로 103.0%** 이르렀다. 이는 회계적으로 이미 공장의 생산능력치를 넘어선만큼 생산하고 있다는 의미이다. 따라서 케미칼 사업 진출에 집중한 상황으로 추가적인 CAPA 증설 계획이 없는 지금, 추후의 생산량이 현재의 수준을 현격히 초과할 수는 없을 것이다. 하지만 포스코의 조강생산량이 2010년 대비 꾸준히 증가할 것으로 예측됨에 따라 **최소한 2010년 만큼의 매출은 꾸준히 유지할 수 있을 것으로 보인다. 실제로 2011년 1분기 생석회 매출은 약 700억 규모로 2010년의 1/4 수준을 유지하였다.**

그림 15. 평균가동률과 생석회 생산량 추이(단위: 만 톤)



출처: 사업보고서

그림 16. 생석회매출액과 생석회매출비중(단위: 억 원)



출처: 사업보고서

Ⅲ. 투자포인트 2 : 신성장동력, 이제는 케미칼

3.1. 위탁 경영을 발판 삼아 화학 기업으로

포스코의 화학전문 계열사로 거듭날 것

포스코는 기존의 철강 위주 사업구조에서 2020년까지 에너지, 케미칼 분야의 매출을 30% 수준까지 끌어올리려는 장기적인 계획을 가지고 있다. 이 중 케미칼 분야의 사업이 포스코켐텍을 통해 구체화되는 것이다. 동사는 2010년 3월 포스렉이었던 사명을 포스코켐텍으로 변경, 명실상부한 포스코의 화학전문 계열사로 거듭나려는 의지를 간접적으로 표명한 바 있다. 또한 2015년까지 케미칼 부문 신규사업 매출을 절반까지 끌어올릴 계획에 있다. 케미칼 분야의 사업중 현재 포스코켐텍의 매출에 기여하고 있는 부분은 **1) 위탁경영 매출**과 **2) 위탁판매 매출**이다.

1) 위탁경영 매출

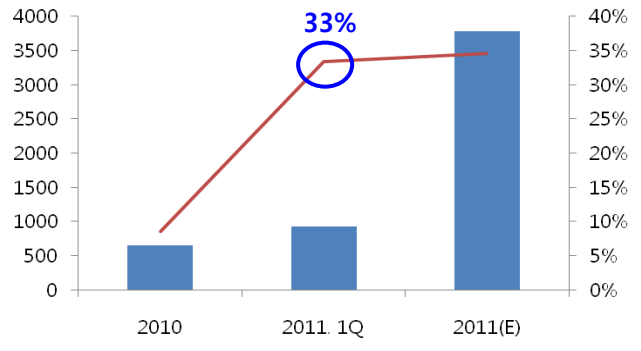
1) 위탁경영 매출은 조강과정의 부산물이 생성되는 포스코의 화성공장을 위탁경영함으로 인해 발생하는 매출이다. 포스코켐텍은 포스코로부터 2010년 8월 광양화성공장을 시작으로 2011년 3월 포항화성공장을 연달아 위탁경영하고 있다. 이와 관련해서 연간 1,400억 가량의 매출이 발생하게 되며 IR담당자에 따르면 위탁경영 사업에 대해 6~10%의 영업이익률을 보장해준다고 한다.

2) 위탁판매 매출

2) 위탁판매 매출은 화성공장에서 발생하는 콜타르, 조경유 등의 부산물을 포스코로부터 매입, OCI 등의 업체에 판매하여 발생하는 매출이다. 화성공장에서 발생하는 부산물이 포스코켐텍의 소유가 아닌 포스코의 소유이기 때문에 이를 포스코에서 매입하여 대리 판매하는 형식을 취하고 있는 것이다. 위탁판매 관련해서 2010년 656억 가량의 매출이 발생하였으며, 2011년에 2,400억 가량의 매출이 확보된 상황이다. 위탁판매 매출과 관련해서도 4~5% 가량의 영업이익이 발생하는 것으로 추정된다.

케미칼 사업부의 매출 비중은 2011년 1분기 기준 33%으로 포스코의 실적에 크게 기여하고 있다. 수익성 자체는 영업이익률 4~10% 가량으로 기존 사업부에 못 미치지만, **모회사인 포스코를 통해 매출의 1/3 가량의 신 성장동력이 덤으로 생긴 것이다.**

그림 17. 케미칼 매출액 및 비중 (단위: 억 원 / %)



출처: 사업보고서

그림 18. 케미칼 관련 위탁 계약

계약상대방	내 용	계약기간	금액(억)
포스코	광양화성공장 위탁운영	2010. 8~2011. 8	702
포스코	포항화성공장 위탁운영	2011. 2~2012. 2	688
포스코	콜타르, 조경유 매입	2010. 11 ~ 2011. 12	2,527
OCI	콜타르, 조경유 판매계약		2,663
동서화학			121
에보닉			264

출처: 사업보고서

3.2 부산물 가공을 통해 고부가가치 사업을 영위할 것

부산물 가공을 통한 다양한 소재 생산

중요한 사실은 포스코켐텍이 영위하고자 하는 케미칼 사업이 단순히 위탁운영 및 위탁판매 수준에서 끝나지 않을 것이라는 점이다. **포스코켐텍은 화성공장에서 발생하는 콜타르, 조경유 등의 부산물을 가공하여 각종 고부가가치 소재를 생산하려는 계획을 진행중**에 있다. 이를 통해 2015년까지 케미칼 사업부의 매출을 1.5조원 규모까지 끌어올린다는 내부적 가이드라인을 제시하고 있는 상황이다.

가공을 통해 10배의 부가가치 창출

포스코켐텍이 현재 위탁운영을 통해 판매하고 있는 조강부산물인 콜타르는 현재 톤당 100만원 선에서 거래되고 있다. 하지만 이를 **가공하여 판매 할 경우, 단순 콜타르를 판매하는 것의 10배에 이르는 부가가치를 창출할 수 있는 것으로 추정**된다.

