

Company Update

Analyst 이현욱

02) 6915-5659

hwle1125@ibks.com

Trading Buy (하향)

목표주가 95,000원

현재가 (2/5) 83,100원

KOSPI (2/5)	2,509.27pt
시가총액	3,016십억원
발행주식수	36,297천주
액면가	500원
52주 최고가	186,300원
최저가	77,500원
60일 일평균거래대금	33십억원
외국인 지분율	21.2%
배당수익률 (2024F)	0.0%

주주구성	
새로닉스 외 17 인	23.72%
국민연금공단	6.07%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-12%	-38%
절대기준	2%	-10%	-40%

	현재	직전	변동
투자의견	Trading	매수	▼
목표주가	95,000	170,000	▼
EPS(24)	-11,622	-9,781	▼
EPS(25)	-2,610	907	▼

엘앤에프 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

엘앤에프 (066970)

최악을 지나는 구간

24년 4분기, 지속되는 부진

엘앤에프의 4Q24 매출액 3,653억원(QoQ +3.9%), 영업이익 -1,498억원(QoQ 적자 지속), OPM -41.0%(QoQ -20.4%p)로 영업이익 기준 컨센서스(매출액 3,600억원, 영업이익 -1,020억원)를 하회하는 실적을 기록했다. 전기차 수요 둔화 지속 영향으로 연 내 지속적으로 양극재 출하량이 감소하였으나 고객사 재고 조정 최저점 기록 후 4Q24는 NCMA90 QoQ +12% 증가하였고, NCMA 523은 QoQ -6% 감소하여 전체 출하량은 QoQ +11% 증가했다. 4분기 제품별 판가는 NCMA90 QoQ -5%, NCM523 QoQ -6% 하락함에 따라 ASP는 QoQ -5% 하락했다. 출하량 감소에 따른 고정비 부담 지속과 재고평가손실 476억원이 계상됨에 따라 수익성은 악화되었다.

2025년 BEP 수준 근접 예상

엘앤에프의 양극재 CAPA는 구지 3공장 완공에 따라 2024년 21만톤(단결정 16만톤)으로 증가하였으며 이후 투자 계획은 부재하여 2025년, 2026년 CAPA는 동일하다. 연말 CAPA 기준 양극재 출하량은 2024년 4.8만톤(출하 비중 23%), 2025년은 YoY +30% 증가한 6.3만톤(출하 비중 30%), 2026년은 YoY +82% 증가한 11.5만톤(출하 비중 57%)으로 예상된다. Tesla의 Model Y의 Facelift 버전인 Y Juniper가 공개됨에 따라 신규 2170 배터리에 탑재되는 NCMA95 제품 양산이 2월말부터 시작될 것으로 예상되며 본격적인 출하량 증가는 2Q25부터로 전망된다.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 95,000원 하향

엘앤에프에 대한 이익 추정치 하향 조정으로 투자의견은 Trading Buy, 목표주가는 95,000원으로 하향한다. 고정비 부담 지속과 재고평가손실이 상반기 내 지속될 것으로 판단되어 분기 기준 흑자전환은 3Q25로 전망한다. 2024년 출하량 저점 기록 이후 출하량 상승 구간 진입과 신규 사업(LFP 등), 신규 고객사 확보가 기대되는 만큼 최악의 구간은 지나간 것으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,887	4,644	1,907	2,048	3,430
영업이익	266	-222	-510	-49	154
세전이익	341	-296	-492	-111	78
지배주주순이익	270	-194	-422	-95	63
EPS(원)	7,526	-5,372	-11,622	-2,610	1,745
증가율(%)	-313.4	-171.4	116.3	-77.5	-166.9
영업이익률(%)	6.8	-4.8	-26.7	-2.4	4.5
순이익률(%)	7.0	-4.2	-22.2	-4.6	1.9
ROE(%)	28.3	-16.4	-47.6	-15.1	10.4
PER	23.1	-38.0	-7.0	-31.8	47.6
PBR	4.9	6.7	4.4	5.2	4.7
EV/EBITDA	23.7	-48.0	-11.3	315.6	24.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 엘앤에프 실적 비교

