

2023. 7. 25



Company Analysis | 철강금속소재

Analyst 안화수

02 3779 8897 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	640,000 원
현재주가	542,000 원
상승여력	18.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (7/24)	2,628.53 pt
시가총액	419,851 억원
발행주식수	77,463 천주
52 주 최고가/최저가	542,000 / 116,000
90 일 일평균거래대금	4,100.25 억원
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(23.12E)	0.1%
BPS(23.12E)	34,456 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 42.3%
	6개월 184.0%
	12개월 357.4%
주주구성	포스코홀딩스 (외 5인) 62.5%
	국민연금공단 (외 1인) 5.6%

Stock Price



포스코퓨처엠 (003670)

프리미엄의 이유 보여줄게

2Q23 Review: 양극재 ASP 상승 효과

2Q23 실적은 연결기준 매출액 1.2조원(+48.5%YoY, +5.1%QoQ), 영업이익 521억원(+157.3%YoY, -5.6%QoQ)으로 영업이익 컨센서스 590억원을 12% 하회하였다. 컨센서스 하회의 배경은 유럽향 수요가 악화되며 양극재 판매량이 기존 가이드스 대비 2,000~3,000톤 가량 적었기 때문이다(2Q23 12,000톤, -7% QoQ). 1) 에너지소재: 영업이익률 4.5%로 전분기 대비 수익성이 개선되었다. 하이니켈 및 단결정 블렌딩 제품으로서 ASP가 높은 N86 판매비중이 1Q23 12% → 2Q23 31%로 늘어나, 전체적인 ASP 상승효과가 있었기 때문이다. 음극재 역시 판매량 감소에도 불구하고 원료인 흑연 가격이 하락하고 가동률 개선효과가 있었다. 2) 기초소재: 영업이익률 4.2%로 수익성이 평년 수준으로 회복되었다. 내화물 부문에서 수리 대수 증가에 따른 가동률 상승, 화성부문에서 피앤오케이칼의 적자폭 감소효과 덕분이다.

3Q23 단결정 수출개선 + 원료 투입가 하락

3Q23 매출액 1.48조원(+40.4%YoY, +24.0%QoQ), 영업이익 892억원(+9.0%YoY, +71.2% QoQ), 영업이익률 6.0%를 예상한다. 2Q23에는 얼티엄셀즈향 N86 단결정 제품의 수출문제로 일부 납품 지연이 있었으나, 3Q23에는 수출 문제가 해결되어 정상 납품이 시작될 것으로 기대된다. 이에 따라 출하량 증가(+71% QoQ)뿐만 아니라 N86 제품 비중이 50%대까지 증가하여 구조적으로 이익률이 개선될 수 있다. 광물 가격 하락으로 ASP가 크게 하락 하겠으나, 1Q23부터 가파르게 하락한 원료 투입가도 본격 반영되기 시작하며 이익률이 상승할 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 640,000원 상향

투자의견 Buy, 목표주가 640,000원으로 기존 대비 64% 상향한다. 동사의 중장기 CAPA 가이드스 실행 가시성 고려, 기존 2024년 예상 이익 기준에서 2026년 예상 이익 기준으로 변경하였다. 12M Fwd 기준 2024~2025년 Peer 평균 Multiple에 25% 할증한 PER 45배를 적용한 것이다. 시장은 동사의 전구체 및 리튬 내재화, 양음극재 사업 시너지, 그룹사로부터의 안정적 자금조달 가능성에 대해 Peer 대비 항상 프리미엄을 부여해왔다. 경쟁사대비 높은 리튬 및 전구체 내재화율과 공격적인 CAPA Plan으로 이러한 프리미엄은 지속될 것이며, 앞으로의 주주 모멘텀도 기대 가능한 상황이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,990	3,302	5,227	6,411	7,998
영업이익	122	166	272	541	922
순이익	134	122	243	421	713
EPS (원)	1,732	1,528	3,023	5,249	8,885
증감률 (%)	275.9	-11.8	97.9	73.6	69.3
PER (x)	83.1	117.8	179.3	103.3	61.0
PBR (x)	4.7	5.6	15.7	13.8	11.3
영업이익률 (%)	6.1	5.0	5.2	8.4	11.5
EBITDA 마진 (%)	10.2	7.8	7.2	10.2	13.1
ROE (%)	7.9	4.9	9.1	14.2	20.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 포스코퓨처엠, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 640,000원 상향

