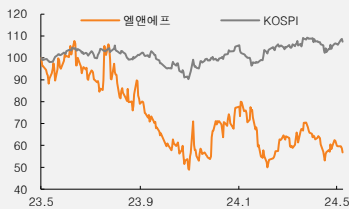


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 220,000원
현재주가(24/5/9)	150,300원
상승여력	46.4%

영업이익(24F, 십억원)	-225
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	-146
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.0
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	11.0
KOSPI	2,712.14
시가총액(십억원)	5,455
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	21.8
베타(12M) 일간수익률	0.92
52주 최저가(원)	129,400
52주 최고가(원)	285,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.6	-2.0	-38.7
상대주가	-11.8	-12.3	-43.2



[디스플레이/배터리]

김철중

chuljoong.kim@miraeasset.com

엘앤에프

업황 둔화기, 선택받는 이유

목표주가 22만원 제시. 조사 분석 재개

엘앤에프의 목표주가를 22만원으로 제시하며, 조사 분석을 재개한다. 당사 컴플라이언스 이슈로 조사 분석에 제한적인 상황이었다. 목표주가 산정은 26년 예상 EPS에 Target P/E 35배를 적용하였으며, 이는 동사를 제외한 국내 양극재 4사의 26년 예상 P/E 평균값이다. 지난 몇 개 분기의 충격적인 실적은 점진적으로 안정화될 것으로 판단하며, 지난 1년 반 동안의 길고 길었던 경쟁사 대비 할인 요인도 해소되어 나갈 것으로 판단한다.

지난 몇 개 분기의 충격적인 실적. 이유와 전망

경쟁사들 대비 지난 몇 개 분기 충격적인 실적을 기록했던 주요 원인은 1) 리튬 구매 전략의 실패, 2) (사실상) 단일 고객 포트폴리오로 인한 가동률 및 재고 관리 실패로 판단한다. 리튬 구매 전략 실패로 인한 재고평가손실은 1Q24 마무리된 것으로 추정한다. 단일 고객 포트폴리오 보유에 따른 가동률 및 재고관리 실패 역시, 지난 1분기 중 SKON과 유럽 고객사 향 수주에 성공하며 중장기 관점에서 리스크를 해소하고 있다. 단기적 관점에서도 1) 2Q24 SKON 향 NCM 출하량 증가, 2) NCMA95 (21700) 출하량 증가, 3) LGES의 4680 셀 및 전극 향 공급이 본격화될 것으로 판단한다. 충격적인 실적을 기록하였던 원인들은 점진적으로 해소되고 있다.

업황 둔화기, 선택받는 이유: 선행 제품과 4 X 4

업황 둔화기 동사의 고객사는 오히려 확장되고 있다. 지난 3월 25일 SKON 향 13조 원(6.5년), 4월 11일 유럽 고객사 향 9.2조원(6년) 수주에 성공하였다. 향후 기존 고객사 향 롤오버 수주를 포함한 신규 수주 활동도 지속하고 있다. 중요한 것은 그 이유이다. 1) 선행 제품 양산성, 2) 공정 내 생산원가 우위에 기인한다고 판단한다. 올해부터 시작되는 선행 제품인 NCMA95, 단결정 제품의 양산에 앞서있는 상황이며, 공정 내 생산 원가 측면에서는 4 X 4 소성로 설계로 인하여 경쟁사 대비 원가 우위를 점하고 있다고 판단한다. 업황 둔화기, 고객사들은 좋은 제품을 값 싸게 만들어 줄 수 있는 공급사를 찾기 마련이다. 지난 몇 2년 간 많은 부분의 전략들이 실패한 것은 사실이다(원재료 구매, 수직계열화, 고객 다변화). 단, 제조업의 가장 중요한 경쟁력인 선행 제품 개발과 공정 설계 및 생산 원가 측면의 경쟁력을 잃었다고 판단하지는 않는다. 실패했던 전략들은 정상화되고 있다. 실패는 성공의 어머니이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,887	4,644	3,226	5,410	7,676
영업이익 (십억원)	266	-222	-225	223	393
영업이익률 (%)	6.8	-4.8	-7.0	4.1	5.1
순이익 (십억원)	270	-194	-191	86	229
EPS (원)	7,526	-5,372	-5,252	2,383	6,309
ROE (%)	28.3	-16.4	-19.0	9.1	20.7
P/E (배)	23.1	-	-	63.1	23.8
P/B (배)	4.9	6.7	6.0	5.5	4.4
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엘앤에프 Valuation Table