(단위: 십억원, %)	4Q24P	4Q23	3Q24	4Q24 Con	YoY	QoQ	vs Con
매출액	365	658	352	360	-44%	3.9%	1.5%
영업이익	-150	-280	-72	-102	적지	적지	적지
OPM(%)	-41.0%	-42.6%	-20.6%	-28.4%	1.6%p	-20.4%p	-12.6%p

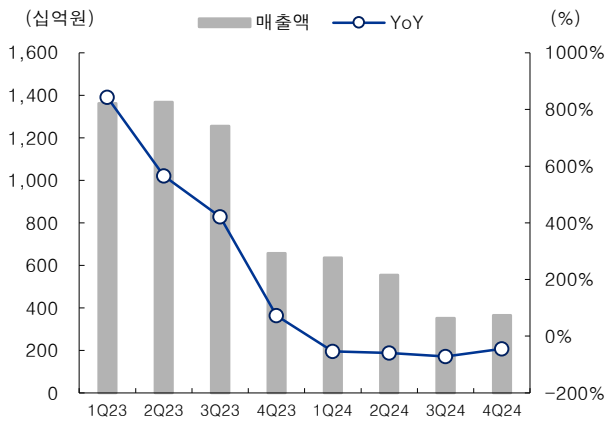
자료: 엘앤에프, IBK투자증권

표 2. 엘앤에프 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	1,363	1,368	1,255	658	636	555	352	365	4,644	1,907	2,048
QoQ	258.6%	0.4%	-8.2%	-47.6%	-3.3%	-12.7%	-36.6%	3.9%			
YoY	843.3%	566.0%	421.5%	73.0%	-53.4%	-59.4%	-72.0%	-44.5%	19.5%	-58.9%	7.4%
영업이익	1	3	-1	-280	-204	-84	-72	-150	-222	-510	-49
OPM(%)	9.6%	7.2%	-0.1%	-42.6%	-32.1%	-15.2%	-20.6%	-41.0%	-4.8%	-26.7%	-2.4%
QoQ	-94.7%	71.5%	-151.7%	적전	적지	적지	적지	적지			
YoY	흑전	-55.4%	-109.8%	적전	적전	적전	적지	적지	적전	적지	적지

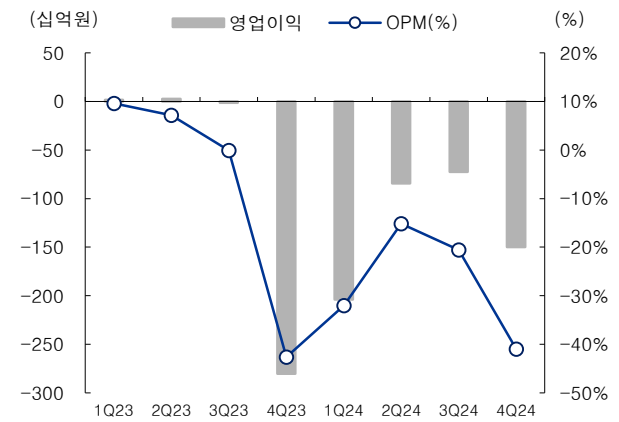
자료: 엘앤에프, IBK투자증권

그림 1. 엘앤에프 매출액 및 YoY 추이



자료: 엘앤에프, IBK투자증권

그림 2. 엘앤에프 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 엘앤에프, IBK투자증권

표 3. 엘앤에프 목표주가 산출

항목	적정가치	비고
EPS(원)	1,745	2026F 당사 추정치
Target Multiple(배)	54.5	2026F 글로벌 소재 Peer 멀티플 20% 할인
적정주가	95,123	
목표주가	95,000	
현재주가	83,100	2025-02-05 기준
Upside	14%	

