

포스코퓨처엠 (003670/KS)

미래를 위한 준비

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 406,000 원(하향)

현재주가: 305,000 원

상승여력: 33.1%



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com
02-3773-9035

Company Data

발행주식수	7,746 만주
시가총액	23,626 십억원
주요주주	
포스코홀딩스(외4)	62.54%
국민연금공단	5.57%

Stock Data

주가(23/10/24)	305,000 원
KOSPI	2,383.51pt
52주 최고가	598,000 원
52주 최저가	178,500 원
60일 평균 거래대금	374 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 리뷰: 단기 실적 부진

3분기 영업이익은 371억원(-29%, QoQ)을 기록했다. 낮아진 컨센서스(669억원)을 하회했고, 최근 시장 눈높이 하단 수준의 실적이다. ① 대규모 증설 과정으로 고정비가 늘고 있고, ② 단결정을 포함한 N86 (신규 프리미엄 하이니켈 제품군)의 생산성 개선이 여전히 진행 중에 있다. ③ 일부 유럽 전방 고객사들의 수요 부진도 영향을 끼쳤다. 4분기 영업이익은 269억원(-28%, QoQ)로 감소세가 지속될 전망이다. 일부 유럽 전기차 업체들의 수요감소와 인건비 관련 일회성 비용, 인조흑연 양산 시작에 따른 감가상각비 증가 영향이다.

기초체력 함양: 캐파 증설 & 생산성 개선

연초 이후 23년 실적 추정치는 지속적으로 하향 조정된다. 23년 양극재 출하량 전망을 75,000톤 > 67,000톤 > 57,000톤으로 하락한다. 생산수율 차질과 전방의 수요 부진 영향이다. 그러나 중장기 성장성에서는 양극재 업체들 중 가장 명확한 성장 로드맵을 가지고 있다고 평가된다. 26년 캐파 40만톤에 대한 장기공급계약은 이미 확정했다. 30년까지 추가 60만톤 확보에 대한 그림을 그려 나가는 중이다.

본격적인 수익성 상승은 24년 하반기다. 현재 양극재 영업이익률은 2~3%에 불과하다. 단결정 수율이 확보되고, 가동률이 상승하는 내년 중순부터는 큰 폭의 수익성 향상이 예상된다. (전사 OPM 가정: 4Q23 2.0% > 1Q24 4.7% > 3Q24 7.5%)

목표주가 '406,000 원'으로 하향, '매수' 의견 유지

목표주가는 2029년 순이익에 IT 하드웨어의 통상적인 PER 10배를 적용했다. 현 주가 기준 PER은 23E 194배, 24E 90배, 25E 39배, 30E 5.7배다. IT 하드웨어 기준에서는 고평가 구간의 기업가치다. 그러나 매수 의견을 유지하는 이유는 다음과 같다. ① 향후 부채비율 150% 관리를 위해 자본조달을 단행할 수 있다. 지분 희석이 아닌 성장의 반증으로 부각될 것이다. ② 그룹사와 협업을 통해 리튬, 전구체, LFP 내재화 비중을 늘리는 점도 긍정적이다. 최근 흑연 수출 통제 등 중국의 2차전지 원재료 규제 관련 피해가 제한적인 한국 기업이다. ③ 24년에는 판가 하락세가 완화되고 주요 제품들의 생산성(수율, 가동률) 개선이 점쳐진다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,566	1,990	3,302	4,991	6,482	11,652
영업이익	십억원	60	122	166	136	403	886
순이익(지배주주)	십억원	30	134	118	122	264	605
EPS	원	461	1,732	1,527	1,573	3,407	7,814
PER	배	225.7	83.1	117.9	193.8	89.5	39.0
PBR	배	6.7	4.7	5.6	9.2	8.4	7.0
EV/EBITDA	배	55.3	54.0	57.3	86.5	36.3	19.8
ROE	%	3.0	7.9	4.9	4.9	9.9	19.6

