



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원(하향)

주가(8/6): 101,500원

시가총액: 36,839억원

이차전지 Analyst 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/6)		2,522.15pt	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		237,500 원	92,400원
최고/최저가 대비 등락율		-57.3%	9.8%
수익률		절대	상대
	1M	-31.5%	-22.2%
	6M	-23.3%	-21.6%
	1Y	-53.2%	-52.1%

Company Data

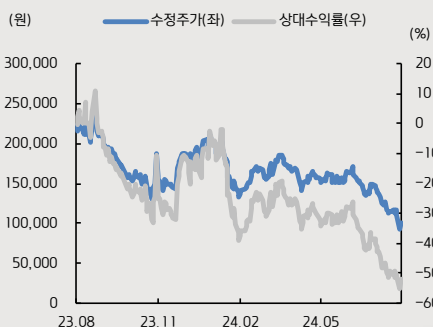
발행주식수	36,295 천주
일평균 거래량(3M)	277천주
외국인 지분율	22.0%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	30,268원
주요 주주	새로닉스 외 17인
	23.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F
매출액	970.8	3,887.3	4,644.1	2,311.0
영업이익	44.3	266.3	-222.3	-370.0
EBITDA	64.7	297.5	-175.8	-291.0
세전이익	-125.6	340.5	-295.7	-353.5
순이익	-112.3	271.0	-194.9	-312.5
지배주주지분순이익	-113.1	270.0	-194.3	-311.5
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,372	-8,585
증감률(%YoY)	적지	흑전	적전	적지
PER(배)	-63.1	23.1	-38.0	-11.8
PBR(배)	12.49	4.88	6.74	4.71
EV/EBITDA(배)	117.3	23.5	-51.0	-16.2
영업이익률(%)	4.6	6.9	-4.8	-16.0
ROE(%)	-27.4	28.3	-16.4	-33.2
순부채비율(%)	-24.5	58.2	140.0	128.0

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엘앤에프 (066970)

실적 정상화 시점 지연 전망



2Q24 영업이익 -842억원으로 시장 컨센서스 하회. 높은 원가가 반영된 NCM 523 제품의 출하량 증가 및 가동률 하락에 따른 고정비 부담 등으로 큰 폭의 적자 기록. 3Q24 영업이익 -528억원 전망. 올해 재고 소진에 주력하는 만큼, 3분기에도 적자 지속 예상. 올해는 역성장이 불가피하며, 흑자전환 시점도 내년 1분기 전망. 실적 추정치 변경 반영하여 목표주가는 170,000원으로 하향 조정하나, 투자의견은 'BUY'를 유지함.

>>> 2Q24 영업이익 -842억원, 시장 컨센서스 하회

엘앤에프의 2Q24 실적은 매출액 5,548억원(-13%QoQ, -59%YoY), 영업이익 -842억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 -660억원) 및 당사 추정치(영업이익 -470억원)를 하회했다. 리튬 가격 하락에 따른 ASP 하락(Blended 기준 -15%QoQ)과 출하 성장률이 당초 시장 기대치에(실적 +3%QoQ/기대치 +25~30%QoQ) 못 미치며 매출은 전분기비 감소했다. Tesla의 재고 조정 영향(NCMA90)과 NCM 523 제품의 경우, 2분기 유럽 중심의 Restocking 및 ESS용 양극재 수요가 기대에 못 미친 것이 출하량 감소의 원인으로 보인다. 한편 높은 원가가 반영된 NCM 523 제품의 출하량 증가 및 가동률 하락에 따른 고정비 부담 상승으로 적자를 지속했으나, 재고자산평가손 환입 효과로 적자폭은 전분기비 축소됐다.

