

엘앤에프(066970)

밸류에이션 디스카운트 요인 해소 중

1Q24 시장기대치 하회하는 예견된 실적 부진 기록

동사의 1Q24 실적은 매출액 6,357억원(-53% YoY, -3% QoQ), 영업이익 -2,039억원(적자 YoY/QoQ)을 기록했다. 당사 추정치(매출액 7,140억원, 영업이익 -1,750억원) 대비 매출과 손익 모두 하회했다. 지난 4Q23 리튬 가격 하락 영향으로 판가가 전분기 대비 약 18%(NCMA90 -20% QoQ, NCM523 -17% QoQ) 하락하면서 매출 증가가 제한적이었다. 다만 전세계 고금리 기조 속에 전기차 수요 둔화에도 불구하고 원재료 가격 안정화 및 반등에 따른 주요 고객사들의 양극재 재고 축적 수요가 시작되면서 출하량이 전분기 대비 약 25%(NCMA90 +27% QoQ, NCM523 +15% QoQ) 증가했다는 점은 긍정적이다. 그럼에도 불구하고 낮은 가동률로 인한 고정비 부담과 재고자산 평가손실(약 832억원) 반영으로 전분기에 이어 대규모 적자가 발생했다.

하반기 흑자전환 이후 점진적인 실적 정상화 진입 전망

2Q24에도 주력 고객사들의 재고 축적 수요에 힘입어 동사 양극재 출하량이 전분기 대비 25~30% 가량 증가할 전망이다. 대부분 국내 경쟁사들이 2Q23에도 판매량이 부진할 것으로 예상되는 것과는 달리 Tesla향 원통형 배터리의 견조한 수요와 유럽향 미드-니켈 양극재 물량 확대로 NCMA90과 NCM523 제품 모두 긍정적인 분위기이다. 2Q24 양극재 판가는 지난 1Q24 리튬 가격 반영으로 인해 약 15% 하락세가 불가피하겠지만 더 이상 재고자산 평가손실은 발생하지 않을 예정이다. 이를 반영한 2Q24 매출액과 영업이익은 각각 6,950억원(-49% YoY, +9% QoQ), -730억원(적자 YoY/QoQ)을 기록할 것으로 추정된다. 동사는 1Q24 실적 발표를 통해 주력 고객사들의 수요가 우려 대비 양호하다는 점을 반영해 연간 양극재 출하량 가이드를 기존 4~5% 감소에서 3~5% 증가로 상향 조정했다. 이에 따라 3Q24부터 가동률이 점차 정상 수준에 진입하면서 흑자전환할 것으로 전망된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 20만원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 20만원으로 하향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 2026~2028년 전세계와 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배를 적용해 산출했다. 중장기 실적 전망치에 큰 변화는 없지만 과도한 괴리를 발생으로 인한 조정이다. 지금까지 동사에 대한 가장 큰 우려는 Tesla향 매출 비중이 절대적으로 높다는 것이었지만 최근 SK온, 유럽 배터리 셀 고객사 등과 장기 공급계약을 체결했다. 여전히 3~4곳의 완성차 OEM, 배터리 셀 업체들과 양극재 공급에 대해 추가 논의 중이며 고객사 다변화를 통해 중장기 실적 성장의 가시성을 높여가고 있다. 또한 LS그룹과의 합작법인을 통해 2025년 전구체 내재화를 준비 중이며, Mitsubishi chemical과 음극재 시장 진출을 위한 합작사 설립도 검토 중이다. 중장기적인 관점에서 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높아 상승 여력이 클 것으로 판단되는 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 200,000원(하향) |
| 증가(2024.05.09) | 150,300원 |
| 상승여력 | 33.1% |

Stock Indicator

| | |
|-----------|------------------|
| 자본금 | 18십억원 |
| 발행주식수 | 3,629만주 |
| 시가총액 | 5,455십억원 |
| 외국인지분율 | 21.8% |
| 52주 주가 | 129,400~285,000원 |
| 60일평균거래량 | 402,334주 |
| 60일평균거래대금 | 67.1십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-----|------|-------|
| 절대수익률 | -11.6 | 6.4 | 3.1 | -38.3 |
| 상대수익률 | -11.8 | 2.9 | -9.5 | -46.9 |

