

포스코퓨처엠(003670.KS)

매수(유지)

엇갈리는 양/음극재 방향성

이차전지 담당 박진수

T.02)2004-9851 / park.jin-soo@shinyoung.com

현재주가(7/18) 156,900원
 목표주가(12M, 상향) 180,000원

Valuation Indicator

	24A	25F	26F
PER	—	560.7	154.8
PBR	3.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	76.8	30.2	20.1
ROE	-8.0	0.7	2.4
DPS(원)	—	—	—

Key Data

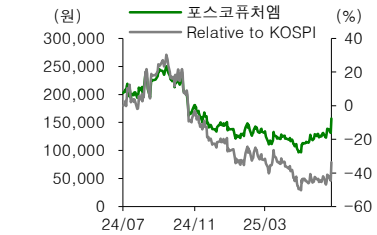
(기준일: 2025. 7. 18)

KOSPI(pt)	3188.07
KOSDAQ(pt)	820.67
액면가(원)	500
시가총액(억원)	121,540
발행주식수(천주)	88,946
평균거래량(3M, 주)	418,098
평균거래대금(3M, 백만원)	53,497
52주 최고/최저	250,568 / 97,028
52주 일간Beta	2.0
배당수익률(25F, %)	0.0
외국인지분율(%)	10.6
주요주주 지분율(%)	
포스코홀딩스 외 5 인	60.9 %

Company Performance

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.9	27.9	8.0	-34.3
KOSPI대비 상대수익률	21.1	-0.4	-14.5	-41.8

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 인조흑연 음극재 4Q25 판매 개시 가정

2Q25 Review: 기대 이하의 양극재 판매와 전구체 양산 초기 비용 반영되며 시장 기대치 하회

- 2분기 매출액 6,609억원(QoQ-22%, 이하 QoQ), 영업이익 8억원(-95%, OPM 0.1%)을 기록. 매출액, 영업이익 모두 시장 기대치(8,320억원, 72억원)를 큰 폭으로 하회함
- 화성 제품 스프레드 개선으로 기초 소재 부문 영업이익률이 개선되었으나(부문 OPM +3.2%p), 양극재 판매량이 전분기 대비 -39% 감소하였으며, 이에 따른 가동률 하락이 영향을 미쳤음. 또한 자체 전구체 양산 과정에서 재작업 비용과 메탈 시세 하락에 따른 재고 평가손실(전구체 약 100억원 포함)이 반영된 점이 기대치 하회의 주 배경으로 판단
- 부문별 매출은 양극재 2,768억원(-41%, OPM -5.9%), 음극재 423억원(+8%, OPM -21.6%), 기초소재 3,455억원(+2%, OPM 7.6%)으로 구성
- 양극재 판매의 경우 N86(엘티엠셀즈향), NCA(스타플러스) 제품 판매가 각각 전 분기 대비 -50%, -75% 감소하며 부진했던 것으로 추정. 그 중 N86은 자체 전구체 양산 과정에서 초기 수율 이슈가 발생하였으며, 적격 전구체 사용 관련한 고객사 요청으로 2분기 일부 물량이 하반기로 이연된 것으로 파악
- 음극재는 미국 사이트향 납품이 증가하며 판매량은 전 분기 대비 +8% 증가. 다만 여전히 30%대의 낮은 가동률이 이어지고 있어 부문 OPM은 -21% 적자로 전분기에 이어 적자 지속

2분기 판매 기저로 3분기 양극재 판매는 +64% 증가 전망. 전구체 수율 개선 여부가 관건

- 3분기 매출액 8,271억원(+25%), 영업이익 134억원(+1635%, OPM 1.6%)을 전망하며 매출액, 영업이익 각각 시장 기대치를 -15%, -35% 하회할 전망. 부문별 매출액은 양극재 4,950억원(+56%, OPM 1%), 음극재 406억원(-4%, OPM -18%), 기초소재 3,538억원(+2%, OPM 4.6%)을 추정
- 양극재 부문에서는 2분기 기저 효과에 따라 N86 판매량은 +140% 증가할 전망이며, 전체 양극재 판매량도 +64% 증가 예상. 다만 이는 당사 직전 추정 대비 -20% 하향된 수치로, 양극재 판매 회복이 지연되며 시장 기대치 역시 하회할 전망
- 3분기 실적의 주안점은 북미 주요 고객향 ESS용 NCA 제품 납품 시점과 전구체 수율 이슈의 해소 여부가 될 전망