>>> 3Q24 영업이익 -528억원(적자전환 YoY) 전망

3Q24 실적은 매출액 4,205억원(-24%QoQ, -67%YoY), 영업이익 -528억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)을 기록할 전망이다. 3분기에도 NCMA 90/NCM 523 제품의 재고조정 영향 지속으로 인한 판매량 감소(-27%QoQ)로 매출이 전분기 대비 감소할 것으로 전망한다. 당초 3분기에는 Restocking 수요 확대 및 흑자전환을 예상했으나, 유럽 전기차 수요 둔화 영향 지속과 ESS용 양극재 출하량 급감으로 실적 부진이 불가피하다. 또한, 46파이 관련 신제품 출하는 당초 3분기에서 4분기로 순연된 것으로 보이며, 주요 전방 고객사인 Tesla도 유럽 중심의 판매 둔화로 재고 축적 시점을 미룰 것으로 보인다. 동사가 올해 재고 소진에 주력하는 만큼, 가동률 하락에 따른 고정비 부담과 높은 원가의 재고가 투입될 것으로 예상되며, 그에 따라 3분기에도 적자 지속이 불가피할 것으로 판단한다.

>>> 24년도 큰 폭의 영업적자 예상, 기대치 낮출 필요

2024년 실적은 매출액 2조 3,110억원(-50%YoY), 영업이익 -3,700억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 지난 1분기 실적발표를 통해 출하량 가이던스를 +3~+5%YoY로 상향 조정했으나, 금번 실적발표를 통해 파악된 바로는 역성장이 불가피할 것으로 판단한다(출하량 -24%YoY). 특히 동사 실적 부진의 주요 원인인 NCM 523 제품의 출하가 유럽 수요 둔화/ESS 물량 감소로 기대치에 못 미치며, 흑자전환 시점이 내년 1분기로 지연될 것으로 전망한다. 실적 추정치 변경 반영하여 목표주가는 170,000원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성 관점에서 투자의견은 'BUY'를 유지한다.

엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q23E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	657.6	635.7	554.8	420.5	700.0
영업이익	40.4	3.0	14.8	-280.5	-203.8	-84.2	-52.8	-29.2
영업이익률(%)	3.0	0.2	1.2	-42.6	-32.1	-15.2	-12.6	-4.2
세전이익	-23.1	57.7	45.1	-375.4	-148.7	-99.6	-61.5	-43.7
순이익	-16.1	49.4	56.5	-284.7	-111.7	-74.4	-72.0	-54.3
지배주주순이익	-15.1	49.6	55.5	-284.3	-111.5	-73.8	-70.1	-56.1

자료: 키움증권 리서치센터

Tesla 분기별 판매 데이터(1Q22~2Q24)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24
기타 생산량 (Model S/X 등)	14,218	16,411	19,935	20,613	71,177	19,437	19,489	13,688	18,212	70,826	20,995	24,255
Model 3/Y 생산량	291,189	242,169	345,988	419,088	1,298,434	421,371	460,211	416,800	476,777	1,775,159	412,376	386,576
전체 생산량	305,407	258,580	365,923	439,701	1,369,611	440,808	479,700	430,488	494,989	1,845,985	433,371	410,831
기타 인도량 (Model S/X 등)	14,724	16,162	18,672	17,147	66,705	10,695	19,225	15,985	22,969	68,874	17,027	21,551
Model 3/Y 인도량	295,324	238,533	325,158	388,131	1,247,146	412,180	446,915	419,074	461,538	1,739,707	369,783	422,405
전체 인도량	310,048	254,695	343,830	405,278	1,313,851	422,875	466,140	435,059	484,507	1,808,581	386,810	443,956

