EARNINGS REVIEW

2023. 10. 25

Company Analysis | 철강금속소재

Analyst 안회수

02 3779 8897 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

포스코퓨처엠(003670)

기대되는 단결정 수율 개선과 수주 모멘텀

Buy (유지)

목표주가 (하향)	480,000 원
현재주가	305,000 원
상승여력	57.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (10/24)		2,383.51 pt
시가총액		236,263 억원
발행주식수		77,463 천주
52 주 최고가/최저가		598,000 / 178,500
90 일 일평균거래대금		3,941.81 억원
외국인 지분율		7.0%
배당수익률(23.12E)		0.1%
BPS(23.12E)		33,184 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-18.0%
	6 개월	-10.5%
	12 개월	50.2%
주주구성	포스코홀딩스 (외 5 인)	62.5%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.6%

Stock Price

3Q23 Review: 아쉬운 단결정 수율

3Q23 실적은 연결기준 매출액 1.3 조원(+22.1%YoY, +7.8%QoQ), 영업이익 371억원(-54.6%YoY, -28.8%QoQ, OPM 2.9%)으로 영업이익 컨센서스 669억원을 47% 하회하였다. 컨센서스 하회의 배경은 N65, N86 제품 모두 판매량이 기존 가이던스에 미치지 못하였고, N86 제품의 수율 문제로 양극재 마진율이 개선되지 못했기 때문이다. 1) Q: N65 제품 출하가 둔화된 이유는 유럽향 수요 악화 때문이며, N86 출하량이 크게 늘어나지 못한 이유는 수율 문제 때문이다. 2) P: N86 판매비중 확대(2Q 31% → 3Q 40%)로 ASP의 큰 하락은 방어했다. 3) C: 그럼에도 에너지소재 부문 영업이익률 2.3%로 수익성이 악화된 이유는 첫째, N86 단결정 제품 생산 이후 부적합 판정 시 재작업 가공비가 추가로 소요되었기 때문이다. 둘째, 메탈가 하락으로 재고평가손실이 약 80억원 발생하였고, 셋째, 음극재는 낮은 가동률과 판가하락으로 적자 기록한 것으로 파악된다.

4Q23 단결정 수율 개선이 관건

4Q23 매출액 1.3조원(+61.5%YoY, -1.9%QoQ), 영업이익 548억원(+1558.3%YoY, +47.8% QoQ), 영업이익률 4.3%를 예상한다. 출하량 증가는 +25%QoQ 예상하는데, 전제조건은 단결정 수율 개선이다. 유럽향 수요 부진 지속으로 N65 출하량은 큰 폭 감소할 것으로 예상됨에 따라 N86 제품의 출하량 증가(비중 70% 목표)가 외형성장 방어와 수익성 개선의 핵심이 될 것이다. 또한 4분기부터 삼성SDI향 양극재 출하가 시작된다. 메탈가 하락에 따른 ASP 하락은 약 -20%QoQ로 가정하였다. 임금인상 소급 적용, 인조흑연 음극재 가동 시작으로 일회성 비용도 발생할 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 480,000원 하향

투자의견 Buy, 목표주가 480,000원으로 기존 대비 25% 하향한다. 2026년 예상 EPS에 12M Fwd 24~25년 Peer 평균 Multiple 20%할증한 PER 55배를 적용한 방식은 유지하나, 2026년 예상 EPS를 30% 하향 조정했기 때문이다. 시장은 동사의 전구체 및 리튬 내재화, 양음극재 사업 시너지, 그룹사의 안정적 자금력에 대해 Peer 대비 항상 프리미엄을 부여해왔다. 경쟁사대비 높은 원료 내재화율과 공격적 CAPA Plan으로 이러한 프리미엄은 지속될 것이다. 단기적 반등 모멘텀은 추가 공급계약인데, SKON-Ford향 논의 중으로 알려짐에 따라 기대감이 높은 상황이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,990	3,302	4,875	6,455	9,491
영업이익	122	166	164	341	616
순이익	134	122	150	253	457
EPS (원)	1,732	1,528	1,889	3,146	5,694
증감률 (%)	275.9	-11.8	23.7	66.5	81.0
PER (x)	83.1	117.8	161.4	97.0	53.6
PBR (x)	4.7	5.6	9.2	8.5	7.4
영업이익률 (%)	6.1	5.0	3.4	5.3	6.5
EBITDA 마진 (%)	10.2	7.8	6.2	7.9	8.7
ROE (%)	7.9	4.9	5.8	9.1	14.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 포스코퓨처엠, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q23 실적 Review

