

2024. 1. 18



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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **350,000 원**

현재주가 (1.17) **288,500 원**

상승여력 **21.3%**

KOSPI	2,435.90pt
시가총액	223,481억원
발행주식수	7,746만주
유동주식비율	37.40%
외국인비중	7.03%
52주 최고/최저가	598,000원/182,800원
평균거래대금	2,750.4억원

주요주주(%)	
포스코홀딩스 외 4 인	62.54
국민연금공단	5.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.0	-28.7	45.3
상대주가	-15.8	-23.3	42.0

주가그래프



포스코퓨처엠 003670

4Q23 Preview: 2024 년 고객사 저가형 배터리 Spec 적극 대응 예정

- ✓ 4Q23 Preview: 매출액 1.3조원, 영업이익 234억원으로 시장 예상치 하회 전망
- ✓ 당분기 수익성 부진 배경은 (1) LGES 폴란드향 출하량 급감, (2) 북미권 EV 구매 심리 다소 냉각, (3) 주요 메탈가격 하락의 부정적 레깅효과 발생
- ✓ 2024년 동사에게 발생될 주요 긍정적 이벤트에 초점. 이는 2023년 첫 양산된 단결정 미드니켈 양극재를 계기로 기존 고객사향 침투율 증가, 신규 고객사 확보 가능
- ✓ 리튬 가격 방향성 및 다소 비관적 수요심리에도 연중 동사가 확보 가능한 수주 이벤트는 주가 Trading 계기로 연결될 점

4Q23 Preview: 늘 그랬듯 연말은 부진한 수익성의 연속

4Q23 추정 매출액 1.3조원, 영업이익 234억원으로 최근 낮아진 시장 예상치를 다소 하회할 전망이다. LGES 폴란드 법인향 N65 출하량 부진과 23년 7월 양산 개시한 단결정 양극재 수율 부진, 메탈가 약세 장기화에 부정적 레깅효과 반영이 수익성 부진의 주요 배경이다. 향후 실적 개선 계기는 리튬 가격 방향성과 차량 구매 심리와 직결되겠다. 24년 연초 리튬 등 주요 메탈 가격은 보험세 유지 중이다. 가격이 주요 채굴기업들의 생산 한계비용까지 하락한 점은 향후 가격 반등 개연성이 높아짐을 암시하며, 24~25년 신차 출시가 예정된 Ultium Cells No.1~2향 출하량 증가는 동사의 견고한 P와 Q 성장성을 지지할 요인들이다.

2024년 단결정 미드니켈 양극재 양산의 긍정적 나비효과

최종 고객사 및 배터리 셀 제조사 역시 가격 경쟁력을 최우선 과제로 제시한다. 주력 고객사 LGES의 앞당겨지는 저가형 배터리 양산계획(미드니켈, 하이망간, LFmP 등)에 동사는 적극 대응 중이다. 23년 7월 첫 양산한 단결정 미드니켈 양극재의 경쟁력(가격, 안정성 등) 부각에 기존 고객사향 침투율 지속 증가, 또한 국내/외 신규 고객사 확보 가시성 또한 높아지겠다.

비관적 업황심리를 극복해낼 동사의 수주 이벤트를 기대

한층 강화된 미국 IRA/FEOC 정책에 동사 사업부문은 유리한 고지를 점하고 있다. 그룹사 광물 내재화로 연결된 삼원계 및 LFP 양극재 사업역량, 유일한 Non-China 흑연 음극재 사업역량 등이 경쟁력이다. 양극재는 기존 고객사(LGES)의 주요 프로젝트들에 1차 벤더로 선정되며 중장기 생산 목표치 달성 가시성이 높아졌다. 향후 투자심리가 개선될 이벤트는 2024년 국내/외 양/음극재 신규 고객사 확보 가시성이다.

(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	4,973.1	132.9	109.5	1,413	-7.9	32,426	254.1	11.1	110.0	4.4	156.2
2024E	8,051.9	314.0	160.0	2,066	47.8	34,193	139.6	8.4	35.2	6.2	292.0
2025E	11,904.8	633.1	369.6	4,771	130.9	38,664	60.5	7.5	21.2	13.1	371.1

(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,359.1	780.8	74.1	1,285.8	5.7	1,367.7	-0.6
영업이익	23.4	3.3	607.6	37.1	-37.0	37.5	-37.6
세전이익	7.5	-45.5	흑전	26.6	-71.8	29.5	-74.6
순이익(지배주주)	5.5	-23.1	흑전	22.3	-75.3	32.2	-82.9
영업이익률(%)	1.7	0.4		2.9		2.7	
순이익률(%)	0.4	-3.0		1.7		2.4	

