

엘앤에프(066970)

국내 유일한 ESS용 LFP 양극재 공급 업체

2Q25 원재료 역래깅과 재고자산평가손실 발생하며 대규모 적자 지속

동사의 2Q25 실적은 매출액 5,201억원(-6% YoY, +43% QoQ), 영업이익 -1,210억원(적자지속 YoY/QoQ)으로 시장기대치(매출액 5,637억원, 영업이익 -640억원)를 크게 하회했다. 적자폭은 전분기 대비 소폭 줄었지만 주요 메탈 가격 하락에 따른 원가-판가 스프레드 역래깅과 과거 선제적으로 구매한 원재료에 대한 대규모 재고자산 평가손실이 추가적으로 발생한 것으로 분석된다. 또한 신공장 가동에 따른 고정비 부담이 증가했다는 점도 부담 요인으로 작용했다. 동사의 2Q25 양극재 출하량은 전분기 대비 약 55% 증가했다. 제품별로는 Tesla의 부분 변경 신차인 모델Y 주니퍼향 2170 업그레이드 버전 배터리 수요 확대로 NCMA95 출하량이 전분기 대비 약 75% 증가한 반면, 유럽 전기차 판매 호조세에도 불구하고 국내 배터리 셀 업체들의 점유율 하락 영향으로 NCM523 출하량이 전분기 대비 8% 감소했다. 2Q25 판가는 주요 원재료 가격 추이 영향으로 전분기 대비 약 5% 하락했다.

Tesla향 업그레이드 2170 배터리 셀 수요 확대로 하반기 흑자전환 전망

최근 주력 고객사인 LG에너지솔루션의 업그레이드 버전 2170 배터리 셀 수요가 꾸준히 증가하고 있다는 점이 동사의 하반기 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다. 특히 중국 내 신모델인 모델3+로도 LG에너지솔루션의 업그레이드 버전 2170이 적용될 예정인 것으로 알려졌다. 이로 인해 동사의 2Q25 NCMA95 양극재 출하량은 전분기 대비 약 40% 증가할 것으로 전망된다. 또한 유럽 전기차 판매 호조세로 배터리 재고가 소진되면서 3Q25에는 NCM523 물량도 회복세를 나타낼 것으로 예상된다. 특히 영업이익은 가동률 회복세 흐름 속에 고정비 부담의 완화, 재고자산 평가손실의 축소 등으로 8개 분기만에 흑자전환 할 것으로 보인다. 이를 반영한 3Q25 매출액과 영업이익은 각각 6,760억원(+92% YoY, +30% QoQ), 50억원(흑자전환 YoY/QoQ)을 기록할 것으로 추정된다. 최근 북미, 유럽 전기차 시장에서 국내 배터리 셀 수요 둔화 우려가 존재하지만, 중장기적으로는 미국 ESS 시장에서의 새로운 기회 요인에 주목할 필요가 있다. 트럼프 행정부의 감세 법안 시행으로 인해 2026년부터 ESS 관련된 기술이나 부품, 설비 등이 금지된 외국 기관으로부터 일정 수준 이상의 물질적 지원을 받을 경우 세액공제 대상에서 제외된다. 또한 같은 해부터 중국산 ESS에 대해 총 58.4%에 달하는 고율의 대중국 관세가 적용되면서 중국 제품의 가격 경쟁력은 구조적으로 약화될 가능성이 높다. 이에 따라 미국 ESS 시장 내 국내 업체들의 가파른 점유율 상승세가 예상되며, 국내 배터리 셀 업체 두 곳과 협력 관계를 구축하고 2026년 하반기부터 LFP 양극재 양산을 본격화할 계획인 동사의 수혜가 전망된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 95,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 95,000원으로 하향한다. 목표주가는 2027년 예상 EPS에 2025~2030년 전세제와 미국 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 반영하고 ESS용 LFP 공급 프리미엄을 20% 고려한 P/E 19.8배를 적용하여 산출했다. 현 주가는 2026년과 2027년 예상 실적 기준 각각 P/E 29.8배, 15.4배로 국내 양극재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높다. 최근 트럼프 행정부의 감세법안 시행으로 북미 전기차 시장의 수요 둔화 우려가 존재하나, 미국 행정부의 중국산 ESS에 대한 규제 강화로 동사에게 새로운 성장 기회가 열릴 것으로 기대되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

