

본격화되는 하이니켈 출하 증가

미드니켈 부진으로 1Q 실적 예상 하회

1Q에도 ASP 하락과 재고평가손실 747억원이 반영되며 실적이 부진했다. 품목별 ASP는 하이니켈 -8% qoq, NCM523은 -4% qoq였고, 출하량은 하이니켈 +17% qoq, NCM523 -13% qoq를 기록했다. 하이니켈 출하 증가는 전 연말 destocking 이후 재고 축적, 그리고 Ni95 신제품 출하가 반영된 영향이다. Ni95 신규 양극재 출하는 2Q부터 본격화되기 때문에 2Q 출하량은 하이니켈 중심으로 빠르게 증가할 전망이다. 반면 NCM523은 유럽 EV 및 ESS 향으로 공급되는데, ESS 비수기 및 LFP와의 chemistry 경쟁 때문에 부진이 이어지고 있다. 연초 회사 측 예상은 NCM523도 1Q에 +4% qoq 가량 출하가 증가하는 것이었는데, 계획에 크게 미치지 못했다. 다만 이미 동사 매출의 75%가 하이니켈로 구성돼 있고, Ni95 출하 증가로 2Q부터는 하이니켈 비중이 80%를 상회하는 만큼 NCM523 영향은 더 축소될 전망이다.

목표주가 11만원으로 하향하나, 관심은 더 높여야 할 시점

NCM523 출하 부진으로 리튬 재고 소진이 더디고, 최근 리튬 가격이 추가로 하락하고 있어 2Q에도 재고평가손실이 예상된다. 하지만 하이니켈 출하량 증가로 매출이 +44% qoq 증가하기 때문에 OP -807억원으로 적자 규모가 많이 줄어들 전망이다. 회사 측은 25.3Q부터 흑자 전환을 예상하고 있는데, 재고 소진 속도와 가격 변동에 따라 가변적일 것으로 예상된다. 하지만 확실한 것은, 예상보다 강한 하이니켈 수요를 반영해 25년 출하 가이던스를 기존 +30% yoy에서 +40% yoy로 상향했기 때문에, 하반기 손익은 의미 있게 개선될 가능성이 크다. 2026년부터는 LFP 양극재까지 상업화되기 때문에, 하이니켈+LFP 투트랙으로 성장 기대감이 크게 높아질 것으로 예상된다. 추정치 변경으로 목표주가 하향하나, 투자 관심은 높여갈 시점으로 판단된다.

Fig. 1: 엘앤에프 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	4,644	1,907	2,388	3,267	4,029
영업이익	-222	-559	-177	116	158
세전이익	-296	-520	-259	14	88
순이익[지배]	-194	-378	-199	11	67
EPS(원)	-5,372	-10,416	-5,478	298	1,853
증감률(%)	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	521.8
PER(배)	-	-	-	217.6	35.0
PBR	6.7	4.1	4.5	4.4	3.9
EV/EBITDA	-	-	-	23.3	19.2
ROE(%)	-16.4	-41.7	-32.4	2.1	12.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엘앤에프, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견

[유지]

매수

목표주가(6M)

110,000원

[하향]

69.8%

현재주가

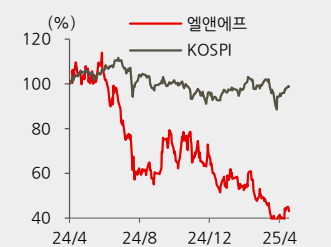
64,800원

2025/04/30

주식지표

시가총액	2,353십억원
52주최고가	171,600원
52주최저가	54,000원
상장주식수	3,632만주
자본금/액면가	18십억원/500원
60일평균거래량	37만주
60일평균거래대금	28십억원
외국인지분율	16.1%
자기주식수	274만주/7.5%
주요주주및지분율	
새로닉스 외	23.7%
국민연금공단	6.1%