포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,646	8,032	10,533	7,808	11,352	11,930	12,858	13,767	19,895	33,019	49,907	64,819
에너지사업부	3,171	4,642	7,166	4,404	7,799	8,425	9,532	10,309	8,518	19,383	36,065	50,757
양극재	2,722	4,177	6,482	3,839	7,122	7,863	9,016	9,823	6,781	17,220	33,824	47,792
음극재	449	465	684	565	677	562	516	487	1,737	2,163	2,242	2,966
기초소재	3,475	3,390	3,367	3,404	3,553	3,505	3,326	3,457	11,378	13,636	13,841	14,062
내화물	1,423	1,394	1,198	1,502	1,443	1,457	1,213	1,517	4,374	5,517	5,630	5,686
라임케미칼	2,052	1,996	2,169	1,903	2,110	2,048	2,113	1,941	6,504	8,120	8,212	8,376
YoY, 매출액	42%	67%	109%	45%	71%	49%	22%	76%	27%	66%	51%	30%
에너지사업부	53%	121%	234%	100%	146%	81%	33%	134%	60%	128%	86%	41%
양극재	76%	149%	277%	109%	162%	88%	39%	156%	93%	154%	96%	41%
음극재	-14%	9%	60%	56%	51%	21%	-25%	-14%	-4%	24%	4%	32%
기초소재	33%	26%	16%	7%	2%	3%	-1%	2%	10%	20%	2%	2%
내화물	31%	35%	14%	25%	1%	5%	1%	1%	1%	26%	2%	1%
라임케미칼	48%	30%	26%	2%	3%	3%	-3%	2%	17%	25%	1%	2%
QoQ, 매출액	24%	21%	31%	-26%	45%	5%	8%	7%	-	-	-	-
에너지사업부	44%	46%	54%	-39%	77%	8%	13%	8%	-	-	-	-
양극재	48%	53%	55%	-41%	86%	10%	15%	9%	-	-	-	-
음극재	23%	4%	47%	-17%	20%	-17%	-8%	-6%	-	-	-	-
기초소재	10%	-2%	-1%	1%	4%	-1%	-5%	4%	-	-	-	-
내화물	19%	-2%	-14%	25%	-4%	1%	-17%	25%	-	-	-	-
라임케미칼	11%	-3%	9%	-12%	11%	-3%	3%	-8%	-	-	-	-
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
에너지사업부	48%	58%	68%	56%	69%	71%	74%	75%	43%	59%	72%	78%
양극재	41%	52%	62%	49%	63%	66%	70%	71%	34%	52%	68%	74%
음극재	7%	6%	6%	7%	6%	5%	4%	4%	9%	7%	4%	5%
기초소재	52%	42%	32%	44%	31%	29%	26%	25%	57%	41%	28%	22%
내화물	21%	17%	11%	19%	13%	12%	9%	11%	22%	17%	11%	9%
라임케미칼	31%	25%	21%	24%	19%	17%	16%	14%	33%	25%	16%	13%
영업이익	255	552	818	33	203	521	371	269	1,217	1,659	1,364	4,031
에너지사업부	134	403	778	191	167	375	218	148	388	1,506	908	3,365
양극재	112	378	724	188	194	341	217	246	206	1,402	998	3,217
음극재	22	25	54	3	-27	34	1	-97	182	104	-90	148
기초소재	122	149	40	-158	36	146	153	121	828	153	456	666
영업이익률	4%	7%	8%	0%	2%	4%	3%	2%	6%	5%	3%	6%
에너지사업부	4%	9%	11%	4%	2%	4%	2%	1%	5%	8%	3%	7%
양극재	4%	9%	11%	5%	3%	4%	2%	3%	3%	8%	3%	7%
음극재	5%	5%	8%	1%	-4%	6%	0%	-20%	10%	5%	-4%	5%
기초소재	4%	4%	1%	-5%	1%	4%	5%	4%	7%	1%	3%	5%

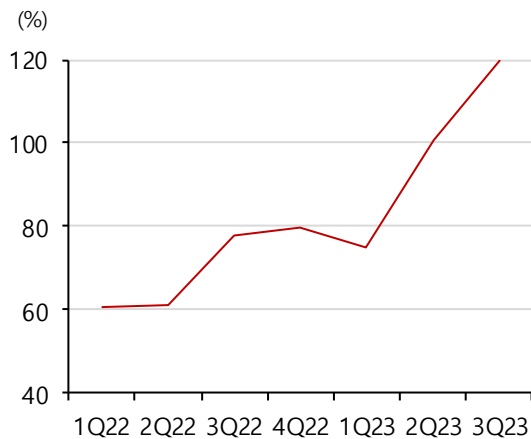
자료: SK 증권 추정

포스코퓨처엠 2030년 양극재 매출액 & 영업이익 추산 (시나리오별)

