

엘앤에프(066970)

Tesla향 차세대 2170, 4680 배터리의 수혜

4Q24 원재료 가격 하락세에 따른 손실 확대로 대규모 적자 발생

동사의 4Q24 실적은 매출액 3,653억원(-44% YoY, +4% QoQ), 영업이익 -1,498억원(적자지속 YoY/QoQ)으로 시장기대치(매출액 3,598억원, 영업이익 -1,023억원)를 크게 하회했다. 4Q24 양극재 출하량은 고객사 재고 조정 영향으로 3분기에 바닥을 찍은 이후 약 11% 증가했다. 제품별로 살펴보면 NCM523 출하량은 유럽향 EV 물량 회복세에도 불구하고 ESS 시장이 LFP 배터리 중심으로 전환되면서 전분기 대비 약 10% 감소했지만 Tesla향 원통형 배터리에 적용되는 NCMA90 출하량이 전분기 대비 약 12% 증가했다. 다만 판가는 주요 원재료 가격 반영으로 인해 전분기 대비 약 5% 하락했다. 영업이익은 높은 원가가 반영된 NCM523 제품 판매 손실 증가, 낮은 가동률에 따른 고정비 부담, 재고자산평가손실(약 476억원) 반영 등으로 인해 대규모 적자가 발생했다.

점진적인 물량 증가와 원재료 가격 안정세로 하반기 흑자전환 전망

최근 언론에 따르면 LG에너지솔루션은 Tesla의 부분 변경 신차인 모델Y 주니퍼 롱레인저 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. 2025년 연평균 양극재 판가는 1Q25 이후 추가로 하락하지 않는다고 가정하더라도 전년 대비 달러 기준 약 20%, 원화 기준 약 15% 낮아질 것으로 예측된다. 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 투자 의견 유지하나 목표주가 110,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나, 목표주가는 110,000원으로 하향한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 2027~2029년 전세계, 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배를 적용해 산출했다. 여전히 북미, 유럽 전기차 수요에 대한 불확실성이 크지만 트럼프 대통령 공식 취임 이후 국내 배터리 시장의 최대 우려였던 미국 전기차 정책 변화 방향성은 일정 부분 시장에 노출되었다. 특히 높은 가격 경쟁력과 선도적인 자율주행기술을 바탕으로 전세계 전기차 시장을 이끌어갈 것으로 기대되는 Tesla향 매출 비중이 높다는 것은 이제 더 이상 약점이 아닌 강점이 되어가고 있다. 향후 고객사 다변화, LFP 제품 포트폴리오 확장 등을 통해 추가 성장성까지 확보할 경우 국내 양극재 업체들 중 가장 안정적인 실적 성장세를 나타낼 것으로 기대된다. 현 주가는 2026, 2027년 예상 실적 기준 P/E이 각각 48.3배, 18.8배 수준으로 중장기적인 관점에서 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높다. 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(하향)
증가(2025.02.05)	83,100원
상승여력	32.4%

Stock Indicator	
자본금	18십억원
발행주식수	3,630만주
시가총액	3,016십억원
외국인지분율	21.2%
52주 주가	77,500~186,300원
60일평균거래량	337,130주
60일평균거래대금	33.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	-27.7	-18.1	-37.2
상대수익률	-4.1	-25.6	-17.6	-34.6

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,644	1,907	1,965	3,285
영업이익(십억원)	-222	-510	-75	100
순이익(십억원)	-194	-366	-88	62
EPS(원)	-5,372	-10,094	-2,436	1,721
BPS(원)	30,268	20,023	17,476	19,087
PER(배)				48.3
PBR(배)		4.2	4.8	4.4
ROE(%)	-16.4	-40.2	-13.0	9.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	-	25.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

