

엘앤에프 066970

NCMA95 생산 개시

3Q24 Re: 고객사 재고조정과 유럽 수요회복 지연으로 영업적자 지속

3Q24P 매출액 3,516억원(-36.6% QoQ, -72% YoY), 영업적자 724억원(적지 QoQ, 적전 YoY)로 컨센서스를 하회했다. Blended ASP는 메탈가의 하락 영향으로 -3% QoQ를 기록했다. 하이니켈 출하량은 -22% QoQ, 미드니켈은 -57% QoQ 감소했다. 하이니켈은 신차 출시에 앞서 주요 고객사의 재고조정이 주요했다. 미드니켈은 유럽 수요 회복 지연과 함께 ESS의 LFP 전환에 따른 출하량 하방 압력이 지속된 영향이다. 이익은 과거 높은 가격의 원재료가 소모됨에 따라 생산단가 개선으로 적자폭이 축소됐다.

4Q24까지 재고조정 영향권으로 예상됨에 따라 흑전은 내년이 될 전망

4Q24F 매출액은 3,396억원(-3.4% QoQ, -48.4% YoY), 영업적자 805억원(적지 QoQ, 적전 YoY)를 전망한다. 주요 고객사의 신차 출시(Model Y 주니퍼)에 따른 재고조정은 4분기까지 지속될 전망이다. 다만 1Q25 중 출시될 가능성이 높고 현재 시험생산 중인 만큼 4Q24에 선제적으로 공급될 수 있다. 이에 3Q24의 출하량을 저점으로 하이니켈 출하량은 반등할 전망이다. 미드니켈은 유럽 수요 부진 지속과 ESS 소재 전환 압박이 지속될 것으로 예상된다. 한편, 현재 리튬 가격 수준을 고려 시 4분기 중 재고평가손실 인식이 예상되며 구지3 공장 완공에 따라 고정비 증가가 예상된다. 흑전은 1Q25부터 확인될 전망이다.

신제품을 통한 핵심 고객사 내 점유율 제고 기대

전방 수요 둔화에도 불구하고 하반기 신제품 모델은 여전히 유효하다. 신제품은 테슬라 4680 및 신형 2170 원통형 배터리다. 4680은 이번 실적 발표에서 생산 개시가 확인됐다. 다만 고객사들의 양산은 내년초로 지연되는 분위기다. 이를 반영한 4분기 관련 출하량은 미미할 가능성이 높다. 이에 보수적으로 1Q25부터 매출 인식이 가능할 것으로 추정치를 조정했다. 신형 2170형 양극재도 LG에너지솔루션을 통해 공급될 예정이다. 아직 Ni 95% 양극재를 양산 중인 경쟁사가 없다는 점을 감안 시 4680과 신형 2170을 통해 선제적인 엔드유저 내 점유율 확대를 기대해 볼만하다. 목표주가 14만원, 투자 의견 '매수'를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,887	4,644	1,882	3,137	4,019
영업이익	266	-222	-441	67	174
영업이익률(%)	6.9	-4.8	-23.4	2.1	4.3
세전이익	341	-296	-539	54	133
지배주주지분순이익	270	-194	-414	51	116
EPS(원)	7,495	-5,361	-12,339	1,515	3,469
증감률(%)	흑전	적전	적지	흑전	128.9
ROE(%)	28.3	-16.4	-46.6	7.2	14.7
PER(배)	23.1	-38.1	-9.4	76.5	33.4
PBR(배)	4.9	6.7	6.2	5.8	5.0
EV/EBITDA(배)	23.9	-52.2	-16.3	41.2	24.5

자료: HL만도, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2024.11.04

매수(유지)

