

2025.05.16.(금) 증권사리포트

▶ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

한화솔루션

목표주가 상향의 근거

[출처] 하나증권 윤재성 애널리스트

세제 개편 시 중국 모듈 업체의 AMPC 수취 제한될 전망

5/13일 하원 공화당 지도부는 세입위원회(Ways and Means Committee)를 통해 IRA의 주요 조항 폐지를 골자로 한 대규모 세제 개편안의 초안을 공개했다. AMPC(Section 45X)의 일몰은 2033년에서 2032년으로, PTC(Section 45Y)와 ITC(Section 48E)의 일몰은 2035년에서 2032년으로 앞당겼다. 주목할 점은, 1) 태양광/발전사업 PTC/ITC에 대한 FEOC(외국우려집단) 규정이 신규로 제정(2년 후부터 시행)되었고 2) AMPC에서의 FEOC 규정은 현재 배터리 구성요소/핵심광물을 중심으로 적용되지만 세제 개편 초안 통과 시 태양광 관련 제품에도 적용된다는 점이다. 현재 미국의 태양광 모듈 설비는 총 52GW인데, 그 중 중국이 지분을 보유한 설비는 Illuminate Solar 5GW, Trina Solar 5GW, JInko Solar 1GW 등을 포함해 21GW에 달해 M/S 40%를 차지한다. 이미 AD/CVD로 인해 동남아 4개국을 우회해서 들어오는 중국 물량의 유입이 막혀있는 상황에서 미국 내 M/S 40%를 차지하는 중국 태양광 모듈 업체의 AMPC 수취까지도 제한된다면, 미국 내 모듈 시장은 빠른 공급과잉 해소와 가격 반등이 나타날 수 있다. 게다가, 미국 내 태양광 제조 밸류체인을 보유하고 있는 First Solar와 한화큐셀의 Valuation Multiple 또한 기존 대비 상향될 필요가 있다.

태양광 수요가 성장할 수 밖에 없는 이유. 가스발전소의 병목 때문

에너지 업계의 미국 전력 수요 급증에 대한 확신은 AI/데이터센터 뿐 아니라, 제조업 건설투자 급증과 리쇼어링에 근거한다. 문제는 단기 가스발전소의 이용률 상승이 목격되나, 신규 가스발전소 건설에 병목이 발생한다는 점이다. 미국의 가스발전소 건설 비용은 kW당 820\$에서 2,400\$로 3배 가량 급증했고, 가스 터빈 부품 병목으로 납기 일정도 가속화 되기 힘들다. 가장 빠르고 현실적인 대안으로 태양광+ESS가 각광 받을 수 밖에 없는 구조다. 특히, 최근 모듈 가격 하락으로 여타 발전원 대비 LCOE는 더욱 낮아졌다.

TP 상향. 케미칼 턴어라운드 가능성까지 감안할 필요

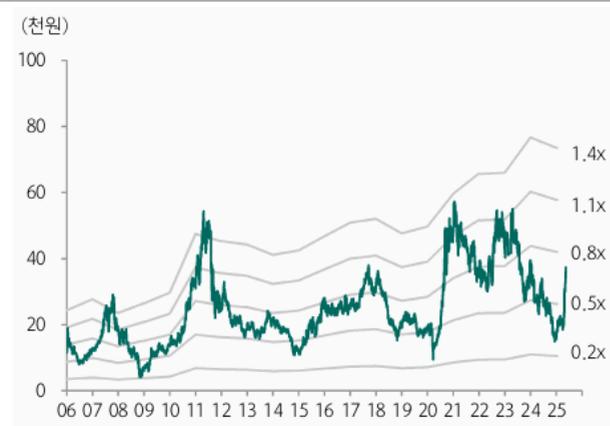
BUY를 유지하고, TP를 3.4만원에서 5만원으로 상향한다. 세제 개편안의 상하원 통과 가능성을 대전제로 삼고, 태양광의 가치를 상향했다(만약, 통과 실패 시 재차 TP 조정 불가피). 태양광 사업 EV/EBITDA Multiple을 8배에서 10배로 조정했다. Target Multiple 10배는 미국 시장에서 기대하는 First Solar에 대한 Target Multiple인데, 이번 FEOC 규정으로 한화솔루션도 First Solar와 동일한 가치 부여가 가능하다는 판단 때문이다. 영업이익은 2024년 -3천억원 2025년 7.5천억원(YoY +1조원) 2026년 1.1조원(YoY +51%)으로 드라마틱한 개선을 전망하며, 향후 모듈 반등 속도에 따라 추가적인 상향 조정이 가능하다. 미-중 관세 전쟁 완화와 미국 천연가스 강세-유가 약세 가능성 등을 감안하면 케미칼과 YNCC의 턴어라운드 가능성도 배제할 수 없다. 강력한 태양광 수요와 정책 모멘텀에 따라 주가가 어닝에 선행해 움직일 가능성이 높은 국면이다. 확인하고 나면 늦다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

