



엘앤에프 (066970)

가이던스 상향 조정, 그러나 실수요 확인 필요

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 90,000원

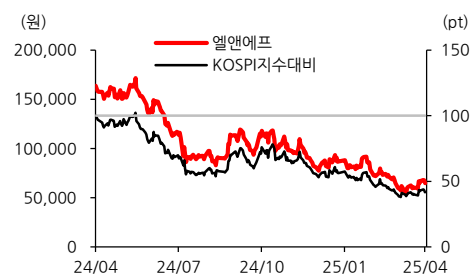
현재 주가(4/30)	64,800원
상승여력	▲ 38.9%
시가총액	23,533억원
발행주식수	36,316천주
52 주 최고가 / 최저가	171,600 / 54,000원
90 일 일평균 거래대금	271.88억원
외국인 지분율	16.1%
주주 구성	
새로닉스 (외 17 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	-25.3	-42.2	-60.5
상대수익률(KOSPI)	0.2	-26.1	-40.8	-55.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,644	1,907	2,503	3,235
영업이익	-222	-559	-157	132
EBITDA	-176	-495	-71	229
지배주주순이익	-194	-378	-131	66
EPS	-5,361	-10,412	-3,894	1,979
순차입금	1,775	1,570	1,546	1,418
PER	-38.1	-7.8	-16.6	32.7
PBR	6.7	4.1	4.0	3.6
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-55.0	16.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-16.4	-41.7	-20.2	10.8

주가 추이



엘앤에프는 연간 양극재 출하량 가이던스를 상향했습니다. 테슬라 신규 모델 Y에 대한 기대감 때문입니다. 부진한 업황에서 신차 사이클 기대감은 유효하지만, 관세 전쟁 등으로 시장 불확실성이 커진 만큼 실수요 확인은 필요합니다.

1분기: 대규모 적자 시현

동사의 1분기 실적은 매출액 3,648억 원, 영업적자 1,403억 원으로 대규모 적자가 지속됐다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ 3% 상승, 6% 하락한 것으로 추정된다. Tesla의 re-stocking 수요와 신규 Model Y 판매를 앞두고 NCMA 판매가 소폭 증가했다. 반면, 유럽에서는 연초 전기차 판매가 YoY 증가 추세지만, 정작 SKOn의 판매는 많이 증가하지 못하며 동사의 NCM523 판매량은 하락했다. 한편, 1분기에도 고가의 원가 인식과 747억 원(vs. 4Q24 약 1,000억 원)의 재고평가손실로 대규모 적자가 유지됐다.

2분기: 신규 모델 Y 효과 확인할 시기

동사의 2분기 실적으로 매출액 6,131억 원, 영업적자 538억 원을 전망한다. 양극재 출하량과 판가는 각각 QoQ 70% 상승, Flat할 것으로 예상된다. 2분기부터 신규 모델Y향으로 NCMA95 판매가 본격화되기 때문이다. 한편, 2분기까지는 약 250억 원 내외의 재고평가손실과 고가의 원가가 반영되며 적자가 지속된다. 다만, 3분기부터는 고가의 리튬 매입에 따른 재고평가손실도 마무리되며 흑자전환을 전망한다.

목표주가 9만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사는 2025년 판매량 가이던스를 YoY +40% 이상으로 상향 조정(vs. 기존 +30%)했다. 테슬라 모델 Y 판매량 증가와 초기 독점적 납품에 대한 기대감 때문이다. 그러나, 최근 관세 전쟁으로 하반기 경제에 대한 불확실성이 커진 만큼 실수요에 대한 확인은 필요하다. 한편, 동사는 국내 양극재 업체 중 LFP 양극재 개발 일정이 가장 빠르다. 한국 배터리 업체의 LFP ESS 시장 진입에 대한 기대감이 커지고 있고, 아직까지 중국을 제외하면 LFP 양극재 생산 업체가 부재하다는 점에서 LFP 양극재를 생산하는 국내 업체의 등장은 주목할만하다. 동사는 2027년 미국에 약 5만 톤의 캐파를 계획하고 있다.

[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	635.7	554.8	351.6	365.4	364.8	613.1	752.9	772.4	4,644.1	1,907.5	2,503.1	3,234.5
영업이익	(203.8)	(84.2)	(72.4)	(198.2)	(140.3)	(53.8)	6.3	31.0	(222.3)	(558.7)	(156.8)	131.7
영업이익률	-32.1%	-15.2%	-20.6%	-54.3%	-38.4%	-8.8%	0.8%	4.0%	-4.8%	-29.3%	-6.3%	4.1%
양극재 출하량(톤)	14,753	15,185	9,337	9,703	9,975	17,000	20,875	21,875	77,795	48,978	69,725	95,000
QoQ/YoY	25%	3%	-39%	4%	3%	70%	23%	5%	6%	-37%	42%	36%