Price Trend



| FY | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 4,644 | 3,272 | 5,883 | 9,021 |
| 영업이익(십억원) | -222 | -254 | 251 | 517 |
| 순이익(십억원) | -194 | -177 | 127 | 341 |
| EPS(원) | -5,372 | -4,876 | 3,513 | 9,398 |
| BPS(원) | 30,268 | 25,275 | 28,677 | 37,964 |
| PER(배) | | | 42.8 | 16.0 |
| PBR(배) | | 5.9 | 5.2 | 4.0 |
| ROE(%) | -16.4 | -17.6 | 13.0 | 28.2 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | #VALUE! | - | 21.7 | 12.8 |

주: 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

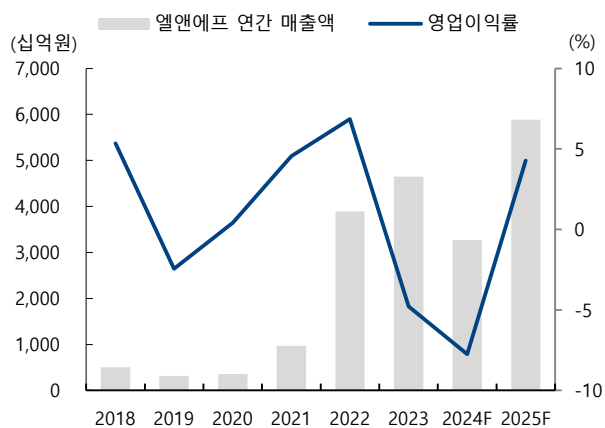
정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 출하량 가정(천t) | 28 | 27 | 25 | 14 | 17 | 22 | 27 | 31 | 95 | 97 | 166 | 240 |
| 매출액 | 1,363 | 1,368 | 1,255 | 658 | 636 | 695 | 897 | 1,044 | 4,644 | 3,272 | 5,883 | 9,021 |
| YoY 증감률 | 146% | 59% | 1% | -46% | -53% | -49% | -29% | 59% | 19% | -30% | 80% | 53% |
| QoQ 증감률 | 11% | 0% | -8% | -48% | -3% | 9% | 29% | 16% | | | | |
| 매출원가 | 1,304 | 1,344 | 1,221 | 915 | 819 | 745 | 870 | 1,009 | 4,784 | 3,444 | 5,523 | 8,350 |
| 매출원가율 | 96% | 98% | 97% | 139% | 129% | 107% | 97% | 97% | 108% | 107% | 95% | 94% |
| 매출총이익 | 59 | 24 | 34 | -257 | -184 | -50 | 27 | 35 | -140 | -172 | 360 | 671 |
| 매출총이익률 | 4% | 2% | 3% | -39% | -29% | -7% | 3% | 3% | -8% | -7% | 5% | 6% |
| 판매비 및 관리비 | 19 | 21 | 19 | 23 | 20 | 23 | 18 | 20 | 83 | 82 | 108 | 154 |
| 판관비율 | 1% | 2% | 2% | 4% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | 3% | 2% | 2% |
| 영업이익 | 40 | 3 | 15 | -280 | -204 | -73 | 8 | 15 | -222 | -254 | 251 | 517 |
| 영업이익률 | 3% | 0% | 1% | -43% | -32% | -10% | 1% | 1% | -5% | -8% | 4% | 6% |
| YoY 증감률 | -24% | -95% | -85% | 적전 | 적전 | 적전 | -44% | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 106% |
| QoQ 증감률 | -24% | -93% | 393% | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 78% | | | | |
| 세전이익 | -23 | 58 | 45 | -375 | -149 | -88 | -7 | 0 | -296 | -244 | 176 | 454 |
| 당기순이익 | -16 | 49 | 56 | -285 | -112 | -68 | -4 | 6 | -195 | -177 | 128 | 342 |
| 당기순이익률 | -1% | 4% | 4% | -43% | -18% | -10% | 0% | 1% | -4% | -5% | 2% | 4% |
| YoY 증감률 | 적전 | -25% | -38% | 적전 | 적지 | 적전 | 적전 | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 168% |
| QoQ 증감률 | 적전 | 흑전 | 14% | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | | | | |

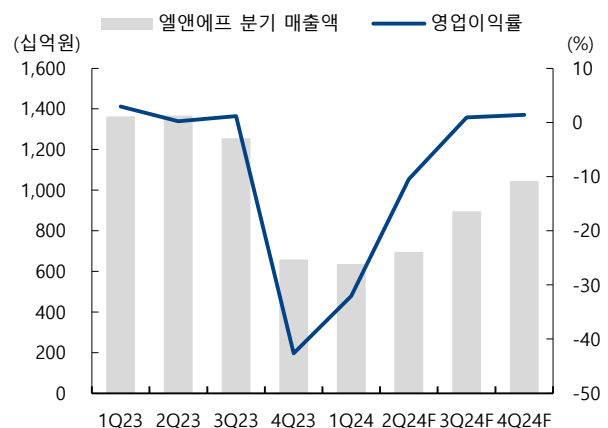
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



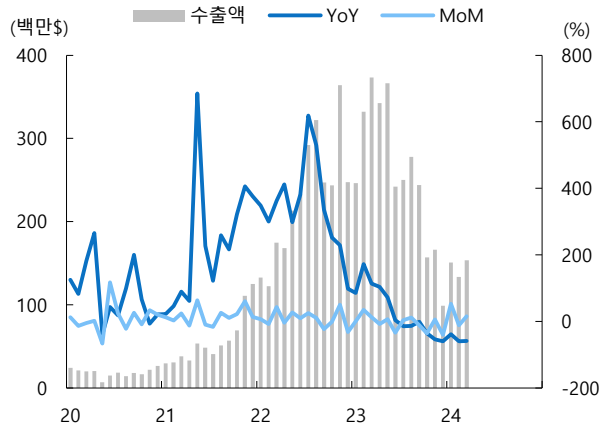
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



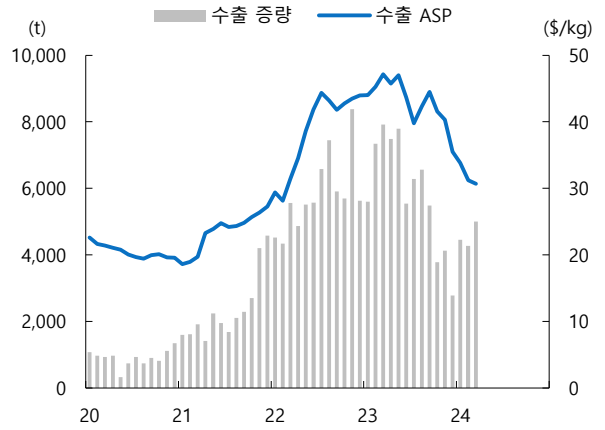
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