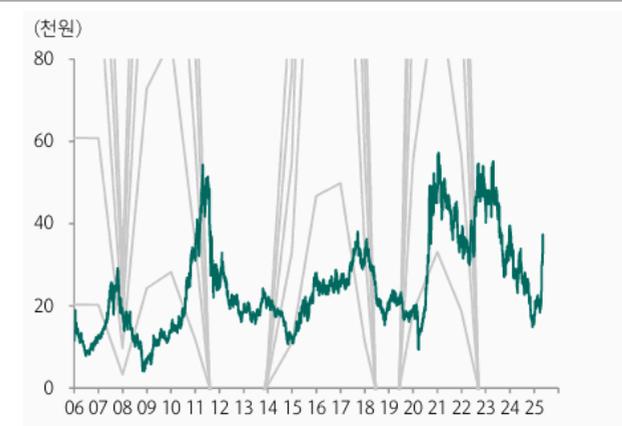
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,078.5	12,394.0	14,990.3	15,214.9
영업이익	579.2	(300.2)	749.5	1,131.8
세전이익	132.1	(1,423.7)	343.3	783.5
순이익	(141.0)	(1,404.4)	247.9	565.7
EPS	(795)	(8,050)	1,421	3,242
증감율	적전	적지	흑전	128.15
PER	(49.69)	(2.00)	23.72	10.39
PBR	0.84	0.29	0.60	0.57
EV/EBITDA	12.33	35.32	9.68	7.23
ROE	(1.66)	(15.99)	2.60	5.71
BPS	47,157	54,793	55,917	58,863
DPS	300	300	300	300

도표 2. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



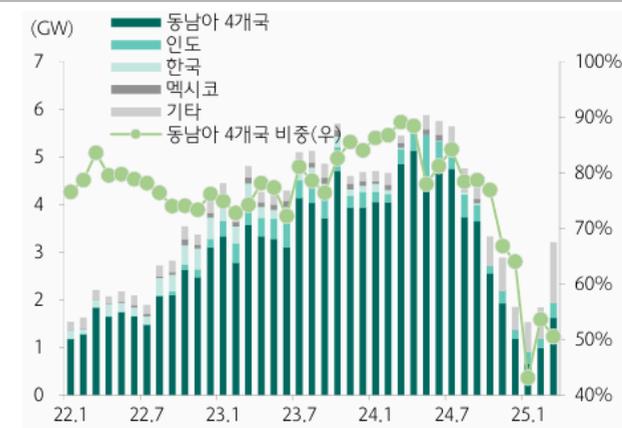
자료: 하나증권

도표 4. 미국 태양광 밸류체인 Capa 비교



자료: SEIA, 하나증권

도표 5. 미국의 태양광 모듈 수입량 추이



자료: Bloomberg, 하나증권



아스테라시스

미용의료기기의 성장성을 평가한다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

2025년 1분기 실적은 예상 수준

동사는 HIFU장비 Liftera, CoolSonnig, RF장비 Coolfase, 그리고 관련 소모품을 생산, 판매하고 있는 미용 의료기기 전문기업이다. 2024년 연결 매출액은 전년동기 대비 64.8% 증가한 288억원, 영업이익은

328.6% 증가한 67억원을 기록했다. 2025년 1분기 매출액은 전년동기대비 90.1% 증가한 67억 원이고, 영업이익은 6억 원으로 흑자 전환했다. 1분기 실적은 당사 리서치 예상 수준이다.

2025년 1분기 소모품 고성장이 전체 매출 견인, 2분기 매출 성장에 기대

동사의 제품별 영업현황과 전망은 다음과 같다.

첫째, 1분기 HIFU 장비 매출액은 전년 동기 대비 2.5% 증가한 10억 원 수준에서 머물렀다. 차세대 HIFU 장비 쿨소닉(CoolSonnig: DCC 냉각방식이 채용된 HIFU)를 개발, 2025년 2월에 한국 식약처 승인을 받았고, 2분기부터 매출이 증가할 것이다.

둘째, RF장비 쿨페이스(Coolfase)가 고성장할 전망이다. 쿨페이스는 직접 피부 표면을 직접 냉각하는 기술(DCC: Direct Contact Cooling)을 적용한 제품이다. 2024년 4월 말에 식약처 허가를 받았다. RF장비 매출이 2025년 1분기에 10억 원을 기록해서 2024년 4분기 36억 원(일시적 브라질 수출 증가)에 비해서는 크게 줄어들었지만 전년 동기 대비로는 높은 증가세를 유지하고 있다. 냉각방식에서의 경쟁력과 성수기를 맞아 2분기부터 쿨페이스 매출이 빠르게 성장할 것이다.

참고로 2025년 10월말(쿨페이스), 12월초(쿨소닉)까지 미국 FDA 승인을 목표로 하고 있다. 물론 예상치 못한 변수로 일정이 늦어질 수도 있지만, 만약 미국 FDA에서 승인을 받을 수 있다면 2026년 동사의 매출 성장에 대한 기대가 크게 높아질 것이다.

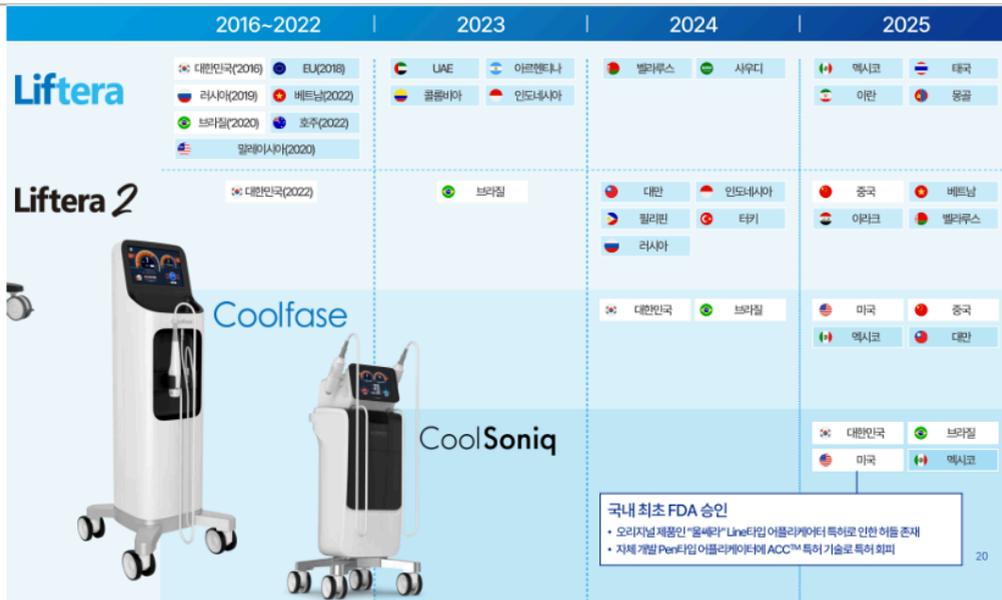
셋째, 소모품 매출 증가 폭이 크다. 2025년 1분기 소모품 매출액이 44억 원으로 전년 동기 대비 101.4% 증가했다. 성수기인 2분기부터 매출이 크게 증가할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	17	2	1	29	n/a	1.3	n/a	14.3	n/a
2024	29	7	5	163	n/a	-0.5	n/a	40.6	n/a
2025E	44	17	15	450	21.3	17.9	9.4	55.6	0.3
2026E	59	26	22	686	14.0	11.6	5.7	51.0	0.3
2027E	76	35	30	918	10.5	8.1	3.8	43.4	0.3

