

엘앤에프(066970)

단기 주가 급등으로 인한 밸류에이션 부담 확대

3Q25 출하량 증가 및 재고자산 환입 효과로 8개 분기 만의 흑자전환

동사의 3Q25 실적은 매출액 6,520억원(+86% YoY, +25% QoQ), 영업이익 220억원(흑자전환 YoY/QoQ)으로 시장기대치(매출액 6,684억원, 영업이익 78억원)를 크게 상회했다. 양극재 출하량은 전분기 대비 약 39% 증가한 반면, 판가는 원재료 가격 하락 영향으로 전분기 대비 약 5% 하락했다. 제품군별로는 주력 고객사인 Tesla의 업그레이드된 2170 배터리 탑재 차종 판매 호조세와 신규 배터리 셀 전환 확대에 힘입어 NCMA95 수요가 크게 늘면서 하이-니켈 양극재 출하량이 전분기 대비 약 33% 증가했다. 또한 유럽 전기차 수요 회복세에 따라 미드-니켈 제품 출하량도 전분기 대비 약 76% 확대되었다. 수익성 측면에서는 양극재 출하 증가로 가동률이 50%를 상회하며 고정비 부담이 완화된 점이 긍정적으로 작용했다. Ni70% 제품 단종 등 일회성 비용이 약 67억원이 반영되었으나, 주요 원재료 시세 상승에 따라 재고자산 평가충당금 약 234억원 가량이 환입되면서 손익 개선폭이 확대되었다.

미국 전기차 수요 둔화의 불확실성 존재하나 중장기 성장 모멘텀 확보

최근 트럼프 행정부의 감세법안 시행으로 인해 전기차 구매 및 리스에 대한 최대 7,500달러 세액공제가 10월부터 조기 종료되면서 북미 전기차 수요 둔화 우려가 확대되고 있다. 다만 동사의 주력 고객사인 Tesla는 자율주행 기술과 가격 경쟁력을 바탕으로 전세계 전기차 시장에서 꾸준히 판매량을 확대해 나갈 것으로 전망된다. 이에 따라 Tesla향 하이니켈 양극재 수요 역시 꾸준한 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 국내 배터리 셀 업체들의 미국 ESS 시장 내 점유율 확대가 가시화되고 있다는 점도 동사에 새로운 성장 기회를 제공할 전망이다. 동사는 국내 업체 중 유일하게 2026년 하반기부터 LFP 양극재 양산을 목표로 신규 설비 투자를 추진 중이며, 생산능력을 2026년 말 약 3만t에서 2027년 말 약 6만t까지 단계적으로 확대할 계획이다. 이에 따라 동사의 영업이익은 2026년 약 1,090억원(흑자전환 YoY), 2027년 1,790억원(+64% YoY), 2028년 2,550억원(+43% YoY)을 기록하면서 가파른 실적 회복세가 나타날 것으로 예상된다.

목표주가 130,000원으로 상향하나, 투자 의견 Hold로 하향

동사에 대한 목표주가를 13만원으로 상향하나, 단기 주가 급등으로 인한 밸류에이션 부담을 감안해 투자 의견은 Hold로 하향 조정한다. 목표주가는 2028년 예상 EBITDA 3,520억원에 2028년 전세계 양극재/음극재 업종 EV/EBITDA 평균 13.4배에 EV 주력 고객사 및 미국 ESS 시장의 높은 성장률을 감안해 30% 할증한 17.4배를 적용해 산출했다. 최근 동사 주가는 미국 정부의 중국산 ESS 규제 강화 조치에 따른 국내 업체들의 LFP 배터리 수요 급증 기대감이 반영되면서 지난 9월 초 대비 약 140% 급등하는 상승세를 나타냈다. 그러나 이러한 랠리로 인해 현 주가의 밸류에이션은 2028년 예상 실적 기준 P/E 58.8배, P/B 13.1배 수준으로 전세계 양극재 업종 평균을 크게 상회하고 있다. 향후 실적은 하이-니켈 양극재 출하 확대와 LFP 본격 양산으로 뚜렷한 회복세를 나타낼 것으로 전망된다는 점은 긍정적이다. 그러나 단기간 과도한 주가상승으로 밸류에이션 부담이 커진 상황에서 추가 상승 여력은 제한적이라는 판단이다. 수급 요인에 따른 단기 랠리가 마무리될 경우 주가 조정 가능성도 배제할 수 없다. 이에 따라 당분간 보수적인 접근이 바람직하다고 판단된다.

