

# 엘앤에프(066970)

## 고객사 다변화로 실적 성장 가시성 확보

### SK온과 7년간 13.2조원 규모 하이-니켈 양극재 공급 계약 체결

전일 동사는 SK온과 총 13.2조원 규모의 전기차용 하이-니켈 양극재 공급 계약을 체결했다고 공시했다. 계약기간은 2024년부터 2030년까지 약 7년이며, 공급물량은 약 30만t 규모이다. 배터리 용량 기준 약 250GWh로 전기차 1대당 평균 배터리 탑재용량 75kWh 가정시 약 330만대에 달한다. 이를 근거로 추정한 양극재 공급 단가는 약 \$33.2 수준이다. 언론에 따르면 SK온을 통해 최종 고객사인 현대차 그룹의 국내외 전기차 생산 공장으로 공급된다. 공급 계약은 이루어졌지만 본격적인 제품 출하는 2026년부터 시작될 예정이며, 2025년까지는 미드-니켈 양극재 중심, 2026년부터는 니켈 비중 80% 후반대의 하이-니켈 단결정 양극재 중심으로 공급된다. 현대차 그룹의 2030년 전기차 판매량 목표치인 364만대 가정시 최종 고객사 내 동사의 양극재 점유율은 25~30% 수준일 것으로 추정된다. 또한 이번 계약에서 주목할 점은 원재료가 100% 사급 구조라는 것이다. 통상적으로 양극재 업체들은 원재료 가격 변화에 따라 실적 변동성이 커지게 되는데 고객사 사급 구조의 경우 매출과 이익 안정성을 확보할 수 있다는 점에서 긍정적인 요인이다.

### 고객사 다변화를 통한 중장기 실적 성장성 확보

지금까지 동사에 대한 가장 큰 우려는 Tesla향 매출 비중이 절대적으로 높다는 것이다. 2022년까지는 문제되지 않았지만 지난해부터 전기차 시장 수요 둔화 우려 속에 완성차 제조사간 경쟁이 치열해졌고, Tesla 내 LFP 배터리 채택 비중도 확대되면서 실적이 크게 악화됐다. 동사는 이를 해소하기 위해 오랜 기간 동안 고객사 다변화 노력을 기울여왔다. 최근 리튬 가격이 큰 폭의 하락세 이후 바닥에서 안정화되고 있다는 점을 고려할 때 이번 공급 계약건 외에도 상반기 내 국내외 고객사와의 추가 신규 수주들이 발생할 가능성이 높을 것으로 기대된다. 올해 동사 실적은 Tesla의 성장세 둔화와 양극재 판가 인하 영향으로 부진이 불가피할 전망이다. 특히 1Q24에도 리튬 분기 평균 가격이 하락세를 나타내고 있어 추가적인 재고자산 평가손실이 발생할 가능성이 높다. 이를 반영한 2024년 매출액은 3.5조원(-25% YoY), 영업이익은 -2,020억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 그러나 고객사 다변화를 통한 중장기 실적 성장세는 점차 가팔라질 수 있다는 점에 주목해야 한다.

### 매수 투자 의견 유지, 목표주가 25.5만원으로 상향

동사에 대한 목표주가를 255,000원으로 상향하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS에 2026~2028년 전세계와 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배를 적용해 산출했다. 동사는 지금도 다양한 완성차 OEM, 배터리 셀 업체들과 양극재 공급에 대해 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.

# iM하이

하이투자증권 DGB

## Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	255,000원(상향)
증가(2024.03.25)	186,300원
상승여력	36.9%

### Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,626만주
시가총액	6,754십억원
외국인지분율	21.3%
52주 추가	129,400~337,000원
60일평균거래량	637,868주
60일평균거래대금	112.7십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.5	0.4	6.2	-30.5
상대수익률	9.9	-4.9	-3.5	-43.8

### Price Trend



FY	2022	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	3,887	4,644	3,495	5,875
영업이익(십억원)	266	-222	-202	293
순이익(십억원)	271	-195	-162	147
EPS(원)	7,526	-5,372	-4,464	4,041
BPS(원)	35,530	30,268	25,687	29,617
PER(배)	23.1			46.1
PBR(배)	4.9	6.2	7.3	6.3
ROE(%)	28.3	-16.4	-16.0	14.6
배당수익률(%)	0.3			
EV/EBITDA(배)	23.4	-	-	22.8

