

## 세그먼트의 분화

2024년 5월 10일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	190,000 원 (상향)
✓ 상승여력	26.4%	✓ 현재주가 (5월 9일)	150,300 원

### 신한생각 다운사이드보다 업사이드 고민이 필요한 시점

양극재 업체들은 모두 어려운 상황에 직격. 다만 호황기에는 모든 양극재의 투자 논법이 양(규모)으로 결정됐다면 불황기에는 퀄리티에 대한 증명 이 가능. 하이니켈 기반으로 고객사 설득하는 과정은 논리적으로 타당하다고 판단해 이제부터 추가 수주 확보시 추가 업사이드 기대

### 1Q24 Review: 과잉 재고의 업보로 실적 부진하나 반격도 존재

매출 6,357억원(-53% YoY, -3% QoQ)으로 컨센서스 8% 하회, 영업손익 -2,039억원(적자전환 YoY, 적자지속 QoQ)으로 컨센서스(-1,338억원) 대비 적자폭 대폭 확대. 지난 분기에 이어 대규모 재고평가손실(-832억원)이 재현됐고, ASP 하락이 예상보다 강하게 반영(-18% QoQ)되며 대규모 적자 지속 중. 다만 재고 조정 후 물량 개선이 가장 먼저 시작(+25% QoQ) 됐고, 전방 수요에 대한 자신감으로 24년 물량 가이드선도 상향 조정(기존 -5~-4% YoY → 신규 +3~+5% YoY)

전체 EV 시장의 수요 회복 속도에 대해서는 논쟁이 있을 수 있겠으나 고스펙 하이니켈 제품 내 경쟁력을 통해 해당 세그먼트 판매량 개선과 물량 확보를 자신 중. 시장 관심도는 양극재 저가 경쟁(LFP vs. 미드니켈)에 집 중되어 있으나 동사가 포지셔닝한 시장을 선점한다면 충분한 성장세 확보 가능할 것으로 기대

### Valuation

26F EV/EBITDA 19배 적용해 목표주가 190,000원으로 +12% 상향. 하이 니켈 수요 둔화에 대한 우려는 주가와 실적에 충분히 반영돼 추가 수주 확보 시 실적 눈높이는 이제부터 상향 조정될 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	3,887.3	266.3	270.0	23.1	28.3	4.9	23.8	0.3
2023	4,644.1	(222.3)	(194.3)	(38.0)	(16.4)	6.7	(52.2)	-
2024F	3,025.8	(292.3)	(230.4)	(23.7)	(23.5)	6.3	(34.6)	-
2025F	4,604.4	235.9	89.0	61.3	9.8	5.7	26.4	-
2026F	7,010.6	426.4	224.1	24.3	21.0	4.6	17.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [2차전지]

정용진 연구위원  
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원  
✉ minki.choi@shinhan.com

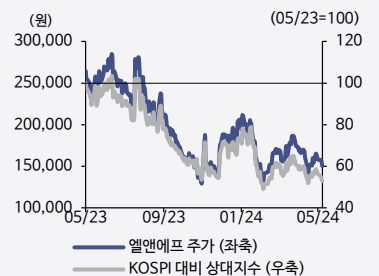
Revision	
실적추정치	하향
Valuation	상향

시가총액	5,455.1 십억원
발행주식수(유동비율)	36.3 백만주 (68.7%)
52주 최고가/최저가	285,000 원/129,400 원
일평균 거래액 (60 일)	67,081 백만원
외국인 지분율	21.8%

주요주주 (%)	
새로닉스 외 17 인	23.7
국민연금공단	5.1

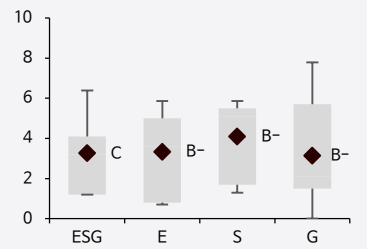
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(11.6)	6.4	(38.7)	(26.9)
상대	(11.8)	2.8	(43.2)	(28.0)

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2024F	2025F	2026F	비고
영업가치	9,339	9,801	10,566	A = B * C
EBITDA	(233)	326	560	B
목표 EV/EBITDA	(40.0)	30.1	18.9	C
(+) 자산가치	116	184	314	D (26년 예상치)
(-) 순차입금	2,612	3,142	4,036	E (26년 예상치)
사업가치	6,843	6,843	6,843	F = A + D - E
현 시가총액	5,455	5,455	5,455	2024-05-09
Upside (%)			26.4	
목표주가			190,000	