투자의견 Buy, 목표주가 640,000원으로 기존 대비 64% 상향한다. 동사의 중장기 CAPA 가이드선 실행 가시성 고려, 기존 2024년 예상 이익 기준에서 2026년 예상 이익 기준으로 변경하였다. 12M Fwd 기준 2024~2025년 Peer 평균 Multiple에 25%를 할증한 PER 45배를 적용한 것이다. 할증의 이유는, 시장은 동사의 전구체 및 리튬 내재화, 양음극재 사업 시너지, 그룹사로부터의 안정적 자금조달 가능성에 대해 Peer 대비 프리미엄을 항상 부과해왔기 때문이다. 25% 할증의 이유는 2020~2023년에 걸쳐 동사는 평균적으로 Peer 대비 50%의 프리미엄을 받아왔는데, 경쟁사들도 원료내재화를 꾸준히 준비하고 있음을 감안하여 프리미엄의 폭은 보수적으로 조정하였다. 그럼에도 경쟁사대비 높은 리튬 및 전구체 내재화율과 공격적인 CAPA Plan으로 이러한 프리미엄은 지속될 것이며, 앞으로의 수주 모멘텀도 기대 가능한 상황이기에 주가의 상승여력이 남아있다고 판단한다.

표1 포스코퓨처엠 목표주가 산정

	2026E						비고
	CAPA	가동률	ASP	매출액	OPM	영업이익	
	(천톤)		(\$/kg)	(십억원)		(십억원)	
양극재	445	80%	35	14,952	7.0%	1,047	
음극재	218	80%	6	1,256	5.0%	63	
전구체	170	80%	-	-	-	-	외판용보다 원료 내재화 용도인 것으로 판단
예상 지배주주 순이익 (십억원)	1,087						
Target PER(x)	45배						2024~2025E Peer Multiple 25% 할증
Target 시가총액(십억원)	48,926						
주식수(천 주)	77463천 주						
목표주가(원)	640,000원						
현재주가(원)	542,000원						
Upside(%)	18.1%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 Peer Valuation Table

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PER	포스코퓨처엠	29.5	214.4	82.1	213.7	99.4	60.7	41.0
	에코프로비엠	30.3	75.4	107.3	74.6	63.7	46.3	34.0
	엘앤에프	n/a	n/a	n/a	47.2	35.1	20.2	13.0
	Peer 평균	29.9	144.9	94.7	111.8	66.1	42.4	29.3
Peer 대비 포스코퓨처엠 프리미엄		48%	-13%	91%	50%	43%		

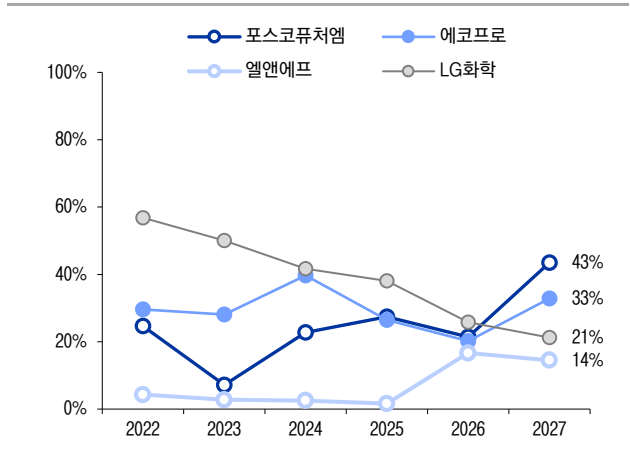
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 양극재 Peer 리튬 내재화 현황

	내재화 내용
포스코퓨처엠	POSCO 홀딩스 2030년 리튬 42 만톤 CAPA, 지주사로부터 필요한 물량의 50% 가량 조달 계획
에코프로비엠	2027년 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

