



BUY(Maintain)

목표주가: 90,000원

주가(7/30): 72,000원

시가총액: 26,148억원

이차전지 Analyst 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/30)		3,254.47pt	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		119,400 원	47,800원
최고/최저가 대비 등락율		-39.7%	50.6%
수익률		절대	상대
1M	46.0%		37.8%
6M	-17.1%		-35.3%
1Y	-38.2%		-48.0%

Company Data

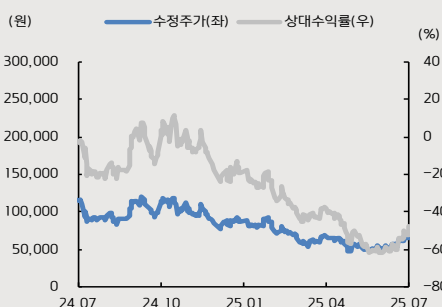
발행주식수	36,316 천주
일평균 거래량(3M)	453천주
외국인 지분율	15.8%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	12,486원
주요 주주	새로닉스 외 16인 23.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,254.0	3,023.1
영업이익	-222.3	-558.7	-244.7	96.4
EBITDA	-175.8	-495.3	-154.2	185.3
세전이익	-295.7	-519.5	-358.9	-0.5
순이익	-194.9	-380.7	-259.4	-0.4
지배주주지분순이익	-194.3	-377.9	-257.5	-0.4
EPS(원)	-5,372	-10,416	-7,095	-10
증감률(%)YoY)	적전	적지	적지	적지
PER(배)	-38.0	-7.8	-10.1	-7,230.7
PBR(배)	6.74	4.12	5.77	5.81
EV/EBITDA(배)	-51.0	-9.0	-27.6	23.9
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-10.9	3.2
ROE(%)	-16.4	-41.7	-44.1	-0.1
순부채비율(%)	140.0	207.8	353.3	395.3

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엘앤에프 (066970)

최악의 구간을 지나, 하반기 실적 개선 기대



2Q25 영업이익 -1,212억원으로 시장 컨센서스 하회. 재고평가손실의 추가 인식 등으로 대규모의 적자 발생. 3Q25 영업이익 58억원 전망. 높은 원가 재고의 소진, 가동률 상승으로 흑자전환 예상. 당사는 현재 엘앤에프가 분기 실적 기준 최악의 구간을 지나가고 있다고 판단. 하반기 실적 개선 및 신규 수주 모멘텀 기대. 투자의견 'BUY', 목표주가 90,000원을 유지함.

>>> 2Q25 영업이익 -1,212억원, 시장 컨센서스 하회

엘앤에프의 2Q25 실적은 매출액 5,200억원(+43%QoQ, -6%YoY), 영업이익 -1,212억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 -640억원)를 하회했다. NCM523 제품의 출하량 감소(-8%QoQ) 및 ASP 하락(Blended -5%QoQ)에도 불구하고, Tesla Model Y Juniper LR(유럽 지역) 향 하이니켈 양극재 출하량이 큰 폭으로 증가한데(NCMA 90/95 판매량 +75%QoQ) 힘입어 매출은 전분기비 크게 성장했다. 그러나 수익성의 경우 재고평가손실 추가 인식(439억원), 낮은 가동률에 따른 고정비 부담 및 메탈 가격 하락에 따른 역래깅 영향으로 큰 폭의 적자를 지속했다.

>>> 3Q25 영업이익 58억원(흑자전환 YoY) 전망

3Q25 실적은 매출액 6,727억원(+29%QoQ, +91%YoY), 영업이익 58억원(흑자전환 QoQ, 흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다. 메탈 가격 하락 영향으로 소폭의 판가 하락이 예상되나, Tesla의 신규 모델 향 출하 확대 및 NCM523 유럽 향 판매량 증가로(전체 출하량 +35%QoQ 전망) 전분기비 매출 성장이 기대된다. 추후 기존 NCMA90 제품 위주에서 NCMA95 제품으로의 전환이 하반기로 갈수록 빠르게 이루어질 것으로 예상된다(NCMA95 비중 1Q 10% → 3Q 80% 추정). 수익성의 경우 추가적인 재고평가손실 인식이 예상되나, 높은 원가 재고의 소진 및 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 3분기 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다.

