

# 엘앤에프(066970)

## 중장기 캐파 및 실적 추정치 하향

### 전기차 수요 둔화와 리튬 가격 폭락으로 인한 4Q23 실적 악화

동사의 4Q23 실적은 매출액 6,576억원(-46% YoY, -48% QoQ), 영업이익 -2,804억원(적자전환 YoY/QoQ)으로 적자전환하며 크게 악화되었다. 시장 기대치(매출액 9,664억원, 영업이익 69억원) 대비 매출액과 영업이익 모두 하회했다. 글로벌 금리 인상 기조 속에 전기차 수요 둔화에 따른 Tesla 판매 부진 영향으로 전방 고객사인 LG에너지솔루션의 원형배터리 출하량이 크게 줄면서 4Q23 양극재 출하량이 전분기 대비 약 43% 감소했고, 리튬 가격 폭락으로 인한 양극재 판가 하락(NCMA -3% QoQ, NCM523 -14% QoQ) 및 대규모 재고자산평가손실이 발생했기 때문이다. 2023년과 4Q23에 반영된 재고자산평가손실 규모는 각각 2,503억원, 2,380억원이다. 4Q23 재고자산은 약 1.2조원으로 전분기 대비 감소했지만 재고자산회전율이 약 57%로 예년(2020~2022년 평균 108%)에 비해 크게 떨어졌다.

### 연간 실적 부진 불가피하나 4Q23을 바닥으로 점진적인 회복세 예상

2024년 실적 악화가 불가피할 전망이다. 출하량과 판가 모두 부진할 것으로 예상되기 때문이다. Tesla는 지난 4Q23 실적 발표를 통해 2024년 전기차 생산량 성장률이 전년 대비 현저히 낮아질 수 있다고 언급한 바 있다. 또한 LG에너지솔루션 중국 남경 공장에서 생산된 원형배터리가 채택된 모델3, Y마저 올해부터 미국 IRA 세무 지침에 따라 전기차 보조금 지급 대상에서 제외됐다. 이로 인해 올해 동사의 양극재 출하량은 전년 대비 약 1% 감소할 것으로 예상된다. 또한 지난해 리튬 가격 폭락으로 올해 연평균 양극재 판가가 전년 대비 약 20~30% 낮을 것으로 전망된다. 1Q24에도 리튬 가격이 하락세를 보이고 있어 상반기 중 추가적인 재고자산 평가손실이 발생할 가능성도 존재한다. 이를 반영한 2024년 매출액은 3.5조원(-25% YoY), 영업이익은 -2,020억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 다만 분기별 실적 흐름은 지난 4Q23을 바닥으로 점진적인 회복세를 나타낼 전망이다.

### 매수 투자 의견 유지하나 목표주가 20만원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 20만원으로 하향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 2026~2028년 전세기와 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배에 30% 할인한 17.5배를 적용해 산출했다. 올해도 실적 부진이 이어질 수 있다는 점을 고려했다. 최근 기존 고객사들 외에도 다양한 업체들과 양극재 공급에 대해 논의 중인 것으로 알려졌지만 완성차 OEM들도 전기차 판매에 고전하면서 신규 수주 확보가 지연되고 있어 당초 2026년말 양극재 캐파 40만t 구축 계획은 늦춰질 것으로 보인다. 이에 따라 동사의 중장기 캐파 규모와 실적 추정치를 하향 조정했다. 다만 동사는 새로운 성장 기반을 마련하기 위해 90% 중반대 하이-니켈 NCMA, 90% 하이-니켈 단결정, LFP 등 다양한 신규 양극재 제품을 준비 중이다. 또한 LS그룹과의 합작법인을 통해 2025년 전구체 내재화를 준비 중이며, Mitsubishi chemical과 음극재 시장 진출을 위한 합작사 설립도 검토 중이다. 지금의 주가 하락을 중장기적인 관점에서 저가 매수의 기회로 활용할 것을 추천한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

## Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(하향)
증가(2024.02.02)	145,600원
상승여력	37.4%

### Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,625만주
시가총액	5,278십억원
외국인지분율	20.3%
52주 주가	129,400~337,000원
60일평균거래량	717,217주
60일평균거래대금	129.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.2	-2.8	-37.8	-32.0
상대수익률	-32.3	-13.2	-38.3	-37.4