자료: 신한투자증권 추정

## 글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	시가총액	2024F				2025F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
포스코퓨처엠	21,883	186.6	8.8	52.3	4.8	88.1	7.9	30.3	9.7
에코프로비엠	21,565	313.8	14.8	64.3	4.2	74.1	12.4	29.6	17.0
엘앤에프	5,455	-	5.0	77.7	(5.1)	26.6	4.1	15.9	18.1
유미코아	7,863	14.0	1.4	7.2	9.4	13.3	1.3	6.6	10.0
SMM	12,991	26.5	0.8	15.0	2.9	15.7	0.8	12.8	4.9
베이징 이스프링	4,484	16.9	1.7	8.9	9.8	14.2	1.5	7.0	10.4
닝보 산산	5,131	13.8	1.0	10.3	7.2	10.5	0.9	8.4	8.8

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

## 분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q24P	1Q23	YoY	4Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	636	1,363	(53.4)	658	(3.3)	755	693
영업이익	(204)	40	적자전환	(280)	적자지속	(121)	(134)
세전이익	(149)	(23)	적자지속	(375)	적자지속	(121)	(133)
순이익	(112)	(15)	적자지속	(284)	적자지속	(96)	(96)
영업이익률	(32.1)	3.0		(42.6)		(16.1)	(19.3)
순이익률	(17.6)	(1.1)		(43.2)		(12.7)	(13.8)

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지주주 기준

## 수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
매출액	4,088	8,749		3,026	4,604	7,011	(26.0)	(47.4)	
영업이익	(109)	508		(292)	236	426	169.3	(53.6)	
세전이익	(109)	508		(307)	119	299	182.9	(76.6)	
순이익	(86)	401		(230)	89	224	169.1	(77.8)	
영업이익률	(2.7)	5.8		(9.7)	5.1	6.1			

자료: 신한투자증권 추정

## 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
Capa (천톤)	110	125	155	200	200	200	200	230	133	193	223	253
국내 구공장	60	60	60	60	60	60	60	60	45	45	45	45
국내 신공장	50	65	95	140	140	140	140	170	88	148	178	208
해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8	30
매출	1,363	1,368	1,255	658	636	726	796	868	4,644	3,026	4,604	7,011
EV	1,267	1,257	1,121	547	601	680	704	550	4,192	2,534	4,056	7,011
ESS	66	67	87	66	24	28	60	206	286	318	365	420
IT	31	43	47	45	11	18	32	113	166	174	183	192
매출 증감 (YoY)	146.2	58.6	1.0	(46.5)	(53.4)	(46.9)	(36.6)	32.0	19.5	(34.8)	52.2	52.3
EV	173.9	67.2	1.2	(50.8)	(52.6)	(45.9)	(37.2)	0.4	22.1	(39.6)	60.1	72.8
ESS	5.6	0.0	4.6	(22.4)	(63.7)	(57.9)	(31.8)	213.6	3.0	11.0	15.0	15.0
IT	5.6	0.0	(7.4)	40.7	(63.7)	(57.9)	(31.8)	151.1	7.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	40	3	15	(280)	(204)	(56)	(61)	29	(222)	(292)	236	426
OPM	3.0	0.2	1.2	(42.6)	(32.1)	(7.7)	(7.7)	3.3	(4.8)	(9.7)	5.1	6.1
YoY	(23.8)	(95.1)	(85.0)	적전	적전	적전	적전	흑전	적전	적지	흑전	80.8
순이익	(15)	50	55	(284)	(112)	(57)	(63)	2	(194)	(230)	89	224
NIM	(1.1)	3.6	4.4	(43.2)	(17.6)	(7.8)	(8.0)	0.2	(4.2)	(7.6)	1.9	3.2
YoY	적전	(23.0)	(39.2)	적전	적지	적전	적전	흑전	적전	적지	흑전	151.9