자료: 포스코퓨처엠, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

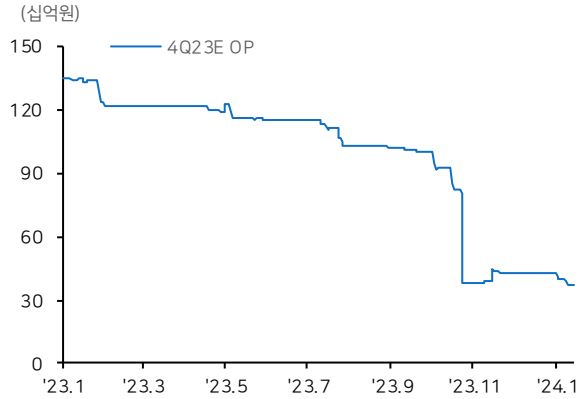
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,135.2	1,193.0	1,285.8	1,359.1	1,480.5	1,809.1	2,241.8	2,520.5	4,973.1	8,051.9	11,904.8
양극재	630.0	721.5	843.0	758.9	980.3	1,330.2	1,696.3	1,922.1	2,953.5	5,928.9	9,520.8
음극재	67.7	56.2	51.6	49.4	66.9	87.1	100.2	103.8	224.9	358.0	566.0
영업이익	20.3	52.1	37.1	23.4	46.9	64.3	93.3	109.5	132.9	314.0	633.1
%OP	1.8%	4.4%	2.9%	1.7%	3.2%	3.6%	4.2%	4.3%	2.7%	3.9%	5.3%
세전이익	50.9	51.8	26.6	7.5	18.7	49.6	58.2	77.4	136.8	203.9	470.9
순이익(지배주주)	39.1	42.5	22.3	5.5	14.7	39.4	45.9	60.0	109.4	160.0	369.6
%YoY											
매출액	70.8	48.5	22.1	74.1	30.4	51.6	74.4	85.5	50.6	61.9	47.9
영업이익	-20.7	-5.6	-54.6	607.6	131.4	23.4	151.2	368.0	-19.9	136.2	101.6
세전이익	30.8	-12.4	-67.4	흑전	-63.3	-4.2	118.8	932.0	2.1	49.0	130.9
순이익(지배주주)	8.0	4.9	-65.5	흑전	-62.4	-7.3	105.8	990.9	-7.4	46.3	131.0
%QoQ											
매출액	45.4	5.1	7.8	5.7	8.9	22.2	23.9	12.4			
영업이익	512.9	157.3	-28.8	-37.0	100.5	37.2	45.0	17.4			
세전이익	흑전	1.8	-48.6	-71.8	149.3	165.2	17.3	33.0			
순이익(지배주주)	흑전	8.7	-47.5	-75.3	167.3	168.0	16.5	30.7			

자료: 포스코퓨처엠, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 EBITDA 추정	신규 EBITDA 추정	변화율
2023E	5,090.5	4,973.1	-2.3	152.9	132.9	-13.1	303.6	277.1	-8.7
2024E	8,810.1	8,051.9	-8.6	381.9	314.0	-17.8	887.3	813.9	-8.3
2025E	12,431.1	11,904.8	-4.2	717.0	633.1	-11.7	1,561.2	1,472.4	-5.7

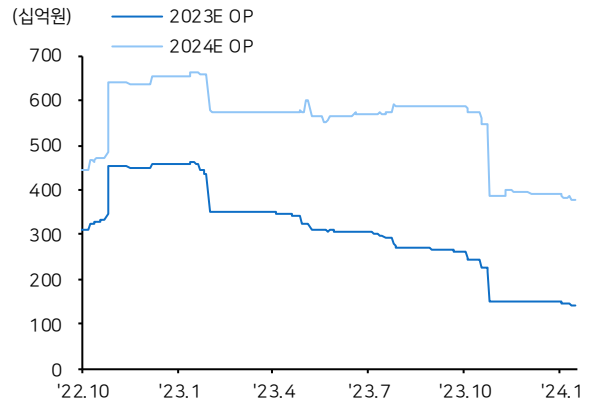
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 포스코퓨처엠의 4Q23 영업이익 컨센서스 추이



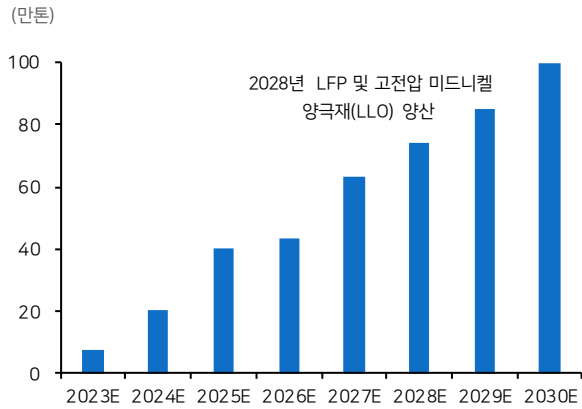
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 포스코퓨처엠의 연간 영업이익 컨센서스 추이



