2023. 10. 25

▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

포스코퓨처엠 003670

수익성 눈높이는 다소 보수적 접근 필요

- ✓ 3Q23 Review: 긍정과 부정이 상존했던 실적→ 단결정 양극재 수율 개선은 긍정적
- ✓ 23.7월 가동한 Ultum Cells No.1의 높은 가동률에 동사의 에너지소재 출하량 증가
- ✓ 4Q23E 영업이익 436억원(OPM 3.0%) 추정, 비용 반영 이슈로 보수적 접근 필요
- ✓ Upstream 역량 및 제품 양산능력이 강화된 동사의 사업가치 상승여력은 여전
- ✓ 단, 주요 원재료 가격 하락에 판매단가 하락은 다소 장기화될 전망에
  현 시점은 투자의견 Hold 유지, 추정치 변화에 적정주가는 39만원으로 하향 제시

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**390,000 원**
현재주가 (10.24)	**305,000 원**
상승여력	**27.9%**
KOSPI	2,383.51pt
시가총액	236,263억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.40%
외국인비중	7.03%
52주 최고/최저가	598,000원/178,500원
평균거래대금	3,734.7억원
주요주주(%)	
포스코홀딩스 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.0	-16.1	56.8
상대주가	-19.0	-11.2	47.1

주가그래프

3Q23 Preview: 미국향 물량 출하는 증가, 유럽향 출하는 감소

동사는 양극재 판매량 증가 및 화성부문 판매단가 상승 요인에 분기 기준 최대 매출의 성과를 시현했다. 단, 영업이익은 371억원으로 최근 낮아졌던 시장 눈높이(461억원)를 하회했다. 기대치 하회 배경은 (1) 주요 원재료 및 ASP 하락과 재고평가손실 반영, (2) 단결정 양극재 양산 과정에서 발생된 생산비용 등으로 충분히 예상된 점이다. 오히려 당분기 영업활동 Highlight는 단결정 양극재의 대규모 양산 가시성이 확인된 점이다. 2Q23 단결정 양극재 추정 수율은 5% 하회, 23년 연말 90% 이상 수율 달성이 목표이나, 이를 위한 생산비용 또한 비례할 전망이다.

2023~24년 소재 사업 경쟁력 강화 및 신제품 양산 안정화 시기

동사의 중장기 생산 Capa 100만톤의 가이던스는 유효하다. 2022~24년은 동사에게 외형성장을 갖추기 위한 집중 투자가 요구되는 기간이다. 결국 자본력 기반의 투자이다. 동사는 2023년 단결정 양극재 첫 양산을 시작으로 2027년까지 단결정/고전압 하이망간/LFP 등 제품 포트폴리오 다변화, 이를 위한 생산line 구축을 위한 Capex 집행이 이뤄진다. 또한 2024년 이차전지 주요 광물자원 보유 국가들의 수출 통제 가능성 등 정책 변화에 Upstream 분야 강점을 갖춘 Posco 그룹사 역량 기반으로 동사만의 소재 사업 지배력이 유지되겠다.

동사의 에너지소재 사업 경쟁력은 여전히 유효하지만, 중단기 ASP 하락 기조에 따른 추정치 변화로 적정주가는 39만원으로 하향 제시

동사의 에너지소재 사업 성장성과 역량에 대한 의견 변화는 없다. 단, 중장기 리튬 가격 하향 안정화 전망, 이에 불가피한 양극재 판매단가 약세 가능성을 반영한 ASP 적용과 LGES 폴란드 법인향 판매량 감소를 추정치 변경 변수로 반영한다. 적정주가 39만원(25년 기준 EV/EBITDA 25배)을 제시한다.