Company Brief

Hold (Downgrade)

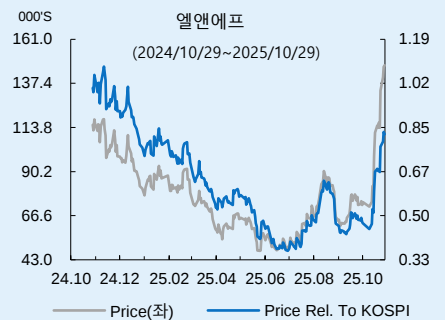
목표주가(12M)	130,000원(상향)
증가(2025.10.29)	147,000원
상승여력	-11.6%

Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	3,632만주
시가총액	5,338십억원
외국인지분율	14.6%
52주 주가	47,800~147,000원
60일평균거래량	686,039주
60일평균거래대금	60.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	97.8	104.2	126.9	31.0
상대수익률	78.7	78.8	67.2	-26.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,907	2,189	3,026	3,812
영업이익(십억원)	-559	-233	109	179
순이익(십억원)	-378	-368	-27	10
EPS(원)	-10,416	-10,135	-743	270
BPS(원)	19,660	9,446	8,624	8,815
PER(배)				543.6
PBR(배)	4.1	15.6	17.0	16.7
ROE(%)	-41.7	-69.6	-8.2	3.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	-	37.2	27.8

주:K-FRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

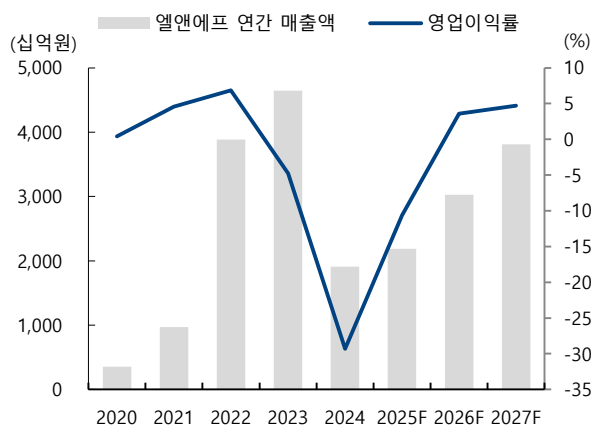
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
출하량 가정(천t)	13	20	27	28	29	30	35	37	60	89	131	179
매출액	365	520	652	652	668	698	822	838	1,907	2,189	3,026	3,812
YoY 증감률	-43%	-6%	86%	79%	83%	34%	26%	28%	-59%	15%	38%	26%
QoQ 증감률	0%	43%	25%	0%	2%	4%	18%	2%				
매출원가	485	619	609	617	628	645	761	776	2,371	2,329	2,811	3,507
매출원가율	133%	119%	93%	95%	94%	92%	93%	93%	124%	106%	93%	92%
매출총이익	-120	-99	44	36	40	53	61	61	-463	-140	216	305
매출총이익률	-33%	-19%	7%	5%	6%	8%	7%	7%	-24%	-6%	7%	8%
판매비 및 관리비	20	22	22	29	24	26	28	29	95	93	107	127
판관비율	6%	4%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	5%	4%	4%	3%
영업이익	-140	-121	22	7	16	27	33	32	-559	-233	109	179
영업이익률	-38%	-23%	3%	1%	2%	4%	4%	4%	-29%	-11%	4%	5%
YoY 증감률	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	51%	372%	적자지속	적자지속	흑자전환	64%
QoQ 증감률	적자지속	적자지속	흑자전환	-69%	131%	74%	22%	-3%				
세전이익	-145	-145	-102	-97	-16	-10	-4	-5	-520	-490	-35	12
당기순이익	-111	-113	-118	-28	-14	-8	-2	-3	-381	-371	-27	10
당기순이익률	-30%	-22%	-18%	-4%	-2%	-1%	0%	0%	-20%	-17%	-1%	0%
YoY 증감률	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
QoQ 증감률	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속				