비고		
26년 예상 EPS (원)	6,309	예상 EPS 적용 시점 25년 → 26년으로 변경
Target P/E (x)	35	
목표주가 (원)	220,000	
현재주가 (원)	150,300	
상승여력 (%)	46.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

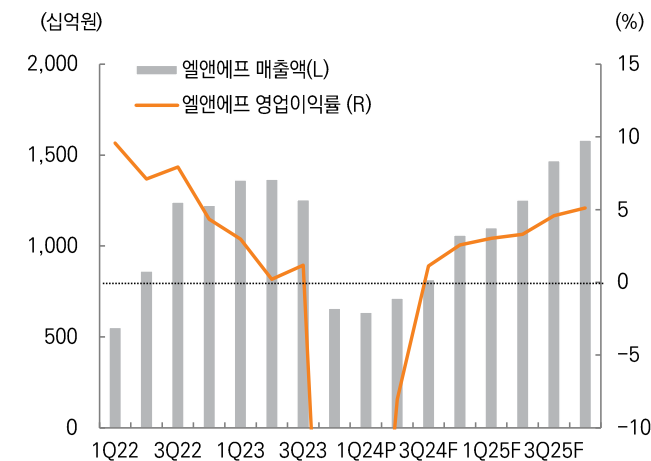
(십억원, %)

	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24F	25F
매출액	635.7	714.1	815.6	1,060.3	1,102.3	1,254.1	1,470.5	1,583.4	4,644.0	3,225.8	5,410.3
영업이익	-203.8	-57.5	9.2	27.3	33.5	41.4	67.3	81.0	-222.3	-224.7	223.1
세전이익	-155.2	-76.2	-9.7	4.2	4.7	14.0	39.5	50.0	-295.7	-236.9	108.3
당기순이익	-116.4	-68.8	-8.9	3.5	3.8	11.2	31.6	40.0	-194.3	-190.6	86.5
영업이익률	-32.1	-8.0	1.1	2.6	3.0	3.3	4.6	5.1	-4.8	-7.0	4.1
세전이익률	-24.4	-10.7	-1.2	0.4	0.4	1.1	2.7	3.2	-6.4	-7.3	2.0
순이익률	-18.3	-9.6	-1.1	0.3	0.3	0.9	2.1	2.5	-4.2	-5.9	1.6
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-3.3	12.3	14.2	30.0	4.0	13.8	17.3	7.7	19.6	-30.5	67.7
영업이익	적지	적지	흑전	195.6	22.5	23.7	62.6	20.4	적전	적지	흑전
세전이익	적지	적지	적지	흑전	12.7	198.1	181.5	26.6	적전	적지	흑전
당기순이익	적지	적지	적지	흑전	8.3	198.1	181.5	26.6	적전	적지	흑전

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

그림 2. 엘앤에프 주요 수주 현황. LGES 롤오버 계약에 주목



자료: 미래에셋증권 리서치센터

수주 일시	고객사	수주 규모	계약 기간	연평균
24. 4. 11	유럽 고객사	9.2조원	25~30년(6년)	1.5조원
24. 3. 25	SKON	13.2조원	24~30년(6.5년)	2.0조원
23. 2. 28	Tesla	3.8조원	24~25년(2년)	1.9조원
22. 5. 19	LGES	7.2조원	23~24년(2년)	3.6조원
21. 4. 22	SKON	1.2조원	21~23년(2.5년)	5000억원
20. 12. 16	LGES	1.5조원	21~22년(2년)	7500억원

