

엘앤에프(066970)

피할 수 없었던 고객사 판매 부진 영향

2Q24 전방 고객사 판매 둔화에 의한 실적 부진 불가피

동사의 2Q24 실적은 매출액 5,548억원(-59% YoY, -12% QoQ), 영업이익 -842억원(적자전환 YoY, 적자지속 QoQ)으로 시장기대치(매출액 6,676억원, 영업이익 -660억원)를 하회했다. 최근 북미, 유럽 전기차 시장 수요 성장세 둔화가 뚜렷하기 때문이다. 특히 전방 업체인 Tesla가 저렴한 가격을 앞세운 중국 전기차와의 경쟁이 심화되고 있으며, 부품 재고 영향까지 겹치면서 고객사인 LG에너지솔루션의 남경 공장 가동률이 크게 하락했다. 이로 인해 하이-니켈 NCMA90 출하량이 전분기 대비 약 24% 감소했다. 유럽 완성차 OEM, ESS용 미드-니켈 NCM523 출하량은 전분기 대비 약 63% 증가했지만 전체 양극재 물량 감소를 막기에는 역부족이었다. 또한 원재료 가격 반영 영향으로 양극재 판매(원화 기준)가 전분기 대비 약 15% 하락하면서 매출이 크게 부진했다. 영업이익은 높은 원가의 원재료 소진으로 약 500억원대의 재고자산평가손실 환입이 반영되었음에도 불구하고 가동률 하락에 따른 고정비 부담 증가와 원재료 가격에 따른 역래깅 효과 등으로 인해 큰 폭의 적자가 불가피했다.

하반기에도 실적 부진 이어질 전망이나 2025년부터 점진적인 개선세 전망

연초 가이드언스와는 달리 하반기에도 실적 부진이 지속될 전망이다. 북미, 유럽 전기차 수요 약세의 장기화되면서 고객사들의 재고 조정 영향이 발생하고 있고, 주요 신규 프로젝트들의 공급 계획이 지연되고 있기 때문이다. 미국 대선의 불확실성도 존재하고 있다. 이로 인해 하반기 전기차용 NCMA90, 95 양극재 판매량은 상반기와 유사한 수준에 그칠 것으로 예상되고, 유럽 완성차 OEM, ESS용 NCM523 판매량은 크게 감소할 것으로 예상된다. 다만 LG에너지솔루션의 4680 배터리 신규 캐파 가동이 4Q24부터 시작될 예정이며, 내년부터 2170 배터리 소재도 순차적으로 업그레이드가 진행될 계획이라는 점은 긍정적인 요인이다. 따라서 동사 양극재 출하량은 3Q24 저점으로 점차 회복세를 나타낼 것으로 전망된다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 3.8조원(+66% YoY), 670억원(흑자전환 YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 135,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나, 목표주가는 135,000원으로 하향한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 2026~2028년 전세계, 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배를 적용해 산출했다. 최근 대다수 완성차 OEM 업체들의 중장기 전기차 전환 계획이 연기되고 있으며, 11월 예정인 미국 대선 결과 등에 대한 불확실성도 크다. 다만 동사의 경우 LG에너지솔루션의 Tesla용 신규 4680, 2170 원통형 배터리 출시 계획과 Tesla의 건식공정을 통한 배터리 내재화 완료 시점에 따라 업황 대비 가파른 수요 증가 요인이 발생할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 현 주가의 밸류에이션은 2026년 예상 실적 기준 P/E 19.2배 수준으로 중장기적인 관점에서 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높아 상승 여력이 존재한다고 판단되는 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	135,000원(하향)
증가(2024.08.06)	101,500원
상승여력	33.0%

Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,629만주
시가총액	3,684십억원
외국인지분율	21.6%
52주 주가	92,400~237,500원
60일평균거래량	277,412주
60일평균거래대금	40.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.5	-35.6	-23.3	-56.6
상대수익률	-19.6	-29.8	-21.2	-53.5

