엘앤에프(247540)

하반기 주력 고객사 로보택시 상용화 모멘텀

[이차전지/디스플레이]
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

자율주행 패러다임 전환은 전통 완성차 OEM들에게 도전과 위협 요인

자율주행 시대의 도래는 자동차 산업의 전동화 흐름을 더욱 가속화할 것이다. 특히 자율주행 구현을 위한 필수 조건인 SDV는 내연기관차보다 전기차 플랫폼에서 훨씬 효율적이다. 다만 자율주행 시대가 본격화되면 전통적 완성차 OEM들에게 상당한 도전과 위협으로 작용해 기술력이 부재한 업체들은 도태될 가능성이 높을 것으로 전망된다. 이는 장기 공급 계약을 맺은 배터리 소재 업체들에게도 직접적인 리스크로 작용할 수 있다. 주력 고객사가 경쟁력을 잃을 경우 장기 공급 계약 자체가 무의미해질 수 있기 때문이다. 장기적인 관점에서는 안정적인 고객사 포트폴리오 확보 유무에 따라 주가 밸류에이션의 차별화가 나타날 가능성도 존재한다. 장기적인 안목으로 고객사의 미래 생존 가능성을 고려한 선별적 제휴 전략이 무엇보다 중요하다. 이런 관점에서 동사의 전기차향 양극재 매출 내 높은 가격 경쟁력과 선도적인 자율주행 기술을 확보하고 있는 Tesla 비중이 절대적으로 높다는 점은 약점이 아닌 강점이다.

2025년 하반기 흑자전환 예상

동사의 주력 고객사인 LG에너지솔루션은 Tesla 신차인 모델Y 주니퍼 롱레인지 듀얼모터 AWD(사륜구동)에 중국 난징 공장에서 생산하는 새로운 2170 배터리 셀을 공급하는 것으로 알려졌다. 동사의 NCMA95 울트라 하이-니켈 양극재가 적용된 새로운 2170 배터리 셀의 용량은 기존 5,000mAh에서 5,300mAh로 6% 커졌다. LG에너지솔루션의 Tesla 사이버트럭향 4680 배터리 셀에 이어 새로운 2170 배터리 셀에도 NCMA95 양극재 적용이 확대됨에 따라 동사의 NCMA95 울트라 하이-니켈 양극재 수요 증가세가 1Q25부터 본격화될 전망이다. 다만 판가는 1Q25에도 낮아진 메탈 가격 반영으로 인해 6~7% 가량 하락할 것으로 예상된다. 또한 상반기 가동률이 높지 않아 고정비 부담이 크다는 점을 고려할 때 흑자전환 시점은 하반기가 될 것으로 보인다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 1.96조원(+3% YoY), -750억원(적자지속 YoY)으로 추정된다.

매수 투자의견 유지, 목표주가 100,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 목표주가는 높은 괴리율을 고려해 100,000원으로 하향한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 2027~2029년 북미, 유럽 전기차 배터리 셀 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0를 적용해 산출했다. 현 주가는 2026년과 2027년 예상 실적 기준 각각 P/E 23.9배, 13.1배로 국내 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 높다. 하반기에 Tesla의 완전자율주행 기반 로보택시 사업이 상용화된다면 AI 기반 자율주행 기술 선도 업체인 Tesla향 배터리 셀, 소재 업체들의 주가 상승 모멘텀이 강화될 것으로 예상되는 바 중장기적인 관점에서 긍정적인 의견을 유지한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(하향)
종가(2025.04.01)	59,200원
상승여력	68.9 %

Stock Indicator	
자본금	18십억원
발행주식수	3,630만주
시가총액	2,149십억원
외국인지분율	16.2%
52주 주가	59,200~173,000원
60일평균거래량	414,016주
60일평균거래대금	33.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-25.0	-23.6	-47.9	-64.9
상대수익률	-24.5	-28.7	-46.3	-56.5

Price Trend

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,907	1,964	3,284	4,897
영업이익(십억원)	-559	-75	100	232
순이익(십억원)	-378	-65	90	165
EPS(원)	-10,416	-1,781	2,481	4,533
BPS(원)	19,660	17,800	20,201	24,655
PER(배)			23.9	13.1
PBR(배)	4.1	3.3	2.9	2.4
ROE(%)	-41.7	-9.5	13.1	20.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	458.6	23.3	14.4

