

# 엘앤에프(066970)

## 하반기부터 점진적인 수익성 정상화 예상

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	230,000원(상향)
증가(2024.05.27)	159,100원
상승여력	44.6 %

### Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,629만주
시가총액	5,774십억원
외국인지분율	22.3%
52주 주가	129,400~285,000원
60일평균거래량	367,412주
60일평균거래대금	61.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-5.0	12.0	-36.7
상대수익률	-1.2	-8.7	2.9	-43.2



### [투자포인트]

- 동사에 대한 목표주가를 230,000원으로 상향하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 2026~2028년 전세계, 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배를 적용해 산출하였다. 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.
- 2Q24에도 주력 고객사들의 재고 축적 수요에 힘입어 동사 양극재 출하량이 전분기 대비 25~30% 가량 증가할 전망이다. 대부분 국내 경쟁사들이 2Q24에도 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.

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,644	3,272	5,883	9,021
영업이익(십억원)	-222	-253	252	518
순이익(십억원)	-194	-177	128	342
EPS(원)	-5,372	-4,865	3,524	9,412
BPS(원)	30,268	25,256	28,669	37,971
PER(배)			45.1	16.9
PBR(배)		6.3	5.5	4.2
ROE(%)	-16.4	-17.5	13.1	28.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	22.6	13.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

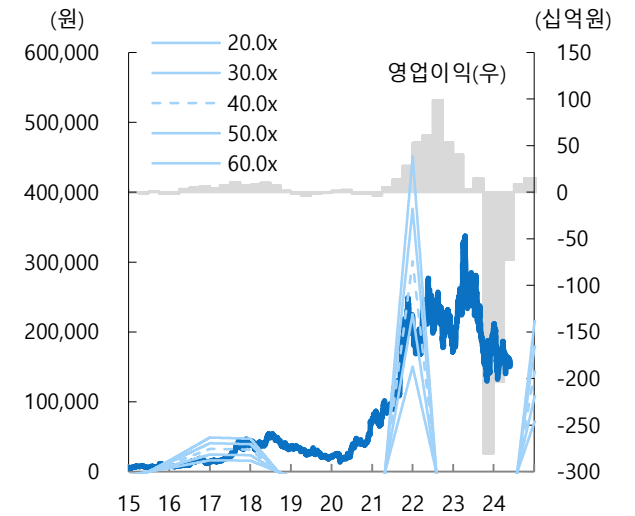
## 2024년 이차전지 하반기 전망: 불편한 진실

<그림133> 엘앤에프 실적 추이 및 전망

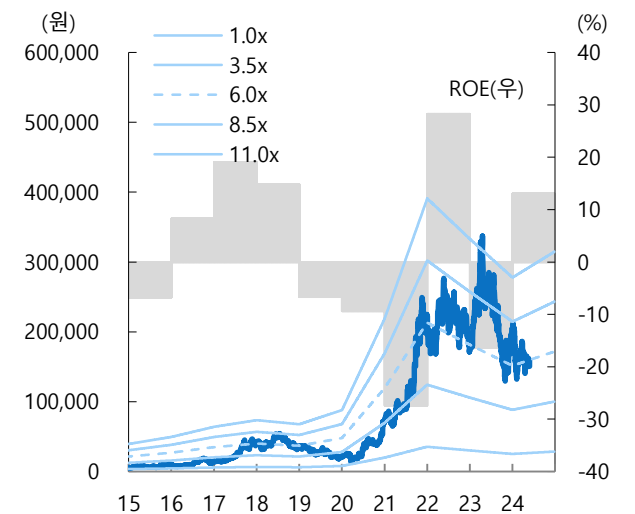
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
출하량 가정(천t)	28	27	25	14	17	22	27	31	95	97	166	240
매출액	1,363	1,368	1,255	658	636	695	897	1,044	4,644	3,272	5,883	9,021
YoY 증감률	146%	59%	1%	-46%	-53%	-49%	-29%	59%	19%	-30%	80%	53%
QoQ 증감률	11%	0%	-8%	-48%	-3%	9%	29%	16%				
매출원가	1,304	1,344	1,221	915	819	745	870	1,009	4,784	3,443	5,523	8,349
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	672
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	81	108	154
판매비율	1%	2%	2%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
영업이익	40	3	15	-280	-204	-73	8	15	-222	-253	252	518
영업이익률	3%	0%	1%	-43%	-32%	-10%	1%	1%	-5%	-8%	4%	6%
YoY 증감률	-24%	-95%	-85%	적전	적전	적전	-43%	흑전	적전	적지	흑전	106%
QoQ 증감률	-24%	-93%	393%	적전	적지	적지	흑전	77%				
세전이익	-23	58	45	-375	-149	-88	-7	0	-296	-243	177	455
당기순이익	-16	49	56	-285	-112	-68	-3	6	-195	-177	128	343
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	167%
QoQ 증감률	적전	흑전	14%	적전	적지	적지	적지	흑전				