Price Trend



FY	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,644	2,268	3,765	6,620
영업이익(십억원)	-222	-421	67	331
순이익(십억원)	-194	-346	-17	192
EPS(원)	-5,372	-9,544	-462	5,292
BPS(원)	30,268	20,578	20,005	25,187
PER(배)				19.2
PBR(배)		4.9	5.1	4.0
ROE(%)	-16.4	-37.6	-2.3	23.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-!	-	36.0	14.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

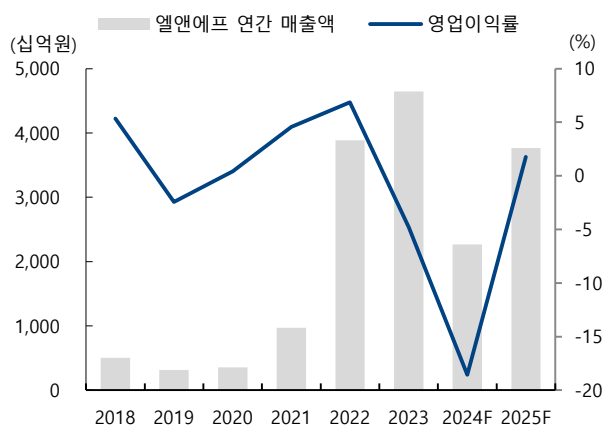
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
출하량 가정(천t)	28	27	25	14	17	18	14	19	95	68	110	187
매출액	1,363	1,368	1,255	658	636	555	459	618	4,644	2,268	3,765	6,620
YoY 증감률	146%	59%	1%	-46%	-53%	-59%	-63%	-6%	19%	-51%	66%	76%
QoQ 증감률	11%	0%	-8%	-48%	-3%	-13%	-17%	35%				
매출원가	1,304	1,344	1,221	915	819	616	528	639	4,784	2,603	3,588	6,114
매출원가율	96%	98%	97%	139%	129%	111%	115%	103%	108%	115%	98%	96%
매출총이익	59	24	34	-257	-184	-61	-69	-21	-140	-335	177	506
매출총이익률	4%	2%	3%	-39%	-29%	-11%	-15%	-3%	-8%	-15%	2%	4%
판매비 및 관리비	19	21	19	23	20	23	21	22	83	86	110	175
판관비율	1%	2%	2%	4%	3%	4%	5%	4%	2%	4%	3%	3%
영업이익	40	3	15	-280	-204	-84	-90	-43	-222	-421	67	331
영업이익률	3%	0%	1%	-43%	-32%	-15%	-20%	-7%	-5%	-19%	2%	5%
YoY 증감률	-24%	-95%	-85%	적전	적전	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	395%
QoQ 증감률	-24%	-93%	393%	적전	적지	적지	적지	적지				
세전이익	-23	58	45	-375	-149	-100	-138	-91	-296	-477	-22	243
당기순이익	-16	49	56	-285	-112	-74	-106	-55	-195	-347	-17	193
당기순이익률	-1%	4%	4%	-43%	-18%	-13%	-23%	-9%	-4%	-15%	0%	3%
YoY 증감률	적전	-25%	-38%	적전	적지	적전	적전	적지	적전	적지	적지	흑전
QoQ 증감률	적전	흑전	14%	적전	적지	적지	적지	적지				

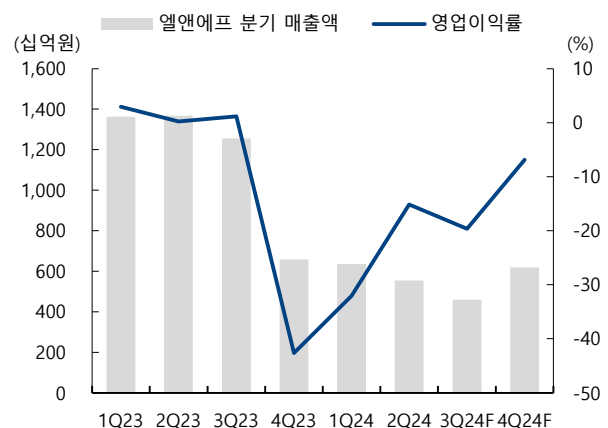
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



