

엘앤에프(066970)

Tesla 신차 출시 효과에 따른 물량 증가 예상

1Q25 재고자산평가손실 이어지며 대규모 적자 발생

동사의 1Q25 실적은 매출액 3,650억원(-43% YoY, -0% QoQ), 영업이익 -1,400억원(적자지속 YoY/QoQ)으로 시장기대치(매출액 3,924억원, 영업이익 -720억원)를 크게 하회했다. 원가-판가 스프레드에 따른 역래깅 영향이 축소되면서 매출원가율이 점차 개선되고 있지만, 원재료 가격 하락에 따른 재고자산 평가손실(약 747억원)로 인해 여전히 큰 폭의 적자가 발생하고 있다. 동사의 1Q25 양극재 출하량은 지난 3Q24에 저점을 형성한 이후 점진적인 회복세를 보이며 전분기 대비 약 4% 증가했다. 주력 고객사인 LG에너지솔루션이 Tesla의 부분 변경 신차인 모델Y 주니퍼 롱레인지 듀얼모터 AWD(사륜구동)에 중국 난징 공장에서 생산하는 새로운 2170 배터리 셀(셀 용량 5,000mAh → 5,300mAh)을 공급하기 시작했다는 점이 긍정적으로 작용하고 있다. 다만 NCM523 양극재는 유럽 전기차 배터리 시장 내 국내 배터리 셀 업체들의 점유율 하락 영향으로 전분기 대비 약 13% 감소하였다. 1Q25 판가는 주요 원재료 가격 추이 영향으로 전분기 대비 약 6% 하락했다.

2Q25에도 적자 불가피하나 하반기 흑자전환 예상

동사는 1Q25 실적 컨퍼런스 콜을 통해 올해 연간 양극재 출하량 성장률 전망치를 기존 30%에서 40%로 상향했다. LG에너지솔루션의 Tesla 사이버트럭향 4680 배터리 셀에 이어 새로운 2170 배터리 셀로도 NCMA95 양극재 적용이 확대됨으로써 동사의 NCMA95 울트라 하이-니켈 양극재 수요 증가세가 1Q25부터 본격화되고 있기 때문이다. 유럽 완성차 OEM향 수요 비중이 높은 NCM523 제품 출하량은 둔화될 것으로 예상되나, NCMA95를 중심으로 출하량이 크게 확대될 전망이다. 2Q25에도 200~300억원 가량의 재고자산 평가손실이 발생하겠지만 높은 원가의 재고가 점진적으로 소진되고 있으며, 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 영업이익 적자폭은 크게 축소될 것으로 보인다. 또한 최근 리튬 가격이 바닥에서 안정세를 보이고 있다는 점을 고려할 때 하반기부터 재고자산 평가손실 영향에서 벗어나 흑자전환할 것으로 전망된다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 2.5조원(+33% YoY), -1,970억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견과 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 현 주가는 2026년과 2027년 예상 실적 기준 각각 P/E 19.4배, 15.4배로 국내 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높다. 특히 동사의 매출에서 높은 비중을 차지하고 있는 Tesla의 행보에 주목할 필요가 있다. 전기차 시장에서 높은 가격 경쟁력과 선도적인 자율주행 기술을 확보하고 있는 Tesla 비중이 절대적으로 높다는 점은 강점이다. 특히 하반기에 Tesla의 완전자율주행 기반 로보택시 사업이 상용화된다면 AI 기반 자율주행 기술 선도 업체인 Tesla향 배터리 셀, 소재 업체들의 주가 상승 모멘텀이 강화될 것으로 예상된다. 제품 다변화 측면에서는 2026년 LFP 양극재 본격 양산 계획도 구체화되고 있다. 장기적인 관점에서는 배터리 셀, 소재 업체들의 안정적인 고객사와 제품 포트폴리오 확보 유무에 따라 주가 밸류에이션의 차별화가 나타날 가능성이 높을 것으로 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(유지)
증가(2025.04.30)	64,800원
상승여력	54.3 %

Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,632만주
시가총액	2,353십억원
외국인지분율	15.9%
52주 주가	54,000~171,600원
60일평균거래량	370,906주
60일평균거래대금	27.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	-26.4	-44.1	-60.5
상대수익률	8.1	-28.0	-44.7	-55.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,907	2,535	3,753	4,893
영업이익(십억원)	-559	-197	136	210
순이익(십억원)	-378	-156	121	153
EPS(원)	-10,416	-4,309	3,341	4,212
BPS(원)	19,660	15,272	18,534	22,666
PER(배)			19.4	15.4
PBR(배)	4.1	4.2	3.5	2.9
ROE(%)	-41.7	-24.7	19.8	20.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	21.8	16.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

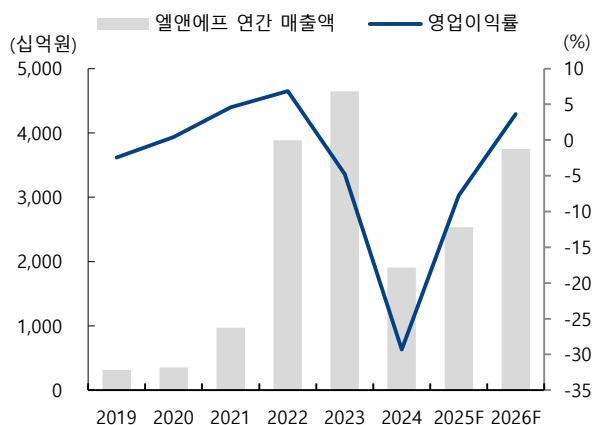
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
출하량 가정(천t)	17	18	12	13	13	22	27	31	60	94	138
매출액	636	555	352	365	365	582	741	848	1,907	2,535	3,753
YoY 증감률	-53%	-59%	-72%	-44%	-43%	5%	111%	132%	-59%	33%	48%
QoQ 증감률	-3%	-13%	-37%	4%	0%	59%	27%	15%			
매출원가	819	616	406	530	485	622	708	796	2,371	2,610	3,486
매출원가율	129%	111%	115%	145%	133%	107%	96%	94%	125%	106%	104%
매출총이익	-184	-61	-54	-164	-120	-40	33	52	-463	-75	267
매출총이익률	-29%	-11%	-15%	-45%	-33%	-7%	4%	6%	-25%	-6%	-4%
판매비 및 관리비	20	23	18	34	20	29	38	35	95	122	131
판매비율	3%	4%	5%	9%	6%	5%	5%	4%	5%	5%	5%
영업이익	-204	-84	-72	-198	-140	-69	-5	17	-559	-197	136
영업이익률	-32%	-15%	-21%	-54%	-38%	-12%	-1%	2%	-29%	-8%	4%
YoY 증감률	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	흑자전환
QoQ 증감률	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환			
세전이익	-149	-100	-123	-148	-145	-71	-7	15	-520	-208	153
당기순이익	-112	-74	-77	-118	-111	-65	-2	20	-381	-158	122
당기순이익률	-18%	-13%	-22%	-32%	-30%	-11%	0%	2%	-20%	-6%	3%
YoY 증감률	적자지속	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	흑자전환
QoQ 증감률	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환			

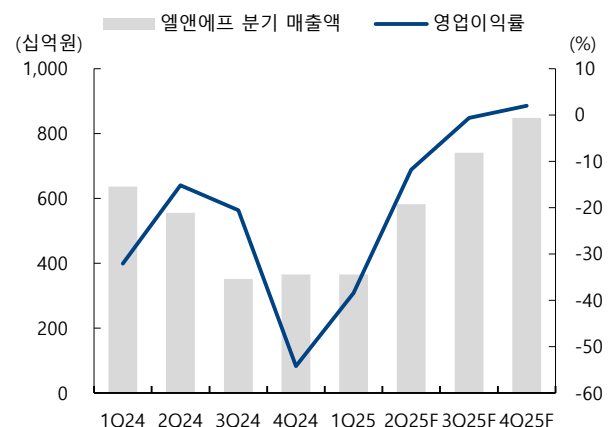
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



