

2024년 8월 7일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	125,000 원 (하향)
✓ 상승여력	23.2%	✓ 현재주가 (8월 6일)	101,500 원

### 신한생각 하반기 회복의 승부수는 신제품

2차전지 섹터 전반은 24년 하반기 및 25년에 대한 눈높이 하향을 반영하는 시기. 동사의 경우 제품 기술력 우위를 바탕으로 4Q24~1Q25 중 신제품 공급과 고객사 내 점유율 회복을 시도 중. 시장 불확실성 큰 환경에서 반등을 꾀하는 시점이 명확하다는 점이 투자 포인트

### 2Q24 Review: 올해는 대규모 적자가 불가피

2Q24 매출 5,548억원(-59% YoY, -13% QoQ)으로 시장 기대치를 17% 하회. 주요 EV(전기차) 고객사향 NCMA90 물량이 24%(QoQ) 감소했고, 물량 대폭 증가를 기대했던 NCM523도 ESS(에너지 저장 장치) 수요 부진으로 +63%(QoQ)를 기록해 기대치(+90~100%)를 하회. 물량 감소로 고정비 부담 늘어나면서 영업손익 -842억원(적자전환 YoY, 적자지속 QoQ)으로 대규모 적자를 지속. 평균 판가 26달러/kg(-15% QoQ) 기록해 아직은 스프레드 축소 국면

재고자산 축소(-45% YoY, -5% QoQ), 투자 속도 조절 등 현금흐름 개선 노력 지속하고 있어 대규모 손실에도 현금 감소는 제한적으로 방어. 신제품(원통형 4680, 21700 업그레이드, 미드니켈, LFP) 개발 및 고객 대응을 적극적으로 진행하고 있어 신규 수요 확보를 통해 업황 둔화기에 대응 중

### Valuation & Risk

2Q24 실적 발표에서 다수의 기업들이 수요 개선 시점을 늦춤에 따라 밸류에이션 기준을 하향 조정. 26F EV/EBITDA 16배를 적용(기존 18배)해 목표주가 125,000원으로 -29% 변경

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	2,305.6	(362.1)	(270.5)	(13.6)	(28.1)	4.5	(19.4)	-
2025F	3,801.4	181.6	64.2	57.4	7.5	4.1	20.2	-
2026F	5,931.8	350.6	179.2	20.6	18.3	3.4	14.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [2차전지]

정용진 연구위원  
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원  
✉ minki.choi@shinhan.com

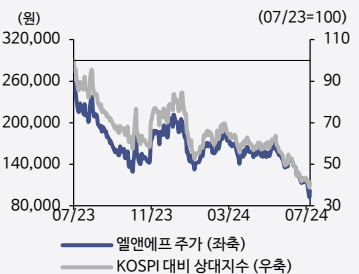
Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	3,683.9십억원
발행주식수(유동비율)	36.3백만주(68.7%)
52주 최고가/최저가	237,500 원/92,400 원
일평균 거래액 (60일)	40,025백만원
외국인 지분율	21.6%

주요주주 (%)	
새로닉스 외 17인	23.7
국민연금공단	5.1

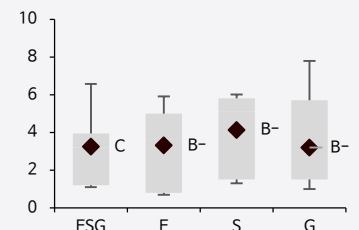
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(31.5)	(35.6)	(56.6)	(50.6)
상대	(22.2)	(31.7)	(55.2)	(47.7)

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2024F	2025F	2026F	비고
영업가치	6,630	7,286	8,145	A = B * C
EBITDA	(282)	307	507	B
목표 EV/EBITDA	(23.5)	23.7	16.1	C
(+) 자산가치	79	150	263	D (26년 예상치)
(-) 순차입금	2,206	2,934	3,906	E (26년 예상치)
사업가치	4,502	4,502	4,502	F = A + D - E
현 시가총액	3,684	3,684	3,684	2024-08-06
Upside (%)	23.2	23.2	23.2	
목표주가	125,000	125,000	125,000	