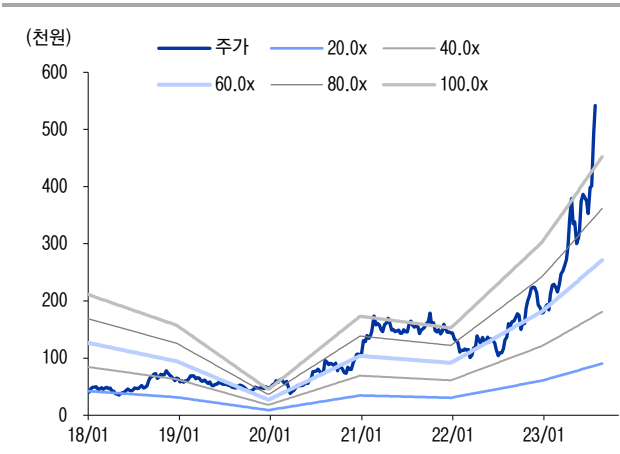
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 전구체 내재화율 전망



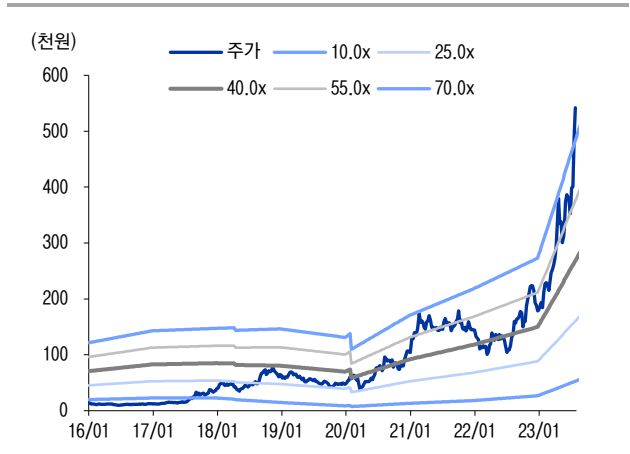
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd PER Chart



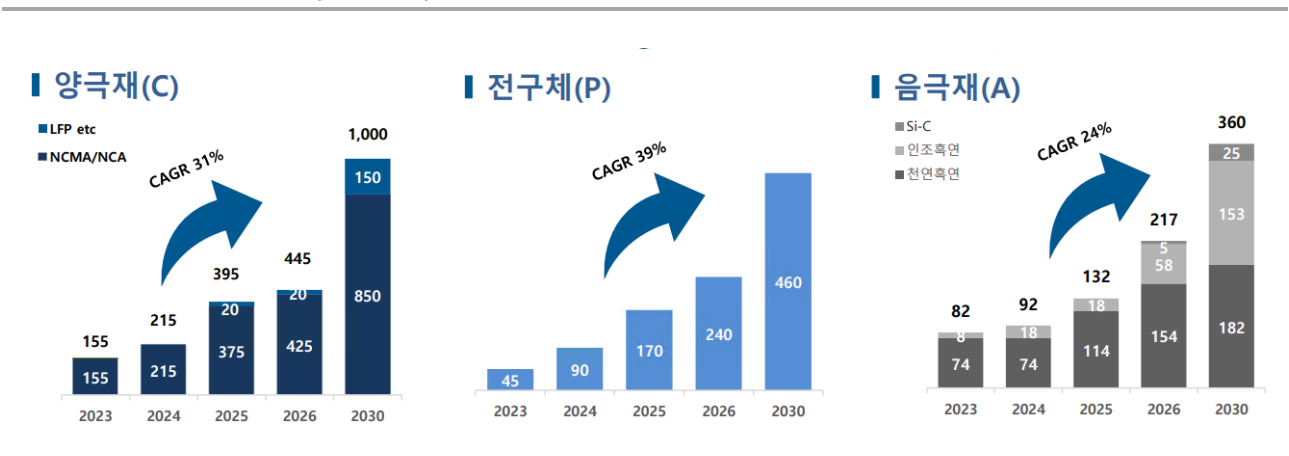
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd EV/EBITDA Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 포스코퓨처엠 CAPA 계획(단위: 천톤)