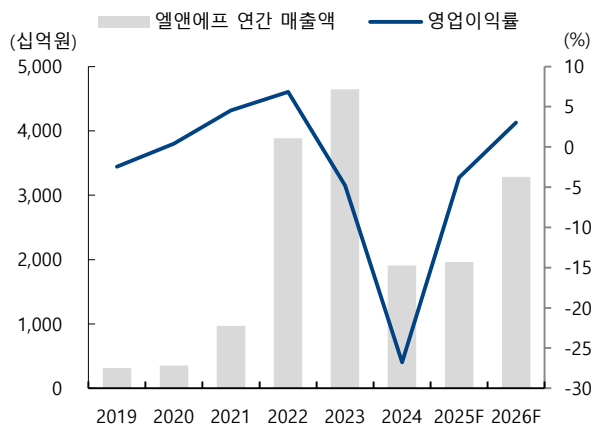
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	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	1,965	3,285
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	482	406	462	519	565	2,324	1,953	3,099
매출원가율	129%	111%	115%	132%	105%	102%	98%	95%	122%	103%	101%
매출총이익	-184	-61	-54	-117	-19	-8	8	32	-416	13	187
매출총이익률	-29%	-11%	-15%	-32%	-5%	-2%	2%	5%	-22%	-3%	-1%
판매비 및 관리비	20	23	18	33	20	22	22	23	94	87	87
판관비율	3%	4%	5%	9%	5%	5%	4%	4%	5%	4%	4%
영업이익	-204	-84	-72	-150	-39	-30	-13	8	-510	-75	100
영업이익률	-32%	-15%	-21%	-41%	-10%	-7%	-2%	1%	-27%	-4%	3%
YoY 증감률	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
세전이익	-149	-100	-123	-109	-47	-41	-24	-3	-480	-115	77
당기순이익	-112	-74	-77	-104	-42	-34	-17	4	-368	-89	63
당기순이익률	-18%	-13%	-22%	-29%	-11%	-8%	-3%	1%	-19%	-5%	2%
YoY 증감률	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
QoQ 증감률	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			

