



포스코퓨처엠 (003670)

경쟁사를 웃도는 성장세, 그러나 높은 기대치는 부담

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 270,000원

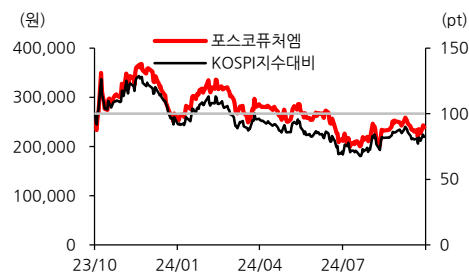
| | |
|----------------|--------------------|
| 현재 주가(10/30) | 228,500원 |
| 상승여력 | ▲ 18.2% |
| 시가총액 | 177,003억원 |
| 발행주식수 | 77,463천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 368,000 / 199,500원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 861.14억원 |
| 외국인 지분율 | 9.7% |
| 주주 구성 | |
| 포스코홀딩스 (외 5 인) | 62.5% |
| 국민연금공단 (외 1 인) | 5.6% |
| 자사주 (외 1 인) | 0.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률 | -8.6 | 6.0 | -19.4 | -10.6 |
| 상대수익률(KOSPI) | -8.6 | 11.3 | -15.7 | -22.8 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,302 | 4,760 | 3,961 | 5,275 |
| 영업이익 | 166 | 36 | 64 | 219 |
| EBITDA | 258 | 173 | 254 | 461 |
| 지배주주순이익 | 118 | 29 | 75 | 182 |
| EPS | 1,527 | 371 | 964 | 2,356 |
| 순차입금 | 1,177 | 2,716 | 3,182 | 4,304 |
| PER | 117.9 | 968.2 | 237.0 | 97.0 |
| PBR | 5.6 | 11.8 | 7.5 | 7.0 |
| EV/EBITDA | 58.6 | 176.0 | 82.3 | 47.8 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| ROE | 4.9 | 1.2 | 3.2 | 7.5 |

주가 추이



포스코퓨처엠은 3 분기에 이어 4 분기에도 양극재 출하량 증가세가 지속될 전망입니다. 그러나, 둔화된 수요를 고려하면 그 폭은 제한적입니다. 당사는 JV 고객사 효과로 경쟁사를 웃도는 성장세가 유지되고 있으나, 여전히 높은 중장기 기대치는 현실화될 필요가 있습니다.

3분기: 재고평가손실로 기대치 하회

동사의 3분기 실적은 매출액 9,228억 원, 영업이익 14억 원으로 컨센서스(매출액 1.0조 원, 영업이익 187억 원)를 하회했다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ Flat, +4%을 기록했으나, IT용 양극재 등 장기보유 재고에 대한 재고평가손실 223억 원이 반영되며 양극재 부문은 120억 원 적자를 기록했기 때문이다. 음극재 부문은 출하량이 QoQ 51% 감소하며 인조흑연 환입(71억 원)에도 불구하고 38억 원 적자를 기록했다. 미국 내 흑연 음극재에 대한 FEoC 적용이 유예된 영향이다.

4분기: 성장은 지속되나 그 폭은 제한적

동사의 4분기 실적으로 매출액 9,844억 원, 영업이익 220억 원을 전망한다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ +9%, Flat할 것으로 예상된다. 당사는 삼성SDI x STLA JV향 NCA 양극재 판매가 확대되나, N86 양극재는 GM의 재고소진으로 출하량이 감소하며 전체적인 출하량 증가세는 제한적이다. 양극재 수익성은 3Q24 재고평가손실 영향이 제거되며 2.6% 수준으로 회복될 것으로 전망한다. 음극재는 일부 고객사의 구매 재개로 출하량이 QoQ +10% 증가할 것으로 예상되나, 3Q24 하락 폭을 감안하면 회복세는 미미하다. 인조흑연 고정비도 지속되며 판매가 본격화되기까지 적자가 유지될 것으로 예상된다.

목표주가 27만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 27만 원으로 하향한다. 둔화된 시장 성장률을 감안하여 26년 실적 추정치를 하향조정했다. 당사는 23~24년 GM x LGES JV에 이어 24~25년에는 SDI x STLA JV 효과를 톡톡히 보고 있다. 경쟁사의 성장성을 크게 웃돌고 있다. 그러나 동사도 중장기 기대치는 낮아져야 한다. 국내 양극재 업체들은 22~23년 고성장 시기에 대규모 캐파 증설 계획을 발표했으나, 둔화된 수요를 감안하면 발표된 캐파 계획과 양극재 업체들의 실적 전망치는 현실화가 필요해 보인다.