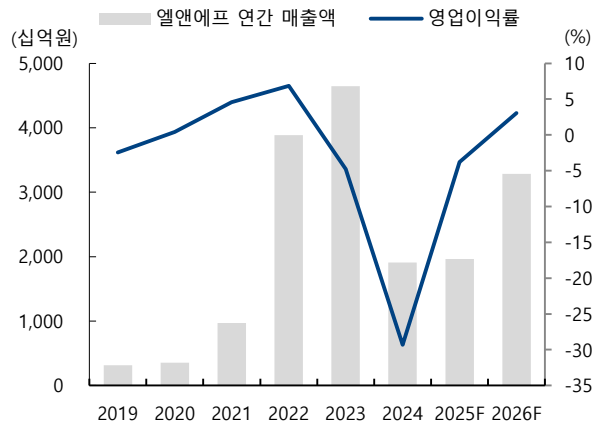
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
출하량 가정(천t)	17	18	12	13	14	17	20	22	60	74	120
매출액	636	555	352	365	387	454	528	597	1,907	1,964	3,284
YoY 증감률	-53%	-59%	-72%	-44%	-39%	-18%	50%	63%	-59%	3%	67%
QoQ 증감률	-3%	-13%	-37%	4%	6%	17%	16%	13%			
매출원가	819	616	406	530	406	462	519	565	2,371	1,952	3,097
매출원가율	129%	111%	115%	145%	105%	102%	98%	95%	125%	104%	102%
매출총이익	-184	-61	-54	-164	-19	-8	8	31	-463	13	187
매출총이익률	-29%	-11%	-15%	-45%	-5%	-2%	2%	5%	-25%	-4%	-2%
판매비 및 관리비	20	23	18	34	20	22	22	23	95	87	87
판관비율	3%	4%	5%	9%	5%	5%	4%	4%	5%	4%	5%
영업이익	-204	-84	-72	-198	-39	-30	-13	8	-559	-75	100
영업이익률	-32%	-15%	-21%	-54%	-10%	-7%	-2%	1%	-29%	-4%	3%
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	-41	-33	-16	5	-520	-86	114
당기순이익	-112	-74	-77	-118	-37	-28	-11	11	-381	-65	91
당기순이익률	-18%	-13%	-22%	-32%	-10%	-6%	-2%	2%	-20%	-3%	3%
YoY 증감률	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			

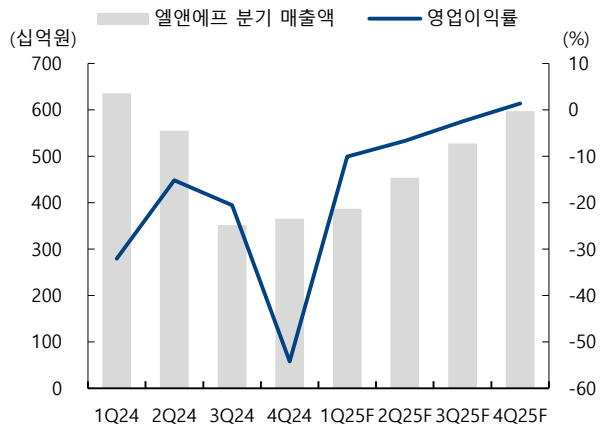
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



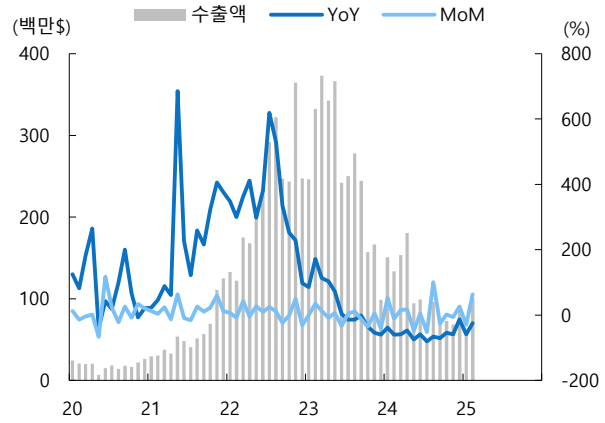
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