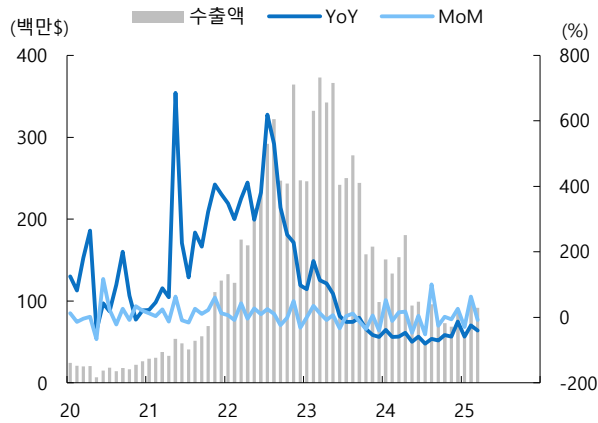
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



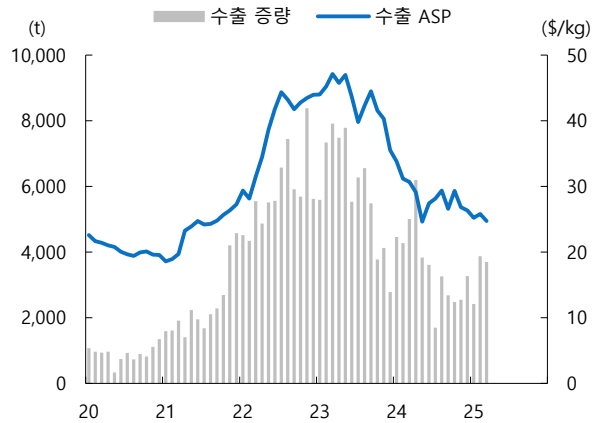
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



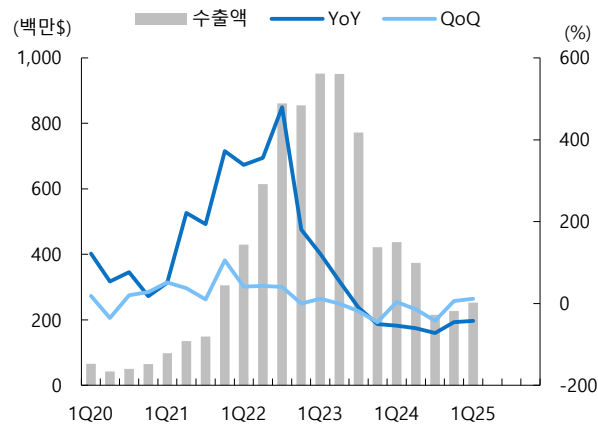
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



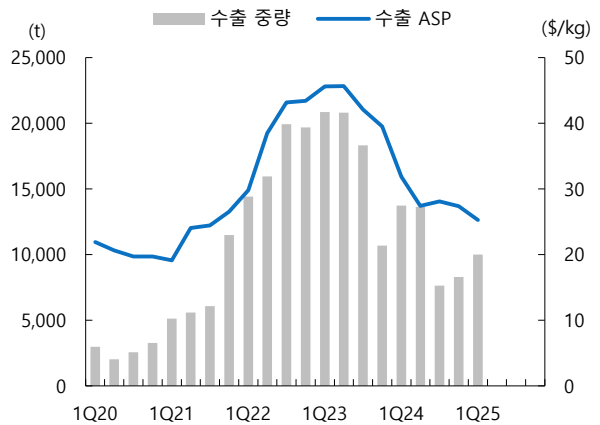
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



