



포스코퓨처엠 (003670)

N86 수율 개선이 필요한 시점

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 390,000원

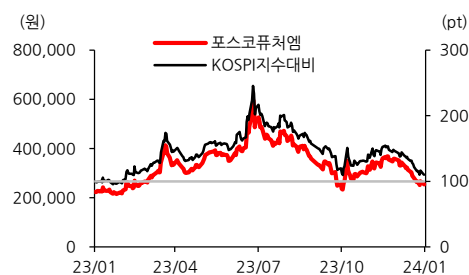
현재 주가(1/31)	253,500원
상승여력	▲ 53.8%
시가총액	196,369억원
발행주식수	77,463천주
52 주 최고가 / 최저가	598,000 / 215,500원
90 일 일평균 거래대금	2,508.12억원
외국인 지분율	7.3%
주주 구성	
포스코홀딩스 (외 5 인)	62.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.6%
자사주 (외 1 인)	0.1%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-29.4	7.2	-51.9	13.2
상대수익률(KOSPI)	-23.4	-2.4	-46.8	10.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,302	4,760	5,805	10,225
영업이익	166	36	244	972
EBITDA	258	174	498	1,352
지배주주순이익	118	29	190	785
EPS	1,527	371	2,449	10,145
순차입금	1,177	2,158	4,625	7,029
PER	117.9	785.6	103.5	25.0
PBR	5.6	9.3	7.6	5.9
EV/EBITDA	58.6	142.2	48.7	19.7
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1
ROE	4.9	1.2	7.6	26.5

주가 추이



포스코퓨처엠은 4 분기 재고평가손실과 N86 수율 문제로 대규모 적자를 기록했습니다. 1 분기까지 수익성 개선은 제한적이나, 올 한해 얼티엄셀즈 기반으로 Q 성장세는 견조할 것으로 전망합니다. N86 수율만 개선되면 하반기부터 안정적인 수익성이 기대됩니다.

4분기: 재고평가손실 + N86 수율 부진 영향

포스코퓨처엠의 4분기 실적은 매출액 1.1조 원, 영업적자 737억 원으로 대규모 적자를 기록했다. 약 700억 원의 재고평가손실을 제외해도 판가 하락과 N86 양극재 수율 부진으로 양극재 부문은 적자를 기록했기 때문이다. 전분기 대비 출하량은 Flat, 판가는 19% 하락한 것으로 추정된다. 음극재 부문도 수요 둔화로 출하량은 QoQ 8% 하락한 것으로 추정되며, 예상보다 높은 인조흑연 제조비로 수익성이 부진했다.

1분기: Q 증가 지속, 다만 N86 수율 개선이 관건

동사의 1분기 실적으로 매출액 1.2조 원, 영업이익 126억 원을 전망한다. 전분기 대비 출하량은 23% 증가, 판가는 15% 하락할 것으로 예상된다. 얼티엄셀즈 기반으로 N86 출하량이 견조하며, 4Q23 급감했던 N65 판매량도 일부 회복할 것으로 예상되기 때문이다. 양극재 기업별 재고평가손실 인식에 차이는 있으나, 동사는 4Q23에 손실을 대부분 반영하여 1분기 추가 손실 인식은 제한적일 것으로 예상된다. 문제는 N86 수율이다. 올 한해 얼티엄셀즈를 기반으로 N86 출하량은 견조한 증가세를 이어갈 것으로 예상되기에, 수율만 개선된다면 하반기부터 양극재 부문은 5% 이상의 안정적 수익성이 기대된다.

목표주가 39만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 39만 원으로 하향한다. 수요 둔화와 전방 고객사들의 투자 지연으로 2025년 실적을 하향 조정했다. 동사는 경쟁사 대비 안정적인 Q 증가세가 예상된다. GM은 2024년 얼티엄셀즈 기반 EV 생산량으로 20~30만 대를 제시했고, LGES는 얼티엄셀즈 AMPC 수혜 규모로 45~50GWh를 제시했다. 2024년 얼티엄셀즈향 N86 출하량만 4~5만 톤에 달할 것으로 예상된다. 최근 완성차 업체들의 투자 지연으로 2차전지 업종들의 수주도 지연되고 있는 것으로 추정된다. 그러나 FEOC 발표 이후 탈중국화는 더욱 중요해졌으며, 포스코 그룹의 양극재/음극재 수직계열화 경쟁력이 빛을 발할 것으로 예상된다.