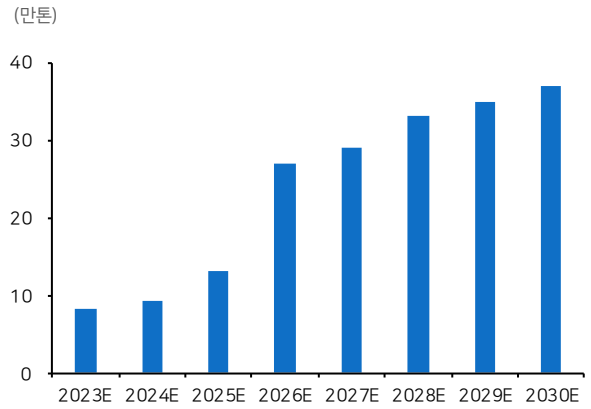
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 포스코퓨처엠의 양극재 생산Capa 전망



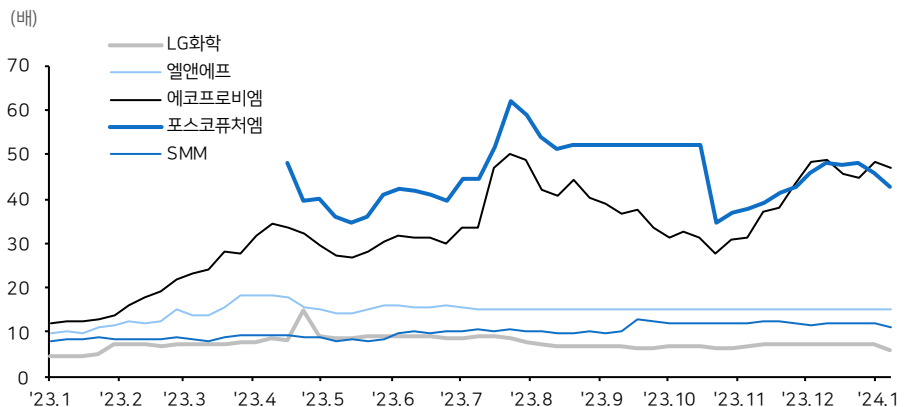
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 포스코퓨처엠의 음극재 생산Capa 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 양극재 기업들의 EV/EBITDA 추이



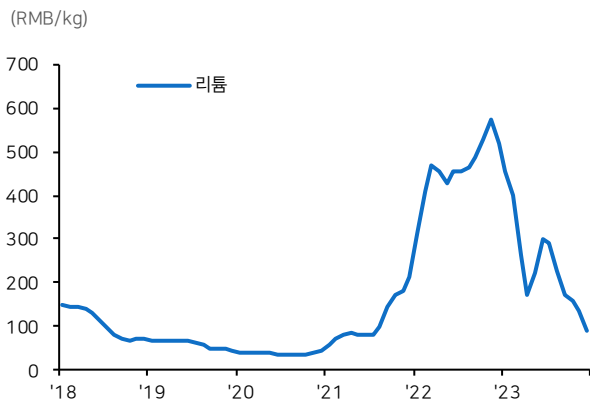
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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
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

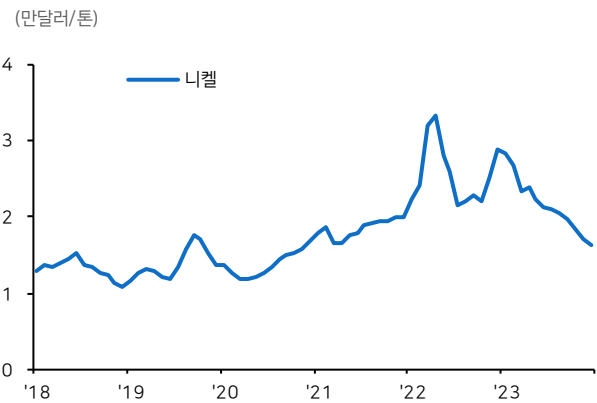
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 리튬 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 니켈 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