음극재 사업 조명 구간. 투자 의견 매수, 목표주가 18만원으로 6% 상향

- 7/18 미국 상무부는 중국산 흑연 음극재에 대해 93.5%의 반덤핑 관세 예비 판정을 발표(최종 판정은 12/5 이전). 현재 동사 제품 가격은 중국산 제품 대비 약 1.5~2배 수준으로 추정. AD 관세 포함 총 160% 수준의 관세가 부과 될 경우 동사의 가격 경쟁력은 크게 제고될 것으로 판단. 그룹사 차원에서의 광산 업스트림 투자와 맞물려 비중국산 흑연 음극재 밸류체인을 확보했다는 점도 향후 신규 수주 확대의 기반이 될 수 있다고 판단
- 해당 영향으로 천연흑연 음극재 판매 흐름은 개선될 전망이며, 북미 고객향 인조흑연 음극재 판매도 4Q25에 시작될 예정. 이에 따라 음극재 부문 영업이익은 '25년 -291억원(OPM -18%)에서 '26년 233원(OPM 7%)으로 개선 예상(/26년 기준 대비 +15% 상향). 판매 및 가동률 회복에 따라 '26년을 기점으로 손익 개선 본격화 예상
- 목표주가는 18만원으로 6% 상향(26F EBITDA 5,880억원으로 -9% 하향, EV/EBITDA 30.5배로 15% 상향). 4Q25 미국 IRA 소비자 보조금 폐지로 인한 EV 판매 둔화 가정을 반영하여 '26년 양극재 영업이익 추정치는 -22% 하향 조정하나, 음극재는 +15% 상향함. 또한, 음극재 미국 판매 수혜 기대감을 반영하여 타겟 EV/EBITDA는 30.5배로 상향(기준 26.5배)
- 투자의견 매수 유지함. 다만, 전일(7/18) 주가가 +19.5% 급등한 만큼 단기적인 추가 상승 여력은 제한적일 수 있음. '25년~'26년 음극재 부문은 전사 매출의 5%, 7% 비중에 그칠 것으로 예상하며, 현재 분기 판매량은 약 6~7천 t(가동률 약 30%) 수준에 불과하여 추후 가동률 상향 및 실적 개선에 대한 확인이 필요. 하반기 양극재 판매의 불확실성이 주가에 더 민감하게 반영될 수 있는 만큼, 양극재 부문의 가시적인 판매 개선이 확인될 경우 적용 밸류에이션 추가 상향 가능하다고 판단

도표 1. 포스코퓨처엠 실적 전망

(단위 :십억원, %)

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
매출액	1,138	915	923	723	845	661	827	990	3,700	3,323	4,558
YoY	0%	-23%	-28%	-37%	-26%	-28%	-10%	37%	-22%	-10%	37%
QoQ	-1%	-20%	1%	-22%	17%	-22%	25%	20%			
양극재	732	543	559	352	467	277	433	603	2,187	1,779	2,844
음극재	49	50	25	30	39	42	41	42	154	164	327
내화물	141	129	119	119	120	134	130	120	507	503	487
라임화성	215	193	221	223	219	212	224	225	853	881	901
영업이익	38	3	1	-41	17	1	13	31	1	63	191
YoY	87%	-95%	-96%	적지	-55%	-72%	881%	흑전	-98%	8572%	206%
QoQ	흑전	-93%	-50%	적전	흑전	-95%	1635%	133%			
양극재	22	17	-12	-48	9	-16	4	18	-22	15	104
음극재	3	-16	-4	1	-6	-9	-7	-6	-16	-29	23
내화물	8	3	3	4	5	8	5	6	17	24	21
라임화성	5	-1	14	2	10	18	11	14	20	53	43
영업이익률	3.3%	0.3%	0.1%	-5.7%	2.0%	0.1%	1.6%	3.2%	0.0%	1.9%	4.2%
양극재	3.0%	3.2%	-2.2%	-13.8%	1.9%	-5.9%	1.0%	3.0%	-1.0%	0.9%	3.7%
음극재	7.0%	-31.6%	-15.5%	2.3%	-16.1%	-21.6%	-18.0%	-15.0%	-10.1%	-17.7%	7.1%
내화물	5.3%	2.1%	2.6%	3.3%	4.2%	6.0%	4.0%	5.0%	3.4%	4.8%	4.2%
라임화성	2.5%	-0.7%	6.4%	1.0%	4.5%	8.7%	5.0%	6.0%	2.4%	6.0%	4.8%

