



BUY (유지)

목표주가(12M) 464,000원(하향)

현재주가(1.31) 253,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,497.09
52주 최고/최저(원)	598,000/215,500
시가총액(십억원)	19,636.9
시가총액비중(%)	0.97
발행주식수(천주)	77,463.2
60일 평균 거래량(천주)	777.9
60일 평균 거래대금(십억원)	248.1
외국인지분율(%)	7.28
주요주주 지분율(%)	
포스코홀딩스 외 4인	62.54
국민연금공단	5.57

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,918.6	6,679.2
영업이익(십억원)	137.7	334.7
순이익(십억원)	123.1	257.9
EPS(원)	1,549	3,189
BPS(원)	32,941	35,611

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,989.5	3,301.9	4,759.9	5,399.4
영업이익	121.7	165.9	35.9	148.8
세전이익	146.0	133.9	(16.1)	89.0
순이익	134.2	118.3	28.7	65.9
EPS	1,763	1,527	371	851
증감율	282.43	(13.39)	(75.70)	129.38
PER	81.68	117.88	967.65	297.88
PBR	4.67	5.63	11.41	7.92
EV/EBITDA	53.96	57.31	168.36	54.13
ROE	7.92	4.87	1.17	2.69
BPS	30,845	31,992	31,457	32,007
DPS	300	300	300	300



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com
RA 위경재 kyungjae.wee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 01일 | 기업분석_Earnings Review

포스코퓨처엠 (003670)

주가 상승 여력 축소

4Q23 Review : 수요 둔화 및 가격 하락에 따른 손실 확대

포스코퓨처엠 4Q23 연결 실적은 매출 1.1조원(YoY +47%, QoQ -11%), 영업적자 737억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환), 지배주주순손실 753억원(YoY 적자유지, QoQ 적자전환)으로 부진했다. 1) 양극재 부문(매출 비중 70%)의 경우, 메탈 가격 하락으로 양극재 판가 QoQ -11% 하락한 가운데, 전기차 수요 둔화에 따른 유럽형 제품 출하 부진으로 출하량 역시 QoQ -4% 감소한 것으로 추정된다. 이에 따라 부문 매출은 QoQ -18% 감소했다. 다만, 전년 동기 대비해서는 신규 CAPA 증가로 매출 +93% 증가했다. 부문 수익성의 경우, 상기한 수요 둔화 과정에서 재고 증가하는 가운데, 판가 하락까지 겹치며 재고평가손실을 대규모로 반영, 영업이익률은 QoQ -14.5%p 하락한 -11.5% 기록한 것으로 추정된다. 재고평가손실 제외 시 영업이익률은 -2% 수준으로 추정된다. 2) 음극재 부문(매출 비중 4%)은, 유럽 전기차 수요 둔화로 국내 배터리 3사 주문 모두 감소하며 부문 매출 YoY -18%, QoQ -11% 감소했다. 수익성의 경우, 천연 흑연 부문은 전분기 와 유사한 수준의 영업이익률(1%) 방어한 것으로 추정되며, 인조 흑연은 아직 생산 전 대기 단계 에서 적은 수준의 재고 평가 손실 발생한 것으로 추정된다. 3) 철강 기초 소재 부문(매출 비중 26%) 매출은 플랜트 부문 매출 증가로 YoY +5%, QoQ +8% 증가했다. 한편, 전사 수익성은 재 고 평가 손실 영향으로, QoQ -9.3%p 하락한 영업적자를 -6.4% 기록했다.

1분기 수익성 개선 전망

1분기 연결 실적은 매출 1.2조원(YoY +4%, QoQ +3%), 영업이익 149억원(YoY -27%, QoQ 흑자 전환)으로 수익성 개선될 전망이다. 양극재 부문의 경우, 유럽 수요 부진에 따른 유럽형 출하 감소 지속되나, 미국 Ultium Cells형 하이니켈 양극재 출하 지속 증가하며 부문 매출 YoY +6%, QoQ +2% 증가 전망된다. 부문 수익성의 경우, 양극재 판가 횡보세 지속되는 과정에서 재고 평가 손실이 크게 줄어들며, 약 1% 수준의 영업이익률 기록하며 흑자 전환 가능할 전망이다. 음극재 부문은 고객사 천연 흑연 제품 재고 조정 마무리 및 인조 흑연 제품 출하 시작되며 부문 매출 YoY Flat, QoQ +44% 증가 전망한다.