자료: 신한투자증권 추정

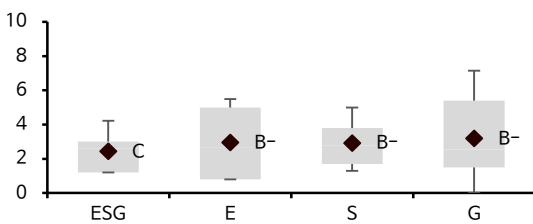
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 2030년 RE100 및 2050년 탄소중립 목표 위해 CCUS 기술 확보, 공정 효율 개선, 탄소 배출 원료 대체
- ◆ 대구 및 경북 지역인재 채용 및 사회공헌 위해 임직원 참여형 기부 프로세스 및 사내 봉사단 운영
- ◆ 이사회 산하 ESG위원회 신설 및 ESG 전담 부서 운영으로 전사 ESG 경영 기획 및 협업 지원

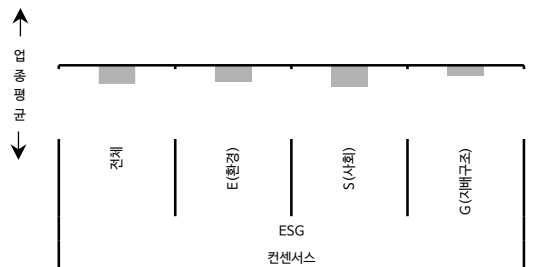
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

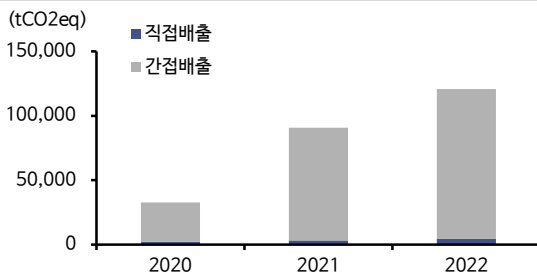
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