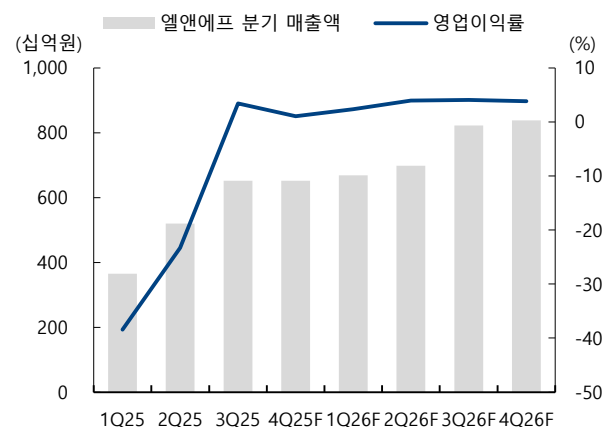
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



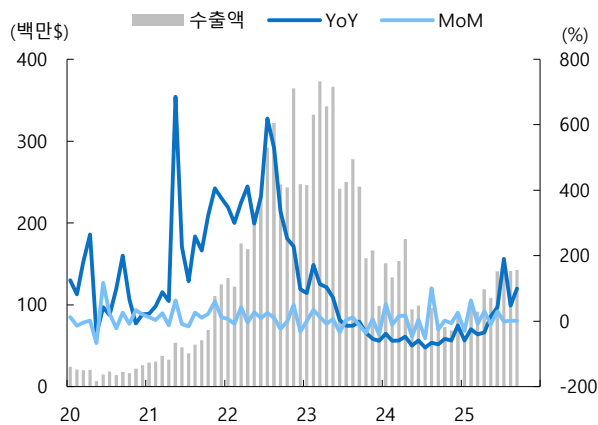
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

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	NCM	파우치	ESS	1 GWh	기존	-
	중국	NCM	파우치	ESS	5 GWh	기존	-
		LFP	파우치	ESS	5 GWh	2023	상주리원
	미국	LFP	파우치	ESS	17 GWh	2Q25	상주리원
	미국	LFP	파우치	ESS	15 GWh	2026	상주리원
	미국	LFP	각형	ESS	17 GWh	2027	상주리원
삼성SDI	한국	NCA	각형	ESS	10 GWh	기존	에코프로비엠
	중국	NCA	각형	ESS	2 GWh	기존	에코프로비엠
	미국	NCA	각형	ESS	7 GWh	4Q25	포스코퓨처엠
	미국	LFP	각형	ESS	24 GWh	4Q26	엘앤에프

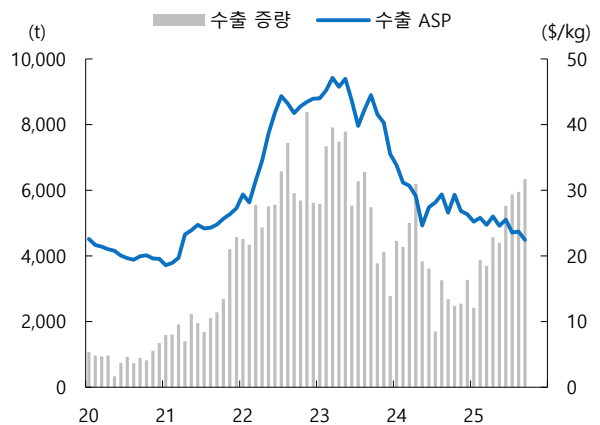
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 월별 추이



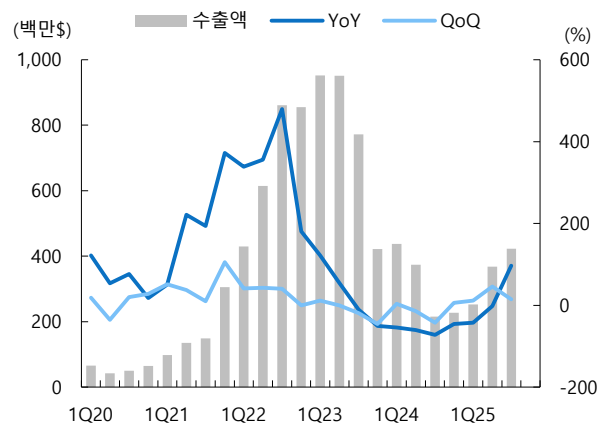
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