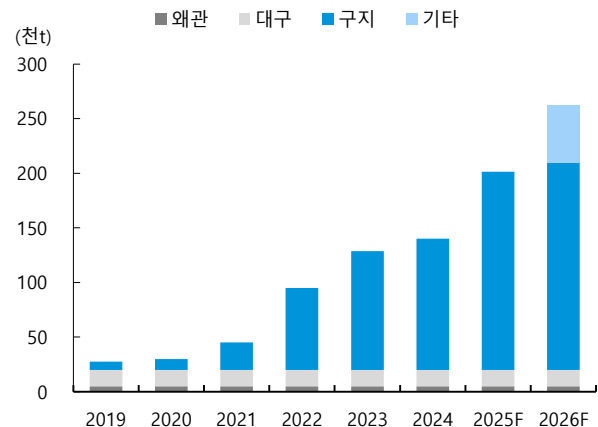
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



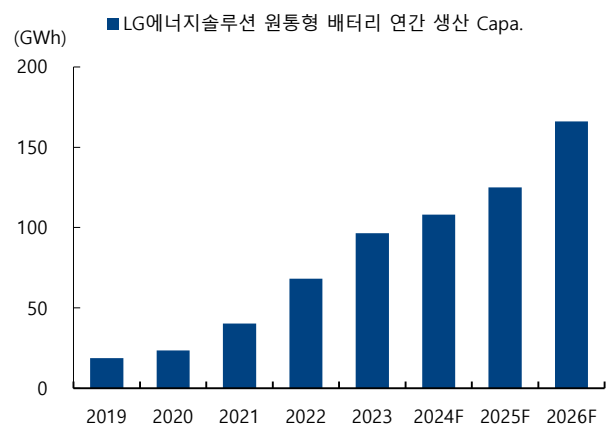
자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



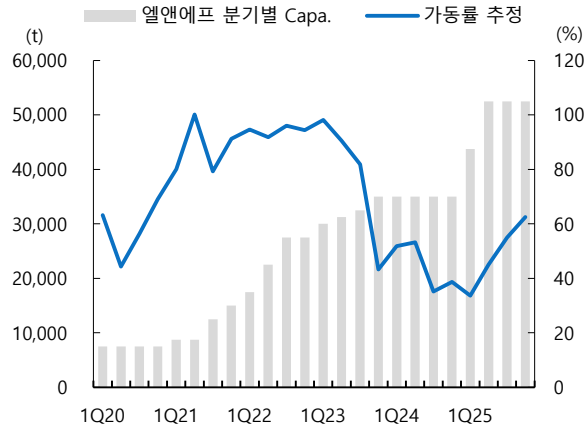
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림8. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



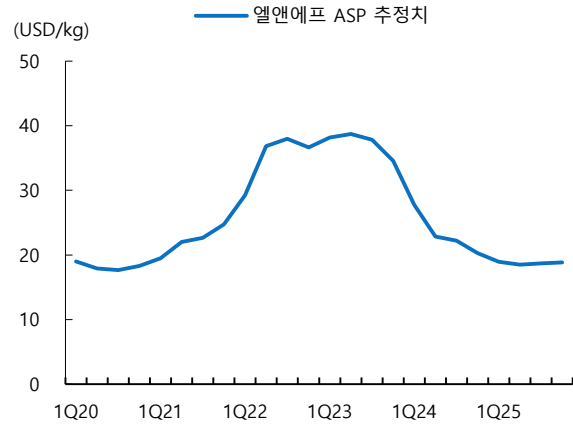
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



