엘앤에프 (066970)

일회성에 가려진 본업 체력

2026년 11월 6일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	120,000 원 (하향)
✓ 상승여력	40.0%	✓ 현재주가 (11 월 5 일)	85,700 원

신한생각 변동성 이후, NCM·LFP 동반 성장

4분기에도 Ultra Hi-Ni 단독 공급 이어지며 분기 최대 판매 예상. 일부 공급 이원화 가능성에도 46파이 비중이 내년 최대 40%(올해 10%)로 확대되며 NCM 출하 20% 성장 전망. 내년 상반기 이후 재고 관련 영향도 사라지며 실적 변동성 축소. 4분기 북미 ESS향 LFP 본격 출하와 최대 25만톤 공급계약으로 NCM·LFP 양축의 이익 체력 레벨업 기대

3Q26 Review: 재고평가손실 및 원화 강세로 적자전환

3분기 매출액 8,744억원(-1%, 이하 QoQ), 영업이익 -265억원(적자전환)으로 컨센서스 -291억원(1개월 기준)에 부합. 하이니켈 출하량은 소폭 감소(-3%)에 그쳤으나 미드니켈 부진으로 NCM 출하량 5% 감소, 판가는 7% 상승. 원재료(탄산리튬 등)와 환율의 동반 급락으로 재고평가손실 426억원, 환율 하락 손실 220억원 발생

두 요인을 제외한 실질 영업이익은 381억원(OPM 4.4%)으로 전분기와 수준 유지. 4분기도 해당 요인 영향으로 적자 지속. 다만 하이니켈 출하 호조 속 46파이 확대(기존+신규 고객사)와 LFP 양산으로 2027년 영업이익은 1,715억원(+124% YoY) 전망

Valuation & Risk: 우려는 반영, 변수는 LFP

목표주가는 실적 추정치 하향(27년 영업이익 -23%) 등을 반영해 120,000원(-14%)으로 변경. 주가는 52주 고점 대비 63%, 리튬 가격은 45% 하락해 리튬가 및 이원화 우려는 상당 부분 반영. LFP 신규 설비 가동에 따른 이익 가시성 확대 시 재평가 기대되며 추가 증설 자금조달 방식은 변수

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,907.5	2,154.9	3,340.3	4,121.5	5,266.6
영업이익 (십억원)	(558.7)	(156.8)	76.6	171.5	311.3
순이익 (십억원)	(377.9)	(533.5)	(93.1)	52.0	141.5
ROE (%)	(41.7)	(77.0)	(13.6)	7.2	17.3
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
PER (배)	-	-	-	67.1	24.6
PBR (배)	4.1	5.7	5.0	4.7	3.9
EV/EBITDA (배)	-	-	36.0	22.3	14.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[2차전지]

이진명 수석연구원
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

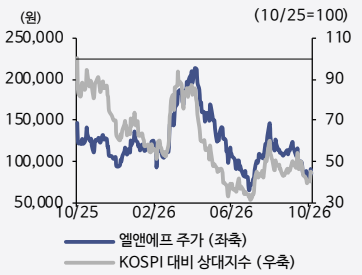
김명주 연구원
✉ kimmj@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	상향

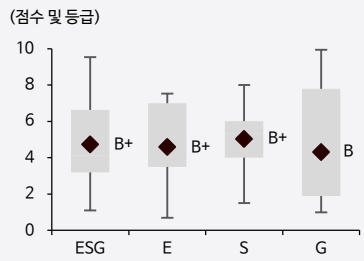
시가총액	3,486.9 십억원
발행주식수(유동비율)	40.7 백만주(71.8%)
52 주 최고가/최저가	213,000 원/65,600 원
일평균 거래액 (60 일)	60,899 백만원
외국인 지분율	15.3%
주요주주 (%)	
새로닉스 외 18 인	25.1
국민연금공단	8.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(24.8)	7.4	(31.8)	(9.1)
상대	(2.1)	31.6	(49.2)	(27.3)

주가



ESG 컨센서스



엘앤에프 3Q26 실적 Review

(십억원, %)	3Q26P	2Q26	QoQ	3Q25	YoY	컨센서스	차이
매출액	874.4	885.0	(1.2)	617.8	34.1	944.7	(7.4)
영업이익	(26.5)	20.8	적전	82.5	적전	2.1	적전
순이익	(34.1)	53.4	적전	(175.6)	적지	(32.4)	5.2
영업이익률	(3.0)	2.4	-	13.3	-	0.2	-
순이익률	(3.9)	6.0	-	(31.2)	-	(3.4)	-

