



BUY(Maintain)

목표주가: 177,000원(상향)

주가(10/29): 147,000원

시가총액: 53,385억원

이차전지 Analyst 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/29)	4,081.15pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	147,000 원	47,800원	
최고/최저가 대비 등락율	0.0%	207.5%	
수익률	절대	상대	
	1M	101.6%	69.5%
	6M	120.4%	36.4%
	1Y	27.7%	-18.1%

Company Data

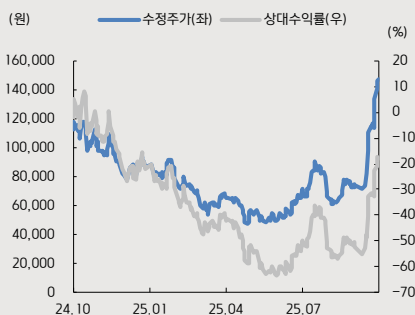
발행주식수	36,316 천주
일평균 거래량(3M)	686천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	16,578원
주요 주주	새로닉스 외 17인 23.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,193.3	3,070.8
영업이익	-222.3	-558.7	-229.2	98.3
EBITDA	-175.8	-495.3	-138.7	193.3
세전이익	-295.7	-519.5	-431.4	82.6
순이익	-194.9	-380.7	-311.8	65.7
지배주주지분순이익	-194.3	-377.9	-309.5	65.2
EPS(원)	-5,372	-10,416	-8,528	1,542
증감률(%)YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-38.0	-7.8	-17.2	95.3
PBR(배)	6.74	4.12	8.87	8.14
EV/EBITDA(배)	-51.0	-9.0	-48.9	35.8
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-10.5	3.2
ROE(%)	-16.4	-41.7	-43.8	8.9
순부채비율(%)	140.0	207.8	203.1	204.3

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엘앤에프 (066970)

분기 흑자전환 달성



3Q25 영업이익 221억원으로 시장 컨센서스 상회. 가동률 상승, 환입 효과 등으로 영업이익 흑자전환 달성. 실적 턴어라운드와 LFP 양극재 투자 감안 시 동사를 양극재 Top Pick으로 유지. 최근 이차전지 업종 내 주가 반등 나타나고 있으나, 4분기부터 미국 전기차 판매량 감소 예상 및 APEC 미중 정상회담 불확실성 감안 시 ESS 노출도가 높은 종목들 위주로 옥석가리기 필요하다고 판단. 투자의견 'BUY', 목표 주가는 17.7만원으로 상향 조정함.

>>> 3Q25 영업이익 221억원, 시장 컨센서스 상회

엘앤에프의 3Q25 실적은 매출액 6,523억원(+25%QoQ, +86%YoY), 영업이익 221억원(흑자전환 QoQ, 흑자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 78억원)를 상회했다. 메탈 가격 영향에 따른 ASP 하락에도 불구하고, NCM523 제품(+76%QoQ) 및 하이니켈 양극재(+33%QoQ) 출하량이 큰 폭으로 증가한 데 힘입어 매출은 전분기비 크게 성장했다. 특히 주요 고객사인 Tesla의 신규 모델 출시 효과로 기존 NCMA90 제품 위주에서 NCMA95 제품으로의 전환이 빠르게 이루어진 것이 증가 요인으로 파악된다(NCMA95 비중 1Q 10% → 3Q 80% 추정). 수익성의 경우 Ni 70% 제품 단종 등 일회성 비용(67억원 발생)에도 불구하고, 재고자산 평가 손실 환입 효과(234억원), 가동률 상승 및 환율 효과로 영업이익 흑자전환을 달성했다.

>>> 4Q25 영업이익 101억원(흑자전환 YoY) 전망

4Q25 실적은 매출액 6,561억원(+1%QoQ, +80%YoY), 영업이익 101억원(-54%QoQ, 흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다. NCM523 제품은 고객사 케미스트리 변화에 따른 재고 조정 영향 지속으로 출하량이 전분기비 감소할 것으로 보이나, 하이니켈 양극재 출하량은 4분기에도 유럽/중국 시장을 중심으로 견조한 흐름이 지속될 것으로 보인다. 수익성의 경우 판매량 증가에 따른 추가적인 가동률 상승으로 환입 효과를 제외해도 흑자 기조를 유지할 것으로 전망한다.