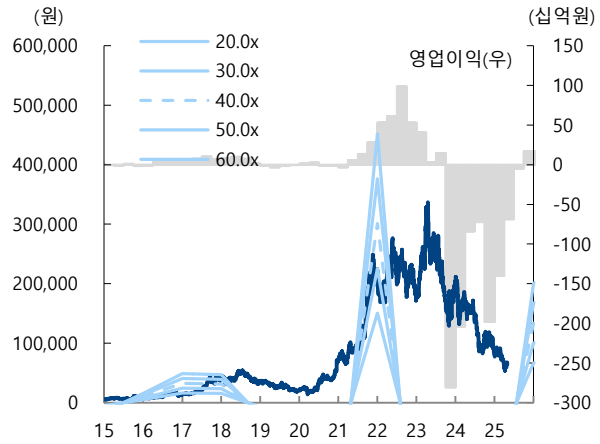
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	비고
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,372	-10,416	-4,309	3,341	4,212	지배주주순이익 기준
BPS(원)	17,799	35,530	30,268	19,660	15,272	18,534	22,666	
고점 P/E	-18.5	36.8	-24.1	-7.8	-13.7			
평균 P/E	-35.3	28.5	-40.9	-12.9	-18.6			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-70.7	22.4	-62.7	-20.3	-21.7			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	12.5	7.8	11.1	10.8	6.1			최근 3년간 평균: 9.5
평균 P/B	6.3	6.0	7.3	6.8	5.3			최근 3년간 평균: 6.0
저점 P/B	3.3	4.7	4.3	4.1	3.9			최근 3년간 평균: 3.7
ROE	-27.0%	28.2%	-16.3%	-41.5%	-24.5%	19.6%	20.3%	
적용 EPS					4,212			2027~2029년 북미/유럽 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균
Target P/E(배)					25.0			
적정 주가(원)					105,295			2027년 기준 P/E 23.7배, P/B 4.4배
목표 주가(원)					100,000			
전일 종가(원)					64,800			2027년 기준 P/E 15.4배, P/B 2.9배
상승 여력					54.3%			

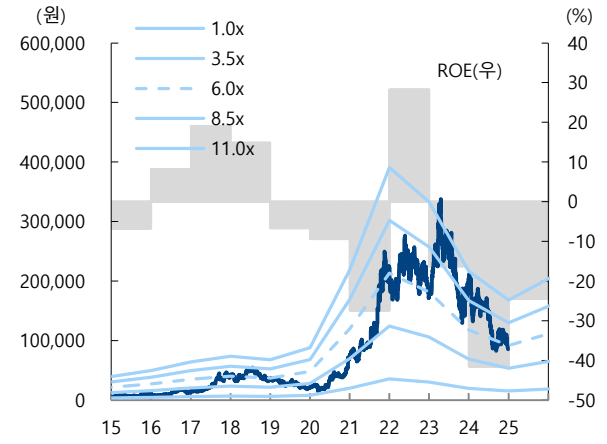
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

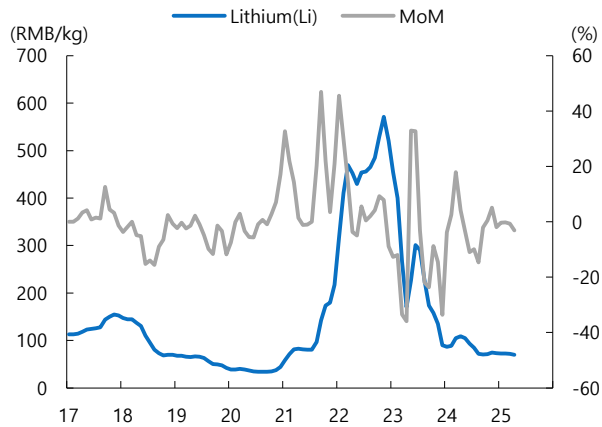
그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

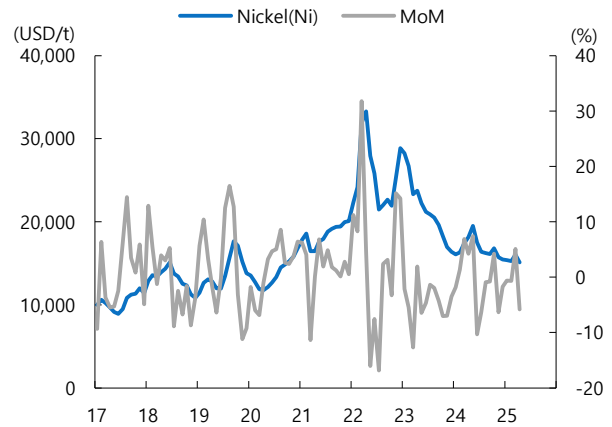
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림13. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