주: 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

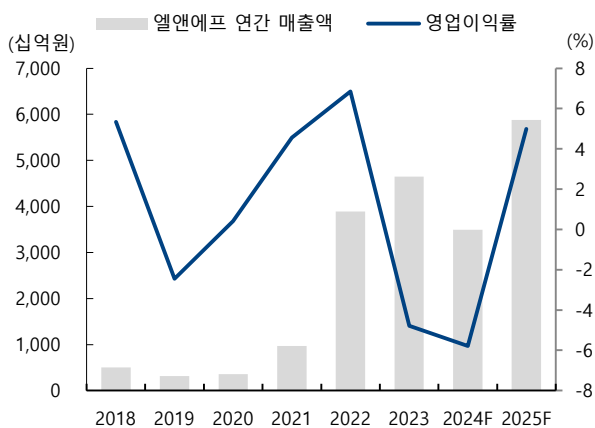
정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
출하량 가정(천t)	28	27	25	14	18	21	26	28	95	93	150	223
매출액	1,363	1,368	1,255	658	714	761	956	1,063	4,644	3,495	5,875	9,070
YoY 증감률	146%	59%	1%	-46%	-48%	-44%	-24%	62%	19%	-25%	68%	54%
QoQ 증감률	11%	0%	-8%	-48%	9%	7%	26%	11%				
매출원가	1,304	1,344	1,221	915	861	797	929	1,009	4,784	3,595	5,464	8,325
매출원가율	96%	98%	97%	139%	121%	105%	97%	95%	108%	104%	94%	93%
매출총이익	59	24	34	-257	-147	-35	27	54	-140	-101	411	746
매출총이익률	4%	2%	3%	-39%	-21%	-5%	3%	5%	-8%	-4%	6%	7%
판매비 및 관리비	19	21	19	23	28	29	21	23	83	101	117	169
판매비율	1%	2%	2%	4%	4%	4%	2%	2%	2%	3%	2%	3%
영업이익	40	3	15	-280	-175	-64	6	31	-222	-202	293	577
영업이익률	3%	0%	1%	-43%	-24%	-8%	1%	3%	-5%	-6%	5%	6%
YoY 증감률	-24%	-95%	-85%	적전	적전	적전	-58%	흑전	적전	적지	흑전	97%
QoQ 증감률	-24%	-93%	393%	적전	적지	적지	흑전	393%				
세전이익	-23	58	45	-375	-179	-70	1	25	-296	-223	203	489
당기순이익	-16	49	56	-285	-118	-51	-5	13	-195	-162	147	368
당기순이익률	-1%	4%	4%	-43%	-17%	-7%	-1%	1%	-4%	-5%	3%	4%
YoY 증감률	적전	-25%	-38%	적전	적지	적전	적전	흑전	적전	적지	흑전	151%
QoQ 증감률	적전	흑전	14%	적전	적지	적지	적지	흑전				

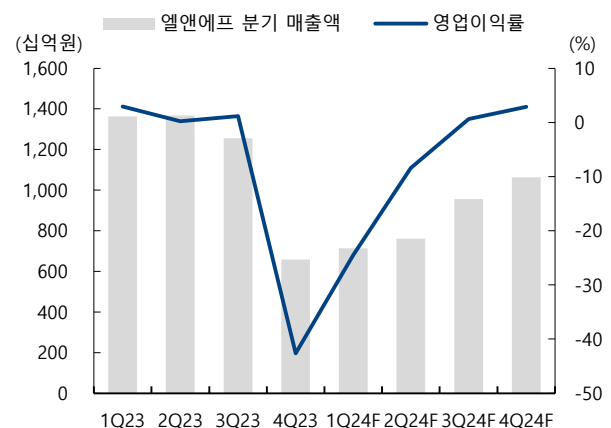
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



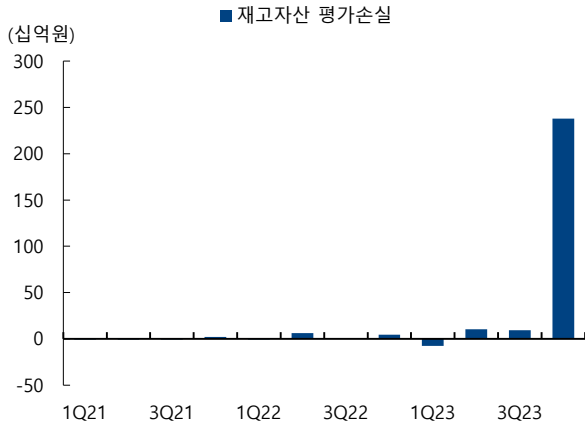
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



