

2025.07.31.(목) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

유한양행

마일스톤 유입과 원료 공급 증가로 상회

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

효율적인 비용 통제, 마일스톤 유입 및 원료 공급 증가로 오랜만에 기대치를 상회하는 2분기 실적을 기록하였습니다. 장 중 호실적 발표하였으나, J&J의 실적 발표로 7/17일 동사의 주가가 +22% 상승하며 금번 실적 발표에는 별다른 반응을 보이지 않았습니다. 하반기 리브리반트 SC 제형 FDA 승인, 전체 생존(mOS) 데이터 공개 및 NCCN 선호 의약품 등재 모멘텀을 보유하고 있습니다.

2분기 실적 기대치 상회

2분기 연결 매출액은 5,790억 원(YoY +10%, QoQ +18%), 영업이익은 499억원(YoY +169%, QoQ +677%)으로 시장 기대치 매출액 5,903억 원과 영업이익 434억 원을 상회하였다.

일본에서 렉라자가 지난 5월 출시되면서 관련 마일스톤 1,500만 달러(약 210억 원)이 유입되었고, 고마진의 원료 공급이 확대되며 해외사업부 매출액 1,148억 원(YoY +18%)으로 성장을 이끌었다. 렉라자 판매 로열티 금액은 34억원으로 지난 1분기 약 20억 원 대비 증가한 것으로 추정된다.

향후에도 마일스톤과 API 공급 증가 기대

렉라자 마일스톤은 유럽 출시 관련 3,000만 달러가 오는 3분기 유입될 것으로 추정하여, 3분기 매출액은 6,029억 원(YoY -1%), 영업이익 486억 원(YoY +2%)이 전망된다.

렉라자 관련 예상 이벤트 ;

- 3Q25: 늦가을 리브리반트SC 제형 FDA 승인. 렉라자 유럽 출시 마일스톤 유입(약 3,000만 달러) 추정
 - 4Q25: 연말경 렉라자 중국 허가. 렉라자 병용 전체 생존(mOS) 데이터 발표
 - 1Q26: NCCN 가이드라인 선호 의약품 등재 기대, 렉라자 중국 출시 마일스톤 유입(약 4,500만 달러) 추정
- 유한화학이 증설하여 지난 4월 증설 완료된 HB동이 금세 풀 가동이 되어, 추가 설비 투자(HC동, 29만2천 리터)가 진행될 것으로 전망된다. 따라서 HC동이 완공되는 '27년 총 CAPA는 128만6천리터가 될 것으로 보인다. 올해 마일스톤 유입과 API 공급 증가가 실적을 견인할 것으로 보이나, R&D 비용 집행 여부에 따라 실적 변동이 있을 것으로 예상된다 ('25년 R&D 비용 2,521억 원 추정).

투자의견 BUY, 목표주가 15만원 하향

타겟 밸류에이션(미국 진출 상위 제약사)의 밸류에이션 하락(기존 42배→36배) 등을 반영하여, 동사에 대한 목표주가를 17만원에서 15만원으로 하향한다. 로열티 유입 속도가 예상보다 더디지만, 국가별 렉라자 출시 확대 및 하반기 리브리반트 SC 제형 FDA 승인, 전체 생존 데이터 발표에 따라 점차 미국 침투 속도가 증가할 것으로 전망한다. 점차 수익성 체질 개선이 기대됨에 따라 투자의견 BUY 유지한다.

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,859.0	2,067.8	2,192.1	2,395.0
영업이익	57.0	54.9	108.4	158.8
EBITDA	101.4	117.9	183.6	222.4
세전이익	134.8	61.4	144.9	215.0
순이익	134.2	55.2	116.7	173.1
지배주주지분순이익	136.2	70.7	149.5	221.8
EPS(원)	1,673	869	1,837	2,725
증감률(% YoY)	43.1	-48.1	111.5	48.4
PER(배)	41.1	137.6	65.2	44.0
PBR(배)	2.73	4.63	4.41	4.07
EV/EBITDA(배)	52.7	82.7	52.5	42.6
영업이익률(%)	3.1	2.7	4.9	6.6
ROE(%)	6.7	3.4	6.9	9.6
순차입금비율(%)	-2.5	-0.2	-4.1	-8.3

자료: 키움증권

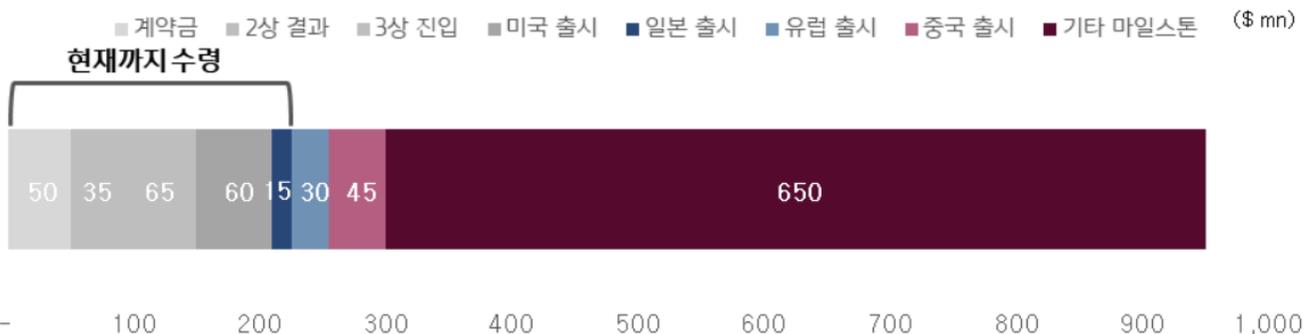
렉라자 로열티 추정 내역

	(\$mn)								
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
타겟 처방 환자 수	2,821	6,106	11,402	18,743	24,392	26,165	28,365	29,053	31,032
약가	199,604	205,592	211,760	218,112	224,656	231,395	238,337	245,487	252,852
타겟 시장 규모	563	1,255	2,414	4,088	5,480	6,054	6,760	7,132	7,847
타겟 점유율	20%	65%	80%	87%	87%	87%	87%	87%	87%
예상 매출액	113	816	1,932	3,557	4,767	5,267	5,882	6,205	6,827
러닝 로열티	10%	11%	12%	13%	14%	15%	15%	15%	15%
로열티 매출액	11	90	232	462	667	790	882	931	1,024
로열티 매출액(억 원)	158	1,257	3,245	6,473	9,344	11,061	12,351	13,030	14,336
로열티 영업이익(억 원)	95	754	1,947	3,884	5,606	6,637	7,411	7,818	8,601