자료: 포스코퓨처엠, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q23 실적 Review

표3 2Q23 Reivew

(십억원)	2Q23P	1Q23	2Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,193	1,135	803	48.5%	5.1%	1,253	-4.8%
영업이익	52	20	55	-5.6%	157.3%	59	-11.7%
영업이익률	4.4%	1.8%	6.9%	-2.5%p	2.6%p	4.71%	-0.3%p
순이익	43	40	46	-7.2%	7.4%	55	-21.6%
순이익률	3.6%	3.5%	5.8%	-2.2%p	0.1%p	4.4%	-0.8%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 포스코퓨처엠 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	665	803	1,053	781	1,135	1,193	1,479	1,419	3,302	5,227	6,411
yoy	42.2%	67.3%	108.6%	45.3%	70.8%	48.5%	40.4%	81.8%	66.0%	58.3%	22.7%
qoq	23.7%	20.9%	31.1%	-25.9%	45.4%	5.1%	24.0%	-4.0%			
양극재	272	347	658	384	712	786	1,065	1,000	1,661	3,563	4,705
음극재	45	47	68	69	69	56	65	68	229	259	304
내화물	205	200	217	190	211	205	202	206	812	824	817
라임	143	139	120	150	144	146	147	146	552	582	584
영업이익	26	55	82	3	20	52	89	110	166	272	541
yoy	-25.2%	55.1%	159.9%	-83.8%	-20.7%	-5.6%	9.0%	3234.7%	36.3%	63.9%	99.0%
qoq	24.8%	116.2%	48.1%	-96.0%	512.3%	157.3%	71.2%	23.6%			
에너지소재	13	40	78	19	17	37	75	97	151	226	490
기초소재	12	15	4	-16	4	15	14	13	15	45	51
OPM(%)	3.8%	6.9%	7.8%	0.4%	1.8%	4.4%	6.0%	7.8%	5.0%	5.2%	8.4%
에너지소재	4.2%	10.2%	10.7%	4.2%	2.1%	4.5%	6.7%	9.1%	8.0%	5.9%	9.8%
기초소재	3.5%	3.6%	1.2%	-4.8%	1.0%	4.2%	3.9%	3.9%	1.1%	3.2%	3.6%
세전이익	39	59	81	-46	51	52	91	113	134	306	540
당기순이익	36	46	66	-26	40	43	71	88	122	242	421
당기순이익률	5.4%	5.8%	6.2%	-3.3%	3.5%	3.6%	4.8%	6.2%	3.7%	4.6%	6.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 실적 변경 내역

	3Q23E			4Q23E			2023E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	1,493	1,479	-1%	1,445	1,419	-2%	5,293	5,227	-1%
영업이익	109	89	-18%	95	110	16%	297	272	-8%
영업이익률	7.3%	6.0%	-1.3%p	6.6%	7.8%	1.2%p	5.6%	5.2%	-0.4%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

포스코퓨처엠(003670)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084	2,038	2,310	2,125	2,141
현금 및 현금성자산	72	281	535	552	622
매출채권 및 기타채권	241	292	654	543	597
재고자산	441	870	640	580	674
기타유동자산	1,331	594	481	450	248
비유동자산	1,838	2,600	3,159	3,968	5,067
관계기업투자등	185	290	318	331	344
유형자산	1,459	2,098	2,643	3,435	4,515
무형자산	34	31	30	27	24
자산총계	3,922	4,637	5,469	6,094	7,208
유동부채	635	966	995	967	1,117
매입채무 및 기타채무	347	455	500	471	700
단기금융부채	268	483	477	477	397
기타유동부채	20	28	19	19	20
비유동부채	849	1,021	1,591	1,861	2,161
장기금융부채	836	1,010	1,579	1,849	2,149
기타비유동부채	13	11	11	12	12
부채총계	1,484	1,987	2,586	2,828	3,278
지배주주지분	2,389	2,471	2,669	3,052	3,716
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,453	1,455	1,456	1,456	1,456
이익잉여금	898	1,003	1,210	1,592	2,256
비지배주주지분(연결)	49	180	214	214	214
자본총계	2,438	2,651	2,883	3,266	3,930

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,990	3,302	5,227	6,411	7,998
매출원가	1,751	2,967	4,741	5,644	6,841
매출총이익	238	335	486	767	1,157
판매비 및 관리비	116	169	214	226	235
영업이익	122	166	272	541	922
(EBITDA)	203	258	378	655	1,048
금융손익	9	-4	-9	4	4
이자비용	9	12	18	16	16
관계기업등 투자손익	17	21	5	6	6
기타영업외손익	-2	-49	39	-10	-17
세전계속사업이익	146	134	307	540	915
계속사업법인세비용	12	12	64	119	201
계속사업이익	134	122	243	421	713
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	134	122	243	421	713
지배주주	134	118	234	406	687
총포괄이익	137	113	243	421	713
매출총이익률 (%)	12.0	10.1	9.3	12.0	14.5
영업이익률 (%)	6.1	5.0	5.2	8.4	11.5
EBITDA 마진률 (%)	10.2	7.8	7.2	10.2	13.1
당기순이익률 (%)	6.7	3.7	4.6	6.6	8.9
ROA (%)	4.5	2.8	4.6	7.0	10.3
ROE (%)	7.9	4.9	9.1	14.2	20.3
ROIC (%)	4.6	4.4	5.7	9.7	14.2

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	103	-61	190	690	1,093
당기순이익(손실)	134	122	242	421	713
비현금수익비용가감	101	177	57	93	94
유형자산감가상각비	75	86	100	108	120
무형자산상각비	6	6	7	6	6
기타현금수익비용	20	85	-76	-33	-43
영업활동 자산부채변동	-142	-365	-99	175	286
매출채권 감소(증가)	41	-31	-359	111	-54
재고자산 감소(증가)	-254	-403	240	60	-94
매입채무 증가(감소)	109	81	35	-29	229
기타자산, 부채변동	-38	-12	-15	33	205
투자활동 현금	-1,675	-55	-513	-919	-1,220
유형자산처분(취득)	-552	-659	-658	-900	-1,200
무형자산 감소(증가)	-10	-7	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-1,095	578	153	-9	-9
기타투자활동	-19	33	-6	-7	-7
재무활동 현금	1,522	336	572	247	197
차입금의 증가(감소)	248	337	545	270	220
자본의 증가(감소)	1,248	-33	-23	-23	-23
배당금의 지급	18	23	-23	-23	-23
기타재무활동	26	32	51	0	0
현금의 증가	-49	209	253	17	70
기초현금	122	72	281	535	552
기말현금	72	281	535	552	622

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	83.1	117.8	179.3	103.3	61.0
P/B	4.7	5.6	15.7	13.8	11.3
EV/EBITDA	59.9	58.6	114.9	66.8	41.9
P/CF	47.5	46.6	140.2	81.6	52.0
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	27.0	66.0	58.3	22.7	24.8
영업이익	101.9	36.3	63.9	99.0	70.5
세전이익	320.3	-8.3	129.0	76.1	69.3
당기순이익	349.7	-8.8	99.0	73.7	69.3
EPS	275.9	-11.8	97.9	73.6	69.3
안정성 (%)					
부채비율	60.9	75.0	89.7	86.6	83.4
유동비율	328.4	211.0	232.0	219.7	191.7
순차입금/자기자본(x)	41.2	44.4	51.2	52.9	47.7
영업이익/금융비용(x)	13.2	14.3	15.4	33.8	57.6
총차입금 (십억원)	1,104	1,493	2,056	2,326	2,546
순차입금 (십억원)	1,005	1,177	1,477	1,728	1,876
주당지표 (원)					
EPS	1,732	1,528	3,023	5,249	8,885
BPS	30,845	31,899	34,456	39,396	47,966
CFPS	3,030	3,859	3,866	6,642	10,420
DPS	300	300	300	300	300

자료: POSCO홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

포스코퓨처엠 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	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									

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 제 3 자에게 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)	투자 의견 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) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	94.0% 6.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 7. 1 ~ 2023. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)