

엘앤에프 066970

하이니켈 출하량 반등 시작

4Q24P Re: 재고평가손실 478억원 인식으로 컨센서스 하회

4Q24P 매출액 3,653억원(+3.9% QoQ, -44.5% YoY), 영업적자 1,498억원(적지 QoQ, 적지 YoY)로 컨센서스 영업적자 1,019억원을 하회했다. 메탈가 하락에 따른 역래깅 효과 지속으로 NCM523 중심 원가율 상승과 재고자산평가손실 478억원 인식이 주요했다. ASP는 -5% QoQ, 출하량은 +11% QoQ를 기록했다. ASP는 메탈가 하락 지속과 하이니켈에서의 리튬 도급 조정으로 하락했다. 출하량은 3Q24 핵심 고객사의 재고조정이 끝나고 금분기부터 본격화된 NCMA95 영향으로 증가했다. NCM523도 ESS향은 LFP ESS 전환에 따라 출하량 부진이 지속됐으나 유럽향 고객사들의 Restocking 영향으로 출하량을 큰 폭으로 상쇄했다.

2025F 하이니켈 출하량 반등세 지속되며 실적 방어 기대

2025F 매출액 2.7조원(+39.5% YoY), 영업이익 509억원(흑전 YoY)를 예상한다. 리튬 가격이 안정화 흐름을 보임에 따라 추가적인 판가 하락 가능성은 제한적이다. 이를 감안 시 추가적인 재고자산평가손실 인식은 없을 것으로 판단한다. 출하량은 4Q24부터 반등한 46-Series향 NCMA95이 상승세를 견인할 전망이다. 2Q25부터 신형 2170향 납품도 개시되며 하이니켈의 출하량이 큰 폭으로 증가할 것으로 기대한다. 또한 유럽 배출규제 리스크가 해소되지 않은 상황에서 유럽향 Re-stocking 수요가 발생하며 LFP ESS 부진을 상쇄할 전망이다. 큰 폭으로 하락했던 가동률 개선이 정상화되는 해인 만큼 CAPA 증설 없이 고정비 부담이 개선될 것으로 보인다. 이에 25F OPM은 2.1%(+22%p YoY)로 흑전을 예상한다.

트럼프 IRA 정책 리스크 해소와 함께 신규 고객사 가시화 기대

LFP 신규사업이 고객사 다각화에 기여할 전망이다. 양산은 2H26부터 개시될 예정으로 3,000억원 투자 규모 감안 시 3만톤 수준일 것으로 추정된다. 이에 2027년 제품 비중은 하이니켈 75%, 중저가 25%(LFP 20%)로 예상된다. IRA 정책 불확실성 해소 후 신규 고객사가 확인될 경우 추정치 상향을 기대해 볼만하다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,887	4,644	1,907	2,661	3,730
영업이익	266	-222	-510	51	159
영업이익률(%)	6.9	-4.8	-26.8	1.9	4.3
세전이익	341	-296	-480	45	179
지배주주지분순이익	270	-194	-364	41	137
EPS(원)	7,495	-5,361	-10,850	1,227	4,087
증감률(%)	흑전	적전	적지	흑전	233.1
ROE(%)	28.3	-16.4	-39.8	5.5	16.3
PER (배)	23.1	-38.1	-7.7	67.7	20.3
PBR (배)	4.9	6.7	4.1	3.9	3.3
EV/EBITDA (배)	23.9	-52.2	-10.9	36.6	19.9

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2025.02.06

매수(유지)

목표주가(유지)	140,000원
현재주가(02/05)	83,100원
상승여력	68.5%

Stock Data

KOSPI	2,509.3pt
시가총액(보통주)	3,016십억원
발행주식수	36,297천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	336천주
60일 평균거래대금	33,103백만원
외국인 지분율	21.0%
52주 최고가	199,000원
52주 최저가	76,700원
주요주주	
새로닉스(외 18인)	23.7%
자사주(외 1인)	7.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	1.8	-0.9
3M	-28.1	-25.4
6M	-10.1	-12.8