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	3,887	4,644	3,495	5,875
영업이익(십억원)	266	-222	-202	301
순이익(십억원)	271	-210	-112	245
EPS(원)	7,555	-5,799	-3,091	6,754
BPS(원)	35,685	29,247	25,726	32,050
PER(배)	23.0			21.6
PBR(배)	4.9	5.0	5.7	4.5
ROE(%)	28.2	-17.9	-11.2	23.4
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	23.4	-	-	17.5

주: 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

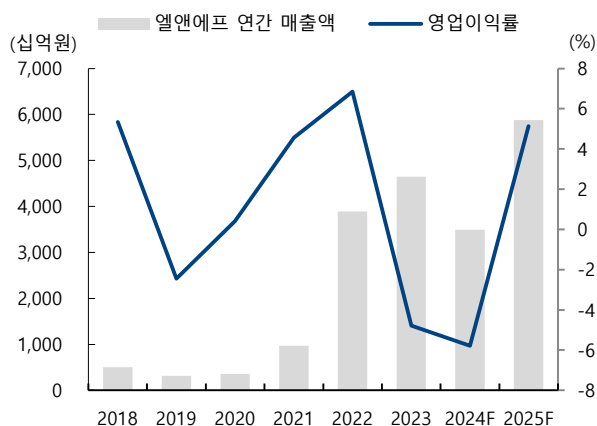
정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
출하량 가정(천t)	28	27	25	14	18	21	26	28	95	93	150	223
매출액	1,363	1,368	1,255	658	714	761	956	1,063	4,644	3,495	5,875	9,070
YoY 증감률	146%	59%	1%	-46%	-48%	-44%	-24%	62%	19%	-25%	68%	54%
QoQ 증감률	11%	0%	-8%	-48%	9%	7%	26%	11%				
매출원가	1,304	1,344	1,221	915	861	797	929	1,009	4,784	3,595	5,464	8,308
매출원가율	96%	98%	97%	139%	121%	105%	97%	95%	108%	104%	94%	93%
매출총이익	59	24	34	-257	-147	-35	27	54	-140	-101	411	763
매출총이익률	4%	2%	3%	-39%	-21%	-5%	3%	5%	-8%	-4%	6%	7%
판매비 및 관리비	19	21	19	23	28	29	21	23	83	101	110	135
판관비율	1%	2%	2%	4%	4%	4%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
영업이익	40	3	15	-280	-175	-64	6	31	-222	-202	301	627
영업이익률	3%	0%	1%	-43%	-24%	-8%	1%	3%	-5%	-6%	5%	7%
YoY 증감률	-24%	-95%	-85%	적전	적전	적전	-	1	흑전	적전	적지	흑전
QoQ 증감률	-24%	-93%	393%	적전	적지	적지	흑전	4				
세전이익	-23	58	45	-380	-164	-50	20	45	-300	-150	326	657
당기순이익	-16	49	56	-300	-156	-40	30	55	-210	-112	236	483
당기순이익률	-1%	4%	4%	-46%	-22%	-5%	3%	5%	-5%	-3%	4%	5%
YoY 증감률	적전	-25%	-38%	적전	적지	적전	-47%	흑전	적전	적지	흑전	105%
QoQ 증감률	적전	흑전	14%	적전	적지	적지	흑전	81%				

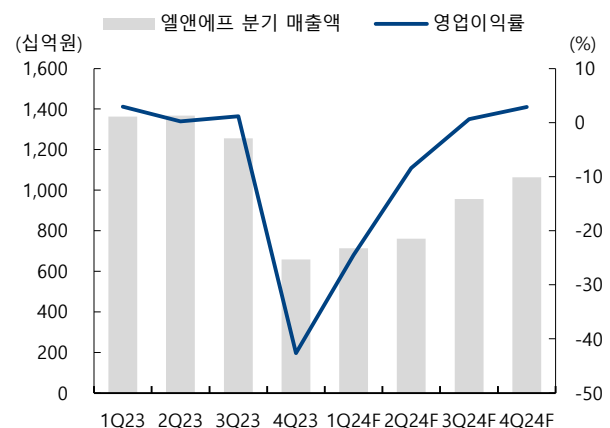
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