표1 2Q23 Reivew

(십억원)	3Q23P	2Q23	3Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,286	1,193	1,053	*22.1%*	*7.8%*	1,451	-11.4%
영업이익	37	52	82	*-54.6%*	*-28.8%*	70	-46.9%
영업이익률	2.9%	4.4%	7.8%	*-4.9%p*	*-1.5%p*	4.82%	-1.9%p
순이익	23	43	66	*-64.6%*	*-46.2%*	47	-51.0%
순이익률	1.8%	3.6%	6.2%	*-4.4%p*	*-1.8%p*	3.3%	-1.5%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	665	803	1,053	781	1,135	1,193	1,286	1,261	3,302	4,875	6,455
yoy	*42.2%*	*67.3%*	*108.6%*	*45.3%*	*70.8%*	*48.5%*	*22.1%*	*61.5%*	*66.0%*	*47.6%*	*32.4%*
qoq	*23.7%*	*20.9%*	*31.1%*	*-25.9%*	*45.4%*	*5.1%*	*7.8%*	*-1.9%*			
양극재	272	347	658	384	712	786	902	876	1,661	3,276	4889
음극재	45	47	68	69	69	56	52	47	229	237	219
내화물	205	200	217	190	211	205	211	197	812	789	803
라임	143	139	120	150	144	146	121	141	552	562	543
영업이익	26	55	82	3	20	52	37	55	166	164	341
yoy	*-25.2%*	*55.1%*	*159.9%*	*-83.8%*	*-20.7%*	*-5.6%*	*-54.6%*	*1558.3%*	*36.3%*	*-0.9%*	*107.3%*
qoq	*24.8%*	*116.2%*	*48.1%*	*-96.0%*	*512.3%*	*157.3%*	*-28.8%*	*47.8%*			
에너지소재	13	40	78	19	17	37	22	40	151	116	280
기초소재	12	15	4	-16	4	15	15	15	15	49	61
OPM(%)	*3.8%*	*6.9%*	*7.8%*	*0.4%*	*1.8%*	*4.4%*	2.9%	4.3%	5.0%	3.4%	5.3%
에너지소재	*4.2%*	*10.2%*	*10.7%*	*4.2%*	*2.1%*	*4.5%*	*2.3%*	*4.3%*	*8.0%*	*3.3%*	*5.5%*
기초소재	*3.5%*	*3.6%*	*1.2%*	*-4.8%*	*1.0%*	*4.2%*	*4.6%*	*4.5%*	*1.1%*	*3.6%*	*4.5%*
세전이익	39	59	81	-46	51	52	27	51	134	181	311
당기순이익	36	46	66	-26	40	43	23	44	122	150	253
당기순이익률	*5.4%*	*5.8%*	*6.2%*	*-3.3%*	*3.5%*	*3.6%*	*1.8%*	*3.5%*	*3.7%*	*3.1%*	*3.9%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 변경 내역

	4Q23E			2023E			2024E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	1,419	1,261	-11%	5,227	4,875	-7%	6,411	6,455	1%
영업이익	110	55	-50%	272	164	-40%	541	341	-37%
영업이익률	7.8%	4.3%	-3.4%p	5.2%	3.4%	-1.8%p	8.4%	5.3%	-3.2%p

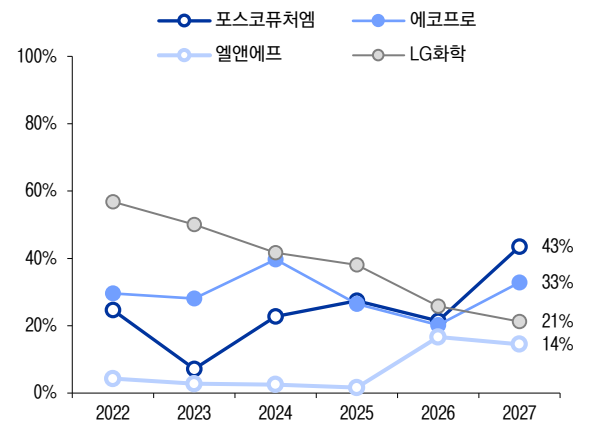
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 양극재 Peer 리튬 내재화 현황

