엘앤에프 (066970)

재고평가손실로 적자전환, 출하는 견조

BUY (유지)

목표주가(12M)	140,000원
현재주가(11.12)	80,400원

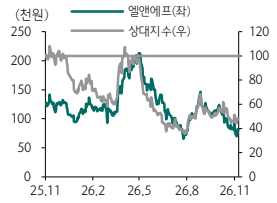
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,342.73
52주 최고/최저(원)	213,000/65,600
시가총액(십억원)	3,271.3
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	40,687.4
60일 평균 거래량(천주)	536.3
60일 평균 거래대금(십억원)	58.5
외국인지분율(%)	15.33
주요주주 지분율(%)	
새로닉스 외 18 인	25.12
국민연금공단	8.58

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,428.0	4,201.4
영업이익(십억원)	111.8	171.9
순이익(십억원)	(84.2)	34.5
EPS(원)	(2,078)	846
BPS(원)	17,165	17,880

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,907.5	2,154.9	3,372.4	4,623.1
영업이익	(558.7)	(156.8)	86.1	128.3
세전이익	(519.5)	(567.8)	(135.1)	34.3
순이익	(377.9)	(533.5)	(157.0)	32.5
EPS	(10,416)	(14,393)	(3,871)	799
증감율	적지	적지	적지	흑전
PER	(7.78)	(6.61)	(21.23)	102.88
PBR	4.08	5.65	5.27	5.02
EV/EBITDA	(9.12)	(76.67)	32.19	26.94
ROE	(41.74)	(76.95)	(24.08)	5.02
BPS	19,859	16,841	15,589	16,388
DPS	0	0	0	0



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

하나증권 리서치센터

3Q26 Review: 재고평가손실로 적자전환

엘앤에프 3분기 매출액은 8,744억원(YoY +34%, QoQ -1%), 영업손실 265억원(YoY 적자전환, QoQ 적자전환, OPM -3.0%)을 기록하며 컨센서스 하회했다. High-Nickel 부문 출하량은 테슬라 차량 판매 증가 지속되는 가운데, Rivian 46파이 향 NCM95 출하 증가로 QoQ +3% 증가했다. 다만 유럽 전기차 배터리 시장 내 한국 셀 메이커 부진 지속되며 Mid-Nickel 출하량이 QoQ -32% 감소, 전체 NCM 출하량은 QoQ -5% 감소했다. 이외 LFP 양극재는 3분기 말 북미 ESS 향 초도 물량 공급이 시작됐다. 한편, Blended 판가는 QoQ +7% 상승했으나 출하량 감소와 환율 하락으로 매출액은 전분기 수준에 그쳤고, 재고평가손실 426억원과 환율 하락에 따른 손실 220억원이 반영되며 적자전환했다. 다만 재고평가손익을 제외한 영업이익은 161억원(OPM 1.8%)으로, 재고 관련 1회성 손익 제외 기준 4개 분기 연속 흑자를 유지했다.

4분기: 출하 증가 지속, 적자는 불가피

4분기 실적은 매출액 8,733억원(YoY +41%, QoQ Flat), 영업손실 254억원(YoY 적자전환, QoQ 적자지속, OPM -2.9%)을 전망한다. 테슬라 출하 성장세 지속과 Rivian의 신형 SUV 판매 호조(3분기 전기차 인도량 YoY +46%), 유럽 전기차 시장 회복으로 NCM 출하량은 QoQ +4% 증가할 전망이다. LFP 양극재는 미국의 중국산 배터리 소재 규제 강화 지속되며 북미 ESS 향 출하가 본격적으로 시작될 전망이다(약 3천톤). 다만 원재료 가격 하락에 따른 판가 하락(High-Nickel QoQ -3%, Mid-Nickel -5%)과 환율 하락이 출하량 증가 효과를 상쇄해 매출액 증가는 제한적일 것으로 판단한다. 한편, 리튬 가격 하락 폭 축소로 재고평가손실 규모는 3분기 대비 감소하나 손실 자체는 불가피할 전망이다.

NCM·LFP 출하 성장 지속, 목표주가 140,000원 유지

2027년 NCM 부문의 경우, Rivian 신차 판매 호조로 46파이 향 NCM95 공급이 증가(26년 7,600톤→27년 14,200톤 추정)하며 부문 성장을 견인할 전망이다. 테슬라는 FSD 승인 국가 확대로 유럽·아시아 지역 성장 지속되는 가운데, 자체 생산 배터리 향 신규 46파이 프로젝트 출하 증가가 이어질 것으로 예상한다. LFP 양극재는 AI 데이터센터발 ESS 수요 확대로 2027년 2분기 연산 6만톤 생산 CAPA를 갖추고, 한 해 동안 4만톤을 북미 ESS 향으로 출하할 전망이다. 확정 수주 물량은 약 25만톤(ESS 기준 약 100GWh)인데, 일반적으로 3~4년에 걸쳐 수주 잔고가 소화됨을 고려할 때, 2028년에는 Full CAPA인 6만톤 출하가 가능할 전망이다. 이에 2028년 실적은 매출액 4.9조원, EBITDA 2,692억원을 전망하며, Target EV/EBITDA 26.5배(도표 10. Valuation Table 참고)를 적용해 목표주가 140,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

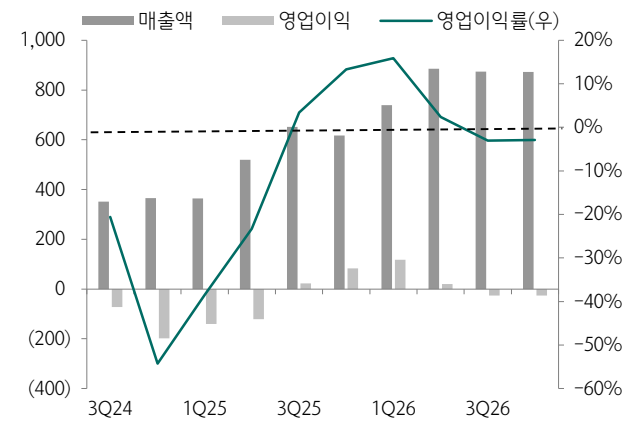
도표 1. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출	**364.8**	**520.1**	**652.3**	**617.8**	**739.6**	**885.0**	**874.4**	**873.3**	**2,154.9**	**3,372.4**	**4,623.1**	**4,945.9**
YoY(%)	(42.6)	(6.3)	85.5	69.1	102.8	70.2	34.1	41.4	13.0	56.5	37.1	7.0
QoQ(%)	(0.2)	42.6	25.4	(5.3)	19.7	19.7	(1.2)	(0.1)				
매출원가	**484.9**	**618.9**	**608.7**	**513.7**	**595.1**	**839.3**	**879.8**	**873.3**	**2,226.2**	**3,187.5**	**4,384.3**	**4,650.4**
판관비	20.2	22.3	21.5	21.6	27.3	24.9	21.1	25.4	85.6	98.7	110.5	109.3
영업이익	**(140.3)**	**(121.2)**	**22.1**	**82.5**	**117.3**	**20.8**	**(26.5)**	**(25.4)**	**(156.8)**	**86.1**	**128.3**	**186.2**
YoY(%)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적전	적지	흑전	49.0	45.1
QoQ(%)	적지	적지	흑전	272.8	42.2	(82.2)	적전	적지				
영업이익률(%)	**(38.4)**	**(23.3)**	**3.4**	**13.3**	**15.9**	**2.4**	**(3.0)**	**(2.9)**	**(7.3)**	**2.6**	**2.8**	**3.8**