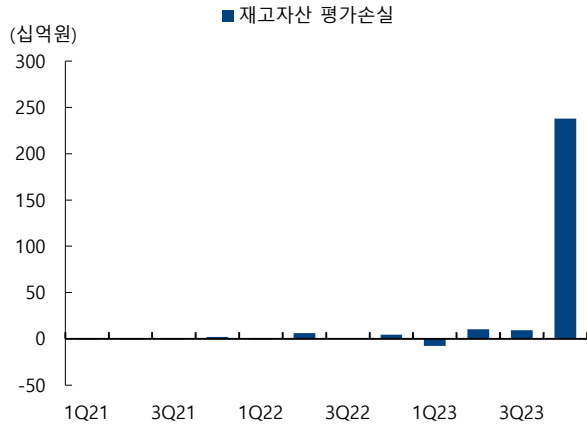
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



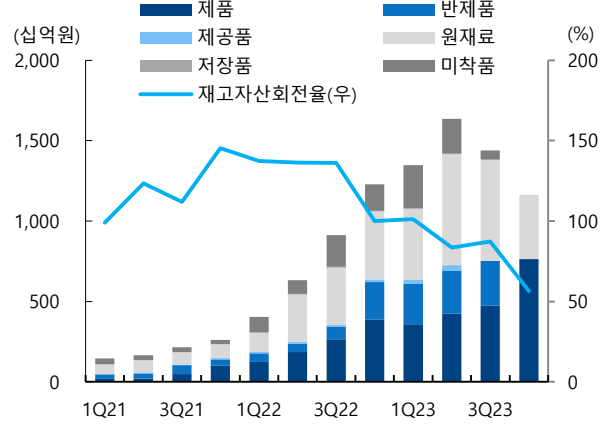
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 3. 엘앤에프 분기별 재고자산 평가손실 추이



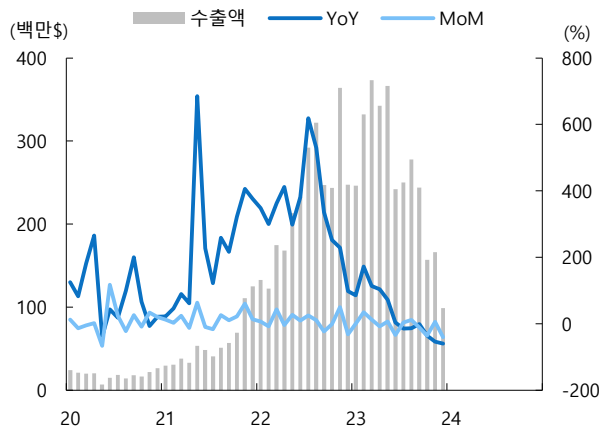
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 4. 엘앤에프 분기별 재고자산과 재고자산회전율 추이



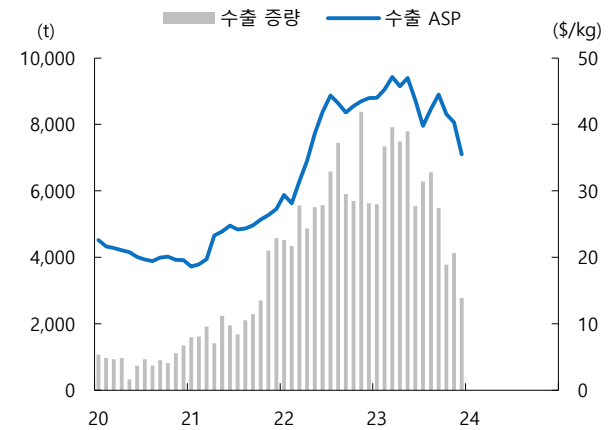
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림5. 대구 양극재 수출액 월별 추이