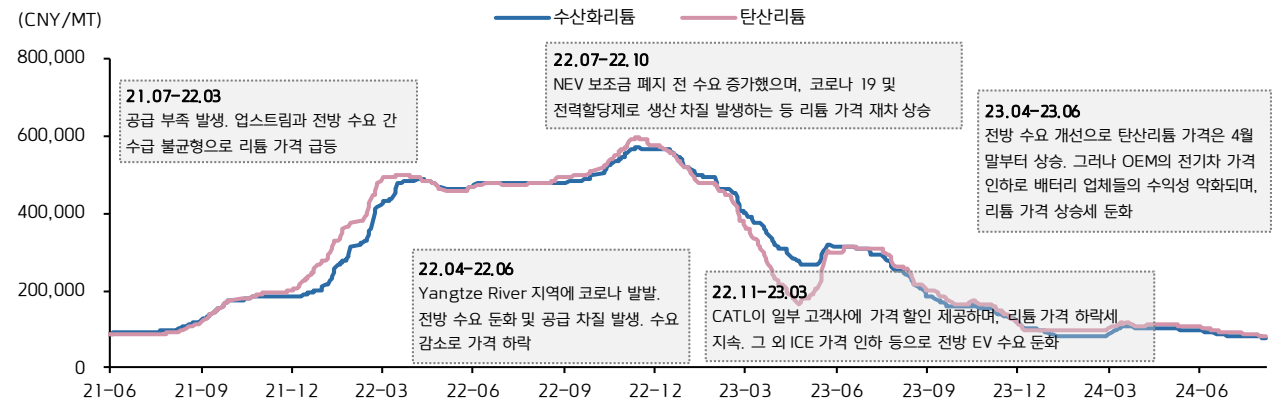
자료: Tesla IR, 키움증권 리서치센터

엘앤에프 목표주가 170,000원 제시

EPS(원)	2.880 원	25 년 EPS
Target PER(배)	60.5 배	에코프로비엠 25 년 P/E
목표주가(원)	174,240 원	

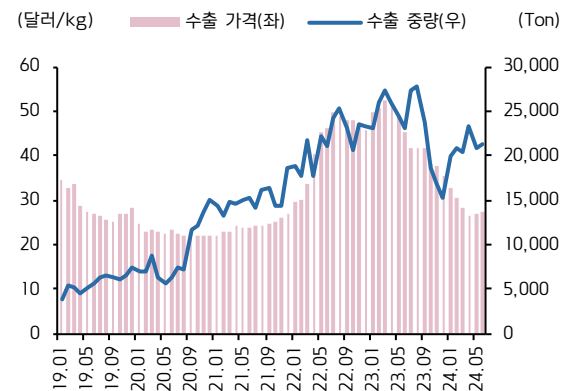
자료: 키움증권 리서치센터

리튬 가격 추이(수산화리튬, 탄산리튬)



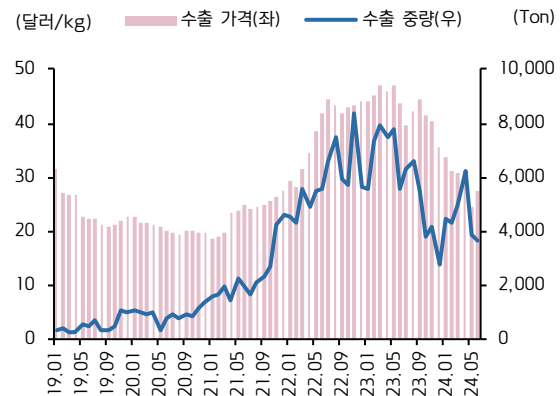
자료: Bloomberg, SMM, 키움증권 리서치센터

양극재(NCM) 수출 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

대구 달서구 기준 양극재 수출 데이터(엘앤에프)