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

엘앤에프 실적 전망 변경

	변경 전		변경 후		변화율		컨센서스	
(십억원, %)	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	3,401.6	4,187.0	3,340.3	4,121.5	(1.8)	(1.6)	3,491.4	4,336.5
영업이익	214.0	221.3	76.6	171.5	(64.2)	(22.5)	163.7	208.1
순이익	(98.8)	97.4	(93.1)	52.0	(5.7)	(46.6)	(53.7)	64.5
영업이익률	6.3	5.3	2.3	4.2	-	-	4.7	4.8
순이익률	(3.0)	2.0	(3.0)	1.0	-	-	(1.5)	(1.5)

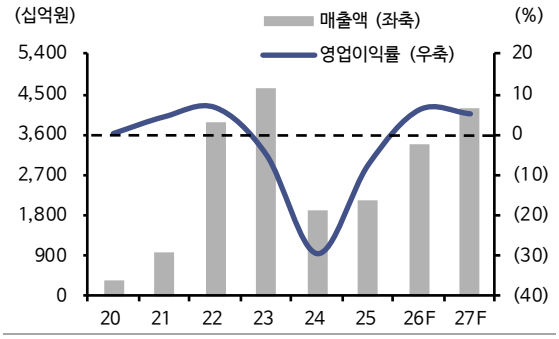
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	364.8	520.1	652.3	617.8	739.6	885.0	874.4	841.3	4,644.1	1,907.5	2,154.9	3,340.3	4,121.5
% YoY	(42.6)	(6.3)	85.5	69.1	102.8	70.2	34.1	36.2	19.5	(58.9)	13.0	55.0	23.4
% QoQ	(0.2)	42.6	25.4	(5.3)	19.7	19.7	(1.2)	(3.8)	-	-	-	-	-
영업이익	(140.3)	(121.2)	22.1	82.5	117.3	20.8	(26.5)	(35.0)	(222.3)	(558.7)	(156.8)	76.6	171.5
% YoY	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	123.9
% QoQ	적지	적지	흑전	272.8	42.2	(82.2)	적전	적지	-	-	-	-	-
세전이익	(145.4)	(145.2)	(101.5)	(175.6)	(55.5)	47.2	(50.5)	(60.2)	(295.7)	(519.5)	(567.8)	(119.0)	66.5
당기순이익	(110.9)	(111.9)	(118.2)	(192.5)	(65.4)	53.4	(34.1)	(47.0)	(194.3)	(377.9)	(533.5)	(93.1)	52.0
영업이익률	(38.4)	(23.3)	3.4	13.3	15.9	2.4	(3.0)	(4.2)	(4.8)	(29.3)	(7.3)	2.3	4.2

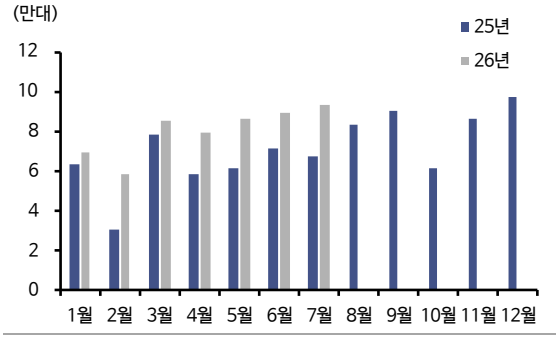
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엘앤에프 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



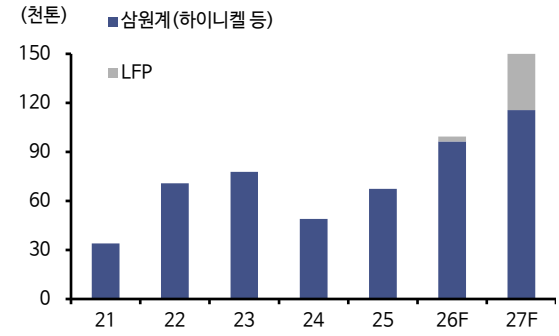
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

중국 테슬라 월별 도매 판매량



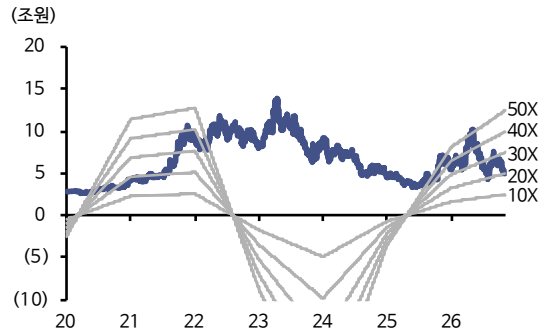
자료: CPCA, 신한투자증권

양극재 출하량 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

엘앤에프 12MF EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

엘앤에프 목표주가 산정 (EV/EBITDA Valuation)