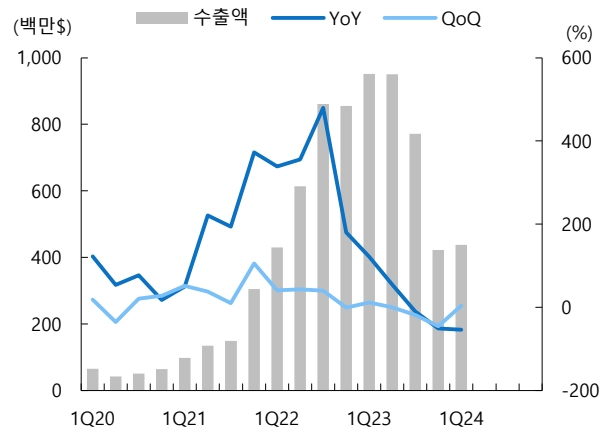
자료: KITA, 하이투자증권

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



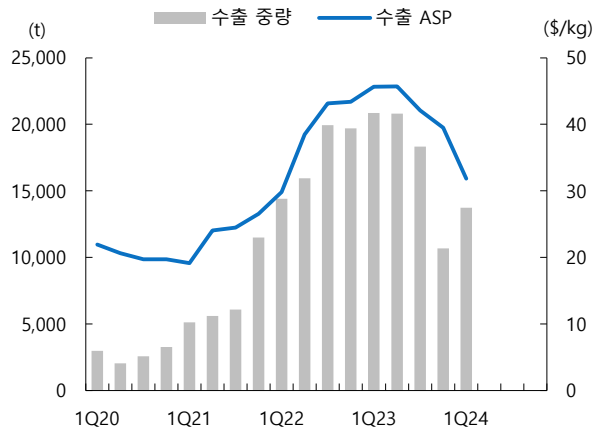
자료: KITA, 하이투자증권

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



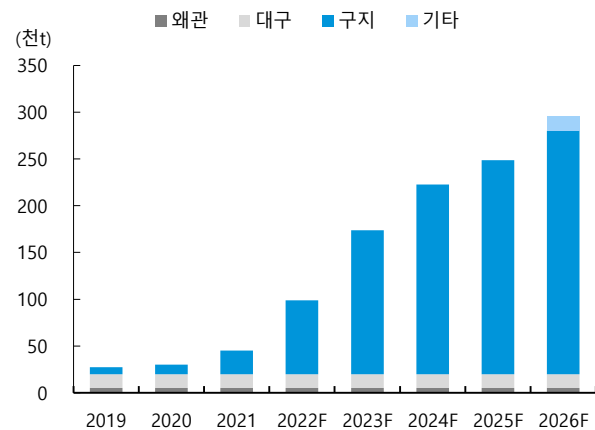
자료: KITA, 하이투자증권

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



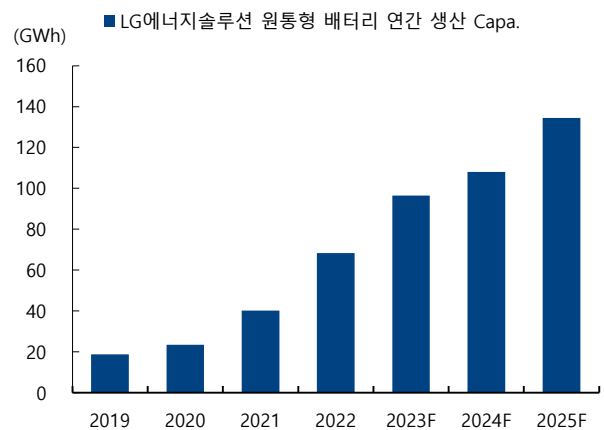
자료: SNEResearch, 하이투자증권

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



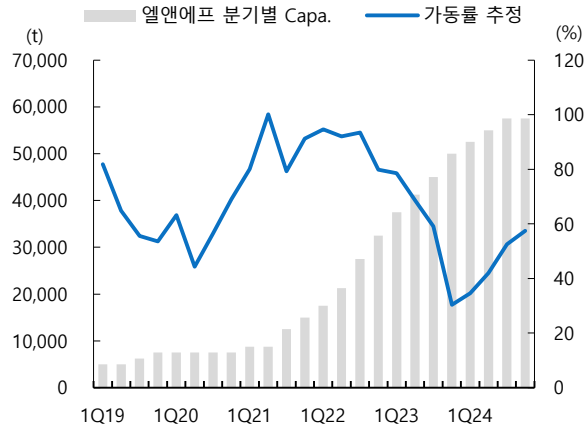
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림8. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



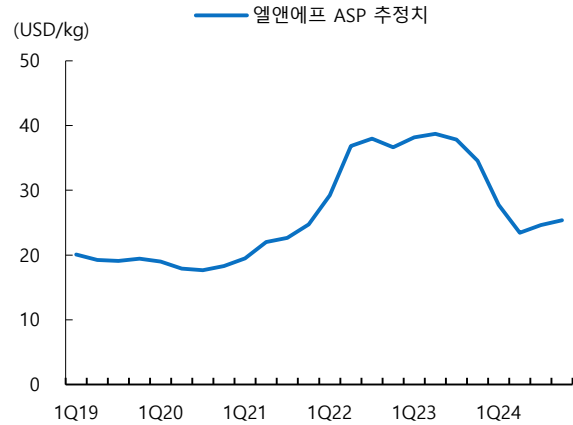
자료: LG에너지솔루션, 하이투자증권

그림9. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: 하이투자증권

그림10. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



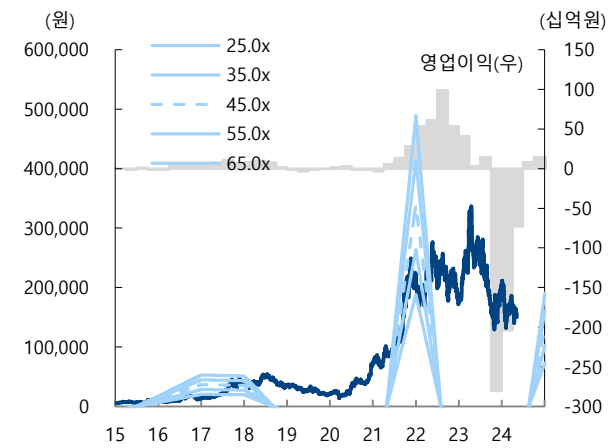
자료: 하이투자증권

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F | 비고 |
|---------------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|----------------------------------------------|
| EPS(원) | -573 | -3,526 | 7,526 | -5,372 | -4,876 | 3,513 | 9,398 | 지배주주순이익 기준 |
| BPS(원) | 6,930 | 17,799 | 35,530 | 30,268 | 25,275 | 28,677 | 37,964 | |
| 고점 P/E | -24.1 | -18.5 | 36.8 | -24.1 | -29.4 | | | |
| 평균 P/E | -58.4 | -35.3 | 28.5 | -40.9 | -37.8 | | | 최근 3년간 평균: - |
| 저점 P/E | -125 | -70.7 | 22.4 | -62.7 | -43.4 | | | 최근 3년간 평균: - |
| 고점 P/B | 9.0 | 12.5 | 7.8 | 11.1 | 8.4 | | | 최근 3년간 평균: 9.8 |
| 평균 P/B | 4.2 | 6.3 | 6.0 | 7.3 | 7.3 | | | 최근 3년간 평균: 6.2 |
| 저점 P/B | 1.7 | 3.3 | 4.7 | 4.3 | 5.7 | | | 최근 3년간 평균: 3.9 |
| ROE | -9.1% | -27.0% | 28.2% | -16.3% | -17.4% | 12.9% | 28.0% | |
| 적용 EPS | | | | 9,398 | | | | 2026~2028년 전세계/북미 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균 |
| Target P/E(배) | | | | 25.0 | | | | |
| 적정 추가(원) | | | | 234,953 | | | | |
| 목표 추가(원) | | | | 200,000 | | | | 2026년 기준 P/E 21.3배, P/B 5.3배 |
| 전일 종가(원) | | | | 150,300 | | | | 2026년 기준 P/E 16.0배, P/B 4.0배 |
| 상승 여력 | | | | 33.1% | | | | |

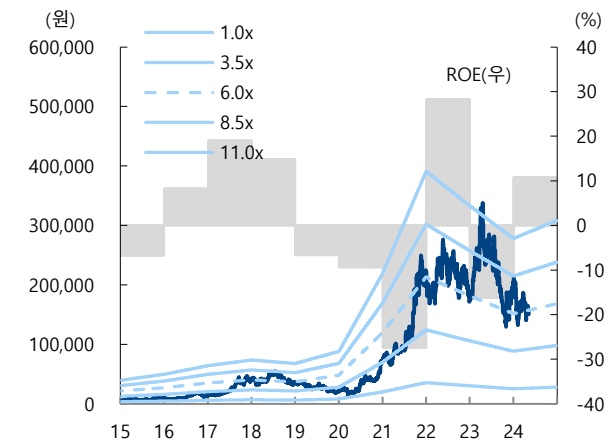
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

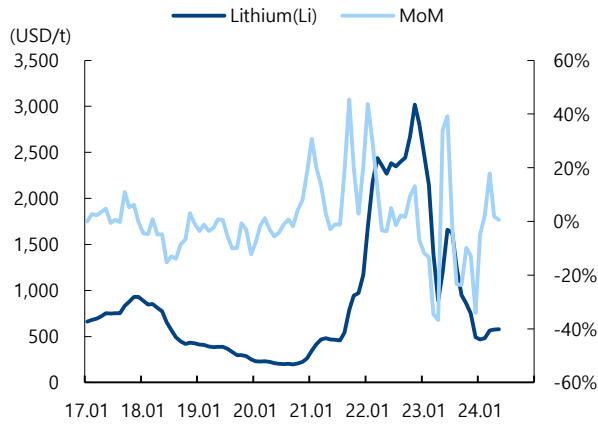
그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

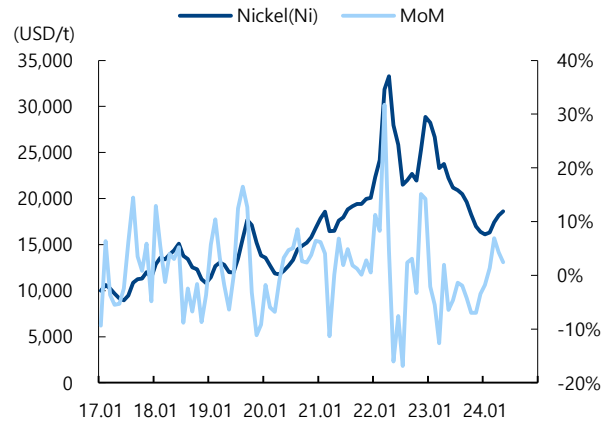
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림13. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



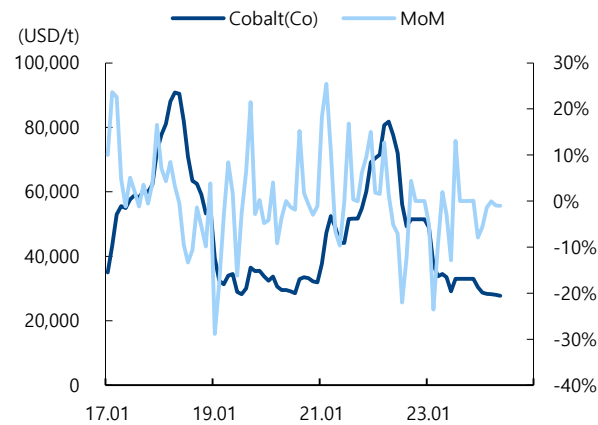
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림14. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



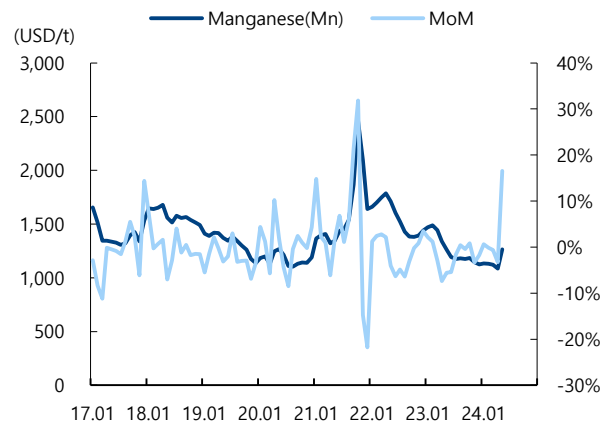
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림15. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



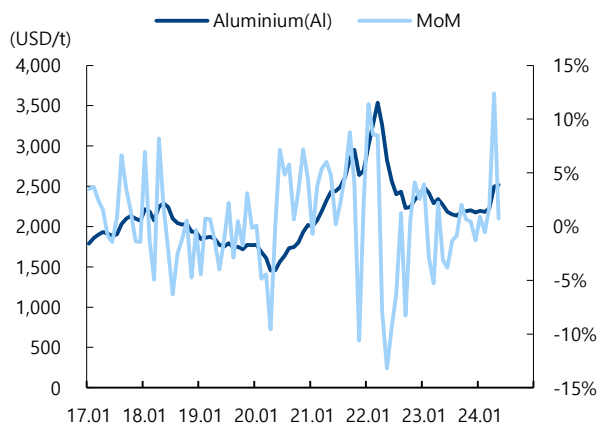
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림16. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

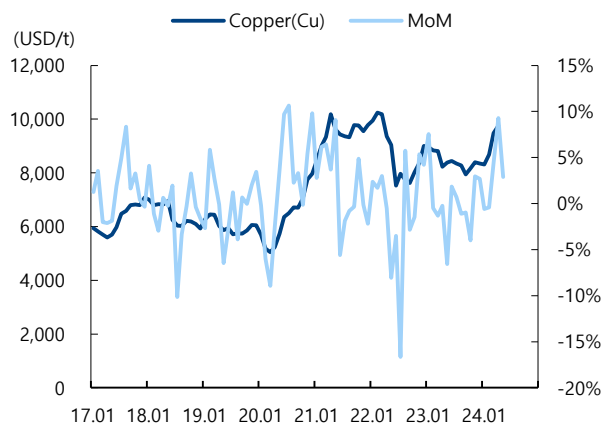
그림17. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2024년 5월 9일 기준

그림18. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2024년 5월 9일 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