자료: KIFRS연결기준, 상상인증권

표 4. 주력 제품 출시 로드맵



자료: 아스테라시스 IR자료



유니드

사이클 턴어라운드에 더해진 정책 모멘텀

[출처] 하나증권 유재성 애널리스트

세제개편 초안에서 탄소포집(45Q)은 보조금 유지

5/13일 하원 공화당 지도부가 세입위원회(Ways and Means Committee)를 통해 제시한 세제 개편안 초안에서 AMPC(45X), PTC(45Y), ITC(45E)는 일몰 시점이 앞당겨 졌지만, 탄소포집과 관련된 세액공제 45Q는 기존 대비 변화가 없다. 일몰 시점은 기존 바이든 행정부가 제시한 2032년과 동일하며, 양도제한과 FEOC 규정만 추가되었다. 대부분의 청정에너지 세액공제가 축소되는 가운데 45Q가 유지되는 것은 탄소

포집에 대한 공화당의 우호적인 스탠스를 암시한다. 공화당의 탄소포집에 대한 긍정적인 스탠스는 탄소 포집이 전력 수요 급증과 미국 원유/가스 생산량 확대, 에너지 수출을 위한 핵심적인 기술이기 때문이다.

탄소포집은 미국의 에너지 전략의 핵심 기술로 자리잡을 것

탄소포집은 미국의 에너지 전략의 핵심 기술로 자리잡을 것이다. 우선 원유/가스 생산량 확대를 위한 핵심 기술이다. EIA는 미국 원유 생산량 Peak Out 시점을 2027년으로, 가스는 2032년으로 제시했다. 에너지 업계의 CEO들도 비슷한 스탠스다. Occidental은 CO2를 광구 주입(EOR 기술)하여 Shale에서 생산량을 2배 늘린 결과를 보유하고 있다고 밝혔다. 45Q 유지는 물론 EOR에 대한 세제혜택 확대 가능성도 배제할 수 없다. 또한 탄소포집은 미국의 가스발전소 확대 과정에서 CO2 배출을 줄일 핵심 기술이다. 실제, ExxonMobil과 Chevron은 2027~28년 하이퍼스케일러향 가스발전소 건설을 진행하면서 탄소포집 기술이 핵심이라 강조하고 있다. 마지막으로, 미국은 LNG 이후 암모니아까지 수출을 확대할 것이다. 자국내 풍부한 천연가스를 개질한 후 탄소포집 하면 블루수소-블루암모니아가 만들어지기 때문이다. 또한 배출량 기준이 엄격한 유럽향 LNG 판매를 위해서도 탄소포집이 필요하다. 즉, 탄소포집은 단순히 이산화탄소 배출 저감을 위해서만이 아니라 미국 에너지 전략의 핵심 기술이 될 수 있다는 점을 다시 한 번 강조한다.

