

엘앤에프 066970

Ni95 나가신다 길을 비켜라

1Q25P: 출하량 개선세는 긍정적이나 재고자산평가 손실은 여전

1Q25P 매출액 3,648억원(-0.2% QoQ, -42.6% YoY), 영업이익 -1,403억원(적지 QoQ, 적지 YoY)로 컨센서스 -720억원을 하회했다. 재고자산평가손실 747억원 인식이 주요했다. Blended ASP는 -6% QoQ로 하이니켈 약 -8%, 미드니켈 약 -4% QoQ를 기록했다. 전체 출하량은 +5% QoQ로 미드니켈 부진(-13% QoQ)을 하이니켈 호조세(+17% QoQ)가 지속되며 판매 성장을 견인했다. 특히 Model Y 주니퍼향 Ni95 신제품 출시로 하이니켈 중심의 믹스 확대 및 출하량 성장이 주요했다.

2025년 출하량 최대 +40% 제시, 흑자전환은 3분기

2025F 매출액 2.2조원(+15.4% YoY), 영업적자 695억원(적전 YoY)을 전망한다. 이전의 과도하게 높았던 출하량 추정치를 이번 가이드نس(+40% YoY)에 맞춰 조정했다. 또한 올해 재고자산평가손실 환입이 기대되었던 것과는 달리 2분기에도 약 250억원의 평가손실 인식이 예상된다는 점도 주요했다. 그러나 연중 출하량 성장률은 각각 2분기 +70% QoQ, 3분기 +40% QoQ 수준으로 Ni95 중심의 하이니켈이 가동률 회복을 주도할 것으로 예상된다. 특히 연초 예상 대비 가이드نس를 상향한 점은 경쟁사 대비 분명하게 부각되어야 할 요소다. 흑전 시점은 가동률 상승과 재고자산평가손실이 해소가 맞물리는 3Q25가 될 전망이다.

드래프트 1순위 LFP 양극재 유망주

LFP 양극재 사업에 대한 기대감은 유효하다. 2026년말 6만톤 규모 양산을 계획 중이다. 경쟁우위는 크게 2가지로 리쇼어링에 적합한 생산지와 기술력이다. 특히 후자의 경우 업계 최고 수준의 패킹 밀도(2.5~2.6g/cm3)를 구현할 수 있는 단일 소성 방식과 FP/무전구체 기술을 확보한 만큼 중국으로부터의 기술적 독립까지 실현했다. 이는 탈중국 기조에 맞춰 미국 뿐만 아니라 유럽 고객사 수요까지 연결 가능하다. 고전압 미드니켈의 확산이 지연되는 상황에서 LFP 양극재에 대한 수요가 확대되는 만큼 수혜가 기대된다. 추정치 조정을 반영해 목표주가는 12만원으로 하향, 투자의견 '매수'를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,202	3,171	3,807
영업이익	-222	-559	-70	112	265
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-3.2	3.5	7.0
세전이익	-296	-520	-184	15	287
지배주주지분순이익	-194	-378	-139	30	161
EPS(원)	-5,361	-11,262	-4,143	883	4,786
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	441.8
ROE(%)	-16.4	-41.7	-21.6	5.0	23.5
PER (배)	-38.1	-7.2	-15.6	73.4	13.5
PBR (배)	6.7	4.1	4.1	3.9	3.1
EV/EBITDA (배)	-52.2	-9.1	620.3	20.4	11.2

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2025.05.02

매수(유지)

목표주가(하향)	120,000원
현재주가(04/30)	64,800원
상승여력	85.2%

Stock Data

KOSPI	2,556.6pt
시가총액(보통주)	2,353십억원
발행주식수	36,316천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	366천주
60일 평균거래대금	27,353백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	177,000원
52주 최저가	53,800원
주요주주	
새로닉스(외 17인)	23.7%
자사주(외 1인)	7.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.2	0.2
3M	-25.3	-26.1
6M	-42.2	-40.8

