

2024. 10. 17

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

엘앤에프 (066970)

Investor Day takeaways - 46 시리즈 모멘텀 유효

- 지난 16일 동사는 2024년 Investor Day 및 양극재 공장 투어를 진행.
- 중장기 관점에서 제품 다각화 및 원재료 가격 변동성 영향 축소 전략을 제시. 수익성은 2026년부터 정상화를 목표.
- 실적은 부진하지만, 한국 업체의 차세대 배터리 공급 본격화가 예상되어 모멘텀 관점에서 목표주가 및 BUY 투자 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

Investor Day takeaways, Diversification: 지난 16일 동사는 Investor Day를 통해 중장기 전략을 공유. 향후 3년 중기 전략의 핵심은 다각화(Diversification). 특히 제품 다각화(하이니켈→미드니켈 및 LFP), 고객 다각화(LG에너지솔루션→한국, 유럽, 일본 전기차 및 셀 업체), 사업 다각화(양극재→전구체, 리튬 톨링, 음극재)에 대한 실행 목표. 출하량은 2023년 7.8만 톤(당사 추정) 대비 2027년 15만 톤 이상을 전망하고, 21700 신규 제품 출시 및 46 시리즈 제품 공급 본격화를 통해 출하량 성장 재개를 목표. 다만 영업이익률 목표는 2025년 2%, 2026년 4%, 2027년 7%로 전망하여, 수익성 정상화 시점은 2026년 이후를 목표. 고객사 의존도의 경우, 최대 매출처 의존도를 2024년 80%에서 2027년 50%까지 하향 목표.

3Q24 preview, 출하 부진 심화 예상: 영업이익은 -635억원(OPM -18.9%)으로 컨센서스(-520억원, FnGuide) 대비 하회 예상하는데, 이는 예상보다 판매 부진 심화에 기인. ASP의 경우 소폭 회복하겠지만(+3%QoQ), 판매량은 당초 예상(-27%QoQ) 대비 보다 부진(-41%QoQ) 예상. 하이니켈 제품의 고객사 저가 트림 우선 판매 영향으로 감소하겠으며, 미드니켈 제품의 경우 ESS 고객사의 조달 급감 영향으로 대폭 감소 전망. 다만 ASP 하락세가 경감되어 고가 원료 투입 효과도 축소됨에 따라 적자 폭은 축소 기대.

View, 향후 6개월간 46 시리즈 모멘텀 유효: Forward EBITDA를 11% 하향하나(2,610→2,330억원), 최근 Peer multiple 상승(24.8→28.1배)을 감안하여 목표가 유지. 2025년부터 흑자 전환은 가능하겠으나, 여전히 낮은 가동률로 인해 실적 기대치는 하향 필요. 그럼에도 BUY 투자 의견을 유지하는 이유는 차세대 배터리(46 시리즈) 양극재 단독 공급업체로서 모멘텀 부각이 가능하기 때문. 특히 향후 6개월간 한국 업체의 차세대 배터리 공급이 시작됨에 따라 해당 모멘텀은 지속될 전망.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	4,644	2,131	3,567	5,108
영업이익 (십억원)	-222	-393	64	178
순이익 (십억원)	-195	-316	17	106
EPS (adj) (원)	-5,372	-8,676	458	2,904
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	534.4
EBITDA margin (%)	-3.8	-16.0	4.4	6.1
ROE (%)	-16.4	-33.5	2.1	12.4
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	229.6	36.2
P/B (배)	6.2	4.5	4.4	3.9
EV/EBITDA (배)	n/a	n/a	38.7	20.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	130,000원	23.7%
현재주가	105,100원	
시가총액	3,8조원	
Shares (float)	36,296,338주 (68.7%)	
52주 최저/최고	82,900원/211,500원	
60일-평균거래대금	303.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
엘앤에프 (%)	16.3	-28.0	-33.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	14.7	-28.0	-37.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	130,000	130,000	0.0%
2024E EPS	-8,676	-7,391	17.4%
2025E EPS	458	2,601	-82.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	15
Target price	160,000
Recommendation	3.9