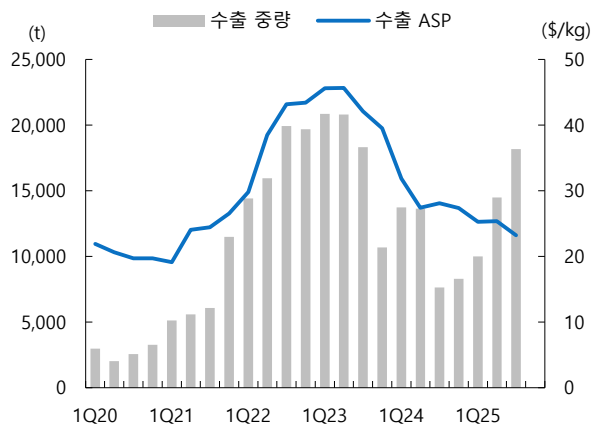
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



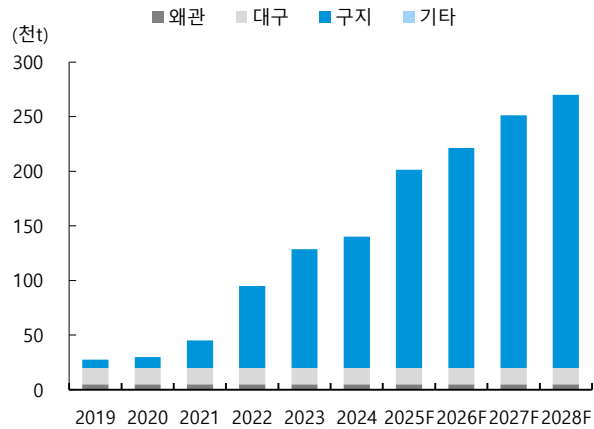
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

그림7. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



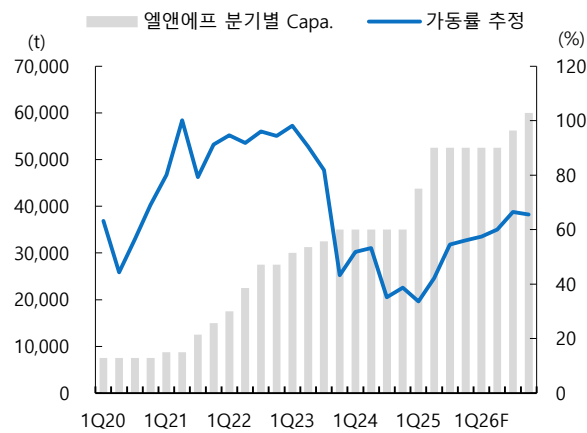
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

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



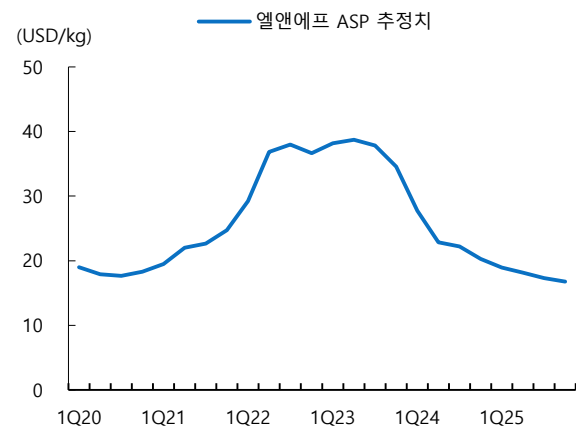
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림9. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