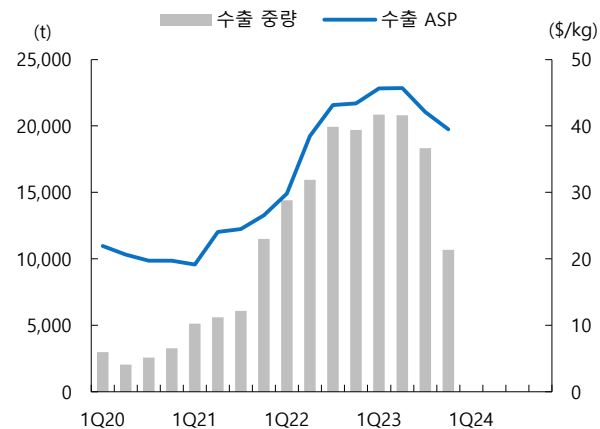
자료: KITA, 하이투자증권

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



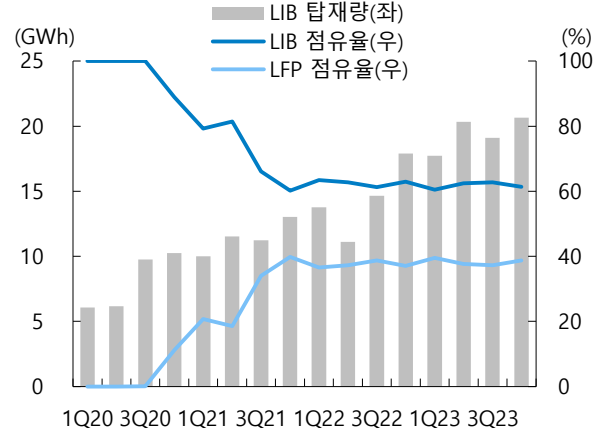
자료: KITA, 하이투자증권

그림7. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



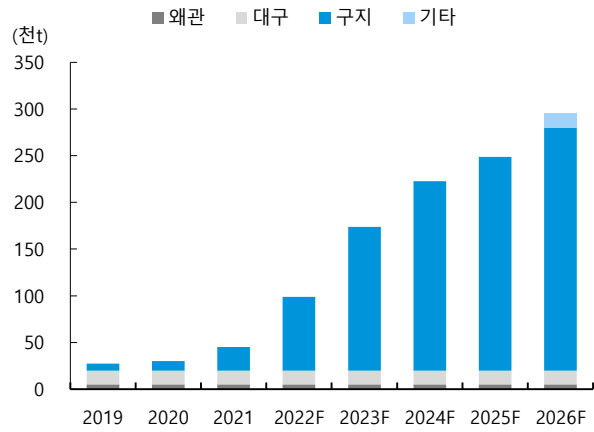
자료: KITA, 하이투자증권

그림8. Tesla 내 배터리 방식별 채택 비중 추이



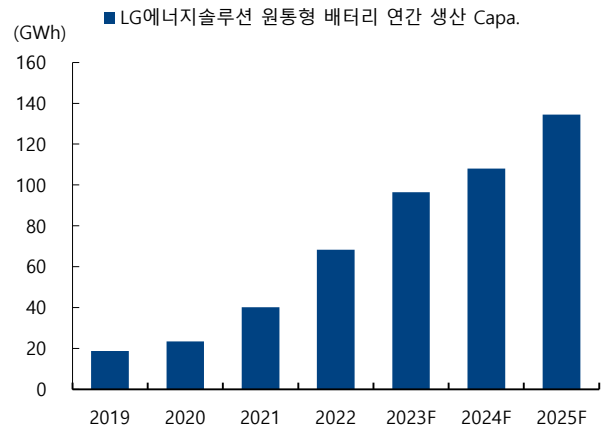
자료: SNEResearch, 하이투자증권

그림9. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



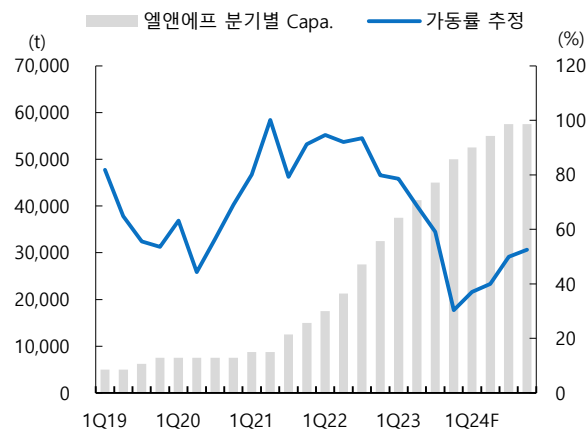
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림10. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