콜타르 및 조경유 가공기술은 이전 중

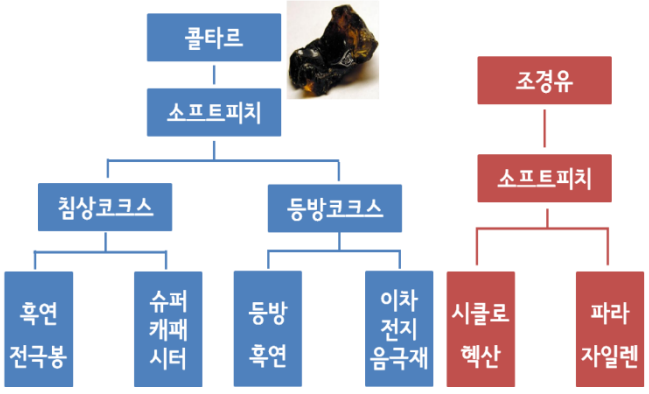
콜타르는 가공과정을 통하여 피치가 되고 이를 다시 가공하여 침상코크스, 등방코크스를 얻을 수 있다. 침상코크스는 다시 전극봉의 원료로 가공 될 수 있으며 등방코크스의 경우 이차전지 음극재와 슈퍼케퍼시터 전극재의 원료로 가공 될 수 있다. **콜타르 가공 기술에 있어 현재 기술을 보유하고 있는 일본업체 2곳과 JV 계약을 맺은 상황**이다.

조경유는 BTX 유도체의 원료인데 BTX는 벤젠(Benzene; B)·톨루엔(Toluene; T)·자일렌(Xylene; X)의 머리글자를 합하여 부르는 약칭으로 시클로헥산, 파라자일렌 등 중요한 화학 소재로 쓰인다. 포스코켐텍은 현재 **조경유 가공과 관련해 SK이노베이션과 양해각서(MOU)체결을 한 상태**이다.

제철케미칼 사업은 원재료 확보가 핵심

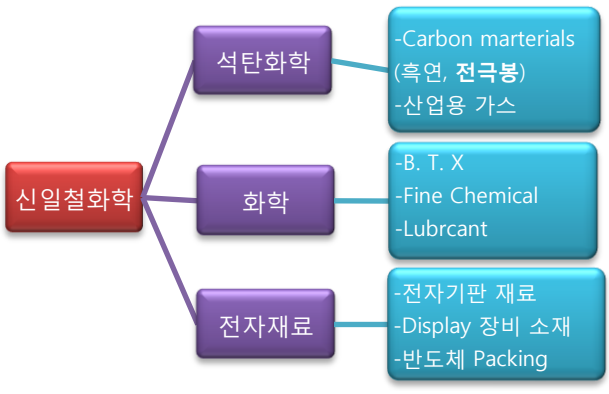
그렇다면 위와 같은 부산물 가공을 통한 다양한 화학사업은 과연 성공할 수 있을까? 우리는 포스코와 비슷한 규모인 일본 제철사들의 사례를 통해 간접적으로 성공 가능성을 엿볼 수 있다. 신일본제철은 이미 계열사인 신일철화학을 통해 조강부산물을 원료로 다양한 화학제품을 생산 하고 있으며, JFE 또한 비슷한 사업을 영위하고 있다. **이들 제철사들이 화학사업을 영위하는 것은 부산물을 가공하는 제철케미칼 사업에 있어 콜타르, 조경유 등의 원재료 확보가 핵심이기 때문**이다. 그렇기 때문에 포스코 역시 포스코켐텍을 통하여 조강부산물을 원료로 하는 화학사업에 진출하고자 하는 것이다.

그림 19. 콜타르 및 조경유 가공 과정



출처: 사업보고서

그림 20. 신일본제철의 화학 산업 진출 사례



출처: 사업보고서

VI. 투자포인트 3 : 케미칼의 첫걸음, 2차전지 음극재

4.1. 포스코켐텍 2차전지 음극재 시장 진출.

투자포인트 2에서 언급한 바와 같이 포스코켐텍은 조강과정에서 나오는 부산물을 가공하여 다양한 고부가가치 소재 사업을 영위할 계획이다. 그리고 **케미칼사업의 첫걸음이 바로 이차전지 음극재 사업이다.**

4.1.1 2차전지 시장동향

성장하는 2차전지 시장

2차전지 시장은 기존의 핸드폰, 노트북 등의 모바일기기에 사용되는 소형 2차전지 시장에서 전기자동차 등의 대형 2차전지 시장으로 시장이 확대되고 있는 추세이다. 전기자동차 시장은 이미 상용화된 Hybrid Car 시장의 확대와 더불어 점점 화석연료의 비중을 줄이고 전기에너지 사용량을 늘리는 방향으로 연구 중에 있으며 PHEV, EV 단계로 이동할 전망이다. 이와 같은 전기자동차 시장의 확대는 자연스럽게 핵심 부품인 2차전지 시장의 확대로 이어질 것이다. **2차전지 시장은 2010년 120억불 규모에서 2020년에는 770억불 규모로 확대 될 전망이다.**

음극재 비중

: 소형 2차전지 10%

: 대형 2차전지 18%

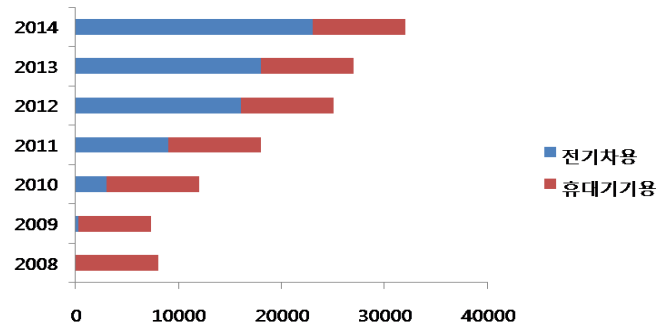
2차전지 시장이 확대됨에 따라 포스코켐텍이 진출하고자 하는 2차전지 음극재 시장도 가파르게 성장할 것으로 예측된다. 현재 2차전지에서 음극재가 차지하는 비중은 원재료비의 10% 가량이나 향후 2차전지 시장 확대를 주도할 대형 2차전지에서는 이 비중이 18%에 이른다.