>>> 실적 턴어라운드 + 수주 모멘텀, Top Pick 유지

2025년 실적은 매출액 2조 2,540억원(+18%YoY), 영업이익 -2,447억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 당사는 현재 엘앤에프가 분기 실적 기준 최악의 구간을 지나가고 있다고 판단한다. 그동안 대규모 재고평가손실 이슈가 실적 부진 이유로 작용했으나, 하반기에는 그 영향이 제한적일 것으로 예상되며(장기 공급계약 올해 종료 예정) 오히려 전방 고객사의 신차 출시 효과에 따른 판매량 증가가 하반기 실적 회복을 주도할 것으로 전망한다. 당사는 최근 두 곳의 주요 배터리 제조사와 북미 ESS/EV용 LFP 양극재 공급을 위한 업무협약(MOU)을 발표했으며, 그 외에도 비중국산 LFP 수요 증가로 다수의 배터리 및 완성차업체들과 논의 중인 것으로 파악된다. LFP 양극재 공급 시점이 26년 말로 예정된 만큼, 당사는 최근 확대되고 있는 미국 ESS 시장 수혜를 받을 것으로 예상되며, 27년부터는 제품 및 고객사 다변화도 본격화될 것으로 예상한다. 투자의견 'BUY', 목표주가 90,000원을 유지한다.

엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E
매출액	635.7	554.8	351.6	365.3	364.8	520.1	672.7	696.4
영업이익	-203.8	-84.2	-72.4	-198.2	-140.3	-121.2	5.8	10.9
영업이익률(%)	-32.1	-15.2	-20.6	-54.3	-38.4	-23.3	0.9	1.6
세전이익	-148.7	-99.6	-123.4	-147.8	-145.4	-145.2	-24.2	-44.1
순이익	-111.7	-74.4	-77.0	-117.7	-111.2	-112.6	-17.5	-18.1
지배주주순이익	-111.5	-73.8	-76.1	-116.5	-110.9	-111.9	-17.4	-17.3

자료: 키움증권 리서치센터

엘앤에프 목표주가 90,000원 제시

EPS(원)	1,605 원	27 년 EPS
Target PER(배)	57 배	에코프로비엠 27 년 P/E
목표주가(원)	91,485 원	

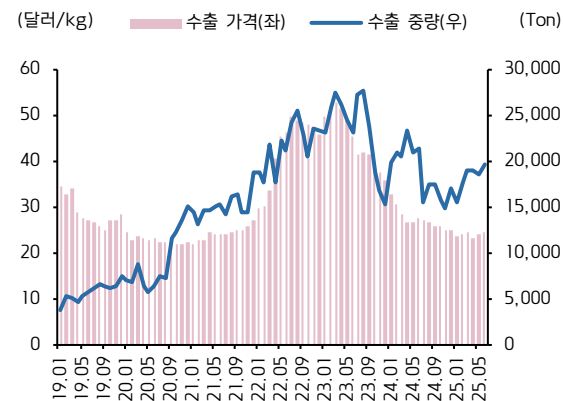
자료: 키움증권 리서치센터

Tesla 분기별 판매 데이터(1Q22~2Q25)

(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25
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
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
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
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
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
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

