

2024. 5. 10

엘앤에프 066970

24년 하반기 난세의 영웅이 될 것인가?

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

[1Q24 Review: 23년 12월 월간 수출증량 기준 바닥은 확인]

동사는 1Q24 매출액 6,357억원/영업적자 -2,038억원을 기록. 전년 4분기의 출하량 대비 낮은 기저효과 발생에도 불구하고, Mix별 고른 판매 신장은 긍정적으로 평가. NCM90의 출하량은 +27% QoQ, NCM523은 +15% QoQ 증가했음. 주력 최종 고객사의 신규 차종 양산 Scale-up, 배터리 내재화 속도 가속화 과정에 맞물리는 업황으로 판단. 판매단가는 국내 경쟁사들과 마찬가지로 하락 영향 지속(평균 ASP -18% QoQ: NCM90 -20% QoQ, NCM523 -17% QoQ). 당분기 반영된 재고평가 손실금액은 -832억원. 향후 메탈가격의 약세 전환이 없다면 당분기를 기점으로 재고평가 손실에 추가 반영은 없음

국내 양극재 기업들에 놓인 유사점은 1H24 바닥 잡기, 2H24 반등의 상저하고의 업황 전망이다. 당사가 판단하는 낙관적 관점은 (1) 낮았던 기저효과를 감안 하더라도 분기별 출하량은 증가, (2) 원재료 가격 안정화에 활발해진 재고확보 움직임. 동사의 차분기 출하량 가이드스는 최대 +30% QoQ 증가. 23년 12월 월간 수출증량이 국내 양극재 기업들의 실질적 바닥. 해당 시점 이후 24년 3월 기준 대구시(엘앤에프)의 양극재 수출 증가량은 +78%로 국내 평균치(+34%) 대비 Outperform 중

[낙관하기 어려운 업황 전개가 예상되나, 기술 선도 및 확장성은 강조]

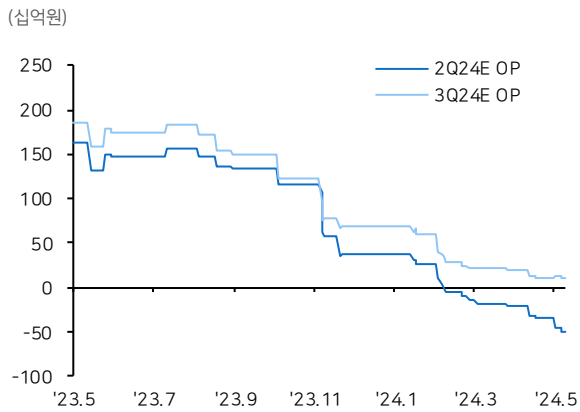
메탈가격의 추가 하락이 없다면 재고평가 손실 반영은 1Q24로 마무리. 그럼에도 판매단가 하락 전망(동종 업계 평균단가 -16~-18% QoQ 하락)에 2~3Q24 적자 추정은 불가피. 하반기 역시 낙관적 Q/P 전망에는 불확실성 변수 여전함. 동사는 하이니켈 기술 선도 및 양/음극재 등 신규 사업으로의 확장성을 근거로 경영활동에 대한 Tone을 상향함. 특히 국내 고객사 4680 전지향 하이니켈 양극재 연내 공급계약 확정 기대감, 신규 고객사 확보를 위한 수주 진행 상황 등을 시장과 공유. 향후 실적 방향성에 따른 단계별 펀더멘털 회복과 신규 공급계약 등의 모멘텀은 중장기 사업가치 저평가를 해소시킬 요인

표1 엘앤에프 1Q24 Review

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	635.7	1,362.9	-53.4	657.6	-3.3	692.7	-8.2
영업이익	-203.8	40.4	적전	-280.5	적자축소	-133.8	적자확대
세전이익	-148.7	-23.1	적자확대	-375.4	적자축소	-132.9	적자확대
순이익(지배주주)	-111.5	-15.1	적자확대	-284.2	적자축소	-95.7	적자확대
영업이익률(%)	-32.1	3.0		-42.7		-19.3	
순이익률(%)	-17.5	-1.1		-43.2		-13.8	

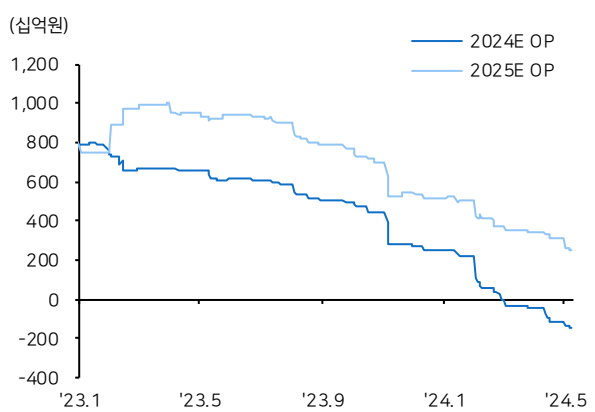
자료: 엘앤에프, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 엘앤에프 2Q24E 영업이익 컨센서스 추이