주가차트

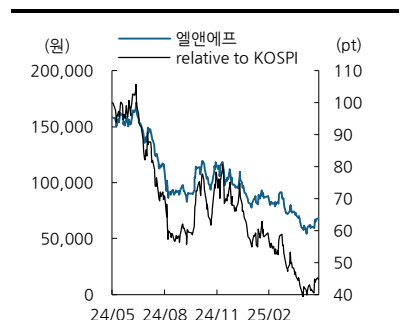


표1 엘앤에프 1Q25P 실적 Review

(십억원, %)	1Q25P	4Q24	4Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	364.8	365	636	(0.1)	(42.6)	392	(7.0)	389	(6.2)
하이니켈	283.8	267	442	6.3	(35.8)			290	
미드니켈	81.0	98	193	(17.7)	(58.1)			99	
영업이익	(140.3)	(198)	(204)	적지	적지	(72.0)	적지	(7)	적지
OPM	(38.5)	(54.3)	(32.1)	15.8	(6.4)	(18.3)	(20.1)	(1.8)	(36.7)
당기순이익	(111.3)	(118)	(112)	적지	적지	(58)	적지	4	적전
NPM	(30.5)	(32.2)	(17.6)	1.7	(12.9)	(14.7)	(31.5)	1.0	(31.5)

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,661	3,730	2,202	3,171	(17.2)	(15.0)
영업이익	51	159	(69.5)	112	적전	(29.5)
OPM	1.9	4.3	(3.2)	3.5	(5.1)	(0.7)
당기순이익	36	132	(140)	28	적전	(78.6)

자료: DS투자증권 리서치센터

표1 엘앤에프 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	증감률
Design CAPA	33	33	33	38	43	48	53	53	150	210	240	40.0
국내	33	33	33	38	43	48	53	53	150	210	240	40.0
해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	N/A
매출액	636	555	352	365	365	603	845	389	1,907	2,202	3,171	15.4
하이니켈	442	299	238	267	284	524	769	320	1,246	1,896	2,986	52.1
미드니켈	193	256	113	98	81	79	77	70	661	306	186	(53.7)
영업이익	(204)	(84)	(72)	(198)	(140)	(21)	61	31	(559)	(70)	112	적지
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(54.3)	(38.5)	(3.5)	7.2	8.0	(29.3)	(3.2)	3.5	26.1
당기순이익	(112)	(74)	(77)	(118)	(111)	(1)	51	(79)	(381)	(140)	28	적지
NPM	(17.6)	(13.4)	(21.9)	(32.2)	(30.5)	(0.2)	6.1	(20.3)	(20.0)	(6.4)	0.9	13.6
YoY												
매출액	(53.4)	(59.4)	(72.0)	(44.5)	(42.6)	8.6	140.3	6.6	(58.9)	15.4	44.0	-
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	-
OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(54.3)	(38.5)	(3.5)	7.2	8.0	(29.3)	(3.2)	3.5	-
지배순이익	(17.6)	(13.4)	(21.9)	(32.2)	(30.5)	(0.2)	6.1	(20.3)	(20.0)	(6.4)	0.9	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엘앤에프 Valuation Table

항목	단위	26F	비고
EBITDA	(십억원)	273	26F EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	(배)	22.2	최근 3개년 내 최저 Multiple에 할증 20% 적용
EV	(십억원)	6,054	
(+) 자산가치	(십억원)	57	
(-) 순차입금	(십억원)	2,414	
Equity Value	(십억원)	3,697	
시가총액	(십억원)	2,353	전일 기준
Target Price	(원)	120,000	
Current Price	(원)	64,800	
Upside	(%)	85.2	