국산화율 0.1%

일본과 중국이 시장을 양분하고 있는 상황

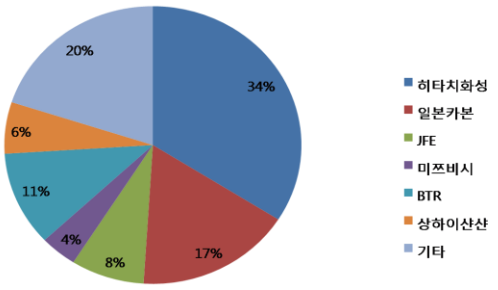
현재 2차전지 음극재 시장은 일본과 중국에 의해서 양분되어있는 상태이다. 일본이 77%, 중국이 23%를 점유 하고 있는 반면 국내 업체의 2차전지 음극재 생산은 미미하다. 일본은 인조흑연 가공기술을 바탕으로 점유율을 확보하고 있고, 중국은 천연흑연 생산국으로 값싼 원료 공급을 통해 가격 경쟁력을 무기로 시장 점유율을 늘려 가고 있다. 업체 별로는 일본의 히타치 화성이 34%로 선두를 달리고 있고 일본카본이 17% 중국의 BTR이 11% , 일본의 JFE가 8%를 점유하고 있다. 이들 상위 4개 업체의 전체시장 점유율은 70%에 달한다.

그림 21. 2차전지 세계시장규모 전망 (단위: 억 엔)



출처: IIT

그림 22. 음극활 물질 시장 점유율



출처: KIEP

4.1.2 국내 기업들의 이차전지 음극재 시장 진출과 실패.

LS그룹과 OCI머터리얼즈의 실패사례

국내 기업의 2차전지 음극재 시장으로의 진출이 없었던 것은 아니다. LS그룹은 지난 2004년 8월 당시 핵심 계열사이던 LG전선이 2차전지 음극재 개발업체인 카보닉스의 지분 66.7%를 인수하고 음극재 사업에 뛰어 들었다. 이후 LG전선은 2009년까지 총 100억 원 가량의 자금을 투입했지만 결국에는 음극재 사업을 포기하였다. 또 다른 국내 기업으로는 2005년 OCI 머티리얼즈가 2차전지 음극재 개발을 시작하였지만 특수가스 사업에 대한 신규투자와 맞물려 2차전지 음극재 사업을 중단한 바 있다. **국내 회사들의 잇단 2차전지 음극재 사업 중단의 길을 포스코켐텍 또한 걸을 수도 있지 않을까?**

4.1.3 2차전지 음극재 시장에서 포스코켐텍의 성공가능성.

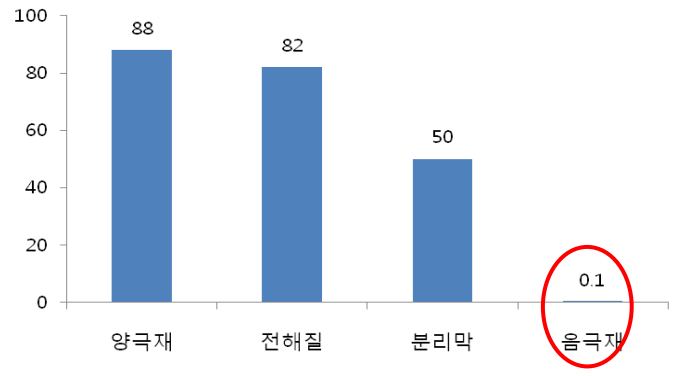
1) 강한 국산화 Needs

2005년 OCI머티리얼즈가 생산을 중단한 이후로 국내의 2차전지 음극재 생산은 미미하다. 이에 비하여 **2차전지 시장에서의 국내 기업(삼성SDI, LG화학)의 점유율은 2008년부터 본격적인 성장세를 보이며 2010년 세계시장의 40% 점유하고 있고, 2011년에는 약 50%까지 늘어날 것으로 보인다.** 이처럼 국내 2차전지 생산업체의 시장 점유율은 지속적으로 늘어 나고 있기 때문에 과거 OCI머터리얼즈와 LS엠트론이 이차전지 시장에 진출했던 시기보다 핵심소재 중 하나인 음극재에 대한 국산화 Needs는 강해진 상황이다. 음극재를 제외한 다른 핵심 부품의 국산화가 양극물질 88%, 분리막 50%, 전해질 82%이라는 점을 감안할 때, **다른 핵심부품과 달리 국산화율이 미미한 음극재에 대한 국산화 Needs는 매우 강하다.**

2) 격이 다른 투자 규모, 장기적인 사업 비젼

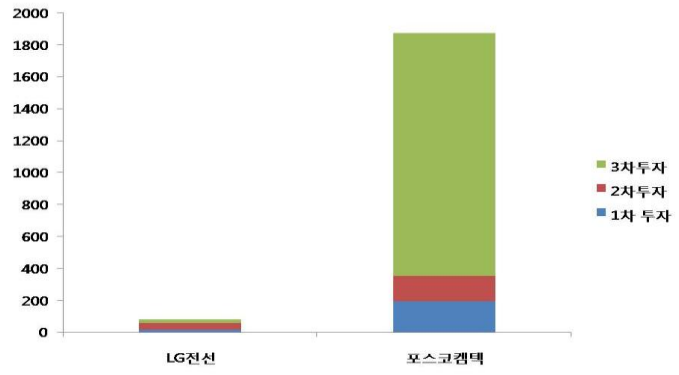
포스코켐텍은 2차전지 음극재 양산을 위해 192억원을 신규투자비로 투입하여 올 5월 충남 연기군 2차전지 공장을 착공하였다. 이는 **과거 LG전선과 LS엠트론이 6년에 걸쳐 투자한 금액의 2배 가량의 규모**이다. 이후의 사업비전 역시 구체적이다. 포스코켐텍은 2012년에 추가로 160억원을 투입해 6,000톤 규모로, 2013년에는 1,520억원을 투자해 36,000톤까지 Capa를 증설한다는 계획이다. 과거 LG전선이 여러 업체들을 M&A하여 사업다각화를 추진하여 2차전지 음극재 개발에 투자를 집중하지 못한 반면, 동사의 2차전지 음극재에 대한 사업 계획은 초기의 천연흑연 음극재 생산에서 추후 인조흑연을 통한 음극재 생산까지 훨씬 장기적이고 구체적이다.