주가차트

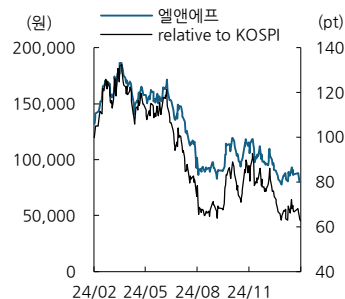


표1 엘앤에프 4Q24P 실적 Review

(십억원, %)	4Q24P	3Q24	4Q23	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	365	352	658	3.9	(44.5)	359	1.8	340	7.6
하이니켈	267	238	451	11.9	(40.9)			247	
미드니켈	98	113	206	(13.0)	(52.3)			92	
영업이익	(150)	(72)	(280)	적지	적지	(102)	적지	(81)	적지
OPM	(41.0)	(20.6)	(42.6)	(20.4)	1.6			(23.7)	
지배순이익	(103)	(76)	(284)	적지	적지	(109)	적지	(153)	적지
NPM	(28.3)	(21.6)	(43.2)	(6.6)	14.9			(45.1)	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2024P	2025F	2024P	2025F	2024P	2025F
매출액	1,882	3,137	1,907	2,661	1.4	(15.2)
영업이익	(441)	67	(510)	51	적지	(24.0)
OPM	(23.4)	2.1	(26.8)	1.9	(3.3)	(0.2)
지배순이익	(414)	51	(365)	41	적지	(19.0)

자료: DS투자증권 리서치센터

표1 엘앤에프 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	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
매출액	636	555	352	365	389	563	824	886	4,644	1,907	2,661	(58.9)
하이니켈	442	299	238	267	290	452	702	751	3,222	1,246	2,195	(61.3)
미드니켈	193	256	113	98	99	111	122	135	1,422	661	467	(53.5)
영업이익	(204)	(84)	(72)	(150)	(7)	8	23	28	(222)	(510)	51	적지
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(41.0)	(1.9)	1.4	2.7	3.1	(4.8)	(26.8)	1.9	(22.0)
지배순이익	(112)	(74)	(76)	(103)	4	23	19	(5)	(194)	(365)	41	적지
NPM	(17.5)	(13.3)	(21.6)	(28.3)	1.1	4.1	2.3	(0.6)	(4.2)	(19.1)	1.5	(14.9)
YoY												
매출액	(53.4)	(59.4)	(72.0)	(44.5)	(38.9)	1.4	134.4	142.5	19.5	(58.9)	39.5	-
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	-
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(41.0)	(1.9)	1.4	2.7	3.1	(4.8)	(26.8)	1.9	-
지배순이익	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적지	흑전	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엘앤에프 Valuation Table

항목	단위	26F	비고
EBITDA	(십억원)	273	26F EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	(배)	27.7	최근 3개년 내 최저 Multiple에 50% 프리미엄 적용
EV	(십억원)	7,559	
(+) 자산가치	(십억원)	57	
(-) 순차입금	(십억원)	2,414	
Equity Value	(십억원)	5,203	
시가총액	(십억원)	3,016	전일 기준
Target Price	(원)	140,000	
Current Price	(원)	83,100	
Upside	(%)	68.5	

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 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

표4 엘앤에프 고객사별 매출 추정

고객사별 매출 추정	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액, 조원				
LG 에너지솔루션	1.6	1.8	2.2	2.3
테슬라	-	0.4	0.8	1.2
SK 온	0.3	0.5	0.6	0.6
유럽 배터리社	-	-	0.1	0.5
Others				
총 매출	1.9	2.7	3.7	4.7
매출비중, %				
LG 에너지솔루션	84.2	65.7	59.0	50.1
테슬라	-	14.2	20.8	26.2
SK 온	15.8	20.1	16.9	13.3
유럽 배터리社	-	-	3.3	10.5
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
총 공급 용량 (GWh)	-	7.5	14.6	27.4
양극재 공급량 환산 (kt)	-	11.3	21.9	41.1
ASP (백만원/kt)	-	35	35	35
기대 매출	-	0.40	0.77	1.45
(가정) LGES-테슬라향 매출 추정				
난징 원통형 CAPA (GWh)	45	45	55	55
점유율, %	70	70	70	70
가동률, %	59	61	65	70
오창 원통형 CAPA (GWh)	14	18	18	18
점유율, %	70	70	70	70
가동률, %	60	63	65	70
기대 매출	1.6	1.8	2.2	2.3