주가동향



김현태

철강/화학

htkim@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표1. 엘앤에프 1분기 실적

(십억원, %)	1Q25	1Q24	YoY %	4Q24	QoQ %	BNK추정	차이	컨센서스	차이
매출액	364.8	635.7	(42.6)	365.3	(0.2)	464.3	(21.4)	392.4	(7.0)
영업이익	(140.3)	(203.8)	(31.2)	(198.2)	(29.2)	(46.2)	203.6	(72.0)	94.7
세전이익	(145.4)	(148.7)	(2.2)	(147.8)	(1.6)	(63.2)	130.1	(72.7)	100.0
순이익	(111.3)	(111.7)	(0.4)	(117.7)	(5.4)	(48.7)	128.7	(57.8)	92.6
지배 순이익	(110.9)	(111.5)	(0.5)	(116.5)	(4.8)	(48.4)	129.2	(44.4)	150.2
영업이익률	(38.4)	(32.1)		(54.3)		(9.9)		(18.4)	
세전이익률	(39.9)	(23.4)		(40.5)		(13.6)		(18.5)	
순이익률	(30.4)	(17.5)		(31.9)		(10.4)		(11.3)	

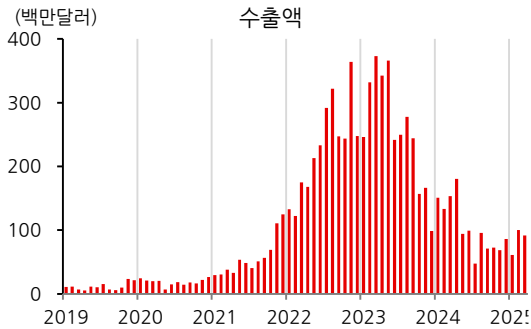
자료: Dataguide, BNK투자증권

표2. 엘앤에프 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출액	636	555	352	365	365	525	703	795	1,907	2,388	3,267
yoy %	(53)	(59)	(72)	(44)	(43)	(5)	100	117	(59)	25	37
qoq %	(3)	(13)	(37)	4	(0)	44	34	13			
영업이익	(204)	(84)	(72)	(198)	(140)	(81)	13	31	(559)	(177)	116
yoy %	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
qoq %	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	137			
OPM (%)	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(54.3)	(38.4)	(15.4)	1.8	3.9	(29.3)	(7.4)	3.6
EBITDA	(190)	(70)	(55)	(180)	(122)	(62)	34	55	(495)	(95)	223
yoy %	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
qoq %	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	63			
margin (%)	(29.8)	(12.5)	(15.7)	(49.1)	(33.4)	(11.8)	4.8	6.9	(26.0)	(4.0)	6.8
세전이익	(149)	(100)	(123)	(148)	(145)	(106)	(13)	5	(520)	(259)	14
순이익	(112)	(74)	(77)	(118)	(111)	(82)	(10)	4	(381)	(199)	11
지배순이익	(112)	(74)	(76)	(117)	(111)	(81)	(10)	4	(378)	(198)	11
양극재											
판매량 (톤)	15,063	15,250	9,500	10,500	10,000	15,500	21,000	23,500	50,313	70,000	94,250
yoy %	(36)	(34)	(58)	(18)	(34)	2	121	124	(39)	39	35

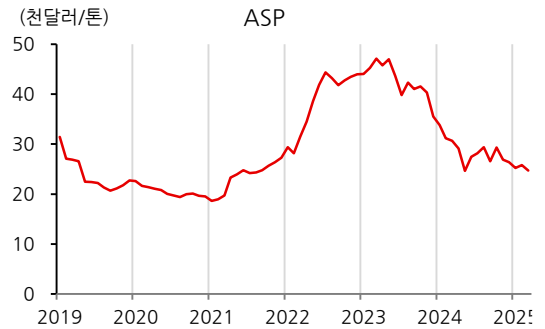
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 추정