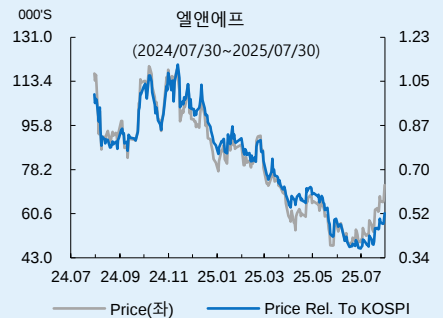
목표주가(12M)	95,000원(하향)
증가(2025.07.30)	72,000원
상승여력	31.9%

Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,632만주
시가총액	2,615십억원
외국인지분율	15.8%
52주 주가	47,800~119,400원
60일평균거래량	453,036주
60일평균거래대금	25.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	46.0	11.1	-17.1	-38.2
상대수익률	40.1	-16.2	-45.3	-57.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,907	2,283	3,232	4,462
영업이익(십억원)	-559	-246	96	231
순이익(십억원)	-378	-200	88	169
EPS(원)	-10,416	-5,502	2,414	4,645
BPS(원)	19,660	14,079	16,414	20,980
PER(배)	-	-	29.8	15.5
PBR(배)	4.1	5.1	4.4	3.4
ROE(%)	-41.7	-32.6	15.8	24.8
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	23.9	13.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

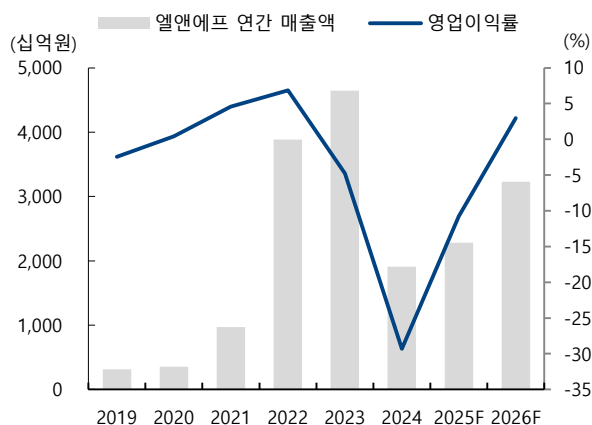
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
출하량 가정(천t)	17	18	12	13	13	21	28	30	60	92	134	192
매출액	636	555	352	365	365	520	676	723	1,907	2,283	3,232	4,462
YoY 증감률	-53%	-59%	-72%	-44%	-43%	-6%	92%	98%	-59%	20%	42%	38%
QoQ 증감률	-3%	-13%	-37%	4%	0%	43%	30%	7%				
매출원가	819	616	406	530	485	619	645	685	2,371	2,434	3,026	4,114
매출원가율	129%	111%	115%	145%	133%	119%	95%	95%	124%	107%	94%	92%
매출총이익	-184	-61	-54	-164	-120	-99	31	37	-463	-151	206	348
매출총이익률	-29%	-11%	-15%	-45%	-33%	-19%	5%	5%	-24%	-7%	6%	8%
판매비 및 관리비	20	23	18	34	20	22	26	26	95	95	110	117
판관비율	3%	4%	5%	9%	6%	4%	4%	4%	5%	4%	3%	3%
영업이익	-204	-84	-72	-198	-140	-121	5	11	-559	-246	96	231
영업이익률	-32%	-15%	-21%	-54%	-38%	-23%	1%	2%	-29%	-11%	3%	5%
YoY 증감률	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	139%
QoQ 증감률	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	139%				
세전이익	-149	-100	-123	-148	-145	-145	9	16	-520	-266	111	207
당기순이익	-112	-74	-77	-118	-111	-113	8	15	-381	-201	88	170
당기순이익률	-18%	-13%	-22%	-32%	-30%	-22%	1%	2%	-20%	-9%	3%	4%
YoY 증감률	적자지속	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	92%
QoQ 증감률	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	81%				