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	1,830
Target P/E(배)	49
주당 적정가치	89,662
목표 주가	90,000
현재 주가	64,800
상승 여력	38.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,887	4,644	1,907	2,503	3,235
매출총이익	351	-140	-463	-18	311
영업이익	266	-222	-559	-157	132
EBITDA	297	-176	-495	-71	229
순이자손익	-17	-70	-101	-106	-124
외화관련손익	24	7	-11	0	0
지분법손익	0	0	0	24	0
세전계속사업손익	341	-296	-520	-163	83
당기순이익	271	-195	-381	-131	66
지배주주순이익	270	-194	-378	-131	66
증가율(%)					
매출액	300.4	19.5	-58.9	31.2	29.2
영업이익	501.8	적전	적지	적지	흑전
EBITDA	359.6	적전	적지	적지	흑전
순이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.0	-3.0	-24.3	-0.7	9.6
영업이익률	6.9	-4.8	-29.3	-6.3	4.1
EBITDA 이익률	7.7	-3.8	-26.0	-2.8	7.1
세전이익률	8.8	-6.4	-27.2	-6.5	2.6
순이익률	7.0	-4.2	-20.0	-5.2	2.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-864	-375	281	39	161
당기순이익	271	-195	-381	-131	66
자산상각비	31	46	63	86	97
운전자본증감	-1,199	-24	776	108	-2
매출채권 감소(증가)	-572	370	209	-169	-32
재고자산 감소(증가)	-967	64	589	109	-27
매입채무 증가(감소)	428	-448	-88	169	57
투자현금흐름	-82	-561	-240	-15	-34
유형자산처분(취득)	-287	-482	-208	-26	-20
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	207	-14	16	0	0
재무현금흐름	795	1,050	-20	0	0
차입금의 증가(감소)	552	1,053	103	0	0
자본의 증가(감소)	248	7	2	0	0
배당금의 지급	0	17	0	0	0
총현금흐름	350	-180	-457	-69	163
(-)운전자본증감(감소)	1,074	78	-918	-108	2
(-)설비투자	287	482	208	26	20
(+)자산매각	-1	-4	-2	-3	-3
Free Cash Flow	-1,013	-744	250	10	138
(-)기타투자	126	7	188	-14	11
잉여현금	-1,138	-751	62	24	128
NOPLAT	212	-161	-405	-114	105
(+) Dep	31	46	63	86	97
(-)운전자본투자	1,074	78	-918	-108	2
(-)Capex	287	482	208	26	20
OpFCF	-1,118	-675	368	54	180

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,303	1,969	1,090	1,175	1,362
현금성자산	122	259	286	310	438
매출채권	801	426	214	384	416
재고자산	1,228	1,163	575	466	492
비유동자산	721	1,382	1,710	1,663	1,599
투자자산	4	250	433	443	454
유형자산	710	1,120	1,260	1,200	1,123
무형자산	8	12	17	20	23
자산총계	3,024	3,351	2,800	2,838	2,961
유동부채	1,288	1,747	1,552	1,721	1,778
매입채무	644	201	212	381	438
유동성이자부채	535	1,543	1,336	1,336	1,336
비유동부채	451	494	524	524	525
비유동이자부채	443	491	519	519	519
부채총계	1,739	2,241	2,076	2,245	2,302
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	665	704	702	702	702
이익잉여금	572	358	-23	-153	-87
자본조정	25	17	16	16	16
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,285	1,110	723	593	659

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	7,495	-5,361	-10,412	-3,894	1,979
BPS	35,530	30,268	19,660	16,060	17,890
DPS	500	0	0	0	0
CFPS	9,724	-4,968	-12,598	-1,903	4,501
ROA(%)	11.9	-6.1	-12.3	-4.6	2.3
ROE(%)	28.3	-16.4	-41.7	-20.2	10.8
ROIC(%)	14.4	-6.6	-16.7	-5.6	5.5
Multiples(x, %)					
PER	23.1	-38.1	-7.8	-16.6	32.7
PBR	4.9	6.7	4.1	4.0	3.6
PSR	1.6	1.6	1.5	0.9	0.7
PCR	17.8	-41.1	-6.4	-34.1	14.4
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-9.1	-55.0	16.5
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	135.3	201.9	287.1	378.8	349.3
Net debt/Equity	66.6	159.9	217.0	260.8	215.1
Net debt/EBITDA	287.7	-1,009.8	-316.9	-2,180.3	620.3
유동비율	178.8	112.7	70.2	68.3	76.6
이자보상배율(배)	12.5	n/a	n/a	n/a	1.0
자산구조(%)					
투하자본	94.4	84.4	74.6	72.2	68.0
현금+투자자산	5.6	15.6	25.4	27.8	32.0
자본구조(%)					
차입금	43.2	64.7	72.0	75.8	73.8
자기자본	56.8	35.3	28.0	24.2	26.2

[Compliance Notice]

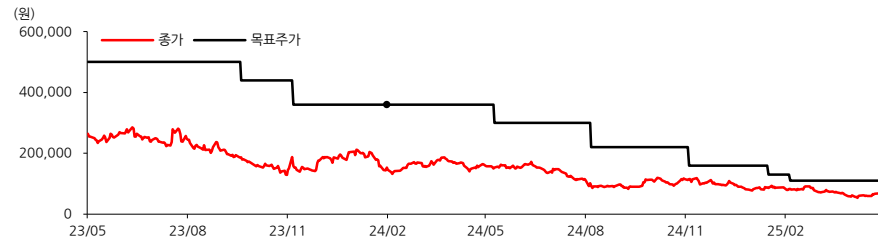
(공표일: 2025년 05월 02일)

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 종목을 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.16	2023.07.24	2023.08.04	2023.08.30	2023.09.20	2023.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	500,000	440,000	440,000
일 시	2023.11.07	2023.11.14	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.29	2024.05.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	300,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05	2024.08.07	2024.10.25	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	220,000	220,000	160,000
일 시	2025.01.17	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.05.02					
투자의견	Buy					
목표가격	90,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-39.02	-26.13
2025.01.17	Buy	130,000	-33.68	-28.23
2025.02.06	Buy	110,000	-35.04	-16.64
2025.05.02	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%