

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	110,000 원 (하향)
✓ 상승여력	32.4%	✓ 현재주가 (2월 5일)	83,100 원

신한생각 조정의 끝자락

전기차 수요 둔화 및 트럼프發 정책 불확실성 확대로 2차전지 업체들의 눈높이 하향 조정 진행 중. 다만 악재가 대부분 반영된 상황에서 최악의 구간은 지났다는 판단. 특히 상대적으로 견조한 수요가 예상되는 테슬라향 신제품 판매가 올해 본격화되고 내년 LFP 양산 가능성까지 감안할 경우 차별화된 경쟁력 점차 부각될 전망

4Q24 Review: 일회성 및 고정비 부담 지속으로 컨센서스 하회

4Q24 영업이익 -1,498억원(적자지속, 이하 QoQ)으로 컨센서스 -1,023억원 하회. 리튬 가격 하락에 따른 재고손실(476억원) 및 저율가동에 따른 고정비 부담 지속 영향. 다만 매출액은 평가 하락(-5%)에도 출하량 증가(+11%)로 3,654억원(+4%) 시현. 북미 EV 고객사향 NCMA90 물량(판매 비중 70%)은 3분기 일시적 재고조정 이후 회복되며 전기대비 12% 증가

1분기는 하이니켈 중심의 판매량 증가(+10%)에도 재고평가손실 영향으로 적자지속. 그럼에도 2분기부터 테슬라향 신규 하이니켈 제품(NCMA95) 출하 본격화되고 고가 원재료 소진으로 하반기 수익성 개선 가능할 전망

Valuation & Risk: 주가 하방 경직성은 견고

목표주가는 실적 추정치 및 Peer(동종업체) 멀티플 변경을 반영해 110,000원(-12%)으로 하향. 시장 불확실성 큰 상황임에도 불구하고 경쟁사 대비 물량 반등에 대한 시점이 명확하다는 점은 긍정적. 테슬라 밸류체인 내 핵심 양극재 공급사인 점과 신규 원통형 제품(46파이) 채택 확대에 따른 추가적인 고객사 확보도 기대

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	3,887.3	266.3	270.0	23.1	28.3	4.9	23.8	0.3
2023	4,644.1	(222.3)	(194.3)	-	(16.4)	6.7	-	-
2024F	1,907.5	(510.2)	(364.7)	-	(39.9)	4.0	-	-
2025F	2,200.8	(83.9)	(100.7)	-	(14.8)	4.8	141.1	-
2026F	3,600.1	169.3	50.0	60.3	7.6	4.4	17.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[2차전지]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

김명주 연구원

✉ kimmj@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

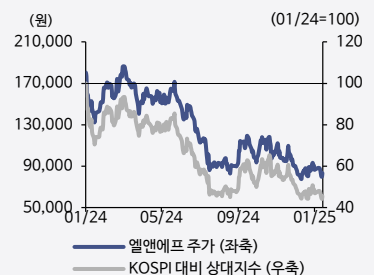
시가총액	3,016.3십억원
발행주식수(유동비율)	36.3백만주(68.7%)
52주 최고가/최저가	186,300 원/77,500 원
일평균 거래액 (60 일)	33,281 백만원
외국인 지분율	21.2%

주요주주 (%)

새로닉스 외 17 인	23.7
국민연금공단	6.1

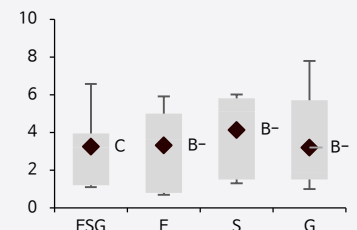
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.8	(28.1)	(40.0)	7.2
상대	(0.9)	(26.1)	(38.1)	2.5

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



엘앤에프 2024년 4분기 실적 리뷰

(십억원, %)	4Q24P	3Q24	QoQ	4Q23	YoY	컨센서스
매출액	365.4	351.6	3.9	657.6	(44.4)	359.9
영업이익	(149.8)	(72.4)	적지	(280.5)	적지	(102.3)
세전이익	(108.7)	(123.4)	적지	(375.4)	적지	(121.6)
순이익	(103.3)	(76.1)	적지	(284.3)	적지	(96.0)
영업이익률	(41.0)	(20.6)	-	(42.6)	-	(28.4)