포스코퓨처엠 (003670)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,989.5	3,301.9	4,973.1	8,051.9	11,904.8
매출액증가율(%)	27.0	66.0	50.6	61.9	47.9
매출원가	1,751.5	2,967.2	4,585.8	7,477.4	10,847.3
매출총이익	238.1	334.8	387.3	574.6	1,057.5
판매관리비	116.4	168.9	254.3	260.5	424.4
영업이익	121.7	165.9	132.9	314.0	633.1
영업이익률(%)	6.1	5.0	2.7	3.9	5.3
금융손익	16.4	-54.0	3.7	-114.4	-174.2
중속/관계기업손익	17.5	20.8	-1.6	4.3	12.0
기타영업외손익	-9.5	1.3	1.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	146.0	133.9	136.8	203.9	470.9
법인세비용	12.3	12.0	24.5	38.0	87.8
당기순이익	133.8	121.9	112.2	165.9	383.1
지배주주지분 순이익	134.2	118.3	109.5	160.0	369.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	103.0	-61.0	-641.6	-686.4	369.8
당기순이익(손실)	133.8	121.9	112.2	165.9	383.1
유형자산상각비	75.0	85.9	135.2	491.7	833.2
무형자산상각비	6.2	6.4	9.0	8.2	6.1
운전자본의 증감	-141.7	-365.5	-848.2	-1,352.2	-852.6
투자활동 현금흐름	-1,675.0	-54.6	-759.8	-2,877.1	-2,974.7
유형자산의증가(CAPEX)	-551.9	-659.2	-1,096.3	-2,600.0	-2,800.0
투자자산의감소(증가)	-3.0	-85.1	-35.6	-277.1	-174.7
재무활동 현금흐름	1,521.9	336.3	2,113.9	3,573.6	3,247.4
차입금의 증감	249.6	389.4	2,149.2	3,596.8	3,270.6
자본의 증가	1,266.8	1.4	2.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-49.4	209.1	716.0	10.1	642.5
기초현금	121.7	72.3	281.4	997.4	1,007.5
기말현금	72.3	281.4	997.4	1,007.5	1,650.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,084.2	2,037.5	3,479.4	5,421.3	7,281.8
현금및현금성자산	72.3	281.4	997.4	1,007.5	1,650.0
매출채권	239.2	288.3	871.8	1,616.8	2,086.5
재고자산	440.6	870.1	1,314.3	2,437.6	3,145.8
비유동자산	1,838.3	2,600.0	3,608.5	5,985.7	8,121.1
유형자산	1,459.0	2,098.0	3,099.3	5,207.7	7,174.5
무형자산	34.0	30.9	32.5	24.3	18.1
투자자산	187.9	293.7	326.4	603.4	778.1
자산총계	3,922.5	4,637.5	7,087.9	11,407.0	15,402.9
유동부채	634.7	965.8	1,544.5	3,685.1	5,531.2
매입채무	219.0	288.7	454.7	843.2	1,088.2
단기차입금	57.2	202.8	473.1	1,073.1	1,673.1
유동성장기부채	192.4	262.1	392.1	1,352.1	2,232.1
비유동부채	849.4	1,021.0	2,776.4	4,812.2	6,602.1
사채	647.4	718.6	1,983.4	2,403.4	2,783.4
장기차입금	117.7	207.9	636.4	2,236.4	3,636.4
부채총계	1,484.1	1,986.8	4,320.9	8,497.3	12,133.4
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
기타포괄이익누계액	-0.1	-8.9	5.4	5.4	5.4
이익잉여금	897.5	1,003.5	1,088.6	1,225.4	1,571.7
비지배주주지분	49.1	179.6	255.2	261.0	274.5
자본총계	2,438.4	2,650.6	2,767.0	2,909.7	3,269.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	26,140	42,626	64,199	103,945	153,684
EPS(지배주주)	1,763	1,527	1,413	2,066	4,771
CFPS	3,084	3,859	3,861	10,226	18,903
EBITDAPS	2,665	3,332	3,578	10,507	19,007
BPS	30,845	31,899	32,426	34,193	38,664
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	81.7	117.9	254.1	139.6	60.5
PCR	46.7	46.6	93.0	28.2	15.3
PSR	5.5	4.2	5.6	2.8	1.9
PBR	4.7	5.6	11.1	8.4	7.5
EBITDA(십억원)	202.9	258.1	277.1	813.9	1,472.4
EV/EBITDA	54.0	57.3	110.0	35.2	21.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	4.9	4.4	6.2	13.1
EBITDA 이익률	10.2	7.8	5.6	10.1	12.4
부채비율	60.9	75.0	156.2	292.0	371.1
금융비용부담률	0.5	0.4	0.9	1.4	1.5
이자보상배율(x)	13.2	14.3	2.9	2.8	3.5
매출채권회전율(x)	7.7	12.5	8.6	6.5	6.4
재고자산회전율(x)	6.3	5.0	4.6	4.3	4.3

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 (2023년 8월 4일부터 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	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	Indepth	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	-7.8	32.9	
2023.10.25	기업브리프	Hold	390,000	노우호	-19.4	-5.6	
2024.01.18	기업브리프	Hold	350,000	노우호	-	-	