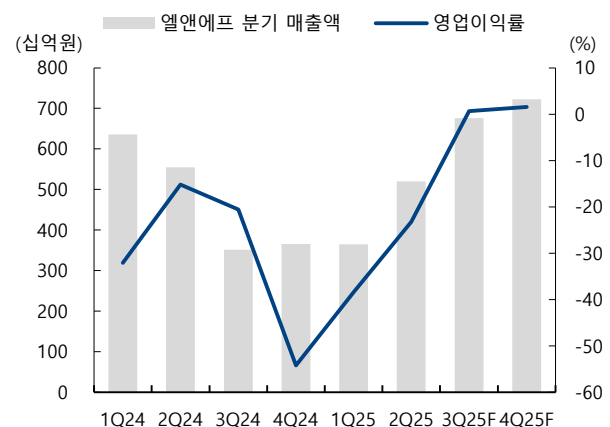
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



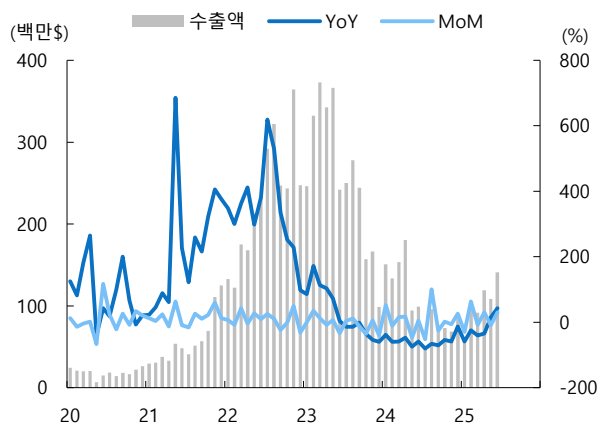
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

표2. 국내 배터리 셀 업체별 ESS 생산 캐파 현황 및 전망

업체 및 공장	지역	양극재	종류	주요 수요처	Capa.	가동 시점	양극재 공급사
LG 에너지솔루션	한국 (오창)	NCM	파우치	ESS	1 GWh	기존	-
	중국 (남경)	NCM	파우치	ESS	5 GWh	기존	-
		LFP	파우치	ESS	5 GWh	2023	상주리원
	미국 (미시간)	LFP	파우치	ESS	17 GWh	2Q25	상주리원
	미국	LFP	파우치	ESS	17 GWh	2026	상주리원
	미국	LFP	각형	ESS	17 GWh	2027	상주리원
삼성SDI	한국 (울산)	NCA	각형	ESS	10 GWh	기존	에코프로비엠
	중국 (시안)	NCA	각형	ESS	2 GWh	기존	에코프로비엠
	미국	NCA	각형	ESS	8 GWh	2025년말	포스코퓨처엠
	미국	LFP	각형	ESS	18 GWh	2H26	엘앤에프

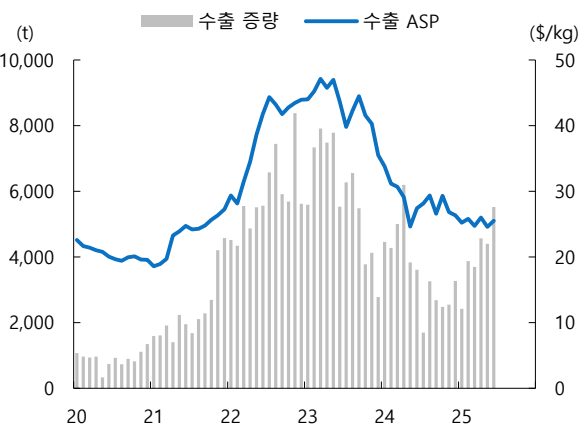
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