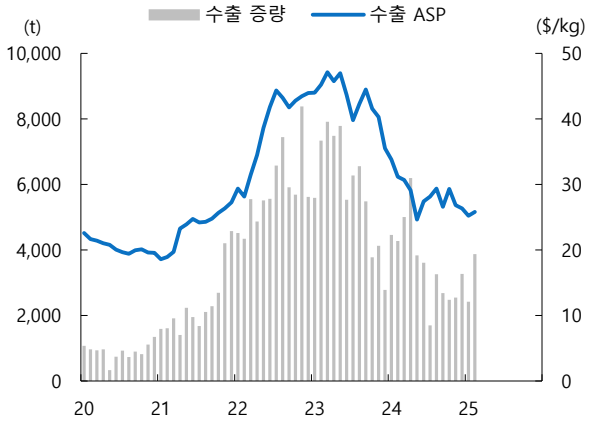
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



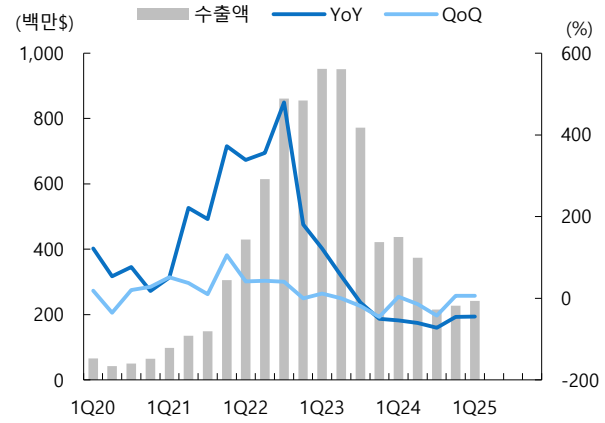
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



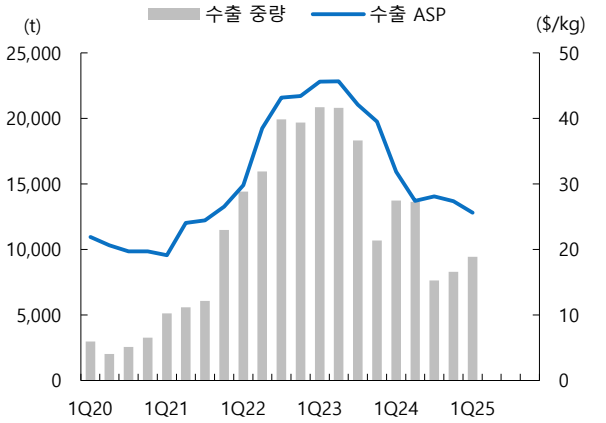
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



