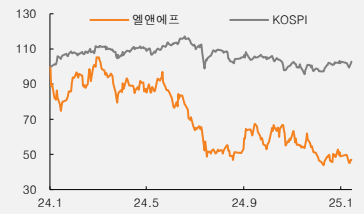


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 130,000원
현재주가(25/2/6)	83,000원
상승여력	56.6%

영업이익(25F, 십억원)	-29
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	-29
EPS 성장률(25F, %)	적지
MKT EPS 성장률(25F, %)	16.5
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	9.2
KOSPI	2,536.75
시가총액(십억원)	3,013
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	21.2
베타(12M) 일간수익률	2.12
52주 최저가(원)	77,500
52주 최고가(원)	186,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.4	-18.2	-37.3
상대주가	-5.2	-18.7	-36.3



[디스플레이/배터리]

김철중
chuljoong.kim@miraes.com

엘앤에프

단기적 수급 리스크와 3월 반격의 시작

목표주가 13만원으로 하향 조정

엘앤에프에 대한 목표주가를 13만원으로 하향 조정한다(기존 15만원). 26년 예상 EPS를 -13% 하향 조정하였다. 3월부터 유의미한 출하량 증가를 예상한다(LGES-Tesla 향 2170 업그레이드 출하 시작). 북미 OEM 직납 향 롤오버, LGES-Tesla 향 롤오버, 일본 고객사 북미 4680 향, 국내 배터리 셀 사 향 LFP 등 현재 진행 중인 중장기 수주 활동의 결과도 2분기 중 확인할 수 있을 것으로 판단한다. 단, 펀더멘탈과 무관하지만 단기 주가 변동성 관점에서 MSCI 지수 편출 여부 확인은 필요할 것으로 판단한다. 수급 이슈 확인 후, 매수 전략을 추천한다.

2Q25 실적 회복의 시작. 분기 BEP 수준까지 수익성 회복 전망

1분기까지 재고 평가 손실 인식에 따른 실적 부진은 불가피 할 것으로 전망한다. 엘앤에프의 1Q25 매출액은 3,820억원(+5% QoQ), 영업이익은 -764억원(적자지속)을 예상한다. 단, 2Q25부터 출하량이 전분기 대비 +50% 증가하며 BEP 수준의 영업이익 달성이 가능할 것으로 판단한다. 월 출하량 기준 LGES의 2170 배터리 셀 출하 시작 시점이 3월인 점을 감안 시, 동사의 95 NCMA 니켈 제품 공급 시작 시점은 2월 말 ~ 3월 초부터 본격화될 것으로 추정한다. 지난 1월 글로벌 주문 수량을 시작한 신규 모델 Y 향 공급 본격화로, 지난 2년 간 지속되었던 1) Tesla 판매량 부진, 2) Tesla 내 LFP 비중 확대, 3) NCMA 내 점유율 하락에 따른 삼중고가 2분기부터 점진적으로 개선될 것으로 판단한다.

지속되는 수주 활동과 26년 고객사 다변화 본격화

당사가 파악한 바에 따르면, 동사는 현재 크게 4개 부분에서 수주 활동을 진행 중이다. 1) LGES-북미 OEM(2170 업그레이드/4680 오창, 롤오버), 2) 북미 OEM 직납(롤오버), 3) 일본 고객사 향 4680 NCMA 제품(신규), 4) 국내 고객사 향 LFP 양극재(신규)이다. 이 중, 1), 2)는 기존 수주 물량에 대한 롤오버이기에 가능성이 높다고 판단하며, 3), 4)는 샘플 테스트 진행 중인 것으로 파악한다. 수주 단에서의 고객사 및 제품 다변화가 확인되며 중장기 매출 성장에 대한 가시성이 높아질 것으로 판단한다. 매출 단에서의 고객사/제품 다변화는 26년부터 진행될 것으로 예상한다. 기수주된 SK-현대 JV 향 공급 시작, 국내 고객사 향 LFP 매출 시작으로 사실상 단일 제품/고객 포트폴리오에 대한 리스크도 점진적으로 해소될 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,887	4,644	1,907	2,117	3,869
영업이익 (십억원)	266	-222	-510	-29	183
영업이익률 (%)	6.8	-4.8	-26.7	-1.4	4.7
순이익 (십억원)	270	-194	-365	-34	137
EPS (원)	7,526	-5,372	-10,053	-931	3,787
ROE (%)	28.3	-16.4	-39.9	-4.7	18.0
P/E (배)	23.1	-	-	-	21.9
P/B (배)	4.9	6.7	4.0	4.3	3.6
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엘앤에프 Valuation Table