양극재 ASP (달러/Kg)	(단위)	\$20	\$30	\$40	\$50
30E 캐파	(톤)	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
양극재 ASP (원/톤)	(원/톤)	24,000,000	36,000,000	48,000,000	60,000,000
30E 매출액	(조원)	24.0	36.0	48.0	60.0
30E 영업이익 (OPM 10% 가정)	(조원)	2.4	3.6	4.8	6.0
가동률 90% 가정	(조원)	2.2	3.2	4.3	5.4
가동률 80% 가정	(조원)	1.9	2.9	3.8	4.8
가동률 70% 가정	(조원)	1.7	2.5	3.4	4.2

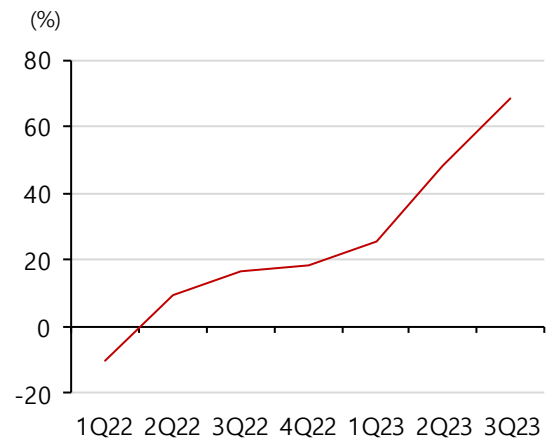
자료: SK증권 추정

포스코퓨처엠 부채비율 추이



자료: QuantiWise, SK증권

포스코퓨처엠 순차입금비율 추이



자료: QuantiWise, SK증권

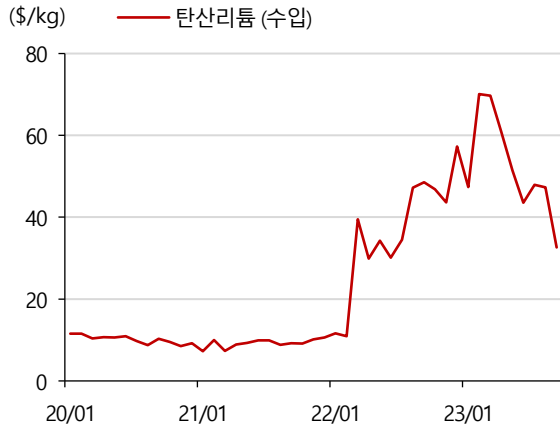
포스코퓨처엠 분기 실적 리뷰 테이블

(단위: 억원)

구분	3Q22	2Q23	3Q23			4Q23 (E) 컨센	2022	2023 (E) 컨센	2024 (E) 컨센
			SK	컨센	확정치				
매출액	10,533	11,930	15,961	14,508	12,858	15,965	33,019	53,615	83,080
영업이익	818	521	906	669	371	826	1,659	2,243	5,482
순이익	656	431		471	232	644	1,219	1,930	4,338