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	1,041	1,314	1,719	매출액	3,887	4,644	1,907	2,661	3,730
현금 및 현금성자산	120	241	268	337	728	매출원가	3,536	4,784	2,324	2,516	3,439
매출채권 및 기타채권	801	426	195	374	326	매출총이익	351	-140	-416	145	291
재고자산	1,228	1,163	514	536	596	판매비 및 관리비	85	83	94	94	132
기타	154	139	64	66	69	영업이익	266	-222	-510	51	159
비유동자산	721	1,382	1,954	2,341	2,691	(EBITDA)	297	-176	-445	144	273
관계기업투자등	3	130	132	137	143	금융손익	8	-63	-49	-35	-32
유형자산	710	1,120	1,586	1,958	2,291	이자비용	21	79	74	81	89
무형자산	8	12	14	15	16	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	3,024	3,351	2,995	3,656	4,409	기타영업외손익	67	-10	80	29	52
유동부채	1,288	1,747	1,795	2,315	2,812	세전계속사업이익	341	-296	-480	45	179
매입채무 및 기타채무	644	201	112	272	331	계속사업법인세비용	70	-101	-113	9	47
단기금융부채	535	1,543	1,672	2,032	2,470	계속사업이익	271	-195	-367	36	132
기타유동부채	109	3	10	11	11	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	451	494	458	557	676	당기순이익	271	-195	-367	36	132
장기금융부채	443	491	457	555	674	지배주주	270	-194	-364	41	137
기타비유동부채	8	3	2	2	2	총포괄이익	271	-195	-367	36	132
부채총계	1,739	2,241	2,253	2,872	3,489	매출총이익률 (%)	9.0	-3.0	-21.8	5.5	7.8
지배주주지분	1,280	1,097	731	773	910	영업이익률 (%)	6.9	-4.8	-26.8	1.9	4.3
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	7.7	-3.8	-23.4	5.4	7.3
자본잉여금	665	704	703	703	703	당기순이익률 (%)	7.0	-4.2	-19.2	1.4	3.6
이익잉여금	572	358	-6	35	172	ROA (%)	11.9	-6.1	-11.5	1.2	3.4
비지배주주지분(연결)	6	13	11	11	11	ROE (%)	28.3	-16.4	-39.8	5.5	16.3
자본총계	1,285	1,110	742	784	921	ROIC (%)	14.4	-6.6	-14.2	1.5	3.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-864	-375	437	84	307	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	271	-195	-367	36	132	P/E	23.1	-38.1	-7.7	67.7	20.3
비현금수익비용가감	79	15	-4	90	130	P/B	4.9	6.7	4.1	3.9	3.3
유형자산감가상각비	30	44	62	88	105	P/S	1.6	1.6	1.6	1.1	0.8
무형자산상각비	1	2	3	5	9	EV/EBITDA	23.9	-52.2	-10.9	36.6	19.9
기타현금수익비용	48	-32	-51	-91	-52	P/CF	17.8	n/a	n/a	23.9	11.5
영업활동 자산부채변동	-1,199	-24	851	-43	45	배당수익률 (%)	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-572	370	228	-178	48	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-967	64	649	-22	-60	매출액	300.4	19.5	-58.9	39.5	40.1
매입채무 증가(감소)	428	-448	-65	160	59	영업이익	501.8	적전	적지	흑전	212.4
기타자산 부채변동	-88	-10	39	-2	-2	세전이익	흑전	적전	적지	흑전	295.0
투자활동 현금	-82	-561	-530	-473	-475	당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	263.3
유형자산처분(취득)	-287	-482	-535	-460	-438	EPS	흑전	적전	적지	흑전	233.1
무형자산 감소(증가)	-2	-4	1	-6	-10	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	207	-103	4	2	-18	부채비율	135.3	201.9	303.4	366.5	378.9
기타투자활동	-1	27	0	-9	-9	유동비율	178.8	112.7	58.0	56.8	61.1
재무활동 현금	795	1,050	113	459	558	순차입금/자기자본(x)	66.6	159.9	250.3	286.7	262.2
차입금의 증가(감소)	552	1,053	118	459	558	영업이익/금융비용(x)	12.5	-2.8	-6.9	0.6	1.8
자본의 증가(감소)	248	7	2	0	0	총차입금 (십억원)	978	2,034	2,128	2,587	3,145
배당금의 지급	0	17	0	0	0	순차입금 (십억원)	856	1,775	1,858	2,247	2,414
기타재무활동	-5	-10	-8	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-152	121	26	70	390	EPS	7,495	-5,361	-10,850	1,227	4,087
기초현금	272	120	241	268	337	BPS	35,530	30,268	20,152	21,287	25,066
기말현금	120	241	268	337	728	SPS	107,925	128,121	52,552	73,325	102,764
NOPLAT	212	-161	-370	41	118	CFPS	9,724	-4,968	-10,216	3,483	7,242
FCF	-931	-766	-49	-389	-167	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)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
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	-30.0	-14.7		
2024-11-04	매수	140,000	-31.3	-15.6		
2025-02-06	매수	140,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

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.