



엘앤에프 (066970)

3분기 연속 흑자 기록

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635 // RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

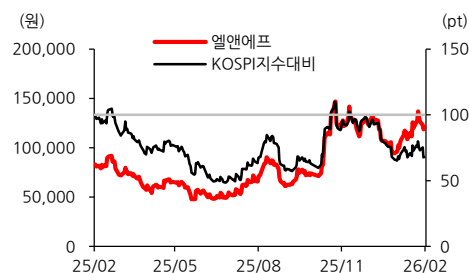
현재 주가(2/5)	117,600원
상승여력	▲ 53.1%
시가총액	47,322억원
발행주식수	40,240천주
52 주 최고가 / 최저가	147,000 / 47,800원
90 일 일평균 거래대금	758.01억원
외국인 지분율	18.0%
주주 구성	
새로닉스 (외 19 인)	25.4%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
자사주 (외 1 인)	4.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.1	-6.4	64.7	41.5
상대수익률(KOSPI)	6.3	-35.3	3.2	-64.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	1,907	2,155	2,682	3,813
영업이익	-559	-157	82	169
EBITDA	-495	-68	173	285
지배주주순이익	-378	-524	-56	33
EPS	-10,412	-15,605	-1,673	982
순차입금	1,570	2,106	2,273	2,266
PER	-7.8	-4.7	-70.3	119.8
PBR	4.1	14.0	31.9	25.6
EV/EBITDA	-9.1	-70.2	40.4	24.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-41.7	-116.0	-34.7	21.9

주가 추이



4분기: 환입 효과에 따른 어닝 서프라이즈 기록

동사의 4분기 실적은 매출액 6,178억 원, 영업이익 825억 원을 기록하며 컨센서스(영업이익 153억 원)를 대폭 상회했다. 이로써 3분기 연속 흑자 기조를 이어갔다. 양극재 판가와 출하량은 각각 QoQ 5% 내외 하락한 것으로 추정되나, 리튬 재고자산 평가손실 환입액 779억 원이 반영되며 실적 서프라이즈를 견인했다.

1분기: 견조한 출하 지속 전망

동사의 1분기 실적으로 매출액 6,619억 원, 영업이익 364억 원을 전망한다. 양극재 판가와 출하량은 각각 QoQ Flat, 7% 상승할 것으로 예상된다. 충당금 환입 규모는 300억 원 수준으로 가정했다. 유럽 내 Tesla 수요는 여전히 부진하지만, 중국 시장 수요가 견조한 가운데 고객사 내 동사의 점유율이 확대되고 있는 점이 긍정적이다.

2026년 연간 판매량 YoY +22%(LFP 포함 시 +28%)

동사는 2026년 연간 가이드선으로 NCM 계열 양극재 판매량 증가율 20%대를 제시했다. Tesla향 Hi-Ni 판매가 견조하게 유지되는 가운데, 신규 고객사의 46-Series 배터리향 공급이 본격화될 것으로 기대된다. 다만 3분기 신규 LFP 공장 가동에 따른 초기 고정비 부담으로 하반기 수익성은 일시적으로 정체될 가능성이 있다. 2027년부터는 LFP 양극재 및 북미향 신규 고객사 출하가 가속화되며 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 18만 원 유지

동사는 양극재 기업 중 유일하게 50%대 가동률(경쟁사 평균 20~30% 수준)을 유지하며 독보적인 펀더멘탈을 증명하고 있다. 높은 가동률과 기 인식한 충당금 덕분에 리튬 가격 상승 시 실적 레버리지 효과도 누리고 있다. 올 하반기 LFP 양산과 2027년 고객사 다변화 모멘텀 또한 유효하다. 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