자료: IBK투자증권

엘앤에프 (066970)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,887	4,644	1,907	2,048	3,430
증가율(%)	300.4	19.5	-58.9	7.4	67.5
매출원가	3,536	4,784	2,324	1,985	3,106
매출총이익	351	-140	-416	64	324
매출총이익률 (%)	9.0	-3.0	-21.8	3.1	9.4
판매비	85	83	94	112	170
판매비율(%)	2.2	1.8	4.9	5.5	5.0
영업이익	266	-222	-510	-49	154
증가율(%)	501.8	-183.5	129.5	-90.5	-416.9
영업이익률(%)	6.8	-4.8	-26.7	-2.4	4.5
순금융손익	50	-57	12	-65	-81
이자손익	-17	-70	-37	-70	-87
기타	67	13	49	5	6
기타영업외손익	24	-16	6	3	4
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	341	-296	-492	-111	78
법인세	70	-101	-69	-17	14
법인세율	20.5	34.1	14.0	15.3	17.9
계속사업이익	271	-195	-424	-94	64
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	-195	-424	-94	64
증가율(%)	-341.4	-171.9	117.3	-77.7	-167.4
당기순이익률 (%)	7.0	-4.2	-22.2	-4.6	1.9
지배주주당기순이익	270	-194	-422	-95	63
기타포괄이익	1	-4	0	0	0
총포괄이익	272	-199	-424	-94	64
EBITDA	297	-176	-445	17	219
증가율(%)	359.6	-159.1	153.4	-103.8	1,189.6
EBITDA마진율(%)	7.6	-3.8	-23.3	0.8	6.4

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	7,526	-5,372	-11,622	-2,610	1,745
BPS	35,530	30,268	18,576	15,965	17,711
DPS	500	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	23.1	-38.0	-7.0	-31.8	47.6
PBR	4.9	6.7	4.4	5.2	4.7
EV/EBITDA	23.7	-48.0	-11.3	315.6	24.5
성장성지표(%)					
매출증가율	300.4	19.5	-58.9	7.4	67.5
EPS증가율	-313.4	-171.4	116.3	-77.5	-166.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	28.3	-16.4	-47.6	-15.1	10.4
ROA	11.9	-6.1	-13.1	-2.9	1.8
ROIC	19.4	-9.9	-23.6	-5.4	3.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	135.3	201.9	357.3	453.9	474.9
순차입금 비율(%)	61.1	93.4	242.5	324.2	295.6
이자보상배율(배)	12.5	-2.8	-5.5	-0.3	1.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.3	7.6	6.0	7.1	7.9
재고자산회전율	5.2	3.9	2.2	3.3	4.2
총자산회전율	1.7	1.5	0.6	0.6	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,303	1,969	1,638	1,773	2,178
현금및현금성자산	120	241	378	126	127
유가증권	2	18	0	0	0
매출채권	797	426	206	374	499
재고자산	1,228	1,163	540	713	913
비유동자산	721	1,382	1,495	1,499	1,584
유형자산	710	1,120	1,265	1,221	1,218
무형자산	8	12	10	8	7
투자자산	3	130	131	131	131
자산총계	3,024	3,351	3,133	3,272	3,762
유동부채	1,288	1,747	1,906	2,138	2,562
매입채무및기타채무	601	143	325	507	832
단기차입금	406	718	863	867	884
유동성장기부채	59	87	635	635	635
비유동부채	451	494	542	543	545
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	412	466	540	540	540
부채총계	1,739	2,241	2,448	2,681	3,107
지배주주지분	1,280	1,097	674	579	643
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	665	704	703	703	703
자본조정등	2	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	23	23	23	23	23
이익잉여금	572	358	-64	-159	-95
비지배주주지분	6	13	11	11	12
자본총계	1,285	1,110	685	591	654
비이자부채	831	945	-3	227	635
총차입금	908	1,296	2,451	2,454	2,472
순차입금	785	1,037	1,661	1,916	1,933

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-864	-375	476	-195	120
당기순이익	271	-195	-424	-94	64
비현금성 비용 및 수익	79	15	17	128	141
유형자산감가상각비	30	44	63	64	63
무형자산상각비	1	2	2	2	1
운전자본변동	-1,199	-24	937	-158	2
매출채권등의 감소	0	0	-206	-168	-125
재고자산의 감소	-967	64	623	-173	-200
매입채무등의 증가	0	0	325	182	324
기타 영업현금흐름	-15	-171	-54	-71	-87
투자활동 현금흐름	-82	-561	-76	-115	-229
유형자산의 증가(CAPEX)	-287	-482	-210	-20	-60
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-4	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-89	0	0	0
기타	207	14	134	-95	-169
재무활동 현금흐름	795	1,050	-272	58	110
차입금의 증가(감소)	309	138	100	0	0
자본의 증가	0	7	0	0	0
기타	486	905	-372	58	110
기타 및 조정	-1	7	9	0	0
현금의 증가	-152	121	137	-252	1
기초현금	272	120	241	378	126
기말현금	120	241	378	126	127

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