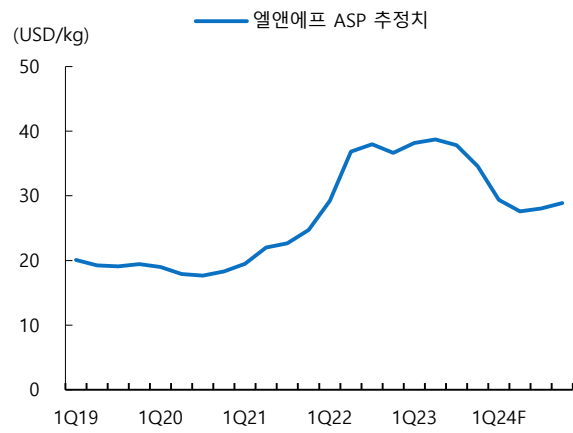
자료: LG에너지솔루션, 하이투자증권

그림11. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: 하이투자증권

그림12. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



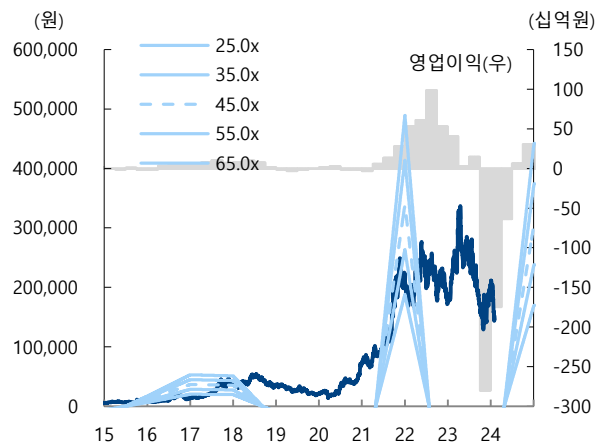
자료: 하이투자증권

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	비고
EPS(원)	-573	-3,526	7,526	-5,776	-3,079	6,728	13,983	지배주주순이익 기준
BPS(원)	6,930	17,799	35,530	29,115	25,606	31,904	45,457	
고점 P/E	-24.1	-18.5	36.8	-22.4	-46.6			최근 3년간 평균: -
평균 P/E	-58.4	-35.3	28.5	-38.0	-59.9			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-125	-70.7	22.4	-58.3	-68.7			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	9.0	12.5	7.8	11.6	8.3			최근 3년간 평균: 9.8
평균 P/B	4.2	6.3	6.0	7.5	7.2			최근 3년간 평균: 6.2
저점 P/B	1.7	3.3	4.7	4.4	5.6			최근 3년간 평균: 4.0
ROE	-9.1%	-27.0%	28.2%	-17.9%	-11.2%	23.4%	36.1%	
적용 EPS				13,983				2026~2028년 전세계/북미 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균 x 30% 할인
Target P/E(배)				17.5				
적정 추가(원)				244,695				
목표 추가(원)				200,000				2026년 기준 P/E 14.3배, P/B 4.4배
전일 종가(원)				145,600				2026년 기준 P/E 10.4배, P/B 3.2배
상승 여력				37.4%				

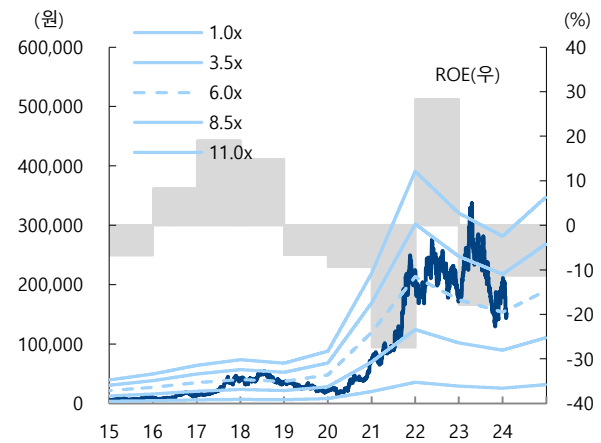
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 13. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

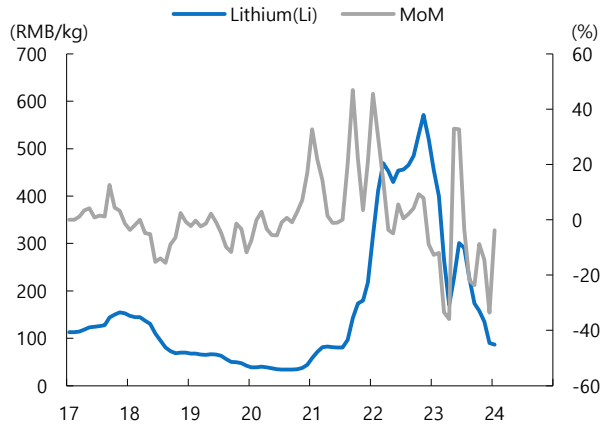
그림 14. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