당분간 주가 상승 탄력 약화

하이니켈 양극재 및 인조흑연 음극재의 초기 생산 비용 증가 반영하여 2024년 실적 추정치를 하향 조정하였다. 이외 현재가치 할인율 상승 및 전방 시장 성장률 둔화 감안할 때, 실적 및 Valuation factor 하향 조정 불가피하며, 이를 반영해 목표주가를 464,000원으로 하향한다. 단기적으로는, 글로벌 전기차 관련 정책 불확실성 확대로 주가 상승 탄력 약할 것으로 판단한다. 이와 함께, 2025년까지 대규모 투자(2년간 연평균 3조원) 예상되는 상황 고려할 때, 지분 희석 가능성 배제할 수 없다는 점에서 당분간은 보수적 접근을 권고한다. 장기적으로는, 상대적으로 수요 가시성 높은 북미 시장 GM 전기차 mass model형 양극재 공급하고 있다는 점에서, 실적 가시성 높다고 판단한다. 양극재 가치만 보면, 약 31조원 가치 도출되나 음극재 및 전구체 가치 반영 시 36조원까지 적정 가치 도출 가능해 중장기 주가 상승 여력 보유하고 있다고 판단한다.

도표 1. 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	1,135.2	1,193.0	1,285.8	1,145.8	1,176.7	1,283.6	1,399.8	1,539.3	4,759.9	5,399.4	7,647.7
YoY	71%	49%	22%	47%	4%	8%	9%	34%	44%	13%	42%
QoQ	45%	5%	8%	-11%	3%	9%	9%	10%			
양극재	712.2	786.3	901.6	740.5	758.0	839.1	946.5	1,075.6	3,140.6	3,619.3	5,710.5
YoY	162%	88%	39%	93%	6%	7%	5%	45%	82%	15%	58%
QoQ	86%	10%	15%	-18%	2%	11%	13%	14%			
천연흑연 음극재	67.7	56.2	51.6	46.2	65.1	70.4	76.0	82.6	221.8	294.1	445.9
YoY	51%	21%	-24%	-18%	-4%	25%	47%	79%	3%	33%	52%
QoQ	20%	-17%	-8%	-10%	41%	8%	8%	9%			
인조흑연 음극재	0.0	0.0	0.1	0.0	1.7	18.6	18.4	18.6	0.1	57.3	92.8
YoY	-	-	-	-	-	-	13920%	108014%	-	38461%	62%
QoQ	-	-	-	-87%	9819%	992%	-1%	1%			
기타	355.3	350.5	332.4	359.1	351.9	355.4	358.9	362.5	1,397.3	1,428.7	1,398.4
YoY	2%	3%	-1%	5%	-1%	1%	8%	1%	2%	2%	-2%
QoQ	4%	-1%	-5%	8%	-2%	1%	1%	1%			
영업이익	20.3	52.1	37.1	(73.7)	14.9	25.2	48.5	60.2	35.8	148.8	310.2
YoY	-21%	-6%	-55%	적자전환	-27%	-52%	31%	흑자전환	-78%	316%	108%
QoQ	513%	157%	-29%	적자전환	흑자전환	70%	92%	24%			
영업이익률	1.8	4.4	2.9	(6.4)	1.3	2.0	3.5	3.9	0.8	2.8	4.1
YoY(%p)	(2.1)	(2.5)	(4.9)	적자전환	(0.5)	(2.4)	0.6	흑자전환	(4.3)	2.0	1.3
QoQ(%p)	1.4	2.6	(1.5)	적자전환	7.7	0.7	1.5	0.4			
순이익	39.1	42.5	22.3	(75.3)	3.7	9.4	23.6	29.3	28.7	65.9	140.5
YoY	8%	5%	-65%	적자전환	-91%	-78%	5%	흑자전환	-76%	129%	113%
QoQ	-269%	9%	-48%	적자전환	-105%	155%	151%	24%			