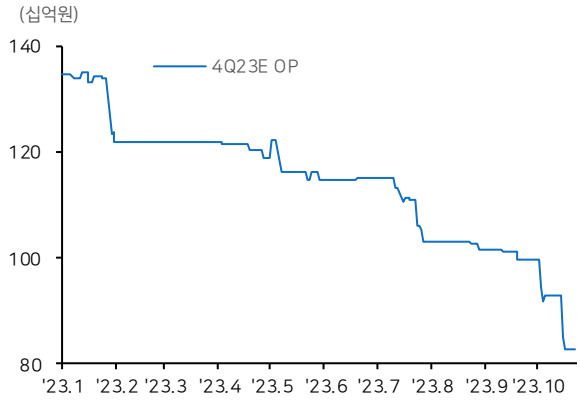
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	279.3	30,845	81.7	4.7	54.0	7.9	60.9
2022	3,301.9	165.9	118.3	1,527	-10.4	31,899	117.9	5.6	57.3	4.9	75.0
2023E	5,090.5	153.0	126.2	1,629	6.4	32,989	187.3	9.2	87.2	5.0	163.9
2024E	8,810.1	381.9	224.1	2,892	78.8	35,581	105.4	8.6	33.9	8.4	299.8
2025E	12,431.1	717.0	454.6	5,868	103.0	41,149	52.0	7.4	21.1	15.3	372.9

표1 포스코퓨처엠 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,135.2**	**1,193.0**	**1,285.8**	**1,584.1**	**1,877.1**	**2,057.5**	**2,410.4**	**2,707.1**	**5,198.1**	**9,052.1**	**12,924.4**
양극재	630.0	721.5	843.0	863.9	1,316.1	1,513.7	1,788.0	2,013.6	3,058.5	6,631.4	10,047.0
음극재	67.7	56.2	51.6	61.8	91.6	97.4	110.5	114.2	237.3	413.6	566.0
영업이익	**20.3**	**52.1**	**37.1**	**43.6**	**66.6**	**91.8**	**104.4**	**119.0**	**153.1**	**381.9**	**717.0**
%OP	*1.8%*	*4.4%*	*2.9%*	*3.0%*	*3.6%*	*4.6%*	*4.5%*	*4.5%*	*3.0%*	*4.3%*	*5.8%*
세전이익	**50.9**	**51.8**	**26.6**	**30.3**	**40.4**	**79.5**	**73.4**	**91.8**	**159.5**	**285.0**	**579.2**
순이익(지배주주)	**39.1**	**42.5**	**22.3**	**22.1**	**31.9**	**63.1**	**57.8**	**71.2**	**126.1**	**224.1**	**454.6**
%YoY											
매출액	70.8	48.5	22.1	89.1	62.2	67.9	82.3	77.6	54.2	73.1	41.1
영업이익	-20.7	-5.6	-54.6	1,218.9	228.8	76.1	181.2	172.8	-7.7	149.3	87.8
세전이익	30.6	-12.3	-67.3	흑전	-20.6	53.4	175.5	203.5	19.1	78.7	103.2
순이익(지배주주)	8.0	5.0	-65.4	흑전	-18.5	48.5	158.9	222.4	6.6	77.7	102.9
%QoQ											
매출액	45.4	5.1	7.8	14.8	24.7	8.8	17.0	11.9			
영업이익	512.9	157.3	-28.8	17.4	52.8	37.8	13.8	13.9			
세전이익	흑전	1.8	-48.6	13.7	33.4	96.8	-7.7	25.2			
순이익(지배주주)	흑전	8.7	-47.5	-1.1	44.3	98.1	-8.4	23.2			

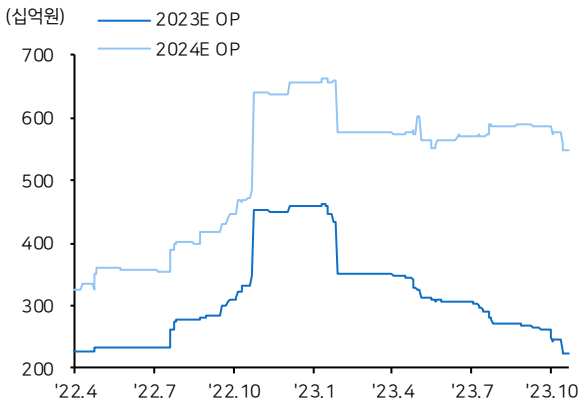
자료: 포스코퓨처엠, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q23 포스코퓨처엠의 영업이익 컨센서스 흐름