(십억원, 원, 배)	12MF	비고
추정 EBITDA(십억원)	265.5	2027년 기준
목표 EV/EBITDA(배)	30.7	국내 양극재 업체 평균 멀티플 적용
기업 가치(EV) (십억원)	8,141	-
순차입금(십억원)	2,432	2027년 기준
목표 시가총액 (십억원)	5,708	-
발행 주식 수(천주)	46,687	보통주 기준,BW 100% 전환 가정
목표 주가 (원)	120,000	-
현재 주가 (원)	85,700	상승여력 40.0%

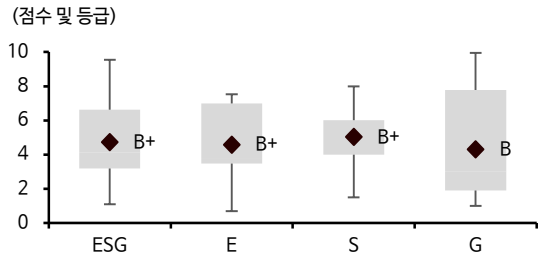
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

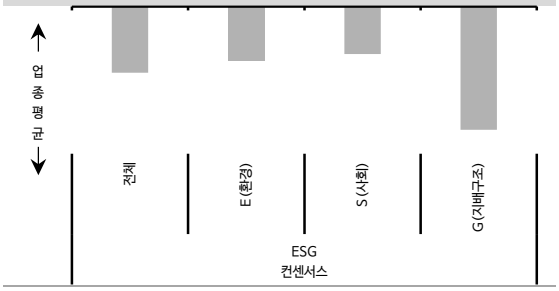
- 2030년 RE100 및 2050년 탄소중립 목표 위해 CCUS 기술 확보, 공정 효율 개선, 탄소 배출 원료 대체
- 대구 및 경북 지역인재 채용 및 사회공헌 위해 임직원 참여형 기부 프로세스 및 사내 봉사단 운영
- 이사회 산하 ESG위원회 신설 및 ESG 전담 부서 운영으로 전사 ESG 경영 기획 및 협업 지원

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustinvest, 신한투자증권

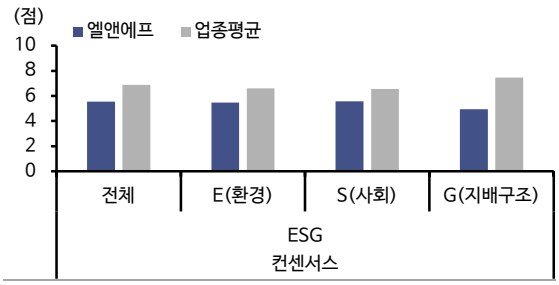
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: Sustinvest, 신한투자증권

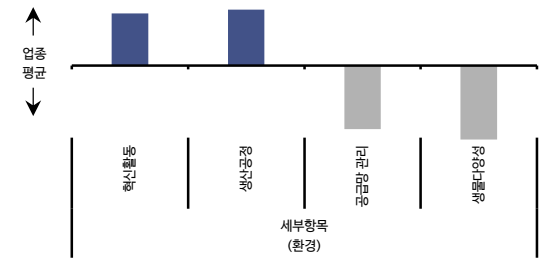
Key Chart

ESG 필라



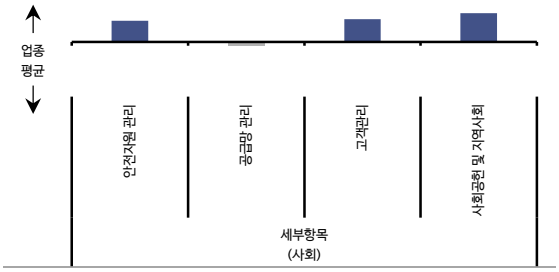
자료: Sustinvest, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