자료: 신한투자증권 추정

## 글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)	시가총액	2024F				2025F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
포스코퓨처엠	16,810	184.8	6.8	53.6	3.8	79.6	6.3	27.9	8.1
에코프로비엠	17,702	-	12.8	102.1	(2.3)	108.3	11.7	38.2	9.9
엘앤에프	3,684	-	3.8	-	(16.2)	23.8	3.4	14.4	12.9
유미코아	4,364	10.7	0.9	5.6	7.9	10.3	0.9	5.3	9.5
SMM	11,002	20.8	0.6	13.3	2.9	10.6	0.6	9.8	5.9
베이징 이스프링	2,929	13.8	1.1	6.4	6.4	13.1	1.0	5.0	7.9
닝보 산산	3,278	14.8	0.7	8.8	4.8	8.5	0.7	7.2	6.3

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

## 분기 실적 요약

(십억원, %)	2Q24P	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	555	1,368	(59.4)	636	(12.7)	564	668
영업이익	(84)	3	적자전환	(204)	적자지속	(85)	(66)
세전이익	(100)	58	적자전환	(149)	적자지속	(104)	(75)
순이익	(75)	50	적자전환	(112)	적자지속	(78)	(58)
영업이익률	(15.2)	0.2		(32.1)		(15.0)	(9.9)
순이익률	(13.5)	3.6		(17.5)		(13.8)	(8.7)

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	2,890	4,610	7,019	2,306	3,801	5,932	(20.2)	(17.5)	(15.5)
영업이익	(293)	235	425	(362)	182	351	23.6	(22.6)	(17.4)
세전이익	(308)	117	297	(361)	86	239	17.1	(26.7)	(19.5)
순이익	(231)	88	223	(271)	64	179	17.1	(26.7)	(19.5)
영업이익률	(10.1)	5.1	6.1	(15.7)	4.8	5.9			

자료: 신한투자증권 추정

## 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	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	555	527	588	4,644	2,306	3,801	5,932
EV	1,267	1,257	1,121	547	597	444	468	467	4,192	1,976	3,436	5,512
ESS	66	67	87	66	26	111	60	121	286	318	365	420
IT	31	43	47	45	12				166	12		
매출 증감 (YoY)	146.2	58.6	1.0	(46.5)	(53.4)	(59.4)	(58.0)	(10.6)	19.5	(50.4)	64.9	56.0
EV	173.9	67.2	1.2	(50.8)	(52.9)	(64.7)	(58.3)	(14.6)	22.1	(52.9)	73.9	60.4
ESS	5.6	0.0	4.6	(22.4)	(60.0)	64.6	(31.8)	84.0	3.0	11.0	15.0	15.0
IT	5.6	0.0	(7.4)	40.7	(60.0)				7.0	(92.6)		
영업이익	40	3	15	(280)	(204)	(84)	(66)	(8)	(222)	(362)	182	351
OPM	3.0	0.2	1.2	(42.6)	(32.1)	(15.2)	(12.5)	(1.4)	(4.8)	(15.7)	4.8	5.9
YoY	(23.8)	(95.1)	(85.0)	적전	적전	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	93.1
순이익	(15)	50	55	(284)	(112)	(75)	(62)	(22)	(194)	(271)	64	179
NIM	(1.1)	3.6	4.4	(43.2)	(17.5)	(13.5)	(11.7)	(3.8)	(4.2)	(11.7)	1.7	3.0
YoY	적전	(23.0)	(39.2)	적전	적지	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	179.1