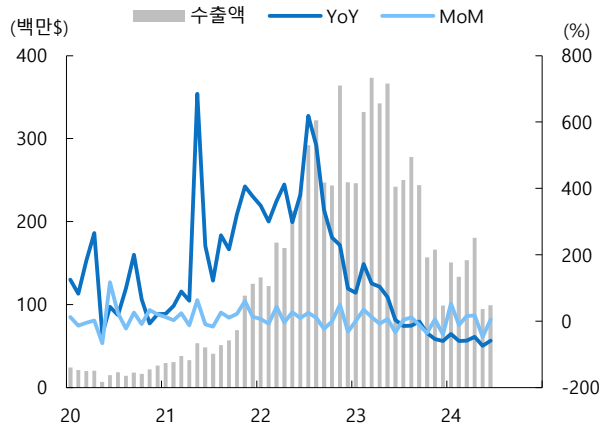
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



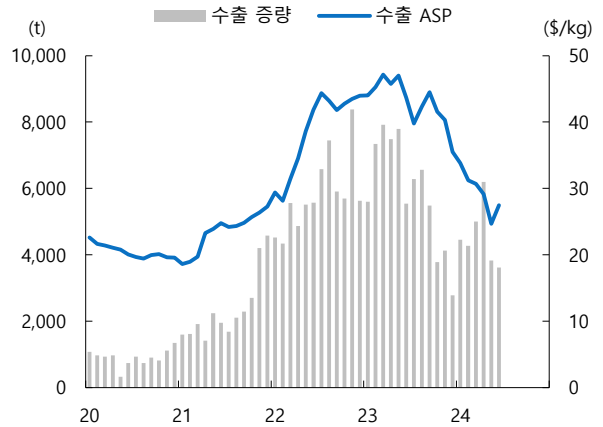
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



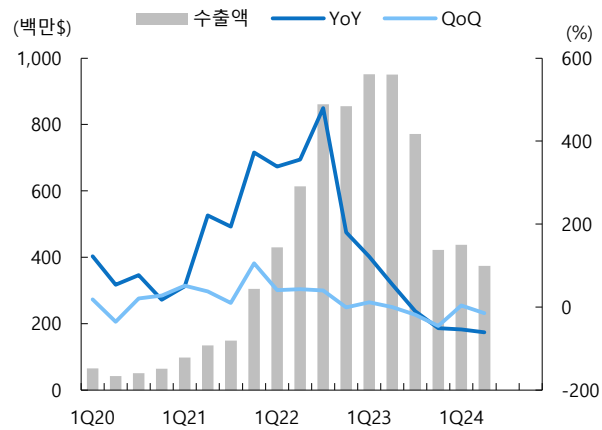
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



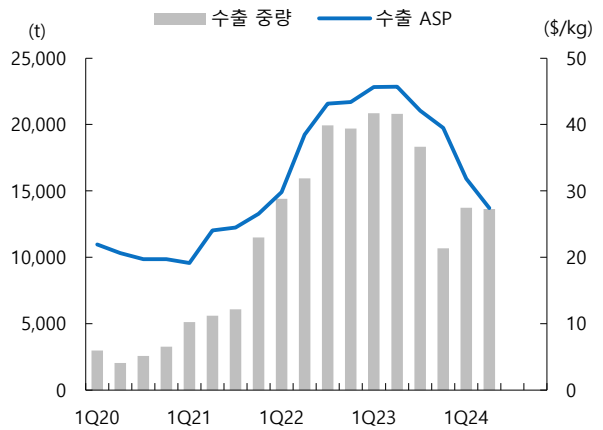
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