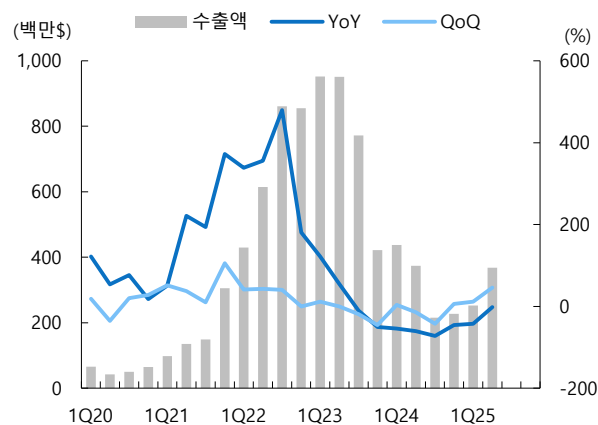
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



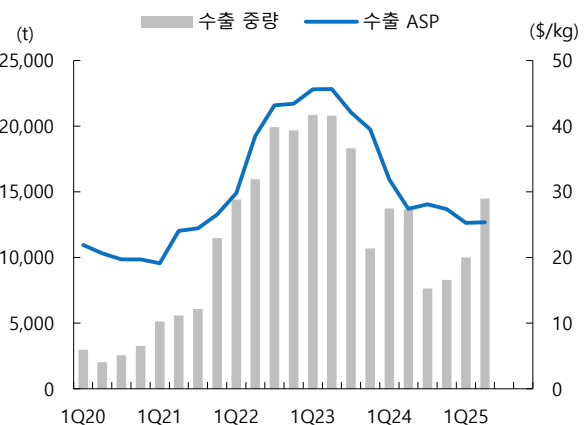
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



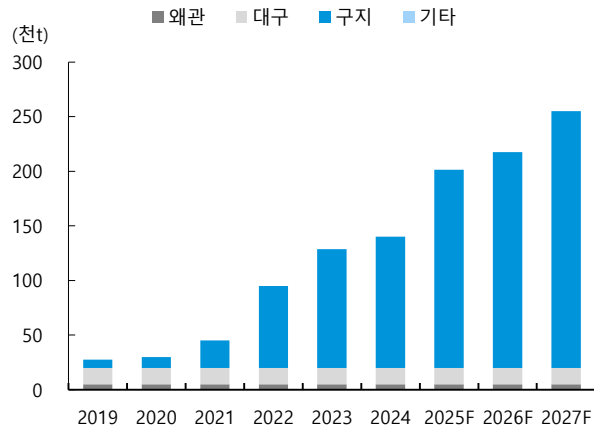
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



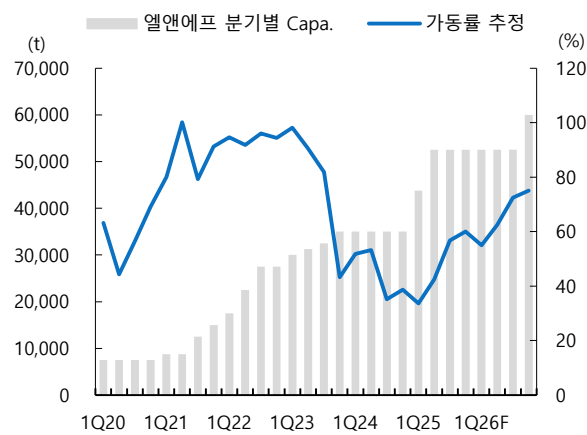
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

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



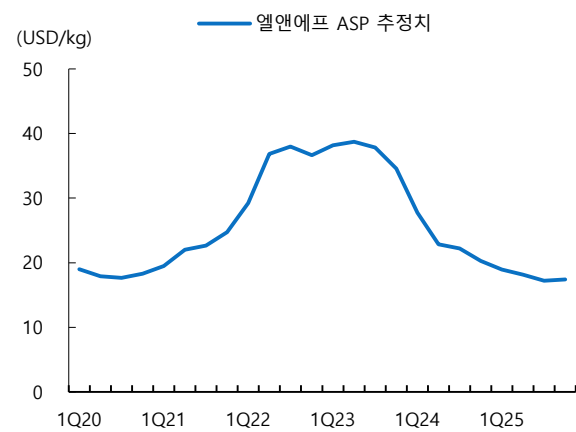
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



