



포스코퓨처엠 (003670)

예상된 실적 부진, N86 수율 개선이 관건

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 540,000원

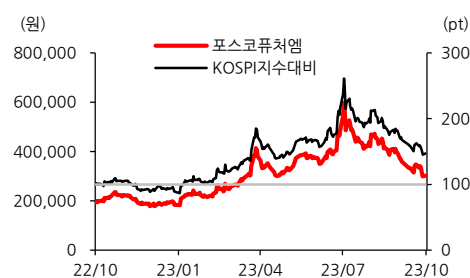
현재 주가(10/24)	305,000원
상승여력	▲ 77.0%
시가총액	236,263억원
발행주식수	77,463천주
52 주 최고가 / 최저가	598,000 / 178,500원
90 일 일평균 거래대금	3,941.65억원
외국인 지분율	7.0%
주주 구성	
포스코홀딩스 (외 5 인)	62.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.6%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-23.0	-43.7	-16.1	56.8
상대수익률(KOSPI)	-18.0	-34.4	-10.5	50.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,990	3,302	4,897	8,599
영업이익	122	166	146	549
EBITDA	203	258	284	824
지배주주순이익	134	118	130	404
EPS	1,732	1,527	1,682	5,226
순차입금	1,005	1,177	1,867	4,536
PER	83.1	117.9	181.3	58.4
PBR	4.7	5.6	9.2	8.0
EV/EBITDA	59.9	58.6	89.7	34.2
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1
ROE	7.9	4.9	5.2	14.7

주가 추이



포스코퓨처엠의 3 분기 실적은 기대치를 하회했습니다. 양극재 부분의 부진 때문이며, 실적 회복을 위해 N86 양극재 수율 개선이 중요합니다. 동사는 경쟁사 대비 수주 가시성이 가장 높다고 판단하며, 2) 중국 정부의 흑연 수출 규제에 음극재 사업가치도 높아질 것이라 판단합니다.

3분기 실적은 컨센서스 하회

3분기 실적은 매출액 1.3조 원, 영업이익 371억 원(OPM 2.9%)으로 컨센서스(669억 원)를 하회했다. 양극재 판매량(QoQ +24%)과 수익성 모두 기대치에 못미친 것이 주효했다. 유럽향 N65 판매 부진이 지속되고 있고, N86도 수율 개선세도 더뎠다. 판가(QoQ -5%) 하락에 따른 스프레드 악화와 재고평가손도 손익에 부담을 가중시켰다. 음극재도 수요 부진으로 판매량이 QoQ Flat했으며, 인조흑연 음극재 생산을 앞두고 비용이 발생하며 수익성 또한 BEP 수준으로 추정된다.

4분기까지 수익성 개선은 제한적

동사의 4분기 실적으로 매출액 1.3조 원 영업이익 363억 원(OPM 2.8%)을 전망한다. 전사업 부문 모두 어려운 시기가 예상된다. 양극재는 유럽향 N65 수요 부진과 N86 생산 증가가 서로 상쇄되며 출하량은 QoQ +5% 증가하는데 그칠 전망이다. N86 비중이 70%(vs. 3Q23 41%)까지 상승하며 blended ASP는 QoQ -7% 하락이 예상된다. 다만, 수율이 부진한 N86 비중이 높아지며 수익성은 3Q23과 유사한 수준으로 전망한다. 음극재 또한 수요 부진으로 판매량 증대가 없는 한편, 4Q23 인조흑연 음극재 생산이 시작되며 비용은 증가할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 54만 원 유지

양극재 업종 주가는 고점 대비 50%가량 하락하며, 반등 시기를 기다리고 있다. 실적발표에서 언급한 유럽향 수요 둔화는 아쉬우나 미국(GM)향 기대감은 여전하기에 실적 회복을 위해 개별적으로는 1) N86 수율 개선, 업황면에서는 2) 리튬 가격의 안정화가 중요할 것으로 판단한다. 최근 경쟁사의 수주 뉴스를 필두로 양극재 업체들의 수주 모멘텀도 기대되며, 동사는 원소재 확보 강점으로 경쟁사 중 수주 가시성도 가장 높다고 판단한다. 중국의 흑연 수출 규제에 천연흑연 부문의 원소재 다변화는 중장기 과제지만, 전 세계에서 중국을 제외하면 동사가 유일한 대안이므로 중장기 음극재 사업부 가치도 높아질 것으로 기대된다.