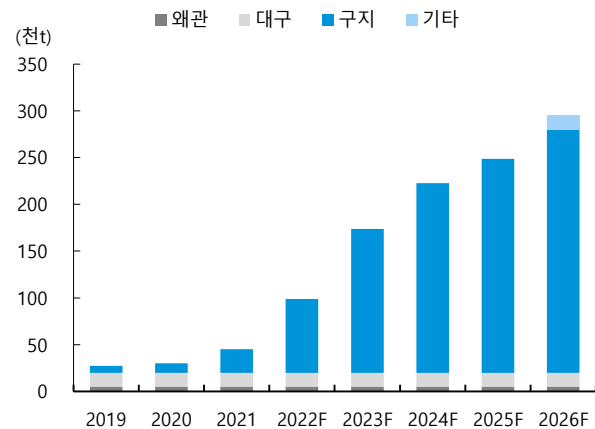
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



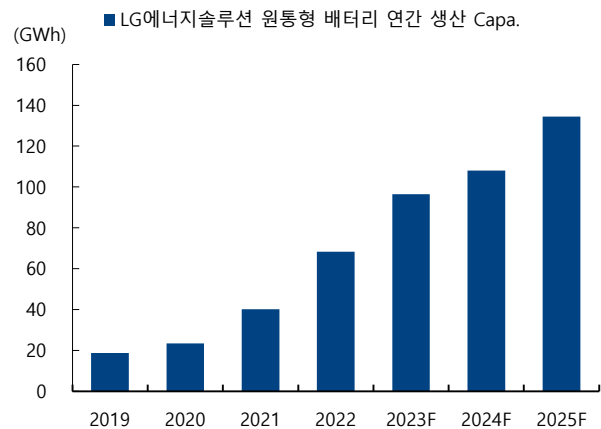
자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



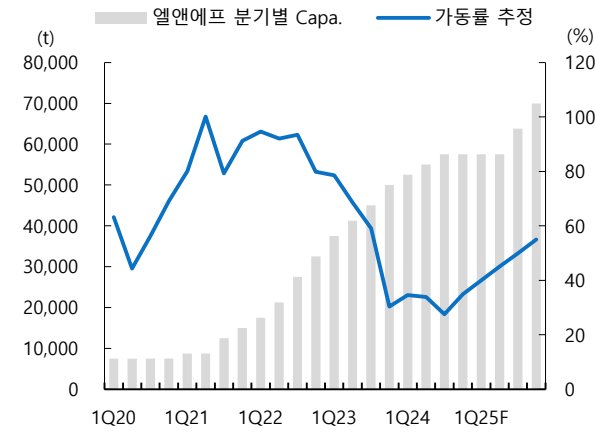
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

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



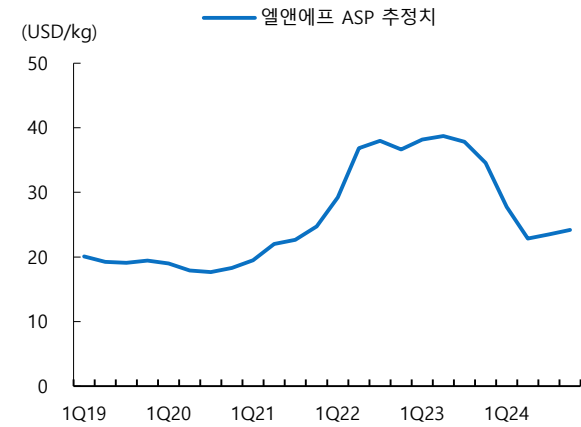
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