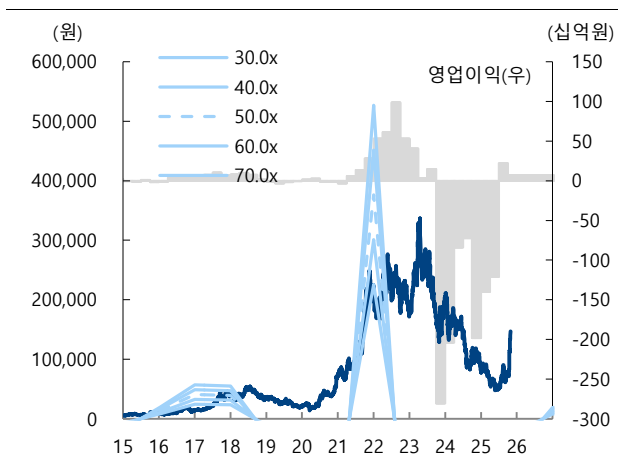
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	비고
EPS(원)	7,526	-5,372	-10,416	-10,135	-743	270	2,502	지배주주순이익 기준
BPS(원)	35,530	30,268	19,660	9,446	8,624	8,815	11,238	
EBITDA(십억원)	297	-176	-495	-138	203	279	362	
고점 P/E	36.8	-24.1	-7.8	-4.7				최근 3년간 평균: -
평균 P/E	28.5	-40.9	-12.9	-6.7				최근 3년간 평균: -
저점 P/E	22.4	-62.7	-20.3	-9.2				최근 3년간 평균: -
고점 P/B	7.8	11.1	10.8	9.9				최근 3년간 평균: 10.2
평균 P/B	6.0	7.3	6.8	7.1				최근 3년간 평균: 6.3
저점 P/B	4.7	4.3	4.1	5.1				최근 3년간 평균: 3.9
ROE	28.2%	-16.3%	-41.5%	-69.1%	-8.1%	3.1%	24.6%	
적용 EBITDA(십억원)				362				2028년 전세계 양극재/음극재 업종 EV/EBITDA 평균 30% 활용
Target EV/EBITDA(배)				17.4				
순차입금(십억원)				1,736				
발행주식수(천주)				36,316				
적정 추가(원)				126,018				
목표 추가(원)				130,000				2028년 기준 P/E 60.0배, P/B 13.3배
전일 증가(원)				147,000				2027년 기준 P/E 58.8배, P/B 13.1배
상승 여력				-11.6%				

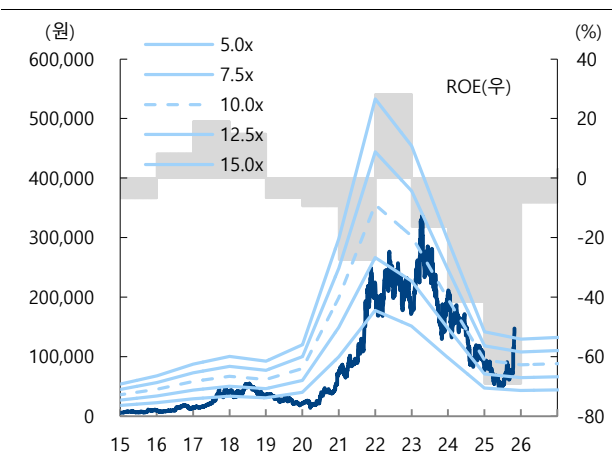
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림11. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

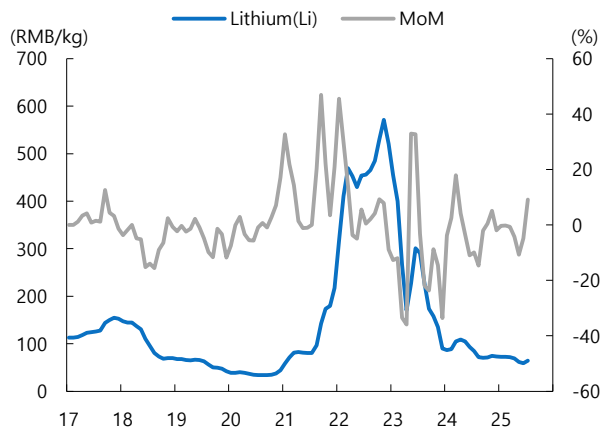
그림12. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