자료 : 포스코퓨처엠, 신영증권 리서치센터

도표 2. 포스코퓨처엠 실적 추정치 변경 내역

항목 (십억원)	2025F			2026F			2027F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	3,804	3,323	-13%	5,115	4,558	-11%	6,409	5,374	-16%
영업이익	86	63	-27%	247	191	-23%	366	270	-26%
영업이익률	2%	2%		5%	4%		6%	5%	
EBITDA	397	374	-6%	644	588	-9%	801	705	-12%
지배순이익	36	19	-46%	117	77	-34%	192	126	-34%

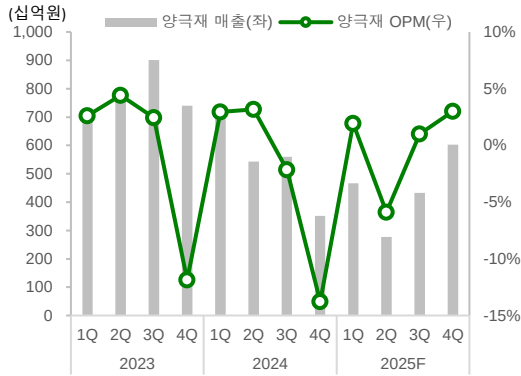
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 포스코퓨처엠 Valuation Table

		비고
26F EBITDA(십억원)	588	- 26년 EBITDA 추정치 기존 대비 -9% 하향
Target EV/EBITDA(배)	30.5	- 음극재 부문 사업 환경 변화 기대감 반영하여 기존(26.5배) 대비 약 15% 상향
적정 EV(십억원)	17,938	2026년 예상 순 차입금
순 차입금(십억원)	3,928	
적정 시총(십억원)	14,010	
주식 수(천 주)	77,463	
적정 주가(원)	180,864	
목표 주가(원)	180,000	
현재 주가(원, 7/18 기준)	156,900	
Upside(%)	15%	

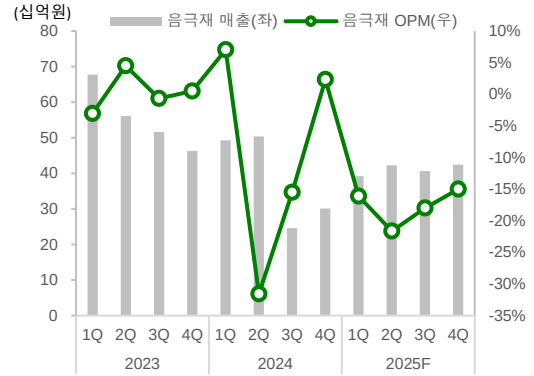
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 포스코퓨처엠 양극재 실적 전망



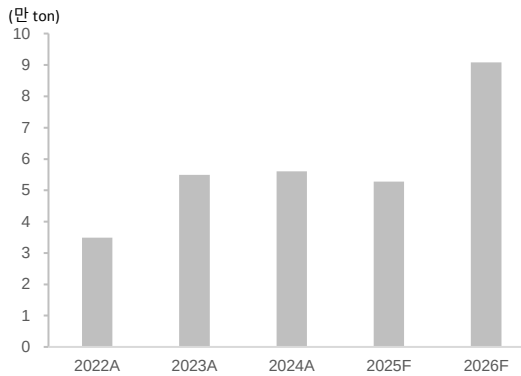
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 포스코퓨처엠 음극재 실적 전망