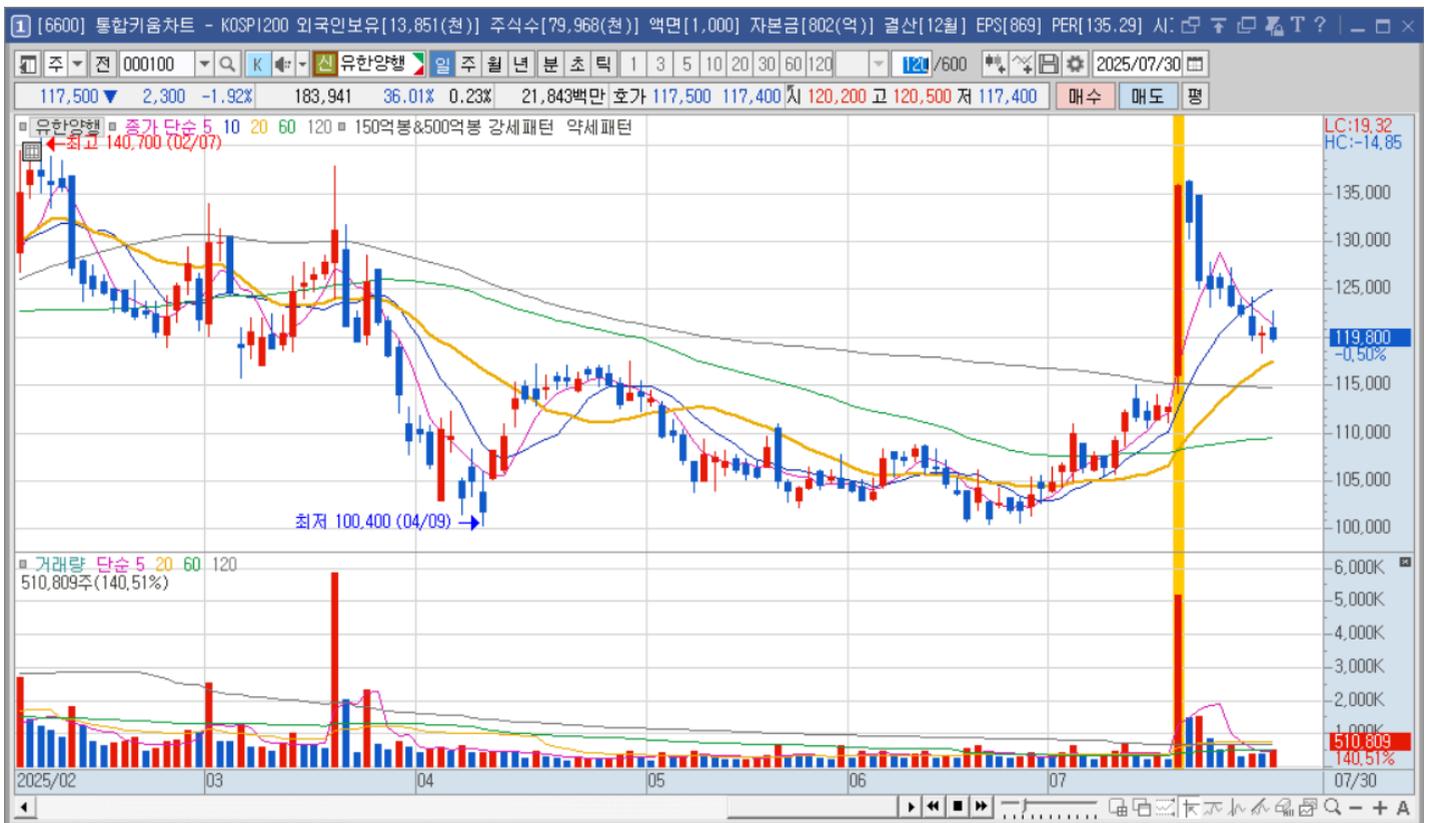
주: 환율 1,400원, 이익배분 60% 가정

자료: 키움증권 리서치센터

렉라자 마일스톤 추정 내역. 현재까지 \$225mn(약 3,100억 원) 수령



자료: 키움증권 리서치센터



롯데정밀화학

ECH 강세로 하반기 실적 개선 가시화

[출처] 하나증권 윤재성 애널리스트

2Q25 영업이익 컨센 부합

2Q25 영업이익은 87억원(QoQ -54%, YoY -49%)으로 컨센(94억원)에 부합했다. 케미칼/그린소재 모두 감익된 영향이다. 지배순이익은 155억원을 기록했다. 롯데이네오스로부터의 지분법 이익 약 30억원과 이자수익

약 60억원이 반영된 영향이다. 영업이익에 반영된 1~2분기에 걸쳐 진행된 약 50일 간의 대규모 정기보수 관련 비용은 약 70억원 수준으로 추정된다. 암모니아 트레이딩에서는 재고/판매단가 차이로 인한 이익 감소가 나타났으나, ECH는 비용 증가에도 불구하고 판가 상향에 따라 QoQ 적자폭이 축소되었고, 가성소다도 물량 증가로 QoQ 증익된 점은 긍정적이다. 그린소재는 환율 하락과 판가 하락, 정기보수 영향 등으로 QoQ 감익이 불가피 했다.