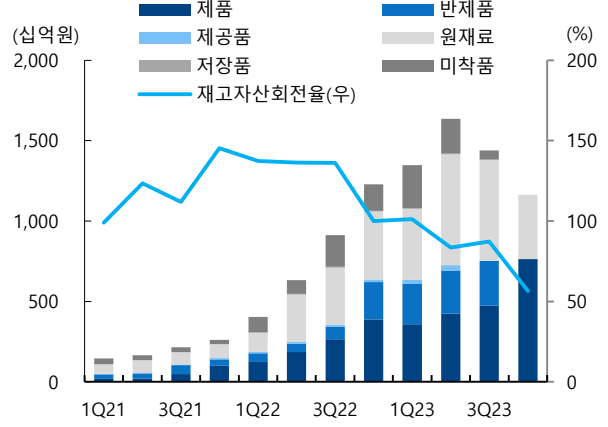
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 3. 엘앤에프 분기별 재고자산 평가손실 추이



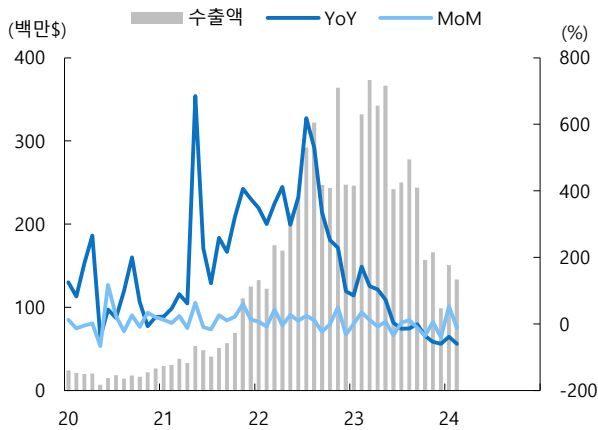
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 4. 엘앤에프 분기별 재고자산과 재고자산회전율 추이



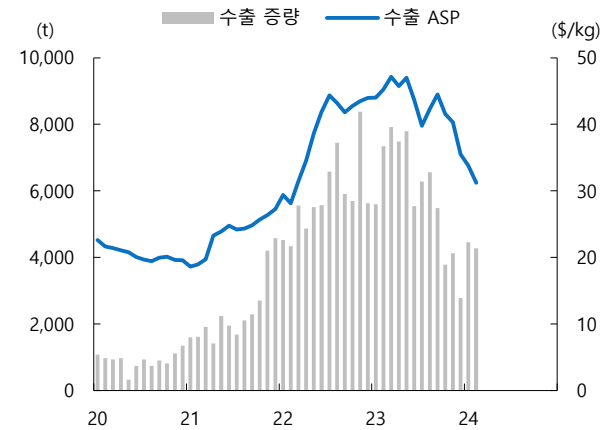
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림5. 대구 양극재 수출액 월별 추이