[표1] 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24P | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액 | 1,138.4 | 915.5 | 922.8 | 984.4 | 1,099.7 | 1,224.1 | 1,399.3 | 1,551.7 | 4,759.9 | 3,961.1 | 5,274.7 | 8,050.0 |
| 양극재 | 738.4 | 548.1 | 562.2 | 624.7 | 735.2 | 845.6 | 986.2 | 1,127.5 | 3,141.4 | 2,473.4 | 3,694.5 | 6,197.3 |
| 음극재 | 49.3 | 50.3 | 24.6 | 27.4 | 32.0 | 49.4 | 61.0 | 77.0 | 221.7 | 151.6 | 219.4 | 482.2 |
| 철강 사업부 | 356.8 | 322.2 | 339.8 | 332.9 | 333.2 | 329.7 | 352.8 | 348.0 | 1,399.4 | 1,351.6 | 1,363.7 | 1,373.3 |
| 매출비중(%) | | | | | | | | | | | | |
| 양극재 | 65% | 60% | 61% | 63% | 67% | 69% | 70% | 73% | 66% | 62% | 70% | 77% |
| 음극재 | 4% | 5% | 3% | 3% | 3% | 4% | 4% | 5% | 5% | 4% | 4% | 6% |
| 철강 사업부 | 31% | 35% | 37% | 34% | 30% | 27% | 25% | 22% | 29% | 34% | 26% | 17% |
| 연결 영업이익 | 37.9 | 2.7 | 1.4 | 22.0 | 32.7 | 48.2 | 63.0 | 74.9 | 35.9 | 64.0 | 218.8 | 453.4 |
| 영업이익률(%) | 3.3% | 0.3% | 0.1% | 2.2% | 3.0% | 3.9% | 4.5% | 4.8% | 0.8% | 1.6% | 4.1% | 5.6% |
| 양극재 출하량(톤) | 17,706 | 14,650 | 14,663 | 15,994 | 18,800 | 21,600 | 25,150 | 28,700 | 53,942 | 62,975 | 94,250 | 158,000 |
| QoQ/YoY(%) | 21.9% | -17.3% | 0.1% | 9.1% | 17.5% | 14.9% | 16.4% | 14.1% | 58.4% | 16.8% | 49.6% | 67.6% |

자료: 포스코퓨처엠, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 포스코퓨처엠 밸류에이션

(단위: 원)