3Q25 영업이익 QoQ +119% 증익 전망

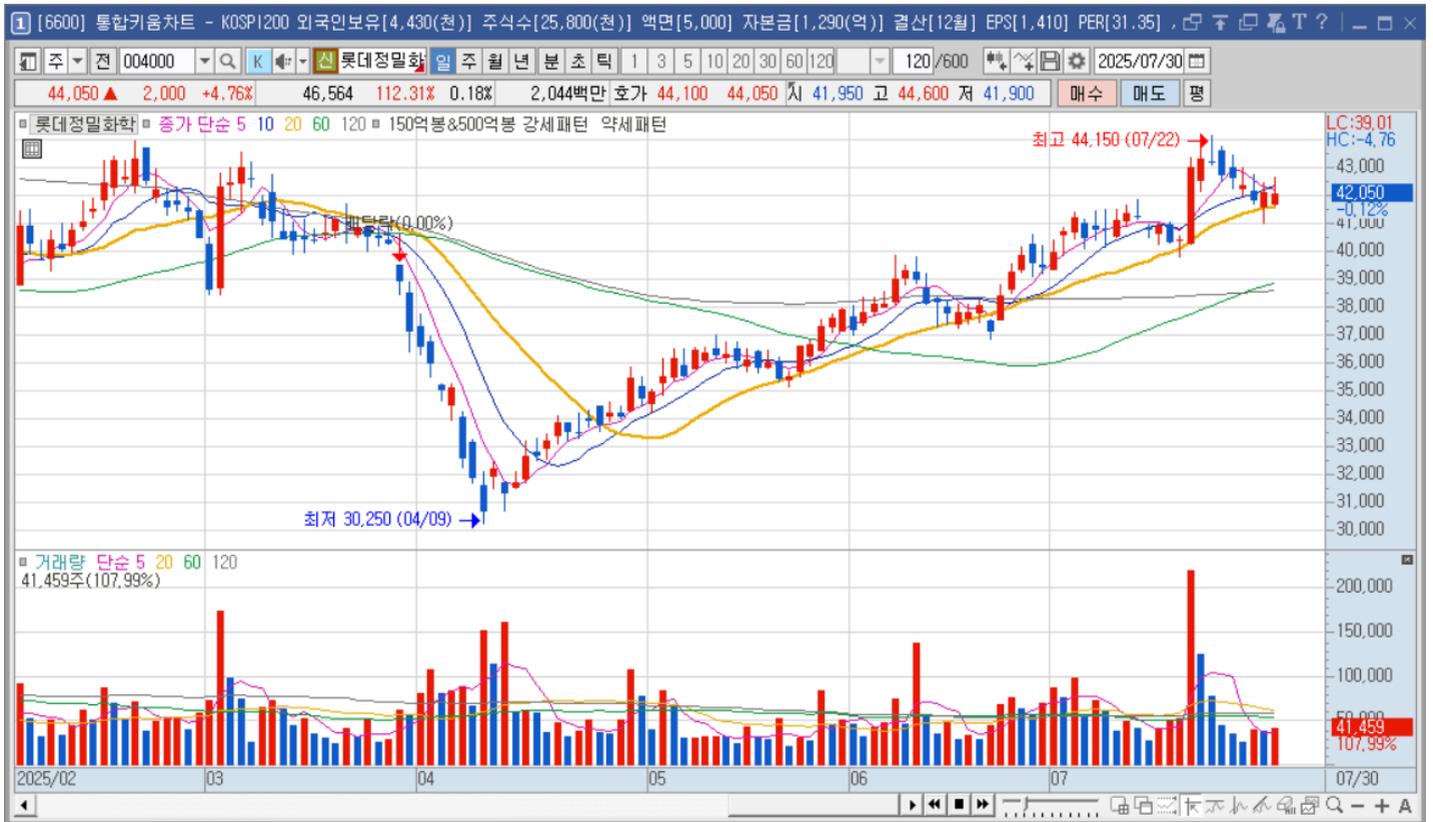
3Q25 영업이익은 190억원(QoQ +119%, YoY +84%)으로 증익을 전망한다. 우선 1~2분기에 걸쳐 진행된 약 50일 간의 정기보수 비용이 제거된다. 또한 ECH는 수출 비중 확대와 판가 상승, 가성소다는 물량 증가로 염소계열의 흑자 전환 가시성이 높다. 그린소재는 정기보수 비용 제거와 산업용 소재의 회복으로 QoQ 개선이 기대된다.

ECH 가격/마진 약 3년 래 최대. 하반기 뚜렷한 회복 전망

BUY, TP 5만원을 유지한다. 상반기 대규모 정기보수로 인한 비용이 제거되고, ECH 업황이 개선되면서 2H25 영업이익은 HoH +49% 개선될 전망이다. 이익 개선의 핵심은 ECH다. ECH 중국 가격은 5월 초 이후 +17%, 연초 대비 +20% 상승했는데, 이는 글리세린이 5월초 이후 +33% 상승하면서 글로벌 ECH Capa의 절반을 차지하는 중국 글리세린 기반 업체들의 원가 부담이 증가한 영향이다. 참고로, 유럽 글리세린은 3년 래 최대치를 기록 중인데, 이는 미국/유럽의 바이오디젤 생산량이 감소하며 부산물인 글리세린 생산량이 감소했기 때문이다. 단기적으로 미중 관세 전쟁 영향으로 바이오디젤의 원료인 팜유(CPO; Crude Palm Oil)가 급락했으나, 2025년 2월부터 시작된 No.1 인도네시아(M/S 60%)의 B40 바이오디젤 프로그램(바이오디젤의 팜유 혼합비율 상승 35%→40%), 2026년 B50(40%→50%) 도입 가능성 등을 감안하면 팜유는 재차 강세를 시현하면서 글리세린 강세를 지지할 전망이다. 게다가 2026년 EUDR 시행도 팜유와 글리세린 동반 강세의 배경이다. 전방 국내 에폭시 업체의 이익 개선에 따른 ECH 판가 상향 가능성도 높아졌다. EU는 7/29일부터 중국/대만/태국 에폭시에 대해 10.8~33%의 반덤핑 관세를 부과한 반면 한국에는 무관세를 적용했다. 미국도 지난 3월 에폭시 반덤핑 관세율을 확정했는데 한국은 5.68~7.6%로 중국 355%, 인도 13~16%, 대만 10~27% 대비 상대적으로 유리하다. 한국 에폭시 업체의 미국/유럽향 경쟁력 강화로 ECH의 국내 판가 상향 가능성도 높아지고 있다.