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 포스코퓨처엠의 영업이익 컨센서스 흐름



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 포스코퓨처엠의 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 EBITDA 추정	신규 EBITDA 추정	변화율
2023E	5,386.0	5,090.5	-5.5%	290.1	152.9	-47.3%	470.2	303.6	-35.4%
2024E	10,875.8	8,810.1	-19.0%	777.7	381.9	-50.9%	1,123.7	887.3	-21.0%
2025E	15,321.3	12,431.1	-18.9%	1,203.1	717.0	-40.4%	1,718.2	1,561.2	-9.1%

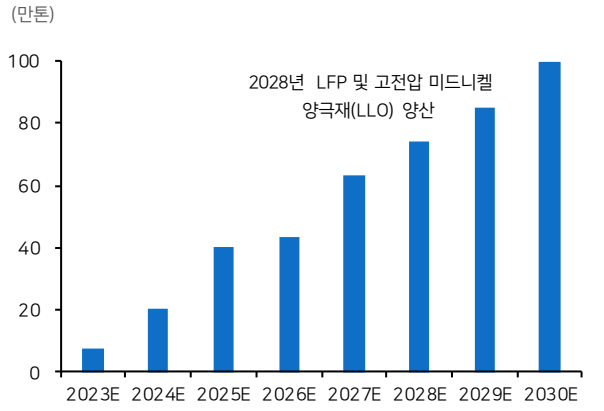
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 포스코퓨처엠의 적정주가 Valuation Table

사업가치 (A)	2025년 기준 EBITDA	Fair Value	Multiple
	1,561.2	39,028.8	25
기업가치		**39,029**	
순차입금/보증 (B)		9,007.3	
적정 시가총액 (A-B)		**30,021**	
발행 주식수(천주)		77,463.2	
적정주가(원)		**390,000**	

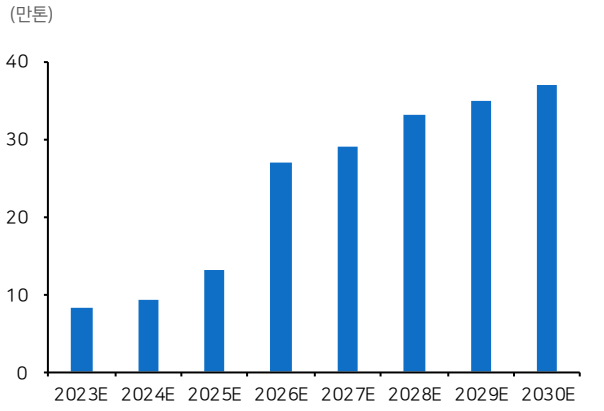
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 포스코퓨처엠의 양극재 생산Capa 전망