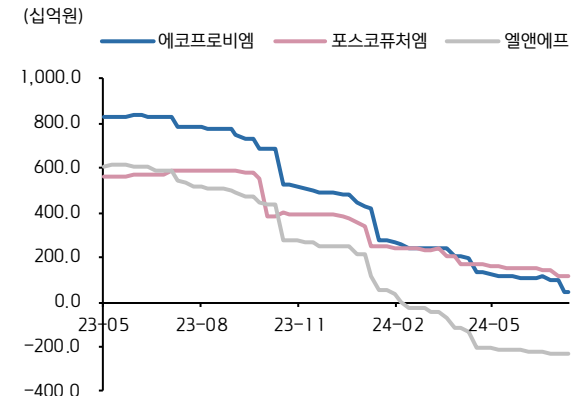
자료: KITA, 키움증권 리서치센터

이차전지 주가 추이(양극재)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

양극재 기업 2024년 영업이익 컨센서스 변화



자료: Quantiwise Consensus, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,887.3	4,644.1	2,311.0	4,282.3	6,411.8
매출원가	3,535.9	4,783.7	2,590.7	3,936.8	5,809.2
매출총이익	351.4	-139.6	-279.7	345.5	602.7
판매비	85.1	82.7	90.3	167.5	250.3
영업이익	266.3	-222.3	-370.0	178.0	352.3
EBITDA	297.5	-175.8	-291.0	280.2	453.8
영업외손익	74.2	-73.4	16.5	-58.1	-79.3
이자수익	4.7	8.9	29.0	25.9	14.2
이자비용	21.3	78.9	81.1	83.3	83.3
외환관련이익	214.7	174.6	112.7	145.7	131.6
외환관련손실	190.6	167.5	102.3	133.1	128.4
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	66.7	-10.3	58.4	-13.1	-13.2
법인세차감전이익	340.5	-295.7	-353.5	120.0	273.1
법인세비용	69.5	-100.8	-41.0	15.1	56.3
계속사업순이익	271.0	-194.9	-312.5	104.8	216.8
당기순이익	271.0	-194.9	-312.5	104.8	216.8
지배주주순이익	270.0	-194.3	-311.5	104.5	216.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	300.4	19.5	-50.2	85.3	49.7
영업이익 증감율	501.8	-183.5	66.4	-148.1	97.9
EBITDA 증감율	359.7	-159.1	65.5	-196.3	62.0
지배주주순이익 증감율	흑전	-172.0	60.3	-133.5	106.9
EPS 증감율	흑전	적전	적지	흑전	106.8
매출총이익율(%)	9.0	-3.0	-12.1	8.1	9.4
영업이익율(%)	6.9	-4.8	-16.0	4.2	5.5
EBITDA Margin(%)	7.7	-3.8	-12.6	6.5	7.1
지배주주순이익율(%)	6.9	-4.2	-13.5	2.4	3.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,302.6	1,969.5	1,527.9	1,743.5	1,832.4
현금 및 현금성자산	120.2	241.3	829.4	738.6	396.7
단기금융자산	40.3	18.5	18.5	18.5	18.5
매출채권 및 기타채권	800.6	426.2	212.1	307.4	460.2
재고자산	1,227.7	1,163.4	347.8	558.9	836.8
기타유동자산	113.8	120.1	120.1	120.1	120.2
비유동자산	721.4	1,382.0	1,691.3	1,777.5	2,114.3
투자자산	2.7	129.9	218.1	306.4	394.7
유형자산	709.6	1,119.8	1,344.4	1,344.8	1,595.1
무형자산	7.6	12.1	8.5	6.0	4.2
기타비유동자산	1.5	120.2	120.3	120.3	120.3
자산총계	3,023.9	3,351.4	3,219.2	3,520.9	3,946.7
유동부채	1,287.5	1,747.3	1,881.5	2,032.4	2,245.4
매입채무 및 기타채무	643.6	201.2	335.4	486.3	699.3
단기금융부채	465.7	1,322.3	1,322.3	1,322.3	1,322.3
기타유동부채	178.2	223.8	223.8	223.8	223.8
비유동부채	451.1	494.1	544.1	594.1	594.1
장기금융부채	443.1	491.4	541.4	591.4	591.4
기타비유동부채	8.0	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	1,738.6	2,241.5	2,425.7	2,626.6	2,839.5
지배지분	1,279.7	1,097.2	781.7	882.2	1,094.3
자본금	18.0	18.1	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	664.9	703.9	703.9	703.9	703.9
기타자본	1.7	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
기타포괄손익누계액	23.5	23.5	19.5	15.4	11.4
이익잉여금	571.6	357.9	46.4	150.9	367.1
비지배지분	5.6	12.8	11.9	12.2	12.9
자본총계	1,285.3	1,110.0	793.5	894.4	1,107.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-864.3	-374.6	932.4	53.5	102.4
당기순이익	271.0	-194.9	-312.5	104.8	216.8
비현금항목의 가감	79.2	14.9	92.0	176.6	228.7
유형자산감가상각비	29.7	44.2	75.4	99.6	99.7
무형자산감가상각비	1.5	2.3	3.6	2.5	1.8
지분법평가손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	48.0	-31.4	13.2	74.7	127.4
영업활동자산부채증감	-1,199.1	-24.2	1,163.9	-155.4	-217.8
매출채권및기타채권의감소	-572.0	369.5	214.1	-95.3	-152.9
재고자산의감소	-967.2	64.0	815.6	-211.1	-277.9
매입채무및기타채무의증가	427.8	-447.6	134.2	150.9	213.0
기타	-87.7	-10.1	0.0	0.1	0.0
기타현금흐름	-15.4	-170.4	-11.0	-72.5	-125.3
투자활동 현금흐름	-82.1	-561.3	-358.3	-158.3	-408.3
유형자산의 취득	-287.5	-482.0	-300.0	-100.0	-350.0
유형자산의 처분	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.5	-4.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.8	-127.4	-88.5	-88.5	-88.5
단기금융자산의감소(증가)	207.9	21.8	0.0	0.0	0.0
기타	-1.9	30.2	30.2	30.2	30.2
재무활동 현금흐름	795.3	1,050.1	56.8	56.8	6.8
차입금의 증가(감소)	551.8	1,052.6	50.0	50.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	7.8	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	244.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-17.1	0.0	0.0	0.0
기타	-0.9	6.8	6.8	6.8	6.8
기타현금흐름	-0.5	6.9	-42.8	-42.8	-42.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-151.6	121.1	588.1	-90.8	-341.9
기초현금 및 현금성자산	271.8	120.2	241.3	829.4	738.6
기말현금 및 현금성자산	120.2	241.3	829.4	738.6	396.7