>>> LFP 양극재 투자 타임라인 발표, 양극재 Top Pick 유지

2025년 실적은 매출액 2조 1,933억원(+15%YoY), 영업이익 -2,292억원(적자 지속 YoY)으로 전망한다. 동사는 장기간 분기 적자 속 7개 분기 만에 흑자전환을 달성했으며, 올해 양극재 출하량은 +42%YoY를 기록할 것으로 전망한다. 동사를 주목하는 이유는, 1) 미국 노출도가 적어 EV 보조금 영향이 제한적일 것이며(대부분 유럽/중국 향), 2) ESS/EV용 LFP 양극재 투자(6만톤)를 발표하는 등 중저가 케미스트리로 저변 확대가 예상되며, 3) 실적이 최악의 구간을 지나갔다고 판단되기 때문이다. 올해 동사는 두 곳의 주요 배터리 제조사와 북미 LFP 양극재 공급을 위한 업무협약(MOU) 체결 후 현재 국내외 배터리 및 OEM과 쉘 테스트를 진행 중인 것으로 파악된다. 4분기부터 미국 전기차 판매 감소가 예상되는 바 현 시점에서는 ESS 노출도가 높은 업체들 중심으로 옥석가리기가 필요하다고 판단한다. 실적 추정치 상향 조정을 반영해 목표 주가는 177,000원으로 상향 조정하고, 투자의견은 'BUY'를 유지한다.

엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E
매출액	635.7	554.8	351.6	365.3	364.8	520.1	652.3	656.1
영업이익	-203.8	-84.2	-72.4	-198.2	-140.3	-121.2	22.1	10.1
영업이익률(%)	-32.1	-15.2	-20.6	-54.3	-38.4	-23.3	3.4	1.5
세전이익	-148.7	-99.6	-123.4	-147.8	-145.4	-145.2	-101.5	-39.2
순이익	-111.7	-74.4	-77.0	-117.7	-111.2	-112.6	-118.3	30.3
지배주주순이익	-111.5	-73.8	-76.1	-116.5	-110.9	-111.9	-118.2	31.5

자료: 키움증권 리서치센터

엘앤에프 목표주가 177,000원 제시

EPS(원)	2,470 원	27 년 EPS
Target PER(배)	71.8 배	에코프로비엠 27 년 P/E 대비 40% 할인
목표주가(원)	177,346 원	

자료: 키움증권 리서치센터

Tesla 분기별 판매 데이터(1Q22~3Q25)

(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25
기타 생산량 (Model S/X 등)	14,218	16,411	19,935	20,613	71,177	19,437	19,489	13,688	18,212	70,826	20,995	24,255	26,128	22,727	94,105	17,161	13,409	11,624
Model 3/Y 생산량	291,189	242,169	345,988	419,088	1,298,434	421,371	460,211	416,800	476,777	1,775,159	412,376	386,576	443,668	436,718	1,679,338	345,454	396,835	435,826
전체 생산량	305,407	258,580	365,923	439,701	1,369,611	440,808	479,700	430,488	494,989	1,845,985	433,371	410,831	469,796	459,445	1,773,443	362,615	410,244	447,450
기타 인도량 (Model S/X 등)	14,724	16,162	18,672	17,147	66,705	10,695	19,225	15,985	22,969	68,874	17,027	21,551	22,915	23,640	85,133	12,881	10,394	15,933
Model 3/Y 인도량	295,324	238,533	325,158	388,131	1,247,146	412,180	446,915	419,074	461,538	1,739,707	369,783	422,405	439,975	471,930	1,704,093	323,800	373,728	481,166
전체 인도량	310,048	254,695	343,830	405,278	1,313,851	422,875	466,140	435,059	484,507	1,808,581	386,810	443,956	462,890	495,570	1,789,226	336,681	384,122	497,099

