

# 포스코퓨처엠

| Bloomberg Code (003670 KS) | Reuters Code (003670.KS)

2024년 2월 1일

## [2차전지]

## 우선은 재고 소진 중

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원  
☎ 02-3772-3734  
✉ minki.choi@sinhan.com



**매수**  
(유지)



현재주가 (1월 31일)  
**253,500 원**



목표주가  
**300,000 원 (하향)**



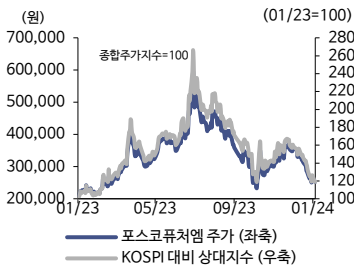
상승여력  
**18.3%**

- ◆ 4Q23 영업손실 -737억원(적자전환 YoY, QoQ)을 기록
- ◆ 1) N86 단결정 제품의 수율 확보와
- ◆ 2) N65 라인의 N86으로 전환이 양극재 턴어라운드의 골자

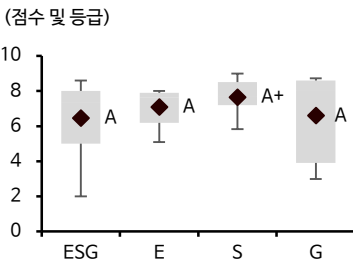


시가총액	19,636.9십억원
발행주식수	77.5백만주
유동주식수	29.0백만주(37.4%)
52 주 최고가/최저가	598,000 원/215,500 원
일평균 거래량 (60 일)	777,904 주
일평균 거래액 (60 일)	248,129백만원
외국인 지분율	7.28%
<b>주요주주</b>	
포스코홀딩스 외 4 인	62.54%
국민연금공단	5.57%
<b>절대수익률</b>	
3 개월	7.2%
6 개월	-51.9%
12 개월	13.2%
<b>KOSPI 대비 상대수익률</b>	
3 개월	-2.2%
6 개월	-49.3%
12 개월	9.9%

**주가**



**ESG 컨센서스**



**4Q23 영업손실 -737억원(적자전환 YoY, QoQ)을 기록**

4Q23 실적은 매출 1.1조원(+47% YoY, -11% QoQ), 영업손실 -737억원(적자전환 YoY, QoQ)을 기록했다. 시장 기대치(OP +314억원) 대비 크게 부진한 실적이다. 연말 예상보다 부진한 EV 수요에 관련한 높은 원가의 재고자산이 축적되면서 재고평가손실이 약 680억원 가량 반영됐다. 실적의 변동성은 모두 양극재 사업에서 발생한 셈이다. 양극재 실적은 매출 7,405억원(+93% YoY, -18% QoQ) 및 영업손실 -888억원(적자전환 YoY, QoQ)을 기록했고, 재고평가손실을 제외한 영업손실 -210억원이다. OPM -2.8%에 해당한다.

**고객 수요에 맞춘 발빠른 스위칭 전략 협의 중**

양극재 사업에서 구형 제품인 N65는 높은 수율로 적정 마진 확보가 가능하나 기존 고객사(유럽향 OEM)들의 수요 부진으로 가동률 확보가 어려워졌다. 신형 제품인 N86은 북미에서 폭발적인 수요 증가가 이뤄지고 있으나 수율 이슈로 아직 수익성은 낮다. 동사에게 가장 좋은 변화는 1) N86 단결정 제품의 수율 확보와 2) N65 라인의 N86으로의 전환이다.

올해 상반기 중 수율이 개선되는 것을 가정하면 양극재 사업에서 60~70% 볼륨을 차지하는 N86 제품 수익성 개선이 예상된다. 하반기 양극재 수익성 개선을 기대하는 이유다. 만약 수요가 둔화되고 있는 N65 설비 라인을 N86 등으로 전환할 수 있다면 추가적인 볼륨 확대 가능성이 열린다. 다만 최근 업황을 감안하면 스위칭 협의에는 시간이 필요할 것으로 예상돼 추정치에는 반영하지 않았다.