비고		
26년 예상 EPS (원)	3,750	26년 예상 EPS -13% 하향 조정
Target P/E (x)	35	
목표주가 (원)	130,000	
현재주가 (원)	83,000	
상승여력 (%)	57	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

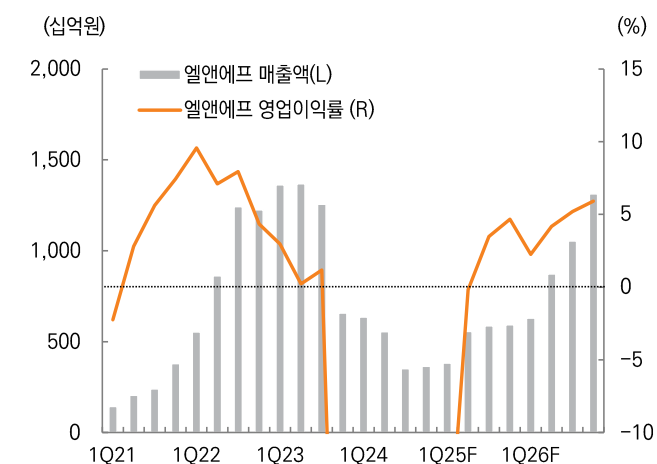
표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	635.7	554.8	351.6	365.3	382.0	555.8	586.7	592.6	4,644.0	1,907.3	2,117.2
영업이익	-203.8	-84.2	-72.4	-149.8	-76.4	-1.0	20.4	27.7	-222.3	-510.3	-29.3
세전이익	-148.7	-99.6	-123.4	-143.7	-84.2	-7.7	13.7	19.1	-295.7	-515.4	-59.2
당기순이익	-111.5	-73.8	-76.1	-103.3	-58.3	-7.7	13.5	18.9	-194.3	-364.8	-33.6
영업이익률	-32.1	-15.2	-20.6	-41.0	-20.0	-0.2	3.5	4.7	-4.8	-26.8	-1.4
세전이익률	-23.4	-18.0	-35.1	-39.3	-22.1	-1.4	2.3	3.2	-6.4	-27.0	-2.8
순이익률	-17.5	-13.3	-21.6	-28.3	-15.3	-1.4	2.3	3.2	-4.2	-19.1	-1.6
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-3.3	-12.7	-36.6	3.9	4.6	45.5	5.6	1.0	19.6	-58.9	11.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	35.6	적전	적지	적지
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	39.7	적전	적지	적지
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	39.7	적전	적지	적지

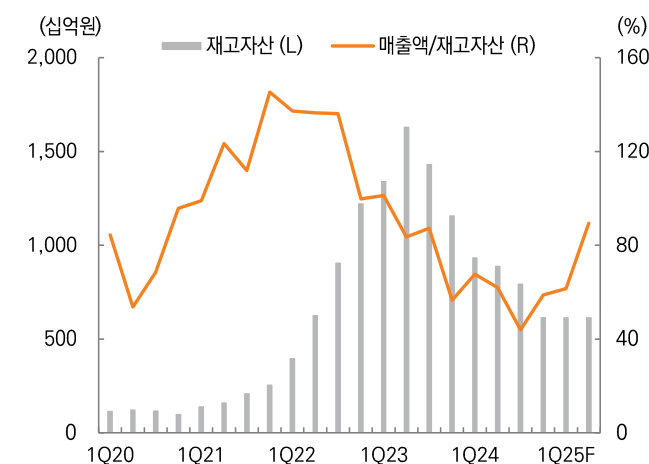
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 엘앤에프 재고자산 추이: 재고 자산 회전을 개선 예상