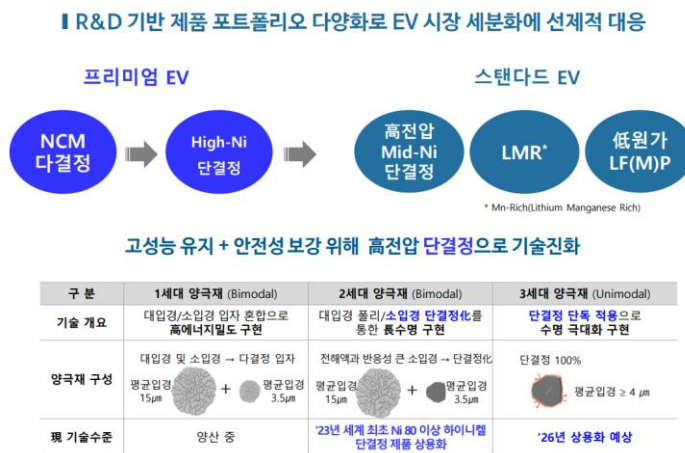
[표1] 포스코케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
연결 매출액	664.6	803.2	1,053.3	780.8	1,135.2	1,193.0	1,285.8	1,282.6	3,301.9	4,896.6	8,599.0	14,668.0
양극재	272.2	418.4	658.3	384.7	712.5	786.6	901.6	905.5	1,733.6	3,306.2	6,696.7	12,295.8
음극재	44.9	46.5	68.4	56.5	67.7	56.2	51.6	53.2	216.3	228.7	558.9	1,002.6
철강 사업부	334.5	325.4	321.3	323.0	337.5	330.8	314.1	307.8	1,304.3	1,290.1	1,256.0	1,256.0
매출비중(%)												
양극재	41%	52%	62%	49%	63%	66%	70%	71%	53%	68%	78%	84%
음극재	7%	6%	6%	7%	6%	5%	4%	4%	7%	5%	6%	7%
철강 사업부	50%	41%	31%	41%	30%	28%	24%	24%	40%	26%	15%	9%
연결 영업이익	25.5	55.2	81.8	3.3	20.3	52.1	37.1	36.3	165.9	145.9	548.6	1,221.7
영업이익률(%)	3.8%	6.9%	7.8%	0.4%	1.8%	4.4%	2.9%	2.8%	5.0%	3.0%	6.4%	8.3%
양극재 출하량(톤)	7,528	7,996	11,121	7,401	12,900	12,002	14,509	15,258	34,047	54,668	112,000	216,465
QoQ/YoY(%)	18.3%	6.2%	39.1%	-33.4%	74.3%	-7.0%	20.9%	5.2%	23.5%	60.6%	104.9%	93.3%

자료: 포스코케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 포스코퓨처엠의 양극재 기술 동향: 프리미엄 EV에서 스탠다드 EV 용까지 대응



자료: 포스코퓨처엠, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,566	1,990	3,302	4,897	8,599
매출총이익	144	238	335	398	1,011
영업이익	60	122	166	146	549
EBITDA	125	203	258	284	824
순이자손익	-5	8	8	-24	-62
외화관련손익	0	0	-13	-6	0
지분법손익	-8	17	21	-3	0
세전계속사업손익	35	146	134	147	542
당기순이익	30	134	122	131	433
지배주주순이익	30	134	118	130	404
증가율(%)					
매출액	5.6	27.0	66.0	48.3	75.6
영업이익	-32.9	101.9	36.3	-12.1	276.1
EBITDA	-6.8	62.7	27.3	10.1	189.8
순이익	-70.6	349.7	-8.8	7.1	231.3
이익률(%)					
매출총이익률	9.2	12.0	10.1	8.1	11.8
영업이익률	3.8	6.1	5.0	3.0	6.4
EBITDA 이익률	8.0	10.2	7.8	5.8	9.6
세전이익률	2.2	7.3	4.1	3.0	6.3
순이익률	1.9	6.7	3.7	2.7	5.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	38	103	-61	105	364
당기순이익	30	134	122	134	433
자산상각비	64	81	92	138	276
운전자본증감	-93	-142	-365	-108	-316
매출채권 감소(증가)	-67	41	-31	-336	-404
재고자산 감소(증가)	4	-254	-403	-112	-364
매입채무 증가(감소)	-8	109	81	93	425
투자현금흐름	-254	-1,675	-55	-780	-3,012
유형자산처분(취득)	-242	-552	-659	-1,103	-3,000
무형자산 감소(증가)	-3	-10	-7	-3	-4
투자자산 감소(증가)	-7	-1,092	724	345	-1
재무현금흐름	302	1,522	336	1,926	1,977
차입금의 증가(감소)	312	248	337	1,910	2,000
자본의 증가(감소)	-25	1,248	-33	-23	-23
배당금의 지급	25	18	23	23	23
총현금흐름	136	235	299	259	681
(-)운전자본증감(감소)	102	1,145	-380	-165	316
(-)설비투자	243	552	659	1,103	3,000
(+)자산매각	-2	-9	-7	-3	-4
Free Cash Flow	-211	-1,472	14	-682	-2,639
(-)기타투자	-6	-983	859	292	7
잉여현금	-204	-489	-845	-974	-2,646
NOPLAT	52	111	151	129	438
(+) Dep	64	81	92	138	276
(-)운전자본투자	102	1,145	-380	-165	316
(-)Capex	243	552	659	1,103	3,000
OpFCF	-229	-1,505	-35	-670	-2,603