자료: 포스코퓨처엠, SK증권 추정

탄산리튬(수입) 가격 추이



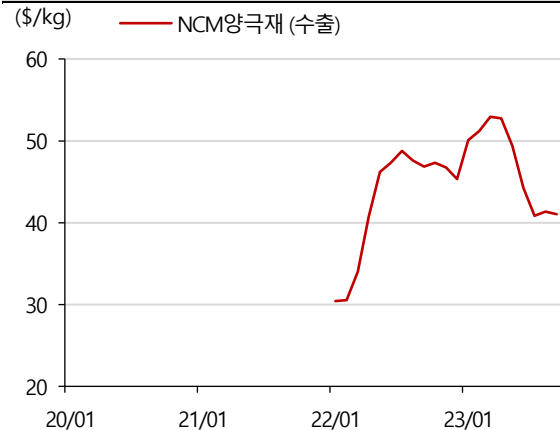
자료: TRASS, SK 증권

수산화리튬(수입) 가격 추이



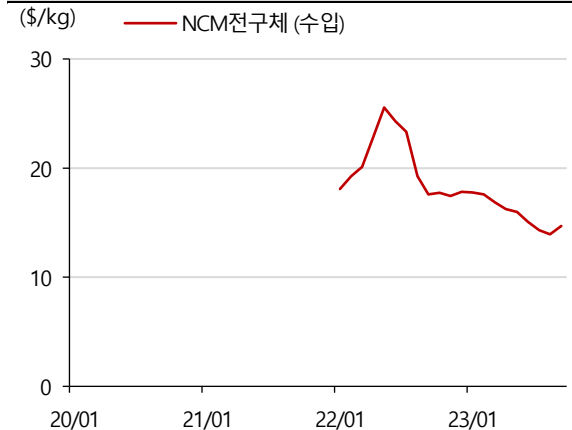
자료: TRASS, SK 증권

NCM 양극재(수출) 가격 추이



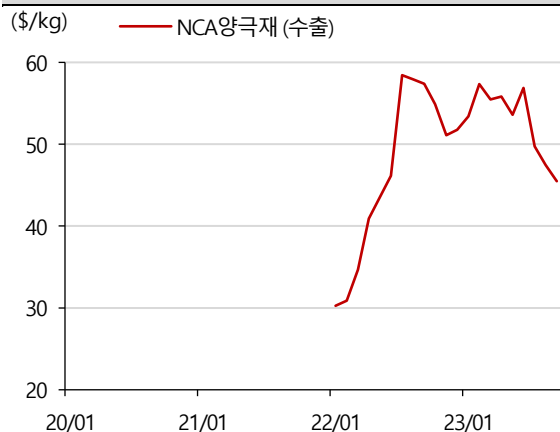
자료: TRASS, SK 증권

NCM 전구체(수입) 가격 추이



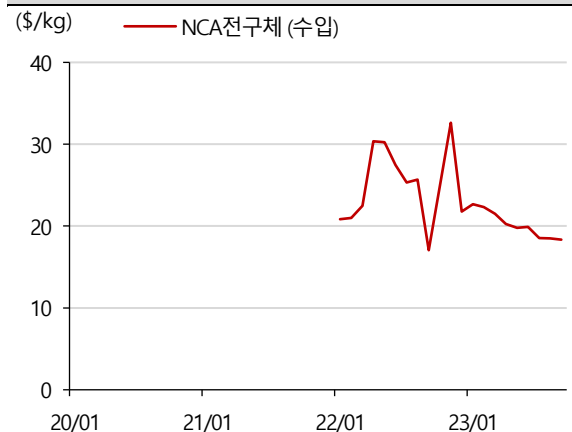
자료: TRASS, SK 증권

NCA 양극재(수출) 가격 추이



자료: TRASS, SK 증권

NCA 전극재(수입) 가격 추이



자료: TRASS, SK 증권

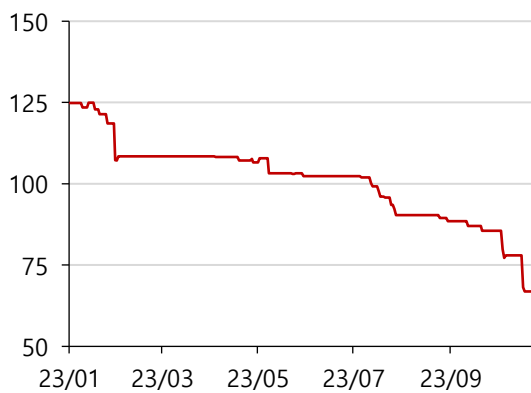
포스코퓨처엠 목표 시가총액 밸류에이션 분석

	2033E	비고
목표주가	406,000 원	
29E EPS	40,627 원	2029년 순이익 3.1조원 기준
목표 PER	10 배	IT 하드웨어의 통상적 PER 10배 적용
시가총액 가치	406,270 원	

자료: SK증권

포스코퓨처엠 3Q23 영업이익 컨센서스 추이

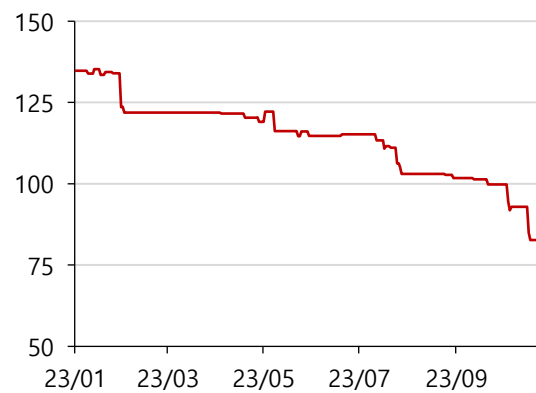
(십억원)