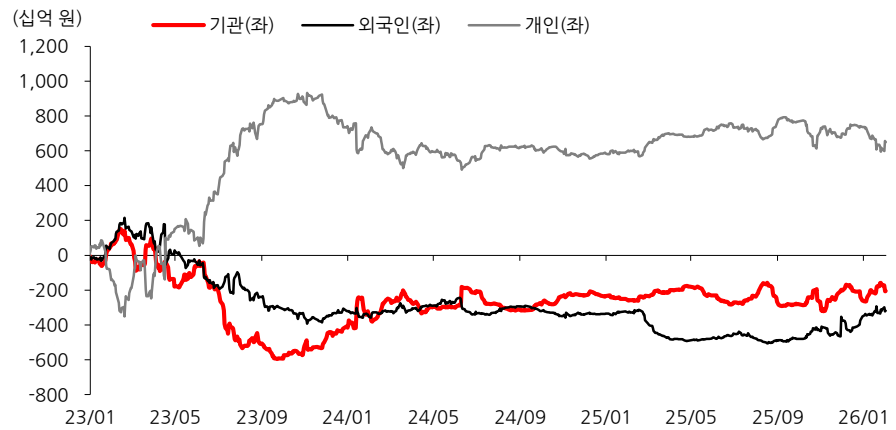
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	364.8	520.1	652.3	617.8	661.9	639.4	674.2	706.2	1,907.5	2,154.9	2,681.8	3,813.3
삼원계	364.8	520.1	652.3	617.8	661.9	639.4	658.9	675.6	1,907.5	2,154.9	2,635.9	3,568.0
LFP							15.3	30.7			46.0	245.3
영업이익	(140.3)	(121.2)	22.1	82.5	36.4	33.2	3.5	8.5	(558.7)	(156.8)	81.5	168.9
영업이익률	-38.4%	-23.3%	3.4%	13.3%	5.5%	5.2%	0.5%	1.2%	-29.3%	-7.3%	3.0%	4.4%
양극재 출하량(톤)	9,975	15,475	21,460	20,500	21,875	20,125	21,250	23,250	48,978	67,450	86,500	135,000
QoQ/YoY	3%	55%	39%	-5%	7%	-8%	6%	9%	-37%	38%	28%	56%
삼원계	9,975	15,475	21,460	20,500	21,875	20,125	19,750	20,250	48,978	67,450	82,000	111,000
LFP							1,500	3,000			4,500	24,000

자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 엘앤에프 수급 추이



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	4,644	1,907	2,155	2,682	3,813
매출총이익	-140	-463	-73	170	294
영업이익	-222	-559	-157	82	169
EBITDA	-176	-495	-68	173	285
순이자손익	-70	-101	-24	-96	-82
외화관련손익	7	-11	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	0
세전계속사업손익	-296	-520	-572	-66	37
당기순이익	-195	-381	-525	-56	33
지배주주순이익	-194	-378	-524	-56	33
증가율(%)					
매출액	19.5	-58.9	13.0	24.5	42.2
영업이익	적전	적지	적지	흑전	107.2
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	64.2
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	-3.0	-24.3	-3.4	6.3	7.7
영업이익률	-4.8	-29.3	-7.3	3.0	4.4
EBITDA 이익률	-3.8	-26.0	-3.2	6.5	7.5
세전이익률	-6.4	-27.2	-26.6	-2.5	1.0
순이익률	-4.2	-20.0	-24.4	-2.1	0.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	-375	281	-180	40	72
당기순이익	-195	-381	-525	-56	33
자산상각비	46	63	89	92	116
운전자본증감	-24	776	168	4	-77
매출채권 감소(증가)	370	209	-49	-72	-142
재고자산 감소(증가)	64	589	42	2	-93
매입채무 증가(감소)	-448	-88	211	74	160
투자현금흐름	-561	-240	-138	-207	-65
유형자산처분(취득)	-482	-208	-118	-192	-50
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-14	16	-17	0	0
재무현금흐름	1,050	-20	187	200	0
차입금의 증가(감소)	1,053	103	199	200	0
자본의 증가(감소)	7	2	1	0	0
배당금의 지급	17	0	0	0	0
총현금흐름	-180	-457	-296	37	149
(-)운전자본증가(감소)	78	-918	-83	-4	77
(-)설비투자	482	208	119	192	50
(+)자산매각	-4	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-744	250	-333	-154	20
(-)기타투자	7	188	-84	13	13
잉여현금	-751	62	-249	-167	7
NOPLAT	-161	-405	-114	59	152
(+) Dep	46	63	89	92	116
(-)운전자본투자	78	-918	-83	-4	77
(-)Capex	482	208	119	192	50
OpFCF	-675	368	-60	-37	141