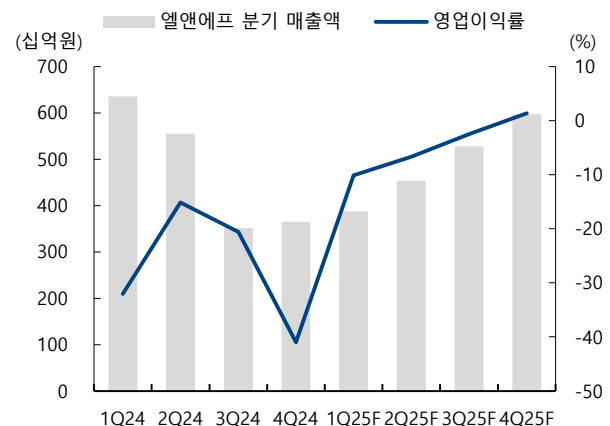
자료: 엘앤에프, iM증권

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



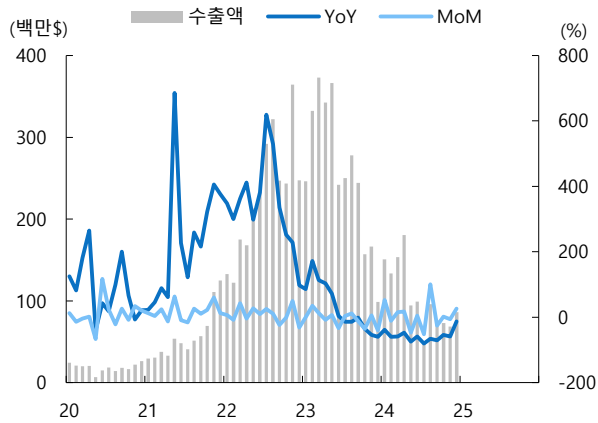
자료: 엘앤에프, iM증권

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



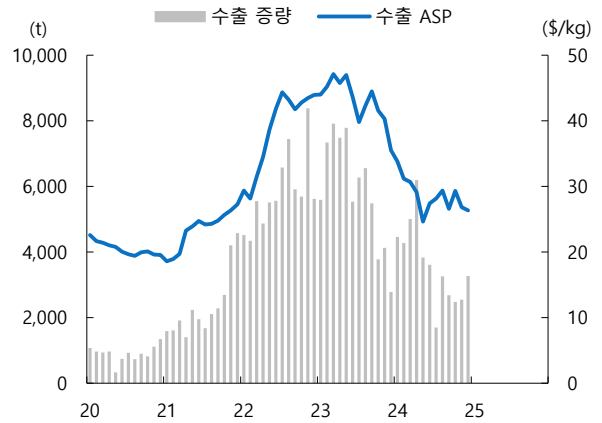
자료: 엘앤에프, iM증권

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



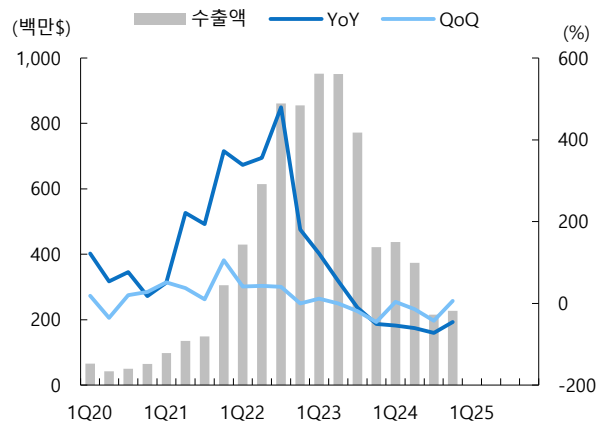
자료: KITA, iM증권

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



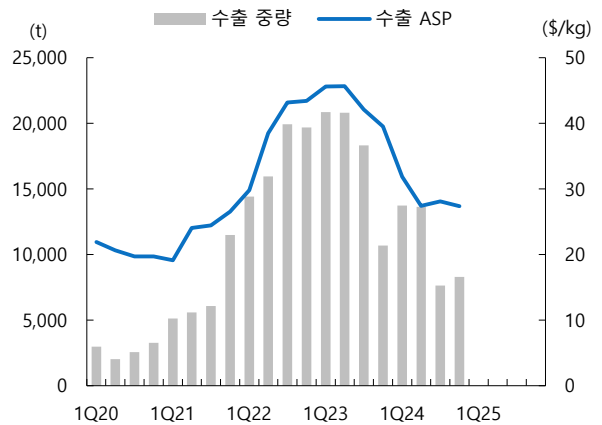
자료: KITA, iM증권

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



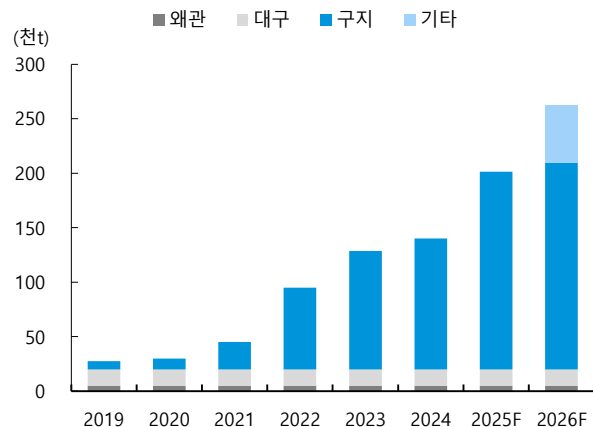
자료: KITA, iM증권

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



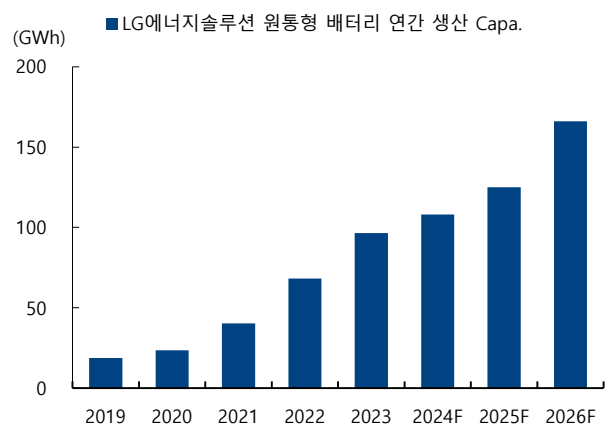
자료: SNEResearch, iM증권

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



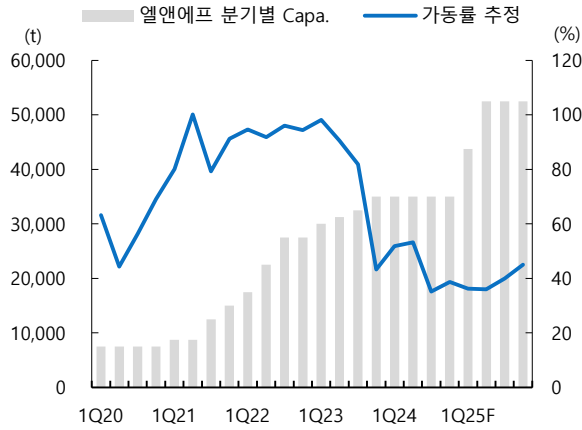
자료: 엘앤에프, iM증권

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



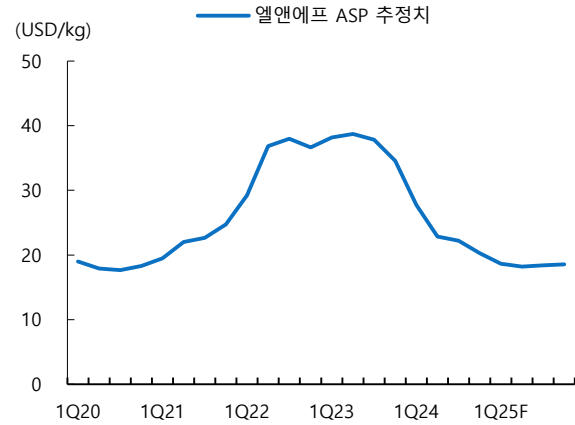
자료: LG에너지솔루션, iM증권

그림9. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권

그림10. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