자료: Tesla IR, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,193.3	3,070.8	3,980.0
매출원가	4,783.7	2,371.0	2,336.3	2,851.9	3,627.6
매출총이익	-139.6	-463.5	-143.0	218.9	352.3
판매비	82.7	95.2	86.2	120.6	155.6
영업이익	-222.3	-558.7	-229.2	98.3	196.8
EBITDA	-175.8	-495.3	-138.7	193.3	296.9
영업외손익	-73.4	39.2	-202.2	-15.7	-62.8
이자수익	8.9	5.8	7.4	5.6	4.9
이자비용	78.9	106.4	107.0	110.0	110.0
외환관련이익	174.6	100.9	126.2	126.2	126.2
외환관련손실	167.5	112.2	112.2	100.5	84.1
종속 및 관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-10.3	151.3	-116.4	63.2	0.4
법인세차감전이익	-295.7	-519.5	-431.4	82.6	134.0
법인세비용	-100.8	-138.8	-119.5	16.9	28.7
계속사업순이익	-194.9	-380.7	-311.8	65.7	105.3
당기순이익	-194.9	-380.7	-311.8	65.7	105.3
지배주주순이익	-194.3	-377.9	-309.5	65.2	104.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.5	-58.9	15.0	40.0	29.6
영업이익 증감율	-183.5	151.3	-59.0	-142.9	100.2
EBITDA 증감율	-159.1	181.7	-72.0	-239.4	53.6
지배주주순이익 증감율	-172.0	94.5	-18.1	-121.1	60.3
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	60.2
매출총이익율(%)	-3.0	-24.3	-6.5	7.1	8.9
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-10.5	3.2	4.9
EBITDA Margin(%)	-3.8	-26.0	-6.3	6.3	7.5
지배주주순이익률(%)	-4.2	-19.8	-14.1	2.1	2.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969.5	1,089.8	1,017.9	1,004.7	1,185.3
현금 및 현금성자산	241.3	279.5	352.6	265.9	234.1
단기금융자산	18.5	2.7	2.7	2.7	2.7
매출채권 및 기타채권	426.2	214.4	115.0	161.0	208.6
재고자산	1,163.4	574.6	529.1	556.5	721.2
기타유동자산	120.1	18.6	18.5	18.6	18.7
비유동자산	1,382.0	1,710.0	1,918.3	2,132.2	2,144.9
투자자산	129.9	184.1	333.0	481.8	530.7
유형자산	1,119.8	1,259.7	1,323.3	1,391.5	1,357.7
무형자산	12.1	17.1	13.0	9.9	7.5
기타비유동자산	120.2	249.1	249.0	249.0	249.0
자산총계	3,351.4	2,799.8	2,936.2	3,136.8	3,330.1
유동부채	1,747.3	1,552.2	1,693.3	1,781.0	1,871.9
매입채무 및 기타채무	201.2	212.3	353.4	441.1	532.1
단기금융부채	1,322.3	1,265.7	1,265.7	1,265.7	1,265.7
기타유동부채	223.8	74.2	74.2	74.2	74.1
비유동부채	494.1	524.3	534.3	584.3	584.3
장기금융부채	491.4	519.2	529.2	579.2	579.2
기타비유동부채	2.7	5.1	5.1	5.1	5.1
부채총계	2,241.5	2,076.5	2,227.6	2,365.3	2,456.2
지배지분	1,097.2	713.6	701.2	763.6	865.2
자본금	18.1	18.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	703.9	701.9	998.9	998.9	998.9
기타자본	-6.2	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
기타포괄손익누계액	23.5	23.5	20.6	17.7	14.9
이익잉여금	357.9	-22.7	-332.2	-267.0	-162.5
비지배지분	12.8	9.7	7.5	7.9	8.7
자본총계	1,110.0	723.3	708.7	771.5	873.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-374.6	280.5	-64.0	46.3	-44.9
당기순이익	-194.9	-380.7	-311.8	65.7	105.3
비현금항목의 가감	14.9	-76.5	-68.5	77.2	94.8
유형자산감가상각비	44.2	60.5	86.4	91.9	97.8
무형자산감가상각비	2.3	2.9	4.1	3.1	2.4
지분법평가손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-31.4	-139.7	-158.8	-17.6	-5.2
영업활동자산부채증감	-24.2	775.7	286.1	14.3	-121.5
매출채권및기타채권의감소	369.5	209.2	99.5	-46.0	-47.7
재고자산의감소	64.0	588.8	45.5	-27.4	-164.8
매입채무및기타채무의증가	-447.6	-87.9	141.1	87.8	90.9
기타	-10.1	65.6	0.0	-0.1	0.1
기타현금흐름	-170.4	-38.0	30.2	-110.9	-123.5
투자활동 현금흐름	-561.3	-239.9	-290.3	-300.3	-104.3
유형자산의 취득	-482.0	-207.9	-150.0	-160.0	-64.0
유형자산의 처분	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.3	-2.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-127.4	-54.4	-149.0	-149.0	-49.0
단기금융자산의감소(증가)	21.8	15.8	0.0	0.0	0.0
기타	30.2	8.7	8.7	8.7	8.7
재무활동 현금흐름	1,050.1	-20.2	370.0	110.0	60.0
차입금의 증가(감소)	1,052.6	103.1	10.0	50.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.8	0.0	300.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-17.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.8	-123.3	60.0	60.0	60.0
기타현금흐름	6.9	17.8	57.4	57.4	57.4
현금 및 현금성자산의 순증가	121.1	38.3	73.0	-86.7	-31.8
기초현금 및 현금성자산	120.2	241.3	279.5	352.6	265.9
기말현금 및 현금성자산	241.3	279.5	352.6	265.9	234.1