자료: 신한투자증권 추정

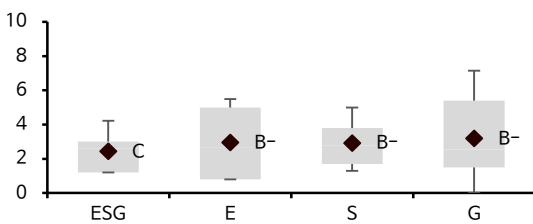
## ESG Insight

### 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

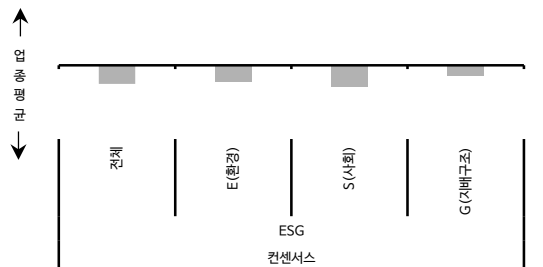
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

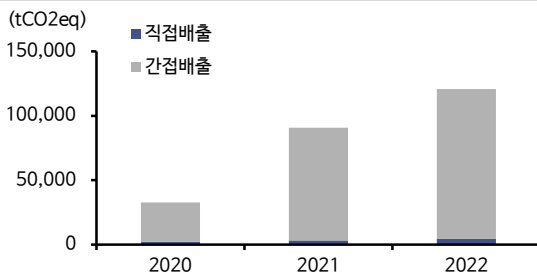
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

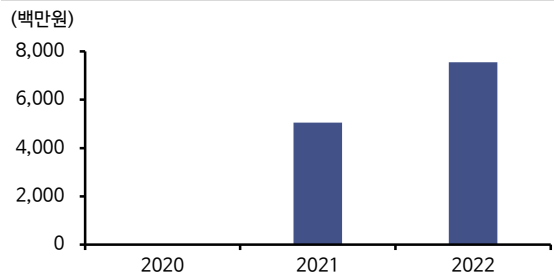
### Key Chart

#### 온실가스 배출 추이



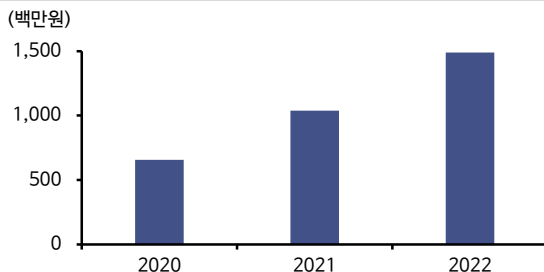
자료: 엘앤에프, 신한투자증권

#### 환경 투자 현황



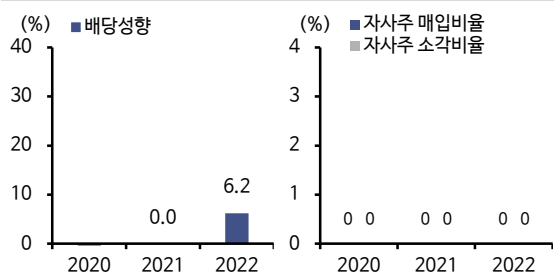
자료: 엘앤에프, 신한투자증권

#### 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>3,853.3</b>	<b>4,653.4</b>	<b>5,701.7</b>
유동자산	2,302.6	1,969.5	2,174.4	2,732.5	3,535.5
현금및현금성자산	120.2	241.3	298.6	236.8	24.8
매출채권	797.1	425.7	410.6	536.0	936.4
재고자산	1,227.7	1,163.4	907.3	1,288.6	1,726.0
비유동자산	721.4	1,382.0	1,678.9	1,920.9	2,166.2
유형자산	709.6	1,119.8	1,393.2	1,565.3	1,699.8
무형자산	7.6	12.1	9.8	7.8	6.2
투자자산	2.7	129.9	120.8	192.7	305.2
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>3,015.5</b>	<b>3,751.4</b>	<b>4,620.2</b>
유동부채	1,287.5	1,747.3	2,048.1	2,281.8	2,647.1
단기차입금	406.1	717.9	745.8	745.8	745.8
매입채무	600.8	143.1	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	58.7	87.2	635.5	635.5	635.5
비유동부채	451.1	494.1	967.4	1,469.6	1,973.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	443.1	491.4	940.3	1,440.3	1,940.3
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>837.8</b>	<b>902.1</b>	<b>1,081.5</b>
자본금	18.0	18.1	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	664.9	703.9	702.8	702.8	702.8
기타자본	1.7	(6.2)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	571.6	357.9	87.3	151.5	330.7
<b>지배주주지분</b>	<b>1,279.7</b>	<b>1,097.2</b>	<b>825.3</b>	<b>889.5</b>	<b>1,068.7</b>
비지배주주지분	5.6	12.8	12.5	12.6	12.8
*충차입금	978.3	2,034.3	2,518.8	3,199.4	3,981.6
*순차입금(순현금)	817.8	1,774.6	1,770.2	2,498.1	3,469.5