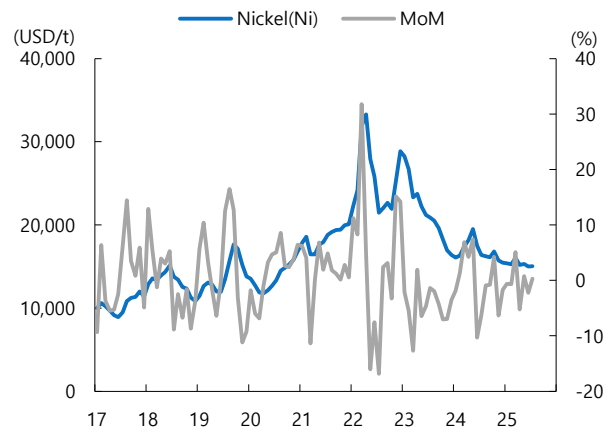
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림13. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



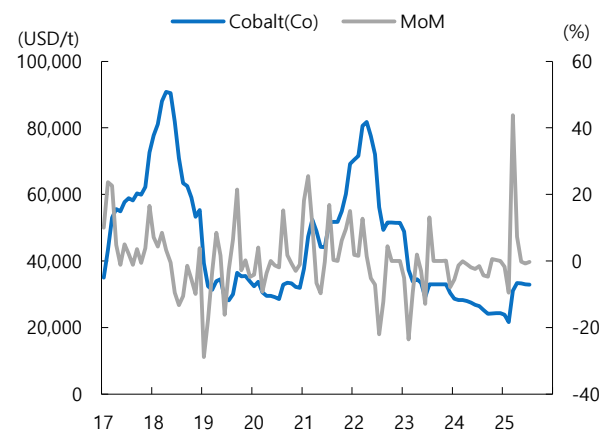
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림14. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



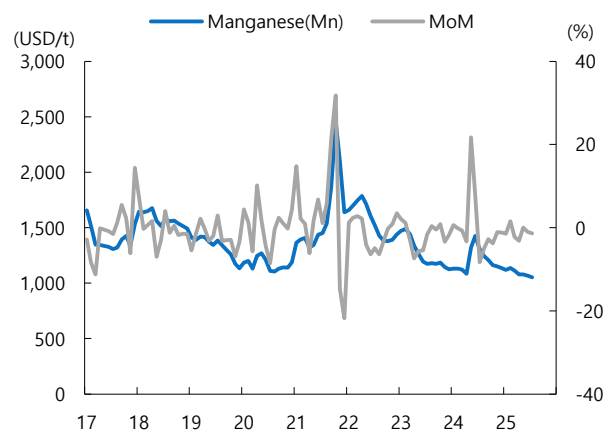
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림15. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



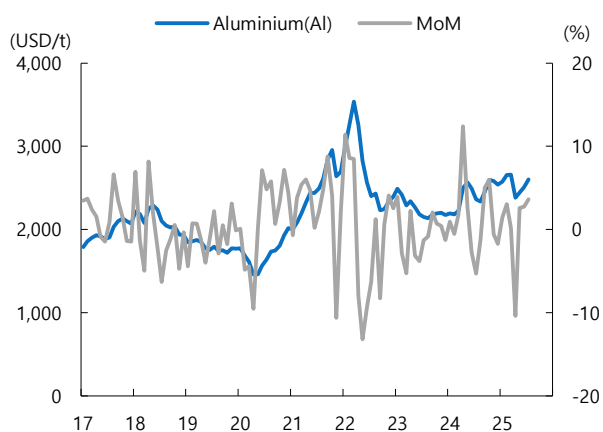
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