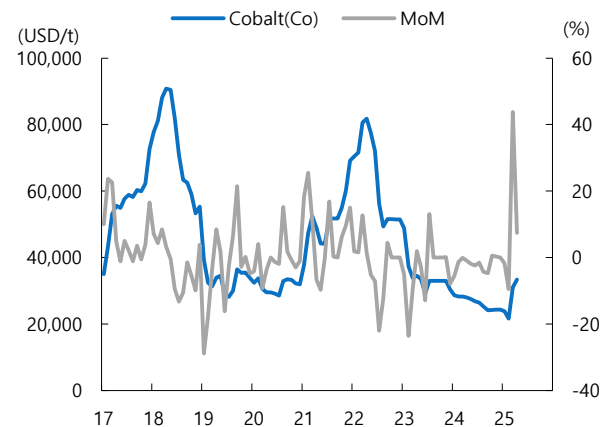
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림14. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



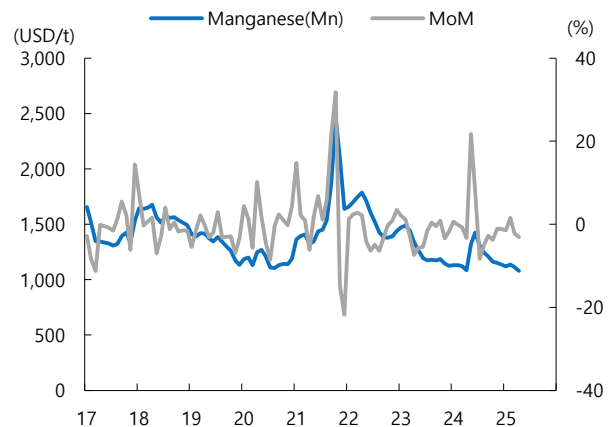
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림15. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



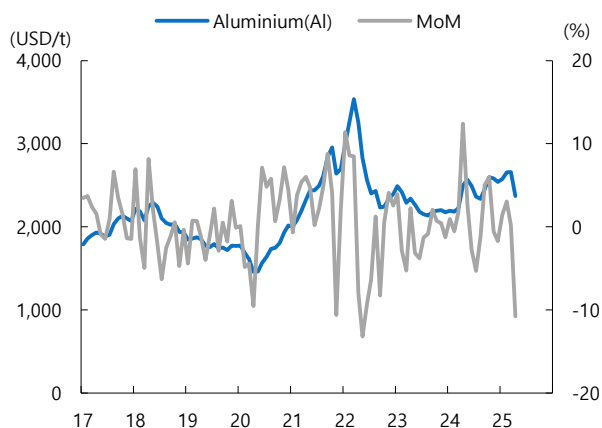
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림16. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



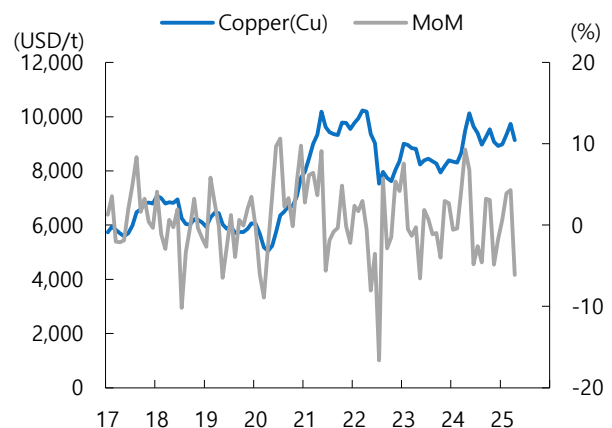
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림17. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림18. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