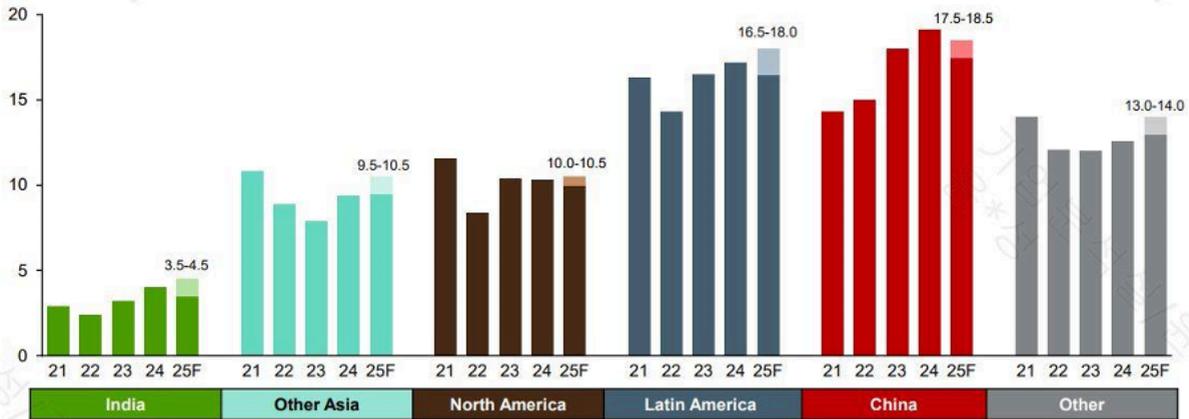
곡괭이와 삽 전략의 핵심 업체. 칼륨 사이클 턴어라운드에도 주목

BUY 유지, TP는 12만원에서 13만원으로 상향한다. 세제 개편안의 상하원 통과가능을 대전제로 삼고, 칼륨계 시장의 가치 재평가 가능성을 감안해 Target Multiple을 상향했다. 신규 시장의 성장 과정에서 성공적인 투자전략은 곡괭이와 삽 전략이다. 탄소포집 시장의 성장 과정에서 칼륨계 제품(가성칼륨/탄산칼륨)은 탄소 흡착제로 골드러시 때의 곡괭이와 삽과 같다. 염화칼륨 생산업체 Nutrien은 북미/남미/인도/아시아의 칼륨계 비료 수요 증가에도 불구하고, 러시아/벨라루스의 공급 조절이 나타나면서 2025년 염화칼륨 시장이 타이트할 것으로 전망하고 있다. 칼륨의 사이클이 돌아서고 있다는 점을 감안하면 하반기에도 실적 호조는 지속될 가능성이 높다. 울산2차/중국 UHC 증설에 따른 외형성장까지 더해지며 2025년 영업이익은 1,398억원(YoY +46%)으로 과거 최대치에 거의 육박할 전망이다. 2025년 추정 ROE 9.8% 등을 감안 시 현 주가는 PBR 0.53배, PER 5.67배로 절대 저평가다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2023	2024	2025F	2026F	
매출액	1,133.7	1,111.6	1,401.2	1,511.6	
영업이익	32.1	95.4	139.8	151.8	
세전이익	22.8	86.8	136.7	148.9	
순이익	16.3	76.2	103.9	113.2	
EPS	2,403	11,265	15,354	16,725	
증감율	(83.48)	368.79	36.30	8.93	
PER	28.21	6.42	5.67	5.20	
PBR	0.51	0.48	0.53	0.49	
EV/EBITDA	6.36	3.96	3.24	3.00	
ROE	1.80	7.96	9.82	9.80	
BPS	134,122	150,250	163,838	178,798	
DPS	1,600	1,800	1,800	1,800	

도표 1. 염화칼륨 수요는 북미/남미/인도/아시아를 중심으로 성장 예상

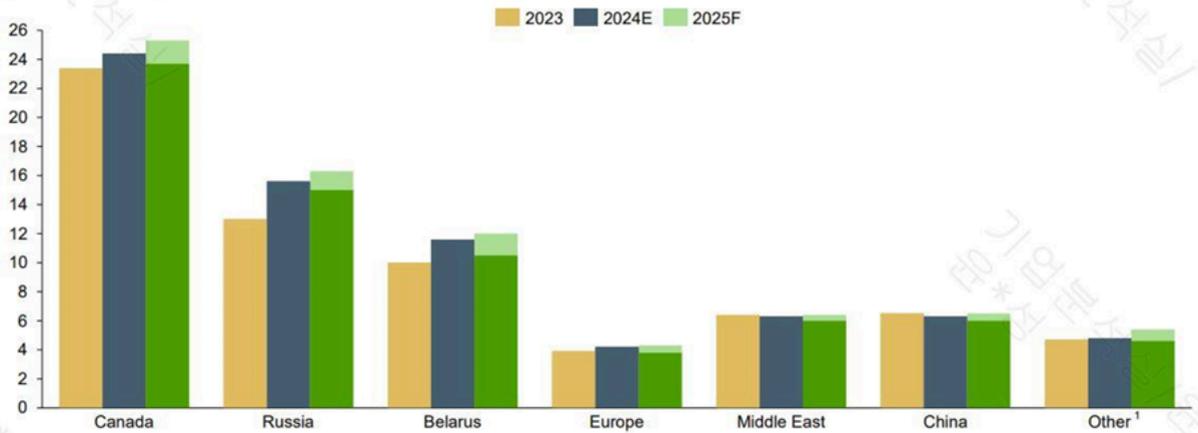
Potash Demand
(millions tonnes KCl)