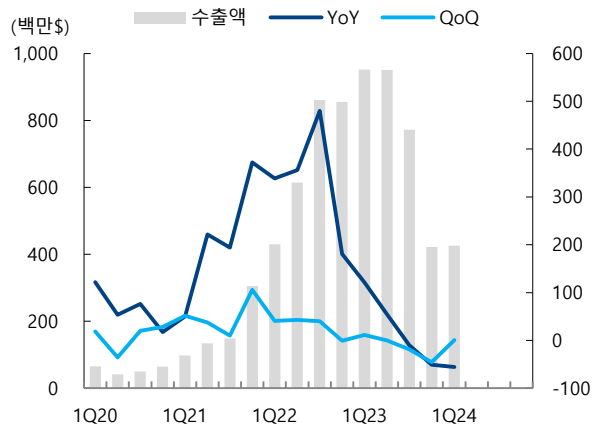
자료: KITA, 하이투자증권

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



자료: KITA, 하이투자증권

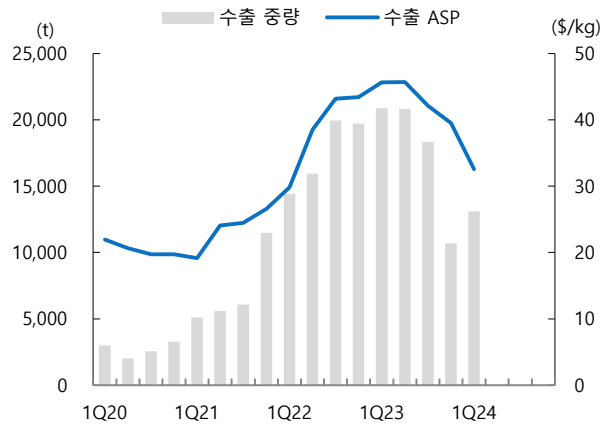
그림7. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



자료: KITA, 하이투자증권

주: 1Q24 수출액 1, 2월 합계 분기 환산

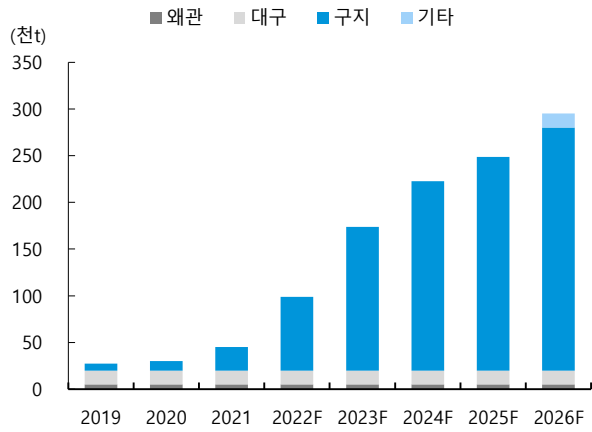
그림8. 대구 양극재 수출 중량과 ASP 분기별 추이



자료: KITA, 하이투자증권

주: 1Q24 수출 중량 및 ASP 1, 2월 합계 분기 환산

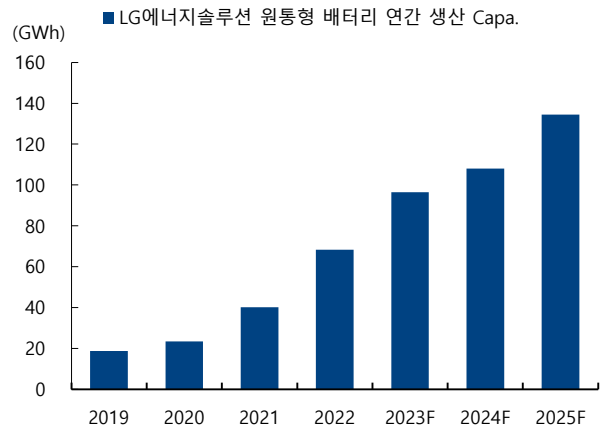
그림9. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

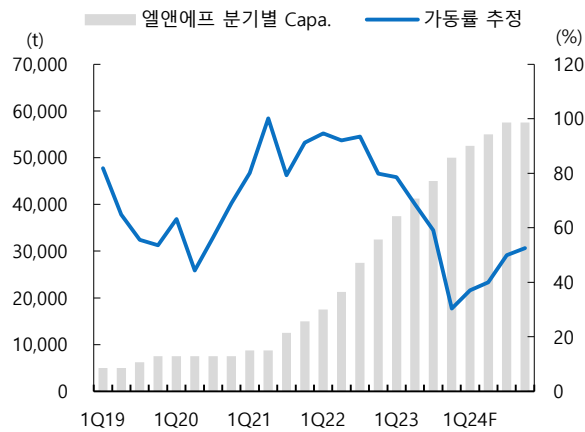
주: 현재 협의 중인 대규모 해외 공장 증설분 제외

그림10. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



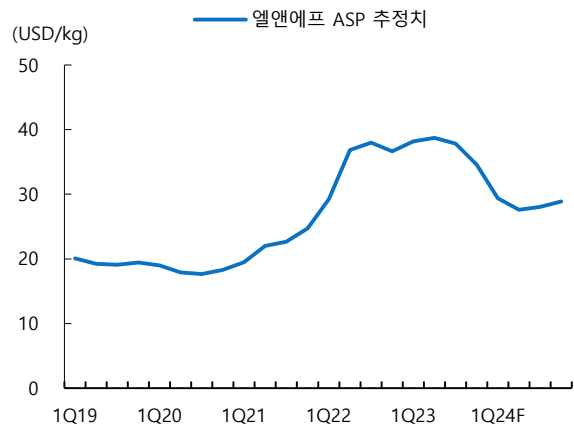
자료: LG에너지솔루션, 하이투자증권

그림11. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림12. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