자료: QuantWise, SK증권

포스코퓨처엠 4Q23F 영업이익 컨센서스 추이

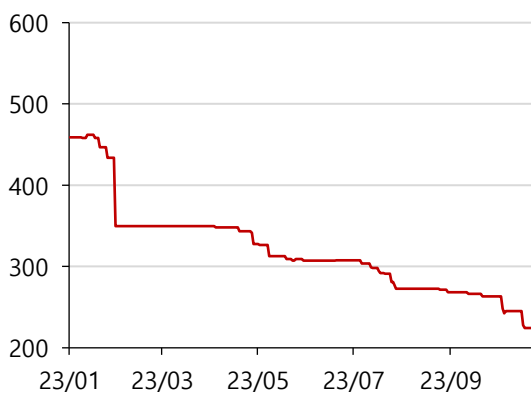
(십억원)



자료: QuantWise, SK증권

포스코퓨처엠 2023년 영업이익 컨센서스 추이

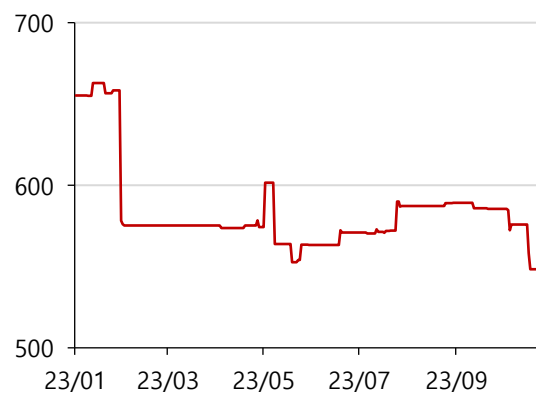
(십억원)



자료: QuantWise, SK증권

포스코퓨처엠 2024년 영업이익 컨센서스 추이

(십억원)



자료: QuantWise, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084	2,038	2,433	3,394	5,413
현금및현금성자산	72	281	526	1,141	2,744
매출채권 및 기타채권	241	292	582	699	845
재고자산	441	870	1,044	1,253	1,441
비유동자산	1,838	2,600	4,082	6,733	9,205
장기금융자산	15	37	64	82	157
유형자산	1,459	2,098	3,530	6,157	8,547
무형자산	34	31	28	22	16
자산총계	3,922	4,637	6,515	10,126	14,618
유동부채	635	966	1,224	1,759	3,165
단기금융부채	268	483	406	703	1,122
매입채무 및 기타채무	311	398	802	1,038	2,015
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	849	1,021	2,521	5,353	7,848
장기금융부채	836	1,010	2,502	5,329	7,802
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,484	1,987	3,744	7,112	11,013
지배주주지분	2,389	2,471	2,551	2,792	3,374
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,453	1,455	1,457	1,457	1,457
기타자본구성요소	0	-17	-39	-39	-39
자기주식	0	-7	-6	-6	-6
이익잉여금	898	1,003	1,099	1,339	1,921
비지배주주지분	49	180	219	223	231
자본총계	2,438	2,651	2,770	3,015	3,605
부채와자본총계	3,922	4,637	6,515	10,126	14,618

