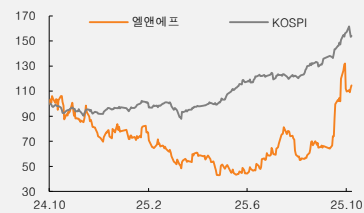


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 180,000원
현재주가(25/11/6)	127,700원
상승여력	41.0%

영업이익(25F,십억원)	-217
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-231
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	14.2
KOSPI	4,026.45
시가총액(십억원)	4,638
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	14.9
베타(12M) 일간수익률	2.18
52주 최저가(원)	47,800
52주 최고가(원)	147,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	73.0	95.0	11.0
상대주가	52.5	23.9	-29.3



[디스플레이/배터리]

김철중
chuljoong.kim@miraeeasset.com

엘앤에프

미국 EV 노출도 없고, ESS 성장은 명확

목표주가 18만원으로 상향 조정(기존 11만원)

엘앤에프의 목표주가를 18만원으로 상향 조정하며, 2차전지 소재 내 탑픽 의견을 유지한다. 산업 수요 성장률이 상이한 EV와 ESS 부분 사업가치를 구분하는 것이 합리적이라고 판단하며, 목표주가 산정 방식을 SOTP로 변경하였다. EV 하이니켈 양극재 사업가치 5.0조원, ESS LFP 양극재 사업가치를 1.6조원으로 책정하였다.

BW 물량 상장에 따른 단기 주가 조정 시 매수 전략을 제시한다. 1) 사실 상 북미 EV 노출도가 없어 안정적인 실적 흐름일 지속될 것으로 판단하며, 2) 북미 ESS LFP에 대한 선제 투자 효과로 인한 실적 기여가 가장 빠르게 반영될 업체라고 판단한다. 최근의 주가 상승에도 주요 경쟁사와의 시가총액 및 밸류에이션 갭은 여전히 존재하는 상황이라고 판단한다. 2차전지 소재 내 탑픽 의견을 유지한다.

미국 EV 수요 둔화에서 자유로운 업체

섹터 전반적으로 북미 ESS 성장성에 초점이 맞춰져 있으나, 단기나 26년 실적 방향성 상 북미 EV 수요 둔화로 인한 리스크는 잔존하는 상황이다. 동사는 국내 2차전지 업체 중 유일하게 북미 EV에 대한 리스크가 제한적인 업체이다. Tesla의 미국 EV 판매는 파나소닉이 100% 점유하고 있는 바, 보조금 축소로 Tesla 미국 EV 수요 감소에 따른 동사의 실적 하향 조정 리스크는 제한적이다. 동사가 공급 중인 유럽/중국/기타 시장의 경우, 1) 보조금 재개(유럽), 2) 신차 출시(중국, Model YL, Model Y/3+ 등)로 인해 긍정적인 수요 방향성이 지속될 것으로 판단한다. 실제로 LG에너지솔루션의 EV 배터리 4Q25 출하량은 -20% QoQ 이상 하락할 것으로 전망되는 반면, Tesla 향 원통형 배터리의 경우 +15% QoQ 증가할 것으로 판단한다.

ESS 용 LFP 가치 평가 시작

동사의 ESS 용 LFP 사업가치를 1.6조원으로 책정하였다. 7월 초 OBBBA 법안 발표 이후, 1) 북미 ESS 전방 수요 증가, 2) MACR 조건 신설로, 한국 배터리 셀에 대한 고객사들의 니즈 증가 및 MACR 비중 조건 충족을 위한 원가 비중 높은 소재의 탈 중국 니즈가 높아지고 있는 것으로 판단한다. ESS 용 LFP 양극재 잠재적 경쟁사들의 투자 시계열 감안 시, 동사는 1년 이상 빠르다고 판단한다. 현 시점에서 당사 커버리지 2차전지 소재 업체 중 향후 2개년 ESS 관련 실적 추정이 가능한 업체 (CAPA 및 고객 확보)라고 판단한다. 2차전지 소재 내 탑픽 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	4,644	1,907	2,226	3,081	4,175
영업이익 (십억원)	-222	-559	-217	151	214
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-9.7	4.9	5.1
순이익 (십억원)	-194	-378	-303	73	143
EPS (원)	-5,372	-10,416	-8,357	1,999	3,939
ROE (%)	-16.4	-41.7	-54.1	16.3	25.9
P/E (배)	-	-	-	63.9	32.4
P/B (배)	6.7	4.1	11.2	9.5	7.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 엘앤에프 목표주가 산출: SOTP 방식으로 변경