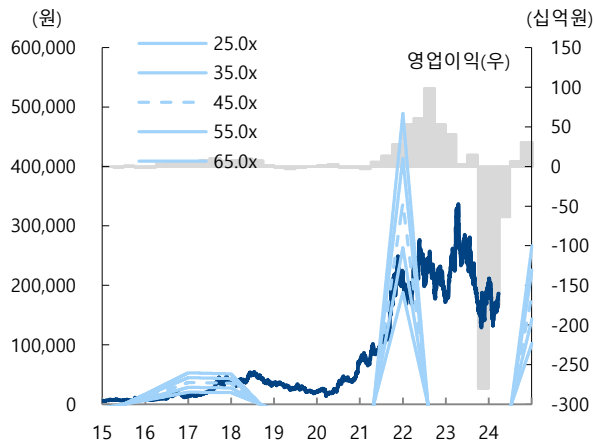
자료: 하이투자증권

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	비고
EPS(원)	-573	-3,526	7,526	-5,372	-4,464	4,041	10,122	지배주주순이익 기준
BPS(원)	6,930	17,799	35,530	30,268	25,687	29,617	39,629	
고점 P/E	-24.1	-18.5	36.8	-24.1	-32.1			최근 3년간 평균: -
평균 P/E	-58.4	-35.3	28.5	-40.9	-41.3			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-125	-70.7	22.4	-62.7	-47.4			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	9.0	12.5	7.8	11.1	8.2			최근 3년간 평균: 9.7
평균 P/B	4.2	6.3	6.0	7.3	7.2			최근 3년간 평균: 6.2
저점 P/B	1.7	3.3	4.7	4.3	5.6			최근 3년간 평균: 3.9
ROE	-9.1%	-27.0%	28.2%	-16.3%	-15.8%	14.5%	29.0%	
적용 EPS				10,122				2026~2028년 전세계/북미 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균
Target P/E(배)				25.0				
적정 추가(원)				253,062				
목표 추가(원)				255,000				2026년 기준 P/E 24.7배, P/B 6.3배
전일 증가(원)				186,300				2026년 기준 P/E 18.4배, P/B 4.7배
상승 여력				36.9%				

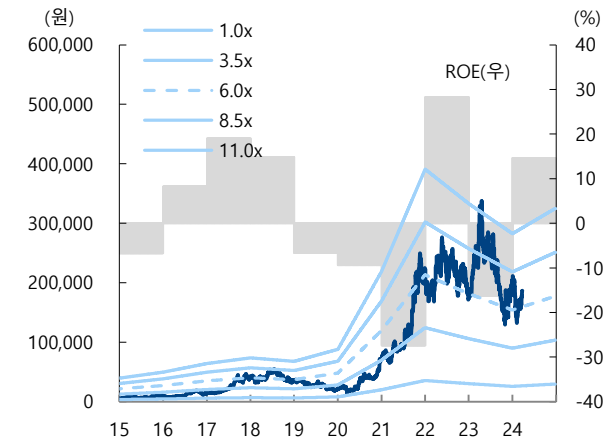
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 13. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

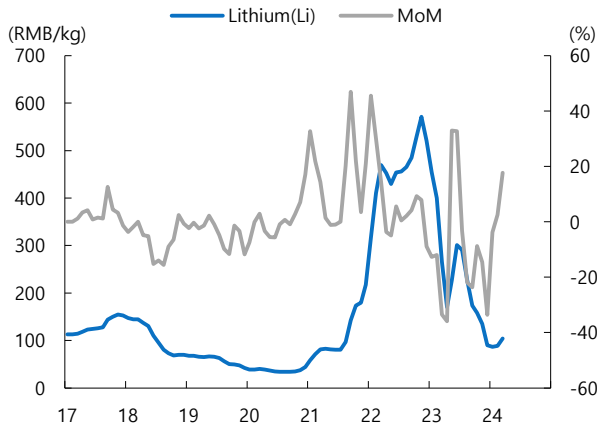
그림 14. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