그림 23. 리튬2차전지 핵심 소재 국산화율 (단위 : %)



출처: GS칼텍스

그림 24. 이차전지 음극재 투자 계획 비교(단위 : 억)



출처: 매일경제, SMIC Research Team 1

3) 인공흑연의 원료인 콜타르의 자체 수급

이차전지의 원료는 천연흑연과 인공흑연으로 나뉜다. 국내 2차 전지 음극재 사업이 성공을 하지 못한 원인은 인공흑연의 열처리 기술이 뛰어난 일본 업체와 천연흑연의 주산지인 중국 업체 사이에서 자리를 잡지 못했기 때문이다. 그러나 포스코켐텍은 2012년까지는 천연 흑연을 수입해서 음극재를 생산하는 것과 동시에 일본 업체 2곳과 JV를 통하여 인공 흑연을 생산에 필요한 기술력을 확보를 위한 계약을 마친 상황이다. **투자포인트 2에서 언급한 바와 같이 제철케미칼 사업의 핵심은 원재료 확보이다.** 중국이 최근 콜타르에 대한 수출허가제를 적용하고 30~40%의 수출관세를 부과하고 있어 콜타르 확보가 쉽지 않은 상황에서 **연간 50만 톤의 콜타르를 자체 수급한다는 점은 향후 음극재 시장에서 큰 강점으로 작용할 것으로 보인다.**

4.1.4 2차전지 부문 매출액 추정

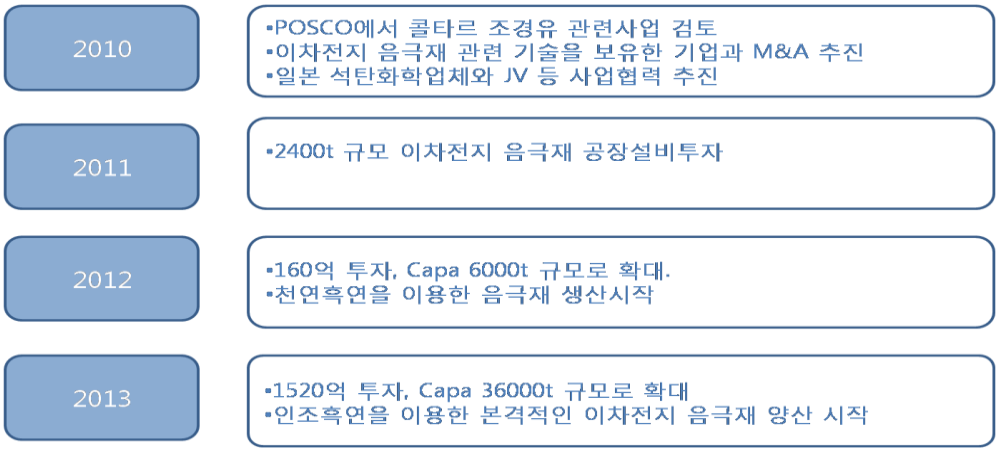
2013년부터 본격적인 양산에 들어갈 예정

포스코켐텍은 현재 2차전지 양산을 위하여 연간 생산량 2400t 규모의 공장을 충남 연기군에 건설중으로 올 9월 완공 예정이다. 동사는 2012년까지 설비 투자와 콜타르 가공에 대한 기술력 확보를 거친 후, 2013년에는 본격적인 양산체재를 확립한다는 계획이다. 동사는 현재 일본업체 2곳과 JV 계약을 마친 상황으로 기술 이전도 차질 없이 진행될 것으로 보인다. 기술력 이전과 본격적인 양산 체재가 갖추어지기 전인 **2012년까지는 연기군 공장에서 천연흑연을 원료로 한 음극재 생산을 계획 중이다.**

2012년 예상 매출액 500억 규모

연기군 공장의 생산가능 물량은 1단계로 올해 10월 600t 규모에서 2012년 2400t 규모로 늘려나갈 계획에 있다. 2400t은 2010년 기준으로 세계시장의 약 12%에 달하는 물량으로 2010년 세계 음극재 시장의 규모가 4,400억이었음을 미뤄볼 때, 2012년에는 약 500억 가량의 매출이 발생할 것으로 전망된다. 포스코켐텍은 이후 기술력과 본격적인 양산체제가 확립된 2013년에는 콜타르를 가공하여 인조흑연을 제조한 후 이를 원료로 본격적인 2차전지 음극재를 양산할 계획이다.

그림 25. 2차전지 음극재 사업 추진 로드맵



출처: 보도자료취합, SMIC Research team 1

V. RISK & ISSUE

4.1. 유통주식 물량의 부족, 주가상승의 걸림돌?

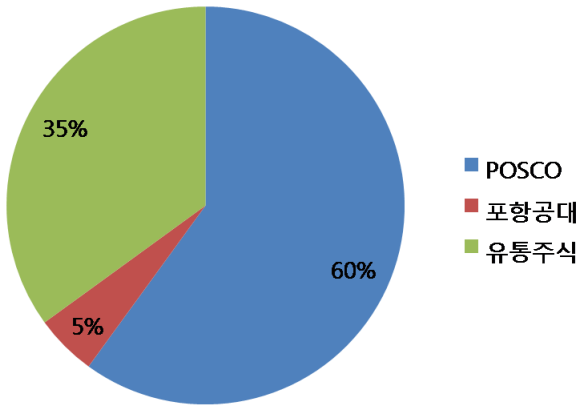
유통주식 35%

현재 포스코켐텍의 주식은 보통주만 5,907,000주가 발행되어 있는 상태이다. 그런데 현재 **총 발행 주식 중 60%를 POSCO가 5%를 포항공대가 보유하고 있다.** 즉, 발행 주식의 35% 만이 시장에 유통되고 있다는 것이다. **유통주식수의 부족은 빈약한 거래량으로 나타나는데** 지난 1년간 거래량을 보면 보통 일일 30,000주 이하의 거래량을 보인다. 유통주식 물량의 부족에 따른 빈약한 거래량은 추후 주가 상승에 있어 분명 리스크로 작용할 수 있다.