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	1,969	1,090	970	1,075	1,320
현금성자산	259	286	146	179	186
매출채권	426	214	265	337	479
재고자산	1,163	575	508	506	599
비유동자산	1,382	1,710	1,800	1,915	1,864
투자자산	250	433	495	508	520
유형자산	1,120	1,260	1,289	1,389	1,323
무형자산	12	17	15	18	20
자산총계	3,351	2,800	2,770	2,990	3,183
유동부채	1,747	1,552	2,118	2,193	2,354
매입채무	201	212	305	379	539
유동성이자부채	1,543	1,336	1,799	1,799	1,799
비유동부채	494	524	459	659	659
비유동이자부채	491	519	453	653	653
부채총계	2,241	2,076	2,577	2,852	3,013
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	225	225	225
이익잉여금	358	-23	-69	-125	-92
자본조정	17	16	16	16	16
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,110	723	194	138	170

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-5,361	-10,412	-15,605	-1,673	982
BPS	30,268	19,660	5,234	3,687	4,595
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-4,968	-12,598	-8,152	1,014	4,106
ROA(%)	-6.1	-12.3	-18.8	-2.0	1.1
ROE(%)	-16.4	-41.7	-116.0	-34.7	21.9
ROIC(%)	-6.6	-16.7	-5.4	2.7	6.8
Multiples(x, %)					
PER	-38.1	-7.8	-4.7	-70.3	119.8
PBR	6.7	4.1	14.0	31.9	25.6
PSR	1.6	1.5	1.2	1.6	1.1
PCR	-41.1	-6.4	-9.0	115.9	28.6
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-70.2	40.4	24.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	201.9	287.1	1,330.3	2,074.0	1,767.2
Net debt/Equity	159.9	217.0	1,087.1	1,652.6	1,329.0
Net debt/EBITDA	-1,009.8	-316.9	-3,097.8	1,310.0	795.5
유동비율	112.7	70.2	45.8	49.0	56.1
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	0.8	2.0
자산구조(%)					
투하자본	84.4	74.6	76.7	76.3	76.1
현금+투자자산	15.6	25.4	23.3	23.7	23.9
자본구조(%)					
차입금	64.7	72.0	92.1	94.7	93.5
자기자본	35.3	28.0	7.9	5.3	6.5

[Compliance Notice]

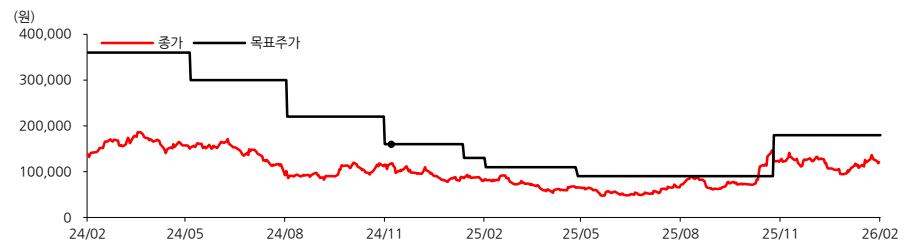
(공표일: 2026년 02월 06일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.02.29	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05	2024.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	300,000	300,000	300,000	300,000	220,000
일 시	2024.10.25	2024.11.05	2025.01.17	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	160,000	130,000	130,000	110,000	110,000
일 시	2025.03.28	2025.04.25	2025.05.02	2025.05.30	2025.06.09	2025.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.08.19	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.17	2025.10.30	2025.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	180,000	180,000
일 시	2025.11.18	2025.11.28	2025.12.02	2025.12.17	2025.12.26	2026.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2026.01.30	2026.02.06				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	180,000	180,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.10	Buy	300,000	-52.69	-42.80
2024.08.07	Buy	220,000	-54.84	-45.73
2024.11.05	Buy	160,000	-39.02	-26.13
2025.01.17	Buy	130,000	-33.68	-28.23
2025.02.06	Buy	110,000	-35.04	-16.64
2025.05.02	Buy	90,000	-23.22	63.33
2025.10.30	Buy	180,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%