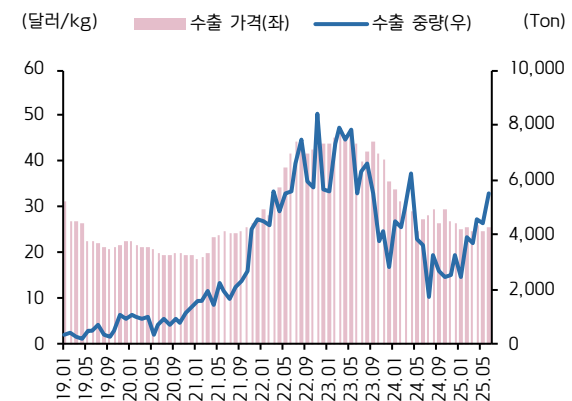
자료: Tesla IR, 키움증권 리서치센터

양극재(NCM) 수출 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

대구 달서구 기준 양극재 수출 데이터(엘앤에프)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,254.0	3,023.1	3,627.4
매출원가	4,783.7	2,371.0	2,375.5	2,762.4	3,274.9
매출총이익	-139.6	-463.5	-121.5	260.7	352.5
판매비	82.7	95.2	123.2	164.3	196.6
영업이익	-222.3	-558.7	-244.7	96.4	155.9
EBITDA	-175.8	-495.3	-154.2	185.3	249.7
영업외손익	-73.4	39.2	-114.2	-96.8	-81.2
이자수익	8.9	5.8	9.4	6.7	5.9
이자비용	78.9	106.4	124.3	127.3	127.3
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	-13.1	-1.7	-1.7
법인세차감전이익	-295.7	-519.5	-358.9	-0.5	74.7
법인세비용	-100.8	-138.8	-99.5	-0.1	16.0
계속사업순이익	-194.9	-380.7	-259.4	-0.4	58.7
당기순이익	-194.9	-380.7	-259.4	-0.4	58.7
지배주주순이익	-194.3	-377.9	-257.5	-0.4	58.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	19.5	-58.9	18.2	34.1	20.0
영업이익 증감율	-183.5	151.3	-56.2	-139.4	61.7
EBITDA 증감율	-159.1	181.7	-68.9	-220.2	34.8
지배주주순이익 증감율	-172.0	94.5	-31.9	-99.8	-14,675.0
EPS 증감율	적전	적지	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	-3.0	-24.3	-5.4	8.6	9.7
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-10.9	3.2	4.3
EBITDA Margin(%)	-3.8	-26.0	-6.8	6.1	6.9
지배주주순이익률(%)	-4.2	-19.8	-11.4	0.0	1.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969.5	1,089.8	1,136.3	1,050.1	1,151.3
현금 및 현금성자산	241.3	279.5	453.2	322.5	282.5
단기금융자산	18.5	2.7	2.7	2.7	2.7
매출채권 및 기타채권	426.2	214.4	118.2	158.5	190.2
재고자산	1,163.4	574.6	543.7	547.8	657.3
기타유동자산	120.1	18.6	18.5	18.6	18.6
비유동자산	1,382.0	1,710.0	1,848.3	2,058.2	2,073.3
투자자산	129.9	184.1	333.0	481.8	530.7
유형자산	1,119.8	1,259.7	1,253.3	1,317.5	1,286.1
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	2,984.7	3,108.3	3,224.6
유동부채	1,747.3	1,552.2	1,699.4	1,776.3	1,836.7
매입채무 및 기타채무	201.2	212.3	359.5	436.4	496.8
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	74.2
비유동부채	494.1	524.3	824.3	874.3	874.3
장기금융부채	491.4	519.2	819.2	869.2	869.2
기타비유동부채	2.7	5.1	5.1	5.1	5.1
부채총계	2,241.5	2,076.5	2,523.6	2,650.5	2,711.0
지배지분	1,097.2	713.6	453.2	450.0	505.4
자본금	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	703.9	701.9	701.9	701.9	701.9
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	-280.2	-280.6	-222.3
비지배지분	12.8	9.7	7.8	7.8	8.3
자본총계	1,110.0	723.3	461.1	457.8	513.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-374.6	280.5	-23.4	-7.7	-57.1
당기순이익	-194.9	-380.7	-259.4	-0.4	58.7
비현금항목의 가감	14.9	-76.5	-33.2	70.3	92.0
유형자산감가상각비	44.2	60.5	86.4	85.8	91.4
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	-123.5	-18.4	-1.6
영업활동자산부채증감	-24.2	775.7	274.3	32.5	-80.8
매출채권및기타채권의감소	369.5	209.2	96.3	-40.3	-31.7
재고자산의감소	64.0	588.8	30.9	-4.1	-109.5
매입채무및기타채무의증가	-447.6	-87.9	147.1	76.9	60.4
기타	-10.1	65.6	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-170.4	-38.0	-5.1	-110.1	-127.0
투자활동 현금흐름	-561.3	-239.9	-220.3	-290.3	-100.3
유형자산의 취득	-482.0	-207.9	-80.0	-150.0	-60.0
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	360.0	110.0	60.0
차입금의 증가(감소)	1,052.6	103.1	300.0	50.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.8	0.0	0.0	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	173.7	-130.7	-40.0
기초현금 및 현금성자산	120.2	241.3	279.5	453.2	322.5
기말현금 및 현금성자산	241.3	279.5	453.2	322.5	282.5