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,768.6	1,670.5	1,757.5	1,820.1
영업이익	154.8	50.4	68.6	95.3
세전이익	252.8	26.1	112.1	143.4
순이익	182.0	36.4	85.2	109.0
EPS	7,055	1,410	3,303	4,223
증감율	24.54	(80.01)	134.26	27.85
PER	8.22	27.91	12.73	9.96
PBR	0.63	0.43	0.45	0.44
EV/EBITDA	2.57	3.63	3.57	3.14
ROE	7.78	1.53	3.56	4.45
BPS	92,735	92,172	94,094	96,342
DPS	2,000	1,400	2,000	2,000

(십억원, %, 배, 원)



삼화콘덴서

26년 매출액 상향 조정. 이익이 관건

[출처] 미래에셋증권 박준서 애널리스트

2Q25 프리뷰: DC-LINK 성장 지속에도 환율·CR 압박으로 수익성 부담

2Q25 실적은 매출액 792억 원(+3.2% YoY), 영업이익 42억 원(-45.7% YoY)으로 예상된다. DC-LINK 부문은 견조한 성장세를 보이고 있으나, 환율 부담과 공급망 단가 협상 압박이 지속되면서 수익성은 전년 대비 큰

폭으로 감소할 전망이다. 특히, 관세 영향으로 주요 전방 고객사들이 보수적인 재고 관리를 지속하고 있어, 이러한 영향은 1H25까지 지속됐다. 다만, 3Q25부터 MLCC의 계절적 성수기에 진입하면서 업황은 점진적으로 개선될 것으로 기대된다.

26년 실적 상향 조정. DC-LINK 중심의 구조적 성장 본격화

25년과 26년 매출액을 기존 대비 각각 +14.7%, +15.0% 상향 조정한다. 이는 DC-LINK의 높은 성장 기대감에 기반하며, 25년 537억 원(+22% YoY), 26년 754억 원(+40% YoY)의 매출 성장으로 추정했다. 이미 국내 주요 고객사로부터 1,800만 대 이상 규모의 신규 수주를 확보했으며, 본격 양산이 2H25부터 시작될 것으로 예상되기 때문이다. 제품은 주요 고객사 메인 EV 라인업에 채택되어 있고, 글로벌 전력변환 효율 향상 니즈에 맞춘 설계 우위를 기반으로 채택 범위가 확대되고 있다.

MLCC 수요 회복 및 인프라 투자 수혜 지속

MLCC 부문은 2025년 1,415억 원(+4.5% YoY) 매출이 예상되며, 전장향 비중은 약 40% 수준으로 추정된다. 1H25까지는 고객사 재고 조정 영향으로 마진 훼손이 지속되었지만, 최근 재고 수준이 낮아지고 있어 3Q25 성수기 진입과 함께 수요 회복이 본격화될 전망이다. 특히 DC-LINK와 함께 전력 인프라 및 ESS 수요 증가에 따른 Film Capacitor(F/C) 부문도 견조한 성장을 이어가고 있어, 전체 수동소자 사업의 매출 안정성은 더욱 강화되고 있다.

