



엘앤에프 (066970)

테슬라 효과 기대되나, 성장 모멘텀 확보 필요

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 130,000원

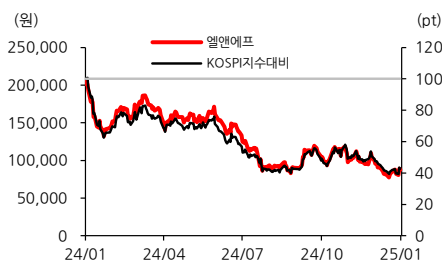
현재 주가(1/16)	87,700원
상승여력	▲ 48.2%
시가총액	31,833억원
발행주식수	36,297천주
52 주 최고가 / 최저가	205,000 / 77,500원
90 일 일평균 거래대금	348.86억원
외국인 지분율	21.1%
주주 구성	
새로닉스 (외 18 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-12.2	-16.6	-29.7	-57.2
상대수익률(KOSDAQ)	-13.8	-13.4	-17.9	-58.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,887	4,644	1,927	2,855
영업이익	266	-222	-485	32
EBITDA	297	-176	-424	99
지배주주순이익	270	-194	-373	-10
EPS	7,495	-5,361	-11,110	-284
순차입금	856	1,775	1,895	1,867
PER	23.1	-38.1	-13.7	-308.9
PBR	4.9	6.7	7.6	4.5
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-17.5	50.9
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a
ROE	28.3	-16.4	-41.0	-1.3

주가 추이



엘앤에프의 4 분기 실적은 컨센서스를 하회하지만, 출하량은 당초 가이던스를 소폭 상회한 것으로 추정됩니다. 2025년에는 테슬라 신모델 출시 효과가 기대됩니다. 다만, 중장기 성장 모멘텀 확보가 필요합니다. 업황이 개선되어 안정적인 수요처를 확보하고 투자 사이클이 재개되기를 기대해봅니다.

4분기: 가이던스를 소폭 상회한 출하량

동사의 4분기 실적은 매출액 3,851억 원, 영업적자 1,246억 원으로 컨센서스를 하회한 것으로 추정한다. 그러나, 양극재 Q와 P는 각각 QoQ +10%, -4%로 추정되어 당초 가이던스(Q +4%, P -4%)는 상회한 수준이다. 기저가 낮았던 효과도 크지만, 테슬라향 NCMA90 판매가 예상보다 소폭 증가한 영향이다. 그럼에도 동사의 가동률은 30% 수준에 불과하다. 1,000억 원 가량의 재고평가손실도 더해져 대규모 적자가 이어지고 있다.

2분기부터 NCMA95 출하 본격화

테슬라 New Model Y(Juniper)가 공개됐다. 향후 듀얼 모터 버전에는 LGES의 신규 2170 배터리가 적용될 예정이며, 동사는 2월 말부터 신규 배터리향 NCMA95 제품의 첫 출하가 예상된다. 이에 따라 2분기에는 2023년 분기 평균 출하량(약 2만 톤)에 근접한 판매량을 회복할 것으로 전망한다. 다만, 수익성 회복은 더딜 것으로 예상된다. 1Q25까지는 고가의 리튬이 원가로 반영되기 때문에, 2분기 BEP 달성 이후 하반기 흑자전환이 예상된다.

목표주가 13만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

2025년 테슬라 모멘텀은 유효하나, 성장 동력 확보가 절실하다. 작년 공급 계약한 노스볼트는 파산 신청 후 대규모 인력 이탈이 이어지고 있어 회생하기 어려워 보인다. 전방 수요 및 투자도 축소되고 있어 동사 또한 구지 3공장 이후 투자 계획은 부재하다. 성장이 정체되면 높은 밸류에이션이 정당화될 수 없다. 이를 반영하여 기업가치는 이미 크게 하락했다. 주가 회복을 위해 업황이 개선되어 1) 중장기 안정적인 수요처를 확보하고 2) 수익성 회복과 3) 투자 사이클이 재개되길 기대한다. 본업이 개선되면 LFP 양극재 개발 및 LLBS, CNGR과의 협력은 순조롭게 진행되고 있어, 이는 추가 업사이드 요소로 작용할 수 있다.

[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	635.7	554.8	351.6	385.1	453.6	664.3	828.0	908.6	4,644.1	1,927.2	2,854.6	3,710.9
영업이익	(203.9)	(84.2)	(72.4)	(124.6)	(19.6)	2.9	22.2	26.6	(222.3)	(485.1)	32.1	176.3
영업이익률	-32.1%	-15.2%	-20.6%	-32.4%	-4.3%	0.4%	2.7%	2.9%	-4.8%	-25.2%	1.1%	4.7%
양극재 출하량(톤)	15,425	15,877	9,763	10,788	12,125	18,000	22,750	25,500	81,339	51,852	78,375	108,000
QoQ/YoY	25%	3%	-39%	10%	12%	48%	26%	12%	8%	-36%	51%	38%