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,372	-10,416	-7,095	-10	1,605
BPS	30,268	19,660	12,486	12,397	13,923
CFPS	-4,978	-12,602	-8,062	1,926	4,152
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-38.0	-7.8	-10.1	-7,230.7	44.9
PER(최고)	-65.1	-20.8	-13.2		
PER(최저)	-23.8	-7.8	-6.6		
PBR	6.74	4.12	5.77	5.81	5.17
PBR(최고)	11.55	11.04	7.53		
PBR(최저)	4.23	4.12	3.76		
PSR	1.59	1.54	1.16	0.86	0.72
PCFR	-41.0	-6.4	-8.9	37.4	17.3
EV/EBITDA	-51.0	-9.0	-27.6	23.9	17.9
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	-9.0	0.0	1.9
ROE	-16.4	-41.7	-44.1	-0.1	12.2
ROIC	-12.0	-25.8	-10.7	5.0	7.8
매출채권회전율	7.6	6.0	13.6	21.9	20.8
재고자산회전율	3.9	2.2	4.0	5.5	6.0
부채비율	201.9	287.1	547.4	578.9	527.8
순차입금비율	140.0	207.8	353.3	395.3	360.1
이자보상배율	-2.8	-5.3	-2.0	0.8	1.2
총차입금	1,813.7	1,784.9	2,084.9	2,134.9	2,134.9
순차입금	1,554.0	1,502.7	1,629.1	1,809.7	1,849.8
NOPLAT	-175.8	-495.3	-154.2	185.3	249.7
FCF	-730.6	85.2	107.9	48.1	75.5

Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 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

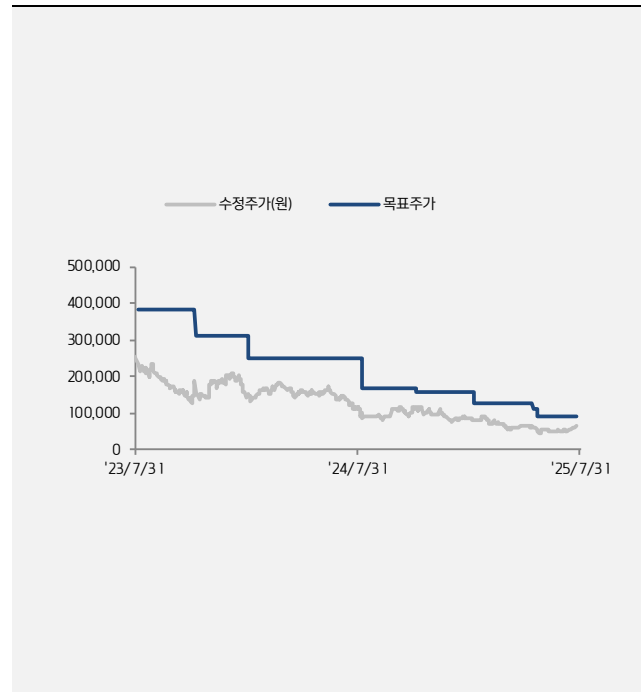
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2023-08-04	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-51.90	-38.31
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

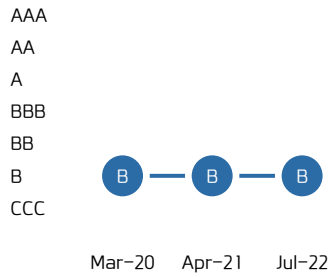
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(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 (2024/07/01~2025/06/30)

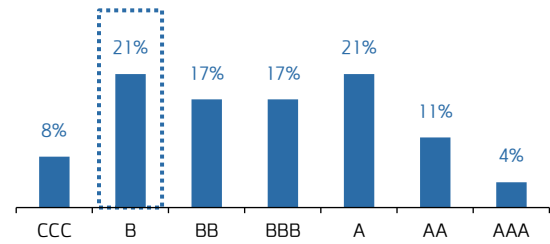
매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%

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 안전성	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