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

<그림134> 엘앤에프 12개월 선행 P/E 차트



<그림135> 엘앤에프 12개월 선행 P/B 차트



자료 : 하이투자증권 리서치본부

〈그림136〉 엘앤에프 목표주가 산출								
	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	비고
EPS(원)	-573	-3,526	7,526	-5,372	-4,865	3,524	9,412	지배주주순이익 기준
BPS(원)	6,930	17,799	35,530	30,268	25,256	28,669	37,971	
고점 P/E(배)	-24.1	-18.5	36.8	-24.1	-29.5			최근 3년간 평균: -
평균 P/E(배)	-58.4	-35.3	28.5	-40.9	-37.9			최근 3년간 평균: -
저점 P/E(배)	-125	-70.7	22.4	-62.7	-43.5			최근 3년간 평균: -
고점 P/B(배)	9.0	12.5	7.8	11.1	8.4			최근 3년간 평균: 9.8
평균 P/B(배)	4.2	6.3	6.0	7.3	7.3			최근 3년간 평균: 6.2
저점 P/B(배)	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(원)					9,412			2026~2028년 전세계/북미 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균
Target P/E(배)=26년					25.0			
적정 주가(원)					235,302			
목표 주가(원)					230,000			2026년 기준 P/E 24.4배, P/B 6.1배
전일 증가(원)					159,100			2026년 기준 P/E 16.9배, P/B 4.2배
상승 여력					44.6%			

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		1,969	2,166	2,506	3,364
현금 및 현금성자산		241	742	562	516
단기금융자산		19	20	19	21
매출채권		427	390	497	735
재고자산		1,163	834	1,338	1,958
비유동자산		1,382	1,626	1,975	2,262
유형자산		1,120	1,355	1,580	1,800
무형자산		12	9	7	5
자산총계		3,351	3,793	4,481	5,626
유동부채		1,747	1,869	1,933	2,239
매입채무		143	296	348	657
단기차입금		718	718	718	718
유동성장기부채		87	73	80	77
비유동부채		494	994	1,495	1,995
사채		-	500	1,000	1,500
장기차입금		466	466	466	466
부채총계		2,241	2,864	3,428	4,234
지배주주지분		1,097	917	1,041	1,378
자본금		18	18	18	18
자본잉여금		704	704	704	704
이익잉여금		358	181	309	651
기타자본항목		17	13	9	5
비지배주주지분		13	12	13	14
자본총계		1,110	929	1,053	1,392

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		-375	301	-272	-191
당기순이익		-195	-177	128	343
유형자산감가상각비		44	65	75	80
무형자산상각비		2	3	2	2
지분법관련손실(이익)		0	0	0	0
투자활동 현금흐름		-561	-340	-367	-355
유형자산의 처분(취득)		-482	-300	-300	-300
무형자산의 처분(취득)		-4	-	-	-
금융상품의 증감		-127	-69	-98	-84
재무활동 현금흐름		1,050	493	514	503
단기금융부채의증감		257	-14	7	-3
장기금융부채의증감		796	500	500	500
자본의증감		8	0	-	-
배당금지급		-17	-	-	-
현금및현금성자산의증감		121	501	-180	-47
기초현금및현금성자산		120	241	742	562
기말현금및현금성자산		241	742	562	516

자료 : 엘엔에프, 하이투자증권 리서치본부

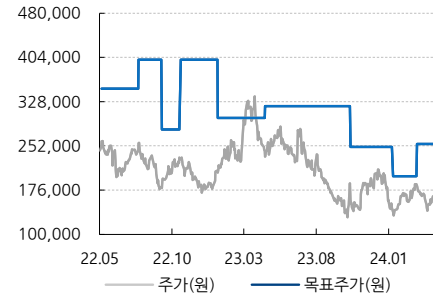
포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		4,644	3,272	5,883	9,021
증가율(%)		19.5	-29.6	79.8	53.3
매출원가		4,784	3,443	5,523	8,349
매출총이익		-140	-172	360	672
판매비와관리비		83	81	108	154
연구개발비		28	24	39	63
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-222	-253	252	518
증가율(%)		적전	적지	흑전	105.6
영업이익률(%)		-4.8	-7.7	4.3	5.7
이자수익		9	24	19	17
이자비용		79	77	108	119
지분법이익(손실)		0	0	0	0
기타영업외손익		-16	9	-15	-3
세전계속사업이익		-296	-243	177	455
법인세비용		-101	-66	49	112
세전계속이익률(%)		-6.4	-7.4	3.0	5.0
당기순이익		-195	-177	128	343
순이익률(%)		-4.2	-5.4	2.2	3.8
지배주주귀속 순이익		-194	-177	128	342
기타포괄이익		-4	-4	-4	-4
총포괄이익		-199	-181	124	339
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-5,372	-4,865	3,524	9,412
BPS		30,268	25,256	28,669	37,971
CFPS		-4,087	-3,005	5,661	11,671
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER				45.1	16.9
PBR			6.3	5.5	4.2
PCR			-52.9	28.1	13.6
EV/EBITDA		-	-	22.6	13.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-16.4	-17.5	13.1	28.2
EBITDA이익률		-3.8	-5.7	5.6	6.7
부채비율		201.9	308.3	325.4	304.2
순부채비율		91.1	107.1	159.8	159.8
매출채권회전율(x)		7.6	8.0	13.3	14.7
재고자산회전율(x)		3.9	3.3	5.4	5.5

엘앤에프 투자의견 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	-21.8%	-18.8%
2024-05-28	Buy	230,000		



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]

매수  
92.1%

중립(보유)  
7.9%

매도  
-