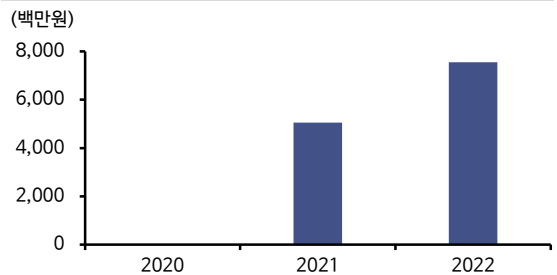
### Key Chart

#### 온실가스 배출 추이



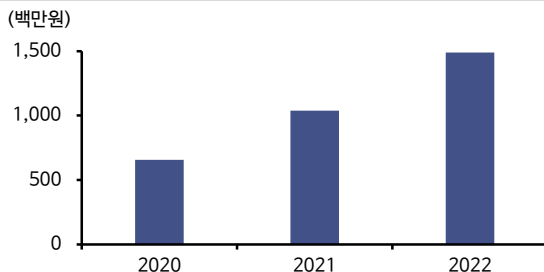
자료: 엘앤에프, 신한투자증권

#### 환경 투자 현황



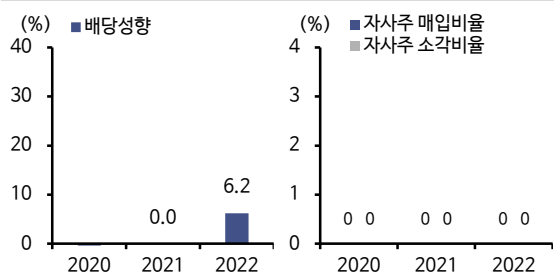
자료: 엘앤에프, 신한투자증권

#### 윤리교육 이수 인원 현황



자료: 엘앤에프, 신한투자증권

#### 엘앤에프 배당성향 및 자사주 매입/소각 비율



자료: 엘앤에프, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>3,023.9</b>	<b>3,351.4</b>	<b>4,224.0</b>	<b>5,073.0</b>	<b>5,776.0</b>
유동자산	2,302.6	1,969.5	2,220.0	2,845.1	3,313.7
현금및현금성자산	120.2	241.3	468.9	596.6	1.3
매출채권	797.1	425.7	471.1	563.4	959.8
재고자산	1,227.7	1,163.4	1,096.6	1,394.2	1,857.5
비유동자산	721.4	1,382.0	2,004.0	2,227.9	2,462.4
유형자산	709.6	1,119.8	1,716.2	1,873.9	1,980.4
무형자산	7.6	12.1	9.5	7.5	6.0
투자자산	2.7	129.9	158.0	226.1	355.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,738.6</b>	<b>2,241.5</b>	<b>3,344.7</b>	<b>4,104.7</b>	<b>4,583.2</b>
유동부채	1,287.5	1,747.3	1,849.7	2,107.5	2,582.1
단기차입금	406.1	717.9	717.9	717.9	717.9
매입채무	600.8	143.1	165.1	209.9	279.7
유동성장기부채	58.7	87.2	87.2	87.2	87.2
비유동부채	451.1	494.1	1,495.0	1,997.1	2,001.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	443.1	491.4	1,491.4	1,991.4	1,991.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,285.3</b>	<b>1,110.0</b>	<b>879.3</b>	<b>968.4</b>	<b>1,192.9</b>
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)
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	571.6	357.9	127.5	216.5	440.6
<b>지배주주지분</b>	<b>1,279.7</b>	<b>1,097.2</b>	<b>866.8</b>	<b>955.8</b>	<b>1,179.9</b>
비지배주주지분	5.6	12.8	12.5	12.6	13.0
*충차입금	978.3	2,034.3	3,104.9	3,776.1	4,101.5
*순차입금(순현금)	817.8	1,774.6	2,611.8	3,141.5	4,035.9

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(864.3)</b>	<b>(374.6)</b>	<b>(156.1)</b>	<b>(215.8)</b>	<b>(526.0)</b>
당기순이익	271.0	(194.9)	(230.7)	89.1	224.5
유형자산상각비	29.7	44.2	56.6	88.0	132.3
무형자산상각비	1.5	2.3	2.5	2.0	1.6
외화환산손실(이익)	16.9	(20.7)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
운전차본변동	(1,199.1)	(24.2)	15.5	(394.9)	(884.4)
법인세납부	(7.6)	(120.9)	76.4	(29.5)	(74.4)
기타	23.2	(60.7)	(76.4)	29.5	74.4
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(82.1)</b>	<b>(561.3)</b>	<b>(686.8)</b>	<b>(327.7)</b>	<b>(394.6)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(287.5)	(482.0)	(653.0)	(245.7)	(238.8)
유형자산의감소	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.5)	(4.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.3)	(88.5)	(28.1)	(68.2)	(129.6)
기타	210.1	13.1	(5.7)	(13.8)	(26.2)
<b>FCF</b>	<b>(1,115.5)</b>	<b>(697.7)</b>	<b>(798.9)</b>	<b>(375.6)</b>	<b>(673.0)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>795.3</b>	<b>1,050.1</b>	<b>1,070.5</b>	<b>671.2</b>	<b>325.3</b>
차입금의 증가(감소)	551.8	1,052.6	1,070.5	671.2	325.3
자기주식의처분(취득)	244.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(17.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.9)	14.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.5)	6.9	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(151.6)</b>	<b>121.1</b>	<b>227.6</b>	<b>127.7</b>	<b>(595.3)</b>
기초현금	271.8	120.2	241.3	468.9	596.6
기말현금	120.2	241.3	468.9	596.6	1.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>3,887.3</b>	<b>4,644.1</b>	<b>3,025.8</b>	<b>4,604.4</b>	<b>7,010.6</b>
증감률 (%)	300.4	19.5	(34.8)	52.2	52.3
<b>매출원가</b>	<b>3,535.9</b>	<b>4,783.7</b>	<b>3,249.4</b>	<b>4,261.6</b>	<b>6,420.7</b>
<b>매출총이익</b>	<b>351.4</b>	<b>(139.6)</b>	<b>(223.6)</b>	<b>342.8</b>	<b>589.9</b>
매출총이익률 (%)	9.0	(3.0)	(7.4)	7.4	8.4
<b>판매관리비</b>	<b>85.1</b>	<b>82.7</b>	<b>68.8</b>	<b>106.9</b>	<b>163.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>266.3</b>	<b>(222.3)</b>	<b>(292.3)</b>	<b>235.9</b>	<b>426.4</b>
증감률 (%)	501.8	적전	적지	흑전	80.8
영업이익률 (%)	6.9	(4.8)	(9.7)	5.1	6.1
영업외손익	74.2	(73.4)	(14.8)	(117.2)	(127.5)
금융손익	50.4	(57.1)	(87.4)	(117.2)	(127.5)
기타영업외손익	23.8	(16.1)	0.0	0.0	0.0
중소 및 관계기업관련손익	0.0	(0.2)	72.6	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>340.5</b>	<b>(295.7)</b>	<b>(307.2)</b>	<b>118.6</b>	<b>298.9</b>
법인세비용	69.5	(100.8)	(76.4)	29.5	74.4
계속사업이익	271.0	(194.9)	(230.7)	89.1	224.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>271.0</b>	<b>(194.9)</b>	<b>(230.7)</b>	<b>89.1</b>	<b>224.5</b>
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	151.9
순이익률 (%)	7.0	(4.2)	(7.6)	1.9	3.2
(지배주주)당기순이익	270.0	(194.3)	(230.4)	89.0	224.1
(비지배주주)당기순이익	1.0	(0.6)	(0.4)	0.1	0.4
총포괄이익	272.2	(198.9)	(230.7)	89.1	224.5
(지배주주)총포괄이익	271.2	(198.0)	(230.3)	88.9	224.1
(비지배주주)총포괄이익	1.0	(0.9)	(0.4)	0.2	0.4
<b>EBITDA</b>	<b>297.5</b>	<b>(175.8)</b>	<b>(233.2)</b>	<b>325.9</b>	<b>560.3</b>
증감률 (%)	359.6	적전	적지	흑전	71.9
EBITDA 이익률 (%)	7.7	(3.8)	(7.7)	7.1	8.0