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,372	-10,416	-8,528	1,542	2,470
BPS	30,268	19,660	16,578	18,053	20,455
CFPS	-4,978	-12,602	-10,478	3,378	4,730
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-38.0	-7.8	-17.2	95.3	59.5
PER(최고)	-65.1	-20.8	-17.5		
PER(최저)	-23.8	-7.8	-5.5		
PBR	6.74	4.12	8.87	8.14	7.19
PBR(최고)	11.55	11.04	8.99		
PBR(최저)	4.23	4.12	2.84		
PSR	1.59	1.54	2.43	2.02	1.56
PCFR	-41.0	-6.4	-14.0	43.5	31.1
EV/EBITDA	-51.0	-9.0	-48.9	35.8	23.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-6.1	-12.4	-10.9	2.2	3.3
ROE	-16.4	-41.7	-43.8	8.9	12.8
ROIC	-12.0	-25.8	-9.8	4.9	9.3
매출채권회전율	7.6	6.0	13.3	22.3	21.5
재고자산회전율	3.9	2.2	4.0	5.7	6.2
부채비율	201.9	287.1	314.3	306.6	281.1
순차입금비율	140.0	207.8	203.1	204.3	184.0
이자보상배율	-2.8	-5.3	-2.1	0.9	1.8
총차입금	1,813.7	1,784.9	1,794.9	1,844.9	1,844.9
순차입금	1,554.0	1,502.7	1,439.7	1,576.3	1,608.1
NOPLAT	-175.8	-495.3	-138.7	193.3	296.9
FCF	-730.6	85.2	60.9	27.6	69.3

Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 현재 '엘앤에프' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