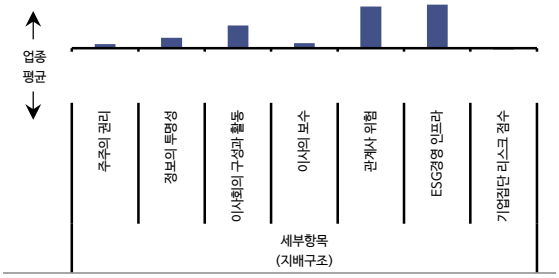
자료: Sustinvest, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: Sustinvest, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: Sustinvest, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	**2,799.8**	**3,134.1**	**3,416.2**	**3,678.9**	**3,940.5**
유동자산	1,089.8	1,346.6	1,427.9	1,637.1	1,920.7
현금및현금성자산	279.5	382.9	250.7	313.0	525.6
매출채권	179.5	324.3	363.4	414.1	437.4
재고자산	574.6	594.9	754.5	826.0	859.5
비유동자산	1,710.0	1,787.5	1,988.3	2,041.9	2,019.9
유형자산	1,259.7	1,325.7	1,484.4	1,465.1	1,401.9
무형자산	17.1	14.6	13.0	10.4	8.4
투자자산	184.1	197.0	250.4	325.7	369.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**2,076.5**	**2,457.3**	**2,716.2**	**2,927.3**	**3,048.6**
유동부채	1,552.2	2,060.5	2,261.5	2,468.1	2,586.8
단기차입금	813.0	781.0	1,134.2	1,134.2	1,134.2
매입채무	78.3	324.8	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	64.3	181.8	632.8	632.8	632.8
비유동부채	524.3	396.8	454.8	459.2	461.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	519.2	389.0	444.1	444.1	444.1
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**723.3**	**676.8**	**700.0**	**751.6**	**891.9**
자본금	18.1	20.1	20.3	20.3	20.3
자본잉여금	701.9	692.7	434.7	434.7	434.7
기타자본	(7.2)	(6.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
기타포괄이익누계액	23.5	43.0	43.0	43.0	43.0
이익잉여금	(22.7)	(75.8)	202.7	254.7	396.2
지배주주지분	**713.6**	**673.1**	**694.9**	**746.9**	**888.3**
비지배주주지분	9.7	3.7	5.1	4.7	3.6
*총차입금	1,855.6	2,040.6	2,591.2	2,750.0	2,841.2
*순차입금(순현금)	1,569.5	1,654.3	2,337.1	2,432.3	2,310.3

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,907.5**	**2,154.9**	**3,340.3**	**4,121.5**	**5,266.6**
증감률 (%)	(58.9)	13.0	55.0	23.4	27.8
매출원가	**2,371.0**	**2,226.2**	**3,154.4**	**3,815.6**	**4,783.5**
매출총이익	**(463.5)**	**(71.2)**	**185.9**	**305.9**	**483.1**
매출총이익률 (%)	(24.3)	(3.3)	5.6	7.4	9.2
판매관리비	**95.2**	**85.6**	**109.3**	**134.4**	**171.7**
영업이익	**(558.7)**	**(156.8)**	**76.6**	**171.5**	**311.3**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	123.9	81.6
영업이익률 (%)	(29.3)	(7.3)	2.3	4.2	5.9
영업외손익	39.2	(410.9)	(195.6)	(104.9)	(130.3)
금융손익	13.9	(383.2)	(225.7)	(104.9)	(130.3)
기타영업외손익	25.4	(23.4)	33.6	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(4.3)	(3.5)	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(519.5)**	**(567.8)**	**(119.0)**	**66.5**	**181.0**
법인세비용	(138.8)	(33.1)	(27.3)	15.0	40.7
계속사업이익	(380.7)	(534.7)	(91.7)	51.6	140.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(380.7)**	**(534.7)**	**(91.7)**	**51.6**	**140.3**
증감률 (%)	적지	적지	적지	흑전	172.1
순이익률 (%)	(20.0)	(24.8)	(2.7)	1.3	2.7
(지배주주)당기순이익	(377.9)	(533.5)	(93.1)	52.0	141.5
(비지배주주)당기순이익	(2.8)	(1.2)	1.4	(0.4)	(1.2)
총포괄이익	(383.6)	(512.3)	(91.7)	51.6	140.3
(지배주주)총포괄이익	(380.8)	(511.3)	(92.0)	52.0	141.5
(비지배주주)총포괄이익	(2.8)	(1.0)	0.3	(0.4)	(1.2)
EBITDA	**(495.3)**	**(71.6)**	**161.9**	**265.5**	**406.6**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	64.0	53.2
EBITDA 이익률 (%)	(26.0)	(3.3)	4.8	6.4	7.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**280.5**	**(29.2)**	**(347.6)**	**193.2**	**342.3**
당기순이익	(380.7)	(534.7)	(91.7)	51.6	140.3
유형자산상각비	60.5	82.0	82.2	91.4	93.2
무형자산상각비	2.9	3.3	3.1	2.6	2.1
외화환산손실(이익)	25.7	(8.4)	20.7	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.8	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	4.3	3.5	0.0	0.0
운전자본변동	775.7	209.0	(358.0)	(93.2)	(40.2)
(법인세납부)	0.0	0.0	31.3	(15.0)	(40.7)
기타	(203.7)	214.5	(38.7)	155.8	187.6
투자활동으로인한현금흐름	**(239.9)**	**(137.7)**	**(290.1)**	**(146.6)**	**(71.0)**
유형자산증가(CAPEX)	(207.9)	(137.4)	(238.8)	(72.2)	(30.0)
유형자산감소	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(2.2)	(2.0)	(1.3)	0.0	0.0
투자자산감소(증가)	(49.1)	(14.2)	(52.5)	(75.3)	(43.3)
기타	19.2	15.8	2.5	0.9	2.3
FCF	363.4	(163.3)	(602.5)	57.0	263.8
재무활동으로인한현금흐름	**(20.2)**	**272.9**	**498.2**	**15.7**	**(58.7)**
차입금증가(감소)	103.1	160.0	473.2	158.8	91.3
자기주식처분(취득)	0.0	122.3	56.4	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(123.3)	(9.4)	(31.4)	(143.1)	(150.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	17.8	(2.7)	7.2	0.0	0.0
현금증가(감소)	**38.3**	**103.4**	**(132.2)**	**62.3**	**212.6**
기초현금	241.3	279.5	382.9	250.7	313.0
기말현금	279.5	382.9	250.7	313.0	525.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