	내재화 내용
포스코퓨처엠	POSCO 홀딩스 2030 년 리튬 42 만톤 CAPA, 지주사로부터 필요한 물량의 50% 가량 조달 계획
에코프로비엠	2027 년 수산화리튬 내재화율 목표 31%, 에코프로이노베이션 2.6 만톤 계획
엘앤에프	중국 시노리튬머티리얼즈와 수산화리튬 정제공장 계획, CAPA 및 시기 추후 발표
LG 화학	강봉리튬, 천제리튬, 피드몬트리튬 지분 일부 취득 및 다수 기업들과 공급계약

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 전구체 내재화율 전망



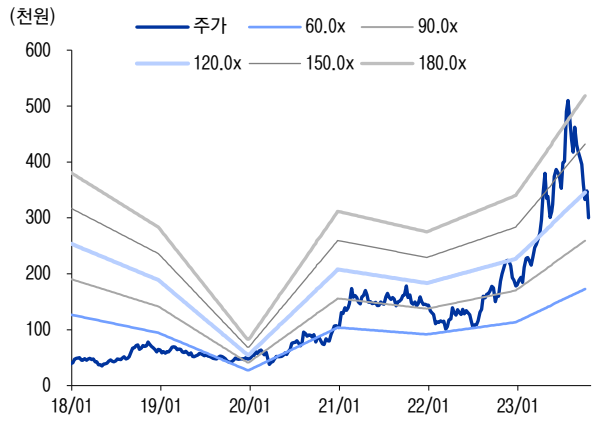
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 목표주가 산정 (P/E Valuation)

	포스코퓨처엠	비고
적용 EPS(원)	8,760	실적 가시성 고려, 2026 년 예상 EPS 적용
발행주식수(천 주)	77,463	
Target P/E(배)	55.0	2024~2025E Peer Multiple 20% 할증
목표주가 (원)	480,000	
현재주가 (원, 10/24)	305,000	
Upside (%)	57.4%	

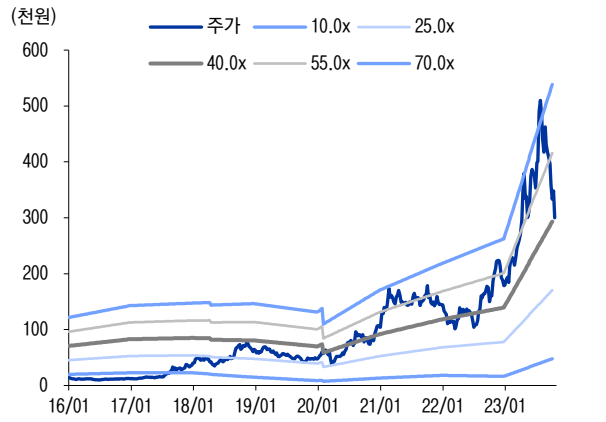
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd PER Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd EV/EBITDA Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

포스코퓨처엠(003670)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084	2,038	2,594	3,309	3,634
현금 및 현금성자산	72	281	487	725	1,130
매출채권 및 기타채권	241	292	691	877	971
재고자산	441	870	1,105	1,266	1,295
기타유동자산	1,331	594	311	441	238
비유동자산	1,838	2,600	3,455	4,211	5,224
관계기업투자등	185	290	309	321	334
유형자산	1,459	2,098	2,954	3,694	4,689
무형자산	34	31	31	28	26
자산총계	**3,922**	**4,637**	**6,049**	**7,520**	**8,858**
유동부채	635	966	1,180	1,281	1,301
매입채무 및 기타재무	347	455	800	900	1,000
단기금융부채	268	483	368	368	288
기타유동부채	20	28	12	13	13
비유동부채	849	1,021	2,079	3,230	4,130
장기금융부채	836	1,010	2,068	3,218	4,118
기타비유동부채	13	11	11	12	12
부채총계	**1,484**	**1,987**	**3,260**	**4,511**	**5,432**
지배주주지분	2,389	2,471	2,571	2,791	3,208
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,453	1,455	1,457	1,457	1,457
이익잉여금	898	1,003	1,123	1,343	1,760
비지배주주지분(연결)	49	180	219	219	219
자본총계	**2,438**	**2,651**	**2,789**	**3,009**	**3,426**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,990**	**3,302**	**4,875**	**6,455**	**9,491**
매출원가	1,751	2,967	4,502	5,899	8,632
매출총이익	**238**	**335**	**373**	**556**	**859**
판매비 및 관리비	116	169	209	215	243
영업이익	**122**	**166**	**164**	**341**	**616**
(EBITDA)	203	258	303	507	827
금융손익	9	-4	-26	-20	-20
이자비용	9	12	35	40	40
관계기업등 투자손익	17	21	0	0	0
기타영업외손익	-2	-49	43	-9	-16
세전계속사업이익	**146**	**134**	**181**	**311**	**580**
계속사업법인세비용	12	12	30	59	123
계속사업이익	134	122	150	253	457
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**134**	**122**	**150**	**253**	**457**
지배주주	134	118	146	243	440
총포괄이익	**137**	**113**	**150**	**253**	**457**
매출총이익률 (%)	12.0	10.1	7.7	8.6	9.1
영업이익률 (%)	6.1	5.0	3.4	5.3	6.5
EBITDA 마진률 (%)	10.2	7.8	6.2	7.9	8.7
당기순이익률 (%)	6.7	3.7	3.1	3.9	4.8
ROA (%)	4.5	2.8	2.7	3.6	5.4
ROE (%)	7.9	4.9	5.8	9.1	14.7
ROIC (%)	4.6	4.4	3.4	5.6	8.2