[표1] 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
연결 매출액	1,135.2	1,193.0	1,285.8	1,145.8	1,191.3	1,305.1	1,555.6	1,752.6	3,301.9	4,759.9	5,804.7	10,224.7
양극재	712.5	786.6	901.7	740.5	774.3	881.4	1,120.3	1,253.6	1,734.1	3,141.4	4,029.5	8,061.7
음극재	67.7	56.2	51.6	46.2	68.5	73.0	95.9	125.5	216.3	221.7	362.9	740.9
철강 사업부	355.7	350.9	333.0	359.9	349.1	351.4	340.2	374.3	1,365.5	1,399.4	1,415.0	1,424.8
매출비중(%)												
양극재	63%	66%	70%	65%	65%	68%	72%	72%	53%	66%	69%	79%
음극재	6%	5%	4%	4%	6%	6%	6%	7%	7%	5%	6%	7%
철강 사업부	31%	29%	26%	31%	29%	27%	22%	21%	41%	29%	24%	14%
연결 영업이익	20.3	52.1	37.1	-73.7	12.6	39.3	80.2	111.8	165.9	35.9	243.9	971.6
영업이익률(%)	1.8%	4.4%	2.9%	-6.4%	1.1%	3.0%	5.2%	6.4%	5.0%	0.8%	4.2%	9.5%
양극재 출하량(톤)	12,900	12,002	14,511	14,530	17,933	19,938	24,875	28,000	34,054	53,942	90,745	172,015
QoQ/YoY(%)	74.3%	-7.0%	20.9%	0.1%	23.4%	11.2%	24.8%	12.6%	23.6%	58.4%	68.2%	89.6%

자료: 포스코퓨처엠, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 포스코퓨처엠 밸류에이션

(단위: 원)

	25년 NOPLAT (십억 원)	멀티플 (배)	적정가치 (십억 원)	
2차전지 소재	712	51	36,470	양극재 동종 업체 25E P/E에 60% 프리미엄
철강 사업부	52	10	518	24년 NOPLAT, 포스코 3년 평균 PER
피엠씨텍 등 자회사	7	10	68	24년 NOPLAT, 포스코 3년 평균 PER
Total	771	48	37,055	
순차입금(십억 원)			7,029	2025년 말 기준
적정 시가총액(십억 원)			30,027	
주식 수(천 주)			77,463	
적정 주가(원)			387,623	
목표 주가(원)			390,000	
현재 주가(원)			253,500	
상승 여력			53.8%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,990	3,302	4,760	5,805	10,225
매출총이익	238	335	257	531	1,473
영업이익	122	166	36	244	972
EBITDA	203	258	174	498	1,352
순이자손익	8	8	-34	-85	-123
외화관련손익	0	-13	-6	0	0
지분법손익	17	21	-3	0	0
세전계속사업손익	146	134	37	248	964
당기순이익	134	122	58	193	791
지배주주순이익	134	118	29	190	785
증가율(%)					
매출액	27.0	66.0	44.2	22.0	76.1
영업이익	101.9	36.3	-78.4	579.7	298.4
EBITDA	62.7	27.3	-32.6	186.2	171.5
순이익	349.7	-8.8	-52.4	232.8	309.8
이익률(%)					
매출총이익률	12.0	10.1	5.4	9.2	14.4
영업이익률	6.1	5.0	0.8	4.2	9.5
EBITDA 이익률	10.2	7.8	3.7	8.6	13.2
세전이익률	7.3	4.1	0.8	4.3	9.4
순이익률	6.7	3.7	1.2	3.3	7.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	103	-61	-155	582	645
당기순이익	134	122	4	193	791
자산상각비	81	92	138	254	380
운전자본증감	-142	-365	-261	138	-521
매출채권 감소(증가)	41	-31	-257	-242	-547
재고자산 감소(증가)	-254	-403	-17	-169	-492
매입채무 증가(감소)	109	81	27	266	517
투자현금흐름	-1,675	-55	-784	-3,026	-3,027
유형자산처분(취득)	-552	-659	-1,106	-3,000	-3,000
무형자산 감소(증가)	-10	-7	-11	-19	-19
투자자산 감소(증가)	-1,092	724	347	-1	-1
재무현금흐름	1,522	336	2,508	1,477	1,677
차입금의 증가(감소)	248	337	2,461	1,500	1,700
자본의 증가(감소)	1,248	-33	-23	-23	-23
배당금의 지급	18	23	23	23	23
총현금흐름	235	299	184	444	1,166
(-)운전자본증감(감소)	1,145	-380	-10	-138	521
(-)설비투자	552	659	1,106	3,000	3,000
(+)자산매각	-9	-7	-11	-19	-19
Free Cash Flow	-1,472	14	-924	-2,437	-2,374
(-)기타투자	-983	859	285	6	7
잉여현금	-489	-845	-1,208	-2,444	-2,381
NOPLAT	111	151	26	190	797
(+) Dep	81	92	138	254	380
(-)운전자본투자	1,145	-380	-10	-138	521
(-)Capex	552	659	1,106	3,000	3,000
OpFCF	-1,505	-35	-932	-2,418	-2,344