Fig. 2: 대구 달서구 양극재 수출액 추이



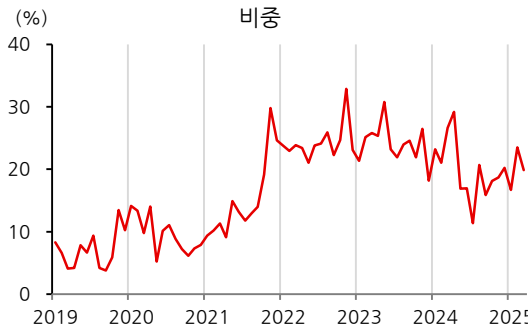
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 추정

Fig. 3: 양극재 수출 ASP 추이



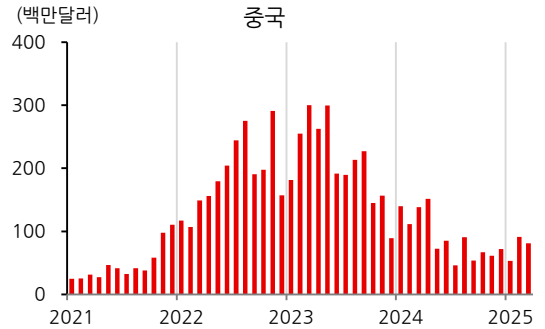
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 추정

Fig. 4: 양극재 전체 수출에서 대구 달서구 비중



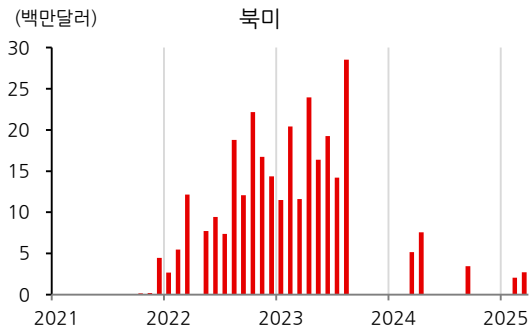
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 5: 중국향 수출액 추이



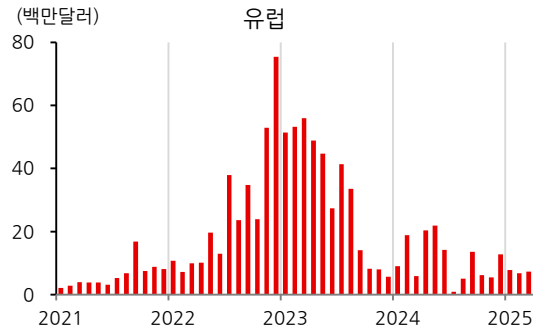
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 6: 북미향 수출액 추이



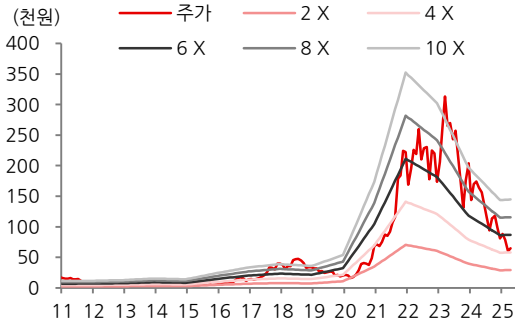
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 7: 유럽향 수출액 추이



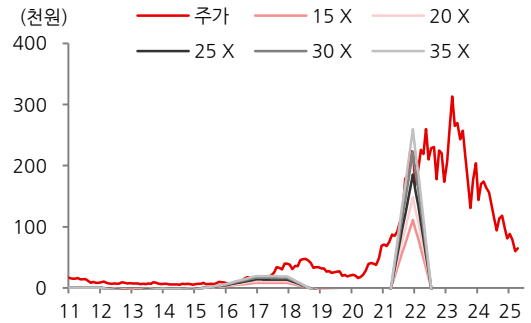
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 8: PBR 밴드 차트