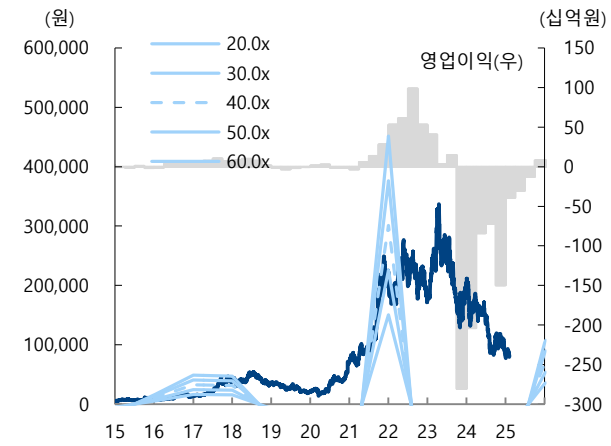
자료: iM증권

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	비고
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,372	-10,094	-2,436	1,721	4,414	지배주주순이익 기준
BPS(원)	17,799	35,530	30,268	20,023	17,476	19,087	23,391	
고점 P/E	-18.5	36.8	-24.1	-8.0	-31.8			
평균 P/E	-35.3	28.5	-40.9	-13.3	-35.0			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-70.7	22.4	-62.7	-21.0	-38.3			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	12.5	7.8	11.1	10.6	5.3			최근 3년간 평균: 9.4
평균 P/B	6.3	6.0	7.3	6.7	4.9			최근 3년간 평균: 5.9
저점 P/B	3.3	4.7	4.3	4.0	4.4			최근 3년간 평균: 3.7
ROE	-27.0%	28.2%	-16.3%	-39.8%	-12.8%	9.3%	20.5%	
적용 EPS				4,414				2027~2029년 북미/유럽 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균
Target P/E(배)				25.0				
적정 추가(원)				110,362				
목표 추가(원)				110,000				2027년 기준 P/E 24.9배, P/B 4.7배
전일 증가(원)				83,100				2027년 기준 P/E 18.8배, P/B 3.6배
상승 여력				32.4%				

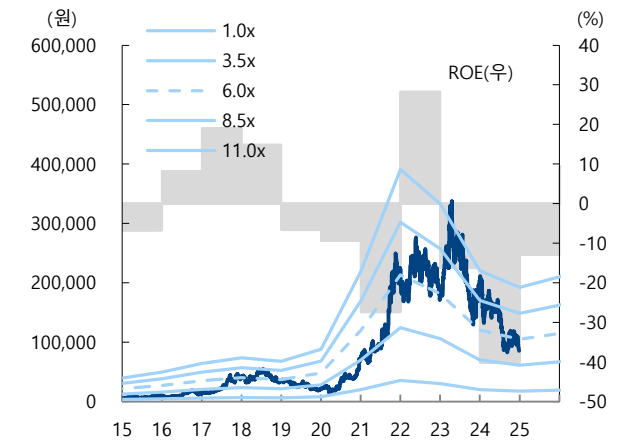
자료: 엘앤에프, iM증권

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권

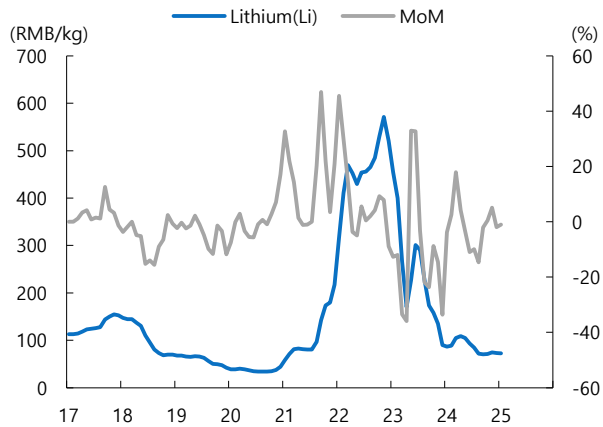
그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권