구분		사업가치	비고
양극재(십억원)	EV(기준) ESS(LFP)	5,005 1,607	27년 예상 실적에 Target P/E 35배 적용 28년 LFP 예상 실적에 Target P/E 70배 적용
적정시가총액(십억원)		6,612	
주식수(천주)		36,416	
목표주가(원)		180,000	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

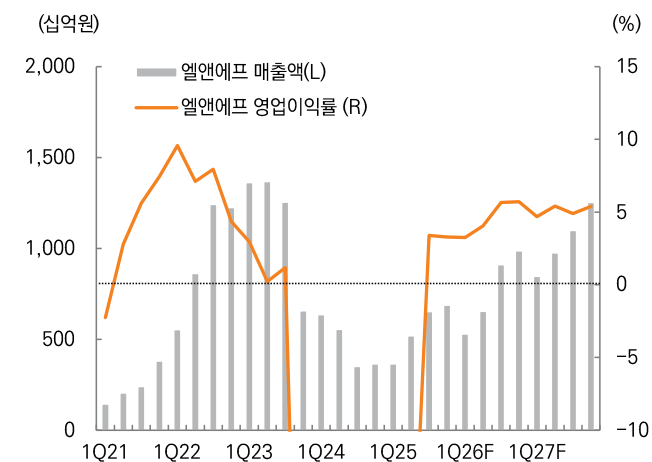
(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	364.8	520.1	652.3	688.6	529.2	654.4	910.0	987.1	2,225.8	3,080.7	4,175.1
영업이익	-140.3	-121.1	22.1	22.7	17.2	26.4	51.5	56.4	-216.6	151.4	213.7
세전이익	-145.4	-145.2	-101.6	46.0	0.3	10.5	35.6	39.5	-346.3	85.9	170.0
당기순이익	-110.9	-111.9	-117.2	36.6	0.3	8.9	30.1	33.3	-303.5	72.6	143.1
영업이익률	-38.4	-23.3	3.4	3.3	3.2	4.0	5.7	5.7	-9.7	4.9	5.1
세전이익률	-39.9	-27.9	-15.6	6.7	0.1	1.6	3.9	4.0	-15.6	2.8	4.1
순이익률	-30.4	-21.5	-18.0	5.3	0.1	1.4	3.3	3.4	-13.6	2.4	3.4
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-0.1	42.6	25.4	5.6	-23.2	23.7	39.1	8.5	16.7	38.4	35.5
영업이익	적지	적지	흑전	2.5	-24.3	54.1	94.7	9.6	적지	흑전	41.1
세전이익	적지	적지	적지	흑전	-99.3	3,222.5	239.1	10.8	적지	흑전	97.9
당기순이익	적지	적지	적지	흑전	-99.3	3,222.5	239.1	10.8	적지	흑전	97.1

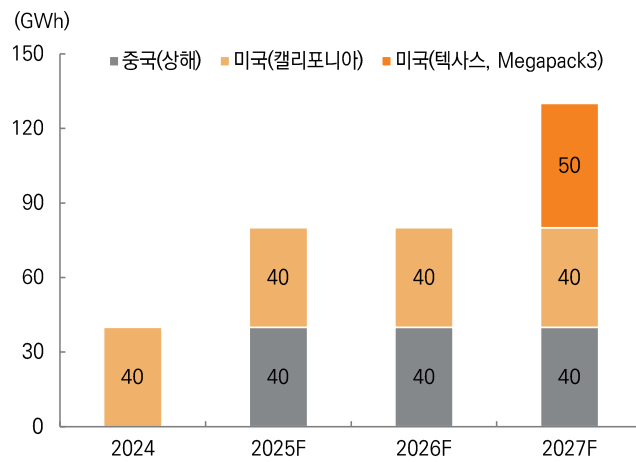
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

