

엘앤에프 066970

목전에 둔 흑전과 신사업 노이즈 해소

2Q25P Re: 가격 요인으로 컨센서스 하회

2Q25P 매출액 5,201억원(+42.6% QoQ, -6.3% YoY), 영업적자 1,212억원(적지 QoQ, 적지 YoY)로 컨센서스 영업적자 640억원을 하회했다. 출하량은 +55% QoQ로 기존 가이드스(2Q +70% QoQ) 대비 둔화됐으나 여전히 높은 수준의 성장세를 지속했다. 하이니켈 출하량 +75% QoQ(기존 가이드스 +90%)와 함께 EV향 미드니켈 출하량 +10% QoQ가 견인했다. 다만, 전체 판가는 메탈가 하락 지속으로 -5% QoQ를 기록했다. 이에 재고자산 평가손실 439억원, 고정비 및 역래깅 손실 578억원, 환율 관련 손실 195억원을 인식했다.

흑자 전환 시점은 3Q25로 기존 전망을 유지

2025F 매출액 2.1조원(+10% YoY), 영업적자 2,103억원(적지 YoY)을 예상한다. 유럽 전기차 수요 개선은 하이니켈의 고성장세뿐만 아니라 미드니켈 수요 개선에도 기여해 연간 출하량 가이드스(+40%)는 유효할 전망이다. 이를 반영한 3Q25 출하량은 하이니켈 +40% QoQ, 미드니켈 +80% QoQ 수준을 예상한다. 다만 최근 공급 조정에 따른 메탈가 반등세에도 불구하고 래깅 효과로 인해 3분기까지 판가 하락(-5% QoQ)은 불가피할 전망이다. 본 추정치에서는 차분기 이후 판가 전망은 반영하지 않아 판가 상승에 따른 추정치 반등은 4분기 판가 상승이 가시화된 후 반영할 예정이다. 재고평가손실은 유럽향 NCM523 출하 증가에 따른 재고 소진과 원재료 매입 축소로 점차 해소될 전망이다. 이에 흑전은 가동률 상승 및 BEP 출하량 상회와 맞물리는 3Q25가 될 것으로 예상된다.

LFP 신사업 관련 노이즈 점진적 해소 수순

LFP 신사업 자금 조달을 위한 BW 발행 불확실성은 해소 수순이다. 7/25 마침내 금감원의 승인으로 9/1 구주 청약 예정이다. 발행사 4곳의 총액인수 방식인 가운데 5만원의 행사가액은 현 주가 대비 매력적이라는 판단이다. 높은 부채 비율의 정상화는 다소 시간이 필요하겠으나 개선 구간에 진입한다는 점에서 의의가 크다. 탈중국화 LFP 소재 니즈가 확대되는 구간에서 선진입 가능성이 높아진다는 점에 주목이 필요하다. 목표주가 12만원, 투자 의견 '매수'를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,887	4,644	1,907	2,099	2,850
영업이익	266	-222	-559	-210	98
영업이익률(%)	6.9	-4.8	-29.3	-10.0	3.4
세전이익	341	-296	-520	-346	-8
지배주주지분순이익	270	-194	-378	-273	17
EPS(원)	7,495	-5,361	-11,262	-8,103	493
증감률(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	28.3	-16.4	-41.7	-47.2	3.7
PER(배)	23.1	-38.1	-7.2	-8.9	146.0
PBR(배)	4.9	6.7	4.1	6.0	5.7
EV/EBITDA(배)	23.9	-52.2	-9.1	-33.1	23.0

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2025.07.31

매수(유지)

목표주가(유지)	120,000원
현재주가(07/30)	72,000원
상승여력	66.7%

Stock Data

KOSPI	3,254.5pt
시가총액(보통주)	2,615십억원
발행주식수	36,316천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	453천주
60일 평균거래대금	25,637백만원
외국인 지분율	15.8%
52주 최고가	126,300원
52주 최저가	47,000원
주요주주	
새로닉스(의 17인)	23.7%
자사주(의 1인)	7.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	46.0	40.1
3M	11.1	-16.2
6M	-17.1	-45.3