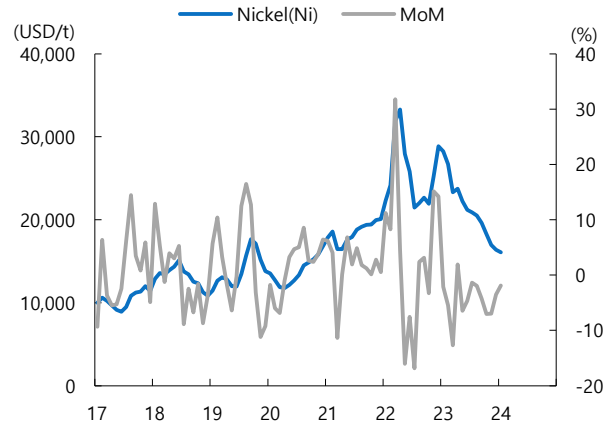
## Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림15. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



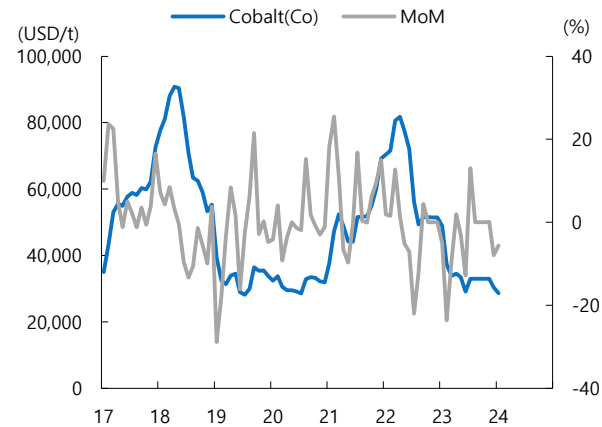
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림16. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



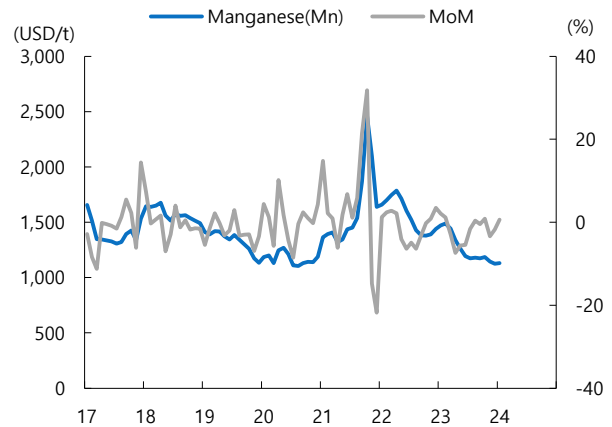
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림17. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



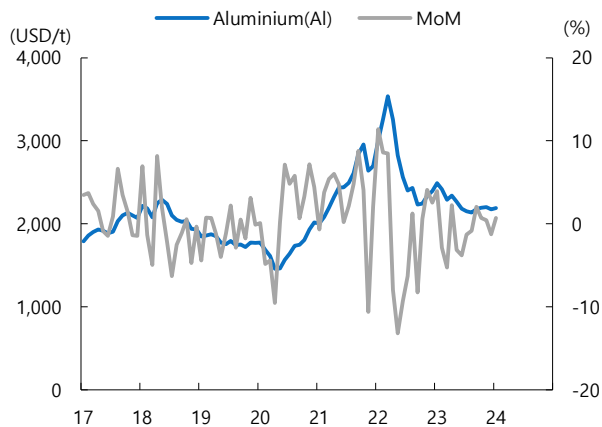
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림18. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