자료: 포스코퓨처엠, 하나증권

도표 2. 원자재 가격별 양극재 원가 시나리오

(단위: 달러/kg)

	COVID-19 및 러-우 전쟁 1년 전 평균		최근 5년 평균		COVID-19 및 러-우 전쟁 이후 평균	
	Bear		Base		Bull	
수산화리튬	8.9		23.4		33.8	
니켈	13.6		16.5		19.9	
코발트	31.9		50.5		46.9	
망간	1.2		1.4		1.4	
양극재	28.3		40.1		49.7	

자료: 하나증권

도표 3. 포스코퓨처엠 Valuation

(단위: 십억원)

	2028~2030 년 연평균 예상 생산량 (천톤)	ASP(\$/kg)	환율 가정	매출	OPM	OP	자회사별 지 배주주 NP	Target P/E	2028년 적정가치	할인율 (WACC)	2024년 현재가치
양극재	675	37.1	1,240	31,066	7.5%	2,330	1,708	25.9	44,246	9.5%	30,776
전구체	430	16.8		8,957	5.1%	457	178		4,614	9.5%	3,210
음극재	259	7.9		2,538	4.8%	121	94		2,447	9.5%	1,702
철강 및 기타 기초소재									553	9.5%	385
Total									51,860		36,072

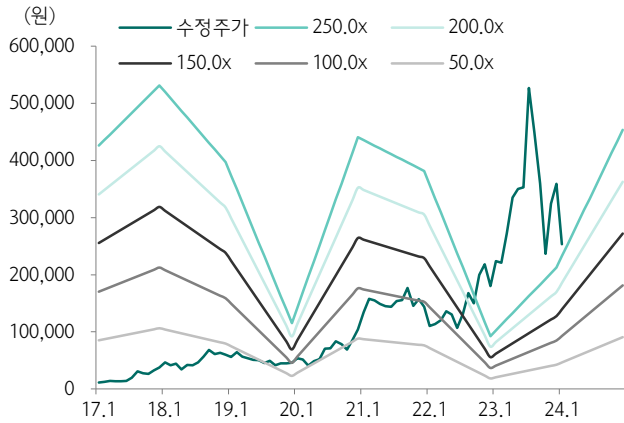
주1: 각 부문별 지배주주 순이익 계산 시 JV CAPA 비중 감안한 비지배주주 지분 이익 차감

주2: Target P/E는 2020년대 후반 침투 가능 시장의 전기차 배터리 연평균 성장률 15% 할증 (PEG=1.15)