결국 주가상승을 견인하는 것은 실적

하지만, 포스코켐텍의 빈약한 거래량에도 불구하고 포스코켐텍의 주가는 지난 1년새 약 3배 가량 상승했다. 이는 같은 기간 시장 상승률을 큰 폭으로 웃도는 수치이다. **포스코켐텍의 주가가 이처럼 수직 상승할 수 있었던 것은 기업가치의 상승이 있었기 때문이다.** 포스코켐텍은 2010년 한해 동안 2009년 대비 매출액 31.6% 신장, 영업이익 69.1% 신장을 이뤄냈다. 이와 같은 실적을 바탕으로 한 기업가치의 상승이 포스코켐텍의 주가를 견인한 힘이다. 유통주식 물량의 부족이 주가상승에 부담이 될 수 있음은 분명하나 주가 추이에서도 보여지듯, 기업가치 상승에 따른 주가 상승을 막을 만큼 큰 영향을 줄 것으로 보이지는 않는다.

그림 26. 포스코켐텍 지분 구성표



출처: 사업보고서, SMIC Research team 1

그림 27. 포스코켐텍 주가 추이와 거래량

출처: 팍스넷

4.2. 음극재 시장에 도전장을 내민 국내 기업들

국내업체의 음극재 시장 진출

포스코켐텍 외에도 GS칼텍스 등 국내 기업들의 음극재 시장 진출이 본격화 되고 있다. 2차 전지 시장은 급격하게 성장하고 있고 국내 2차 전지 업체의 시장 점유율 또한 지속적으로 증가하고 있는 있는데 **반해 2차전지용 음극재의 국산화율은 고작 0.1%에 불과해 국산화 요구가 매우 높기 때문**이다. 기존 음극재 시장을 주름잡고 있던 일본 업체들의 아성에 국내 기업들이 도전장을 내밀고 있는 것이다. 앞서 언급했듯, **포스코켐텍은 전체 음극재 시장에서 90%를 차지하는 흑연계로 진출했다. 여기에 GS칼텍스는 소프트카본계로 진출했고, SK 이노베이션은 하드카본계의 성장성에 기대**를 걸고 R&D를 진행중이다.

GS칼텍스 - 소프트카본계

국내 업체들의 동향을 구체적으로 살펴보면, GS 칼텍스가 5월 13일 일본 에너지 업체 JX NOE와 합작으로 경북 구미 산업단지에 공장 건설에 들어갔다. **GS 칼텍스는 전체 음극재 시장에서 10% 정도를 차지하고 있는 소프트카본계로 진출하여 독점적 지위를 구사하던 일본 히타치 화성과 경쟁**하게 된다. GS칼텍스는 JX NOE와 소프트 카본 계 음극재 공장에 각각 130억씩 총 260억을 투자하여 내년 1월부터 연간 2,000톤 규모를 생산할 계획이라고 밝혔다. 이는 2012년 소프트카본계 예상 수요의 100%에 해당한다.

SK이노베이션 - 하드카본계

또한 SK 이노베이션의 경우 하드카본계 음극재를 적용, 성능시험을 하며 상업화 연구를 진행중에 있다. SK 이노베이션은 2005년 국내 최초로 2차전지 분야의 분리막 기술 상용화에 성공한 바 있고, 지난해 12월부터 애경유화와 손을 잡고 시작한 하드카본계 음극재 개발을 통해 2차 전지 수직계열화를 구축한다는 계획이다.

포스코켐텍에 큰 리스크로 작용하지는 않을 것

이처럼 현재 2차 전지용 음극재 시장은 기존 일본 업체들에 대해 포스코켐텍을 포함한 국내 업체들이 도전하고 있는 상황이다. **글로벌 메이저 플레이어인 국내 2차 전지 업체들의 국산화 요구가 매우 높아 이러한 국내 음극재 업체들의 진출은 당연**하다고 볼 수 있다. 현 상황에서 향후 음극재 시장의 기술동향을 전망하는 것은 현실적으로 어려운 것이 사실이지만, **1) 2차전지 음극재 시장 자체가 가파른 성장이 예상된다는 점, 2) 동사는 콜타르라는 핵심 원재료를 무기로 시장 규모가 가장 큰 흑연계로 진출한다는** 점으로 미루어 볼 때, 여러 국내업체들의 음극재 시장 진출이 포스코켐텍에 큰 리스크로 작용하지는 않을 것으로 보인다.

VI. Valuation

<DCF Method>

포스코켐텍의 경우 다양한 사업을 영위하고 있어 사업구조가 유사한 비교대상 선정이 힘들다. 또한, 신규 성장동력인 케미칼 사업부가 향후 지속적으로 높은 성장성을 보일 것으로 예상되기 때문에 비교적 **장기간의 사업가치를 반영할 수 있는 DCF Method를 사용**하였다고, 기존 사업부와 케미칼 사업부로 나누어 추정하였다.

1. 기존 사업부

(1) 매출 추정

- **기존 사업부의 매출 추정은 투자포인트1의 내용에 따라 다음과 같이 반영**하였다.

1) 내화물 제조 사업 : 포스코 조강생산량에 비례

2) 건설사업부 : 포스코의 Capa 증설량에 비례

3) 생석회 사업부 : 2010년의 매출을 그대로 유지

(2) 영업이익률 추정

- 모든 사업부의 영업이익률이 지속적으로 개선되고 있는 추세이지만, **다소 보수적인 추정을 위해 2010년~2011년 1분기까지의 분기별 영업이익률을 평균한 수치를 반영**하였다.

위의 내용을 반영한 사업부별 세부 추정 내용은 아래와 같다.

① 내화물 사업부

			2010	2011	2012	2013	2014	2015
내화물	제조	매출액성장률	15.3%	6.1%	6.0%	5.7%	5.7%	5.7%
		매출액	213,858	226,903	240,518	254,227	268,718	284,035
		영업이익률	7.5%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
		영업이익	16,039	17,698	18,760	19,830	20,960	22,155
	건설	매출액성장률	41.5%	4.5%	4.5%	10.0%	10.0%	10.0%
		매출액	204,678	213,889	223,513	245,865	270,451	297,496
		영업이익률	11.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
		영업이익	23,538	24,383	25,481	28,029	30,831	33,915
	소계	매출액성장률	26.8%	5.3%	5.3%	7.8%	7.8%	7.9%
		매출액	418,536	440,792	464,031	500,092	539,169	581,531
		영업이익률	9.5%	9.5%	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%
		영업이익	39,577	42,082	44,241	47,858	51,791	56,069

② 생석회 사업부

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
생석회	매출액성장률	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	매출액	271,908	271,908	271,908	271,908	271,908	271,908
	영업이익률	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
	영업이익	27,191	26,919	26,919	26,919	26,919	26,919

2. 케미칼 사업부

(1) 매출 추정

- 매출의 특성에 따라 위탁운영, 위탁판매, 이차전지 음극재 부분으로 나누어 추정하였으며, 보수적인 추정을 위해 기타 신사업 분은 반영하지 않았다. 세부 내용은 다음과 같다.