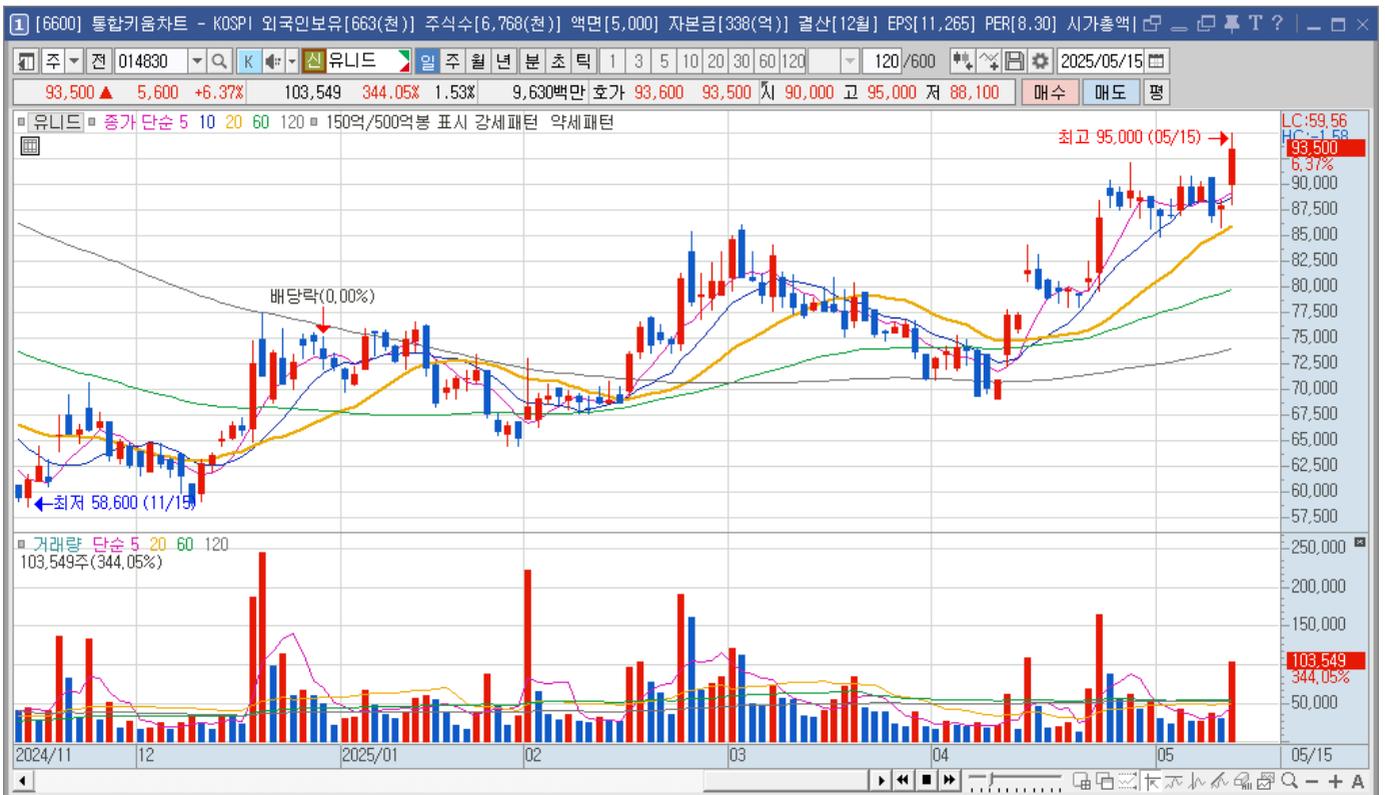
자료: Nutrien, 하나증권

도표 2. 염화칼륨 공급은 크게 늘어나지 않을 것으로 예측. 2025년 염화칼륨 시장의 타이트한 수급을 예상하는 이유

Potash Production in Selected Regions
(millions tonnes KCl)



자료: 하나증권



뷰노

오랜 기다림

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

큰 문제 없었던 1분기 실적

1Q25 실적은 매출액 75억 원(YoY +36.1%, QoQ +6.5%; 컨센서스 -5.1% 하회, 당사 추정치 -6.3% 하회), 영업이익 -34억 원(YoY 적지, QoQ 적지, 영업이익률 -44.6%; 컨센서스 대비 영업손실 16억 원 초과, 당사 추정치 대비 영업손실 22억 원 초과)을 기록했다.

국내 'DeepCARS': 1Q25 매출액 63억(YoY +40.9%)을 기록했다. 'DeepCARS'를 활용할 수 있는 병상 수가 전국적으로 46,000개를 돌파하였다. 5월 들어서는 48,000개를 넘어서며 꾸준한 분기 침투율을 보여주고 있다. >> '25년 연간 매출액 313억(YoY +45.1%)을 전망한다.

미국 'DeepCARS': FDA 측에 임상 결과 제출을 완료하고 현재 심사 및 피드백을 대기하고 있다. 3Q25 FDA 510(k) 인증을 획득하고, 4Q25부터 매출액이 소폭 발생하기 시작할 것으로 전망한다. 이러한 심정지 모니터링 솔루션이 미국에도 많지 않고, AI를 결합한 사례가 없기에 보험 수가 등록 등의 과정이 필요하고, NTAP의 신의료기술 가산 수가 정책을 활용할 가능성이 높다.

'25년 실적은 매출액 409억(YoY +58.0%), 영업이익 -3억(YoY 적지, 영업이익률 -0.7%)을, '26년 실적은 매출액 590억(YoY +44.3%), 영업이익 73억(YoY 흑전, 영업이익률 12.4%)을 전망한다. 지난 5월 12일, 유럽 'DeepCARS' CEMDR 인증을 획득하였고, 현지 파트너사와 구체적인 협의를 진행 중이다.

3월에 CT 기반 폐결절 진단 AI 솔루션 'Med Lung-CT'를 코어라인소프트에 30억 원 규모로 매각하였다. 이에 따른 매각 대금은 2Q25, 3Q25에 15억씩 반영하여 회사의 실적 성장에 보탬이 될 전망이다.

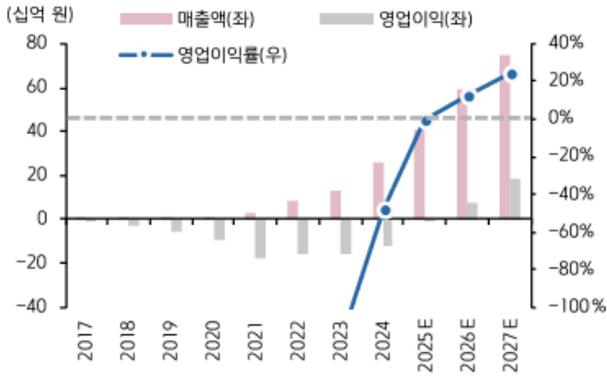
흑자와 FDA 인증을 향한 기다림, 목표주가 -24.3% 하향

'27년 EPS 전망치 1,038원을 동사 WACC 6.3%로 현재화한 918원에 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가를 28,000원으로 하향한다(기존 37,000원 대비 24.3% 하향)한다. 여러 차례 미뤄진 바 있으나 침체된 주가 분위기를 바꿀 만한 촉매제는 분기 BEP 달성과 FDA 인증 획득이다. 해당 모멘텀들이 발현되기 전까지 국내 'DeepCARS' 기반 매출액 규모를 분기별로 성장시키는 과정은 필수적이다.