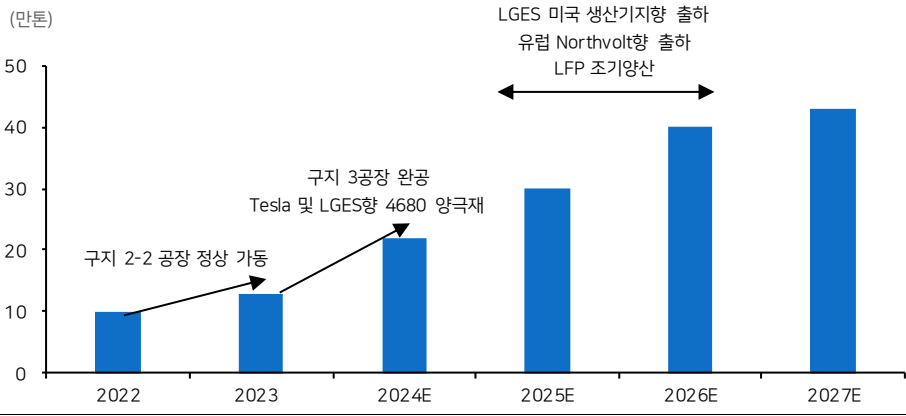
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엘앤에프 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엘앤에프의 연간 생산 Capa 추이



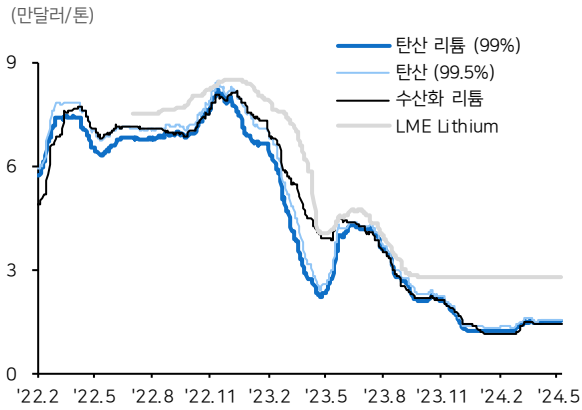
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 양극재 기업들의 Peer Valuation Table

구분		PER (배)			PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
양극재	에코프로비엠	410.4	284.7	71.5	15.2	14.6	12.3	82.57	62.29	28.9	4.0	4.6	18.1
	포스코퓨처엠	175.3	184.9	87.3	8.5	8.7	7.9	82.85	51.87	30.1	4.9	4.8	9.7
	엘앤에프	56.9	N/A	27.3	4.3	5.1	4.3	193.93	79.42	16.3	7.7	-5.1	18.1
	LG화학	20.0	17.5	9.1	0.9	0.9	0.8	7.75	6.44	4.3	4.5	5.0	9.6
	코스모신소재	171.4	130.0	46.2	9.9	9.2	7.7	N/A	75.03	31.0	7.4	7.4	18.2
	Umicore	12.5	14.4	13.6	1.5	1.4	1.4	6.78	7.31	6.8	11.6	9.4	10.0
	SMM	8.9	26.6	15.8	0.9	0.8	0.8	8.81	15.04	12.9	10.7	2.9	4.9

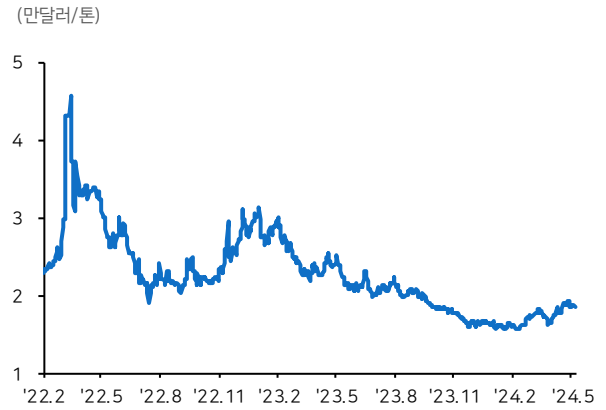
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 니켈 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 코발트 가격 추이



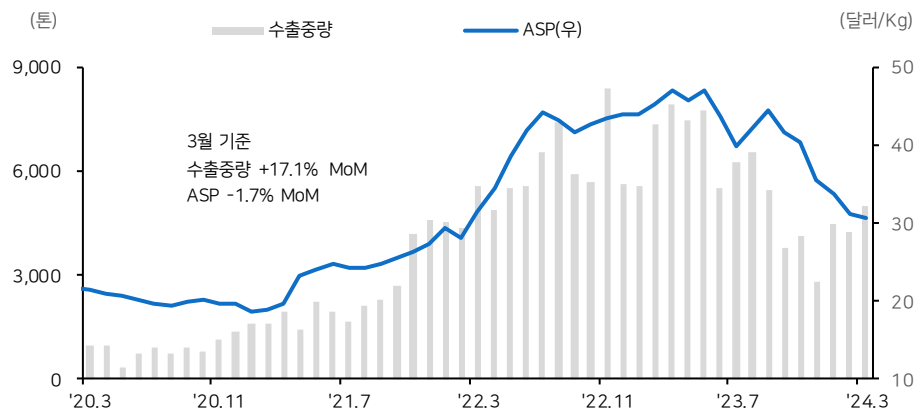
자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 망간 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엘앤에프(대구시 기준)의 양극재 수출 Data 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.