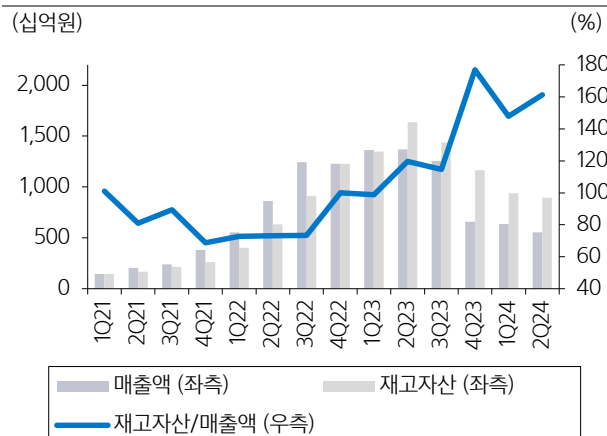
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

표 1. 엘앤에프: 3Q24 실적 전망

(십억원)	3Q24E	2Q24	3Q23	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	335	555	1,255	475	-39.6	-73.3	-29.5
영업이익	-64	-84	15	-52	RR	BR	RR
세전이익	-71	-100	45	-61	RR	BR	RR
순이익	-53	-74	56	-50	RR	BR	RR
지배주주순이익	-53	-74	55	-54	RR	BR	RR
이익률 (%)							
영업이익	-18.9	-15.2	1.2	-10.9			
세전이익	-21.1	-18.0	3.6	-12.9			
순이익	-15.7	-13.4	4.5	-10.5			
지배주주순이익	-15.7	-13.3	4.4	-11.3			