1) 위탁운영 매출 : 향후 동일한 수준으로 발생

2) 위탁판매 매출 : 2011년에 기 계약된 내용만을 반영하였고, 2012년에도 자체적인 수요가 없을 것으로 판단하여 동일한 수치를 적용하였다. 2013년 이후 인공흑연을 사용한 2차전지 생산이 본격화될 것으로 예측하여 2차전지 Capa 증설분에 따라 차감하였고, 2015년에는 전량을 자체 소비하여 관련 매출은 없을 것으로 추정하였다.

3) 2차전지 음극재 매출 : 기 발표된 Capa 증설량에 따라 매출액을 추정하였고, 향후의 시장상황을 예측하기 어려운 점을 감안하여 투자포인트2에서 추정한 매출액에 20%를 할인하여 반영하였다.

(2) 영업이익률 추정

- 위탁운영 매출에 대해 6%, 위탁판매 매출에 대해 4.8%의 영업이익률을 일괄 적용하였다. 2차전지 음극재의 매출과 관련해서는 2012년의 경우 천연흑연을 수입하여 음극재를 생산할 계획으로 다소 낮은 4%를 적용하였으며, 2013년부터 콜타르 가공을 통한 인공흑연으로 음극재를 생산할 것으로 판단 10%를 반영하였다. 이러한 수치는 일본 이차전지 음극재 업체의 영업이익률이 평균 15% 가량인 것을 감안했을 때 무리없는 가정이라고 판단된다.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
위탁운영	매출액	23,400	138,800	138,800	138,800	138,800	138,800
	영업이익률	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	영업이익	1,521	8,328	8,328	8,328	8,328	8,328
위탁판매	매출액	42,200	239,100	239,100	197,736	7,970	0
	영업이익률	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
	영업이익	2,026	11,477	11,477	9,491	383	0
이차전지 음극재	매출액			40,000	100,000	384,000	576,000
	영업이익률			4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	영업이익			1,600	10,000	38,400	57,600
합계	매출액	65,600	377,900	417,900	436,536	530,770	714,800
	매출액성장률		476.1%	10.6%	4.5%	21.6%	34.7%
	영업이익률	3.0%	5.2%	5.1%	6.4%	8.9%	9.2%
	영업이익	1,968	19,805	21,405	27,819	47,111	65,928

2. 순유형고정자산, 유·무형고정자산 상각비 추정

순유형고정자산/매출 비율의 경우 꾸준히 감소하여 2010년에는 5.7%였으나 이후 이차전지 음극재 생산시설 확충이 본격화됨에 따라 가파르게 상승할 것으로 예상된다. Researh Team 1에서는 2차전지 음극재를 중심으로 한 예상 CAPEX를 바탕으로 향후의 유형자산을 예측하였으며 상각비의 경우 과거 5년 평균인 20%를 산정하여 반영하였다.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
순유형고정자산	42,896	117,017	153,613	222,891	278,313	282,650
예상 CAPEX		82,700	60,000	100,000	100,000	60,000
상각비		8,579	23,403	30,723	44,578	55,663
매출액		1,090,600	1,153,896	1,208,765	1,342,184	1,568,840
순유형고정자산/매출		10.7%	13.3%	18.4%	20.7%	18.0%
상각비/매출		0.8%	2.0%	2.5%	3.3%	3.5%

3. 순무형고정자산을 비롯한 기타 추정치

포스코켐텍의 경우 제조업을 영위하고 관계로 무형자산의 비중이 매우 낮고, 비율이 계속 줄어드는 추세인 것을 반영 0.25%를 일괄적으로 반영하였다. 기타영업용순자산 역시 추세를 반영하여 -1%를 일괄 반영하였다. 영업용 운전자본 비율의 경우 과거 5년간 꾸준히 하락하는 추세를 보이고 있고, 재무 현황 파트에서 언급했듯이 CCC가 지속적으로 줄어들고 있음을 반영하여 매년 0.5%씩 하락할 것으로 예측하였다.

4. WACC

한계조달금리 관련 포스코켐텍이 발행한 사채 이자율 6.08%를 적용하였으며, 무위험수익률로 5월 27일부 3년만기 국채수익률 3.60%를 반영하였다. 한국시장 프리미엄은 관례에 따라 7%를 반영하였고, 지난 1년간 동사를 비롯한 철강관련주의 지수 대비 괴리율이 과거에 비해 유의미하게 높았다고 판단하여 52주 베타 0.40에서 다소 상향한 0.60을 산정하였다.