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분		비고
EPS(원)	2,743	2026년 EPS
Target P/E(배)	48	2026년 동종 업체 P/E 30% 할인
주당 적정가치	130,577	
목표 주가	130,000	
현재 주가	87,700	1월 16일 종가
상승 여력	48.2%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,887	4,644	1,927	2,855	3,711
매출총이익	351	-140	-408	152	332
영업이익	266	-222	-485	32	176
EBITDA	297	-176	-424	99	239
순이자손익	-17	-70	-19	-71	-79
외화관련손익	24	7	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	341	-296	-511	-12	124
당기순이익	271	-195	-374	-10	100
지배주주순이익	270	-194	-373	-10	100
증가율(%)					
매출액	1,482.3	19.5	-58.5	48.1	30.0
영업이익	26,471.6	적전	적지	흑전	449.7
EBITDA	2,846.4	적전	적지	흑전	141.2
순이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	-3.0	-21.2	5.3	8.9
영업이익률	6.9	-4.8	-25.2	1.1	4.7
EBITDA 이익률	7.7	-3.8	-22.0	3.5	6.5
세전이익률	8.8	-6.4	-26.5	-0.4	3.4
순이익률	7.0	-4.2	-19.4	-0.3	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-864	-375	99	60	124
당기순이익	271	-195	-374	-10	100
자산상각비	31	46	61	67	63
운전자본증감	-1,199	-24	536	2	-38
매출채권 감소(증가)	-572	370	204	-326	-45
재고자산 감소(증가)	-967	64	316	29	-127
매입채무 증가(감소)	428	-448	-23	300	136
투자현금흐름	-82	-561	-228	-32	-33
유형자산처분(취득)	-287	-482	-242	-20	-20
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	207	-14	16	0	0
재무현금흐름	795	1,050	71	0	0
차입금의 증가(감소)	552	1,053	77	0	0
자본의 증가(감소)	248	7	2	0	0
배당금의 지급	0	-17	0	0	0
총현금흐름	350	-180	-394	58	163
(-)운전자본증감(감소)	1,074	78	-543	-2	38
(-)설비투자	287	482	242	20	20
(+)자산매각	-1	-4	-2	-3	-3
Free Cash Flow	-1,013	-744	-95	36	101
(-)기타투자	126	7	7	9	9
잉여현금	-1,138	-751	-102	27	92
NOPLAT	212	-161	-352	23	141
(+) Dep	31	46	61	67	63
(-)운전자본투자	1,074	78	-543	-2	38
(-)Capex	287	482	242	20	20
OpFCF	-1,118	-675	11	72	146

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,303	1,969	1,320	1,646	1,913
현금성자산	122	259	192	219	311
매출채권	801	426	219	545	591
재고자산	1,228	1,163	847	818	945
비유동자산	721	1,382	1,667	1,632	1,601
투자자산	4	250	353	362	372
유형자산	710	1,120	1,296	1,248	1,205
무형자산	8	12	18	21	25
자산총계	3,024	3,351	2,986	3,278	3,514
유동부채	1,288	1,747	1,804	2,104	2,241
매입채무	644	201	154	454	591
유동성이자부채	535	1,543	1,639	1,639	1,639
비유동부채	451	494	449	449	449
비유동이자부채	443	491	448	448	448
부채총계	1,739	2,241	2,253	2,554	2,690
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	665	704	703	703	703
이익잉여금	572	358	-15	-24	75
자본조정	25	17	16	16	16
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,285	1,110	734	724	824

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	7,495	-5,361	-11,110	-284	2,967
BPS	35,530	30,268	19,913	19,650	22,393
DPS	500	0	0	0	0
CFPS	9,724	-4,968	-10,848	1,591	4,487
ROA(%)	11.9	-6.1	-11.8	-0.3	2.9
ROE(%)	28.3	-16.4	-41.0	-1.3	13.0
ROIC(%)	14.4	-6.6	-13.4	0.9	5.7
Multiples(x, %)					
PER	23.1	-38.1	-13.7	-308.9	29.6
PBR	4.9	6.7	7.6	4.5	3.9
PSR	1.6	1.6	2.9	1.1	0.9
PCR	17.8	-41.1	-14.0	55.1	19.5
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-17.5	50.9	20.7
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	135.3	201.9	307.0	352.6	326.6
Net debt/Equity	66.6	159.9	258.2	257.9	215.6
Net debt/EBITDA	287.7	-1,009.8	-447.1	1,880.9	741.4
유동비율	178.8	112.7	73.2	78.2	85.4
이자보상배율(배)	12.5	n/a	n/a	0.4	2.1
자산구조(%)					
투하자본	94.4	84.4	82.1	80.9	78.3
현금+투자자산	5.6	15.6	17.9	19.1	21.7
자본구조(%)					
차입금	43.2	64.7	74.0	74.2	71.7
자기자본	56.8	35.3	26.0	25.8	28.3

[Compliance Notice]

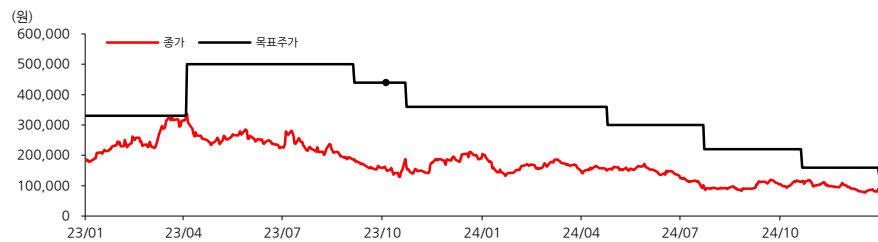
(공표일: 2025년 01월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.01.26	2023.02.14	2023.04.19	2023.05.16	2023.07.24	2023.08.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일시	2023.08.30	2023.09.20	2023.11.02	2023.11.07	2023.11.14	2024.01.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	440,000	440,000	360,000	360,000	360,000
일시	2024.01.26	2024.02.29	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일시	2024.08.07	2024.10.25	2024.11.05	2025.01.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	220,000	220,000	160,000	130,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.19	Buy	500,000	-51.46	-32.60
2023.09.20	Buy	440,000	-64.05	-57.34
2023.11.07	Buy	360,000	-53.35	-41.25
2024.05.10	Buy	300,000	-52.69	-42.80
2024.08.07	Buy	220,000	-54.84	-45.73
2024.11.05	Buy	160,000	-38.89	-26.13
2025.01.17	Buy	130,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일:2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%