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084	2,038	3,617	2,778	3,113
현금성자산	99	317	1,879	912	208
매출채권	241	292	565	807	1,353
재고자산	441	870	882	1,052	1,544
비유동자산	1,838	2,600	3,613	6,385	9,030
투자자산	345	471	461	467	474
유형자산	1,459	2,098	3,113	5,859	8,479
무형자산	34	31	40	59	77
자산총계	3,922	4,637	7,230	9,163	12,143
유동부채	635	966	1,043	1,310	1,827
매입채무	347	455	502	768	1,286
유동성이자부채	268	483	534	534	534
비유동부채	849	1,021	3,515	5,015	6,716
비유동이자부채	836	1,010	3,503	5,003	6,703
부채총계	1,484	1,987	4,558	6,325	8,543
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,453	1,455	1,457	1,457	1,457
이익잉여금	898	1,003	1,008	1,174	1,936
자본조정	0	-26	-87	-87	-87
자기주식	0	-7	-6	-6	-6
자본총계	2,438	2,651	2,672	2,838	3,600

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,732	1,527	371	2,449	10,145
BPS	30,845	31,899	31,199	33,346	43,184
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	3,030	3,859	2,371	5,732	15,051
ROA(%)	4.5	2.8	0.5	2.3	7.4
ROE(%)	7.9	4.9	1.2	7.6	26.5
ROIC(%)	4.6	4.4	0.6	3.3	9.1
Multiples(x, %)					
PER	83.1	117.9	785.6	103.5	25.0
PBR	4.7	5.6	9.3	7.6	5.9
PSR	5.6	4.2	4.7	3.4	1.9
PCR	47.5	46.6	123.0	44.2	16.8
EV/EBITDA	59.9	58.6	142.2	48.7	19.7
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	60.9	75.0	170.6	222.9	237.3
Net debt/Equity	41.2	44.4	80.8	163.0	195.2
Net debt/EBITDA	495.5	455.9	1,240.4	928.9	520.0
유동비율	328.4	211.0	346.6	212.1	170.4
이자보상배율(배)	13.2	14.3	0.8	2.4	6.8
자산구조(%)					
투하자본	88.0	81.8	65.9	83.8	93.8
현금+투자자산	12.0	18.2	34.1	16.2	6.2
자본구조(%)					
차입금	31.2	36.0	60.2	66.1	66.8
자기자본	68.8	64.0	39.8	33.9	33.2

[Compliance Notice]

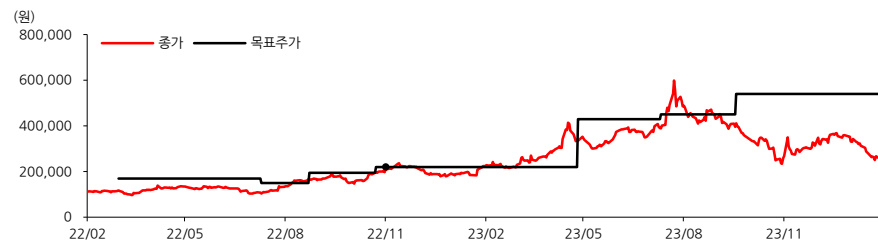
(공표일: 2024년 02월 01일)

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	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	2023.11.02	2023.11.14	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	540,000	540,000	540,000	540,000	540,000	540,000
일 시	2024.02.01					
투자의견	Buy					
목표가격	390,000					

[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	-17.44	-5.12
2023.07.13	Buy	450,000	0.20	32.89
2023.09.20	Buy	540,000	-41.46	-23.89
2024.02.01	Buy	390,000		

[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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%