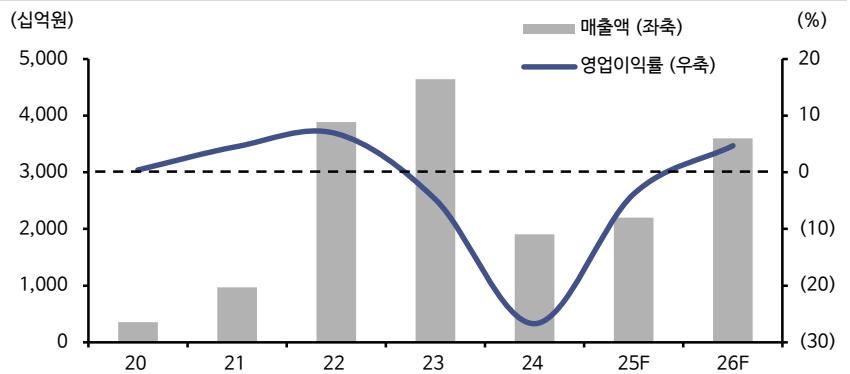
자료: FnGuide, 신한투자증권

엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	635.7	554.8	351.6	365.4	399.8	591.0	614.8	595.2	3,887.3	4,644.1	1,907.5	2,200.8	3,600.1
% YoY	(53.4)	(59.4)	(72.0)	(44.4)	(37.1)	6.5	74.9	62.9	300.4	19.5	(58.9)	15.4	63.6
% QoQ	(3.3)	(12.7)	(36.6)	3.9	9.4	47.8	4.0	(3.2)	-	-	-	-	-
영업이익	(203.8)	(84.2)	(72.4)	(149.8)	(82.1)	(24.3)	12.7	9.8	266.3	(222.3)	(510.2)	(83.9)	169.3
% YoY	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	501.8	적전	적지	적지	흑전
% QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	(22.5)	-	-	-	-	-
세전이익	(148.7)	(99.6)	(123.4)	(108.7)	(100.3)	(43.5)	(8.3)	(11.2)	340.5	(295.7)	(480.3)	(163.3)	81.1
당기순이익	(111.5)	(73.8)	(76.1)	(103.3)	(61.9)	(26.8)	(5.1)	(6.9)	270.0	(194.3)	(364.7)	(100.7)	50.0
영업이익률	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(41.0)	(20.5)	(4.1)	2.1	1.6	6.9	(4.8)	(26.7)	(3.8)	4.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엘앤에프 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



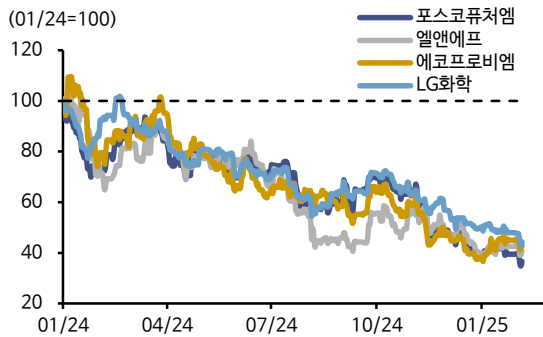
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엘앤에프 Valuation

(십억원)	26F EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치	317.1	20.8	6,596	국내 2차전지 소재 업체 평균
② 자산가치			-	
③ 순차입금			2,403	26년 기준
목표 시가총액			4,193	(①+②-③)
발행주식수 (천주)			36,297	보통주 기준
목표주가 (원)			110,000	

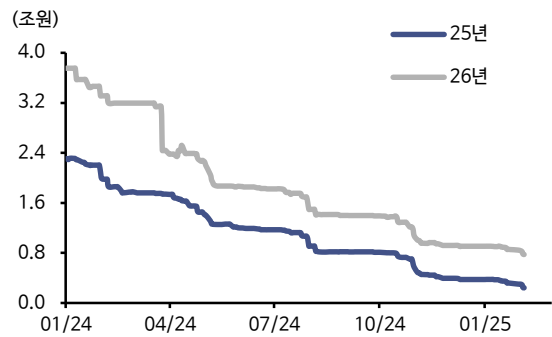
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