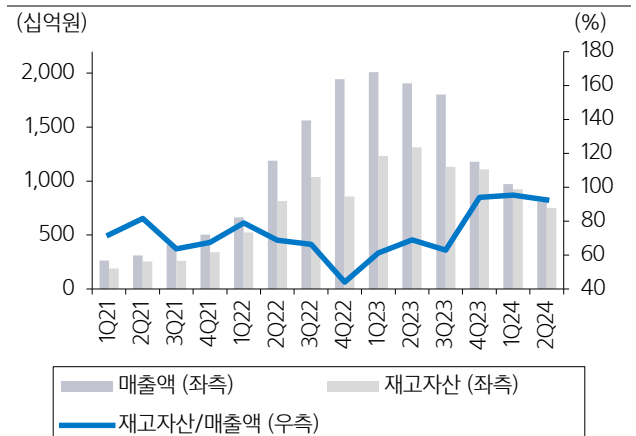
자료: 엘앤에프, FnGuide, 삼성증권 추정

그림 1. 엘앤에프: 분기 매출액 및 재고자산 추이



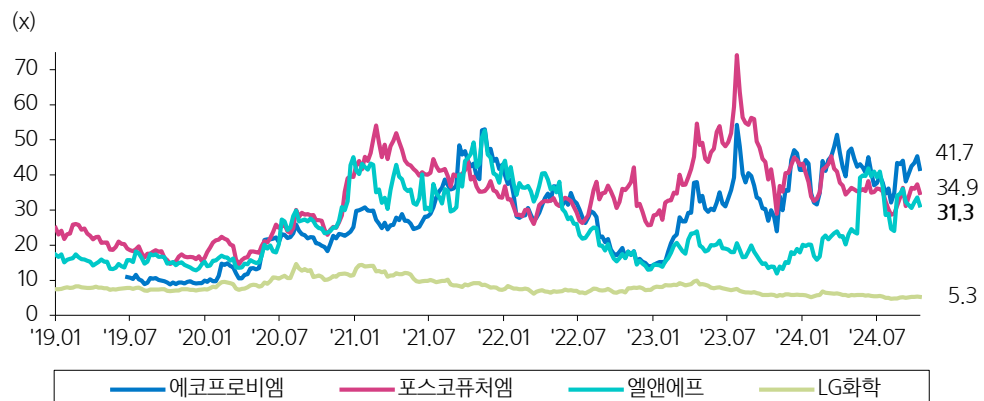
자료: FnGuide, 삼성증권

그림 2. 에코프로비엠: 분기 매출액 및 재고자산 추이



자료: FnGuide, 삼성증권

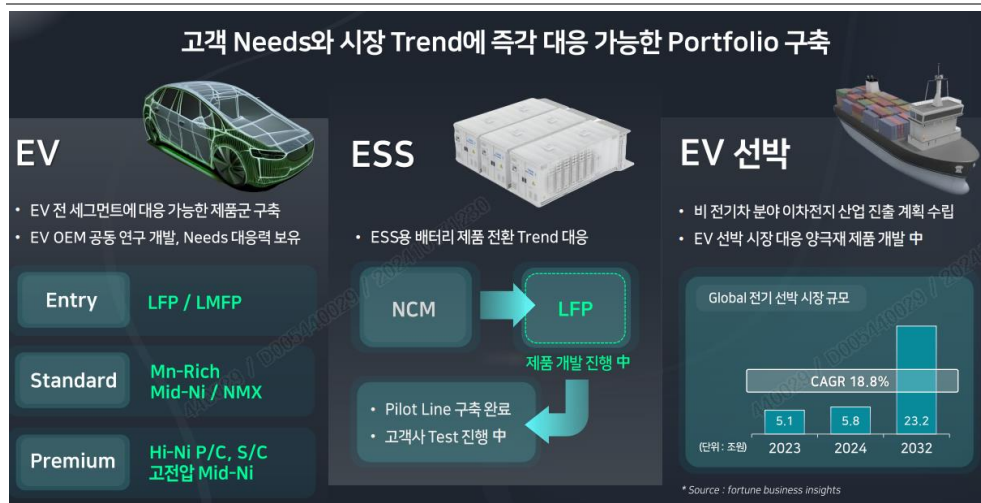
그림 3. 국내 양극재업체: 12MF EV/EBITDA



참고: 10월 16일 종가 기준

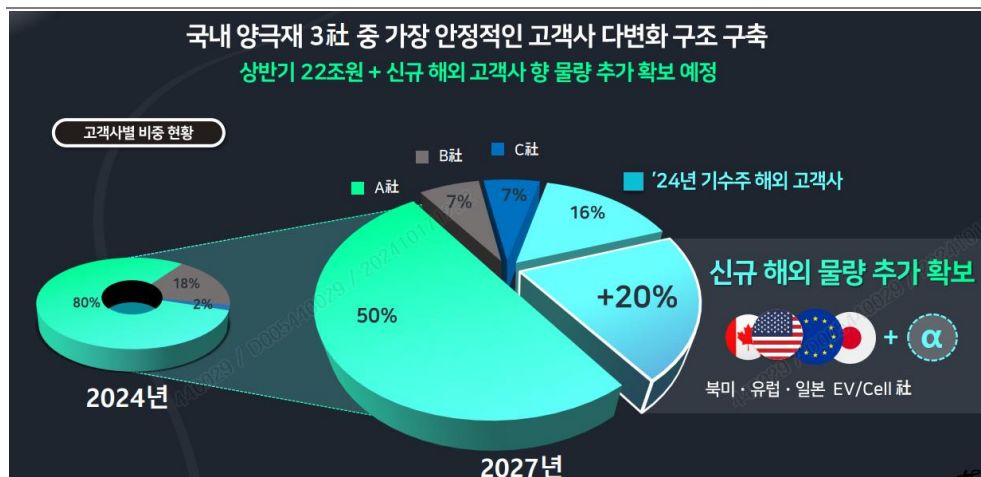
자료: Refinitiv, 삼성증권

그림 4. 엘앤에프 2024 Investor Day: 제품 포트폴리오 다각화 계획



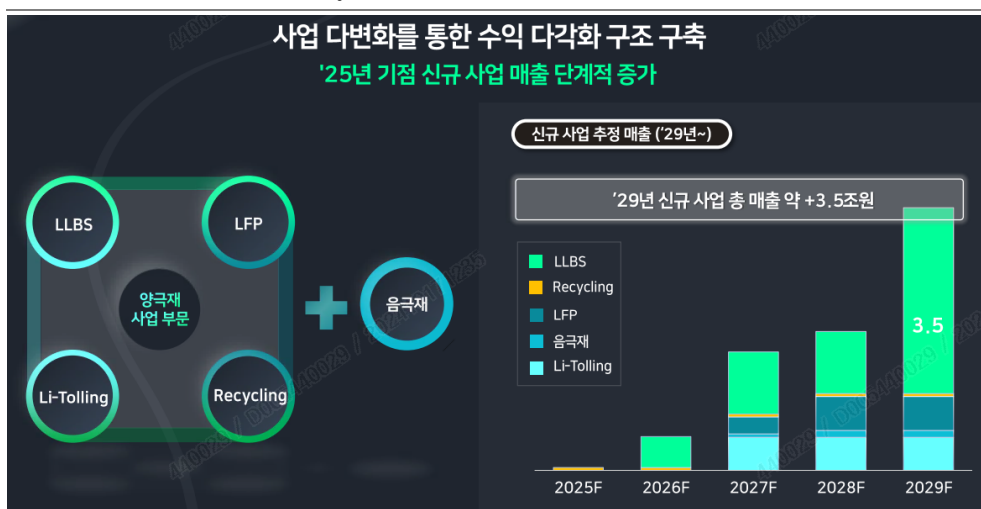
자료: 엘앤에프, 삼성증권

그림 5. 엘앤에프 2024 Investor Day: 고객사 다각화 계획



자료: 엘앤에프, 삼성증권

그림 6. 엘앤에프 2024 Investor Day: 사업 다각화 계획



자료: 엘앤에프, 삼성증권

표 2. 엘앤에프: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,340	1,292	1,306	1,350	1,281
매출액	1,363	1,368	1,255	658	636	555	335	606	3,887	4,644	2,131	3,567
성장률 (% q-q)	10.9	0.4	-8.2	-47.6	-3.3	-12.7	-39.6	80.6				
성장률 (% y-y)	146.2	58.6	1.0	-46.5	-53.4	-59.4	-73.3	-7.9	300.4	19.5	-54.1	67.3
EBITDA	50	14	27	-267	-190	-70	-54	-27	297	-176	-340	155
성장률 (% q-q)	-19.4	-72.0	92.3	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	-15.3	-79.6	-74.8	BR	BR	BR	BR	RR	359.6	BR	RR	RB
영업이익	40	3	15	-280	-204	-84	-64	-42	266	-222	-393	64
성장률 (% q-q)	-24.2	-92.6	392.9	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	-23.8	-95.1	-85.0	BR	BR	BR	BR	RR	501.8	BR	RR	RB
세전이익	-23	58	45	-375	-149	-100	-71	-103	341	-296	-422	22
성장률 (% q-q)	BR	RB	-21.9	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	BR	-31.5	-61.9	BR	RR	BR	BR	RR	RB	BR	RR	RB