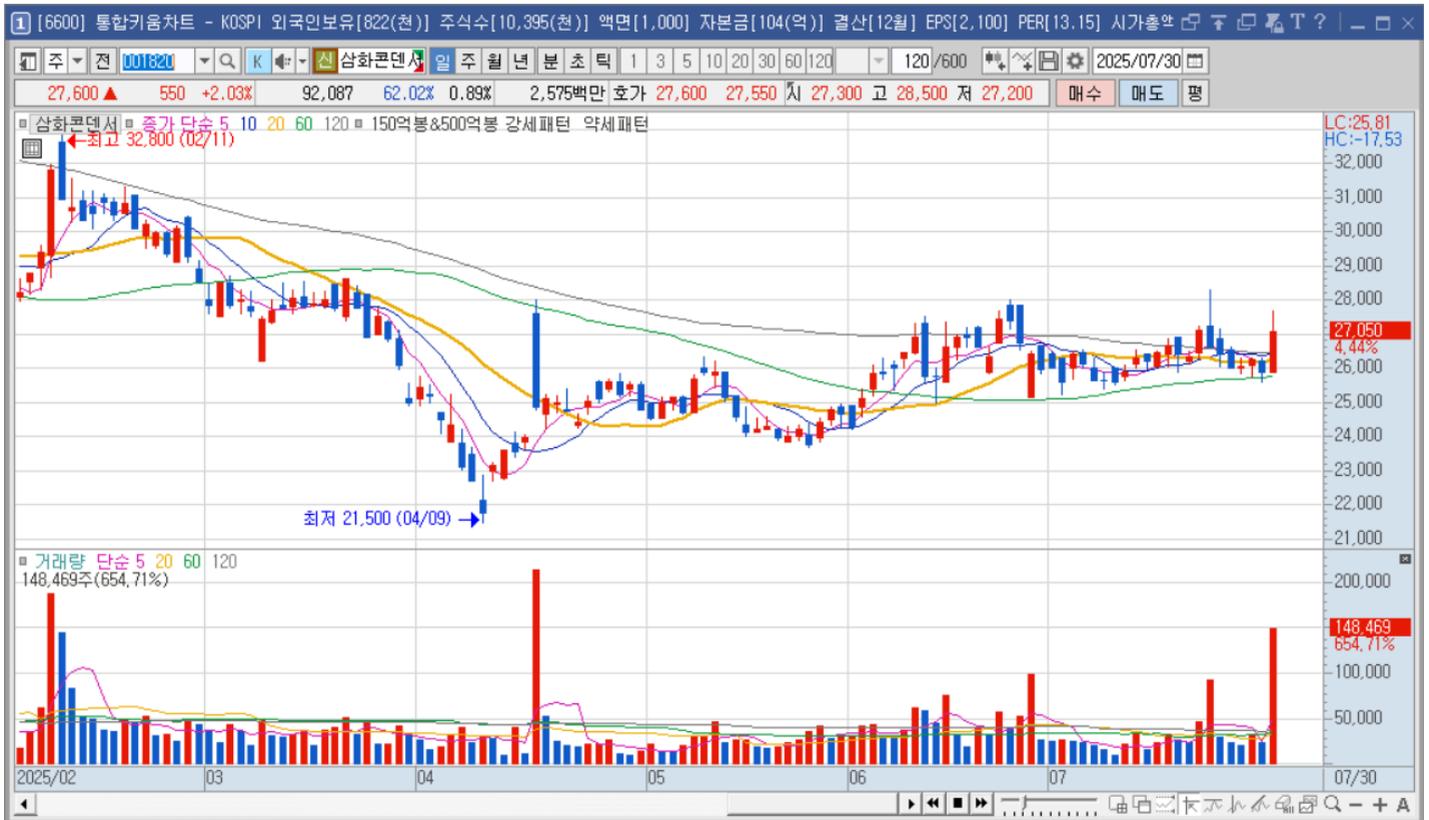
목표주가 40,000원 유지

동사는 전장향 MLCC 중심의 사업 구조에서 벗어나기 위해 AI 산업용, 로봇, 네트워크 장비용 MLCC로의 다변화를 추진하고 있으며, 일부는 대리점 경로를 통해 실제 수주와 출하가 이뤄지고 있는 것으로 파악된다. 특히 2H25부터는 전장향 고객사 재고가 안정화되며 가동률이 점진적으로 회복될 것으로 보이며, DC-LINK 태국 공장의 효율화도 본격화되어 중장기 마진 구조 개선이 가능할 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	281	295	313	346	384
영업이익 (십억원)	24	18	20	27	33
영업이익률 (%)	8.5	6.1	6.4	7.8	8.6
순이익 (십억원)	21	22	18	26	31
EPS (원)	2,002	2,100	1,772	2,454	3,017
ROE (%)	8.9	8.6	6.7	8.6	9.8
P/E (배)	19.0	13.1	15.3	11.0	9.0
P/B (배)	1.6	1.1	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터



한화솔루션

비용 증가에 대한 의문이 커지는 시점

[출처] 미래에셋증권 이진호, 김태형형 애널리스트

목표주가 5.1만원 → 3.8만원 하향. 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.8만원으로 하향한다. 요인은 향후 실적 전망치 하향 조정이며, 신규 공장 가동 지연과 공급망 다변화 및 관세로 인한 비용 증가 영향이 컸다. 실적이 3분기 이후 4분기에 다시 V자로 회복할 것으로 전망함에도 불구하고, 동사에 대한 보수적 접근을 권하는 이유는 1) 트럼프의 행정명령으로 인한

중국 제품 규제 강화 가능성, 2) 불확실한 신규 공장 가동 시점 때문이다. 해당 이슈들이 명확해지는 시점에서 판가 상승 vs 비용 증가에 대한 판단이 가능할 전망이다.

2Q25 Review: 모듈 가격 상승 가능성을 보여준 분기

동사의 2Q25 영업이익은 1,021억원으로 컨센서스를 -27% 하회했다. 컨센서스 하회 요인은 신재생에너지 부문 내 발전사업(유틸리티 및 주택용)이 부진했기 때문이다. OBBBA 법안 통과 과정에서 유틸리티 업체들은 사업 전망에 대한 불확실성으로 인해 관망세를 보였던 것으로 추측한다. 다만, 모듈 및 기타는 모듈 ASP 상승으로 약 -200억원을 기록하며 전분기 -1550억원 대비 크게 개선되었다. 당사는 모듈 가격이 약 30c/w 까지 상승했던 것으로 추정하나, 실적발표 컨퍼런스 콜에서 일시적인 현상이었다고 언급한 만큼 향후 가격 방향성 모니터링이 필요하다.

하반기 전망: 보수적인 접근 필요

동사의 3Q25 영업손익은 -1,523억원으로 전분기 대비 적자전환을 전망한다. 적자전환 요인은 셀 품질 이슈로 인한 공장 가동률 하락이다. 한국/말레이시아에 위치한 셀 공장은 불량 이슈로 인해 점검을 진행했다. 셀 공장은 7월 말부터 정상가동 되었으나 미국 수출까지 고려하면 미국 모듈 공장 가동 정상화는 9월부터 시작될 전망이다. 3분기 AMPC 가이드스가 1,200억원이기에 가동률은 약 60%를 예상한다.

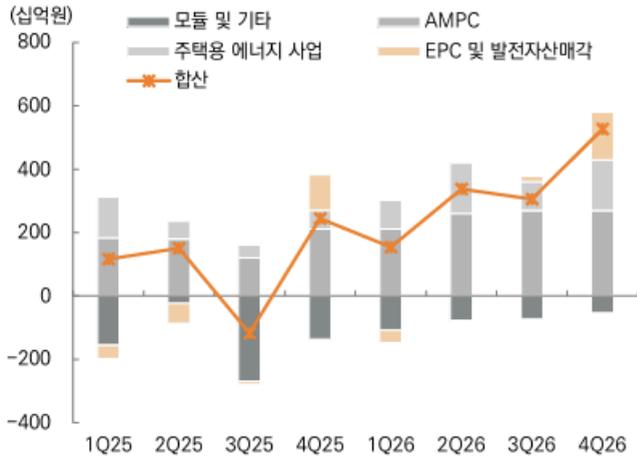
동사 실적 전망치를 하향 조정하는 이유는 1) 트럼프 행정명령으로 인한 착공 규제 강화 가능성, 2) 신규 공장 가동시점 지연(4Q25), 3) PFE 및 관세 이슈로 인한 비용 증가 때문이다. 미국 내 셀/모듈 공급량 축소로 가격 상승 시나리오는 여전히 유효하지만, 아직 행정명령 결과가 확정되지 않은 상황에서 온전히 비용 증가분을 판가에 전가할 수 있을지는 확인이 필요하다.