주가차트

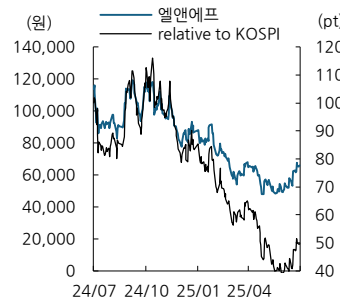


표1 엘앤에프 2Q25P 실적 Review

(십억원, %)	2Q25P	1Q25	2Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	520.1	365	555	42.6	(6.3)	564	(7.7)	603	(13.7)
하이니켈	449.3	284	299	58.3	50.3			524	
미드니켈	70.9	81	256	(12.6)	(72.3)			79	
영업이익	(121.1)	(140)	(84)	적지	적지	(64.0)	적지	(21)	적지
OPM	(23.3)	(38.4)	(15.2)	15.2	(8.1)	(11.4)	(11.9)	(3.5)	(19.8)
당기순이익	(112.6)	(111)	(74)	적지	적지	(60)	적지	(1)	적지
NPM	(21.6)	(30.5)	(13.4)	8.8	(8.2)	(10.6)	(11.0)	(0.2)	(21.5)

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,202	3,171	2,099	2,850	(4.7)	(10.1)
영업이익	(70)	112	(210)	98	적지	(12.6)
OPM	(3.2)	3.5	(10.0)	3.4	(6.9)	(0.1)
당기순이익	(140)	28	(276)	7	적지	(75.5)