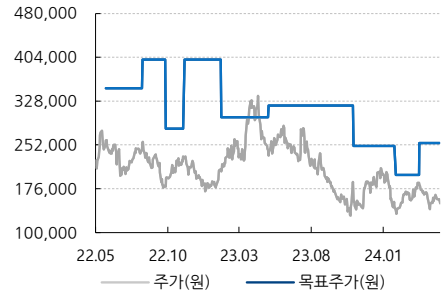
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | (십억원,%) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 유동자산 | 1,969 | 2,166 | 2,505 | 3,362 | 매출액 | 4,644 | 3,272 | 5,883 | 9,021 |
| 현금 및 현금성자산 | 241 | 742 | 561 | 514 | 증가율(%) | 19.5 | -29.6 | 79.8 | 53.3 |
| 단기금융자산 | 19 | 20 | 19 | 21 | 매출원가 | 4,784 | 3,444 | 5,523 | 8,350 |
| 매출채권 | 427 | 390 | 497 | 735 | 매출총이익 | -140 | -172 | 360 | 671 |
| 재고자산 | 1,163 | 834 | 1,338 | 1,958 | 판매비와관리비 | 83 | 82 | 108 | 154 |
| 비유동자산 | 1,382 | 1,626 | 1,975 | 2,262 | 연구개발비 | 28 | 24 | 39 | 63 |
| 유형자산 | 1,120 | 1,355 | 1,580 | 1,800 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 12 | 9 | 7 | 5 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 3,351 | 3,792 | 4,480 | 5,625 | 영업이익 | -222 | -254 | 251 | 517 |
| 유동부채 | 1,747 | 1,869 | 1,933 | 2,239 | 증가율(%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 105.8 |
| 매입채무 | 143 | 296 | 348 | 657 | 영업이익률(%) | -4.8 | -7.7 | 4.3 | 5.7 |
| 단기차입금 | 718 | 718 | 718 | 718 | 이자수익 | 9 | 24 | 19 | 17 |
| 유동성장기부채 | 87 | 73 | 80 | 77 | 이자비용 | 79 | 77 | 108 | 119 |
| 비유동부채 | 494 | 994 | 1,495 | 1,995 | 지분법이익(손실) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | - | 500 | 1,000 | 1,500 | 기타영업외손익 | -16 | 9 | -15 | -3 |
| 장기차입금 | 466 | 466 | 466 | 466 | 세전계속사업이익 | -296 | -244 | 176 | 454 |
| 부채총계 | 2,241 | 2,864 | 3,428 | 4,234 | 법인세비용 | -101 | -66 | 49 | 112 |
| 지배주주지분 | 1,097 | 916 | 1,040 | 1,376 | 세전계속이익률(%) | -6.4 | -7.5 | 3.0 | 5.0 |
| 자본금 | 18 | 18 | 18 | 18 | 당기순이익 | -195 | -177 | 128 | 342 |
| 자본잉여금 | 704 | 704 | 704 | 704 | 순이익률(%) | -4.2 | -5.4 | 2.2 | 3.8 |
| 이익잉여금 | 358 | 181 | 308 | 649 | 지배주주귀속 순이익 | -194 | -177 | 127 | 341 |
| 기타자본항목 | 17 | 13 | 9 | 5 | 기타포괄이익 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 비지배주주지분 | 13 | 12 | 13 | 14 | 총포괄이익 | -199 | -181 | 124 | 338 |
| 자본총계 | 1,110 | 929 | 1,052 | 1,390 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|------------------------|---------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업활동 현금흐름 | -375 | 301 | -273 | -192 | 주당지표 (원) | | | | |
| 당기순이익 | -195 | -177 | 128 | 342 | EPS | -5,372 | -4,876 | 3,513 | 9,398 |
| 유형자산감가상각비 | 44 | 65 | 75 | 80 | BPS | 30,268 | 25,275 | 28,677 | 37,964 |
| 무형자산상각비 | 2 | 3 | 2 | 2 | CFPS | -4,087 | -3,015 | 5,652 | 11,660 |
| 지분법관련손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 | DPS | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -561 | -340 | -367 | -355 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -482 | -300 | -300 | -300 | PER | | | 42.8 | 16.0 |
| 무형자산의 처분(취득) | -4 | - | - | - | PBR | | 5.9 | 5.2 | 4.0 |
| 금융상품의 증감 | -127 | -69 | -98 | -84 | PCR | | -49.9 | 26.6 | 12.9 |
| 재무활동 현금흐름 | 1,050 | 493 | 514 | 503 | EV/EBITDA | #VALUE! | - | 21.7 | 12.8 |
| 단기금융부채의증감 | 257 | -14 | 7 | -3 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 796 | 500 | 500 | 500 | ROE | -16.4 | -17.6 | 13.0 | 28.2 |
| 자본의증감 | 8 | 0 | - | - | EBITDA이익률 | -3.8 | -5.7 | 5.6 | 6.6 |
| 배당금지급 | -17 | - | - | - | 부채비율 | 201.9 | 308.4 | 325.7 | 304.6 |
| 현금및현금성자산의증감 | 121 | 501 | -181 | -47 | 순부채비율 | 91.1 | 107.2 | 160.0 | 160.1 |
| 기초현금및현금성자산 | 120 | 241 | 742 | 561 | 매출채권회전율(x) | 7.6 | 8.0 | 13.3 | 14.7 |
| 기말현금및현금성자산 | 241 | 742 | 561 | 514 | 재고자산회전율(x) | 3.9 | 3.3 | 5.4 | 5.5 |

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

엘앤에프 투자 의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2022-05-31 | Buy | 350,000 | -34.2% | -25.6% |
| 2022-08-17 | Buy | 400,000 | -45.5% | -35.8% |
| 2022-10-05 | Buy | 280,000 | -24.5% | -17.3% |
| 2022-11-14 | Buy | 400,000 | -50.7% | -42.1% |
| 2023-01-31 | Buy | 300,000 | -12.6% | 12.3% |
| 2023-05-11 | Buy | 320,000 | -31.7% | -10.9% |
| 2023-11-07 | Buy | 250,000 | -30.1% | -15.4% |
| 2024-02-05 | Buy | 200,000 | -18.9% | -6.9% |
| 2024-03-26 | Buy | 255,000 | -36.9% | -29.1% |
| 2024-05-10 | Buy | 200,000 | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 92.1% | 7.9% | - |