주3: WACC: 전기차 부품 제조업 평균 대비 50% 프리미엄 적용

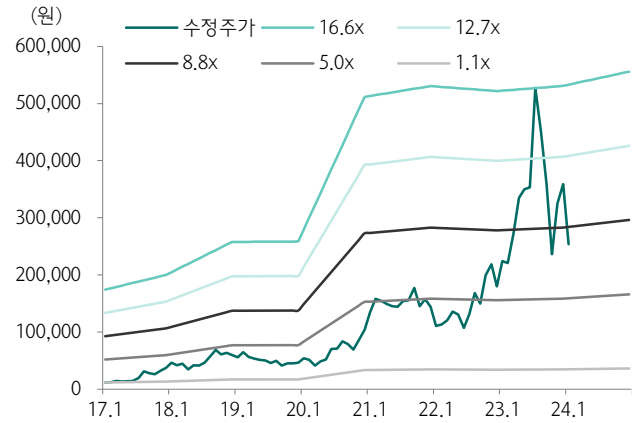
자료: 하나증권

도표 4. 포스코퓨처엠 12M Fwd P/E



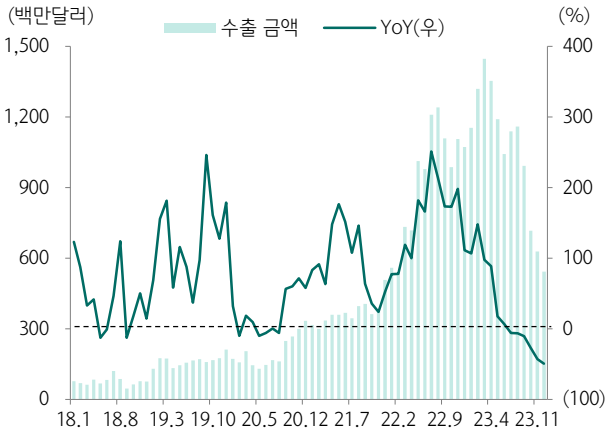
자료: 하나증권

도표 5. 포스코퓨처엠 12M Fwd P/B



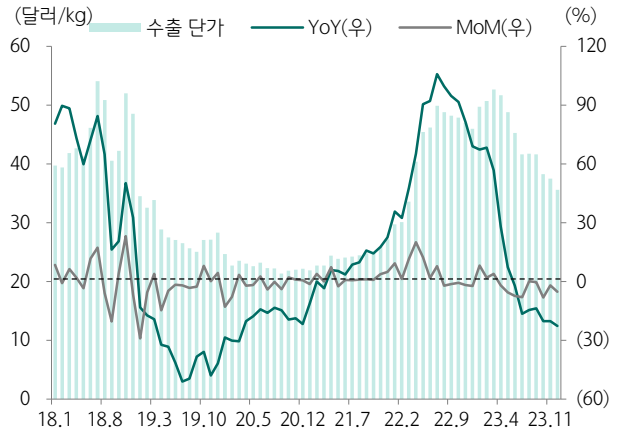
자료: 하나증권

도표 6. 한국 양극재 수출액 추이



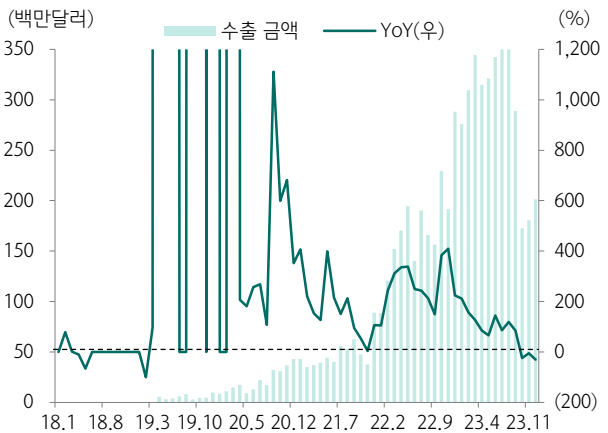
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 7. 한국 양극재 수출 단가 추이