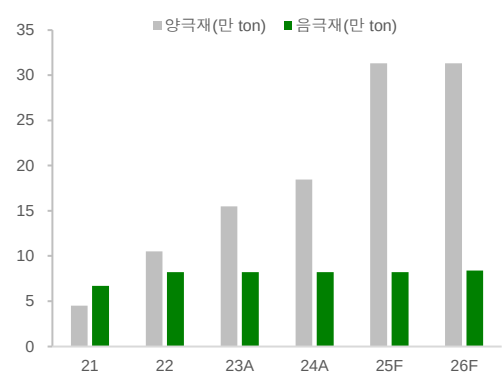
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 6. 포스코퓨처엠 양극재 출하량 전망



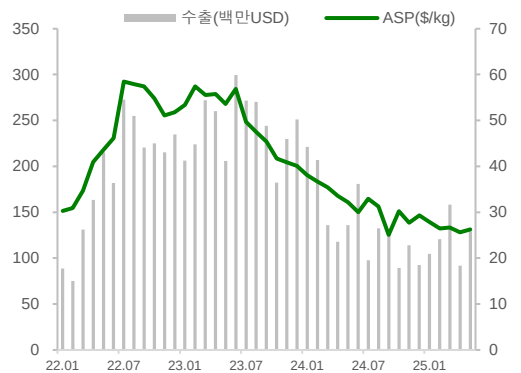
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. 포스코퓨처엠 양, 음극재 Capa 전망



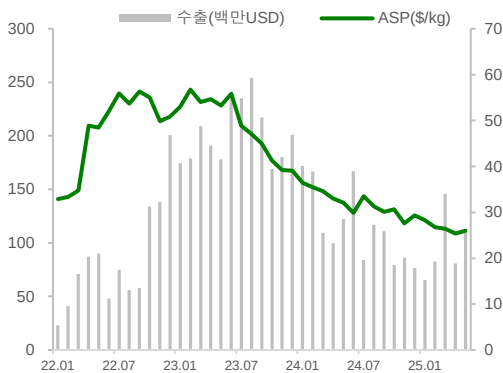
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 8. 국내 NCA 양극재 월별 수출 중량 & ASP 추이



자료 : KITA, 신영증권 리서치센터

도표 9. 포항 NCA 양극재 월별 수출 중량 & ASP 추이



자료 : KITA, 신영증권 리서치센터

포스코퓨처엠(003670.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	47,599	36,999	33,234	45,583	53,738
증가율(%)	44.2	-22.3	-10.2	37.2	17.9
매출원가	45,026	34,640	30,659	41,488	48,486
원가율(%)	94.6	93.6	92.3	91.0	90.2
매출총이익	2,572	2,359	2,576	4,096	5,251
매출총이익률(%)	5.4	6.4	7.8	9.0	9.8
판매비와 관리비 등	2,213	2,352	1,950	2,184	2,552
판매비율(%)	4.6	6.4	5.9	4.8	4.7
영업이익	359	7	625	1,912	2,700
증가율(%)	-78.4	-98.1	8,828.6	205.9	41.2
영업이익률(%)	0.8	0.0	1.9	4.2	5.0
EBITDA	1,735	1,849	3,735	5,881	7,050
EBITDA마진(%)	3.6	5.0	11.2	12.9	13.1
순금융손익	277	-130	-550	-692	-790
이자손익	-343	-494	-400	-543	-640
외화관련손익	17	-419	-600	-600	-600
기타영업외손익	-487	-3,245	-241	-141	-141
종속및관계기업 관련손익	-309	-952	466	9	99
법인세차감전계속사업이익	-161	-4,319	300	1,088	1,868
계속사업손익법인세비용	-205	-2,006	72	261	448
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	-2,313	228	827	1,419
증가율(%)	-96.4	적전	흑전	262.7	71.6
순이익률(%)	0.1	-6.3	0.7	1.8	2.6
지배주주지분 당기순이익	287	-2,123	217	785	1,278
증가율(%)	-75.7	적전	흑전	261.8	62.8
기타포괄이익	-202	1,622	1,622	1,622	1,622
총포괄이익	-158	-691	1,850	2,449	3,041

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	24,119	21,127	21,888	23,229	23,107
현금및현금성자산	3,896	6,442	10,651	8,587	6,157
매출채권 및 기타채권	7,697	4,726	3,733	5,113	6,029
재고자산	9,167	7,682	5,113	7,013	8,267
비유동자산	39,227	58,197	67,230	75,903	80,695
유형자산	33,595	51,595	61,588	71,198	76,908
무형자산	409	448	345	266	205
투자자산	2,908	1,998	1,140	283	-575
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	63,346	79,325	89,118	99,132	103,803
유동부채	13,964	15,701	18,644	26,209	27,839
단기차입금	3,521	1,852	1,852	1,852	1,852
매입채무및기타채무	5,721	9,199	9,206	10,771	12,400
유동성장기부채	3,277	4,407	6,407	9,407	9,407
비유동부채	23,267	30,419	35,419	35,419	35,419
사채	17,924	17,069	22,069	22,069	22,069
장기차입금	4,258	12,311	12,311	12,311	12,311
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	37,231	46,120	54,063	61,628	63,258
지배주주지분	23,502	29,703	31,541	33,949	36,848
자본금	387	387	387	387	387
자본잉여금	14,574	14,595	14,595	14,595	14,595
기타포괄이익누계액	-167	1,154	2,776	4,398	6,020
이익잉여금	9,985	7,609	7,825	8,611	9,888
비지배주주지분	2,613	3,502	3,514	3,555	3,697
자본총계	26,115	33,205	35,055	37,504	40,545
총차입금	31,299	36,572	43,572	46,572	46,572
순차입금	25,748	28,481	31,785	36,849	39,279

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-4,448	6,709	8,752	7,508	6,643
당기순이익	44	-2,313	228	827	1,419
현금유출이없는비용및수익	2,724	4,645	4,604	6,325	6,990
유형자산감가상각비	1,288	1,739	3,007	3,890	4,289
무형자산상각비	88	103	103	79	61
영업활동관련자산부채변동	-6,161	4,728	4,392	1,160	-679
매출채권의감소(증가)	-4,811	3,034	993	-1,380	-916
재고자산의감소(증가)	-1,377	1,668	2,569	-1,900	-1,255
매입채무의증가(감소)	-4	399	7	1,565	1,629
투자활동으로인한현금흐름	-10,314	-18,104	-10,529	-11,559	-8,059
투자자산의 감소(증가)	-280	-42	435	-95	-95
유형자산의 감소	13	72	0	0	0
CAPEX	-13,523	-20,416	-13,000	-13,500	-10,000
단기금융자산의감소(증가)	584	82	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	15,916	13,754	13,571	9,571	6,571
장기차입금의증가(감소)	4,190	8,419	0	0	0
사채의증가(감소)	11,069	-1,016	5,000	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-71	188	-7,585	-7,585	-7,585
현금의 증가	1,082	2,546	4,209	-2,065	-2,430
기초현금	2,814	3,896	6,442	10,651	8,587
기말현금	3,896	6,442	10,651	8,587	6,157

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	371	-2,741	280	1,014	1,649
BPS	30,412	38,391	40,764	43,872	47,615
DPS	250	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	968.2	na	560.7	154.8	95.1
PBR	11.8	3.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	176.7	76.8	30.2	20.1	17.1
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-75.7%	적전	흑전	262.3%	62.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	-32.8%	6.6%	102.0%	57.5%	19.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	0.2%	-7.8%	0.7%	2.3%	3.6%
ROE(지배순이익 기준)	1.2%	-8.0%	0.7%	2.4%	3.6%
ROIC	-1.3%	-3.9%	0.8%	2.2%	2.7%
WACC	12.7%	10.9%	9.6%	9.4%	9.4%
안전성(%)					
부채비율	142.6%	138.9%	154.2%	164.3%	156.0%
순차입금비율	98.6%	85.8%	90.7%	98.3%	96.9%
이자보상배율	0.7	0.0	0.7	2.1	2.9

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 매수 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소자에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20250630)	매수 : 86.39%	중립 : 12.93%	매도 : 0.68%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션		
포스코퓨처엠	-	-	-	-	-	-