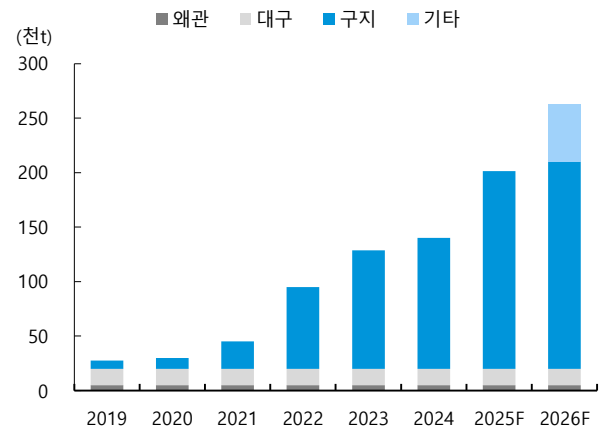
자료: KITA, iM증권 리서치본부
주: 1Q25 분기 환산 기준

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



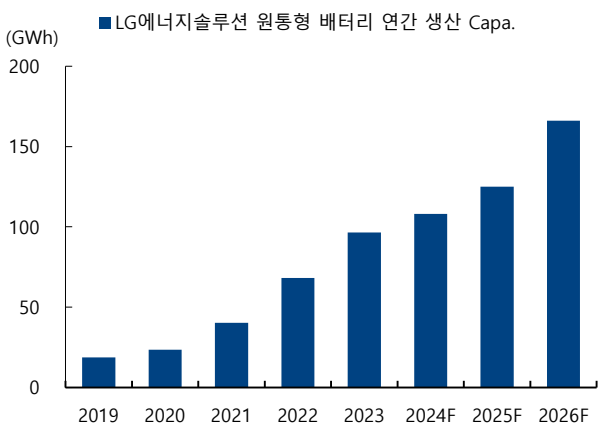
자료: KITA, iM증권 리서치본부
주: 1Q25 분기 환산 기준

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



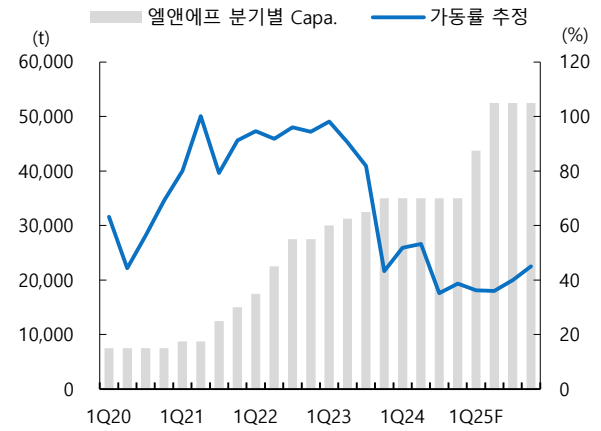
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

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



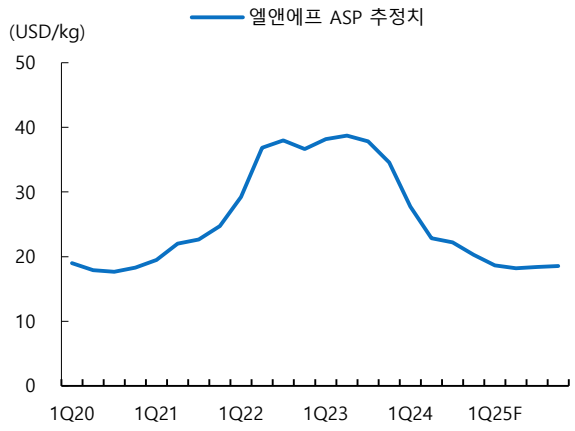
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. 엘엔에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘엔에프 양극재 ASP 추정치



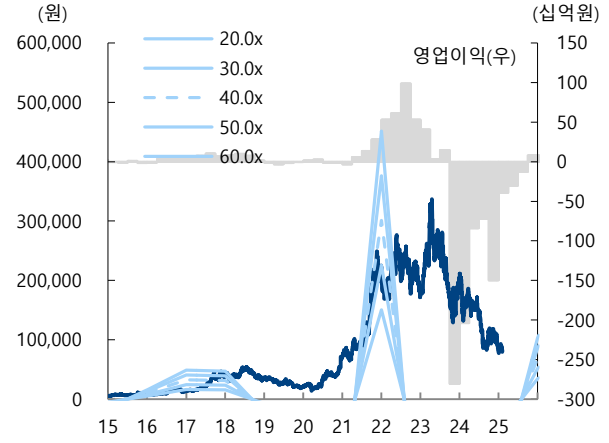
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	비고
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,372	-10,416	-1,781	2,481	4,533	지배주주순이익 기준
BPS(원)	17,799	35,530	30,268	19,660	17,800	20,201	24,655	
고점 P/E	-18.5	36.8	-24.1	-7.8	-33.2			최근 3년간 평균: -
평균 P/E	-35.3	28.5	-40.9	-12.9	-45.1			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-70.7	22.4	-62.7	-20.3	-52.4			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	12.5	7.8	11.1	10.8	5.2			최근 3년간 평균: 9.4
평균 P/B	6.3	6.0	7.3	6.8	4.5			최근 3년간 평균: 5.8
저점 P/B	3.3	4.7	4.3	4.1	3.3			최근 3년간 평균: 3.6
ROE	28.2%	-16.3%	-41.5%	-9.4%	13.0%	20.1%	23.8%	
적용 EPS				4,533				2027~2029년 북미/유럽 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균
Target P/E(배)				25.0				
적정 주가(원)				113,324				
목표 주가(원)				100,000				2027년 기준 P/E 22.1배, P/B 4.1배
전일 종가(원)				59,200				2027년 기준 P/E 13.1배, P/B 2.4배
상승 여력				68.9%				