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(864.3)</b>	<b>(374.6)</b>	<b>(177.2)</b>	<b>(360.2)</b>	<b>(570.3)</b>
당기순이익	271.0	(194.9)	(270.9)	64.3	179.4
유형자산상각비	29.7	44.2	77.5	123.6	154.3
무형자산상각비	1.5	2.3	2.5	2.0	1.6
외환환산손실(이익)	16.9	(20.7)	16.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.1	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.2	(0.4)	0.0	0.0
운전자본변동	(1,199.1)	(24.2)	116.0	(550.1)	(905.6)
(법인세납부)	(7.6)	(120.9)	52.0	(21.3)	(59.4)
기타	23.2	(60.7)	(170.0)	21.3	59.4
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(82.1)</b>	<b>(561.3)</b>	<b>(348.7)</b>	<b>(382.2)</b>	<b>(424.0)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(287.5)	(482.0)	(353.0)	(295.7)	(288.8)
유형자산의감소	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(1.5)	(4.3)	(0.3)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.3)	(88.5)	9.7	(71.9)	(112.4)
기타	210.1	13.1	(5.1)	(14.6)	(22.8)
<b>FCF</b>	<b>(1,115.5)</b>	<b>(697.7)</b>	<b>(407.4)</b>	<b>(586.0)</b>	<b>(778.6)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>795.3</b>	<b>1,050.1</b>	<b>573.9</b>	<b>680.6</b>	<b>782.3</b>
차입금의 증가(감소)	551.8	1,052.6	576.1	680.6	782.3
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	(2.2)	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	9.4	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(151.6)</b>	<b>121.1</b>	<b>57.4</b>	<b>(61.8)</b>	<b>(212.0)</b>
기초현금	271.8	120.2	241.3	298.6	236.8
기말현금	120.2	241.3	298.6	236.8	24.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