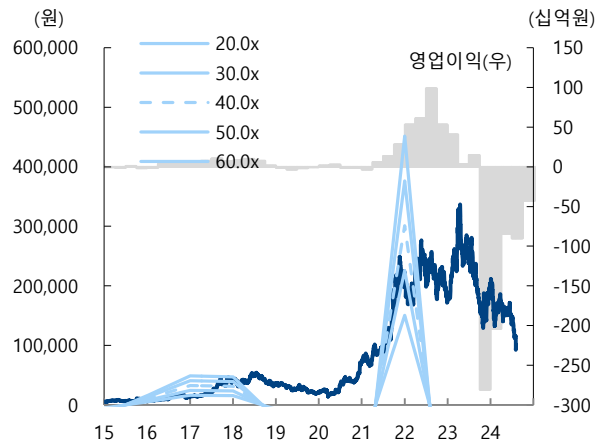
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	비고
EPS(원)	-573	-3,526	7,526	-5,372	-9,544	-462	5,292	지배주주순이익 기준
BPS(원)	6,930	17,799	35,530	30,268	20,578	20,005	25,187	
고점 P/E	-24.1	-18.5	36.8	-24.1	-9.7			최근 3년간 평균: -
평균 P/E	-58.4	-35.3	28.5	-40.9	-16.5			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-125	-70.7	22.4	-62.7	-22.2			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	9.0	12.5	7.8	11.1	10.3			최근 3년간 평균: 10.1
평균 P/B	4.2	6.3	6.0	7.3	7.6			최근 3년간 평균: 6.3
저점 P/B	1.7	3.3	4.7	4.3	4.5			최근 3년간 평균: 3.7
ROE	-9.1%	-27.0%	28.2%	-16.3%	-37.2%	-2.2%	23.2%	
적용 EPS					5,292			2026~2028년 전세계/북미 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균
Target P/E(배)					25.0			
적정 추가(원)					132,297			
목표 추가(원)					135,000			2026년 기준 P/E 25.5배, P/B 5.4배
전일 종가(원)					101,500			2026년 기준 P/E 19.2배, P/B 4.0배
상승 여력					33.0%			

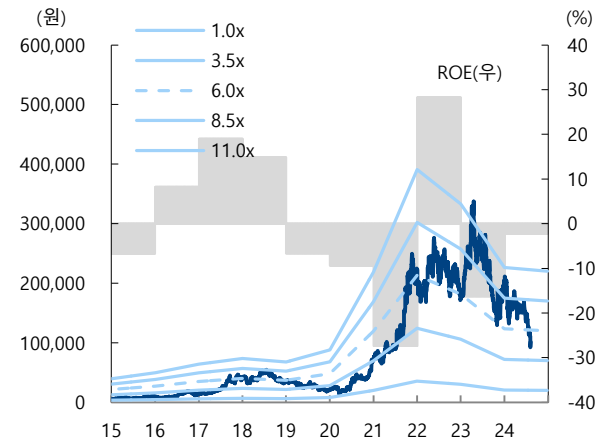
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

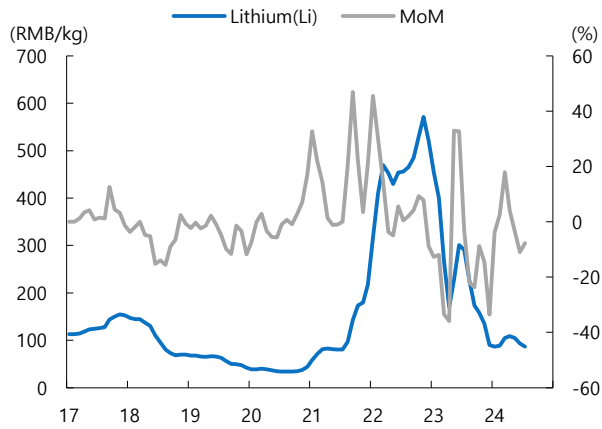
그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

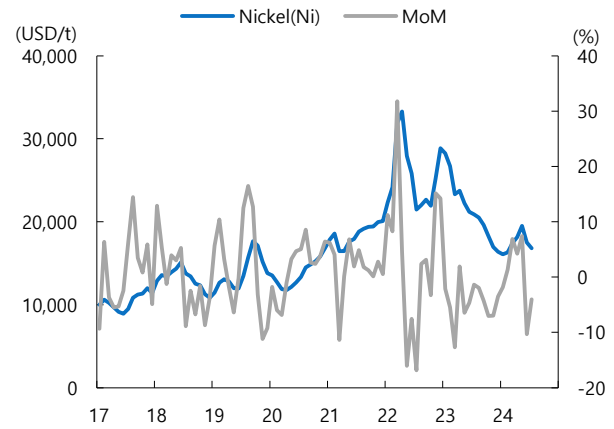
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림13. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