| | 26년 NOPLAT (십억 원) | 멀티플 (배) | 적정가치 (십억 원) | |
|-----------------|----------------------|------------|----------------|---------------------------|
| 2차전지 소재 | 297 | 82 | 24,239 | 양극재 동종 업체 26E P/E에 30% 할증 |
| 철강 사업부/피엠시텍 등 | 62 | 11 | 703 | 24년 NOPLAT, 포스코 3년 평균 PER |
| Total | 359 | 69 | 24,942 | |
| 순차입금(십억 원) | | | 4,304 | 2025년 기준 |
| 적정 시가총액(십억 원) | | | 20,638 | |
| 주식 수(천 주) | | | 77,463 | |
| 적정 주가(원) | | | 266,428 | |
| 목표 주가(원) | | | 270,000 | |
| 현재 주가(원) | | | 228,500 | |
| 상승 여력 | | | 18.2% | |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 매출액 | 1,990 | 3,302 | 4,760 | 3,961 | 5,275 |
| 매출총이익 | 238 | 335 | 257 | 298 | 500 |
| 영업이익 | 122 | 166 | 36 | 64 | 219 |
| EBITDA | 203 | 258 | 173 | 254 | 461 |
| 순이자손익 | 8 | 8 | -34 | -68 | -105 |
| 외화관련손익 | 0 | -13 | 2 | -20 | 0 |
| 지분법손익 | 17 | 21 | -31 | -3 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 146 | 134 | -16 | 18 | 211 |
| 당기순이익 | 134 | 122 | 4 | 61 | 175 |
| 지배주주순이익 | 134 | 118 | 29 | 75 | 182 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 27.0 | 66.0 | 44.2 | -16.8 | 33.2 |
| 영업이익 | 101.9 | 36.3 | -78.4 | 78.4 | 241.8 |
| EBITDA | 62.7 | 27.3 | -32.8 | 46.2 | 81.6 |
| 순이익 | 349.7 | -8.8 | -96.4 | 1,281.6 | 185.6 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 12.0 | 10.1 | 5.4 | 7.5 | 9.5 |
| 영업이익률 | 6.1 | 5.0 | 0.8 | 1.6 | 4.1 |
| EBITDA 이익률 | 10.2 | 7.8 | 3.6 | 6.4 | 8.7 |
| 세전이익률 | 7.3 | 4.1 | -0.3 | 0.5 | 4.0 |
| 순이익률 | 6.7 | 3.7 | 0.1 | 1.5 | 3.3 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|------|--------|--------|--------|
| 영업현금흐름 | 103 | -61 | -445 | 751 | 214 |
| 당기순이익 | 134 | 122 | 4 | 61 | 175 |
| 자산상각비 | 81 | 92 | 138 | 190 | 242 |
| 운전자본증감 | -142 | -365 | -616 | 583 | -211 |
| 매출채권 감소(증가) | 41 | -31 | -481 | 30 | -265 |
| 재고자산 감소(증가) | -254 | -403 | -138 | 278 | -87 |
| 매입채무 증가(감소) | 109 | 81 | 0 | -39 | 103 |
| 투자현금흐름 | -1,675 | -55 | -1,031 | -1,133 | -1,318 |
| 유형자산처분(취득) | -552 | -659 | -1,351 | -1,100 | -1,300 |
| 무형자산 감소(증가) | -10 | -7 | -14 | -7 | -7 |
| 투자자산 감소(증가) | -1,092 | 724 | 347 | -15 | -1 |
| 재무현금흐름 | 1,522 | 336 | 1,592 | 481 | 1,481 |
| 차입금의 증가(감소) | 248 | 337 | 1,506 | 468 | 1,500 |
| 자본의 증가(감소) | 1,248 | -33 | -24 | -19 | -19 |
| 배당금의 지급 | 18 | 23 | 24 | 19 | 19 |
| 총현금흐름 | 235 | 299 | 277 | 213 | 425 |
| (-)운전자본증감(감소) | 1,145 | -380 | 179 | -859 | 211 |
| (-)설비투자 | 552 | 659 | 1,352 | 1,100 | 1,300 |
| (+)자산매각 | -9 | -7 | -12 | -7 | -7 |
| Free Cash Flow | -1,472 | 14 | -1,267 | -35 | -1,093 |
| (-)기타투자 | -983 | 859 | 451 | 286 | 10 |
| 잉여현금 | -489 | -845 | -1,718 | -321 | -1,103 |
| NOPLAT | 111 | 151 | 26 | 46 | 181 |
| (+) Dep | 81 | 92 | 138 | 190 | 242 |
| (-)운전자본투자 | 1,145 | -380 | 179 | -859 | 211 |
| (-)Capex | 552 | 659 | 1,352 | 1,100 | 1,300 |
| OpFCF | -1,505 | -35 | -1,368 | -5 | -1,088 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 2,084 | 2,038 | 2,412 | 2,005 | 2,698 |
| 현금성자산 | 99 | 317 | 414 | 522 | 900 |
| 매출채권 | 241 | 292 | 770 | 755 | 1,020 |
| 재고자산 | 441 | 870 | 917 | 689 | 776 |
| 비유동자산 | 1,838 | 2,600 | 3,923 | 5,308 | 6,383 |
| 투자자산 | 345 | 471 | 522 | 526 | 535 |
| 유형자산 | 1,459 | 2,098 | 3,359 | 4,746 | 5,804 |
| 무형자산 | 34 | 31 | 41 | 37 | 44 |
| 자산총계 | 3,922 | 4,637 | 6,335 | 7,314 | 9,081 |
| 유동부채 | 635 | 966 | 1,396 | 2,102 | 2,205 |
| 매입채무 | 347 | 455 | 572 | 917 | 1,020 |
| 유동성이자부채 | 268 | 483 | 816 | 1,177 | 1,177 |
| 비유동부채 | 849 | 1,021 | 2,327 | 2,541 | 4,041 |
| 비유동이자부채 | 836 | 1,010 | 2,314 | 2,527 | 4,027 |
| 부채총계 | 1,484 | 1,987 | 3,723 | 4,643 | 6,247 |
| 자본금 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 자본잉여금 | 1,453 | 1,455 | 1,457 | 1,459 | 1,459 |
| 이익잉여금 | 898 | 1,003 | 998 | 1,053 | 1,216 |
| 자본조정 | 0 | -26 | -144 | -184 | -184 |
| 자기주식 | 0 | -7 | -6 | -4 | -4 |
| 자본총계 | 2,438 | 2,651 | 2,611 | 2,671 | 2,834 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 1,732 | 1,527 | 371 | 964 | 2,356 |
| BPS | 30,845 | 31,899 | 30,340 | 30,557 | 32,662 |
| DPS | 300 | 300 | 250 | 250 | 250 |
| CFPS | 3,030 | 3,859 | 3,574 | 2,750 | 5,482 |
| ROA(%) | 4.5 | 2.8 | 0.5 | 1.1 | 2.2 |
| ROE(%) | 7.9 | 4.9 | 1.2 | 3.2 | 7.5 |
| ROIC(%) | 4.6 | 4.4 | 0.6 | 0.9 | 2.9 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 83.1 | 117.9 | 968.2 | 237.0 | 97.0 |
| PBR | 4.7 | 5.6 | 11.8 | 7.5 | 7.0 |
| PSR | 5.6 | 4.2 | 5.8 | 4.5 | 3.4 |
| PCR | 47.5 | 46.6 | 100.4 | 83.1 | 41.7 |
| EV/EBITDA | 59.9 | 58.6 | 176.0 | 82.3 | 47.8 |
| 배당수익률 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 60.9 | 75.0 | 142.6 | 173.8 | 220.4 |
| Net debt/Equity | 41.2 | 44.4 | 104.0 | 119.1 | 151.9 |
| Net debt/EBITDA | 495.5 | 455.9 | 1,565.6 | 1,254.4 | 934.6 |
| 유동비율 | 328.4 | 211.0 | 172.7 | 95.4 | 122.3 |
| 이자보상배율(배) | 13.2 | 14.3 | 0.7 | 0.7 | 1.8 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 88.0 | 81.8 | 84.3 | 84.2 | 82.7 |
| 현금+투자자산 | 12.0 | 18.2 | 15.7 | 15.8 | 17.3 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 31.2 | 36.0 | 54.5 | 58.1 | 64.7 |
| 자기자본 | 68.8 | 64.0 | 45.5 | 41.9 | 35.3 |

[Compliance Notice]

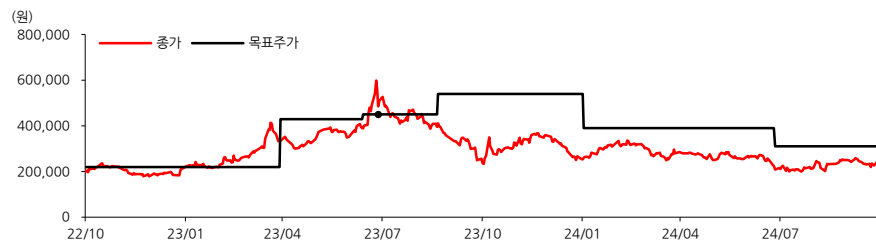
(공표일: 2024년 10월 31일)

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 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[포스코퓨처엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2016.08.12 | 2023.01.20 | 2023.01.30 | 2023.01.31 | 2023.04.28 | 2023.05.16 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 220,000 | 220,000 | 220,000 | 430,000 | 430,000 |
| 일 시 | 2023.07.13 | 2023.08.30 | 2023.09.20 | 2023.10.25 | 2023.11.02 | 2023.11.14 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 450,000 | 450,000 | 540,000 | 540,000 | 540,000 | 540,000 |
| 일 시 | 2023.11.29 | 2023.12.28 | 2024.02.01 | 2024.04.19 | 2024.04.26 | 2024.06.05 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 540,000 | 540,000 | 390,000 | 390,000 | 390,000 | 390,000 |
| 일 시 | 2024.06.28 | 2024.07.26 | 2024.10.17 | 2024.10.31 | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | | |
| 목표가격 | 390,000 | 310,000 | 310,000 | 270,000 | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2023.04.28 | Buy | 430,000 | -17.44 | -5.12 |
| 2023.07.13 | Buy | 450,000 | 0.20 | 32.89 |
| 2023.09.20 | Buy | 540,000 | -41.60 | -23.89 |
| 2024.02.01 | Buy | 390,000 | -28.12 | -13.85 |
| 2024.07.25 | Buy | 310,000 | -26.88 | -16.61 |
| 2024.10.31 | Buy | 270,000 | | |

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

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2024년 09월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 94.3% | 5.7% | 0.0% | 100.0% |