자료: 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,644	1,907	2,117	3,869
매출원가	4,784	2,324	2,055	3,582
매출총이익	-140	-417	62	287
판매비와관리비	83	94	91	104
조정영업이익	-222	-510	-29	183
영업이익	-222	-510	-29	183
비영업손익	-74	-5	-30	-19
금융손익	-70	0	-70	-59
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-296	-515	-59	164
계속사업법인세비용	-101	-148	-25	25
계속사업이익	-195	-368	-34	139
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-195	-368	-34	139
지배주주	-194	-365	-34	137
비지배주주	-1	-3	0	2
총포괄이익	-199	-368	-34	139
지배주주	-198	-365	-34	137
비지배주주	-1	-3	0	2
EBITDA	-176	-449	39	263
FCF	-857	59	-200	-165
EBITDA 마진율 (%)	-3.8	-23.5	1.8	6.8
영업이익률 (%)	-4.8	-26.7	-1.4	4.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	-19.1	-1.6	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,969	1,317	1,410	1,763
현금 및 현금성자산	241	397	126	52
매출채권 및 기타채권	426	298	536	740
재고자산	1,163	622	747	971
기타유동자산	139	0	1	0
비유동자산	1,382	1,604	1,535	1,655
관계기업투자등	88	88	88	88
유형자산	1,120	1,236	1,170	1,292
무형자산	12	16	14	12
자산총계	3,351	2,921	2,945	3,418
유동부채	1,747	1,731	1,788	1,970
매입채무 및 기타채무	182	79	129	286
단기금융부채	1,543	1,639	1,639	1,639
기타유동부채	22	13	20	45
비유동부채	494	449	450	603
장기금융부채	491	448	448	598
기타비유동부채	3	1	2	5
부채총계	2,241	2,180	2,238	2,573
지배주주지분	1,097	731	697	834
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	704	703	703	703
이익잉여금	358	-7	-41	97
비지배주주지분	13	10	9	11
자본총계	1,110	741	706	845

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-375	241	-200	35
당기순이익	-195	-368	-34	139
비현금수익비용가감	15	-58	113	164
유형자산감가상각비	44	59	66	78
무형자산상각비	2	3	3	2
기타	-31	-120	44	84
영업활동으로인한자산및부채의변동	-24	671	-305	-244
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	370	-24	-238	-204
재고자산 감소(증가)	64	541	-124	-224
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-448	-39	49	157
법인세납부	-121	39	25	-25
투자활동으로 인한 현금흐름	-561	-162	13	-191
유형자산처분(취득)	-482	-182	0	-200
무형자산감소(증가)	-4	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-16	18	0	0
기타투자활동	-59	4	13	9
재무활동으로 인한 현금흐름	1,050	71	-83	81
장단기금융부채의 증가(감소)	1,056	52	0	150
자본의 증가(감소)	39	-1	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0
기타재무활동	-28	20	-83	-69
현금의 증가	121	155	-270	-74
기초현금	120	241	397	126
기말현금	241	397	126	52

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	-	21.9
P/CF (x)	-	-	38.1	9.9
P/B (x)	6.7	4.0	4.3	3.6
EV/EBITDA (x)	-	-	127.2	19.8
EPS (원)	-5,372	-10,053	-931	3,787
CFPS (원)	-4,978	-11,737	2,181	8,353
BPS (원)	30,468	20,334	19,403	23,190
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	19.5	-58.9	11.0	82.7
EBITDA증가율 (%)	적전	적지	흑전	571.8
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
EPS증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	7.6	5.3	5.1	6.1
재고자산 회전율 (회)	3.9	2.1	3.1	4.5
매입채무 회전율 (회)	12.9	20.9	19.7	17.3
ROA (%)	-6.1	-11.7	-1.2	4.4
ROE (%)	-16.4	-39.9	-4.7	18.0
ROIC (%)	-6.2	-19.8	-0.8	6.2
부채비율 (%)	201.9	294.4	316.8	304.3
유동비율 (%)	112.7	76.1	78.8	89.5
순차입금/자기자본 (%)	159.9	228.2	277.5	258.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.8	0.0	-0.4	2.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2025.02.07	매수	130,000	-	-
2024.11.20	매수	150,000	-38.65	-25.20
2024.05.10	매수	220,000	-45.39	-22.00
2023.05.30	매수	550,000	-65.52	-48.18
2023.05.16	1년 경과 이후	400,000	-36.59	-34.00
2022.05.16	매수	400,000	-42.56	-15.75



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 와(과) 주식 등 자본증권의 모집,매출의 주선 또는 인수계약을 체결하여 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 의 변경상장, 주식 또는 DR의 외국 유가증권시장 상장 등의 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.