

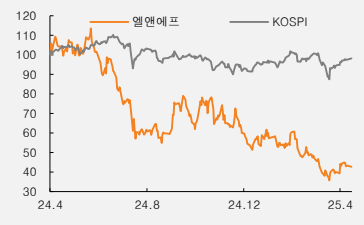
# 엘앤에프

## 초도 물량 독점적 지위. LFP 모멘텀에 주목

Equity Research  
2025.5.8

투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(하향)	▼ <b>90,000원</b>
현재주가(25/5/7)	64,400원
상승여력	39.8%

영업이익(25F,십억원)	-173
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-155
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.6
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSPI	2,573.80
시가총액(십억원)	2,339
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	68.8
외국인 보유비중(%)	16.3
베타(12M) 일간수익률	2.04
52주 최저가(원)	54,000
52주 최고가(원)	171,600
(%)	1M 6M 12M
절대주가	12.8 -39.2 -59.1
상대주가	2.0 -39.5 -56.6



[디스플레이/배터리]

**김철중**  
chuljoong.kim@miraeeasset.com

**강민희**  
minhui.kang@miraeeasset.com

### 데이터를 확인하며 매수 대응 유효

엘앤에프의 목표주가를 9만원으로 하향 조정한다(기존 13만원). 26년 예상 EPS를 -32% 하향 조정하였다. 단 현 주가에서 매수 대응이 유효할 것으로 판단하는데, 이는 1) 2분기부터 출하량 회복이 본격화될 것으로 판단하며, 특히 신규 제품인 NCMA 95에 점유율 측면에서 기존 예상대비 독점적 지위가 연중 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 2) 손익단 악영향을 주던 재고평가손실도 상반기 중 마무리될 것으로 판단한다. 3) 자금 조달에 대한 시장 우려가 높으나, 이는 국내 배터리사와의 LFP 사업 확장을 위한 영역으로 중장기 성장 측면에서 긍정적 접근이 유효하다.

섹터 전반적인 정책 불확실성 지속과 조달 이슈로 인한 단기 주가 변동은 가능하나, 1) 2분기 중 최종 고객사의 신규 제품(모델 Y) 글로벌 판매 추이와 2) 동사의 수출 데이터, 3) LFP를 포함한 신규 수주 모멘텀을 확인하며 점진적 분할 매수 대응이 유효할 것으로 판단한다. 양극재 업체 중 탑픽 의견을 유지한다.

### 2Q25 출하량 회복 본격화. 연중 신규 제품 독점적 지위 유지 전망

엘앤에프의 1Q25 매출액은 3,650억원(Flat QoQ), 영업이익은 -1,403억원(적자지속 QoQ)을 기록하였다. 고가 재고 부담이 지속되며 1Q25 재고평가손실은 747억원을 인식하였다. NCMA 90의 출하량은 +18% QoQ 증가하였으나, NCM 523(-13% QoQ)의 출하량 부진이 지속되었다. 엘앤에프의 2Q25 매출액은 5,514억원(+51% QoQ), 영업이익은 -445억원(적자지속 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. LGES-Tesla향 NCMA 95 제품 출하가 본격화되며 출하량이 전분기 대비 +60% 증가할 것으로 판단한다. 동사는 최근 컨퍼런스 콜을 통하여 연간 출하량 가이드를 +40%(기존 30%)로 상향 조정하였는데, 이는 신규 NCMA 95 제품의 경쟁사 진입 시점이 지연된 영향으로 판단한다. 엘앤에프의 연간 매출액은 2.3조원(+22% YoY), 영업이익은 -1,734억원(적자지속 YoY)으로 예상된다. 재고평가손실이 제거될 것으로 판단되는 3Q25부터 영업단 흑자전환이 가능할 것으로 판단한다.

신규 수주가 예상대비 다소 지연되고 있으나, 1) LFP 신규 수주, 2) 일본 신규 고객사향 수주(제품 테스트 중), 3) 기존 고객사(LGES 및 북미 OEM) 향 롤오버 관련 수주 논의는 지속되고 있는 것으로 파악한다. 양극재 업체 중 탑픽 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,887	4,644	1,907	2,320	3,604
영업이익 (십억원)	266	-222	-559	-173	153
영업이익률 (%)	6.8	-4.8	-29.3	-7.5	4.2
순이익 (십억원)	270	-194	-378	-166	92
EPS (원)	7,526	-5,372	-10,416	-4,561	2,533
ROE (%)	28.3	-16.4	-41.7	-26.3	15.5
P/E (배)	23.1	-	-	-	25.4
P/B (배)	4.9	6.7	4.1	4.2	3.6
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엘앤에프 Valuation Table