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 엘앤에프 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	증감률
Design CAPA	33	33	33	38	43	48	53	53	150	210	240	40.0
국내	33	33	33	38	43	48	53	53	150	210	240	40.0
해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A
매출액	636	555	352	365	365	520	711	503	1,907	2,099	2,850	10.0
하이니켈	442	299	238	267	284	449	588	415	1,246	1,736	2,678	39.3
미드니켈	193	256	113	98	81	71	123	88	661	363	173	(45.2)
영업이익	(204)	(84)	(72)	(198)	(140)	(121)	8	43	(559)	(210.3)	98	적지
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(54.3)	(38.4)	(23.3)	1.1	8.6	(29.3)	(10.0)	3.4	19.3
당기순이익	(112)	(74)	(77)	(118)	(111)	(113)	5	(56)	(381)	(276)	7	적지
NPM	(17.6)	(13.4)	(21.9)	(32.2)	(30.5)	(21.6)	0.6	(11.2)	(20.0)	(13.1)	0.2	6.8
YoY												
매출액	(53.4)	(59.4)	(72.0)	(44.5)	(42.6)	(6.3)	102.1	37.7	(58.9)	10.0	35.8	-
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	-
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(54.3)	(38.4)	(23.3)	1.1	8.6	(29.3)	(10.0)	3.4	-
지배순이익	(17.6)	(13.4)	(21.9)	(32.2)	(30.5)	(21.6)	0.6	(11.2)	(20.0)	(13.1)	0.2	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,303	1,969	1,090	568	690	매출액	3,887	4,644	1,907	2,099	2,850
현금 및 현금성자산	120	241	280	28	86	매출원가	3,536	4,784	2,371	2,221	2,645
매출채권 및 기타채권	801	426	214	170	214	매출총이익	351	-140	-463	-122	206
재고자산	1,228	1,163	575	321	340	판매비 및 관리비	85	83	95	87	107
기타	154	139	21	48	50	영업이익	266	-222	-559	-210	98
비유동자산	721	1,382	1,710	2,001	2,027	(EBITDA)	297	-176	-495	-132	181
관계기업투자등	3	130	184	189	197	금융손익	8	-63	-112	-148	-152
유형자산	710	1,120	1,260	1,501	1,503	이자비용	21	79	106	112	93
무형자산	8	12	17	19	24	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	3,024	3,351	2,800	2,568	2,717	기타영업외손익	67	-10	151	11	46
유동부채	1,288	1,747	1,552	1,672	1,837	세전계속사업이익	341	-296	-520	-346	-8
매입채무 및 기타채무	644	201	212	300	600	계속사업법인세비용	70	-101	-139	-73	-20
단기금융부채	535	1,543	1,336	1,360	1,224	계속사업이익	271	-195	-381	-273	13
기타유동부채	109	3	3	12	12	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	451	494	524	446	413	당기순이익	271	-195	-381	-276	13
장기금융부채	443	491	519	439	406	지배주주	270	-194	-378	-273	17
기타비유동부채	8	3	5	7	7	총포괄이익	271	-195	-381	-273	13
부채총계	1,739	2,241	2,076	2,118	2,249	매출총이익률 (%)	9.0	-3.0	-24.3	-5.8	7.2
지배주주지분	1,280	1,097	714	439	456	영업이익률 (%)	6.9	-4.8	-29.3	-10.0	3.5
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	7.7	-3.8	-26.0	-6.3	6.3
자본잉여금	665	704	702	224	224	당기순이익률 (%)	7.0	-4.2	-20.0	-13.0	0.4
이익잉여금	572	358	-23	183	199	ROA (%)	11.9	-6.1	-12.3	-10.1	0.6
비지배주주지분(연결)	6	13	10	12	12	ROE (%)	28.3	-16.4	-41.7	-47.2	3.7
자본총계	1,285	1,110	723	451	467	ROIC (%)	14.4	-6.6	-16.7	-7.3	3.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-864	-375	281	730	282	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	271	-195	-381	-273	13	P/E	23.1	-38.1	-7.2	-8.9	146.0
비현금수익비용가감	79	15	-77	638	33	P/B	4.9	6.7	4.1	6.0	5.7
유형자산감가상각비	30	44	60	73	73	P/S	1.6	1.6	1.5	1.2	0.9
무형자산상각비	1	2	3	4	9	EV/EBITDA	23.9	-52.2	-9.1	-33.1	23.0
기타현금수익비용	48	-32	-234	517	-225	P/CF	17.8	n/a	n/a	7.2	57.1
영업활동 자산부채변동	-1,199	-24	776	365	237	배당수익률 (%)	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-572	370	209	45	-43	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-967	64	589	178	-19	매출액	300.4	19.5	-58.9	10.0	35.8
매입채무 증가(감소)	428	-448	-88	206	300	영업이익	501.8	적전	적지	적지	흑전
기타자산 부채변동	-88	-10	66	-64	-1	세전이익	흑전	적전	적지	적지	적지
투자활동 현금	-82	-561	-240	-347	-55	당기순이익	흑전	적전	적지	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-287	-482	-208	-314	-75	EPS	흑전	적전	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-2	-6	-14	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	207	-103	-33	15	45	부채비율	135.3	201.9	287.1	469.6	481.2
기타투자활동	-1	27	3	-42	-12	유동비율	178.8	112.7	70.2	33.9	37.5
재무활동 현금	795	1,050	-20	-635	-169	순차입금/자기자본(x)	66.6	159.9	217.0	391.9	329.4
차입금의 증가(감소)	552	1,053	103	-155	-169	영업이익/금융비용(x)	12.5	-2.8	-5.3	-1.9	1.1
자본의 증가(감소)	248	7	2	-480	0	총차입금 (십억원)	978	2,034	1,856	1,799	1,630
배당금의 지급	0	17	0	0	0	순차입금 (십억원)	856	1,775	1,570	1,767	1,540
기타재무활동	-5	-10	-126	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-152	121	38	-252	58	EPS	7,495	-5,361	-11,262	-8,103	493
기초현금	272	120	241	280	28	BPS	35,530	30,268	19,660	12,097	12,553
기말현금	120	241	280	28	86	SPS	107,925	128,121	52,552	57,822	78,546
NOPLAT	212	-161	-405	-152	72	CFPS	9,724	-4,968	-12,598	10,052	1,261
FCF	-931	-766	79	383	227	DPS	500	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-02-02	매수	390,000	-61.6	-52.2	
2024-08-13	담당자변경				
2024-08-13	매수	140,000	-36.6	-14.7	
2024-11-04	매수	140,000	-40.1	-15.6	
2025-02-06	매수	140,000	-49.0	-34.5	
2025-05-02	매수	120,000	-53.5	-43.8	
2025-07-31	매수	120,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.