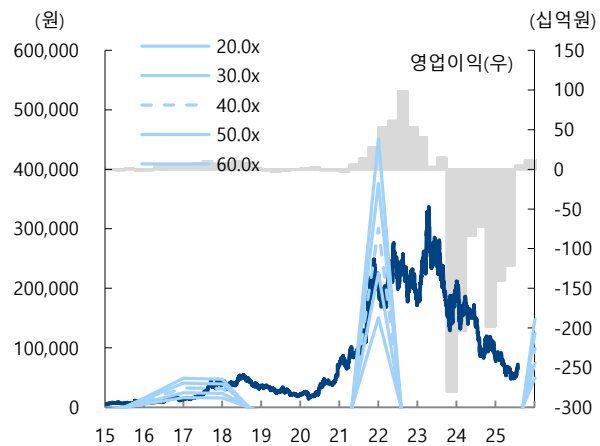
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	비고
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,372	-10,416	-5,502	2,414	4,645	지배주주순이익 기준
BPS(원)	17,799	35,530	30,268	19,660	14,079	16,414	20,980	
고점 P/E	-18.5	36.8	-24.1	-7.8	-8.7			
평균 P/E	-35.3	28.5	-40.9	-12.9	-12.3			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-70.7	22.4	-62.7	-20.3	-17.0			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	12.5	7.8	11.1	10.8	6.6			최근 3년간 평균: 9.6
평균 P/B	6.3	6.0	7.3	6.8	4.8			최근 3년간 평균: 5.9
저점 P/B	3.3	4.7	4.3	4.1	3.4			최근 3년간 평균: 3.6
ROE	-27.0%	28.2%	-16.3%	-41.5%	-32.4%	15.7%	24.7%	
적용 EPS					4,645			2025~2030년 전세계/북미 EV 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균 x 20% 할증 (ESS용 LFP 공급 프리미엄 반영)
Target P/E(배)					19.8			
적정 주가(원)					91,965			
목표 주가(원)					95,000			2027년 기준 P/E 20.5배, P/B 4.5배
전일 종가(원)					72,000			2027년 기준 P/E 15.5배, P/B 3.4배
상승 여력					31.9%			

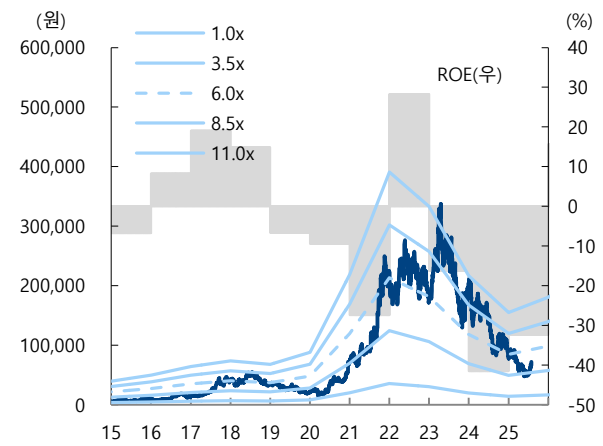
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

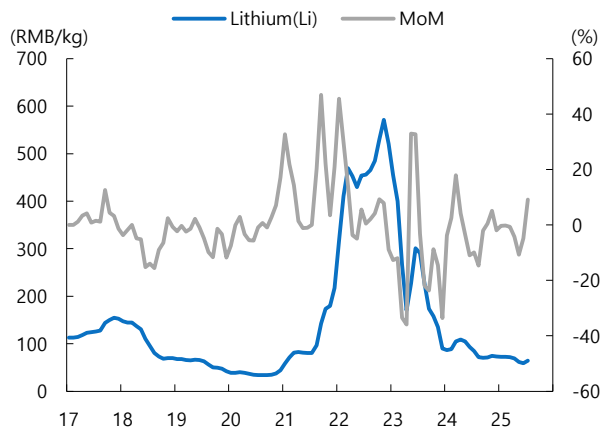
그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