5. 영구성장률

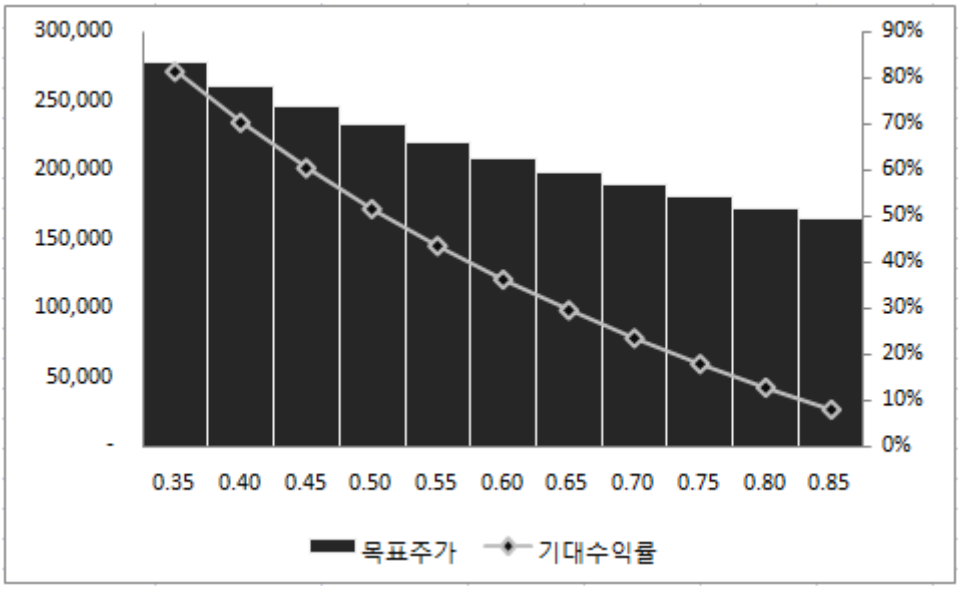
영구성장률의 경우 포스코켐텍이 향후 제철케미칼 관련 고부가가치 사업을 영위하면서 지속적인 성장이 어느정도는 가능할 것이라고 판단하나 아직 실적이 구체화되지 않은 점을 감안하여 다소 보수적으로 0을 산정하였다.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
예상매출액	756,053,099	1,090,599,857	1,154,023,118	1,209,032,822	1,342,413,910	1,569,348,171
매출액성장률(내화물)		5.3%	5.3%	7.8%	7.8%	7.9%
매출액	418,536,000	440,718,408	464,076,484	500,274,449	539,295,856	581,900,229
매출액성장률(생석회)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액	271,908,000	271,908,000	271,908,000	271,908,000	271,908,000	271,908,000
매출액성장률(케미칼)		476.1%	10.6%	4.5%	21.6%	34.7%
매출액	65,609,000	377,973,449	418,038,635	436,850,373	531,210,054	715,539,942
가중평균성장률		44.2%	5.8%	4.8%	11.0%	16.9%
예상EBIT	70,190,476	88,338,588	92,321,849	102,767,790	123,502,080	149,088,076
NOPLAT	50,888,095	68,462,406	71,549,433	79,645,037	95,714,112	115,543,259
(+)유,무형자산 상각비	8,959,149	8,724,799	23,080,462	30,225,821	44,299,659	54,927,186
총현금유입	59,847,244	77,187,205	94,629,896	109,870,858	140,013,771	170,470,445
영업용 운전자본	96,311,695	130,871,983	132,712,659	132,993,610	140,953,461	156,934,817
순유형고정자산	42,896,296	116,694,185	153,485,075	222,462,039	277,879,679	287,190,715
기타 영업용 순자산	(8,405,516)	(10,905,999)	(11,540,231)	(12,090,328)	(13,424,139)	(15,693,482)
IC	130,802,475	236,660,169	274,657,502	343,365,322	405,409,001	428,432,051
예상ROIC(평균)	41.8%	37.3%	28.0%	25.8%	25.6%	27.7%
예상ROIC(기초)	45.2%	52.3%	30.2%	29.0%	27.9%	28.5%
IC증가액		105,857,694	37,997,333	68,707,819	62,043,679	23,023,050
(+)유,무형자산 상각비		8,724,799	23,080,462	30,225,821	44,299,659	54,927,186
총투자액		114,582,493	61,077,796	98,933,640	106,343,338	77,950,236
예상 FCFF		(37,395,288)	33,552,100	10,937,218	33,670,433	92,520,209
할인기간		0.58	1.58	2.58	3.58	4.58
현재가치		(35,801,267)	29,797,727	9,010,569	25,732,144	65,591,233

자기자본비용	7.80%
1년치일별베타	0.60000
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2011년 5/27 기준)	3.60%
WACC	**7.80%**
차입금가치(이자발생부채)	50,000
주주지분가치(시가총액)	905,543,100
한계조달금리	6.08%

WACC	7.80%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2단계)	27.71%
FCFF추정(2단계)	115,543,259
Terminal Value	1,481,355,896
현재가치의 합	94,330,406
PV of TV	1,050,191,746
현금 + 시장성유가증권	90,002,052
비영업용자산	12,276,769
Value of the Firm	1,246,800,973
(-)Value of the Debt	50,000
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the prefered stock	0
Value of the Equity	1,246,750,973
발행주식수	5,907,000
희석주식수	
목표주가	**₩ 211,063**
현재주가	**₩ 153,300**
기대수익률	**38%**

<베타 민감도 분석>

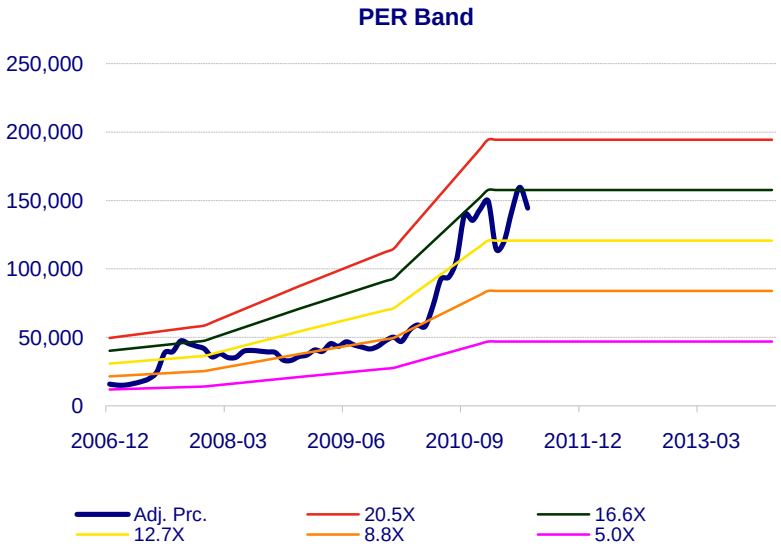


<PER Method>

포스코켐텍의 주가는 지난 1년 새 2배 가까이 급등한 상황으로 매수하기에 다소 부담스럽게 느껴질 수 있다. 따라서 본 리서치 팀에서는 현 주가의 가시성을 고려, 동사의 주가가 여전히 매력적인 구간에 있다는 것을 PER Method를 통해 보이고자 한다.

DCF Method를 통해 추정한 2011년 EBIT에 2010년의 영업외손익을 감안한 후, 법인세율 22.5%를 감안하여 추정한 **동사의 2011년 예상 당기순이익은 712억이다**. 영업외손익의 비중이 매우 미미하고, 2011년에 예상되는 변동성이 적기 때문에 2010년의 영업외손익을 그대로 반영하여도 무리 없는 가정이라고 판단된다.