투자지표				
(십억 원)IFRS 연결	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13.3	25.9	40.9	59.0
영업이익	-15.7	-12.5	-0.3	7.3
EBITDA	-14.3	-10.9	1.1	8.1
세전이익	-15.6	-13.0	-0.1	7.6
순이익	-15.6	-13.0	-0.1	5.9
지배주주지분순이익	-15.6	-13.0	-0.1	5.9
EPS(원)	-1,181	-938	-4	424
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	-35.6	-25.8	-5,391.8	45.6
PBR(배)	115.96	11.01	8.63	7.13
EV/EBITDA(배)	-40.4	-30.8	227.6	28.8
영업이익률(%)	-118.0	-48.3	-0.7	12.4
ROE(%)	-131.8	-72.9	-0.2	17.1
순차입금비율(%)	20.0	0.3	-88.5	-95.5

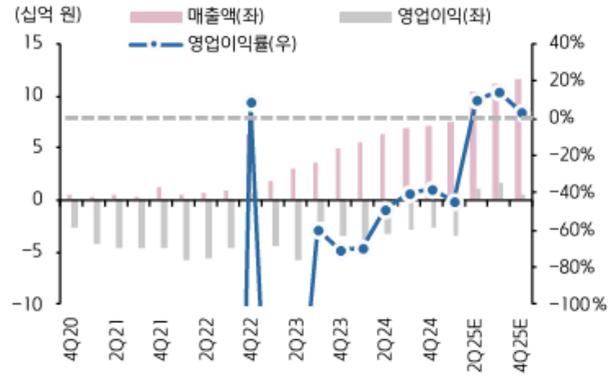
자료: 키움증권

뷰노 연간 실적 추이 및 전망



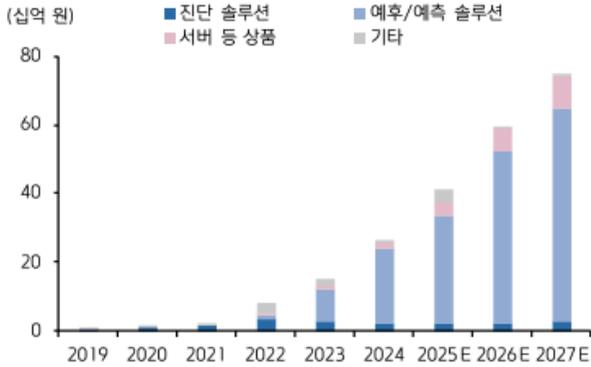
주) '23년 이전 영업이익률은 -100% 미만
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

뷰노 분기 실적 추이 및 전망



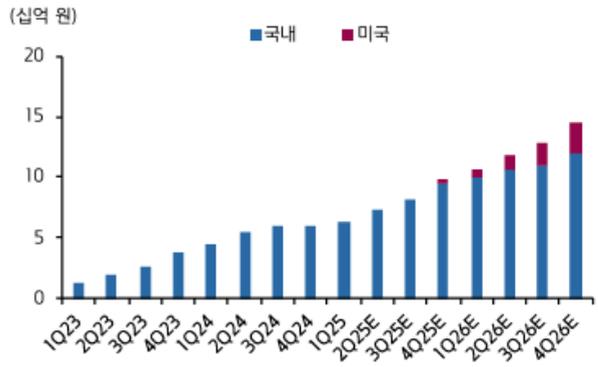
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

뷰노 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 뷰노, 키움증권 리서치센터

지역별 'DeepCARS' 매출액 추이 및 전망



자료: 뷰노, 키움증권 리서치센터





현대해상

CSM 회복으로 미래 기틀 마련

[출처] 키움증권 안영준 애널리스트

1Q25 순이익 -57% (YoY)

2025년 1분기 순이익은 전년동기대비 57% 감소한 2,032억원을 기록했다. 실적이 상대적으로 큰 폭으로 감소한 이유는 보험금예실차가 크게 부진했기 때문이다. 상대적으로 높은 실적 변동성과 주주환원 관련 불확실성이 이어지고 있는 모습이다.

실적은 부진했지만, CSM은 선방

현대해상의 1분기 보험이익은 67% (YoY) 감소했는데, 전년동기 2,264억원의 손실부담계약비용 환입이 있었던 높은 기저와 독감 유행으로 보험금예실차가 부진했던 영향이다. 자동차보험손익은 누적된 효율 인하에 따른 손해율 상승으로 63% (YoY) 감소했으며, 일반보험손익은 외형과 손해액이 모두 증가하여 2% (YoY) 감소했다. 투자이익은 1% (YoY) 감소한 1,070억원이었는데, 이자/배당손익은 감소하였으나 평가/처분손익의 적자폭이 축소된 것이 이를 상쇄했다.