계산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	14,669	17,053	17,533
영업이익 (십억원)	579	-300	141	1,193	1,330
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	1.0	7.0	7.6
순이익 (십억원)	-141	-1,404	-579	768	921
EPS (원)	-795	-8,050	-3,320	4,402	5,278
ROE (%)	-1.7	-16.0	-6.4	8.5	9.3
P/E (배)	-	-	-	7.3	6.1
P/B (배)	0.8	0.3	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.8	1.9	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

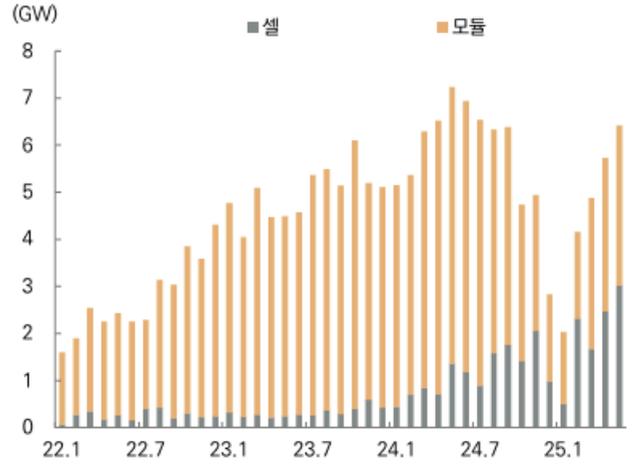
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



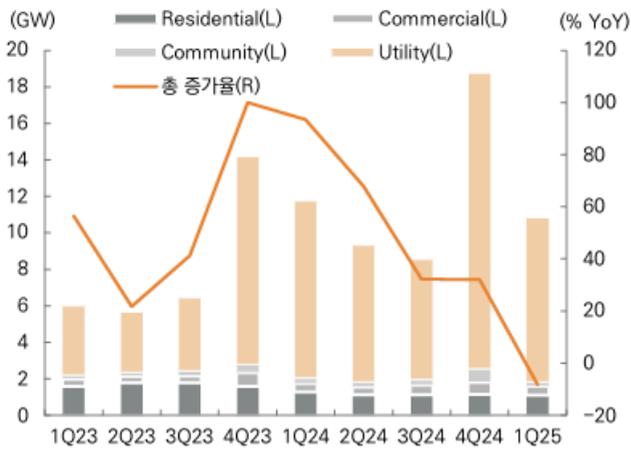
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 셀/모듈 수입량 추이



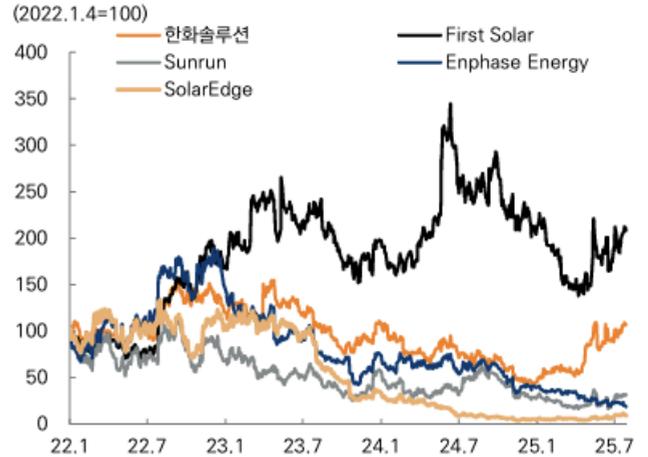
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)