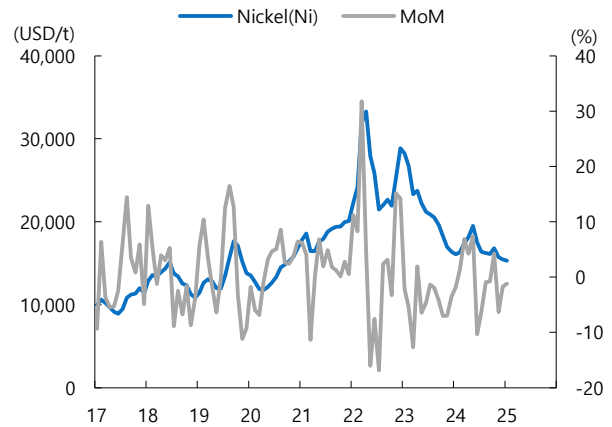
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림13. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



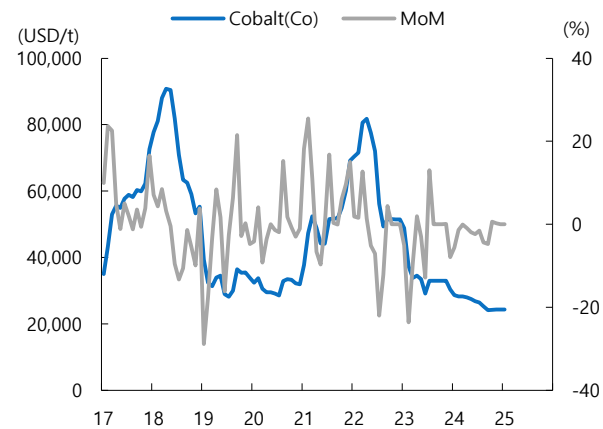
자료: 한국자원정보서비스, iM증권

그림14. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



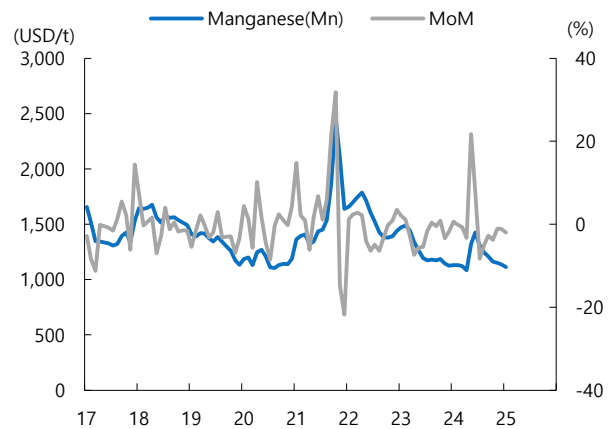
자료: 한국자원정보서비스, iM증권

그림15. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



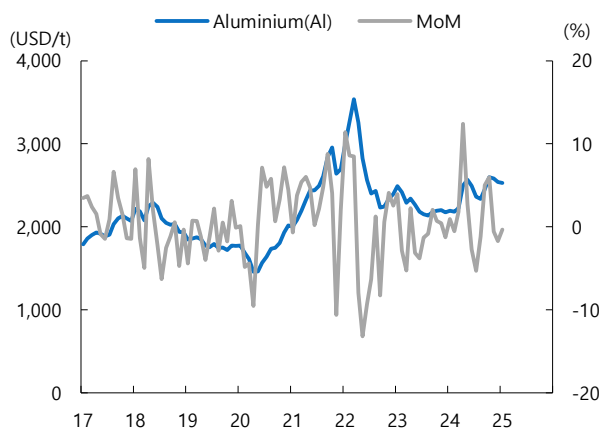
자료: 한국자원정보서비스, iM증권

그림16. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



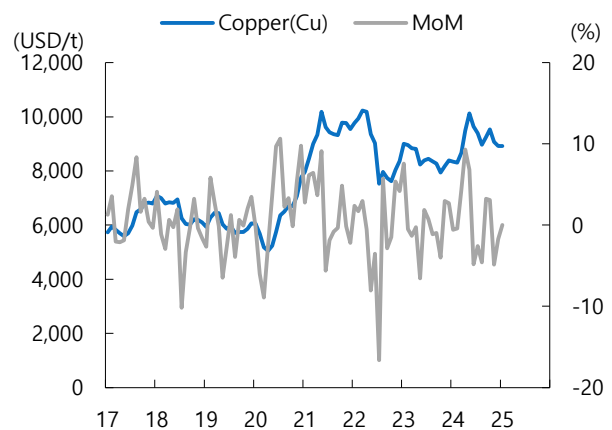
자료: 한국자원정보서비스, iM증권

그림17. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권

그림18. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

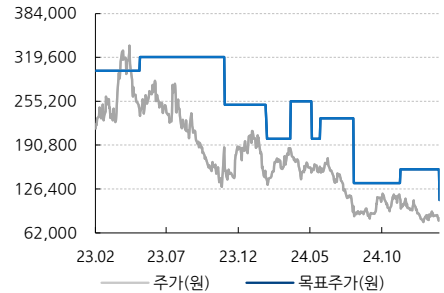
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,969	1,703	1,563	1,798	매출액	4,644	1,907	1,965	3,285
현금 및 현금성자산	241	789	841	661	증가율(%)	19.5	-58.9	3.0	67.2
단기금융자산	19	20	19	21	매출원가	4,784	2,324	1,953	3,099
매출채권	427	228	166	268	매출총이익	-140	-416	13	187
재고자산	1,163	486	447	713	판매비와관리비	83	94	87	87
비유동자산	1,382	1,576	1,879	2,123	연구개발비	28	14	13	23
유형자산	1,120	1,305	1,484	1,660	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	9	7	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,351	3,279	3,442	3,921	영업이익	-222	-510	-75	100
유동부채	1,747	1,746	1,702	1,821	증가율(%)	적전	적지	적지	흑전
매입채무	143	172	116	239	영업이익률(%)	-4.8	-26.7	-3.8	3.0
단기차입금	718	718	718	718	이자수익	9	26	28	22
유동성장기부채	87	73	80	77	이자비용	79	84	91	95
비유동부채	494	794	1,095	1,395	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	300	600	900	기타영업외손익	-16	37	-7	9
장기차입금	466	466	466	466	세전계속사업이익	-296	-480	-115	77
