



엘앤에프 (066970)

주가도 업황도 저점 통과 중

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 220,000원

현재 주가(8/6)	101,500원
상승여력	▲ 116.7%
시가총액	36,839억원
발행주식수	36,295천주
52 주 최고가 / 최저가	237,500 / 92,400원
90 일 일평균 거래대금	393.29억원
외국인 지분율	21.6%
주주 구성	
새로닉스 (외 16 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리스주 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-31.5	-35.6	-23.3	-56.6
상대수익률(KOSDAQ)	-19.6	-29.8	-21.2	-53.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,887	4,644	2,249	3,744
영업이익	266	-222	-365	212
EBITDA	297	-176	-302	288
지배주주순이익	270	-194	-291	73
EPS	7,495	-5,361	-8,696	2,173
순차입금	856	1,775	2,134	2,331
PER	23.1	-38.1	-11.7	46.7
PBR	4.9	6.7	4.6	4.2
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-19.3	20.9
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a
ROE	28.3	-16.4	-30.7	8.7

주가 추이



엘앤에프는 적자가 지속되고 있습니다. 하반기도 판매량 감소 및 고가 원재료 반영으로 적자가 이어질 것입니다. 그러나, 출하량/수익성 모두 바닥을 통과 중이며, 주가에도 이미 악재가 충분히 반영됐다고 판단합니다. 출하량/수익성 회복을 주시하며 점진적인 매수를 추천드립니다.

2분기: 환입에도 불구하고 대규모 적자 지속

동사의 2분기 실적은 매출액 5,548억 원, 영업적자 842억 원으로 컨센서스(매출액 6,676억 원, 영업적자 660억 원)를 하회했다. 2분기 출하량과 판가는 각각 QoQ 3% 상승, 18% 하락한 것으로 추정된다. ESS향 NCM523 출하가 급감하여 판매량이 기대치를 하회했다. 한편, 지난 1분기에 인식한 재고평가손실 충당금 중 일부 제품의 판매로 약 500억 원의 환입 효과가 존재했다. 그러나, 충당금 환입에도 불구하고 여전히 고가에 매입한 원재료가 원가로 반영되며 대규모 적자가 지속됐다.

생각보다 더 부진한 하반기

3분기 실적으로 매출액 4,007억 원, 영업적자 496억 원을 전망한다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 30% 감소, 3% 증가할 것으로 예상된다. 1) 4분기 테슬라의 2170 업그레이드 제품 적용을 앞두고 기존 양극재 수요가 감소할 것이며, 2) ESS용 NCM523 제품 출하가 급감하기 때문이다. 다만, 4분기 구지 3공장에서 4680/2170(신규)향 NCMA95 제품이 출하되며 판매량은 재차 QoQ 64% 증가할 것으로 전망한다. 한편, 올해까지는 고가의 원재료 부담이 지속되며 적자가 이어질 전망이다. 최근 리튬 가격 하락으로 4분기 재차 재고자산평가손실이 반영될 여지도 높다.

목표주가 22만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

2024년 연간 출하량은 YoY 26% 감소(vs. 1Q24 당시 가이던스 YoY +4%) 할 것으로 예상된다. 단기 실적 반등 시점이 지연되고 있고, 25~26년 캐파 가이던스도 대폭 하향 조정해야 한다. 그러나, 주가와 실적은 모두 저점을 통과하고 있다고 판단한다. 4분기부터 테슬라향 신제품 출하가 예정되고, 고가의 원재료도 4분기 대부분 인식한 후 1Q25 흑자전환을 예상한다. 중장기 관점에서 당초 기대했던 성장률과 증설을 기대하기는 어렵지만, 테슬라/SKon/노스볼트 등의 고객을 기반으로 성장은 지속될 것이다. 현 주가는 악재가 충분히 반영돼 있는 수준이라 판단하며, 출하량/수익성 회복을 확인하며 점진적인 매수 전략을 추천한다.

