

2024. 04. 15



Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안희수

02 3779 8897 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	270,000 원
현재주가	162,000 원
상승여력	61.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (4/12)	2,706.96 pt
시가총액	60,729 억원
발행주식수	36,256 천주
52 주 최고가/최저가	337,000 / 129,400
90 일 일평균거래대금	1,021.14 억원
외국인 지분율	21.0%
배당수익률(24.12E)	0.3%
BPS(24.12E)	27,166 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 3.3%
	6개월 -4.3%
	12개월 -53.5%
주주구성	새로닉스 (외 15인) 23.7%
	자사주 (외 1인) 7.6%

Stock Price



엘앤에프

(066970)

신규 고객사, 신규 폼팩터 향 시동거는 2024년

1Q24 Preview: 재고평가손실 영향 지속

1Q24 실적은 연결 매출액 5,812억원(-57.4%YoY, -11.6%QoQ), 영업적자 -2,115억 원을 예상한다. 영업적자의 주된 원인은 재고평가손실로, 평가기준 리튬가격 \$37/kg → \$20/kg 하락 가정하여 약 2,300억원 반영하였다. 전방 산업 둔화에도 불구하고, 출하량은 기저효과 및 동사 제품이 탑재되는 EV모델의 북미 판매 성장세로 +26% QoQ 증가 예상된다. ASP는 NCMA 제품 flat QoQ, NCM523 제품은 -17% QoQ 하락 예상된다. 2Q24 연결 매출액 5,722억원(-58.2% YoY, -1.6% QoQ), 영업적자 -180억 전망한다. 리튬 가격 \$20/kg 수준으로 회복하지 않으면 재고평가손실 추가 발생 가능하다.

출하량 증가는 2024년 하반기부터

동사는 3/25 SKON향, 4/11 유럽 Northvolt향 공급계약 공시를 발표하며 본격적인 고객 다변화를 보여주었다. 1) SKON향 수주는 13.1조원, 30만톤 규모의 88% 이상 하이 니켈 양극재 공급계약으로, SKON-현대차 미국 JV공장에 독점 공급 하는 것으로 추정된다. 사급으로 원재료 조달하여 메탈가 변동 리스크를 줄이고 안정적 마진 확보 계획이다. 2) Northvolt향 수주는 9.2조원, 17.6만톤 규모의 92% 하이니켈 양극재 공급계약이다. 추후 리사이클링 원료 활용하여 유럽의 규제 충족 계획이다. 이외에도 LGES 애리조나 공장향 및 4680 배터리향 수주, 현대차 향 추가 수주도 유력하게 기대된다. 전기차 수요 둔화 흐름에서 하반기 4680배터리 양산-Cybertruck 출하 증가는 새로운 milestone으로 작용할 것이고, Legacy OEM 기업들 중 GM과 Ford의 속도 조절과 현대차그룹의 적극적 행보는 비교되는 상황이다. 또한 Northvolt는 독일 공장 착공 시작했다.

투자의견 Buy, 목표주가 270,000원 유지

투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000원으로 유지한다. 원가경쟁력을 원하는 OEM사와의 직계약, 기술경쟁력을 원하는 신생 배터리사와의 계약이 갖는 의미는 동사의 고용량 하이니켈 제품군 경쟁력이 인정 받은 것이라 해석된다. 전방 산업 성장 둔화 흐름 속에서 신규 폼팩터+신규 고객사 수주 확보 보여주며 Q 성장 자신감이 올라가고 있다. 올해 양극재 종목들 중에서는 동사가 Peer 대비 높은 밸류에이션 매력도+드디어 윤곽이 드러난 고객 다변화로 주목받을 것이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,887	4,644	2,692	4,654	7,275
영업이익	266	-222	-154	230	465
순이익	271	-195	-94	150	347
EPS (원)	8,112	-5,382	-2,615	4,162	9,615
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	131.0
PER (x)	21.4	-37.9	-64.1	40.2	17.4
PBR (x)	4.9	6.7	6.2	5.4	4.2
영업이익률 (%)	6.9	-4.8	-5.7	4.9	6.4
EBITDA 마진 (%)	7.7	-3.8	-2.3	9.0	9.2
ROE (%)	28.3	-16.4	-9.1	14.3	27.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 1Q24 Preview

(십억원)	1Q24	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	581	658	1,363	-11.6%	-57.4%	733	-20.7%
영업이익	-212	-280	40	적지	적전	-87	n/a
영업이익률	-36.4%	-42.6%	3.0%	-39.4%p	-39.4%p	-11.9%	-24.5%p
순이익	-158	-285	-16	적지	적지	-52	n/a
순이익률	-27.1%	-43.3%	-1.2%	16.2%p	-25.9%p	-7.1%	-20.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	1,363	1,368	1,255	658	581	572	671	867	4,644	2,692	4,654
yoy	146.2%	58.6%	1.0%	-46.5%	-57.4%	-58.2%	-46.5%	31.9%	19.5%	-42.0%	72.9%
qoq	10.9%	0.4%	-8.2%	-47.6%	-11.6%	-1.6%	17.3%	29.2%			
영업이익	40	3	15	-280	-212	-2	16	44	-222	-154	230
yoy	-23.8%	-95.1%	-85.0%	적전	적전	적전	7.8%	흑전	적전	적지	흑전
qoq	-24.2%	-92.6%	392.9%	적전	적지	적지	흑전	175.0%			
OPM(%)	3.0%	0.2%	1.2%	-42.6%	-36.4%	-0.3%	2.4%	5.0%	-4.8%	-5.7%	4.9%
세전이익	-23	58	45	-375	-197	10	25	45	-296	-118	188
당기순이익	-16	49	56	-285	-158	8	20	36	-195	-94	150
당기순이익률	-1.2%	3.6%	4.5%	-43.3%	-27.1%	1.3%	2.9%	4.1%	-4.2%	-3.5%	3.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추정 변경내역