부채총계	2,241	2,540	2,796	3,217	법인세비용	-101	-113	-27	14
지배주주지분	1,097	727	634	693	세전계속이익률(%)	-6.4	-25.2	-5.9	2.3
자본금	18	18	18	18	당기순이익	-195	-368	-89	63
자본잉여금	704	704	704	704	순이익률(%)	-4.2	-19.3	-4.5	1.9
이익잉여금	358	-9	-97	-34	지배주주귀속 순이익	-194	-366	-88	62
기타자본항목	17	13	9	5	기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	13	12	11	12	총포괄이익	-199	-372	-93	59
자본총계	1,110	738	646	704	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-375	498	110	-174	주당지표 (원)				
당기순이익	-195	-368	-89	63	EPS	-5,372	-10,094	-2,436	1,721
유형자산감가상각비	44	65	71	74	BPS	30,268	20,023	17,476	19,087
무형자산상각비	2	3	2	2	CFPS	-4,087	-8,235	-410	3,798
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-561	-290	-317	-305	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-482	-250	-250	-250	PER				48.3
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR		4.2	4.8	4.4
금융상품의 증감	-127	-69	-98	-84	PCR		-10.1	-202.7	21.9
재무활동 현금흐름	1,050	293	314	303	EV/EBITDA	-	-	-	25.6
단기금융부채의증감	257	-14	7	-3	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	796	300	300	300	ROE	-16.4	-40.2	-13.0	9.4
자본의증감	8	0	-	-	EBITDA이익률	-3.8	-23.2	-0.1	5.3
배당금지급	-17	-	-	-	부채비율	201.9	344.0	433.0	456.6
현금및현금성자산의증감	121	548	52	-179	순부채비율	91.1	101.3	155.5	209.9
기초현금및현금성자산	120	241	789	841	매출채권회전율(x)	7.6	5.8	10.0	15.1
기말현금및현금성자산	241	789	841	661	재고자산회전율(x)	3.9	2.3	4.2	5.7

자료 : 엘앤에프, iM증권 리서치본부

엘앤에프 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	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		



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-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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%