11년 5월 27일 현재 동사의 시가총액 9,055억을 11년 예상 당기순이익으로 나눈 2011년 예상 PER은 12.7이다. 투자자의 성향에 따라 PER 12.7배라는 수치는 다소 부담스럽게 다가올 수 있는 것도 사실이다. 하지만 본 리서치 팀에서는 동사의 PER Band 추이를 감안할 때, 여전히 매력적인 가격이라고 판단한다.



포스코켐텍의 주가는 2007 년 생석회 사업 진출에 대한 기대감으로 16 배를 상회하였고, 현재 포스코켐텍의 주가 역시 꾸준한 실적 성장세와 케미칼 사업에 대한 기대감으로 16 배 수준을 보이고 있다.

본 리서치 팀에서는 **2011 년 기준 케미칼 매출이 위탁판매와 위탁경영으로만 발생하는 상황으로 본격적인 성장세가 반영되지 않은 실적이라는 점을 감안할 때, 향후의 본격적인 실적 상승에 대한 기대감이 2011 년에도 여전히 반영되는 수준이어야 한다고 판단한다. 따라서 위에서 제시한 2011 년 예상 PER 12.7 배라는 수치는 여전히 매력적인 수준이라고 판단한다.**

<투자의견 제시>

본 리서치 팀에서는 DCF Method 를 통해 포스코켐텍의 목표주가 211,063 원, 현주가 대비 상승여력 38%를 도출하였다. 또한 PER Method 를 통해 현재의 주가 수준이 여전히 매력적인 수준에 있음을 살펴보았다. 따라서 **SMIC Research Team 1 에서는 동사에 대한 투자의견 Buy 를 제시한다.**

덧붙여 포스코켐텍은 포스코향 매출에 의존하는 납품 계열회사에서 포스코의 4 대 성장동력 중 하나인 케미칼 사업을 시작하는 단계에 있다. 케미칼 사업에 대한 동사의 비전은 무척이나 장기적이고 본격적으로 실적이 인식되기까지 수년의 시간이 필요하다. 물론 향후 케미칼 사업에 대한 비전이 구체화될수록 동사의 주가는 탄력을 받을 것이지만, **기업 자체의 성장동력이 장기간에 걸쳐 나타나는 만큼 본 리서치 팀에서는 본 기업에 대해 비교적 장기적인 시각을 가지고 매수하는 것을 추천하는 바이다.**

Ⅶ. Appendix

손익계산서

(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	2,902	4,469	5,744	7,561
매출원가	2,405	3,844	5,023	6,463
매출총이익	497	625	721	1,098
판관비	289	304	306	396
인건비	145	151	162	183
감가상각비	9	7	6	8
무형자산상각비	12	12	13	13
연구개발비	24	23	25	45
마케팅비	6	7	6	11
기타 판관비	92	103	95	136
영업이익	208	321	415	702
영업외손익	22	23	12	23
이자손익	29	35	28	34
지분법손익	12	10	7	3
외환차손익	-2	1	-3	4
외화환산손익	0	2	-0	1
기타 영업외손익	-17	-25	-20	-19
세전계속사업이익	230	344	427	725
법인세비용	61	93	96	164
당기순이익	169	252	331	561
EPS	2,861	4,263	5,602	9,494

대차대조표

(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	1,320	1,910	2,098	2,935
현금 및 현금등가물	76	234	410	390
매출채권	484	816	939	1,181
재고자산	444	664	534	831
비유동자산	423	424	477	623
투자자산	36	59	78	123
유형자산	320	305	337	429
무형자산	34	25	27	19
자산총계	1,743	2,334	2,575	3,559
유동부채	306	663	625	1,072
매입채무	181	496	422	779
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	1	0	0
비유동부채	107	124	118	137
사채	107	124	118	137
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	414	787	744	1,209
자본금	295	295	295	295
자본잉여금	237	237	237	237
이익잉여금	797	1,004	1,291	1,807
자본조정	0	0	0	0
자본총계	1,330	1,547	1,831	2,349

현금흐름표

(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	201	115	370	558
당기순이익	169	252	331	561
비현금수익비용가감	152	109	134	174
감가상각비	58	60	61	76
무형자산상각비	12	12	13	14
외화환산손익	0	2	-0	1
지분법평가손익	12	10	7	3
기타	70	23	53	80
영업활동으로인한 자산부채	-120	-245	-96	-176
투자활동 현금흐름	-184	87	-149	-531
유형자산 투자	79	46	99	168
유형자산 처분	2	1	1	1
무형자산 증감	2	3	16	6
지분법자산 증감	-3	1	15	39
기타	-108	135	-20	-319
재무활동 현금흐름	-46	-44	-44	-44
단기IBD 증감	-2	1	-1	0
장기IBD 증감	0	0	1	0
자본증감	0	0	0	0
배당금 지급	-44	-44	-44	-44
기타	0	-1	0	0
순현금흐름	-29	158	176	-17
기초현금	105	76	234	410
기말현금	76	234	410	393

주요투자지표

	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	7.9%	54.0%	28.5%	31.6%
EBITDA성장률 %	12.1%	41.1%	24.3%	61.8%
EBIT성장률 %	7.2%	0.2%	0.6%	28.5%
총자산성장률 %	12.1%	33.9%	10.3%	38.2%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	17.1%	14.0%	12.5%	14.5%
EBITDA margin %	9.6%	8.8%	8.5%	10.5%
EBIT margin %	7.2%	7.2%	7.2%	9.3%
세전이익률 %	7.9%	7.7%	7.4%	9.6%
당기순이익률 %	5.8%	5.6%	5.8%	7.4%
Stability Ratios				
부채비율 %	31.1%	50.9%	40.6%	51.5%
순부채비율 %	-5.7%	-15.1%	-22.4%	-16.6%
유동비율 %	430.8%	288.2%	335.5%	273.8%
당좌비율 %	285.8%	188.0%	250.1%	196.3%
이자보상배율	196824.4%	1120721.2%	1499897.2%	117951.3%
Performance Ratios				
ROE %	12.7%	16.3%	18.1%	23.9%
ROA %	9.7%	10.8%	12.9%	15.8%
ROIC %	12.4%	18.5%	22.4%	27.7%
Per Share Ratios				
BPS	22,508	26,194	30,994	39,772
DPS	750	750	750	1,000

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.