	1Q24E			2024E			2025E		
(연결)	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	1,148	581	-49%	4,880	2,692	-45%	6,296	4,654	-26%
영업이익	41	-212	-616%	219	-154	-170%	311	230	-26%
영업이익률	3.6%	-36.4%	-40.0%p	4.5%	-5.7%	-10.2%p	4.9%	4.9%	0.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,303	1,969	2,414	2,806	3,411
현금 및 현금성자산	120	241	755	566	534
매출채권 및 기타채권	801	426	564	865	1,127
재고자산	1,228	1,163	950	1,224	1,594
기타유동자산	154	139	144	150	156
비유동자산	721	1,382	1,709	2,138	2,490
관계기업투자등	3	130	135	141	146
유형자산	710	1,120	1,432	1,847	2,185
무형자산	8	12	17	21	24
자산총계	3,024	3,351	4,123	4,944	5,901
유동부채	1,288	1,747	2,431	2,920	3,348
매입채무 및 기타채무	644	201	485	784	1,020
단기금융부채	535	1,543	1,943	2,133	2,324
기타유동부채	109	3	3	3	4
비유동부채	451	494	694	894	1,094
장기금융부채	443	491	691	891	1,091
기타비유동부채	8	3	3	3	3
부채총계	1,739	2,241	3,125	3,814	4,442
자배주주지분	1,280	1,097	985	1,117	1,446
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	665	704	704	704	704
이익잉여금	572	358	245	378	707
비자배주주지분(연결)	6	13	13	13	13
자본총계	1,285	1,110	998	1,130	1,459

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,887	4,644	2,692	4,654	7,275
매출원가	3,536	4,784	2,739	4,268	6,645
매출총이익	351	-140	-48	385	630
판매비 및 관리비	85	83	106	155	165
영업이익	266	-222	-154	230	465
(EBITDA)	297	-176	-63	419	669
금융손익	8	-63	-70	-70	-70
이자비용	21	79	80	80	80
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	67	-10	106	28	39
세전계속사업이익	341	-295	-118	188	434
계속사업법인세비용	70	-101	-24	38	87
계속사업이익	271	-195	-94	150	347
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	-195	-94	150	347
지배주주	270	-194	-94	150	347
총포괄이익	271	-195	-94	150	347
매출총이익률 (%)	9.0	-3.0	-1.8	8.3	8.7
영업이익률 (%)	6.9	-4.8	-5.7	4.9	6.4
EBITDA 마진률 (%)	7.7	-3.8	-2.3	9.0	9.2
당기순이익률 (%)	7.0	-4.2	-3.5	3.2	4.8
ROA (%)	11.9	-6.1	-2.5	3.3	6.4
ROE (%)	28.3	-16.4	-9.1	14.3	27.1
ROIC (%)	14.4	-6.6	-4.1	6.0	9.8

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-864	-375	350	58	152
당기순이익(손실)	271	-195	-94	150	347
비현금수익비용가감	79	15	91	189	205
유형자산감가상각비	30	44	88	185	200
무형자산상각비	1	2	3	4	4
기타현금수익비용	48	-108	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-1,199	-24	354	-281	-400
매출채권 감소(증가)	-572	370	-138	-301	-261
재고자산 감소(증가)	-967	64	213	-274	-370
매입채무 증가(감소)	428	-448	283	299	237
기타자산, 부채변동	-88	-10	-5	-5	-5
투자활동 현금	-82	-561	-419	-619	-557
유형자산처분(취득)	-287	-482	-400	-600	-538
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	207	-103	-6	-6	-6
기타투자활동	-1	27	-5	-5	-5
재무활동 현금	795	1,050	582	372	373
차입금의 증가(감소)	552	1,053	600	390	391
자본의 증가(감소)	248	8	-18	-18	-18
배당금의 지급	0	17	-18	-18	-18
기타재무활동	-5	-10	0	0	0
현금의 증가	-152	121	514	-189	-32
기초현금	272	120	241	755	566
기말현금	120	241	755	566	534

자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	21.4	-37.9	-64.1	40.2	17.4
P/B	4.9	6.7	6.2	5.4	4.2
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-126.7	20.3	13.4
P/CF	17.8		n/a	17.9	11.0
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	300.4	19.5	-42.0	72.9	56.3
영업이익	501.8	적전	적지	흑전	101.9
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	131.0
당기순이익	흑전	적전	적지	흑전	131.0
EPS	흑전	적전	적지	흑전	131.0
안정성 (%)					
부채비율	135.3	201.9	313.3	337.6	304.5
유동비율	178.8	112.7	99.3	96.1	101.9
순차입금/자기자본(x)	66.6	159.9	186.5	215.9	196.2
영업이익/금융비용(x)	12.5	-2.8	-1.9	2.9	5.8
총차입금 (십억원)	978	2,034	2,634	3,024	3,415
순차입금 (십억원)	856	1,775	1,861	2,439	2,862
주당지표 (원)					
EPS	8,112	-5,382	-2,615	4,162	9,615
BPS	35,530	30,268	27,166	30,814	39,893
CFPS	9,724	n/a	n/a	9,357	15,220
DPS	500	500	500	500	500

엘앤에프 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			과리율(%)
						최고 대비	최저 대비	평균 대비	
500,000 400,000 300,000 200,000 100,000 0			2019.05.05	신규	커버리지제외 안회수				
			2023.05.30	Buy	420,000	-32.1		-39.6	
			2023.08.04	Buy	350,000	-32.1		-47.0	
			2023.11.07	Buy	270,000				

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 3. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)