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	7,526	-5,372	-8,585	2,880	5,956
BPS	35,530	30,268	21,537	24,306	30,151
CFPS	9,763	-4,978	-6,076	7,754	12,276
DPS	500	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	23.1	-38.0	-11.8	35.2	17.0
PER(최고)	37.1	-65.1	-25.3		
PER(최저)	20.9	-23.8	-10.5		
PBR	4.88	6.74	4.71	4.18	3.37
PBR(최고)	7.85	11.55	10.08		
PBR(최저)	4.42	4.23	4.18		
PSR	1.60	1.59	1.59	0.86	0.57
PCFR	17.8	-41.0	-16.7	13.1	8.3
EV/EBITDA	23.5	-51.0	-16.2	17.3	11.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	11.9	-6.1	-9.5	3.1	5.8
ROE	28.3	-16.4	-33.2	12.6	21.9
ROIC	17.1	-12.0	-16.8	10.0	15.0
매출채권회전율	7.3	7.6	7.2	16.5	16.7
재고자산회전율	5.2	3.9	3.1	9.4	9.2
부채비율	135.3	201.9	305.7	293.7	256.5
순차입금비율	58.2	140.0	128.0	129.3	135.3
이자보상배율	12.5	-2.8	-4.6	2.1	4.2
총차입금	908.8	1,813.7	1,863.7	1,913.7	1,913.7
순차입금	748.3	1,554.0	1,015.8	1,156.6	1,498.5
NOPLAT	297.5	-175.8	-291.0	280.2	453.8
FCF	-1,218.0	-730.6	615.8	2.3	-186.6