		비고
26년 예상 EPS (원)	2,538	-26년 예상 EPS -32% 하향 조정
Target P/E (x)	35	
목표주가 (원)	90,000	
현재주가 (원)	64,400	
상승여력 (%)	39.8	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

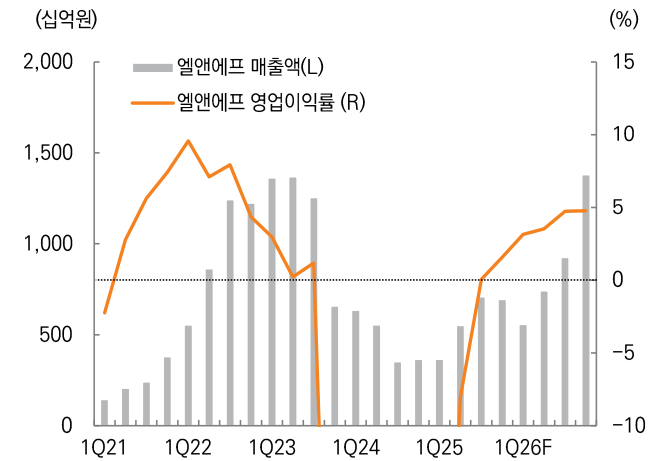
(십억원, %)

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2026F	2026F
매출액	364.8	551.4	708.9	694.7	556.9	741.9	925.1	1,380.3	1,907.3	2,319.9	3,604.3
영업이익	-140.3	-44.5	0.4	11.0	17.5	26.2	43.9	65.9	-558.8	-173.4	153.5
세전이익	-145.5	-56.1	-11.6	-1.2	6.3	15.0	31.9	55.0	-519.5	-214.3	108.2
당기순이익	-110.5	-44.9	-9.3	-0.9	5.3	12.8	27.1	46.8	-377.9	-165.6	92.0
영업이익률	-38.4	-8.1	0.1	1.6	3.1	3.5	4.7	4.8	-29.3	-7.5	4.3
세전이익률	-39.9	-10.2	-1.6	-0.2	1.1	2.0	3.4	4.0	-27.2	-9.2	3.0
순이익률	-30.3	-8.1	-1.3	-0.1	1.0	1.7	2.9	3.4	-19.8	-7.1	2.6
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-0.1	51.1	28.6	-2.0	-19.8	33.2	24.7	49.2	-58.9	21.6	55.4
영업이익	적지	적지	흑전	2,337.7	59.7	49.8	67.5	50.0	적지	적지	흑전
세전이익	적지	적지	적지	적지	흑전	139.0	112.4	72.5	적지	적지	흑전
당기순이익	적지	적지	적지	적지	흑전	139.0	112.4	72.5	적지	적지	흑전

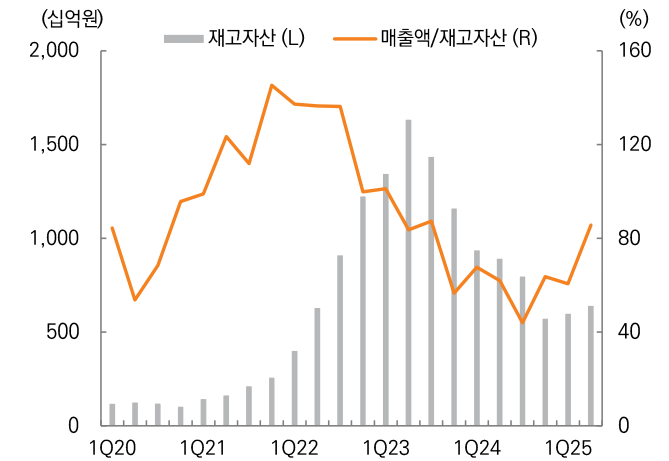
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