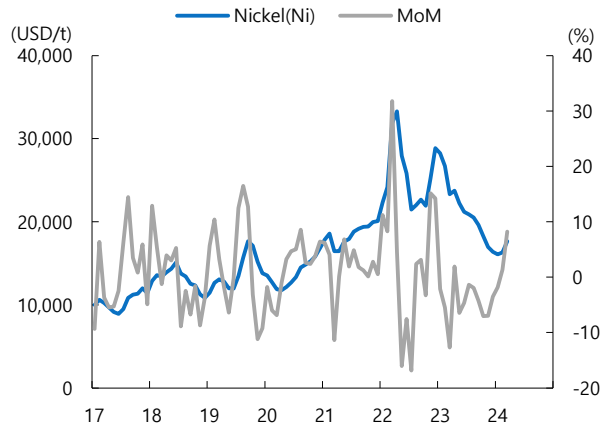
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림12. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



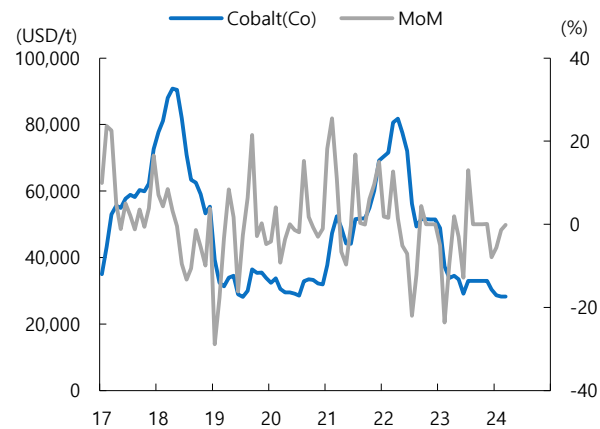
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림13. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



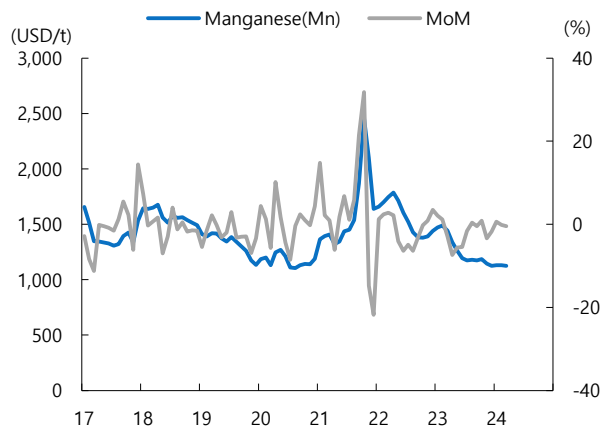
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림14. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



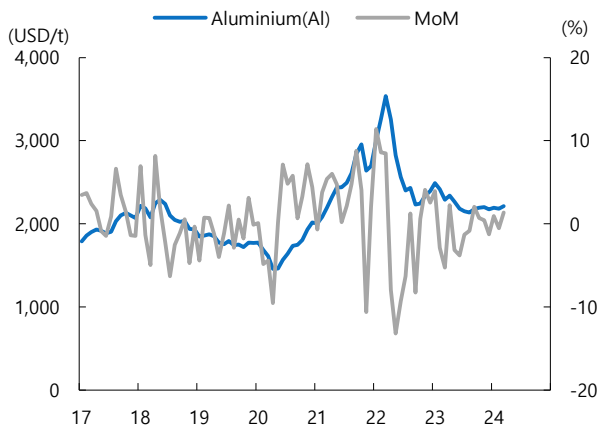
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림15. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

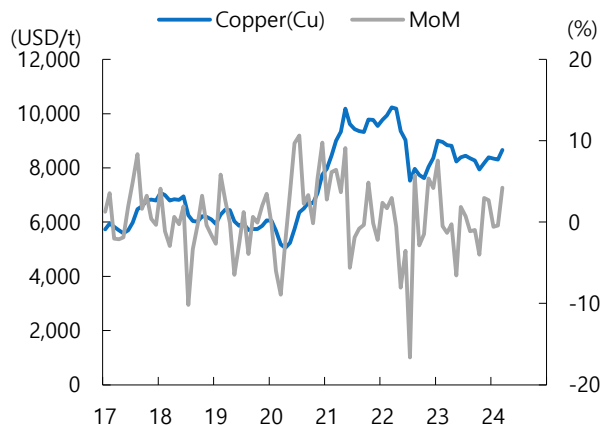
그림16. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2024년 3월 25일 기준