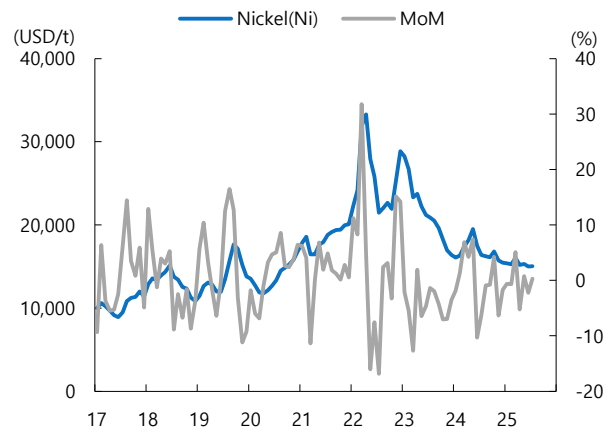
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림13. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



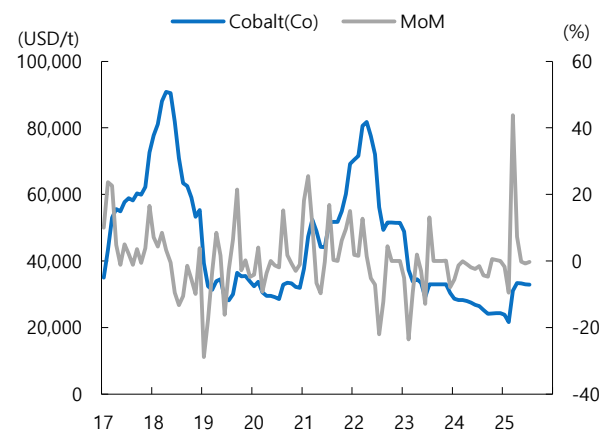
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림14. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



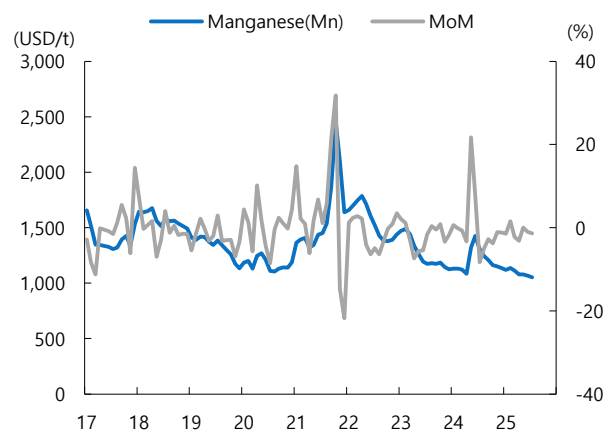
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림15. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



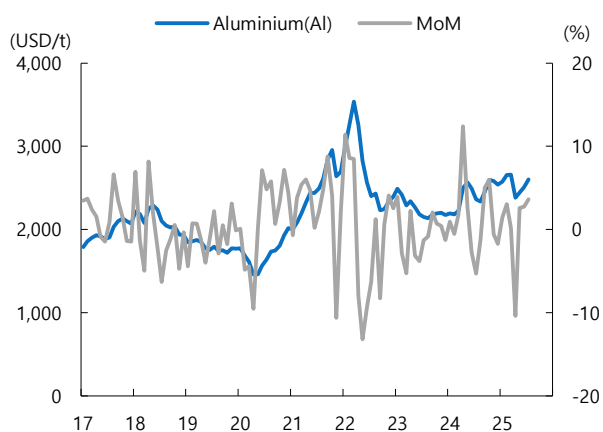
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림16. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



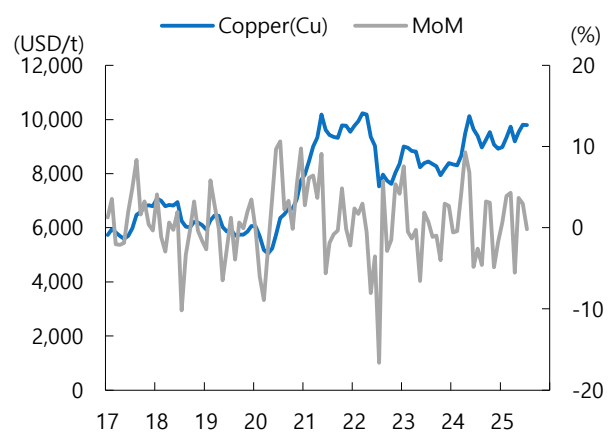
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림17. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림18. 구리 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