Compliance Notice

- 당사는 8월 6일 현재 '엘앤에프' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

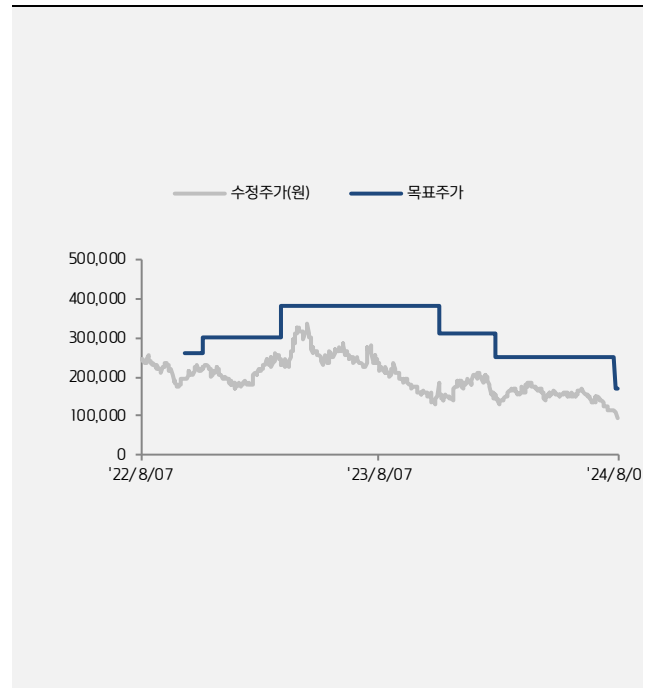
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엘앤에프 *담당자 변경 (066970)	2022-10-11	Buy(Reinitiate)	260,000원	6개월	-18.73	-12.00
	2022-11-10	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-32.89	-22.50
	2023-02-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-30.17	-12.67
	2023-03-09	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-28.21	-12.47
	2023-05-12	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-31.73	-12.47
	2023-08-04	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-34.06	-12.47
	2023-11-07	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-51.75	-48.71
	2023-11-21	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-43.08	-31.77
	2024-02-02	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-35.70	-25.48
	2024-05-10	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-37.89	-25.48
	2024-08-07	Buy(Maintain)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

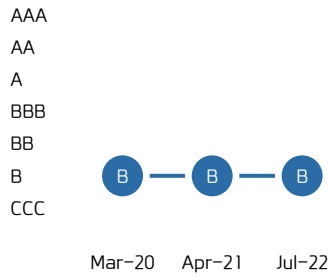
기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

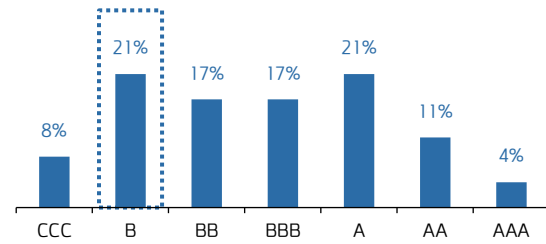
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 전기제품 기업, 기기 및 구성요소 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	3.8	4.5		
환경	5.6	3.8	12.0%	▲1.5
친환경 기술 관련 기회	5.6	3.8	12.0%	▲1.5
사회	3.2	4.5	47.0%	▼0.1
노무관리	3.3	4.9	24.0%	▼0.3
화학적 안전성	1.6	4.3	12.0%	
윤리적 원료 조달	4.6	4.3	11.0%	▲0.3
지배구조	3.9	4.7	41.0%	▼0.1
기업 지배구조	4.7	5.5		▼0.5
기업 활동	5.0	5.5		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (전기제품, 기기 및 구성요소)	친환경 기술 관련 기회	화학적 안전 성	노무관리	윤리적 원료 조달	기업 지배구 조	기업 활동	등급	추세			
TE 커넥티비티	●●●●	●●●●	●	●●●●	●●●●	●●●●	A	◀▶			
키엔스	●●	●●	●●●●	●●	●	●	BBB	◀▶			
암페놀	●●●	●●●	●	●●●	●●	●●●	BBB	◀▶			
폭스콘	●●	●	●	●●●●	●●●	●●●●	BB	◀▶			
Luxshare Precision Industry Co., Ltd.	●●	●●●●	●	●●●●	●	●●●●	BB	▲▲			
엘앤에프	●●●●	●	●	●●	●	●●	B	◀▶			

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●● 최고 4분위 ●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치