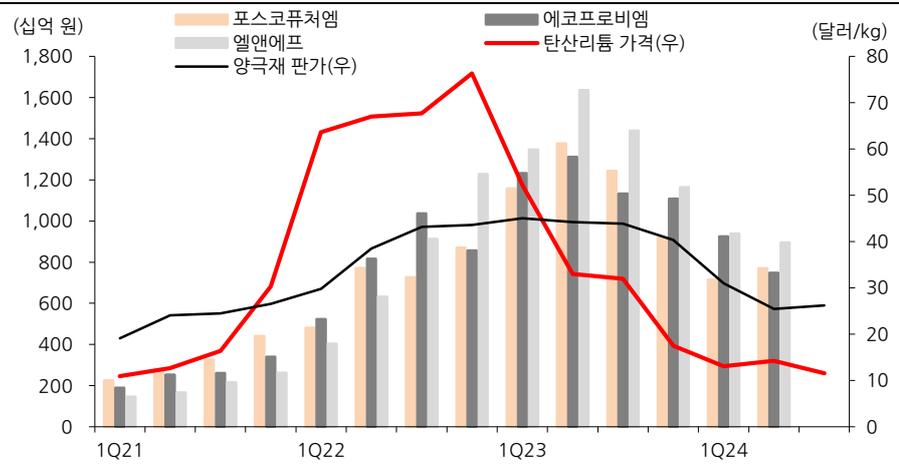
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	657.6	635.7	554.8	400.7	657.5	3,887.3	4,644.1	2,248.7	3,744.5
영업이익	40.4	3.0	14.8	(280.5)	(203.9)	(84.2)	(49.6)	(27.2)	266.3	(222.3)	(364.8)	211.5
영업이익률	3.0%	0.2%	1.2%	-42.6%	-32.1%	-15.2%	-12.4%	-4.1%	6.9%	-4.8%	-16.2%	5.6%
양극재 출하량(톤)	23,764	23,500	21,750	12,325	15,425	15,877	11,075	18,175	75,465	81,339	60,552	103,500
QoQ/YoY	15%	-1%	-7%	-43%	25%	3%	-30%	64%	116%	8%	-26%	71%

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 양극재 업체들의 재고자산 및 리튬/양극재 가격 추이



자료: Wisefn, Kita, KOMIS, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	7,300 2026년 EPS
Target P/E(배)	30 2026년 동종 업체 P/E 20% 할인
주당 적정가치	221,918
목표 주가	220,000
현재 주가	92,400
상승 여력	138.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	971	3,887	4,644	2,249	3,744
매출총이익	78	351	-140	-278	357
영업이익	44	266	-222	-365	212
EBITDA	65	297	-176	-302	288
순이자손익	-12	-17	-70	-78	-118
외화관련손익	4	24	7	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	341	-296	-384	93
당기순이익	-112	271	-195	-292	73
지배주주순이익	-113	270	-194	-291	73
증가율(%)					
매출액	329.6	300.4	19.5	-51.6	66.5
영업이익	흑전	501.8	적전	적지	흑전
EBITDA	992.6	359.6	적전	적지	흑전
순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	8.0	9.0	-3.0	-12.3	9.5
영업이익률	4.6	6.9	-4.8	-16.2	5.6
EBITDA 이익률	6.7	7.7	-3.8	-13.4	7.7
세전이익률	-12.9	8.8	-6.4	-17.1	2.5
순이익률	-11.6	7.0	-4.2	-13.0	1.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-138	-864	-375	242	-90
당기순이익	-112	271	-195	-292	73
자산상각비	20	31	46	63	77
운전자본증감	-213	-1,199	-24	573	-240
매출채권 감소(증가)	-204	-572	370	-367	-282
재고자산 감소(증가)	-156	-967	64	572	-175
매입채무 증가(감소)	164	428	-448	402	241
투자현금흐름	-414	-82	-561	-247	-108
유형자산처분(취득)	-179	-287	-482	-250	-100
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-4	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-231	207	-14	7	0
재무현금흐름	802	795	1,050	308	0
차입금의 증가(감소)	257	552	1,053	310	0
자본의 증가(감소)	494	248	7	0	0
배당금의 지급	-1	0	-17	0	0
총현금흐름	80	350	-180	-314	150
(-)운전자본증가(감소)	228	1,074	78	-160	240
(-)설비투자	179	287	482	250	100
(+)자산매각	-2	-1	-4	-1	-1
Free Cash Flow	-330	-1,013	-744	-405	-191
(-)기타투자	-14	126	7	-409	6
잉여현금	-316	-1,138	-751	4	-197
NOPLAT	32	212	-161	-264	165
(+) Dep	20	31	46	63	77
(-)운전자본투자	228	1,074	78	-160	240
(-)Capex	179	287	482	250	100
OpFCF	-354	-1,118	-675	-292	-98