국내 양극재 업체 상대주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

국내 양극재 업체 영업이익 컨센서스



자료: QuantiWise, 신한투자증권

국내 2차전지 소재업체 Valuation

(백만달러, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS_GROWTH		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
양극재																
포스코퓨처엠	7,043	261.1	333.5	83.1	4.4	4.3	4.2	57.6	32.2	21.6	1.7	0.7	4.8	35.8	(21.7)	301.2
에코프로비엠	8,358	-	563.4	118.5	8.9	9.0	8.4	143.6	46.2	27.1	(5.9)	0.6	7.2	적지	흑전	375.5
엘앤에프	2,085	-	1,686.0	28.8	3.9	3.9	3.4	-	38.4	17.6	(36.1)	(0.7)	13.1	적지	흑전	5748.2
음극재																
대주전소재	1,049	68.1	44.8	26.9	8.5	7.2	5.7	40.4	27.5	18.4	13.1	17.1	21.5	2960.7	51.9	66.6
나노신소재	545	78.8	39.9	21.6	3.2	3.0	2.7	46.3	24.8	14.4	4.1	7.8	13.1	(44.9)	97.2	84.8
동박																
SKC	3,801	-	-	118.8	4.4	4.3	4.2	-	33.1	21.7	(16.1)	(7.0)	0.2	적지	적지	흑전
롯데에너지머티	677	461.4	52.9	26.0	0.7	0.7	0.7	20.0	9.3	6.7	0.1	1.1	2.7	흑전	772.7	103.7
솔루스첨단소재	445	-	-	-	1.2	1.2	1.2	92.4	16.7	13.4	(2.9)	(0.2)	(1.1)	적전	적지	적지
분리막																
SKIET	1,161	-	-	39.4	0.7	0.8	0.8	-	27.9	10.6	(8.8)	(4.0)	1.4	적전	적지	흑전
더블유씨피	253	-	45.6	6.3	0.4	0.4	0.4	19.9	8.3	5.2	(3.2)	0.7	3.6	적전	흑전	626.5

자료: Bloomberg, 신한투자증권

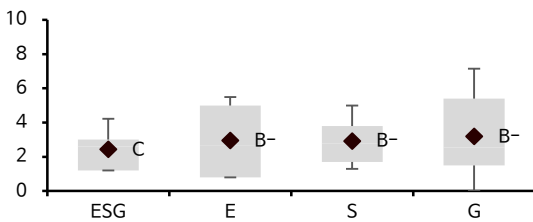
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 2030년 RE100 및 2050년 탄소중립 목표 위해 CCUS 기술 확보, 공정 효율 개선, 탄소 배출 원료 대체
- ◆ 대구 및 경북 지역인재 채용 및 사회공헌 위해 임직원 참여형 기부 프로세스 및 사내 봉사단 운영
- ◆ 이사회 산하 ESG위원회 신설 및 ESG 전담 부서 운영으로 전사 ESG 경영 기획 및 협업 지원

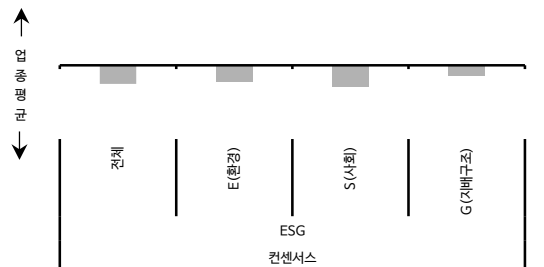
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

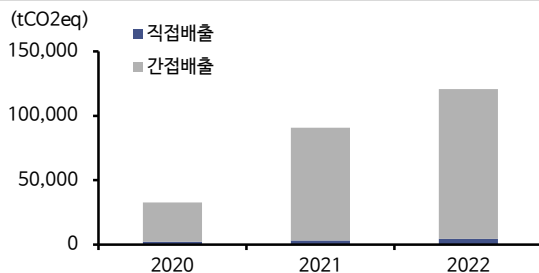
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