그림 2. 엘앤에프 매출액/재고자산 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>4,644</b>	<b>1,907</b>	<b>2,320</b>	<b>3,604</b>
매출원가	4,784	2,371	2,403	3,348
매출총이익	-140	-464	-83	256
판매비와관리비	83	95	90	103
조정영업이익	-222	-559	-173	153
영업이익	-222	-559	-173	153
비영업손익	-74	39	-41	-45
금융손익	-70	-101	-71	-59
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-296	-520	-214	108
계속사업법인세비용	-101	-139	-49	16
계속사업이익	-195	-381	-166	92
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-195</b>	<b>-381</b>	<b>-166</b>	<b>92</b>
지배주주	-194	-378	-166	92
비지배주주	-1	-3	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-199</b>	<b>-384</b>	<b>-166</b>	<b>92</b>
지배주주	-198	-381	-164	91
비지배주주	-1	-3	-2	1
EBITDA	-176	-495	-105	234
FCF	-857	73	-129	-250
EBITDA 마진율 (%)	-3.8	-26.0	-4.5	6.5
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-7.5	4.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	-19.8	-7.2	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>1,969</b>	<b>1,090</b>	<b>1,192</b>	<b>1,559</b>
현금 및 현금성자산	241	280	156	56
매출채권 및 기타채권	426	214	373	696
재고자산	1,163	575	662	806
기타유동자산	139	21	1	1
<b>비유동자산</b>	<b>1,382</b>	<b>1,710</b>	<b>1,641</b>	<b>1,761</b>
관계기업투자등	88	136	136	136
유형자산	1,120	1,260	1,194	1,316
무형자산	12	17	14	12
<b>자산총계</b>	<b>3,351</b>	<b>2,800</b>	<b>2,833</b>	<b>3,320</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,747</b>	<b>1,552</b>	<b>1,747</b>	<b>1,982</b>
매입채무 및 기타채무	182	192	365	555
단기금융부채	1,543	1,336	1,336	1,336
기타유동부채	22	24	46	91
<b>비유동부채</b>	<b>494</b>	<b>524</b>	<b>529</b>	<b>688</b>
장기금융부채	491	519	519	669
기타비유동부채	3	5	10	19
<b>부채총계</b>	<b>2,241</b>	<b>2,076</b>	<b>2,276</b>	<b>2,670</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,097</b>	<b>713</b>	<b>548</b>	<b>640</b>
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	702	702
이익잉여금	358	-23	-188	-96
<b>비지배주주지분</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,110</b>	<b>723</b>	<b>558</b>	<b>650</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-375</b>	<b>281</b>	<b>-129</b>	<b>-50</b>
당기순이익	-195	-381	-166	92
비현금수익비용가감	15	-77	91	156
유형자산감가상각비	44	60	66	78
무형자산상각비	2	3	3	2
기타	-31	-140	22	76
영업활동으로인한자산및부채의변동	-24	776	-32	-222
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	370	209	-128	-304
재고자산 감소(증가)	64	589	-88	-144
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-448	-88	71	147
법인세납부	-121	0	49	-16
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-561</b>	<b>-240</b>	<b>6</b>	<b>-200</b>
유형자산처분(취득)	-482	-208	0	-200
무형자산감소(증가)	-4	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-16	12	6	0
기타투자활동	-59	-42	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,050</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>150</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	1,056	-179	0	150
자본의 증가(감소)	39	-2	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0
기타재무활동	-28	161	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>121</b>	<b>38</b>	<b>-123</b>	<b>-100</b>
기초현금	120	241	280	156
기말현금	241	280	156	56

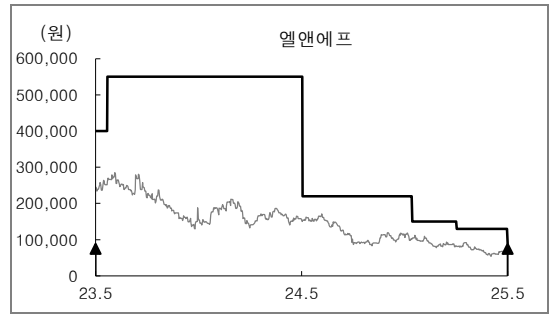
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	-	25.4
P/CF (x)	-	-	-	9.4
P/B (x)	6.7	4.1	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	-	-	-	18.4
EPS (원)	-5,372	-10,416	-4,561	2,533
CFPS (원)	-4,978	-12,602	-2,054	6,825
BPS (원)	30,468	19,859	15,288	17,821
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	19.5	-58.9	21.6	55.4
EBITDA증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
EPS증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	7.6	6.3	9.5	7.8
재고자산 회전율 (회)	3.9	2.2	3.8	4.9
매입채무 회전율 (회)	12.9	21.4	21.2	15.1
ROA (%)	-6.1	-12.4	-5.9	3.0
ROE (%)	-16.4	-41.7	-26.3	15.5
ROIC (%)	-6.2	-18.2	-7.2	6.5
부채비율 (%)	201.9	287.1	408.0	411.0
유동비율 (%)	112.7	70.2	68.2	78.7
순차입금/자기자본 (%)	159.9	217.0	304.6	300.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.8	-5.3	-2.3	2.5

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2025.05.08	매수	90,000	-	-
2025.02.07	매수	130,000	-45.48	-29.46
2024.11.20	매수	150,000	-38.65	-25.20
2024.05.10	매수	220,000	-45.39	-22.00
2023.05.30	매수	550,000	-65.52	-48.18
2023.05.16	1년 경과 이후	400,000	-36.59	-34.00
2022.05.16	매수	400,000	-42.56	-15.75



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

\* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 와(과) 주식 등 자본증권의 모집,매출의 주선 또는 인수계약을 체결하여 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 의 변경상장, 주식 또는 DR의 외국 유가증권시장 상장 등의 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.