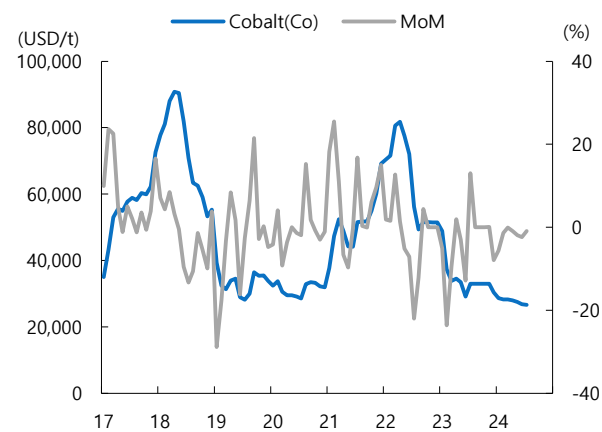
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림14. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



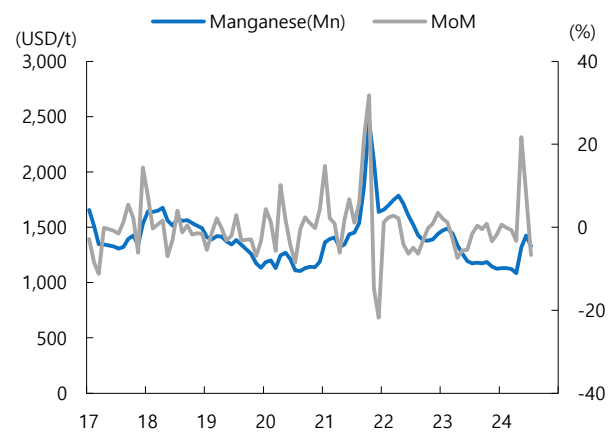
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림15. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



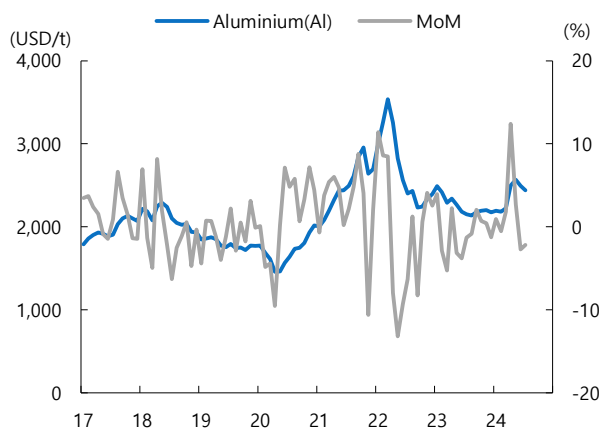
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림16. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

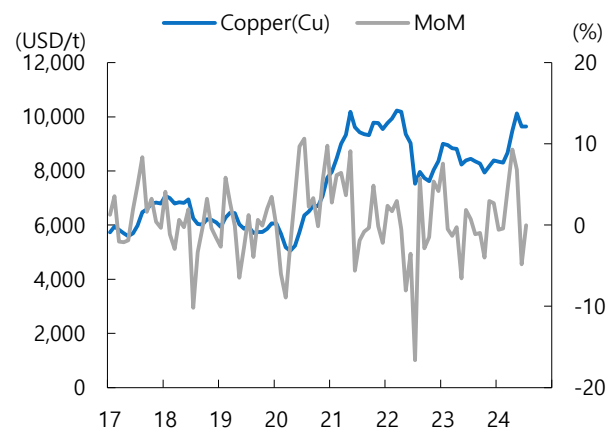
그림17. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