자료: 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,644	3,226	5,410	7,676
매출원가	4,784	3,356	5,085	7,140
매출총이익	-140	-130	325	536
판매비와관리비	83	95	102	143
조정영업이익	-222	-225	223	393
영업이익	-222	-225	223	393
비영업손익	-74	-12	-115	-106
금융손익	-70	-93	-95	-86
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-296	-237	108	287
계속사업법인세비용	-101	-46	22	57
계속사업이익	-195	-191	87	229
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-195	-191	87	229
지배주주	-194	-191	86	229
비지배주주	-1	0	0	0
총포괄이익	-199	-191	87	229
지배주주	-198	-190	86	229
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	-176	-164	312	503
FCF	-857	-546	-420	-374
EBITDA 마진율 (%)	-3.8	-5.1	5.8	6.6
영업이익률 (%)	-4.8	-7.0	4.1	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	-5.9	1.6	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,969	2,125	2,525	3,250
현금 및 현금성자산	241	190	70	96
매출채권 및 기타채권	426	687	997	1,367
재고자산	1,163	1,131	1,341	1,669
기타유동자산	139	117	117	118
비유동자산	1,382	1,640	1,791	1,881
관계기업투자등	88	88	88	88
유형자산	1,120	1,380	1,532	1,624
무형자산	12	10	8	6
자산총계	3,351	3,765	4,316	5,131
유동부채	1,747	2,050	2,212	2,395
매입채무 및 기타채무	182	293	438	601
단기금융부채	1,543	1,720	1,720	1,720
기타유동부채	22	37	54	74
비유동부채	494	796	1,098	1,500
장기금융부채	491	791	1,091	1,491
기타비유동부채	3	5	7	9
부채총계	2,241	2,845	3,310	3,895
지배주주지분	1,097	906	993	1,222
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	704	704	704	704
이익잉여금	358	167	254	483
비지배주주지분	13	13	13	13
자본총계	1,110	919	1,006	1,235

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-375	-228	-180	-174
당기순이익	-195	-191	87	229
비현금수익비용가감	15	108	205	253
유형자산감가상각비	44	59	87	108
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	-31	47	116	144
영업활동으로인한자산및부채의변동	-24	-98	-355	-513
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	370	-261	-310	-370
재고자산 감소(증가)	64	32	-210	-328
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-448	88	114	128
법인세납부	-121	46	-22	-57
투자활동으로 인한 현금흐름	-561	-301	-240	-200
유형자산처분(취득)	-482	-319	-240	-200
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-16	18	0	0
기타투자활동	-59	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,050	477	300	400
장단기금융부채의 증가(감소)	1,056	477	300	400
자본의 증가(감소)	39	0	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0
기타재무활동	-28	0	0	0
현금의 증가	121	-51	-120	26
기초현금	120	241	190	70
기말현금	241	190	70	96

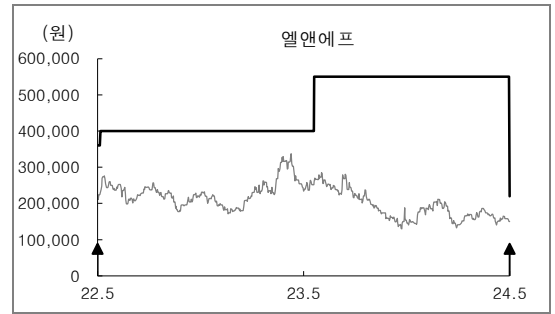
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	63.1	23.8
P/CF (x)	-	-	18.7	11.3
P/B (x)	6.7	6.0	5.5	4.4
EV/EBITDA (x)	-	-	26.3	17.1
EPS (원)	-5,372	-5,252	2,383	6,309
CFPS (원)	-4,978	-2,295	8,046	13,294
BPS (원)	30,468	25,178	27,561	33,870
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	19.5	-30.5	67.7	41.9
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	61.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	76.0
EPS증가율 (%)	-	-	-	164.7
매출채권 회전율 (회)	7.6	5.8	6.4	6.5
재고자산 회전율 (회)	3.9	2.8	4.4	5.1
매입채무 회전율 (회)	12.9	18.0	17.7	17.5
ROA (%)	-6.1	-5.4	2.1	4.9
ROE (%)	-16.4	-19.0	9.1	20.7
ROIC (%)	-6.2	-6.4	5.5	8.2
부채비율 (%)	201.9	309.6	329.1	315.4
유동비율 (%)	112.7	103.7	114.2	135.7
순차입금/자기자본 (%)	159.9	252.5	272.5	252.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.8	-2.0	2.1	4.1

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2024.05.10	매수	220,000	-	-
2023.05.30	매수	550,000	-65.52	-48.18
2023.05.16	1년 경과 이후	400,000	-36.59	-34.00
2022.05.16	매수	400,000	-42.56	-15.75
2021.11.12	매수	360,000	-42.30	-30.75



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 의 변경상장, 주식 또는 DR의 외국 유가증권시장 상장 등의 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.