그림16. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



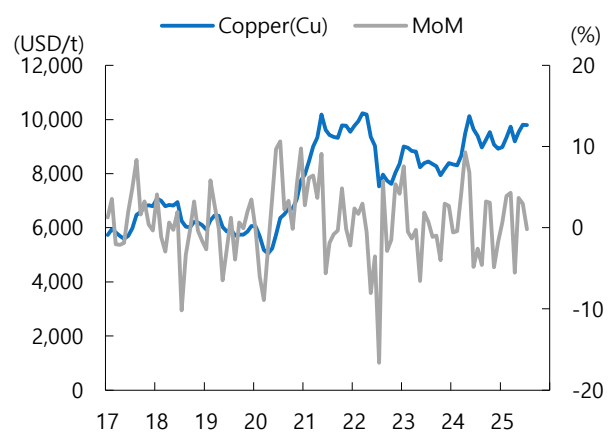
자료: 한국자원정보서비스, iM증권 리서치본부

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

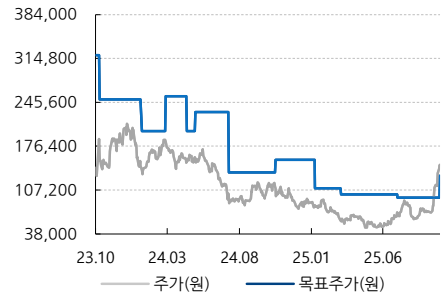
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,090	849	991	1,281	매출액	1,907	2,189	3,026	3,812
현금 및 현금성자산	280	122	7	208	증가율(%)	-58.9	14.8	38.2	26.0
단기금융자산	3	3	3	3	매출원가	2,371	2,329	2,811	3,507
매출채권	215	202	279	316	매출총이익	-463	-140	216	305
재고자산	575	513	689	749	판매비와관리비	95	93	107	127
비유동자산	1,710	1,714	1,914	2,077	연구개발비	36	27	33	31
유형자산	1,260	1,270	1,379	1,482	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	17	13	9	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,800	2,563	2,905	3,358	영업이익	-559	-233	109	179
유동부채	1,552	1,688	1,660	1,707	증가율(%)	적지	적지	흑전	64.0
매입채무	78	77	112	134	영업이익률(%)	-29.3	-10.6	3.6	4.7
단기차입금	813	813	813	813	이자수익	6	3	0	5
유동성장기부채	453	529	491	510	이자비용	106	106	116	130
비유동부채	524	525	925	1,325	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	400	800	기타영업외손익	25	-26	3	-6
장기차입금	502	502	502	502	세전계속사업이익	-520	-490	-35	12
부채총계	2,076	2,213	2,585	3,032	법인세비용	-139	-119	-8	2
지배주주지분	714	343	313	320	세전계속이익률(%)	-27.2	-22.4	-1.1	0.3
자본금	18	18	18	18	당기순이익	-381	-371	-27	10
자본잉여금	702	702	702	702	순이익률(%)	-20.0	-16.9	-0.9	0.3
이익잉여금	-23	-391	-418	-408	지배주주귀속 순이익	-378	-368	-27	10
기타자본항목	16	13	10	8	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	10	7	7	7	총포괄이익	-384	-373	-30	7
자본총계	723	350	320	327	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	281	-177	-267	-19	주당지표(원)				
당기순이익	-381	-371	-27	10	EPS	-10,416	-10,135	-743	270
유형자산감가상각비	60	90	91	98	BPS	19,660	9,446	8,624	8,815
무형자산상각비	3	5	3	2	CFPS	-8,669	-7,534	1,841	3,025
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-240	-157	-252	-254	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-208	-100	-200	-200	PER				543.6
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	4.1	15.6	17.0	16.7
금융상품의 증감	-54	-66	-60	-63	PCR	-9.3	-19.5	79.8	48.6
재무활동 현금흐름	-20	-47	239	296	EV/EBITDA	-	-	37.2	27.8
단기금융부채의증감	14	76	-38	19	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	89	-	400	400	ROE	-41.7	-69.6	-8.2	3.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-26.0	-6.3	6.7	7.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	287.1	632.4	808.3	927.4
현금및현금성자산의증감	38	-157	-115	201	순부채비율	205.4	491.4	686.6	738.8
기초현금및현금성자산	241	280	122	7	매출채권회전율(x)	5.9	10.5	12.6	12.8
기말현금및현금성자산	280	122	7	208	재고자산회전율(x)	2.2	4.0	5.0	5.3

자료 : 엘앤에프, iM증권 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	-13.1%	54.7%
2025-10-30	Hold	130,000		



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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%