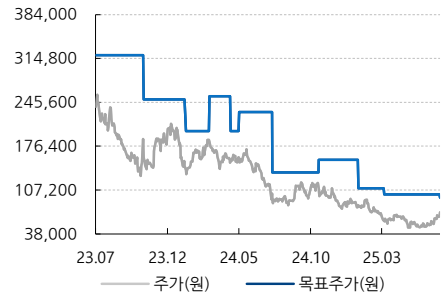
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,090	1,191	1,263	1,552	매출액	1,907	2,283	3,232	4,462
현금 및 현금성자산	280	489	321	492	증가율(%)	-58.9	19.7	41.6	38.1
단기금융자산	3	3	3	3	매출원가	2,371	2,434	3,026	4,114
매출채권	215	187	251	285	매출총이익	-463	-151	206	348
재고자산	575	504	675	766	판매비와관리비	95	95	110	117
비유동자산	1,710	1,694	1,985	2,224	연구개발비	36	28	35	37
유형자산	1,260	1,270	1,479	1,673	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	17	13	9	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,800	2,885	3,248	3,776	영업이익	-559	-246	96	231
유동부채	1,552	1,691	1,668	1,729	증가율(%)	적지	적지	흑전	139.4
매입채무	78	80	120	157	영업이익률(%)	-29.3	-10.8	3.0	5.2
단기차입금	813	813	813	813	이자수익	6	14	8	13
유동성장기부채	453	529	491	510	이자비용	106	104	114	132
비유동부채	524	675	975	1,275	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	150	450	750	기타영업외손익	25	26	24	25
장기차입금	502	502	502	502	세전계속사업이익	-520	-266	111	207
부채총계	2,076	2,366	2,643	3,004	법인세비용	-139	-65	23	37
지배주주지분	714	511	596	762	세전계속이익률(%)	-27.2	-11.6	3.4	4.6
자본금	18	18	18	18	당기순이익	-381	-201	88	170
자본잉여금	702	702	702	702	순이익률(%)	-20.0	-8.8	2.7	3.8
이익잉여금	-23	-222	-135	34	지배주주귀속 순이익	-378	-200	88	169
기타자본항목	16	13	10	8	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	10	8	9	10	총포괄이익	-384	-204	85	167
자본총계	723	519	605	772	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E		2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	281	20	-130	137	주당지표(원)				
당기순이익	-381	-201	88	170	EPS	-10,416	-10,416	-10,416	-10,416
유형자산감가상각비	60	90	91	106	BPS	19,660	19,660	19,660	19,660
무형자산상각비	3	5	3	2	CFPS	-8,669	-8,669	-8,669	-8,669
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-240	-137	-342	-340	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-208	-100	-300	-300	PER	-	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	4.1	4.1	4.1	4.1
금융상품의 증감	-54	-46	-50	-48	PCR	-9.3	-9.3	-9.3	-9.3
재무활동 현금흐름	-20	103	139	196	EV/EBITDA	-	-	-	-
단기금융부채의증감	14	76	-38	19	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	89	150	300	300	ROE	-41.7	-41.7	-41.7	-41.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-26.0	-26.0	-26.0	-26.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	287.1	287.1	287.1	287.1
현금및현금성자산의증감	38	209	-168	171	순부채비율	205.4	205.4	205.4	205.4
기초현금및현금성자산	241	280	489	321	매출채권회전율(x)	5.9	5.9	5.9	5.9
기말현금및현금성자산	280	489	321	492	재고자산회전율(x)	2.2	2.2	2.2	2.2

자료 : 엘앤에프, iM증권 리서치본부 리서치본부

엘앤에프 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-42.6%	-28.0%
2025-07-31	Buy	95,000		



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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 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 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%