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	93	-97	148	565	1,904
당기순이익(손실)	134	122	124	267	614
비현금성항목등	101	177	185	525	897
유형자산감가상각비	75	86	155	373	610
무형자산상각비	6	6	8	7	5
기타	20	85	22	146	282
운전자본감소(증가)	-142	-365	-107	-82	675
매출채권및기타채권의감소(증가)	41	-31	-286	-117	-145
재고자산의감소(증가)	-254	-403	-169	-209	-188
매입채무및기타채무의증가(감소)	109	81	332	236	977
기타	-38	-12	16	8	32
법인세납부	0	-31	-38	-80	-183
투자활동현금흐름	-1,657	-10	-1,329	-3,049	-3,164
금융자산의감소(증가)	-1,092	723	315	-18	-76
유형자산의감소(증가)	-552	-659	-1,573	-3,000	-3,000
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-6	0	0
기타	-4	-67	-65	-31	-88
재무활동현금흐름	225	668	1,548	3,100	2,870
단기금융부채의증가(감소)	0	-130	-204	297	420
장기금융부채의증가(감소)	252	829	1,802	2,827	2,473
자본의증가(감소)	1,267	1	3	0	0
배당금지급	-18	-23	-24	-23	-23
기타	-1,275	-9	-29	0	0
현금의 증가(감소)	-49	209	245	615	1,603
기초현금	122	72	281	526	1,141
기말현금	72	281	526	1,141	2,744
FCF	-458	-757	-1,425	-2,435	-1,096

자료 : 포스코퓨처엠, SK증권

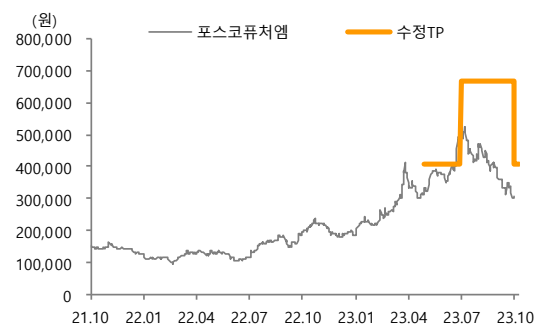
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,990	3,302	4,991	6,482	11,652
매출원가	1,751	2,967	4,604	5,741	10,295
매출총이익	238	335	387	741	1,356
매출총이익률(%)	12.0	10.1	7.8	11.4	11.6
판매비와 관리비	116	169	250	338	470
영업이익	122	166	136	403	886
영업이익률(%)	6.1	5.0	2.7	6.2	7.6
비영업손익	24	-32	19	-56	-89
순금융손익	8	8	-26	-66	-98
외환관련손익	0	-13	-6	0	0
관계기업등 투자손익	17	21	4	8	7
세전계속사업이익	146	134	156	347	797
세전계속사업이익률(%)	7.3	4.1	3.1	5.4	6.8
계속사업법인세	12	12	32	80	183
계속사업이익	134	122	124	267	614
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	134	122	124	267	614
순이익률(%)	6.7	3.7	2.5	4.1	5.3
지배주주	134	118	122	264	605
지배주주귀속 순이익률(%)	6.7	3.6	2.4	4.1	5.2
비지배주주	-0	4	2	4	8
총포괄이익	141	118	126	267	614
지배주주	140	120	131	319	731
비지배주주	0	-3	-6	-51	-117
EBITDA	203	258	300	783	1,502

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	27.0	66.0	51.1	29.9	79.8
영업이익	101.9	36.3	-17.7	195.4	119.9
세전계속사업이익	320.3	-8.3	16.2	123.3	129.4
EBITDA	62.7	27.3	16.3	160.8	91.9
EPS	275.9	-11.8	3.1	116.5	129.4
수익성 (%)					
ROA	4.5	2.8	2.2	3.2	5.0
ROE	7.9	4.9	4.9	9.9	19.6
EBITDA마진	10.2	7.8	6.0	12.1	12.9
안정성 (%)					
유동비율	328.4	211.0	198.9	192.9	171.0
부채비율	60.9	75.0	135.2	235.9	305.5
순차입금/자기자본	-10.5	25.3	76.1	152.5	161.2
EBITDA/이자비용(배)	22.0	22.3	7.7	9.2	11.5
배당성향	17.3	19.6	19.1	8.8	3.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,732	1,527	1,573	3,407	7,814
BPS	30,845	31,992	33,006	36,112	43,627
CFPS	2,780	2,718	3,687	8,307	15,760
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER	83.1	117.9	193.8	89.5	39.0
PBR	4.7	5.6	9.2	8.4	7.0
PCR	51.8	66.2	82.7	36.7	19.4
EV/EBITDA	54.0	57.3	86.5	36.3	19.8
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.25	매수	406,000원	6개월		
2023.07.25	매수	670,000원	6개월	-38.51%	-16.42%
2023.05.23	매수	410,000원	6개월	-5.63%	32.20%



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 25일 기준)

매수	94.39%	중립	5.61%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------