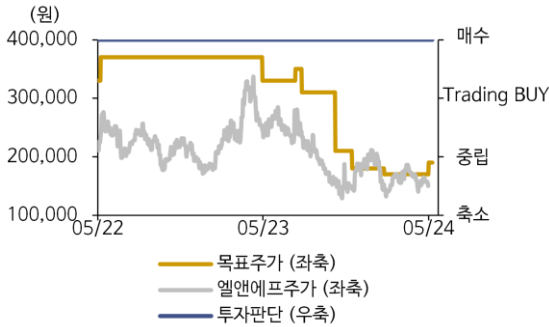
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	7,555	(5,389)	(6,359)	2,455	6,185
EPS (지배순이익, 원)	7,526	(5,372)	(6,349)	2,451	6,176
BPS (자본총계, 원)	35,685	30,622	24,226	26,681	32,866
BPS (지배지분, 원)	35,530	30,268	23,882	26,334	32,509
DPS (원)	500	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	23.0	(37.9)	(23.6)	61.2	24.3
PER (지배순이익, 배)	23.1	(38.0)	(23.7)	61.3	24.3
PBR (자본총계, 배)	4.9	6.7	6.2	5.6	4.6
PBR (지배지분, 배)	4.9	6.7	6.3	5.7	4.6
EV/EBITDA (배)	23.8	(52.2)	(34.6)	26.4	17.0
배당성향 (%)	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	7.7	(3.8)	(7.7)	7.1	8.0
영업이익률 (%)	6.9	(4.8)	(9.7)	5.1	6.1
순이익률 (%)	7.0	(4.2)	(7.6)	1.9	3.2
ROA (%)	11.9	(6.1)	(6.1)	1.9	4.1
ROE (지배순이익, %)	28.3	(16.4)	(23.5)	9.8	21.0
ROIC (%)	16.7	(11.3)	(7.5)	5.1	7.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	135.3	201.9	380.4	423.9	384.2
순차입금비율 (%)	63.6	159.9	297.0	324.4	338.3
현금비율 (%)	9.3	13.8	25.3	28.3	0.1
이자보상배율 (배)	12.5	(2.8)	(2.9)	1.8	3.1
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	4.6	3.2	2.0	2.7	3.0
재고자산회수기간 (일)	69.9	94.0	136.3	98.7	84.6
매출채권회수기간 (일)	50.0	48.1	54.1	41.0	39.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 엘앤에프(066970)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 20일	매수	330,000	(31.7)	(25.5)
2022년 05월 17일	매수	370,000	(39.1)	(25.2)
2022년 11월 18일		6개월경과	(36.8)	(8.9)
2023년 05월 09일	매수	330,000	(23.6)	(13.6)
2023년 07월 21일	매수	350,000	(27.2)	(19.7)
2023년 08월 04일	매수	310,000	(36.6)	(23.4)
2023년 10월 17일	매수	210,000	(28.8)	(10.6)
2023년 11월 23일	매수	180,000	1.1	17.5
2024년 02월 02일	매수	170,000	(5.0)	9.6
2024년 05월 10일	매수	190,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 엘앤에프를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 엘앤에프를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 08일 기준)

매수 (매수)	94.19%	Trading BUY (중립)	3.73%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------