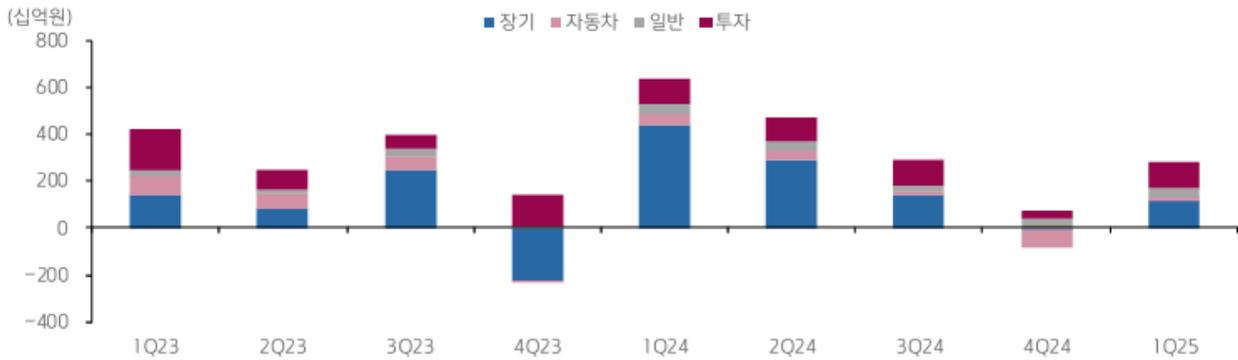
신계약 CSM은 전년동기대비 18% 증가한 4,779억원이었는데, 월초보험료는 15% (YoY) 감소했음에도 효율 인상이 반영됨에 따라 신계약 CSM 배수가 전년동기 10.4배에서 14.1배로 큰 폭으로 상승하며 신계약 CSM 성장을 견인했다. CSM 잔액은 전년말대비 10.4% 증가한 9조 1,083억원을 기록했는데, 양호한 신계약 CSM과 약 5,000억원의 양의 CSM 조정 등이 반영되었기 때문이다. 1분기말 예상 K-ICS 비율은 CSM 성장과 후순위채 발행 등에 힘입어 전년말대비 2.4%p 상승한 159.4%이다.

투자의견 Outperform 유지, 목표주가 26,000원 하향

보험금예실차 부진에 따른 실적 악화는 다소 아쉽지만, 전년 반영된 대규모 CSM 조정이 대부분 회복되었으며 신계약 CSM 역시 견조한 모습을 보이고 있다. 향후 높은 실적 변동성 요인의 영향은 이전보다 크게 축소될 것으로 예상되나, 아직까지 주주환원에 대한 불확실성은 이어지고 있다. 투자의견 Outperform 유지, 목표주가는 26,000원으로 하향한다.

(십억원, 배)	2023	2024	2025E
보험이익	526.5	1,043.1	1,196.1
투자이익	450.8	352.1	403.2
영업이익	977.3	1,395.2	1,599.3
세전이익	952.9	1,366.4	1,588.7
당기순이익	772.3	1,030.7	1,190.5
ROE	9.9	18.7	26.0
ROA	0.5	2.2	2.5
EPS	8,639	11,529	13,317
BPS	68,424	55,114	47,206
PER	3.6	1.9	1.7
PBR	0.5	0.4	0.5
DPS	2,063	0	0
배당수익률 (%)	6.7	0.0	0.0

현대해상의 부문별 이익 추이



자료: 현대해상, 키움증권 리서치센터.



CJ제일제당

3분기부터 이익 회복 기대

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

1분기 영업이익, 시장 기대치 7% 하회

주요 사업 부문의 실적 부진을 반영해 목표주가를 31만원으로 13.9% 하향 조정한다. 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 7조 2,085억원(-0.1% yoy), 3,332억원(-11.4% yoy)으로, 컨센서스(7조 3,893억원 / 3,586억원)와 당사 추정치(7조 4,591억원 / 4,113억원)를 하회했다. 내수 소비 둔화와 원가 부담으로 식

품 사업이 위축됐고, 바이오 부문 역시 수익성이 저하되며 전반적인 실적 부진을 보였다. 당기순이익은 62.9%(yoy) 급감했으며, 이는 영업이익 감소와 법인세 증가 영향이 컸다.

F&C 이익 성장, 식품과 바이오, 물류 부진 상쇄 역부족

부문별로, 식품 매출과 영업이익은 각각 2조 9,246억원(+3.3% yoy), 1,286억원(-30.3% yoy)을 기록했다. 국내 매출은 1.4%(yoy) 감소한 반면, 해외는 미주(+6%), 유럽(+36%), 일본(+15%), 중국(+15%) 등 주요 지역에서 고른 성장세를 보였다. 그러나 국내 원·부자재 가격 상승, 고마진 선물세트 부진, 미주 공장 파이 설비 가동 중단 등으로 수익성이 크게 악화됐다. 바이오 매출과 영업이익은 각각 8,954억원(-12.4% yoy), 825억원(-15.6% yoy)을 기록했다. 전년 트립토판, 스페셜티 아미노산 호황에 따른 기저 부담과 고수익 제품 시황 약세가 실적 부진의 주요 원인으로 작용했다. F&C부문 매출과 영업이익은 각각 5,425억원(-8.2% yoy), 352억원(흑자전환 yoy, 1Q24: 152억원 적자)을 기록했다. 사료 판가 하락에 따른 매출 감소에도 불구하고, 비효율 사업장 구조조정 등 운영 효율성 강화로 이익 개선이 이뤄졌다. CJ대한통운은 매출이 2.4%(yoy) 증가했지만, 주 7일 배송 시행 초기의 운영 비용 증가로 영업이익은 21.9%(yoy) 감소했다.

하반기 식품 원가 부담 완화 기대

2분기까지는 식품과 바이오 부문의 감익 흐름이 이어질 가능성이 크다. 다만 3분기부터는 가격 인상 효과에 따른 식품 원가 부담 완화 등으로 이익 회복이 가능할 것으로 보인다. 이에 따라 매수 의견은 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,023	29,359	30,039	31,454	33,051
영업이익	1,292	1,553	1,515	1,725	1,813
세전이익	732	611	940	1,037	1,054
지배주주순이익	386	148	416	541	546
EPS(원)	23,559	9,046	25,393	33,028	33,358
증가율(%)	-35.2	-61.6	180.7	30.1	1.0
영업이익률(%)	4.5	5.3	5.0	5.5	5.5
순이익률(%)	1.9	1.2	2.1	2.4	2.3
ROE(%)	5.6	2.0	5.2	6.4	6.1
PER	13.8	28.2	9.4	7.2	7.1
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.7	5.9	6.2	6.2	6.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. CJ제일제당 연결 실적 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, IBK투자증권