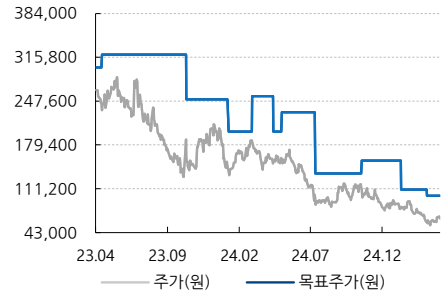
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,090	1,215	1,303	1,535	매출액	1,907	2,535	3,753	4,893
현금 및 현금성자산	280	436	211	373	증가율(%)	-58.9	32.9	48.0	30.4
단기금융자산	3	3	3	3	매출원가	2,371	2,610	3,486	4,528
매출채권	215	208	292	312	매출총이익	-463	-75	267	365
재고자산	575	560	784	841	판매비와관리비	95	122	131	155
비유동자산	1,710	1,723	2,042	2,318	연구개발비	36	32	59	69
유형자산	1,260	1,299	1,536	1,767	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	17	13	9	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,800	2,938	3,344	3,853	영업이익	-559	-197	136	210
유동부채	1,552	1,700	1,687	1,745	증가율(%)	적지	적지	흑전	54.1
매입채무	78	89	139	172	영업이익률(%)	-29.3	-7.8	3.6	4.3
단기차입금	813	813	813	813	이자수익	6	12	5	10
유동성장기부채	453	529	491	510	이자비용	106	93	108	122
비유동부채	524	675	975	1,275	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	150	450	750	기타영업외손익	25	26	24	25
장기차입금	502	502	502	502	세전계속사업이익	-520	-208	153	193
부채총계	2,076	2,375	2,662	3,019	법인세비용	-139	-51	31	39
지배주주지분	714	554	673	823	세전계속이익률(%)	-27.2	-8.2	4.1	3.9
자본금	18	18	18	18	당기순이익	-381	-158	122	154
자본잉여금	702	702	702	702	순이익률(%)	-20.0	-6.2	3.3	3.1
이익잉여금	-23	-179	-58	95	지배주주귀속 순이익	-378	-156	121	153
기타자본항목	16	13	10	8	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	10	9	9	11	총포괄이익	-384	-160	119	151
자본총계	723	563	682	833	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	281	-46	-194	118	주당지표 (원)				
당기순이익	-381	-158	122	154	EPS	-10,416	-4,309	3,341	4,212
유형자산감가상각비	60	61	62	69	BPS	19,660	15,272	18,534	22,666
무형자산상각비	3	5	3	2	CFPS	-8,669	-2,498	5,142	6,193
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-240	-137	-342	-340	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-208	-100	-300	-300	PER			19.4	15.4
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	4.1	4.2	3.5	2.9
금융상품의 증감	-54	-46	-50	-48	PCR	-9.3	-25.9	12.6	10.5
재무활동 현금흐름	-20	103	139	196	EV/EBITDA	-	-	21.8	16.1
단기금융부채의증감	14	76	-38	19	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	89	150	300	300	ROE	-41.7	-24.7	19.8	20.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-26.0	-5.2	5.4	5.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	287.1	421.9	390.2	362.3
현금및현금성자산의증감	38	157	-225	162	순부채비율	205.4	276.3	299.3	263.9
기초현금및현금성자산	241	280	436	211	매출채권회전율(x)	5.9	12.0	15.0	16.2
기말현금및현금성자산	280	436	211	373	재고자산회전율(x)	2.2	4.5	5.6	6.0

자료 : 엘앤에프, iM증권 리서치본부

엘앤에프 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-11	Buy	320,000	-31.7%	-10.9%
2023-11-07	Buy	250,000	-30.1%	-15.4%
2024-02-05	Buy	200,000	-18.9%	-6.9%
2024-03-26	Buy	255,000	-36.9%	-29.1%
2024-05-10	Buy	200,000	-21.8%	-18.8%
2024-05-28	Buy	230,000	-39.8%	-25.4%
2024-08-07	Buy	135,000	-25.1%	-11.6%
2024-11-14	Buy	155,000	-40.1%	-27.6%
2025-02-06	Buy	110,000	-30.1%	-16.6%
2025-04-02	Buy	100,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%