**목표주가 300,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지**

목표주가 300,000원으로 19% 하향하고, 투자의견 매수를 유지한다. 제품 스위칭이 없다는 가정하에 구형 제품의 수요 둔화를 감안해 볼륨 성장에 대한 가정치를 하향 조정했다. 만약 하이니켈 제품 중심으로 전환이 빠르게 이뤄진다면 추정치 상향이 가능하다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,989.5	121.7	134.2	1,763	30,845	81.7	54.0	4.7	7.9	(10.5)
2022	3,301.9	165.9	118.3	1,527	31,899	117.9	57.3	5.6	4.9	25.3
2023F	4,759.9	35.9	5.5	71	30,785	5,035.2	170.6	11.7	0.2	72.2
2024F	5,125.8	233.1	158.1	2,041	32,526	124.2	53.7	7.8	6.4	170.1
2025F	9,385.0	669.1	470.3	6,071	38,297	41.8	26.8	6.6	17.1	200.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

	기존 사업부	에너지 소재	합	비고
영업가치	714	27,941	28,655	A = B * C
25F EBITDA	99	889	987	B
목표 EV/EBITDA	7.2	31.4	29.0	C
(+) 자산가치			1,095	D (25년 예상치)
(-) 순차입금			6,511	E (25년 예상치)
사업가치			23,239	F = A + D - E
현 시가총액			19,637	2024-01-31
Upside (%)			18.3	
목표주가			300,000	

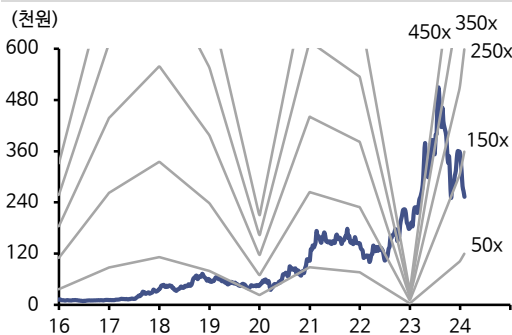
자료: 신한투자증권

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
포스코퓨처엠	19,637	158.8	7.7	74.9	4.9	75.9	7.0	34.7	9.9
에코프로비엠	20,881	119.7	13.8	52.8	12.0	74.3	11.8	33.7	15.8
엘앤에프	5,202	52.7	4.0	183.1	7.7	27.8	3.5	21.4	11.0
대주전자재료	1,070	510.1	9.1	70.5	1.7	78.7	8.2	29.1	10.4
유미코아	7,415	11.7	1.4	6.6	11.6	11.8	1.3	6.6	10.1
SMM	10,789	7.1	0.7	7.7	10.7	19.3	0.6	13.3	3.3
닝보 산산	4,190	10.3	0.9	7.9	8.4	8.4	0.8	6.8	9.8

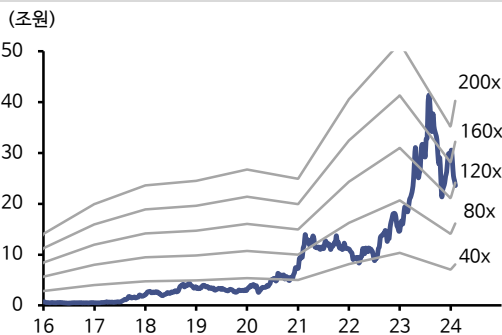
자료: Bloomberg, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	1,146	781	46.8	1,286	(10.9)	1,286	1,346
영업이익	(74)	3	적자전환	37	적자전환	46	31
세전이익	(145)	(46)	적자지속	27	적자전환	28	17
순이익	(98)	(23)	적자지속	22	적자전환	22	22
영업이익률	(6.4)	0.4		2.9		3.5	2.3
순이익률	(8.6)	(3.0)		1.7		1.7	1.7