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	811	2,084	2,038	3,216	3,289
현금성자산	140	99	317	1,569	900
매출채권	277	241	292	633	1,037
재고자산	187	441	870	988	1,351
비유동자산	1,277	1,838	2,600	3,579	6,314
투자자산	314	345	471	463	470
유형자산	932	1,459	2,098	3,081	5,806
무형자산	31	34	31	34	38
자산총계	2,088	3,922	4,637	6,796	9,603
유동부채	221	635	966	943	1,368
매입채무	187	347	455	562	987
유동성이자부채	23	268	483	368	368
비유동부채	844	849	1,021	3,079	5,080
비유동이자부채	831	836	1,010	3,068	5,068
부채총계	1,064	1,484	1,987	4,022	6,448
자본금	30	39	39	39	39
자본잉여금	195	1,453	1,455	1,457	1,457
이익잉여금	779	898	1,003	1,107	1,488
자본조정	-3	0	-26	-48	-48
자기주식	0	0	-7	-6	-6
자본총계	1,024	2,438	2,651	2,773	3,155

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	461	1,732	1,527	1,682	5,226
BPS	16,408	30,845	31,899	32,979	37,901
DPS	285	300	300	300	300
CFPS	2,119	3,030	3,859	3,345	8,785
ROA(%)	1.5	4.5	2.8	2.3	4.9
ROE(%)	3.0	7.9	4.9	5.2	14.7
ROIC(%)	3.7	4.6	4.4	3.3	7.5
Multiples(x, %)					
PER	225.7	83.1	117.9	181.3	58.4
PBR	6.3	4.7	5.6	9.2	8.0
PSR	4.3	5.6	4.2	4.8	2.7
PCR	49.1	47.5	46.6	91.2	34.7
EV/EBITDA	70.3	59.9	58.6	89.7	34.2
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	104.0	60.9	75.0	145.0	204.4
Net debt/Equity	69.8	41.2	44.4	67.3	143.8
Net debt/EBITDA	573.0	495.5	455.9	656.7	550.4
유동비율	367.4	328.4	211.0	341.2	240.4
이자보상배율(배)	8.7	13.2	14.3	3.7	6.7
자산구조(%)					
투하자본	77.6	88.0	81.8	68.1	84.4
현금+투자자산	22.4	12.0	18.2	31.9	15.6
자본구조(%)					
차입금	45.5	31.2	36.0	55.3	63.3
자기자본	54.5	68.8	64.0	44.7	36.7

[Compliance Notice]

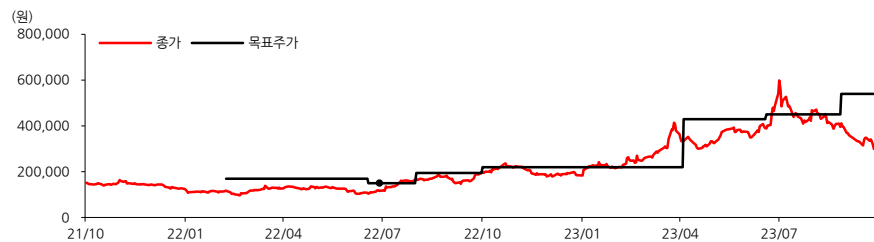
(공표일: 2023년 10월 25일)

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. (이용욱)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[포스코퓨처엠 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		이용욱	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	2023.01.31	2023.04.28	2023.05.16	2023.07.13	2023.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	430,000	430,000	450,000	450,000
일 시	2023.09.20	2023.10.25				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	540,000	540,000				

[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	-12.77	-0.26
2022.10.25	Buy	220,000	6.44	88.18
2023.04.28	Buy	430,000	-17.61	-5.12
2023.07.12	Buy	450,000	-0.25	32.89
2023.09.21	Buy	540,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2023 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%