목표주가(유지)	140,000원
현재주가(11/01)	115,900원
상승여력	20.8%

Stock Data

KOSPI	2,542.4pt
시가총액(보통주)	4,207십억원
발행주식수	36,296천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	313천주
60일 평균거래대금	31,722백만원
외국인 지분율	20.8%
52주 최고가	217,000원
52주 최저가	82,900원
주요주주	
새로닉스(외 18인)	23.7%
자사주(외 1인)	7.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.1	4.1
3M	-0.1	8.4
6M	-29.3	-23.7

주가차트

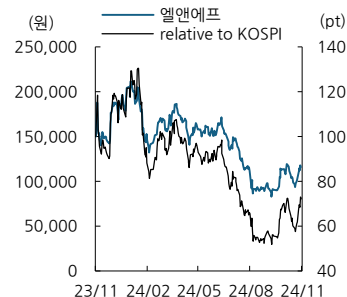


표1 엘앤에프 3Q24P 실적 Preview

(십억원, %)	3Q24P	2Q24	3Q23	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	352	555	1,255	(36.6)	(72.0)	438	(19.8)	536	(34.4)
하이니켈	238	299	791	(20.2)	(69.9)			295	
미드니켈	113	256	464	(55.8)	(75.6)			241	
영업이익	(72)	(84)	15	적지	적전	(71)	적지	(49)	적지
OPM	(20.6)	(15.2)	1.2	(5.4)	(21.8)			(9.2)	
지배순이익	(76)	(74)	55	적지	적전	(62)	적지	(31)	적지
NPM	(21.6)	(13.3)	4.4	(8.4)	(26.1)			(5.7)	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,352	3,930	1,882	3,137	(20.0)	(20.2)
영업이익	(368)	145	(441)	67	적지	(53.8)
OPM	(15.6)	3.7	(23.4)	2.1	(7.8)	(1.6)
지배순이익	(409)	78	(414)	51	적지	(34.9)

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 엘앤에프 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F	증감률
Design CAPA	33	33	33	38	43	48	53	53	130	150	210	15.4
국내	33	33	33	38	43	48	53	53	130	150	210	15.4
해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A
매출액	636	555	352	340	593	718	894	932	4,644	1,882	3,137	(59.5)
하이니켈	442	299	238	247	478	593	757	784	3,222	1,227	2,612	(61.9)
미드니켈	193	256	113	92	115	126	137	148	1,422	655	525	(53.9)
영업이익	(204)	(84)	(72)	(81)	2	13	24	28	(222)	(441)	67	적지
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(23.7)	0.3	1.8	2.7	3.1	(4.8)	(23.4)	2.1	(18.6)
지배순이익	(112)	(74)	(76)	(153)	10	26	24	(10)	(194)	(414)	51	적지
NPM	(17.5)	(13.3)	(21.6)	(45.1)	1.7	3.7	2.7	(1.0)	(4.2)	(22.0)	1.6	(17.8)
YoY												
매출액	(53.4)	(59.4)	(72.0)	(48.4)	(6.7)	29.5	154.2	174.3	19.5	(59.5)	66.7	-
영업이익	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	-
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(23.7)	0.3	1.8	2.7	3.1	(4.8)	(23.4)	2.1	-
지배순이익	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적지	흑전	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 엘앤에프 주요 수주공시

	금액 (조원)	수량 (톤)	추정 ASP (원)	시작	종료	인식 연수	단순평균 연매출
테슬라	3.8	94,957	40,376,256	2024-01-01	2025-12-31	2	1.9
SK 온	13.2	300,000	43,970,000	2024-03-22	2030-12-31	7	1.9
유럽 배터리社	9.2	414,592	22,282,167	2025-01-01	2030-12-31	6	1.5
총합	26.3	809,548	32,441,542				5.4