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,071	2,303	1,969	2,111	2,394
현금성자산	485	122	259	555	358
매출채권	272	801	426	375	657
재고자산	262	1,228	1,163	592	766
비유동자산	462	721	1,382	1,609	1,639
투자자산	25	4	250	290	297
유형자산	427	710	1,120	1,306	1,329
무형자산	10	8	12	12	14
자산총계	1,532	3,024	3,351	3,719	4,033
유동부채	398	1,288	1,747	2,134	2,375
매입채무	226	644	201	197	438
유동성이자부채	166	535	1,543	1,924	1,924
비유동부채	499	451	494	769	769
비유동이자부채	494	443	491	765	765
부채총계	897	1,739	2,241	2,902	3,144
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	704	703	703
이익잉여금	-99	572	358	66	139
자본조정	18	25	17	17	17
자기주식	-10	-7	-7	-7	-7
자본총계	635	1,285	1,110	817	890

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-3,249	7,495	-5,361	-8,696	2,173
BPS	17,799	35,530	30,268	22,186	24,195
DPS	0	500	0	0	0
CFPS	2,246	9,724	-4,968	-8,657	4,130
ROA(%)	-11.3	11.9	-6.1	-8.2	1.9
ROE(%)	-27.4	28.3	-16.4	-30.7	8.7
ROIC(%)	5.4	14.4	-6.6	-9.5	5.6
Multiples(x, %)					
PER	-68.5	23.1	-38.1	-11.7	46.7
PBR	12.5	4.9	6.7	4.6	4.2
PSR	8.1	1.6	1.6	1.6	1.0
PCR	99.0	17.8	-41.1	-11.7	24.6
EV/EBITDA	122.3	23.9	-52.2	-19.3	20.9
배당수익률	n/a	0.3	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	141.2	135.3	201.9	355.2	353.2
Net debt/Equity	27.7	66.6	159.9	261.2	262.0
Net debt/EBITDA	271.5	287.7	-1,009.8	-706.4	808.6
유동비율	268.8	178.8	112.7	98.9	100.8
이자보상배율(배)	3.3	12.5	n/a	n/a	1.7
자산구조(%)					
투하자본	61.3	94.4	84.4	76.9	82.5
현금+투자자산	38.7	5.6	15.6	23.1	17.5
자본구조(%)					
차입금	51.0	43.2	64.7	76.7	75.1
자기자본	49.0	56.8	35.3	23.3	24.9

[Compliance Notice]

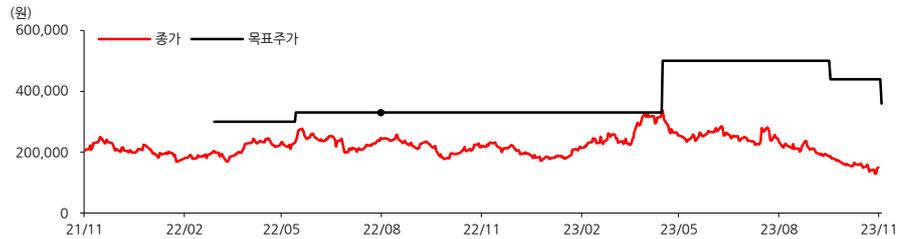
(공표일: 2024년 8월 7일)

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. (이용육)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.17	2022.09.15	2022.10.12	2022.10.18	2022.11.10	2023.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2023.02.14	2023.04.19	2023.05.16	2023.07.24	2023.08.04	2023.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2023.09.20	2023.11.02	2023.11.07	2023.11.14	2024.01.17	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	440,000	440,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.02.29	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05	2024.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	300,000	300,000	300,000	300,000	220,000

[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	-52.46	-42.80
2024.08.07	Buy	220,000		

[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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%