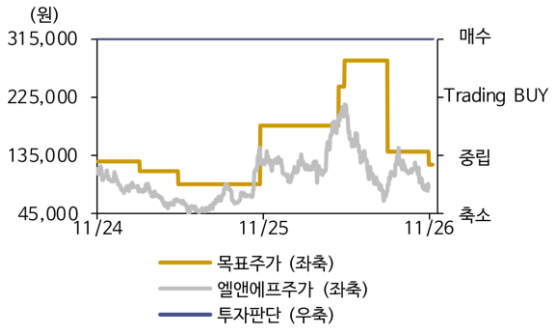
주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(10,493)	(14,424)	(2,262)	1,268	3,449
EPS (지배순이익, 원)	(10,416)	(14,393)	(2,296)	1,278	3,477
BPS (자본총계, 원)	19,928	16,820	17,205	18,472	21,921
BPS (지배지분, 원)	19,660	16,727	17,079	18,357	21,834
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	-	-	67.6	24.8
PER (지배순이익, 배)	-	-	-	67.1	24.6
PBR (자본총계, 배)	4.1	5.7	5.0	4.6	3.9
PBR (지배지분, 배)	4.1	5.7	5.0	4.7	3.9
EV/EBITDA (배)	-	-	36.0	22.3	14.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	(26.0)	(3.3)	4.8	6.4	7.7
영업이익률 (%)	(29.3)	(7.3)	2.3	4.2	5.9
순이익률 (%)	(20.0)	(24.8)	(2.7)	1.3	2.7
ROA (%)	(12.4)	(18.0)	(2.8)	1.5	3.7
ROE (지배순이익, %)	(41.7)	(77.0)	(13.6)	7.2	17.3
ROIC (%)	(24.2)	(7.8)	3.2	5.1	9.2
안정성					
부채비율 (%)	287.1	363.1	388.0	389.5	341.8
순차입금비율 (%)	217.0	244.4	333.9	323.6	259.0
현금비율 (%)	18.0	18.6	11.1	12.7	20.3
이자보상배율 (배)	(5.3)	(1.3)	2.6	1.2	2.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.8	3.8	4.1	3.7	4.5
재고자산회수기간 (일)	166.3	99.0	73.7	70.0	58.4
매출채권회수기간 (일)	57.9	42.7	37.6	34.4	29.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

엘앤에프(066970)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 08월 07일	매수	125,000	(22.0)	(4.5)
2025년 02월 06일	매수	110,000	(35.2)	(16.6)
2025년 05월 02일	매수	90,000	(23.2)	63.3
2025년 10월 30일	매수	180,000	(29.9)	3.8
2026년 04월 21일	매수	240,000	(16.9)	(12.9)
2026년 05월 04일	매수	280,000	(56.0)	(24.1)
2026년 08월 07일	매수	140,000	(22.7)	4.8
2026년 11월 06일	매수	120,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 김명주)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 엘앤에프를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 엘앤에프를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 11월 04일 기준)

매수 (매수)	96.76%	Trading BUY (중립)	0.72%	중립 (중립)	2.52%	축소 (매도)	0.00%