주: 2024년 8월 6일 기준

그림18. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

주: 2024년 8월 6일 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

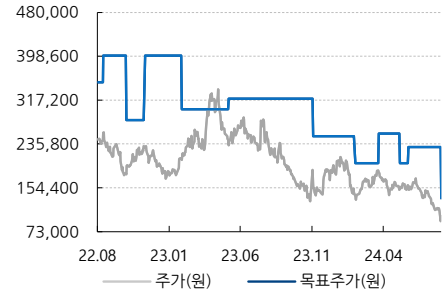
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,969	1,755	1,761	2,263	매출액	4,644	2,268	3,765	6,620
현금 및 현금성자산	241	707	478	131	증가율(%)	19.5	-51.2	66.0	75.8
단기금융자산	19	20	19	21	매출원가	4,784	2,603	3,588	6,114
매출채권	427	271	318	539	매출총이익	-140	-335	177	506
재고자산	1,163	578	856	1,437	판매비와관리비	83	86	110	175
비유동자산	1,382	1,576	1,879	2,123	연구개발비	28	17	25	46
유형자산	1,120	1,305	1,484	1,660	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	9	7	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,351	3,332	3,640	4,386	영업이익	-222	-421	67	331
유동부채	1,747	1,779	1,808	2,064	증가율(%)	적전	적지	흑전	394.8
매입채무	143	205	222	482	영업이익률(%)	-4.8	-18.6	1.8	5.0
단기차입금	718	718	718	718	이자수익	9	23	16	5
유동성장기부채	87	73	80	77	이자비용	79	84	91	95
비유동부채	494	794	1,095	1,395	자본법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	300	600	900	기타영업외손익	-16	-11	-26	-12
장기차입금	466	466	466	466	세전계속사업이익	-296	-477	-22	243
부채총계	2,241	2,573	2,903	3,459	법인세비용	-101	-130	-5	50
지배주주지분	1,097	747	726	914	세전계속이익률(%)	-6.4	-21.1	-0.6	3.7
자본금	18	18	18	18	당기순이익	-195	-347	-17	193
자본잉여금	704	704	704	704	순이익률(%)	-4.2	-15.3	-0.4	2.9
이익잉여금	358	12	-5	187	지배주주귀속 순이익	-194	-346	-17	192
기타자본항목	17	13	9	5	기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	13	12	12	12	총포괄이익	-199	-351	-21	189
자본총계	1,110	759	738	926	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E		2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-375	416	-171	-341	주당지표(원)				
당기순이익	-195	-347	-17	193	EPS	-5,372	-9,544	-462	5,292
유형자산감가상각비	44	65	71	74	BPS	30,268	20,578	20,005	25,187
무형자산상각비	2	3	2	2	CFPS	-4,087	-7,684	1,565	7,369
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-561	-290	-317	-305	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-482	-250	-250	-250	PER				19.2
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR		4.9	5.1	4.0
금융상품의 증감	-127	-69	-98	-84	PCR		-13.2	64.9	13.8
재무활동 현금흐름	1,050	293	314	303	EV/EBITDA	#VALUE!	-	36.0	14.0
단기금융부채의증감	257	-14	7	-3	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	796	300	300	300	ROE	-16.4	-37.6	-2.3	23.4
자본의증감	8	0	-	-	EBITDA이익률	-3.8	-15.6	3.7	6.1
배당금지급	-17	-	-	-	부채비율	201.9	339.2	393.4	373.4
현금및현금성자산의증감	121	465	-229	-347	순부채비율	91.1	109.5	185.3	216.8
기초현금및현금성자산	120	241	707	478	매출채권회전율(x)	7.6	6.5	12.8	15.4
기말현금및현금성자산	241	707	478	131	재고자산회전율(x)	3.9	2.6	5.3	5.8

자료 : 엘앤에프, iM증권 리서치본부

엘앤에프 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-21.8%	-18.8%
2024-05-28	Buy	230,000	-39.8%	-25.4%
2024-08-07	Buy	135,000		



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 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.

[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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%