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 엘앤에프 고객사별 매출 추정

고객사별 매출 추정	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액, 조원				
LG 에너지솔루션	1.6	2.2	2.5	2.7
테슬라	0.0	0.4	0.8	1.2
SK 온	0.2	0.5	0.6	0.6
유럽 배터리社	-	-	0.1	0.5
Others	-	-	-	-
총 매출	1.8	3.1	4.0	5.0
매출비중, %				
LG 에너지솔루션	91.2	70.1	62.4	53.6
테슬라	-	12.3	19.1	24.3
SK 온	8.8	17.5	15.5	12.3
유럽 배터리社	-	-	3.1	9.8
Others	-	-	-	-
(가정) 테슬라 직납 매출 추정				
테슬라				
사이버트릭 예상 생산대수	45,497	103,066	199,543	373,922
엘앤에프				
점유율, %	-	60	60	60
대당 용량 (kWh)	122	122	122	122
총 공급 용량 (GWh)	7.5	14.6	27.4	51.3
양극재 공급량 환산 (kt)	11.3	21.9	41.1	76.9
ASP (백만원/kt)	35	35	35	35
기대 매출	-	0.40	0.77	1.45
(가정) LGES-테슬라향 매출 추정				
난징 원통형 CAPA (GWh)	45	65	70	70
점유율, %	70	70	70	70
가동률, %	60	60	65	70
오창 원통형 CAPA (GWh)	14	14	14	14
점유율, %	70	70	70	70
가동률, %	60	60	65	70
기대 매출	1.6	2.2	2.5	2.7

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

주1: 대당 양극재 소요 1천톤, 수주계약 대비 실제 매출인식은 80%로 보수적 가정

주2: 테슬라 기수주분(약 50만대 규모) 공급 일정은 테슬라 사이버트릭 생산추정을 감안하여 계약 대비 연장 가정 (25년 종료 → 28년 종료)

주3: LGES CAPA는 4680 제외 원통형 CAPA로 추정했으며 양극재 공급 경쟁사의 Ni95 상용화가 늦어질 경우 엘앤에프의 점유율 확대 가능

주4: 2024 Investor Day에서 제시했던 2027년 신규 고객사(일본, EU 배터리사/OEM) 매출은 아직 수주 공시 등으로 확인된 바 없어 보수적으로 제외