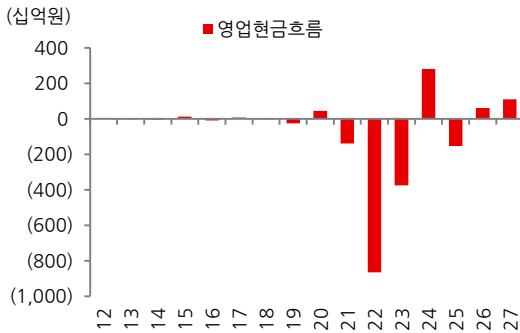
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER 밴드 차트



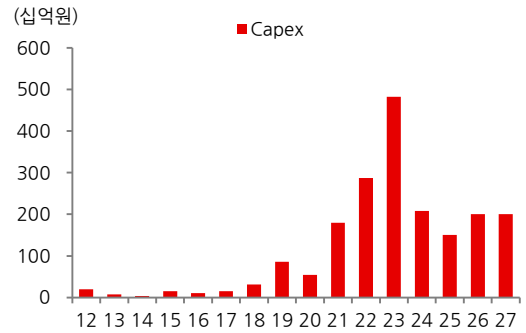
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



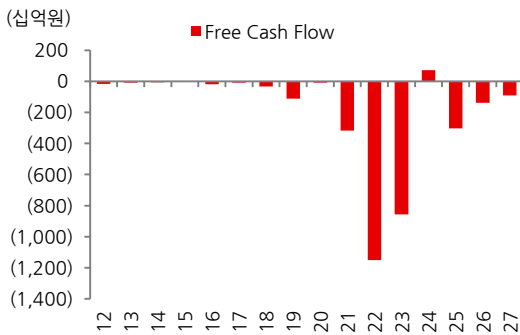
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



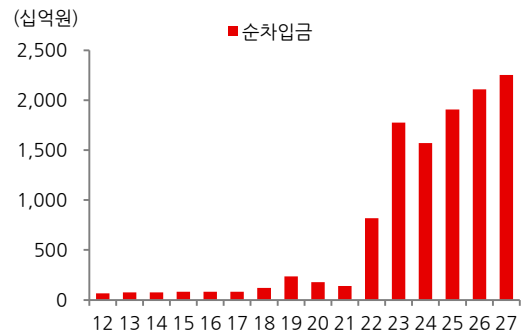
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	1,185	1,322	1,427
현금성자산	241	280	306	336	318
매출채권	426	180	195	218	244
재고자산	1,163	575	623	699	781
비유동자산	1,382	1,710	1,826	2,014	2,186
투자자산	130	184	218	281	336
유형자산	1,120	1,260	1,344	1,471	1,590
무형자산	12	17	15	13	11
자산총계	3,351	2,800	3,011	3,336	3,613
유동부채	1,747	1,552	1,662	1,774	1,982
매입채무	143	78	88	104	129
단기차입금	718	813	913	913	1,013
비유동부채	494	524	826	1,028	1,030
사채및장기차입금	466	502	802	1,002	1,002
부채총계	2,241	2,076	2,487	2,802	3,012
지배기업지분	1,097	713	515	525	593
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	702	702	702
이익잉여금	358	-23	-222	-211	-144
자본총계	1,110	723	524	534	602
총차입금	2,034	1,856	2,221	2,453	2,582
순차입금	1,775	1,570	1,908	2,110	2,254