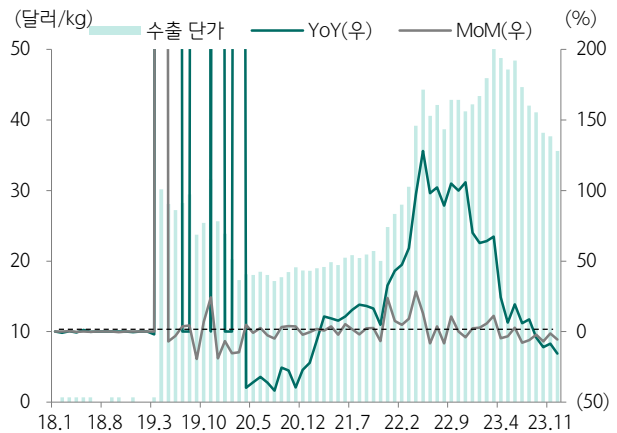
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 8. 포항 양극재 수출액 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 9. 포항 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,989.5	3,301.9	4,759.9	5,399.4	7,647.7
매출원가	1,751.4	2,967.2	4,502.6	4,965.6	6,935.0
매출총이익	238.1	334.7	257.3	433.8	712.7
판매비	116.4	168.9	221.4	285.0	402.5
영업이익	121.7	165.9	35.9	148.8	310.2
금융손익	16.4	(54.0)	(38.5)	(65.6)	(122.0)
종속/관계기업손익	17.5	20.7	(1.0)	5.9	5.8
기타영업외손익	(9.5)	1.3	(12.5)	0.0	0.0
세전이익	146.0	133.9	(16.1)	89.0	194.1
법인세	12.3	12.0	(20.5)	19.1	41.3
계속사업이익	133.8	121.9	4.4	69.9	152.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	133.8	121.9	4.4	69.9	152.8
비지배주주지분 손이익	(0.4)	3.7	(24.3)	4.1	12.2
지배주주순이익	134.2	118.3	28.7	65.9	140.5
지배주주지분포괄이익	140.1	120.3	28.2	61.0	133.2
NOPAT	111.5	151.0	(9.9)	116.9	244.2
EBITDA	202.9	258.1	176.3	443.4	862.1
성장성(%)					
매출액증가율	27.03	65.97	44.16	13.44	41.64
NOPAT증가율	116.09	35.43	적전	흑전	108.90
EBITDA증가율	62.71	27.21	(31.69)	151.50	94.43
영업이익증가율	101.82	36.32	(78.36)	314.48	108.47
(지배주주)순이익증가율	353.38	(11.85)	(75.74)	129.62	113.20
EPS증가율	282.43	(13.39)	(75.70)	129.38	113.16
수익성(%)					
매출총이익률	11.97	10.14	5.41	8.03	9.32
EBITDA이익률	10.20	7.82	3.70	8.21	11.27
영업이익률	6.12	5.02	0.75	2.76	4.06
계속사업이익률	6.73	3.69	0.09	1.29	2.00

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,763	1,527	371	851	1,814
BPS	30,845	31,992	31,457	32,007	33,522
CFPS	3,084	3,859	1,776	5,724	11,129
EBITDAPS	2,665	3,332	2,276	5,724	11,129
SPS	26,140	42,626	61,447	69,703	98,727
DPS	300	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	81.68	117.88	967.65	297.88	139.75
PBR	4.67	5.63	11.41	7.92	7.56
PCFR	46.69	46.64	202.14	44.29	22.78
EV/EBITDA	53.96	57.31	168.36	54.13	30.99
PSR	5.51	4.22	5.84	3.64	2.57
재무비율(%)					
ROE	7.92	4.87	1.17	2.69	5.55
ROA	4.46	2.76	0.52	0.88	1.37
ROIC	6.87	5.98	(0.28)	2.17	3.03
부채비율	60.86	74.96	140.64	219.37	319.23
순부채비율	(10.54)	25.34	61.81	151.37	239.63
이자보상배율(배)	13.23	14.35	0.80	1.85	2.36