순이익	-16	49	56	-285	-112	-74	-53	-77	271	-195	-316	17
성장률 (% q-q)	BR	RB	14.3	BR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	BR	-24.7	-37.8	BR	RR	BR	BR	RR	RB	BR	RR	RB
지배주주순이익	-15	50	55	-284	-112	-74	-53	-77	270	-194	-315	17
이익률 (%)												
EBITDA	3.7	1.0	2.2	-40.6	-29.8	-12.5	-16.1	-4.5	7.7	-3.8	-16.0	4.4
영업이익	3.0	0.2	1.2	-42.6	-32.1	-15.2	-18.9	-6.9	6.9	-4.8	-18.5	1.8
세전이익	-1.7	4.2	3.6	-57.1	-23.4	-18.0	-21.1	-17.0	8.8	-6.4	-19.8	0.6
순이익	-1.2	3.6	4.5	-43.3	-17.6	-13.4	-15.7	-12.7	7.0	-4.2	-14.8	0.5

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,887	4,644	2,131	3,567	5,108
매출원가	3,536	4,784	2,434	3,334	4,686
매출총이익	351	-140	-303	233	422
(매출총이익률, %)	9.0	-3.0	-14.2	6.5	8.3
판매 및 일반관리비	85	83	90	169	244
영업이익	266	-222	-393	64	178
(영업이익률, %)	6.9	-4.8	-18.5	1.8	3.5
영업외손익	74	-73	-28	-41	-37
금융수익	76	49	82	87	117
금융비용	26	106	115	135	160
지분법손익	0	-0	-0	-0	-0
기타	24	-16	4	7	6
세전이익	341	-296	-422	22	142
법인세	70	-101	-106	6	36
(법인세율, %)	20.4	34.1	25.1	25.3	25.3
계속사업이익	271	-195	-316	17	106
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	271	-195	-316	17	106
(순이익률, %)	7.0	-4.2	-14.8	0.5	2.1
지배주주순이익	270	-194	-315	17	105
비지배주주순이익	1	-1	-1	0	0
EBITDA	297	-176	-340	155	310
(EBITDA 이익률, %)	7.7	-3.8	-16.0	4.4	6.1
EPS (지배주주)	7,526	-5,372	-8,676	458	2,904
EPS (연결기준)	7,555	-5,389	-8,703	459	2,914
수정 EPS (원)*	7,526	-5,372	-8,676	458	2,904