자료: 포스코퓨처엠, 메리츠증권 리서치센터

그림4 포스코퓨처엠의 음극재 생산Capa 전망



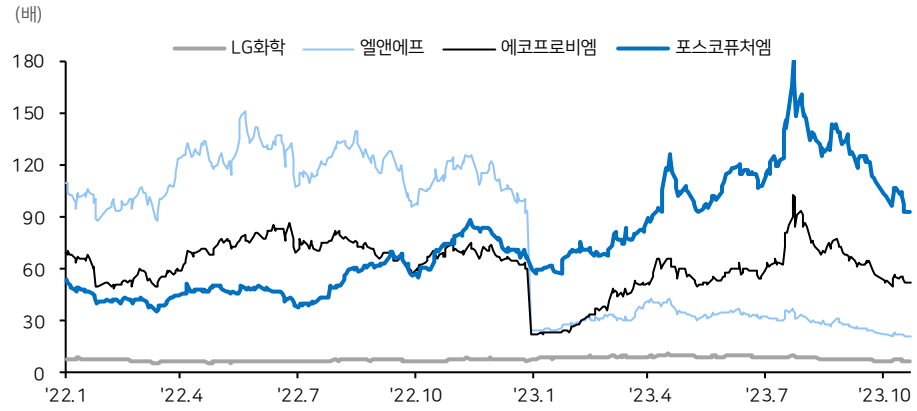
자료: 포스코퓨처엠, 메리츠증권 리서치센터

표4 당사 추정 포스코퓨처엠의 향후 추가 수주가 예상되는 고객사 List 현황

생산설비	생산규모	위치	소재 공급기업 예상	비고
Ultium Cells 1	45Gw	오하이오	양극재(포스코퓨처엠)	2023년 7월 가동 개시
Ultium Cells 2	50Gw	테네시	양극재(포스코퓨처엠, LG화학)	2024년 7월 가동 예정
Ultium Cells 3	50Gw	미시건	양극재(포스코퓨처엠, LG화학)	2025년 7월 가동 개시
L-H배터리컴퍼니	40Gw	오하이오	양극재(포스코퓨처엠, 엘앤에프)	2024년 착공 예정
넥스타에너지	45Gw	캐나다	양극재(포스코퓨처엠,에코프로비엠)	2024년 착공 예정
LGES 자체 증설	35Gw	미국	양극재(포스코퓨처엠 LG화학, 에코프로비엠)	2023년 10월 말 전후 확정 가능성
LGES-Ford	40Gw	튀르키예	양극/음극재(포스코퓨처엠)	2023년 연말 전후 JV 확정 가능성
삼성SDI-GM	30Gw	인디애나	양극재(포스코퓨처엠, 에코프로비엠)	2026년 양산 예정
삼성SDI-스텔란티스 1공장	33Gw	인디애나	양극재(포스코퓨처엠, 에코프로비엠)	2025년 양산 예정(기존 계획 대비 규모 상향)
삼성SDI-스텔란티스 2공장	34Gw	지역 미정	양극재(포스코퓨처엠, 에코프로비엠)	2027년 양산 예정
BlueOvals	129Gw	조지아	양극재(에코프로비엠, 포스코퓨처엠)	2025년 이후 순차적으로 가동 예정

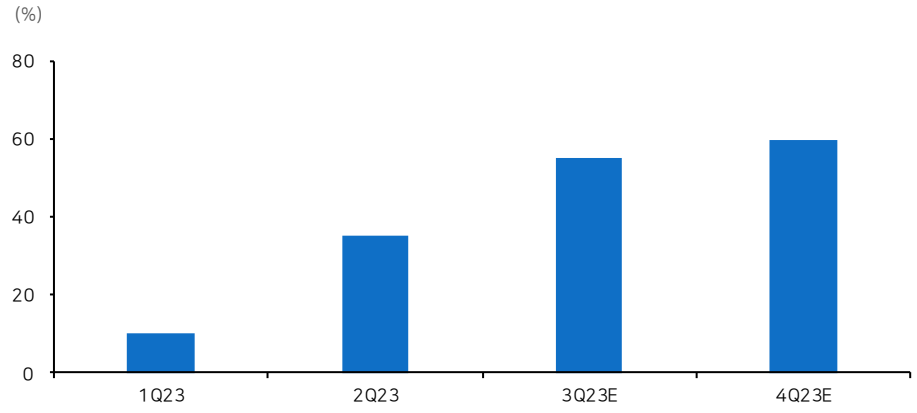
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내 양극재 기업들의 EV/EBITDA 추이



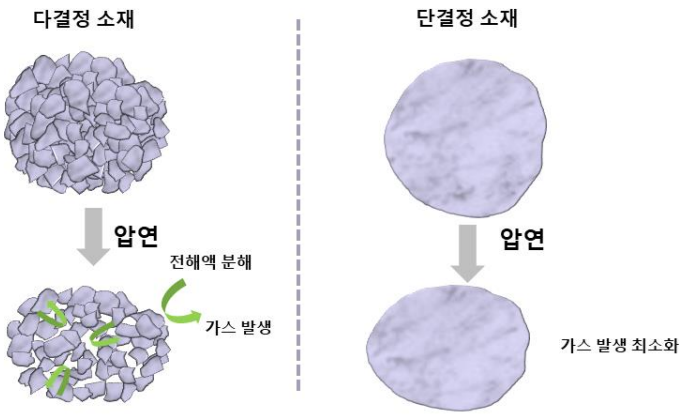
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 포스코퓨처엠의 단결정 양극재 양산수율 추정



자료: 포스코퓨처엠, 메리츠증권 리서치센터

그림7 다결정 양극재 Vs. 단결정 양극재



자료: 언론자료,메리츠증권 리서치센터

포스코퓨처엠 (003670)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,989.5**	**3,301.9**	**5,090.5**	**8,810.1**	**12,431.1**
매출액증가율(%)	27.0	66.0	54.2	73.1	41.1
매출원가	1,751.5	2,967.2	4,690.3	8,145.3	11,294.4
매출총이익	238.1	334.8	400.2	664.8	1,136.7
판매관리비	116.4	168.9	247.3	283.0	419.7
영업이익	**121.7**	**165.9**	**153.0**	**381.9**	**717.0**
영업이익률(%)	6.1	5.0	3.0	4.3	5.8
금융손익	16.4	-54.0	3.8	-103.9	-152.7
종속/관계기업손익	17.5	20.8	-1.1	7.1	14.9
기타영업외손익	-9.5	1.3	4.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	146.0	133.9	159.7	285.0	579.2
법인세비용	12.3	12.0	29.9	52.9	108.0
당기순이익	**133.8**	**121.9**	**129.8**	**232.1**	**471.2**
지배주주지분 순이익	134.2	118.3	126.2	224.1	454.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**103.0**	**-61.0**	**-889.1**	**-704.6**	**275.3**
당기순이익(손실)	133.8	121.9	129.8	232.1	471.2
유형자산상각비	75.0	85.9	141.9	498.2	838.8
무형자산상각비	6.2	6.4	8.8	7.2	5.4
운전자본의 증감	-141.7	-365.5	-1,116.5	-1,442.1	-1,040.0
투자활동 현금흐름	**-1,675.0**	**-54.6**	**-722.6**	**-2,893.4**	**-3,011.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-551.9	-659.2	-1,012.9	-2,600.0	-2,800.0
투자자산의감소(증가)	-3.0	-85.1	-89.2	-293.4	-211.6
재무활동 현금흐름	**1,521.9**	**336.3**	**2,005.3**	**3,575.1**	**3,250.0**
차입금의 증감	249.6	389.4	2,022.5	3,598.3	3,273.2
자본의 증가	1,266.8	1.4	2.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-49.4	209.1	395.8	-22.9	513.7
기초현금	121.7	72.3	281.4	677.2	654.3
기말현금	72.3	281.4	677.2	654.3	1,168.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084.2	2,037.5	3,781.2	6,002.7	8,135.0
현금및현금성자산	72.3	281.4	677.2	654.3	1,168.0
매출채권	239.2	288.3	1,061.6	1,885.6	2,479.7
재고자산	440.6	870.1	1,703.9	3,026.3	3,979.9
비유동자산	1,838.3	2,600.0	3,544.6	5,932.5	8,099.9
유형자산	1,459.0	2,098.0	2,983.6	5,085.4	7,046.6
무형자산	34.0	30.9	28.1	20.9	15.5
투자자산	187.9	293.7	380.2	673.6	885.1
자산총계	**3,922.5**	**4,637.5**	**7,325.8**	**11,935.2**	**16,234.9**
유동부채	634.7	965.8	2,001.5	4,366.5	6,427.0
매입채무	219.0	288.7	752.8	1,337.1	1,758.4
단기차입금	57.2	202.8	571.3	1,171.3	1,771.3
유동성장기부채	192.4	262.1	392.9	1,352.9	2,232.9
비유동부채	849.4	1,021.0	2,548.2	4,583.8	6,375.0
사채	647.4	718.6	1,526.8	1,946.8	2,326.8
장기차입금	117.7	207.9	899.4	2,499.4	3,899.4
부채총계	**1,484.1**	**1,986.8**	**4,549.6**	**8,950.2**	**12,802.0**
자본금	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	1,453.1	1,454.5	1,457.3	1,457.3	1,457.3
기타포괄이익누계액	-0.1	-8.9	-4.1	-4.1	-4.1
이익잉여금	897.5	1,003.5	1,102.9	1,303.7	1,735.0
비지배주주지분	49.1	179.6	220.7	228.8	245.4
자본총계	**2,438.4**	**2,650.6**	**2,776.1**	**2,985.0**	**3,433.0**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,140	42,626	65,715	113,733	160,477
EPS(지배주주)	1,763	1,527	1,629	2,892	5,868
CFPS	3,084	3,859	3,915	11,210	20,086
EBITDAPS	2,665	3,332	3,920	11,454	20,154
BPS	30,845	31,899	32,989	35,581	41,149
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	81.7	117.9	187.3	105.4	52.0
PCR	46.7	46.6	77.9	27.2	15.2
PSR	5.5	4.2	4.6	2.7	1.9
PBR	4.7	5.6	9.2	8.6	7.4
EBITDA(십억원)	202.9	258.1	303.6	887.3	1,561.2
EV/EBITDA	54.0	57.3	87.2	33.9	21.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	4.9	5.0	8.4	15.3
EBITDA 이익률	10.2	7.8	6.0	10.1	12.6
부채비율	60.9	75.0	163.9	299.8	372.9
금융비용부담률	0.5	0.4	0.8	1.1	1.2
이자보상배율(x)	13.2	14.3	3.7	4.1	4.7
매출채권회전율(x)	7.7	12.5	7.5	6.0	5.7
재고자산회전율(x)	6.3	5.0	4.0	3.7	3.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

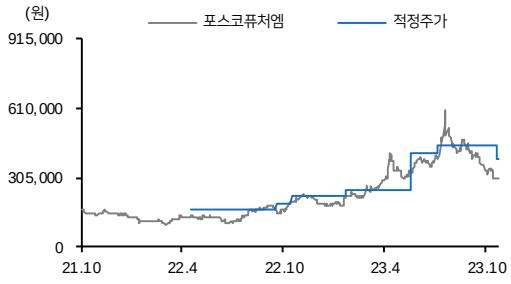
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

포스코퓨처엠 (003670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.07.22	기업브리프	Buy	220,000	주민우	-37.0	-18.9
2022.04.28				담당자 변경	-37.4	-15.7
2022.04.28	Indepth	Buy	160,000	노우호	-13.9	15.9
2022.09.28	Indepth	Buy	190,000	노우호	-12.0	2.4
2022.10.25	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-8.1	7.3
2023.01.30	기업브리프	Buy	250,000	노우호	11.7	65.6
2023.05.25	산업분석	Buy	410,000	노우호	-9.3	-0.5
2023.07.12	기업브리프	Buy	450,000	노우호	-0.8	20.4
2023.07.25	기업브리프	Hold	450,000	노우호	-7.3	32.9
2023.10.25	기업브리프	Hold	390,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이