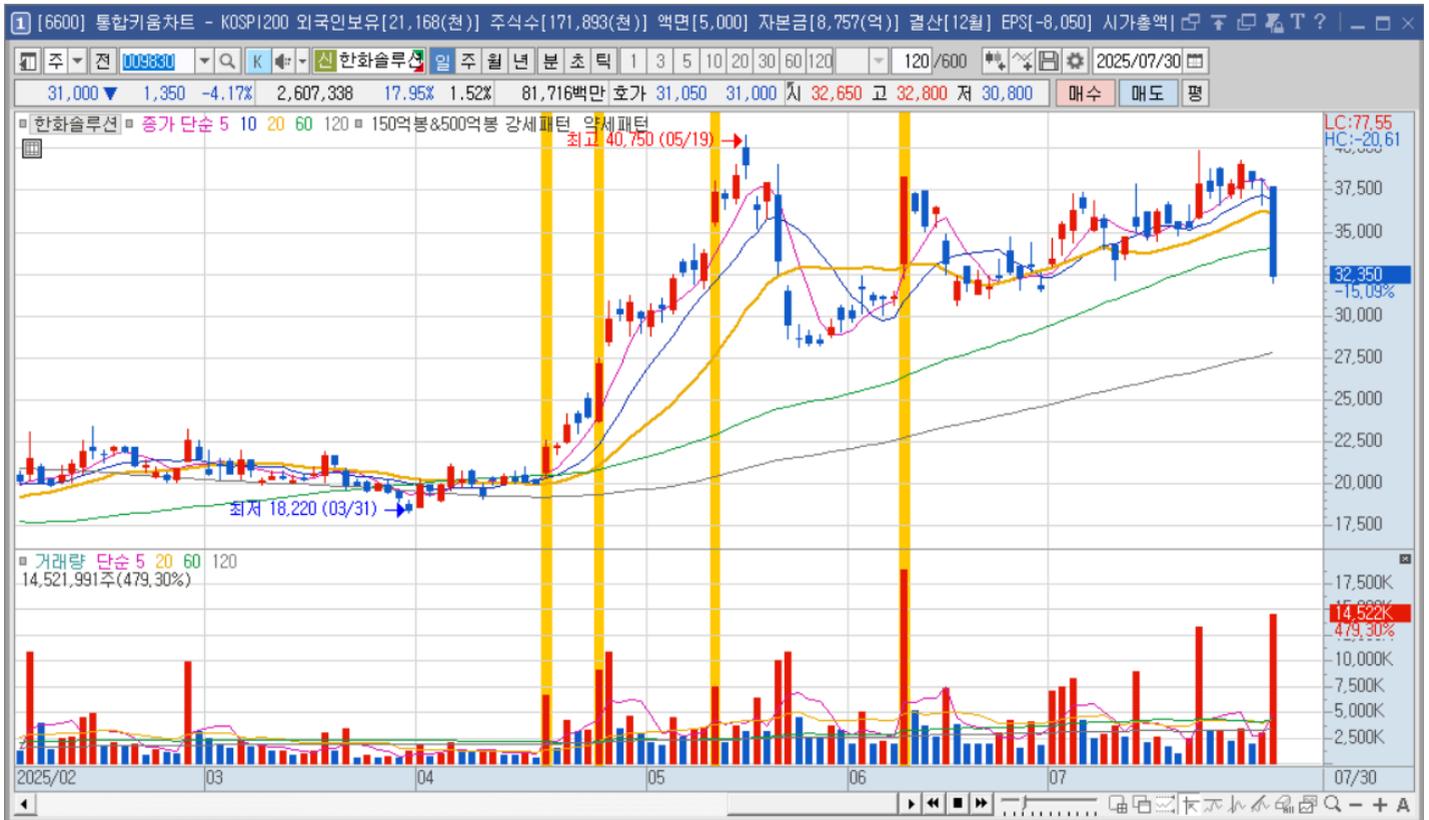


자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터



우리넷
실적도 좋고 재료도 좋은데 이 가격이 말이 되나요
 [출처] 하나증권 김홍식 애널리스트

투자의견 매수/12개월 목표주가 10,000원으로 커버리지 개시

우리넷에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 10,000원으로 커버리지를 개시한다. 매수 추천 사유는 1) 트래픽 증가 추세와 5G-SA 도입, 백본급 전송망의 국산화를 감안하면 수요 업사이드가 큰 시장이고, 2) 향후 통신사 장비에 양자암호통신 솔루션이 탑재됨에 따라 공급가와 이익률의 인상이 전망되며, 3) 기존 전송망

장비 뿐만 아니라 양자암호통신에서도 독보적인 기술경쟁력을 바탕으로 향후 산업 성장의 최대 수혜주로 발돋움 할 것이고, 4) 2024년 역대 최고 실적을 기록했고 향후에도 실적 견인할 요소가 많음에도 불구하고 양자암호통신 피어 업체 대비해서 멀티플이 낮은 수준이어서 멀티플 확장이 예상되기 때문이다. 7/30일 주가 6,200원 기준 상승 여력 62%로 판단한다.

전송망 장비 시장은 업사이드가 큰 매력적인 시장

전송망 장비 시장은 생각보다 수요 업사이드가 큰 시장이다. IT 기술이 발전하며 트래픽이 증가하고 있다. 이를 감당하려면 더 많은 전송망 장비를 구축하거나 더 짧은 주기로 장비를 교체해야 한다. 5G-SA가 본격적으로 전개될 경우 전송망 장비 수요는 몇 배 더 급증한다. 코어 서버가 전국에 분산되면 이를 가입자망에 연결할 장비가 증가하기 때문이다. 백본급 장비 국산화도 매력적이다. 아직은 외산 장비가 주도 중이지만 국산화 추진될 것이고, 수량은 소수지만 금액으로는 전체 시장의 50%를 차지하기 때문이다. 양자암호솔루션은 통신장비의 새로운 기회요인이다. 통신사 수요와 맞아떨어지며 장비 공급가 인상 및 이익률 향상으로 이어지기 때문이다.

불확실성 해소되고 잠재력 인정받으면 큰 폭의 주가 상승도 가능해

목표주가 10,000원은 우리넷 '25년 BPS 9,609원에 멀티플 1.0배를 적용하여 산출했다. 현재 멀티플 0.8배는 역사적 저점이다. 과거 우리넷 멀티플이 1.4배로 최고치를 기록했던 2020년 대비해서 펀더멘탈은 더 강화됐고 외부 이벤트도 더 우호적이다. 양자암호솔루션 피어그룹 멀티플 4.3배에 비해서도 과도하게 멀티플이 낮다. 우리넷엔 호재가 많기 때문에 중장기적으론 큰 폭의 주가상승도 가능하다. 이를 위해선 해소해야 할 불확실성이 다소 있는데, 크게 보면 1) 우리넷의 PTN 실적 지속, 2) 통신사 양자암호 솔루션 도입, 3) 국내 5G-SA 본격적인 개화이다. 통신산업 구조상 PTN 장비 수요는 계속 발생하고 우리넷 경쟁력이 가장 우수하기 때문에 2023~2024년 수준의 실적이 계속 발생할 것이다. 실현 가능성이 가장 높다. 그 다음이 통신사의 양자암호 솔루션 도입이다. 양자암호 솔루션이 탑재된 우리넷 장비가 통신사에 공급되면 시장이 우리넷을 양자암호주로 본격 인식할 것이다. 멀티플 확장이 가능해진다. 마지막으로 5G-SA 활성화이다. 장기적으로 IT 발전에 필수적이어서 반드시 추진될 것이다. 이 때 모든 호재가 겹치며 엄청난 멀티플 상승도 가능해질거라 본다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	119.1	131.6	115.3	130.5
영업이익	8.5	20.1	10.5	23.5
세전이익	6.3	21.0	11.6	24.6
순이익	6.8	20.4	8.9	19.1
EPS	636	1,895	821	1,768
증감율	흑전	197.96	(56.68)	115.35
PER	11.19	4.62	7.54	3.50
PBR	1.01	0.98	0.64	0.55
EV/EBITDA	7.76	2.86	4.66	1.37
ROE	10.03	24.05	9.10	17.32
BPS	7,071	8,884	9,609	11,282
DPS	0	100	100	100



ISC

하반기는 숫자로 증명

[출처] 하나증권 김민경 애널리스트

2Q25 Review: GPU 테스트 소켓이 실적 견인

25년 2분기 매출 517억원(YoY +4%, QoQ +63%), 영업이익 137억원(YoY -8%, QoQ +96%, OPM 27%)을 기록해 매출과 영업이익 모두 하나증권 추정치에 부합했다. 1분기 일부 고객사의 R&D 및 양산 일정 지연으로 부진한 실적을 기록했으나 AI 데이터센터 중심으로 수주가 회복되었다. 데이터센터향 테스트 소켓 매출은

전분기대비 95% 증가했는데 GPU 및 ASIC향 매출이 모두 증가한 영향이다. 2분기 원달러 환율하락에 따른 환손실에도 불구하고 수익성이 높은 AI 반도체 비중이 확대되며 믹스 개선 효과로 전분기대비 영업이익률은 5%p 개선되었다.