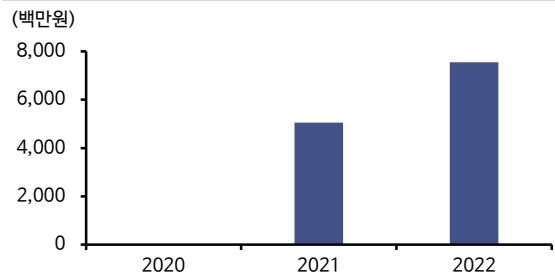
Key Chart

온실가스 배출 추이



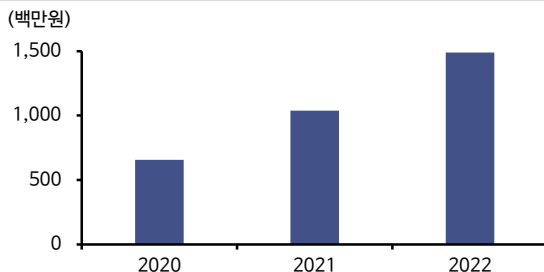
자료: 회사 자료, 신한투자증권

환경 투자 현황



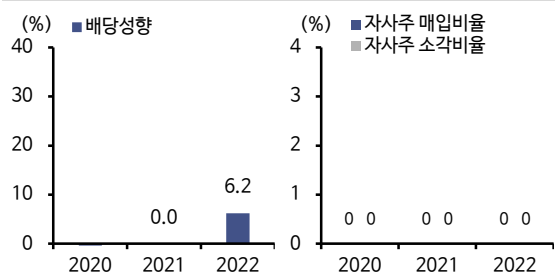
자료: 회사 자료, 신한투자증권

윤리교육 이수 인원 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엘앤에프 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,023.9	3,351.4	2,928.0	3,002.1	3,326.1
유동자산	2,302.6	1,969.5	1,302.1	1,441.0	1,726.1
현금및현금성자산	120.2	241.3	176.6	(53.3)	(206.6)
매출채권	797.1	425.7	15.3	18.5	29.6
재고자산	1,227.7	1,163.4	806.8	981.5	1,110.6
비유동자산	721.4	1,382.0	1,625.9	1,561.1	1,600.0
유형자산	709.6	1,119.8	1,297.9	1,206.3	1,200.3
무형자산	7.6	12.1	16.0	12.1	9.1
투자자산	2.7	129.9	91.7	122.4	170.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,738.6	2,241.5	2,187.3	2,363.2	2,636.6
유동부채	1,287.5	1,747.3	1,738.2	1,913.2	2,185.1
단기차입금	406.1	717.9	829.0	829.0	829.0
매입채무	600.8	143.1	11.5	14.9	19.2
유동성장기부채	58.7	87.2	81.1	81.1	81.1
비유동부채	451.1	494.1	449.1	450.0	451.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	443.1	491.4	447.6	447.6	447.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,285.3	1,110.0	740.7	638.8	689.4
자본금	18.0	18.1	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	664.9	703.9	703.1	703.1	703.1
기타자본	1.7	(6.2)	(7.0)	(7.0)	(7.0)
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	571.6	357.9	(6.9)	(107.6)	(57.5)
지배주주지분	1,279.7	1,097.2	730.9	630.1	680.2
비지배주주지분	5.6	12.8	9.8	8.7	9.2
*충차입금	978.3	2,034.3	2,024.4	2,101.5	2,221.9
*순차입금(순현금)	817.8	1,774.6	1,837.9	2,138.7	2,402.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(864.3)	(374.6)	122.1	(245.1)	(77.2)
당기순이익	271.0	(194.9)	(367.5)	(101.8)	50.6
유형자산상각비	29.7	44.2	65.1	116.6	144.8
무형자산상각비	1.5	2.3	3.3	3.9	3.0
외화환산손실(이익)	16.9	(20.7)	4.9	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.1	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(1,199.1)	(24.2)	544.8	(263.8)	(275.6)
(법인세납부)	(7.6)	(120.9)	4.2	61.4	(30.5)
기타	23.2	(60.7)	(132.7)	(61.4)	30.5
투자활동으로인한현금흐름	(82.1)	(561.3)	(201.4)	(61.9)	(196.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(287.5)	(482.0)	(250.0)	(25.0)	(138.8)
유형자산의감소	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.5)	(4.3)	(1.5)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.3)	(88.5)	39.0	(30.7)	(48.0)
기타	210.1	13.1	11.1	(6.2)	(9.7)
FCF	(1,115.5)	(697.7)	(20.9)	(221.6)	(162.5)
재무활동으로인한현금흐름	795.3	1,050.1	8.6	77.1	120.4
차입금의 증가(감소)	551.8	1,052.6	14.2	77.1	120.4
자기주식의처분(취득)	244.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(17.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.9)	14.6	(5.6)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.5)	6.9	6.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(151.6)	121.1	(64.7)	(229.9)	(153.3)
기초현금	271.8	120.2	241.3	176.6	(53.4)
기말현금	120.2	241.3	176.6	(53.4)	(206.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,887.3	4,644.1	1,907.5	2,200.8	3,600.1
증감률 (%)	300.4	19.5	(58.9)	15.4	63.6
매출원가	3,535.9	4,783.7	2,341.9	2,190.4	3,276.4
매출총이익	351.4	(139.6)	(434.5)	10.4	323.6
매출총이익률 (%)	9.0	(3.0)	(22.8)	0.5	9.0
판매관리비	85.1	82.7	75.8	94.3	154.4
영업이익	266.3	(222.3)	(510.2)	(83.9)	169.3
증감률 (%)	501.8	적전	적지	적지	확전
영업이익률 (%)	6.9	(4.8)	(26.7)	(3.8)	4.7
영업외손익	74.2	(73.4)	29.9	(79.3)	(88.1)
금융손익	50.4	(57.1)	(38.6)	(79.3)	(88.1)
기타영업외손익	23.8	(16.1)	9.5	0.0	0.0
중상 및 관계기업관련손익	0.0	(0.2)	59.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	340.5	(295.7)	(480.3)	(163.3)	81.1
법인세비용	69.5	(100.8)	(112.8)	(61.4)	30.5
계속사업이익	271.0	(194.9)	(367.5)	(101.8)	50.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	271.0	(194.9)	(367.5)	(101.8)	50.6
증감률 (%)	확전	적전	적지	적지	확전
순이익률 (%)	7.0	(4.2)	(19.3)	(4.6)	1.4
(지배주주)당기순이익	270.0	(194.3)	(364.7)	(100.7)	50.0
(비지배주주)당기순이익	1.0	(0.6)	(2.8)	(1.1)	0.6
총포괄이익	272.2	(198.9)	(367.5)	(101.8)	50.6
(지배주주)총포괄이익	271.2	(198.0)	(364.7)	(100.7)	50.0
(비지배주주)총포괄이익	1.0	(0.9)	(2.8)	(1.1)	0.6
EBITDA	297.5	(175.8)	(441.8)	36.6	317.1
증감률 (%)	359.6	적전	적지	확전	766.3
EBITDA 이익률 (%)	7.7	(3.8)	(23.2)	1.7	8.8