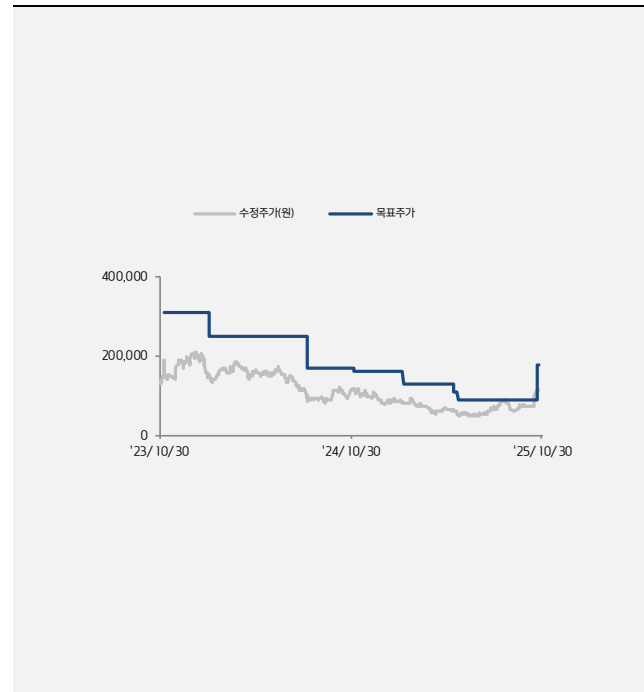
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엘앤에프 (066970)	2023-11-07	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-51.75	-48.71
	2023-11-21	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-43.08	-31.77
	2024-02-02	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-35.70	-25.48
	2024-05-10	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-38.60	-25.48
	2024-08-07	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-41.64	-29.76
	2024-11-04	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-32.53	-26.13
	2024-11-25	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-40.99	-26.13
	2025-02-06	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-45.60	-29.46
	2025-05-14	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-45.94	-42.36
	2025-05-22	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-39.16	-20.00
	2025-07-31	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-31.00	0.56
	2025-09-09	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-22.40	63.33
	2025-10-30	Buy(Maintain)	177,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

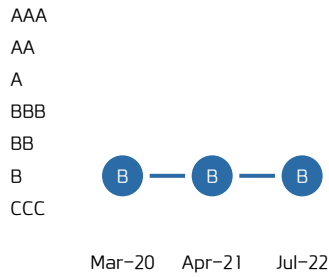
기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

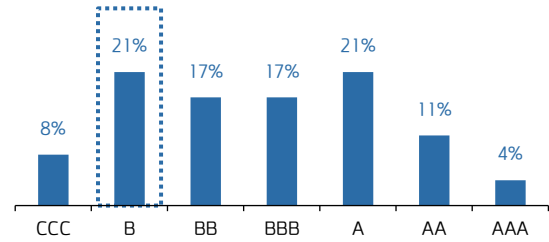
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 전기제품 기업, 기기 및 구성요소 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	3.8	4.5		
환경	5.6	3.8	12.0%	▲1.5
친환경 기술 관련 기회	5.6	3.8	12.0%	▲1.5
사회	3.2	4.5	47.0%	▼0.1
노무관리	3.3	4.9	24.0%	▼0.3
화학적 안전성	1.6	4.3	12.0%	
윤리적 원료 조달	4.6	4.3	11.0%	▲0.3
지배구조	3.9	4.7	41.0%	▼0.1
기업 지배구조	4.7	5.5		▼0.5
기업 활동	5.0	5.5		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (전기제품, 기기 및 구성요소)	친환경 기술 관련 기회	화학적 안전 성	노무관리	윤리적 원료 조달	기업 지배구 조	기업 활동	등급	추세			
TE 커넥티비티	●●●●	●●●●	●	●●●●	●●●●●	●●●●●	A	◀▶			
키엔스	●●●	●●●	●●●●	●●●	●	●	BBB	◀▶			
암페놀	●●●	●●●	●	●●●	●●	●●●	BBB	◀▶			
폭스콘	●●	●	●	●●●●	●●●	●●●●	BB	◀▶			
Luxshare Precision Industry Co., Ltd.	●●	●●●●	●	●●●●	●	●●●●	BB	▲▲			
엘앤에프	●●●●	●	●	●●	●	●●	B	◀▶			

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●● 최고 4분위 ●●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치