엘앤에프

Tesla향 출하 본격화로 실적 회복 구간 진입

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

1Q25 영업이익 -1,403억원, 시장 컨센서스 하회

엘앤에프의 1Q25 실적은 매출액 3,648억원(flat QoQ, -43%YoY), 영업이익 -1,403억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 712억원)를 하회했다. Tesla 향 하이니켈 양극재 출하량은 증가했으나(NCMA90 판매량 +17%QoQ), NCM523 제품은 EU CO2 배출 규제 유예 영향으로 판매량이 감소했으며(-13%QoQ), 리튬 가격 하락에 따른 ASP 하락(Blended -6%QoQ)으로 매출은 전분기 대비 소폭 감소했다. 수익성의 경우 메탈 가격 하락에 따른 역래깅 영향, 재고평가손실의 추가 인식(747억원) 및 낮은 가동률에 따른 고정비 부담으로 큰 폭의 적자를 기록했다.

2Q25 영업이익 -502억원(적자지속 YoY) 전망

2Q25 실적은 매출액 5,678억원(+56%QoQ, +2%YoY), 영업이익 -502억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 메탈 가격 하락 영향으로 소폭의 판가 하락이 예상되나, Tesla의 신규 모델 향 출하 본격화로 NCMA95 제품의 출하량 및 매출이 전분기비 큰 폭으로 증가할 것으로 보인다. 추후 기존 NCMA90 제품 위주에서 NCMA95 제품으로의 전환이 하반기로 갈수록 빠르게 이루어질 것으로 예상된다(NCMA95 비중 1Q 10% □ 2Q 50% 추정). 수

익성의 경우 추가적인 재고평가손실 인식(290억 추정)이 예상되나, 높은 원가 재고의 점진적 소진 및 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화로 전분기비 적자폭이 크게 줄어들 것으로 예상된다.

주가 De-Rating 요인 해소 중

2025년 실적은 매출액 2조 2,911억원(+20%YoY), 영업이익 -1,797억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 그동안 동사의 주가 하락 요인으로 작용했던 높은 탄산 리튬 재고(장기공급계약 기반)와 그로 인한 대규모 재고평가손실 이슈가 동 계약 종료로 올해까지만 발생된 후 해소될 것으로 보이며, 평가손실 대부분도 상반기에 이루어질 것으로 예상된다. 또한, 동사는 최근 국내 이차전지 업체 중 유일하게 연간 가이던스

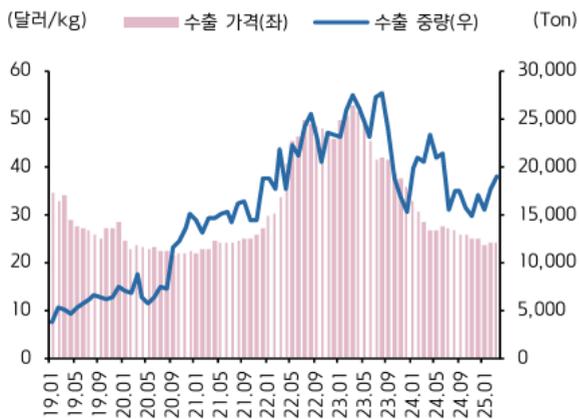
를 상향 조정했는데(출하량 +30%YoY □ +40%YoY 이상), 그 근거는 높은 비중을 차지하는 단일 고객사의 신차에 올해 단독 공급이 예상되기 때문이다. 다만, 가이던스가 현실화되기 위해서는 결국 Model Y Juniper의 유럽/중국 롱레인지 판매량이 중요한데, 차량 인도가 예상되는 6월(유럽 기준) 데이터를 통해 전방 수요가 확인되어야 한다. 한편, 동사는 최근 저가 모델용 LFP 신규 사업도 추진 중에 있어, 하반기 주가 반등이 유효하다고 판단한다. 실적 추정치 변경 반영하여 목표주가는 110,000원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성 관점에서 투자의견은 'BUY'를 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,644.1	1,907.5	2,291.1	3,282.9
영업이익	-222.3	-558.7	-179.7	104.8
EBITDA	-175.8	-495.3	-89.2	193.8
세전이익	-295.7	-519.5	-281.0	22.7
순이익	-194.9	-380.7	-203.1	18.1
지배주주지분순이익	-194.3	-377.9	-201.7	17.9
EPS(원)	-5,372	-10,416	-5,556	494
증감률(%YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-38.0	-7.8	-11.1	125.1
PBR(배)	6.74	4.12	4.41	4.28
EV/EBITDA(배)	-51.0	-9.0	-41.9	19.7
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-7.8	3.2
ROE(%)	-16.4	-41.7	-33.0	3.5
순부채비율(%)	140.0	207.8	286.1	294.8

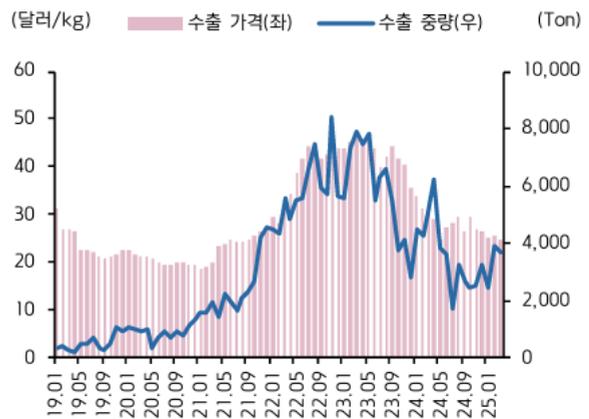
자료: 키움증권 리서치센터

양극재(NCM) 수출 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

대구 달서구 기준 양극재 수출 데이터(엘앤에프)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