현금흐름표

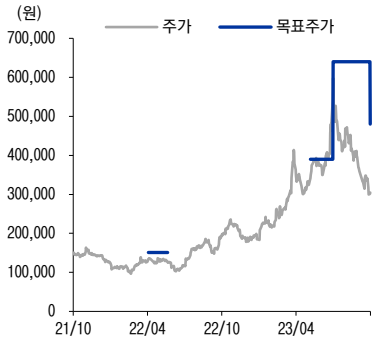
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**103**	**-61**	**-65**	**35**	**833**
당기순이익(손실)	134	122	150	253	457
비현금수익비용가감	101	177	125	158	195
유형자산감가상각비	75	86	131	160	205
무형자산상각비	6	6	8	6	6
기타현금수익비용	20	85	-43	-8	-16
영업활동 자산부채변동	-142	-365	-295	-375	181
매출채권 감소(증가)	41	-31	-394	-186	-95
재고자산 감소(증가)	-254	-403	-230	-161	-29
매입채무 증가(감소)	109	81	331	100	100
기타자산, 부채변동	-38	-12	-1	-128	205
투자활동 현금	**-1,675**	**-55**	**-657**	**-924**	**-1,225**
유형자산처분(취득)	-552	-659	-973	-900	-1,200
무형자산 감소(증가)	-10	-7	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-1,095	578	323	-14	-15
기타투자활동	-19	33	-3	-7	-7
재무활동 현금	**1,522**	**336**	**926**	**1,127**	**797**
차입금의 증가(감소)	248	337	910	1,150	820
자본의 증가(감소)	1,248	-33	-23	-23	-23
배당금의 지급	18	23	-23	-23	-23
기타재무활동	26	32	39	0	0
현금의 증가	**-49**	**209**	**206**	**238**	**405**
기초현금	122	72	281	487	725
기말현금	72	281	487	725	1,130

자료: 포스코퓨처엠, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	83.1	117.8	161.4	97.0	53.6
P/B	4.7	5.6	9.2	8.5	7.4
EV/EBITDA	59.9	58.6	84.2	52.2	32.5
P/CF	47.5	46.6	85.8	57.6	36.2
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	27.0	66.0	47.6	32.4	47.0
영업이익	101.9	36.3	-0.9	107.3	80.9
세전이익	320.3	-8.3	34.8	72.4	86.4
당기순이익	349.7	-8.8	23.2	68.1	81.0
EPS	275.9	-11.8	23.7	66.5	81.0
안정성 (%)					
부채비율	60.9	75.0	116.9	149.9	158.5
유동비율	328.4	211.0	219.8	258.3	279.3
순차입금/자기자본(x)	41.2	44.4	68.6	93.9	94.5
영업이익/금융비용(x)	13.2	14.3	4.6	8.5	15.4
총차입금 (십억원)	1,104	1,493	2,436	3,586	4,406
순차입금 (십억원)	1,005	1,177	1,914	2,824	3,238
주당지표 (원)					
EPS	1,732	1,528	1,889	3,146	5,694
BPS	30,845	31,899	33,184	36,025	41,409
CFPS	3,030	3,859	3,557	5,297	8,415
DPS	300	300	300	300	300

포스코퓨처엠 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.04.27	Hold	151,000									
2022.04.27	Buy	151,000									
2022.07.07		커버리지제외									
2023.05.30	신규	안회수									
2023.05.30	Buy	390,000	39.0		0.4						
2023.07.25	Buy	640,000	-6.6		-35.1						
2023.10.25	Buy	480,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)