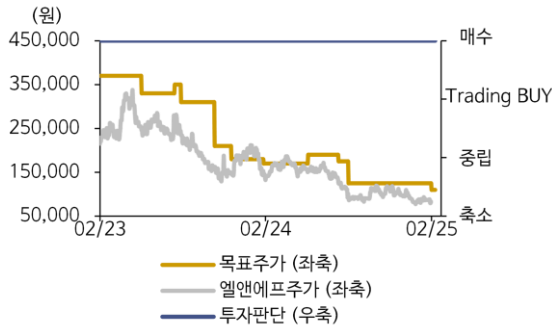
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	7,555	(5,389)	(10,129)	(2,805)	1,394
EPS (지배순이익, 원)	7,526	(5,372)	(10,052)	(2,775)	1,379
BPS (자본총계, 원)	35,685	30,622	20,406	17,600	18,994
BPS (지배지분, 원)	35,530	30,268	20,136	17,361	18,740
DPS (원)	500	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	23.0	(37.9)	(8.0)	(29.6)	59.6
PER (지배순이익, 배)	23.1	(38.0)	(8.1)	(30.0)	60.3
PBR (자본총계, 배)	4.9	6.7	4.0	4.7	4.4
PBR (지배지분, 배)	4.9	6.7	4.0	4.8	4.4
EV/EBITDA (배)	23.8	(52.2)	(10.8)	141.1	17.1
배당성향 (%)	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.7	(3.8)	(23.2)	1.7	8.8
영업이익률 (%)	6.9	(4.8)	(26.7)	(3.8)	4.7
순이익률 (%)	7.0	(4.2)	(19.3)	(4.6)	1.4
ROA (%)	11.9	(6.1)	(11.7)	(3.4)	1.6
ROE (지배순이익, %)	28.3	(16.4)	(39.9)	(14.8)	7.6
ROIC (%)	16.7	(11.3)	(20.2)	(2.2)	4.1
안정성					
부채비율 (%)	135.3	201.9	295.3	369.9	382.4
순차입금비율 (%)	63.6	159.9	248.1	334.8	348.5
현금비율 (%)	9.3	13.8	10.2	(2.8)	(9.5)
이자보상배율 (배)	12.5	(2.8)	(25.8)	(1.0)	2.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.6	3.2	1.6	2.0	2.7
재고자산회수기간 (일)	69.9	94.0	188.5	148.3	106.1
매출채권회수기간 (일)	50.0	48.1	42.2	2.8	2.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

엘앤에프(066970)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 17일	매수	370,000	(39.1)	(25.2)
2022년 11월 18일	6개월경과		(36.8)	(8.9)
2023년 05월 09일	매수	330,000	(23.6)	(13.6)
2023년 07월 21일	매수	350,000	(27.2)	(19.7)
2023년 08월 04일	매수	310,000	(36.6)	(23.4)
2023년 10월 17일	매수	210,000	(28.8)	(10.6)
2023년 11월 23일	매수	180,000	1.1	17.5
2024년 02월 02일	매수	170,000	(5.0)	9.6
2024년 05월 10일	매수	190,000	(20.3)	(9.7)
2024년 07월 16일	매수	175,000	(34.7)	(28.0)
2024년 08월 07일	매수	125,000	(22.0)	(4.5)
2025년 02월 06일	매수	110,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 김명주)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 04일 기준)

매수 (매수)	91.80%	Trading BUY (중립)	7.03%	중립 (중립)	1.17%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------