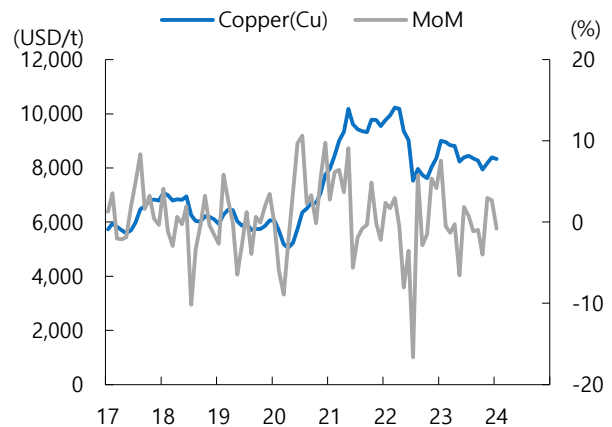
그림19. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2024년 2월 2일 기준

그림20. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2024년 2월 2일 기준

## 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,303	2,353	2,194	3,006	매출액	3,887	4,644	3,495	5,875
현금 및 현금성자산	120	200	619	688	증가율(%)	300.4	19.5	-24.7	68.1
단기금융자산	40	38	42	40	매출원가	3,536	4,784	3,595	5,464
매출채권	802	903	560	834	매출총이익	351	-140	-101	411
재고자산	1,228	1,155	888	1,403	판매비와관리비	85	83	101	110
비유동자산	721	984	1,214	1,440	연구개발비	33	45	32	55
유형자산	710	963	1,199	1,424	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	6	5	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,024	3,337	3,408	4,447	영업이익	266	-222	-202	301
유동부채	1,288	1,425	1,224	1,633	증가율(%)	501.8	적전	적지	흑전
매입채무	601	838	585	1,022	영업이익률(%)	6.9	-4.8	-5.8	5.1
단기차입금	406	406	406	406	이자수익	5	4	15	14
유동성장기부채	59	50	54	52	이자비용	21	39	46	60
비유동부채	451	851	1,252	1,652	자본법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	400	800	1,200	기타영업외손익	24	-71	35	33
장기차입금	412	412	412	412	세전계속사업이익	341	-300	-150	326
부채총계	1,739	2,277	2,476	3,285	법인세비용	70	-90	-38	81
지배주주지분	1,280	1,055	928	1,156	세전계속이익률(%)	8.8	-6.5	-4.3	5.6
자본금	18	18	18	18	당기순이익	271	-210	-112	245
자본잉여금	665	665	665	665	순이익률(%)	7.0	-4.5	-3.2	4.2
이익잉여금	572	346	218	445	지배주주귀속 순이익	270	-209	-112	244
기타자본항목	25	26	28	29	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	6	5	4	5	총포괄이익	272	-209	-111	246
자본총계	1,285	1,060	933	1,162	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

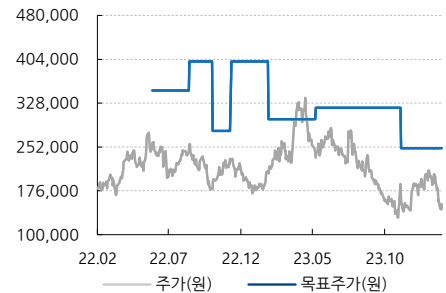
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-864	66	323	10	주당지표(원)				
당기순이익	271	-210	-112	245	EPS	7,555	-5,799	-3,091	6,754
유형자산감가상각비	30	47	63	76	BPS	35,685	29,247	25,726	32,050
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	8,423	-4,464	-1,320	8,866
지분법관련손익(이익)	-	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-82	-300	-305	-300	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-287	-300	-300	-300	PER	23.0			21.6
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	4.9	5.0	5.7	4.5
금융상품의 증감	1	0	0	0	PCR	20.6	-32.6	-110.3	16.4
재무활동 현금흐름	795	374	387	380	EV/EBITDA	23.4	-	-	17.5
단기금융부채의증감	242	-9	5	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	309	400	400	400	ROE	28.2	-17.9	-11.2	23.4
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA이익률	7.7	-3.7	-3.9	6.4
배당금지급	-	-17	-17	-17	부채비율	135.3	214.8	265.5	282.8
현금및현금성자산의증감	-152	80	419	68	순부채비율	55.7	97.1	108.4	115.5
기초현금및현금성자산	272	120	201	619	매출채권회전율(x)	7.2	5.4	4.8	8.4
기말현금및현금성자산	120	201	619	688	재고자산회전율(x)	5.2	3.9	3.4	5.1

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

## 엘앤에프 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	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		



## 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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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.

## [투자 의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-