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	-864	-375	241	-33	137
당기순이익	271	-195	-316	17	106
현금유출입이없는 비용 및 수익	79	15	39	202	288
유형자산 감가상각비	30	44	51	90	130
무형자산 상각비	1	2	2	2	1
기타	48	-32	-14	110	156
영업활동 자산부채 변동	-1,199	-24	509	-134	-91
투자활동에서의 현금흐름	-82	-561	-350	-293	-404
유형자산 증감	-287	-482	-356	-300	-412
장단기금융자산의 증감	211	-16	0	-0	-0
기타	-5	-64	6	7	9
재무활동에서의 현금흐름	795	1,050	293	468	473
차입금의 증가(감소)	318	1,056	293	468	473
자본금의 증가(감소)	-28	39	0	0	0
배당금	0	-17	0	0	0
기타	506	-28	0	0	0
현금증감	-152	121	232	115	178
기초현금	272	120	241	473	588
기말현금	120	241	473	588	766
Gross cash flow	350	-180	-276	218	394
Free cash flow	-1,152	-857	-115	-333	-275

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,303	1,969	1,612	1,945	2,306
현금 및 현금등가물	120	241	473	588	766
매출채권	797	426	311	415	505
재고자산	1,228	1,163	754	830	884
기타	158	139	74	111	151
비유동자산	721	1,382	1,637	1,873	2,182
투자자산	3	130	82	109	139
유형자산	710	1,120	1,425	1,634	1,916
무형자산	8	12	10	9	7
기타	1	120	120	120	120
자산총계	3,024	3,351	3,249	3,817	4,488
유동부채	1,288	1,747	1,712	2,263	2,827
매입채무	601	143	97	162	232
단기차입금	406	718	968	1,368	1,768
기타 유동부채	281	886	648	733	828
비유동부채	451	494	743	744	744
사채 및 장기차입금	412	466	716	716	716
기타 비유동부채	39	28	26	27	28
부채총계	1,739	2,241	2,455	3,006	3,572
자배주주지분	1,280	1,097	782	799	904
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	665	704	704	704	704
이익잉여금	572	358	43	60	165
기타	25	17	17	17	17
비지배주주지분	6	13	12	12	12
자본총계	1,285	1,110	794	811	917
순부채	856	1,775	1,837	2,190	2,486

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	300.4	19.5	-54.1	67.3	43.2
영업이익	501.8	적전	적지	흑전	180.5
순이익	흑전	적전	적지	흑전	534.4
수정 EPS**	흑전	적전	적지	흑전	534.4
주당지표					
EPS (지배주주)	7,526	-5,372	-8,676	458	2,904
EPS (연결기준)	7,555	-5,389	-8,703	459	2,914
수정 EPS**	7,526	-5,372	-8,676	458	2,904
BPS	38,454	32,742	23,314	23,809	26,951
DPS (보통주)	500	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	23.1	n/a	n/a	229.6	36.2
P/B***	4.5	6.2	4.5	4.4	3.9
EV/EBITDA	23.9	n/a	n/a	38.7	20.4
비율					
ROE (%)	28.3	-16.4	-33.5	2.1	12.4
ROA (%)	11.9	-6.1	-9.6	0.5	2.5
ROIC (%)	14.8	-6.2	-11.6	1.8	4.5
배당성향 (%)	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	66.6	159.9	231.3	270.1	271.2
이자보상배율 (배)	12.5	-2.8	-3.4	0.5	1.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 10월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 10월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/6/23	10/24	2024/1/16	4/12	8/7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	350000	240000	230000	220000	130000
과리율 (평균)	-39.18	-28.79	-28.21	-34.28	
과리율 (최대or최소)	-19.71	-11.88	-12.39	-22.00	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.09.30 기준

매수(81.3%) 중립(18.7%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA