



BUY (유지)

목표주가(12M) 140,000원(하향)  
현재주가(10.22) 91,200원

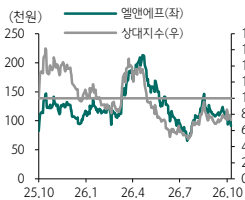
#### Key Data

|                  |                |
|------------------|----------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 5,533.77       |
| 52주 최고/최저(원)     | 213,000/65,600 |
| 시가총액(십억원)        | 3,710.7        |
| 시가총액비중(%)        | 0.08           |
| 발행주식수(천주)        | 40,687.4       |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 526.1          |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 58.1           |
| 외국인지분율(%)        | 15.18          |
| 주요주주 지분율(%)      |                |
| 새로닉스 외 18 인      | 25.12          |
| 국민연금공단           | 8.58           |

#### Consensus Data

|           | 2026    | 2027    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 3,491.8 | 4,307.7 |
| 영업이익(십억원) | 169.9   | 213.2   |
| 순이익(십억원)  | (55.4)  | 59.6    |
| EPS(원)    | (1,120) | 1,584   |
| BPS(원)    | 17,894  | 19,105  |

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2024     | 2025     | 2026F   | 2027F   |
|-----------|----------|----------|---------|---------|
| 매출액       | 1,907.5  | 2,154.9  | 3,485.7 | 4,738.9 |
| 영업이익      | (558.7)  | (156.8)  | 76.8    | 136.8   |
| 세전이익      | (519.5)  | (567.8)  | (146.2) | 68.1    |
| 순이익       | (377.9)  | (533.5)  | (169.7) | 64.5    |
| EPS       | (10,416) | (14,393) | (4,185) | 1,586   |
| 증감율       | 적지       | 적지       | 적지      | 흑전      |
| PER       | (7.78)   | (6.61)   | (23.70) | 62.55   |
| PBR       | 4.08     | 5.65     | 6.49    | 5.88    |
| EV/EBITDA | (9.12)   | (76.67)  | 37.78   | 28.75   |
| ROE       | (41.74)  | (76.95)  | (26.29) | 9.92    |
| BPS       | 19,859   | 16,841   | 15,276  | 16,862  |
| DPS       | 0        | 0        | 0       | 0       |



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com  
RA 김희제 heuijekim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 10월 23일 | 기업분석\_기업분석(Report)

## 엘앤에프 (066970)

### 환율 및 광물 가격 하락으로 인한 적자

#### 3분기 영업이익 적자전환 전망

엘앤에프의 3분기 매출액은 9,048억원(YoY +39%, QoQ +2%), 영업손실 304억원 기록하며 적자전환 예상한다. 양극재 판가 QoQ +6%(USD 기준) 상승에도 불구하고 환율 하락(2Q26 1,502원, 3Q26 1,421원)과 고객사 재고 조정, 일부 프로젝트의 다음 분기 이연 영향으로 매출액과 영업이익 모두 컨센서스 하회할 전망이다. 무엇보다 당분기 탄산 리튬 가격 급락과 환율 하락으로 재고자산평가손실이 크게 발생할 것으로 예상된다. 다만 이는 펀더멘털 악화보다는 비현금성 비용 발생에 따른 영업적자로, 재고평가손실 제외 시 수익성은 BEP 수준일 것으로 추정된다. 상반기 제시한 연간 출하 가이드스 9만톤은 달성 가능하다고 판단하며, 4분기부터 LFP 양극재 양산이 본격적으로 시작되면서 수익성은 2027년부터 점진적으로 개선될 전망이다.

#### 2027년 NCM-LFP 양극재 출하량 동반 증가 전망

2027년 NCM 및 LFP 양극재 출하량은 전년 대비 각각 24%, 600% 증가할 것으로 전망한다. Tesla 향 Ultra High-Nickel 공급량은 고객사의 공급처 이원화 추진 강도가 제한적인 상황에서 21%(26년 7.2만톤→27년 8.7만톤) 증가할 것으로 예상된다. 한편, 美 전기차 제조업체 Rivian은 지난 6월부터 신형 SUV R2(USD 45,000~)인도를 개시하며 3분기 전체 인도량 19,248대(YoY +46%, QoQ +58%)를 기록했다. 4Q26 이후 R2 판매량이 점진적으로 증가할 것으로 예상되는 상황에서 해당 모델에 양극재를 공급하는 엘앤에프의 출하량도 증가가 예상된다. LFP 양극재의 실질적인 양산 시점은 4Q26으로, 연내 약 4,500톤 판매를 전망한다. 엘앤에프는 LFP 수요 확대에 대응해 CAPA 증설을 앞당기고 있으며, 내년 2분기 연산 6만톤 확보가 가능해 2027년 Bear Case 기준 3.15만톤(YoY +600%) 공급이 예상된다. 증설에 따른 초기 운영비용을 감안하더라도 2027년 영업이익은 1,368억원을 실현하며 흑자 규모 확대될 것으로 전망한다.

#### 2028년 EBITDA 2,707억원 전망

고객사 신차 출시에 따른 NCM 제품 공급 증가와 ESS 向 신규 물량 발생으로 2028년 실적은 매출액 4.9조원, EBITDA 2,707억원을 전망한다. 다만 1) 리튬을 포함한 기타 원재료 가격이 하락하며 판가 및 재고 평가 손실 관련 리스크가 커지고 있고, 2) 목표 CAPA 달성을 위한 자원조달 방안의 불확실성을 감안해 Valuation 기준 시점을 기존 2028~2030년 평균에서 2028년으로 단축하였다. 2028년 예상 EBITDA 2,707억원 및 Target EV/EBITDA 26.5배(도표12. Valuation Table 참고) 적용해 목표주가를 140,000원으로 하향 조정하나 투자 의견 BUY을 유지한다.

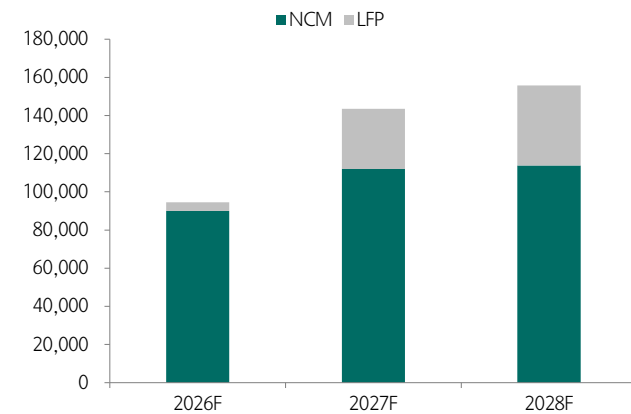
도표 1. 엘앤에프 제품별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|           | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26   | 2Q26  | 3Q26F  | 4Q26F  | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------|---------|---------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| NCM 매출액   | 364.8   | 520.1   | 652.3 | 617.8 | 739.6  | 885.0 | 904.8  | 893.2  | 2,154.9 | 3,422.6 | 4,310.2 | 4,377.5 |
| YoY(%)    | -42.6%  | -6.3%   | 85.5% | 69.1% | 102.8% | 70.2% | 38.7%  | 44.6%  | 13.0%   | 58.8%   | 25.9%   | 1.6%    |
| QoQ(%)    | -0.2%   | 42.6%   | 25.4% | -5.3% | 19.7%  | 19.7% | 2.2%   | -1.3%  | -       | -       | -       | -       |
| LFP 매출액   | -       | -       | -     | -     | -      | -     | -      | 63.1   | -       | 63.1    | 428.7   | 571.6   |
| YoY(%)    | -       | -       | -     | -     | -      | -     | -      | -      | -       | -       | 579.2%  | 33.3%   |
| QoQ(%)    | -       | -       | -     | -     | -      | -     | -      | -      | -       | -       | -       | -       |
| Total 매출액 | 364.8   | 520.1   | 652.3 | 617.8 | 739.6  | 885.0 | 904.8  | 956.3  | 2,154.9 | 3,485.7 | 4,738.9 | 4,949.1 |
| 영업이익      | (140.3) | (121.2) | 22.1  | 82.5  | 117.3  | 20.8  | (30.4) | (30.9) | (156.8) | 76.8    | 136.8   | 189.6   |
| OPM       | -38.4%  | -23.3%  | 3.4%  | 13.3% | 15.9%  | 2.4%  | -3.4%  | -3.2%  | -7.3%   | 2.2%    | 2.9%    | 3.8%    |

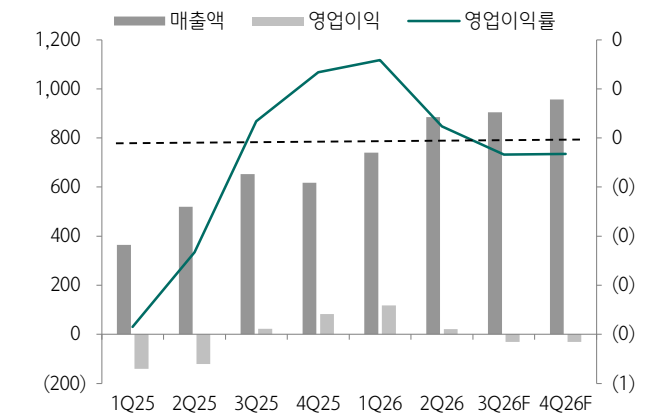
자료: 엘앤에프, 하나증권

도표 2. 제품별 연간 출하량 전망



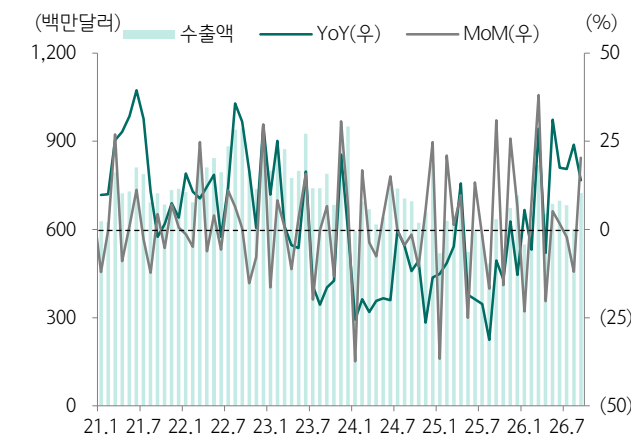
자료: 하나증권

도표 3. 분기별 손익 전망



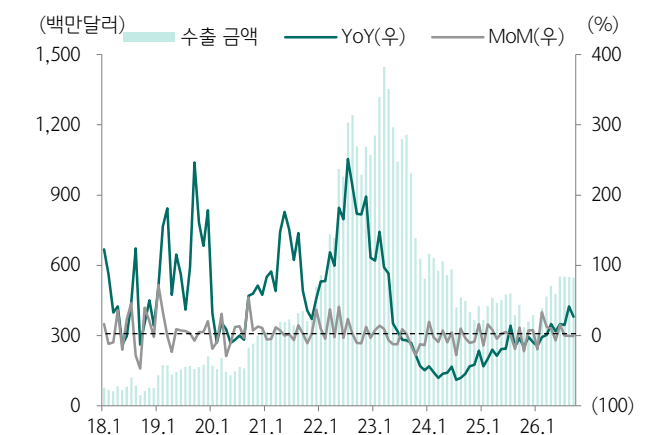
자료: 하나증권

도표 4. 2차전지 수출액 추이



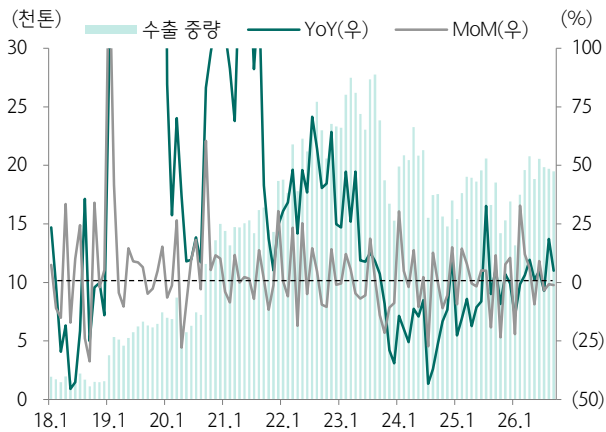
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 5. 양극재 수출액 추이



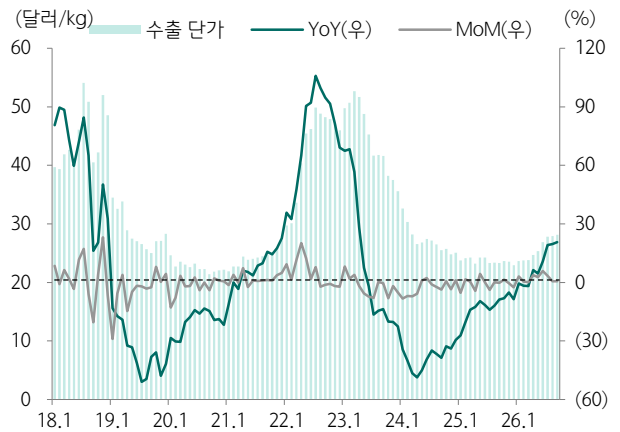
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 6. 양극재 수출 증량 추이



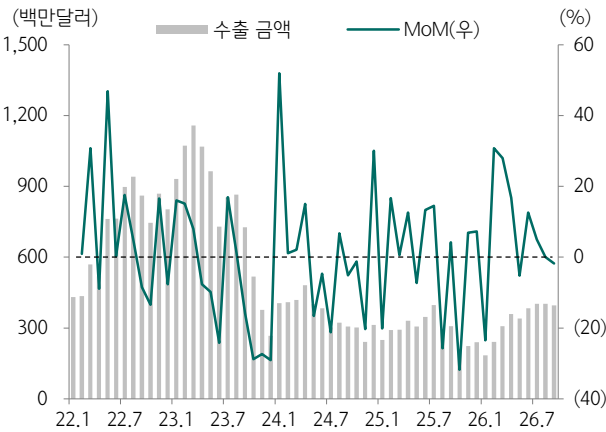
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 7. 양극재 수출 단가 추이



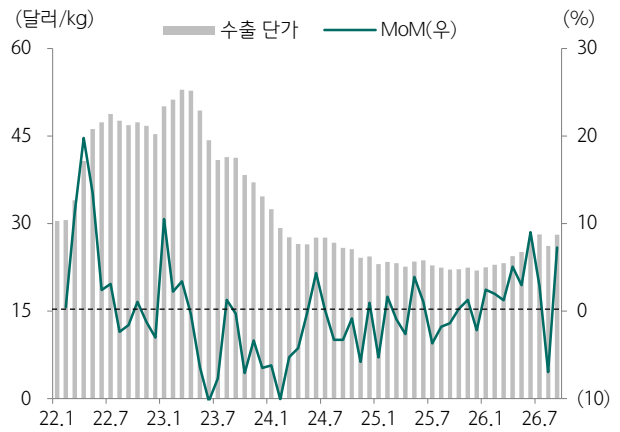
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 8. NCM 양극재 수출 금액 추이



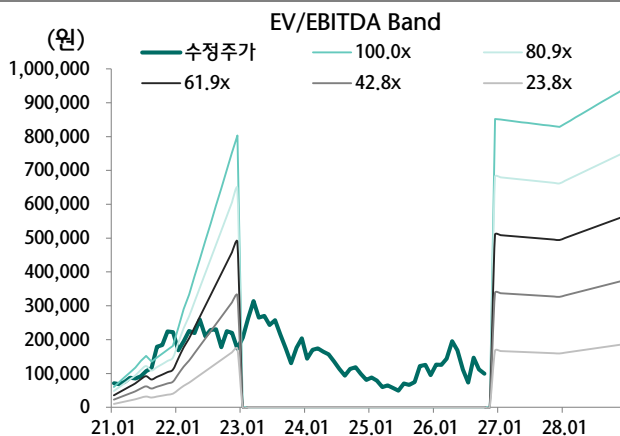
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 9. NCM 양극재 수출 단가 추이



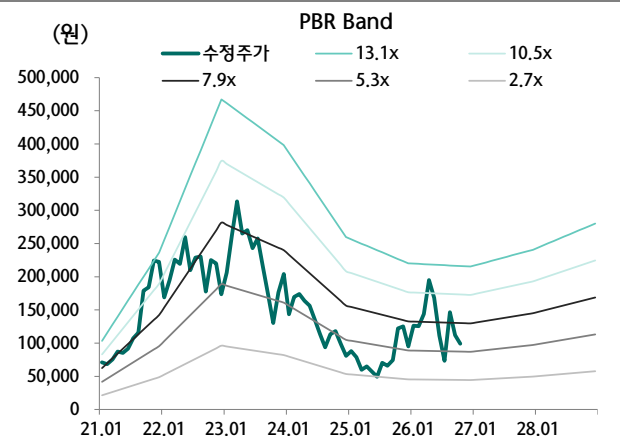
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 10. 엘앤에프 12M Fwd EV/EBITDA



자료: 하나증권

도표 11. 엘앤에프 12M Fwd P/B



자료: 하나증권

도표 12. 엘앤에프 Valuation Table

| 구분 (단위: 십억원)                 | 금액          | 비고                   |
|------------------------------|-------------|----------------------|
| 28F EBITDA                   | 270.7       |                      |
| Multiple                     | 26.5        | 과거 영업이익 흑자 구간 하단 평균  |
| Enterprise Value (A)         | 7,165.7     |                      |
| Non-Operating Assets (B)     | 276.3       |                      |
| 단기금융자산                       | 1.3         | 사용제한단기금융자산 2.3십억원 제외 |
| 투자자산                         | 275.0       | 관계기업등지분관련투자자산 등      |
| Net Debt (C)                 | 1,652.3     |                      |
| Total Debt                   | 1,799.0     | 리스부채 제외              |
| Cash&Cash Equivalent         | -146.7      |                      |
| 비지배주주지분 (D)                  | 4.6         |                      |
| Equity Value (A)+(B)-(C)-(D) | 5,785.0     |                      |
| 유통주식수                        | 39,444,649주 |                      |
| BW 잔여행사가능물량                  | 1,681,817주  | 제7회공모BW 잔여 물량 행사 가정  |
| Target Price                 | 140,664     |                      |

자료: 하나증권

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2024     | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 매출액          | 1,907.5  | 2,154.9 | 3,485.7 | 4,738.9 | 4,949.1 |
| 매출원가         | 2,371.0  | 2,226.2 | 3,306.9 | 4,494.1 | 4,653.4 |
| 매출총이익        | (463.5)  | (71.3)  | 178.8   | 244.8   | 295.7   |
| 판매비          | 95.2     | 85.6    | 102.1   | 108.0   | 106.1   |
| 영업이익         | (558.7)  | (156.8) | 76.8    | 136.8   | 189.6   |
| 금융손익         | 13.9     | (383.2) | (295.1) | (119.9) | (128.2) |
| 종속/관계기업손익    | (0.2)    | (4.3)   | (7.0)   | (3.8)   | (3.8)   |
| 기타영업외손익      | 25.4     | (23.4)  | 79.2    | 55.0    | 55.0    |
| 세전이익         | (519.5)  | (567.8) | (146.2) | 68.1    | 112.6   |
| 법인세          | (138.8)  | (33.1)  | 22.6    | 3.9     | 2.8     |
| 계속사업이익       | (380.7)  | (534.7) | (168.8) | 64.2    | 109.7   |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | (380.7)  | (534.7) | (168.8) | 64.2    | 109.7   |
| 비배주주지분 순이익   | (2.8)    | (1.2)   | 0.9     | (0.4)   | (0.6)   |
| 지배주주순이익      | (377.9)  | (533.5) | (169.7) | 64.5    | 110.3   |
| 지배주주지분포괄이익   | (380.8)  | (511.3) | (169.8) | 64.5    | 110.4   |
| NOPAT        | (409.4)  | (147.7) | 88.7    | 128.9   | 184.8   |
| EBITDA       | (495.3)  | (71.6)  | 156.5   | 217.2   | 270.7   |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | (58.93)  | 12.97   | 61.76   | 35.95   | 4.44    |
| NOPAT증가율     | 적지       | 적지      | 흑전      | 45.32   | 43.37   |
| EBITDA증가율    | 적지       | 적지      | 흑전      | 38.79   | 24.63   |
| 영업이익증가율      | 적지       | 적지      | 흑전      | 78.13   | 38.60   |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지       | 적지      | 적지      | 흑전      | 71.01   |
| EPS증가율       | 적지       | 적지      | 적지      | 흑전      | 71.00   |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | (24.30)  | (3.31)  | 5.13    | 5.17    | 5.97    |
| EBITDA이익률    | (25.97)  | (3.32)  | 4.49    | 4.58    | 5.47    |
| 영업이익률        | (29.29)  | (7.28)  | 2.20    | 2.89    | 3.83    |
| 계속사업이익률      | (19.96)  | (24.81) | (4.84)  | 1.35    | 2.22    |

| 투자지표      | 2024     | 2025     | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |          |          |         |         |         |
| EPS       | (10,416) | (14,393) | (4,185) | 1,586   | 2,712   |
| BPS       | 19,859   | 16,841   | 15,276  | 16,862  | 19,574  |
| CFPS      | (12,602) | (4,467)  | 1,734   | 5,244   | 6,558   |
| EBITDAPS  | (13,651) | (1,930)  | 3,858   | 5,338   | 6,652   |
| SPS       | 52,570   | 58,131   | 85,937  | 116,470 | 121,638 |
| DPS       | 0        | 0        | 0       | 0       | 0       |
| 주가지표(배)   |          |          |         |         |         |
| PER       | (7.78)   | (6.61)   | (23.70) | 62.55   | 36.58   |
| PBR       | 4.08     | 5.65     | 6.49    | 5.88    | 5.07    |
| PCFR      | (6.43)   | (21.31)  | 57.21   | 18.92   | 15.13   |
| EV/EBITDA | (9.12)   | (76.67)  | 37.78   | 28.75   | 22.97   |
| PSR       | 1.54     | 1.64     | 1.15    | 0.85    | 0.82    |
| 재무비율(%)   |          |          |         |         |         |
| ROE       | (41.74)  | (76.95)  | (26.29) | 9.92    | 14.95   |
| ROA       | (12.29)  | (17.98)  | (5.10)  | 1.68    | 2.61    |
| ROIC      | (19.88)  | (8.06)   | 4.29    | 5.37    | 7.11    |
| 부채비율      | 287.07   | 363.06   | 465.91  | 504.58  | 439.80  |
| 순부채비율     | 216.98   | 244.42   | 336.16  | 353.33  | 301.23  |
| 이자보상배율(배) | (5.25)   | (1.34)   | 0.59    | 1.13    | 1.47    |

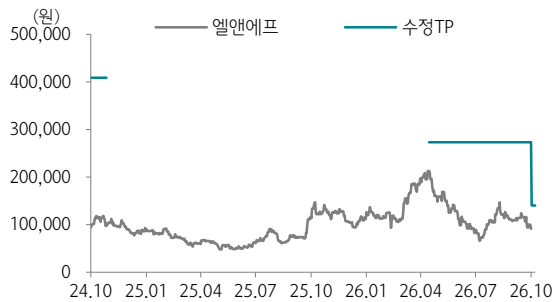
자료: 하나증권

| 대차대조표     | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2024     | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 유동자산      | 1,089.8  | 1,346.6 | 1,636.6 | 2,172.1 | 2,288.1 |
| 금융자산      | 286.1    | 386.3   | 150.5   | 151.7   | 178.1   |
| 현금성자산     | 279.5    | 382.9   | 146.7   | 146.7   | 172.8   |
| 매출채권      | 179.5    | 324.3   | 502.0   | 682.5   | 712.8   |
| 재고자산      | 574.6    | 594.9   | 920.9   | 1,251.9 | 1,307.5 |
| 기타유동자산    | 49.6     | 41.1    | 63.2    | 86.0    | 89.7    |
| 비유동자산     | 1,710.0  | 1,787.5 | 1,888.7 | 1,982.0 | 2,013.2 |
| 투자자산      | 184.1    | 197.0   | 275.0   | 348.7   | 361.1   |
| 금융자산      | 47.6     | 64.6    | 70.1    | 70.1    | 70.1    |
| 유형자산      | 1,259.7  | 1,325.7 | 1,360.0 | 1,382.1 | 1,402.9 |
| 무형자산      | 17.1     | 14.6    | 13.1    | 10.6    | 8.6     |
| 기타비유동자산   | 249.1    | 250.2   | 240.6   | 240.6   | 240.6   |
| 자산총계      | 2,799.8  | 3,134.1 | 3,525.3 | 4,154.1 | 4,301.4 |
| 유동부채      | 1,552.2  | 2,060.5 | 2,446.1 | 3,006.4 | 3,043.2 |
| 금융부채      | 1,336.4  | 1,651.6 | 1,800.4 | 2,135.3 | 2,134.3 |
| 매입채무      | 78.3     | 324.8   | 502.8   | 683.6   | 713.9   |
| 기타유동부채    | 137.5    | 84.1    | 142.9   | 187.5   | 195.0   |
| 비유동부채     | 524.3    | 396.8   | 456.2   | 460.6   | 461.3   |
| 금융부채      | 519.2    | 389.0   | 444.1   | 444.1   | 444.1   |
| 기타비유동부채   | 5.1      | 7.8     | 12.1    | 16.5    | 17.2    |
| 부채총계      | 2,076.5  | 2,457.3 | 2,902.3 | 3,467.0 | 3,504.5 |
| 지배주주지분    | 713.6    | 673.1   | 618.3   | 682.8   | 793.1   |
| 자본금       | 18.1     | 20.1    | 20.3    | 20.3    | 20.3    |
| 자본잉여금     | 701.9    | 692.7   | 434.7   | 434.7   | 434.7   |
| 자본조정      | (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)  | 126.1   | 190.6   | 301.0   |
| 비지배주주지분   | 9.7      | 3.7     | 4.6     | 4.3     | 3.7     |
| 자본총계      | 723.3    | 676.8   | 622.9   | 687.1   | 796.8   |
| 순금융부채     | 1,569.5  | 1,654.3 | 2,094.1 | 2,427.7 | 2,400.3 |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2024     | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| 영업활동 현금흐름      | 280.5    | (29.2)  | (111.3) | (115.0) | 191.9   |
| 당기순이익          | (380.7)  | (534.7) | (168.8) | 64.2    | 109.7   |
| 조정             | (114.5)  | 296.5   | 195.8   | 125.6   | 133.3   |
| 감가상각비          | 63.4     | 85.3    | 79.7    | 80.4    | 81.1    |
| 외환거래손익         | 25.7     | (8.4)   | 20.7    | (55.0)  | (55.0)  |
| 지분법손익          | 0.2      | 4.3     | 3.5     | 0.0     | 0.0     |
| 기타             | (203.8)  | 215.3   | 91.9    | 100.2   | 107.2   |
| 영업활동 자산부채 변동   | 775.7    | 209.0   | (138.3) | (304.8) | (51.1)  |
| 투자활동 현금흐름      | (239.9)  | (137.7) | (184.8) | (119.4) | (57.0)  |
| 투자자산감소(증가)     | (41.8)   | (3.9)   | (74.6)  | (73.7)  | (12.4)  |
| 자본증가(감소)       | (207.9)  | (137.4) | (108.9) | (100.0) | (100.0) |
| 기타             | 9.8      | 3.6     | (1.3)   | 54.3    | 55.4    |
| 재무활동 현금흐름      | (181.7)  | 178.0   | 51.9    | 234.1   | (108.8) |
| 금융부채증가(감소)     | (178.7)  | 185.0   | 203.9   | 334.9   | (1.0)   |
| 자본증가(감소)       | (2.0)    | (7.3)   | (257.8) | 0.0     | 0.0     |
| 기타재무활동         | (1.0)    | 0.3     | 105.8   | (100.8) | (107.8) |
| 배당지급           | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증감         | (141.1)  | 11.1    | (214.5) | 0.0     | 26.1    |
| Unlevered CFO  | (457.3)  | (165.6) | 70.3    | 213.4   | 266.8   |
| Free Cash Flow | 72.6     | (166.6) | (220.2) | (215.0) | 91.9    |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 엘앤에프



| 날짜       | 투자의견      | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|-----------|---------|---------|---------|
|          |           |         | 평균      | 최고/최저   |
| 26.10.23 | BUY       | 140,000 |         |         |
| 26.5.6   | BUY       | 273,000 | -56.89% | -22.71% |
| 25.11.18 | 1년 경과     |         | -       | -       |
| 24.11.18 | Not Rated | -       | -       | -       |
| 23.11.27 | BUY       | 409,000 | -64.86% | -48.29% |

## Compliance Notice

- 당사는 2026년 10월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2026년 10월 23일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 97.72%  | 2.28%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2026년 10월 20일