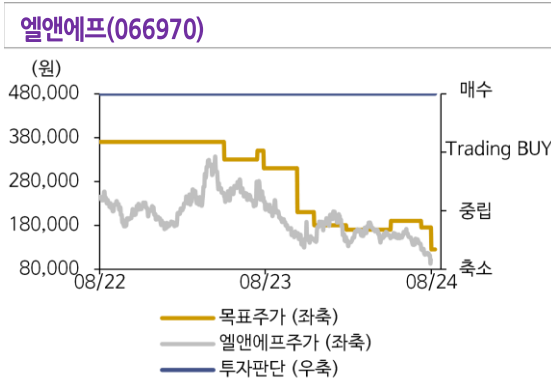
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>3,887.3</b>	<b>4,644.1</b>	<b>2,305.6</b>	<b>3,801.4</b>	<b>5,931.8</b>
증감률 (%)	300.4	19.5	(50.4)	64.9	56.0
<b>매출원가</b>	<b>3,535.9</b>	<b>4,783.7</b>	<b>2,602.5</b>	<b>3,513.7</b>	<b>5,415.7</b>
<b>매출총이익</b>	<b>351.4</b>	<b>(139.6)</b>	<b>(296.9)</b>	<b>287.7</b>	<b>516.2</b>
매출총이익률 (%)	9.0	(3.0)	(12.9)	7.6	8.7
<b>판매관리비</b>	<b>85.1</b>	<b>82.7</b>	<b>65.1</b>	<b>106.1</b>	<b>165.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>266.3</b>	<b>(222.3)</b>	<b>(362.1)</b>	<b>181.6</b>	<b>350.6</b>
증감률 (%)	501.8	적전	적지	흑전	93.1
영업이익률 (%)	6.9	(4.8)	(15.7)	4.8	5.9
영업외손익	74.2	(73.4)	1.4	(96.0)	(111.8)
금융손익	50.4	(57.1)	(4.8)	(96.0)	(111.8)
기타영업외손익	23.8	(16.1)	5.9	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.2)	0.4	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>340.5</b>	<b>(295.7)</b>	<b>(360.7)</b>	<b>85.6</b>	<b>238.8</b>
법인세비용	69.5	(100.8)	(89.7)	21.3	59.4
계속사업이익	271.0	(194.9)	(270.9)	64.3	179.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>271.0</b>	<b>(194.9)</b>	<b>(270.9)</b>	<b>64.3</b>	<b>179.4</b>
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	179.1
순이익률 (%)	7.0	(4.2)	(11.8)	1.7	3.0
(지배주주)당기순이익	270.0	(194.3)	(270.5)	64.2	179.2
(비지배주주)당기순이익	1.0	(0.6)	(0.4)	0.1	0.2
총포괄이익	272.2	(198.9)	(270.9)	64.3	179.4
(지배주주)총포괄이익	271.2	(198.0)	(270.5)	64.2	179.2
(비지배주주)총포괄이익	1.0	(0.9)	(0.4)	0.1	0.2
<b>EBITDA</b>	<b>297.5</b>	<b>(175.8)</b>	<b>(282.1)</b>	<b>307.2</b>	<b>506.5</b>
증감률 (%)	359.6	적전	적지	흑전	64.9
EBITDA 이익률 (%)	7.7	(3.8)	(12.2)	8.1	8.5

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	7,555	(5,389)	(7,467)	1,771	4,943
EPS (지배순이익, 원)	7,526	(5,372)	(7,456)	1,769	4,936
BPS (자본총계, 원)	35,685	30,622	23,083	24,854	29,797
BPS (지배지분, 원)	35,530	30,268	22,740	24,509	29,445
DPS (원)	500	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	23.0	(37.9)	(13.6)	57.3	20.5
PER (지배순이익, 배)	23.1	(38.0)	(13.6)	57.4	20.6
PBR (자본총계, 배)	4.9	6.7	4.4	4.1	3.4
PBR (지배지분, 배)	4.9	6.7	4.5	4.1	3.4
EV/EBITDA (배)	23.8	(52.2)	(19.4)	20.2	14.1
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)	(12.2)	8.1	8.5
영업이익률 (%)	6.9	(4.8)	(15.7)	4.8	5.9
순이익률 (%)	7.0	(4.2)	(11.8)	1.7	3.0
ROA (%)	11.9	(6.1)	(7.5)	1.5	3.5
ROE (지배순이익, %)	28.3	(16.4)	(28.1)	7.5	18.3
ROIC (%)	16.7	(11.3)	(11.4)	4.4	6.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	135.3	201.9	359.9	415.9	427.2
순차입금비율 (%)	63.6	159.9	211.3	276.9	320.8
현금비율 (%)	9.3	13.8	14.6	10.4	0.9
이자보상배율 (배)	12.5	(2.8)	(4.8)	1.4	2.5
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	4.6	3.2	1.6	2.3	2.5
재고자산회수기간 (일)	69.9	94.0	163.9	105.4	92.7
매출채권회수기간 (일)	50.0	48.1	66.2	45.4	45.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(20.3)	(9.7)
2024년 07월 16일	매수	175,000	(34.7)	(28.0)
2024년 08월 07일	매수	125,000	-	-

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 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 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 08월 05일 기준)

매수 (매수)	93.39%	Trading BUY (중립)	5.06%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------