자료: DS투자증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	589	649	667	매출액	4,644	1,907	2,202	3,171	3,807
현금 및 현금성자산	241	280	75	72	13	매출원가	4,784	2,371	2,183	2,937	3,380
매출채권 및 기타채권	426	214	170	214	226	매출총이익	-140	-463	19	235	427
재고자산	1,163	575	321	340	404	판매비 및 관리비	83	95	89	123	162
기타	139	21	22	23	24	영업이익	-222	-559	-70	112	265
비유동자산	1,382	1,710	2,047	2,069	2,085	(EBITDA)	-176	-495	7	198	346
관계기업투자등	130	184	192	199	207	금융손익	-63	-112	-113	-143	-42
유형자산	1,120	1,260	1,579	1,577	1,571	이자비용	79	106	85	70	56
무형자산	12	17	18	23	26	관계기업등 투자손익	0	0	-1	-1	-1
자산총계	3,351	2,800	2,636	2,717	2,751	기타영업외손익	-10	151	0	46	65
유동부채	1,747	1,552	1,331	1,438	1,387	세전계속사업이익	-296	-520	-184	15	287
매입채무 및 기타채무	201	212	145	343	417	계속사업법인세비용	-101	-139	-43	-14	128
단기금융부채	1,543	1,336	1,183	1,091	966	계속사업이익	-195	-381	-140	28	159
기타유동부채	3	3	4	4	4	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	494	524	720	665	590	당기순이익	-195	-381	-140	28	159
장기금융부채	491	519	715	660	584	지배주주	-194	-378	-139	30	161
기타비유동부채	3	5	5	5	6	총포괄이익	-195	-381	-140	28	159
부채총계	2,241	2,076	2,052	2,103	1,977	매출총이익률 (%)	-3.0	-24.3	0.9	7.4	11.2
지배주주지분	1,097	714	575	604	765	영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-3.2	3.5	7.0
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	-3.8	-26.0	0.3	6.2	9.1
자본잉여금	704	702	702	702	702	당기순이익률 (%)	-4.2	-20.0	-6.4	0.9	4.2
이익잉여금	358	-23	-162	-132	29	ROA (%)	-6.1	-12.3	-5.1	1.1	5.9
비지배주주지분(연결)	13	10	10	10	10	ROE (%)	-16.4	-41.7	-21.6	5.0	23.5
자본총계	1,110	723	584	614	775	ROIC (%)	-6.6	-16.7	-2.3	3.8	7.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-375	281	98	183	144	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-195	-381	-140	28	159	P/E	-38.1	-7.2	-15.6	73.4	13.5
비현금수익비용가감	15	-77	10	18	-12	P/B	6.7	4.1	4.1	3.9	3.1
유형자산감가상각비	44	60	71	77	76	P/S	1.6	1.5	1.1	0.7	0.6
무형자산상각비	2	3	5	9	5	EV/EBITDA	-52.2	-9.1	620.3	20.4	11.2
기타현금수익비용	-32	-234	-256	-272	-366	P/CF	n/a	n/a	n/a	50.3	16.0
영업활동 자산부채변동	-24	776	229	136	-3	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	370	209	44	-43	-13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	64	589	253	-19	-63	매출액	19.5	-58.9	15.4	44.0	20.0
매입채무 증가(감소)	-448	-88	-68	199	74	영업이익	적전	적지	적지	흑전	136.4
기타자산 부채변동	-10	66	0	0	-1	세전이익	적전	적지	적지	흑전	1,878.3
투자활동 현금	-561	-240	-346	-39	-2	당기순이익	적전	적지	적지	흑전	463.8
유형자산처분(취득)	-482	-208	-390	-75	-70	EPS	적전	적지	적지	흑전	441.8
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-6	-14	-8	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-103	-33	60	61	87	부채비율	201.9	287.1	351.1	342.6	255.2
기타투자활동	27	3	-10	-11	-11	유동비율	112.7	70.2	44.2	45.1	48.1
재무활동 현금	1,050	-20	43	-147	-201	순차입금/자기자본(x)	159.9	217.0	310.9	272.4	197.6
차입금의 증가(감소)	1,053	103	43	-147	-201	영업이익/금융비용(x)	-2.8	-5.3	-0.8	1.6	4.7
자본의 증가(감소)	7	2	0	0	0	총차입금 (십억원)	2,034	1,856	1,898	1,751	1,550
배당금의 지급	17	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,775	1,570	1,817	1,673	1,530
기타재무활동	-10	-126	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	121	38	-205	-3	-59	EPS	-5,361	-11,262	-4,143	883	4,786
기초현금	120	241	280	75	72	BPS	30,268	19,660	15,830	16,647	21,071
기말현금	241	280	75	72	13	SPS	128,121	52,552	60,667	87,369	104,871
NOPLAT	-161	-405	-50	81	147	CFPS	-4,968	-12,598	-3,598	1,287	4,045
FCF	-766	79	-247	144	142	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-05-11	매수	370,000	-44.8	-23.0		
2023-06-15	매수	370,000	-47.0	-24.1		
2023-06-28	매수	370,000	-48.0	-24.1		
2024-02-02	매수	390,000	-61.6	-52.2		
2024-08-13	담당자변경					
2024-08-13	매수	140,000	-36.6	-14.7		
2024-11-04	매수	140,000	-40.1	-15.6		
2025-02-06	매수	140,000	-49.0	-34.5		
2025-05-02	매수	120,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.