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	4,900	7,240	11,544	4,760	5,126	9,385	(2.9)	(29.2)	(18.7)
영업이익	155	424	842	36	233	669	(76.9)	(45.0)	(20.5)
세전이익	152	362	730	(16)	208	617	(110.6)	(42.7)	(15.4)
순이익	120	282	569	6	158	470	(95.4)	(44.0)	(17.3)
EPS	1,555	3,646	7,341	71	2,041	6,071	(95.4)	(44.0)	(17.3)
영업이익률	3.2	5.9	7.3	0.8	4.5	7.1			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q23F	2022	2023P	2024F	2025F
매출	1,135	1,193	1,286	1,146	1,100	1,105	1,461	1,459	3,302	4,760	5,126	9,385
별도	1,035	1,108	1,209	1,105	1,001	1,022	1,385	1,418	3,041	4,457	4,826	9,088
내화물	143	145	121	133	145	136	119	131	537	542	531	548
화성	195	186	194	199	189	182	180	186	768	773	738	729
양극재	630	722	843	741	589	628	992	1,000	1,521	2,935	3,209	7,245
음극재	68	56	52	56	78	76	94	100	216	231	348	567
자회사+연결조정	100	85	77	41	99	84	76	41	261	303	300	297
증감률	70.8	48.5	22.1	46.8	(3.1)	(7.3)	13.7	27.3	66.0	44.2	7.7	83.1
별도	58.9	54.2	27.0	53.7	(3.3)	(7.8)	14.6	28.4	56.8	46.6	8.3	88.3
내화물	4.6	8.3	2.8	(10.7)	1.3	(6.0)	(1.2)	(1.5)	22.7	0.9	(1.9)	3.2
화성	(1.7)	(3.0)	(5.2)	14.3	(2.7)	(2.3)	(7.0)	(6.2)	18.0	0.7	(4.5)	(1.2)
양극재	131.4	108.0	49.9	118.2	(6.5)	(13.0)	17.7	35.1	124.3	93.0	9.3	125.8
음극재	50.9	20.7	(24.5)	(1.4)	15.3	35.6	81.8	80.1	24.5	6.9	50.7	62.9
자회사+연결조정	672.9	0.1	(23.9)	(33.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	421.1	16.1	(1.0)	(1.0)
매출원가	1,065	1,087	1,197	1,156	1,039	1,004	1,309	1,279	2,967	4,504	4,630	8,252
감가상각비	(1)	(1)	(1)	38	66	51	50	50	(4)	34	217	312
판관비	50	54	52	64	53	53	73	83	169	220	263	464
영업이익	20	52	37	(74)	8	48	80	98	166	36	233	669
OPM	1.8	4.4	2.9	(6.4)	0.7	4.3	5.5	6.7	5.0	0.8	4.5	7.1
증감률	(20.7)	(5.6)	(54.6)	격전	(60.3)	(8.3)	114.5	흑전	36.3	(78.4)	549.6	187.1
세전이익	51	52	27	(145)	5	39	75	88	134	(16)	208	617
순이익	39	43	22	(98)	4	30	57	67	118	6	158	470
NPM	3.4	3.6	1.7	(8.6)	0.3	2.7	3.9	4.6	3.6	0.1	3.1	5.0
증감률	8.0	5.0	(65.4)	적지	(90.5)	(29.4)	155.0	흑전	(11.8)	(95.3)	2,762.3	197.5

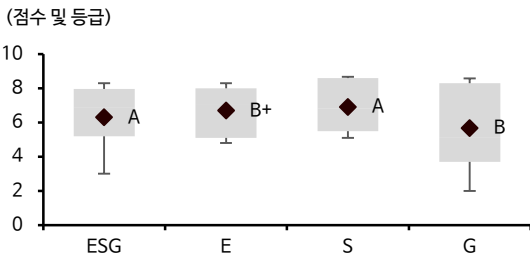
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

# ESG Insight

## Analyst Comment

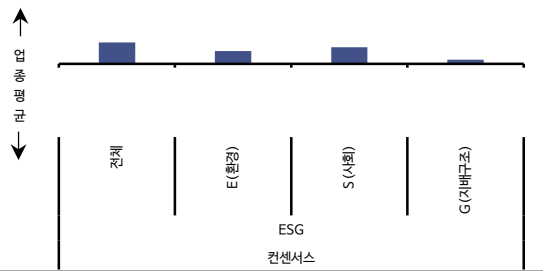
- ◆ 2050년 탄소중립 달성 위한 수립 및 평가 수행, 기후변화/생물다양성 글로벌 이니셔티브 가입
- ◆ 책임광물 조항 삽입 및 위험관리 대상 지역 지정, 책임광물 위험성 평가에서 Red Flag 등급 0개 달성
- ◆ 윤리헬퍼 제도를 통해 전사적 윤리경영 체계 강화, 공정거래위원회 CP등급 평가 A등급 획득

### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

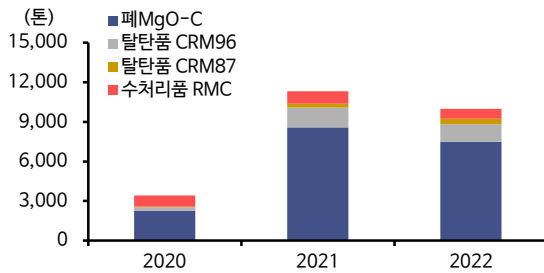
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

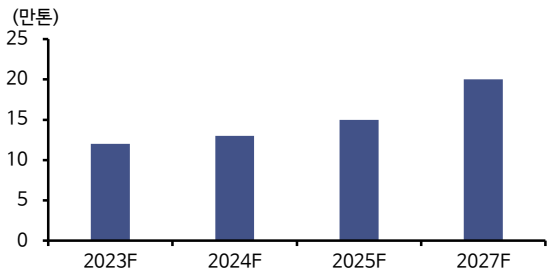
## Key Chart

### 부산물 재활용 추이



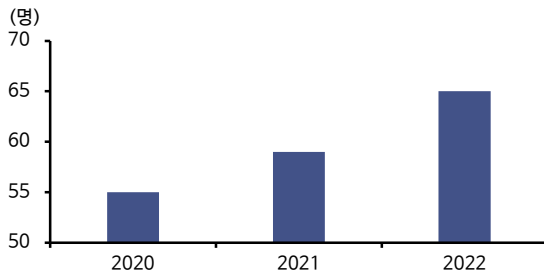
자료: 포스코퓨처엠, 신한투자증권

### 수마그 증장기 판매 목표



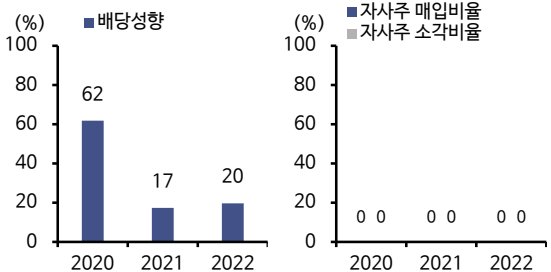
자료: 포스코퓨처엠, 신한투자증권

### 윤리헬퍼 임명 규모 추이



자료: 포스코퓨처엠, 신한투자증권

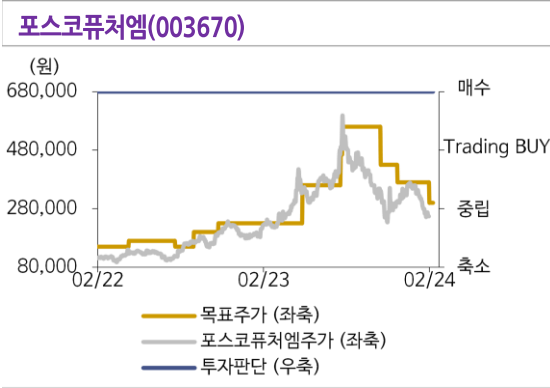
### 포스코퓨처엠 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권



## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 27일	매수	150,000	(24.6)	(7.3)
2022년 04월 11일	매수	170,000	(27.4)	(19.7)
2022년 07월 22일	매수	150,000	(0.7)	13.0
2022년 09월 01일	매수	200,000	(14.6)	(2.8)
2022년 10월 25일	매수	230,000	1.2	80.0
2023년 04월 26일	6개월경과		46.2	47.8
2023년 04월 28일	매수	360,000	1.1	33.3
2023년 07월 21일	매수	465,000	16.6	16.6
2023년 07월 25일	매수	560,000	(24.5)	0.0
2023년 10월 17일	매수	430,000	(33.2)	(18.7)
2023년 11월 23일	매수	370,000	(13.9)	(0.5)
2024년 02월 01일	매수	300,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 30일 기준)

매수 (매수)	92.21%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------