그림 2. Tesla ESS 지역 별 생산능력 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: Tesla, 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,907	2,226	3,081	4,175
매출원가	2,371	2,353	2,832	3,845
매출총이익	-464	-127	249	330
판매비와관리비	95	89	98	117
조정영업이익	-559	-217	151	214
영업이익	-559	-217	151	214
비영업손익	39	-129	-65	-44
금융손익	-101	0	-66	-64
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0
세전계속사업손익	-520	-346	86	170
계속사업법인세비용	-139	-41	13	26
계속사업이익	-381	-305	73	145
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-381	-305	73	145
지배주주	-378	-303	73	143
비지배주주	-3	-1	0	1
총포괄이익	-384	-305	73	145
지배주주	-381	-303	73	144
비지배주주	-3	-1	0	1
EBITDA	-495	-138	232	313
FCF	73	-345	-23	133
EBITDA 마진율 (%)	-26.0	-6.2	7.5	7.5
영업이익률 (%)	-29.3	-9.7	4.9	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-19.8	-13.6	2.4	3.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,090	1,240	1,424	1,815
현금 및 현금성자산	280	193	105	174
매출채권 및 기타채권	214	403	569	786
재고자산	575	639	746	852
기타유동자산	21	5	4	3
비유동자산	1,710	1,827	1,846	1,747
관계기업투자등	136	136	136	136
유형자산	1,260	1,305	1,327	1,229
무형자산	17	15	12	10
자산총계	2,800	3,066	3,270	3,562
유동부채	1,552	2,194	2,321	2,465
매입채무 및 기타채무	192	362	468	595
단기금융부채	1,336	1,788	1,788	1,788
기타유동부채	24	44	65	82
비유동부채	524	453	457	461
장기금융부채	519	443	443	443
기타비유동부채	5	10	14	18
부채총계	2,076	2,647	2,778	2,925
지배주주지분	713	408	481	624
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	702	225	225	225
이익잉여금	-23	151	224	367
비지배주주지분	10	11	11	13
자본총계	723	419	492	637

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	281	-225	77	133
당기순이익	-381	-305	73	145
비현금수익비용가감	-77	196	159	188
유형자산감가상각비	60	76	78	97
무형자산상각비	3	3	3	2
기타	-140	117	78	89
영업활동으로인한자산및부채의변동	776	-55	-142	-175
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	209	-399	-147	-194
재고자산 감소(증가)	589	-183	-106	-106
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-88	418	64	57
법인세납부	0	-25	-13	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-240	-134	-94	8
유형자산처분(취득)	-208	-120	-100	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	12	6	0	0
기타투자활동	-42	-20	6	8
재무활동으로 인한 현금흐름	-20	278	-71	-71
장단기금융부채의 증가(감소)	-179	375	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-477	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	161	380	-71	-71
현금의 증가	38	-86	-88	69
기초현금	241	280	193	105
기말현금	280	193	105	174

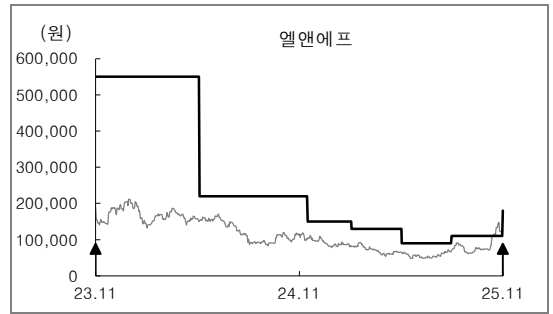
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	63.9	32.4
P/CF (x)	-	-	20.0	13.9
P/B (x)	4.1	11.2	9.5	7.3
EV/EBITDA (x)	-	-	29.2	21.4
EPS (원)	-10,416	-8,357	1,999	3,939
CFPS (원)	-12,602	-2,999	6,390	9,167
BPS (원)	19,859	11,443	13,441	17,381
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 (%)	-58.9	16.7	38.4	35.5
EBITDA증가율 (%)	적지	적지	흑전	34.8
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	41.1
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	97.1
매출채권 회전율 (회)	6.3	8.6	7.5	7.2
재고자산 회전율 (회)	2.2	3.7	4.4	5.2
매입채무 회전율 (회)	21.4	20.8	15.8	16.0
ROA (%)	-12.4	-10.4	2.3	4.2
ROE (%)	-41.7	-54.1	16.3	25.9
ROIC (%)	-18.2	-13.4	6.3	8.4
부채비율 (%)	287.1	631.8	564.5	459.6
유동비율 (%)	70.2	56.5	61.4	73.7
순차입금/자기자본 (%)	217.0	485.4	431.3	322.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.3	0.0	2.1	3.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2025.11.07	매수	180,000	-	-
2025.08.05	매수	110,000	-21.76	33.64
2025.05.08	매수	90,000	-37.57	-20.00
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 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.