주5: 4680 관련 테슬라 내 엘앤에프 점유율은 파나소닉 밸류체인을 고려하여 보수적으로 가정

[엘앤에프 066970]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,303	1,969	1,006	1,222	1,577	매출액	3,887	4,644	1,882	3,137	4,019
현금 및 현금성자산	120	241	243	254	355	매출원가	3,536	4,784	2,246	2,978	3,729
매출채권 및 기타채권	801	426	70	191	218	매출총이익	351	-140	-364	159	291
재고자산	1,228	1,163	562	640	861	판매비 및 관리비	85	83	77	92	116
기타	154	139	132	137	142	영업이익	266	-222	-441	67	174
비유동자산	721	1,382	1,912	2,298	2,645	(EBITDA)	297	-176	-375	160	288
관계기업투자등	3	130	132	138	143	금융손익	8	-63	-50	-32	-30
유형자산	710	1,120	1,583	1,955	2,288	이자비용	21	79	76	83	90
무형자산	8	12	13	14	16	관계기업등 투자손익	0	0	-1	-2	-2
자산총계	3,024	3,351	2,918	3,520	4,222	기타영업외손익	67	-10	-47	22	-9
유동부채	1,288	1,747	1,753	2,202	2,665	세전계속사업이익	341	-296	-539	54	133
매입채무 및 기타채무	644	201	48	132	151	계속사업법인세비용	70	-101	-122	7	20
단기금융부채	535	1,543	1,693	2,058	2,501	계속사업이익	271	-195	-417	47	113
기타유동부채	109	3	12	12	13	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	451	494	472	574	697	당기순이익	271	-195	-417	47	113
장기금융부채	443	491	471	572	696	지배주주	270	-194	-414	51	116
기타비유동부채	8	3	2	2	2	총포괄이익	271	-195	-417	47	113
부채총계	1,739	2,241	2,226	2,776	3,363	매출총이익률 (%)	9.0	-3.0	-19.3	5.1	7.2
지배주주지분	1,280	1,097	681	731	848	영업이익률 (%)	6.9	-4.8	-23.4	2.1	4.3
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	7.7	-3.8	-19.9	5.1	7.2
자본잉여금	665	704	702	702	702	당기순이익률 (%)	7.0	-4.2	-22.1	1.5	2.8
이익잉여금	572	358	-56	-5	111	ROA (%)	11.9	-6.1	-13.2	1.6	3.0
비지배주주지분(연결)	6	13	12	12	12	ROE (%)	28.3	-16.4	-46.6	7.2	14.7
자본총계	1,285	1,110	692	743	860	ROIC (%)	14.4	-6.6	-12.2	2.1	4.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-864	-375	415	21	15	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	271	-195	-417	47	113	P/E	23.1	-38.1	-9.4	76.5	33.4
비현금수익비용가감	79	15	53	95	137	P/B	4.9	6.7	6.2	5.8	5.0
유형자산감가상각비	30	44	63	88	105	P/S	1.6	1.6	2.2	1.3	1.0
무형자산상각비	1	2	3	5	8	EV/EBITDA	23.9	-52.2	-16.3	41.2	24.5
기타현금수익비용	48	-32	-31	-123	-97	P/CF	17.8	n/a	n/a	29.5	16.8
영업활동 자산부채변동	-1,199	-24	805	-121	-234	배당수익률 (%)	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-572	370	358	-121	-27	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-967	64	602	-79	-221	매출액	300.4	19.5	-59.5	66.7	28.1
매입채무 증가(감소)	428	-448	-130	84	19	영업이익	501.8	적전	적지	흑전	159.7
기타자산 부채변동	-88	-10	-25	-5	-5	세전이익	흑전	적전	적지	흑전	143.9
투자활동 현금	-82	-561	-598	-478	-481	당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	138.0
유형자산처분(취득)	-287	-482	-533	-460	-438	EPS	흑전	적전	적지	흑전	128.9
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-4	-6	-10	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	207	-103	-59	-4	-26	부채비율	135.3	201.9	321.5	373.6	391.2
기타투자활동	-1	27	-2	-7	-8	유동비율	178.8	112.7	57.4	55.5	59.2
재무활동 현금	795	1,050	176	466	567	순차입금/자기자본(x)	66.6	159.9	277.0	319.4	330.3
차입금의 증가(감소)	552	1,053	179	466	567	영업이익/금융비용(x)	12.5	-2.8	-5.8	0.8	1.9
자본의 증가(감소)	248	7	2	0	0	총차입금 (십억원)	978	2,034	2,164	2,630	3,197
배당금의 지급	0	17	0	0	0	순차입금 (십억원)	856	1,775	1,918	2,374	2,839
기타재무활동	-5	-10	-5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-152	121	2	10	101	EPS	7,495	-5,361	-12,339	1,515	3,469
기초현금	272	120	241	243	254	BPS	35,530	30,268	18,751	20,152	23,359
기말현금	120	241	243	254	355	SPS	107,925	128,121	51,846	86,439	110,737
NOPLAT	212	-161	-320	59	148	CFPS	9,724	-4,968	-10,015	3,924	6,883
FCF	-931	-766	-157	-456	-466	DPS	500	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-08-16	매수	380,000	-44.6	-31.1	
2022-09-19	매수	380,000	-45.6	-31.1	
2022-11-09	매수	380,000	-45.3	-31.1	
2023-02-14	매수	380,000	-36.9	-31.1	
2023-03-02	매수	390,000	-29.5	-13.6	
2023-05-11	매수	370,000	-44.8	-23.0	
2023-06-15	매수	370,000	-47.0	-24.1	
2023-06-28	매수	370,000	-48.0	-24.1	
2024-02-02	매수	390,000	-61.6	-52.2	
2024-08-13	담당자변경				
2024-08-13	매수	140,000	-28.5	-14.7	
2024-11-04	매수	140,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.