3Q25 Preview: 데이터센터향 매출 성장 지속

25년 3분기 매출 678억원(YoY +35%, QoQ +31%), 영업이익 194억원(YoY +40%, QoQ +41%, OPM 29%)으로 분기 최대 실적을 기록할 전망이다. AI 인프라 투자가 견조하게 이어지며 GPU 및 ASIC 향 소켓 매출 성장이 이어지고 고객사 신제품 출시 효과로 AP 매출 또한 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 이외에도 3분기 중 국내 파운드리 고객사향 자율주행칩 테스트 소켓이 공급되며 전장향 매출 또한 증가할 것으로 기대된다. 하반기에는 아이세미와의 시너지 효과 또한 본격화 될 전망이다. 아이세미는 기존 소수의 고객사에 모듈 테스터, 세정 케미컬 등을 공급해왔는데 인수 이후 빅테크 고객사와의 협업이 확대된 것으로 파악된다. 3분기 아이세미 매출은 약 90억원 가량 반영될 것으로 예상되며 4분기에는 매출 기여가 300억원 이상으로 확대될 전망이다. 특히 테스트 장비의 경우 ISC 소켓과 턴키 방식으로 공급이 이루어지며 시너지 효과가 있을 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.6만원 유지

ISC에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 7.6만원을 유지한다. 2분기 실적이 시장 기대치를 소폭 하회하며 주가는 하락했으나 하반기 다수의 비메모리 고객사가 양산에 돌입하며 안정적인 실적 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 최근 글로벌 AI 가속기 업체들의 강한 주가흐름이 이어지고 있는데 AI 가속기 시장 확대는 ISC의 고객사 다변화로 이어지며 수혜가 본격화 될 것으로 기대된다. 아울러 하반기 중 추가적인 M&A로 모멘텀 또한 발생할 수 있다는 판단이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2023	2024	2025F	2026F	
매출액	140.2	174.5	214.8	263.8	
영업이익	10.7	44.8	57.4	71.2	
세전이익	17.6	69.6	53.7	84.5	
순이익	13.2	54.7	42.5	66.8	
EPS	720	2,579	2,005	3,152	
증감율	(71.56)	258.19	(22.26)	57.21	
PER	111.53	27.96	28.83	18.34	
PBR	3.47	2.83	2.16	1.99	
EV/EBITDA	73.34	22.01	13.10	10.34	
ROE	3.56	10.98	7.93	11.65	
BPS	23,173	25,507	26,714	29,085	
DPS	200	810	810	810	



엘앤에프

최악의 구간을 지나, 하반기 실적 개선 기대

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

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 엘앤에

프가 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

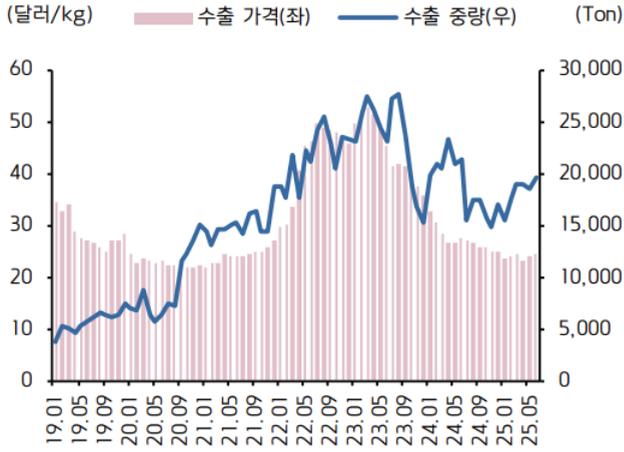
2025년 실적은 매출액 2조 2,540억원(+18%YoY), 영업이익 -2,447억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 당사는 현재 엘앤에프가 분기 실적 기준 최악의 구간을 지나가고 있다고 판단한다. 그동안 대규모 재고평가손실 이슈가 실적 부진 이유로 작용했으나, 하반기에는 그 영향이 제한적일 것으로 예상되며(장기 공급계약 올해 종료 예정) 오히려 전방 고객사의 신차 출시 효과에 따른 판매량 증가가 하반기 실적 회복을 주도할 것으로 전망한다. 당사는 최근 두 곳의 주요 배터리 제조사와 북미 ESS/EV용 LFP 양극재 공급을 위한 업무협약(MOU)를 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 예상 -80 한다. 투자의견 'BUY', 목표주가 90,000원을 유지한다.

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

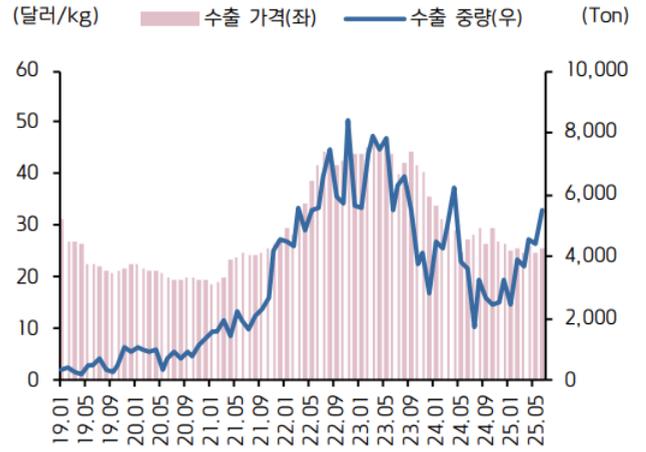
자료: 키움증권 리서치센터

양극재(NCM) 수출 데이터



자료: KITA, 키움증권 리서치센터

대구 달서구 기준 양극재 수출 데이터(엘앤에프)



자료: KITA, 키움증권 리서치센터



주 전 066970 K 알앤에프 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 600/600 2025/07/30

73,200 ▲ 1,200 +1.67% 364,528 33.92% 1.00% 26,404백만 호가 73,200 73,100 시 72,100 고 73,900 저 70,300 매수 매도 평