그림17. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2024년 3월 25일 기준

요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,303	1,969	2,209	2,554	매출액	3,887	4,644	3,495	5,875
현금 및 현금성자산	120	241	702	539	증가율(%)	300.4	19.5	-24.7	68.1
단기금융자산	40	19	20	19	매출원가	3,536	4,784	3,595	5,464
매출채권	802	427	417	496	매출총이익	351	-140	-101	411
재고자산	1,228	1,163	891	1,410	판매비와관리비	85	83	101	117
비유동자산	721	1,382	1,626	1,975	연구개발비	33	28	25	39
유형자산	710	1,120	1,355	1,580	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	12	9	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,024	3,351	3,836	4,530	영업이익	266	-222	-202	293
유동부채	1,288	1,747	1,897	1,948	증가율(%)	501.8	적전	적지	흑전
매입채무	601	143	324	363	영업이익률(%)	6.9	-4.8	-5.8	5.0
단기차입금	406	718	718	718	이자수익	5	9	23	18
유동성장기부채	59	87	73	80	이자비용	21	79	77	108
비유동부채	451	494	994	1,495	지분법이익(손실)	-	0	0	0
사채	-	-	500	1,000	기타영업외손익	24	-16	-18	-29
장기차입금	412	466	466	466	세전계속사업이익	341	-296	-223	203
부채총계	1,739	2,241	2,892	3,443	법인세비용	70	-101	-61	56
지배주주지분	1,280	1,097	931	1,074	세전계속이익률(%)	8.8	-6.4	-6.4	3.5
자본금	18	18	18	18	당기순이익	271	-195	-162	147
자본잉여금	665	704	704	704	순이익률(%)	7.0	-4.2	-4.6	2.5
이익잉여금	572	358	196	343	지배주주귀속 순이익	270	-194	-162	146
기타자본항목	25	17	13	9	기타포괄이익	1	-4	-4	-4
비지배주주지분	6	13	12	13	총포괄이익	272	-199	-166	143
자본총계	1,285	1,110	944	1,087	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

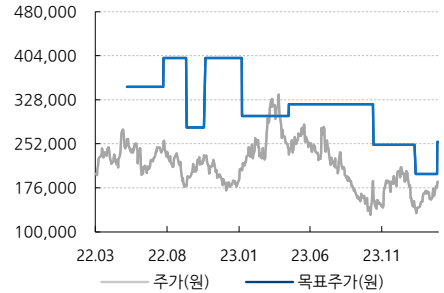
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-864	-375	261	-255	주당지표(원)				
당기순이익	271	-195	-162	147	EPS	7,526	-5,372	-4,464	4,041
유형자산감가상각비	30	44	65	75	BPS	35,530	30,268	25,687	29,617
무형자산상각비	1	2	3	2	CFPS	8,394	-4,087	-2,602	6,180
지분법관련손실(이익)	-	0	0	0	DPS	500	-	-	-
투자활동 현금흐름	-82	-561	-340	-367	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-287	-482	-300	-300	PER	23.1			46.1
무형자산의 처분(취득)	-2	-4	-	-	PBR	4.9	6.2	7.3	6.3
금융상품의 증감	1	-127	-69	-98	PCR	20.7	-45.6	-71.6	30.1
재무활동 현금흐름	795	1,050	493	514	EV/EBITDA	23.4	-	-	22.8
단기금융부채의증감	242	257	-14	7	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	309	796	500	500	ROE	28.3	-16.4	-16.0	14.6
자본의증감	-	8	0	-	EBITDA이익률	7.7	-3.8	-3.8	6.3
배당금지급	-	-17	-	-	부채비율	135.3	201.9	306.5	316.9
현금및현금성자산의증감	-152	121	461	-163	순채비율	55.7	91.1	109.7	157.0
기초현금및현금성자산	272	120	241	702	매출채권회전율(x)	7.2	7.6	8.3	12.9
기말현금및현금성자산	120	241	702	539	재고자산회전율(x)	5.2	3.9	3.4	5.1

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

엘앤에프 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

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	-19.3%	-7.0%
2024-03-26	Buy	255,000		



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-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. 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 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-