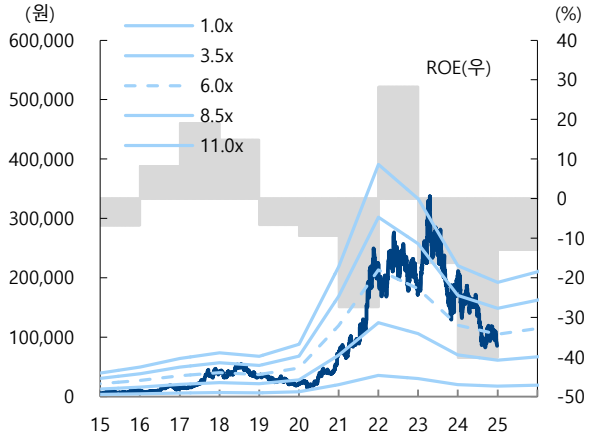
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,090	1,240	1,396	1,702
현금 및 현금성자산	280	580	312	288
단기금융자산	3	3	3	3
매출채권	215	161	255	313
재고자산	575	488	812	1,092
비유동자산	1,710	1,856	2,110	2,325
유형자산	1,260	1,432	1,604	1,774
무형자산	17	13	9	7
자산총계	2,800	3,096	3,506	4,027
유동부채	1,552	1,616	1,638	1,696
매입채무	78	69	122	172
단기차입금	813	813	813	813
유동성장기부채	453	464	459	461
비유동부채	524	825	1,125	1,425
사채	-	300	600	900
장기차입금	502	502	502	502
부채총계	2,076	2,440	2,763	3,121
지배주주지분	714	646	733	895
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	702	702	702	702
이익잉여금	-23	-87	3	167
기타자본항목	16	13	10	8
비지배주주지분	10	9	10	11
자본총계	723	655	743	906

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,907	1,964	3,284	4,897
증가율(%)	-58.9	3.0	67.2	49.1
매출원가	2,371	1,952	3,097	4,553
매출총이익	-463	13	187	345
판매비와관리비	95	87	87	113
연구개발비	36	24	51	69
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-559	-75	100	232
증가율(%)	적지	적지	흑전	131.8
영업이익률(%)	-29.3	-3.8	3.0	4.7
이자수익	6	16	8	8
이자비용	106	97	114	127
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	25	26	24	25
세전계속사업이익	-520	-86	114	208
법인세비용	-139	-21	23	42
세전계속이익률(%)	-27.2	-4.4	3.5	4.2
당기순이익	-381	-65	91	166
순이익률(%)	-20.0	-3.3	2.8	3.4
지배주주귀속 순이익	-378	-65	90	165
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	-384	-68	88	163
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	281	162	-318	-102
당기순이익	-381	-65	91	166
유형자산감가상각비	60	78	77	80
무형자산상각비	3	5	3	2
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-240	-287	-292	-290
유형자산의 처분(취득)	-208	-250	-250	-250
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-54	-46	-50	-48
재무활동 현금흐름	-20	188	171	180
단기금융부채의증감	14	12	-6	3
장기금융부채의증감	89	300	300	300
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	38	300	-267	-24
기초현금및현금성자산	241	280	580	312
기말현금및현금성자산	280	580	312	288

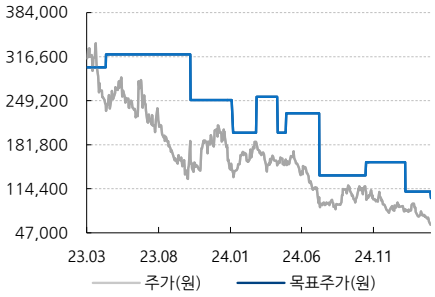
주요투자지표

주당지표(원)				
EPS	-10,416	-1,781	2,481	4,533
BPS	19,660	17,800	20,201	24,655
CFPS	-8,669	495	4,701	6,806
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER			23.9	13.1
PBR	4.1	3.3	2.9	2.4
PCR	-9.3	119.6	12.6	8.7
EV/EBITDA	-	458.6	23.3	14.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-41.7	-9.5	13.1	20.2
EBITDA이익률	-26.0	0.4	5.5	6.4
부채비율	287.1	372.4	371.7	344.5
순부채비율	205.4	228.5	277.0	263.3
매출채권회전율(x)	5.9	10.5	15.8	17.2
재고자산회전율(x)	2.2	3.7	5.1	5.1

자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

엘앤에프 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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%