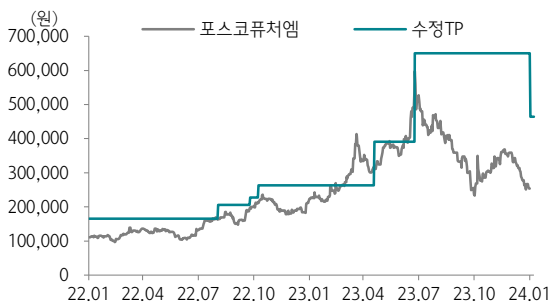
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
유동자산	2,084.2	2,037.5	2,786.5	2,359.3	3,020.6	
금융자산	1,361.0	821.7	1,400.9	907.7	885.0	
현금성자산	72.3	281.4	1,143.8	638.4	654.0	
매출채권	239.2	288.3	374.7	430.9	635.3	
재고자산	440.6	870.1	957.1	1,005.0	1,477.4	
기타유동자산	43.4	57.4	53.8	15.7	22.9	
비유동자산	1,838.3	2,600.0	3,612.7	6,282.6	8,866.3	
투자자산	187.9	293.7	266.8	271.3	398.9	
금융자산	4.4	6.0	7.8	9.8	13.4	
유형자산	1,458.9	2,098.0	3,162.8	5,835.5	8,297.4	
무형자산	34.0	30.9	32.8	25.4	19.7	
기타비유동자산	157.5	177.4	150.3	150.4	150.3	
자산총계	3,922.5	4,637.5	6,399.2	8,641.9	11,887.0	
유동부채	634.6	965.8	1,221.5	1,462.2	1,908.8	
금융부채	267.8	483.0	541.7	550.8	567.7	
매입채무	219.0	288.7	423.7	569.2	839.1	
기타유동부채	147.8	194.1	256.1	342.2	502.0	
비유동부채	849.4	1,021.0	2,518.4	4,473.8	7,142.7	
금융부채	836.1	1,010.4	2,502.8	4,452.8	7,111.8	
기타비유동부채	13.3	10.6	15.6	21.0	30.9	
부채총계	1,484.1	1,986.8	3,739.9	5,936.0	9,051.5	
지배주주지분	2,389.3	2,471.0	2,431.1	2,473.7	2,591.1	
자본금	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7	
자본잉여금	1,453.1	1,454.5	1,457.4	1,457.4	1,457.4	
자본조정	0.0	(16.8)	(78.2)	(78.2)	(78.2)	
기타포괄이익누계액	(0.1)	(8.9)	5.4	5.4	5.4	
이익잉여금	897.5	1,003.5	1,007.8	1,050.5	1,167.8	
비지배주주지분	49.1	179.6	228.1	232.2	244.4	
자본총계	2,438.4	2,650.6	2,659.2	2,705.9	2,835.5	
순금융부채	(257.0)	671.8	1,643.6	4,095.9	6,794.5	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	103.0	(61.0)	(307.6)	440.3	388.9
당기순이익	133.8	121.9	4.4	69.9	152.8
조정	110.9	182.6	87.7	288.7	546.0
감가상각비	81.2	92.3	140.4	294.6	551.9
외환거래손익	9.3	17.5	2.2	0.0	0.0
지분법손익	(17.5)	(21.0)	1.0	(5.9)	(5.8)
기타	37.9	93.8	(55.9)	(0.0)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(141.7)	(365.5)	(399.7)	81.7	(309.9)
투자활동 현금흐름	(1,675.0)	(54.6)	(792.8)	(2,970.9)	(3,091.6)
투자자산감소(증가)	(3.0)	(83.0)	40.4	1.4	(121.8)
자본증가(감소)	(551.6)	(659.1)	(1,156.2)	(2,960.0)	(3,008.0)
기타	(1,120.4)	687.5	323.0	(12.3)	38.2
재무활동 현금흐름	1,521.9	336.3	1,515.8	1,935.9	2,652.7
금융부채증가(감소)	249.6	389.4	1,551.1	1,959.1	2,675.9
자본증가(감소)	1,266.8	1.4	2.8	0.0	0.0
기타재무활동	24.0	(31.1)	(14.9)	0.0	(0.0)
배당지급	(18.5)	(23.4)	(23.2)	(23.2)	(23.2)
현금의 증감	(49.4)	209.1	850.1	(505.4)	15.6
Unlevered CFO	234.7	298.9	137.6	443.4	862.1
Free Cash Flow	(448.9)	(720.1)	(1,463.9)	(2,519.7)	(2,619.1)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

포스코퓨처엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.1	BUY	464,000		
23.7.25	BUY	650,000	-45.28%	-13.85%
23.5.19	BUY	391,000	-1.73%	38.62%
22.11.8	BUY	263,000	-6.75%	57.41%
22.10.25	BUY	227,000	-10.35%	-5.51%
22.9.2	BUY	206,000	-17.01%	-5.58%
22.1.27	BUY	165,000	-24.15%	2.73%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 2월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 2월 1일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 29일