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	-375	281	-153	61	110
당기순이익	-195	-381	-200	11	68
비현금비용	64	188	120	195	216
감가상각비	46	63	68	75	82
비현금수익	-50	-264	-6	-7	-7
자산및부채의증감	-24	776	-22	-25	-40
매출채권감소	370	209	-15	-24	-25
재고자산감소	64	589	-48	-76	-82
매입채무증가	-448	-88	10	16	24
법인세환급(납부)	-121	0	60	-3	-20
투자활동현금흐름	-561	-240	-185	-264	-256
유형자산증가	-482	-208	-150	-200	-200
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	-4	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	1,050	-20	365	232	128
차입금증가	1,056	-179	365	233	128
자본의증감	39	-2	0	0	0
배당금지급	-17	0	0	0	0
현금의증가	121	38	27	30	-18
기말현금	241	280	306	336	318
잉여현금흐름(FCF)	-857	73	-303	-139	-90

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,388	3,267	4,029
매출원가	4,784	2,371	2,460	3,034	3,720
매출총이익	-140	-463	-72	233	310
매출총이익률	-3.0	-24.3	-3.0	7.1	7.7
판매비와관리비	83	95	105	117	152
판매비율	1.8	5.0	4.4	3.6	3.8
영업이익	-222	-559	-177	116	158
영업이익률	-4.8	-29.3	-7.4	3.6	3.9
EBITDA	-176	-495	-109	192	240
영업외손익	-73	39	-82	-102	-70
금융이자손익	-70	-101	-105	-110	-106
외화관련손익	24	-35	0	0	0
기타영업외손익	-27	175	23	8	36
세전이익	-296	-520	-259	14	88
세전이익률	-6.4	-27.3	-10.8	0.4	2.2
법인세비용	-101	-139	-60	3	20
법인세율	34.1	26.7	23.2	21.4	22.7
계속사업이익	-195	-381	-200	11	68
당기순이익	-195	-381	-200	11	68
당기순이익률	-4.2	-20.0	-8.4	0.3	1.7
지배기업순이익	-194	-378	-199	11	67
총포괄손익	-199	-384	-200	11	68

주요투자지표

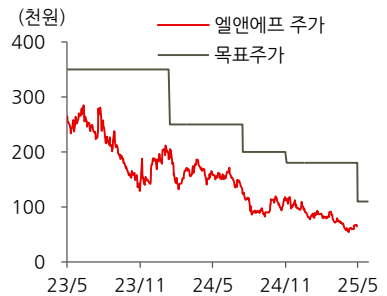
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	-5,372	-10,416	-5,478	298	1,853
BPS	30,468	19,859	14,367	14,660	16,508
CFPS	-4,978	-12,602	-2,373	5,488	7,606
DPS	0	0	0	0	0
PER (배)	-	-	-	217.6	35.0
PSR	1.6	1.5	1.0	0.7	0.6
PBR	6.7	4.1	4.5	4.4	3.9
PCR	-	-	-	11.8	8.5
EV/EBITDA	-	-	-	23.3	19.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	19.5	-58.9	25.2	36.8	23.3
영업이익증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	35.7
순이익증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	522.2
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	522.2
부채비율 (%)	201.9	287.1	475.1	524.5	500.5
차입금비율	183.3	256.5	424.2	459.3	429.1
순차입금/자기자본	159.9	217.0	364.4	394.9	374.6
ROA (%)	-6.1	-12.4	-6.9	0.3	1.9
ROE	-16.4	-41.7	-32.4	2.1	12.0
ROIC	-6.2	-18.2	-7.1	4.4	5.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2025/04/30 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
엘앤에프 (066970)	22/05/19	매수	400,000원	-41.4	-30.9
	22/08/17	매수	400,000원	-46.1	-35.8
	22/10/11	매수	400,000원	-49.2	-42.1
	23/01/18	매수	350,000원	-27.2	-3.7
	23/07/17	매수	350,000원	-45.8	-19.7
	24/01/15	매수	250,000원	-36.5	-18.0
	24/07/17	매수	200,000원	-49.0	-37.0
	24/11/04	매수	180,000원	-53.5	-34.3
	25/05/02	매수	110,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2025.03.31 기준) / 매수(Buy) 86.9%, 보유(Hold) 13.1%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 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 종목 의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.