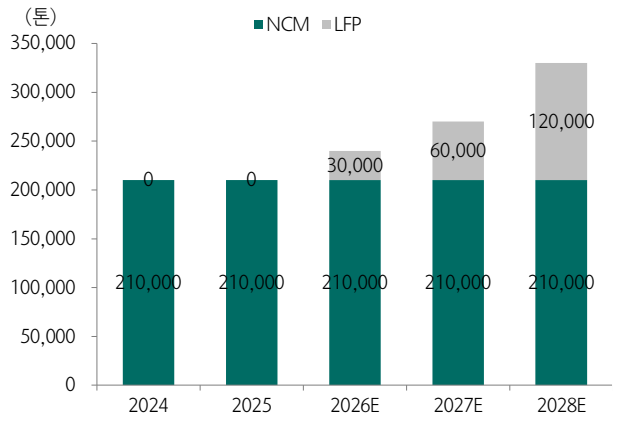
자료: 엘앤에프, 하나증권

도표 2. 매출액 및 영업이익 추이



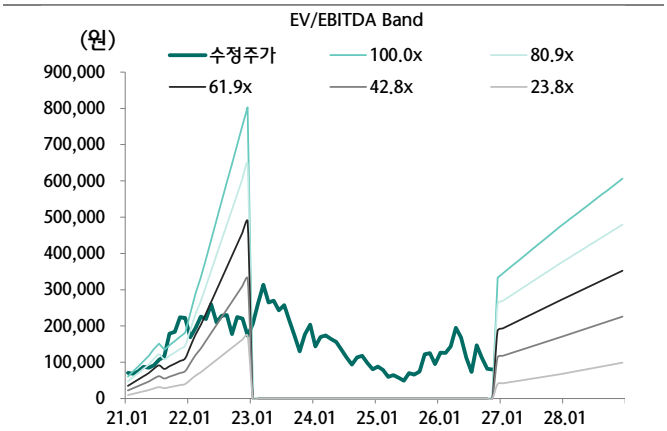
자료: 하나증권

도표 3. 제품별 Design CAPA[1]



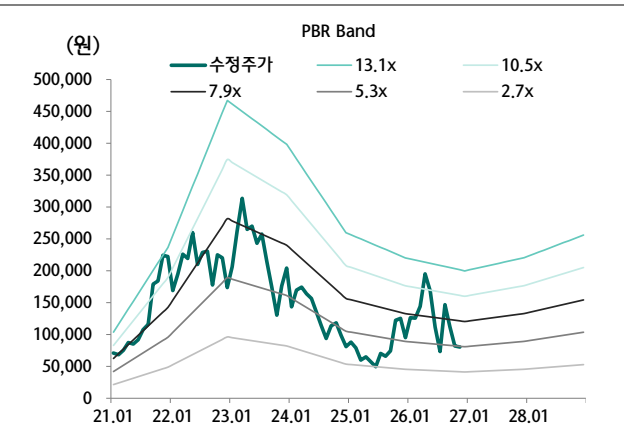
자료: 하나증권
주1: 이론적 생산능력으로 실제 양산 가능한 CAPA와 일부 차이 존재

도표 4. 엘앤에프 12M Fwd EV/EBITDA



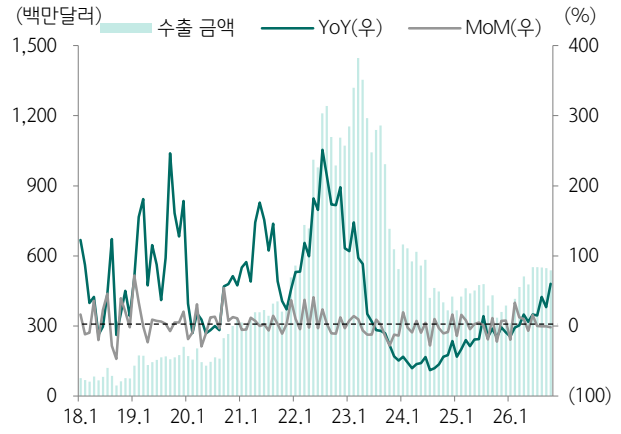
자료: 하나증권

도표 5. 엘앤에프 12M Fwd P/B



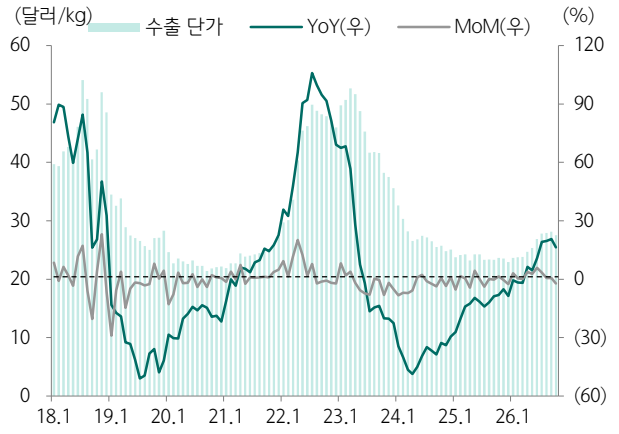
자료: 하나증권

도표 6. 양극재 수출액 추이



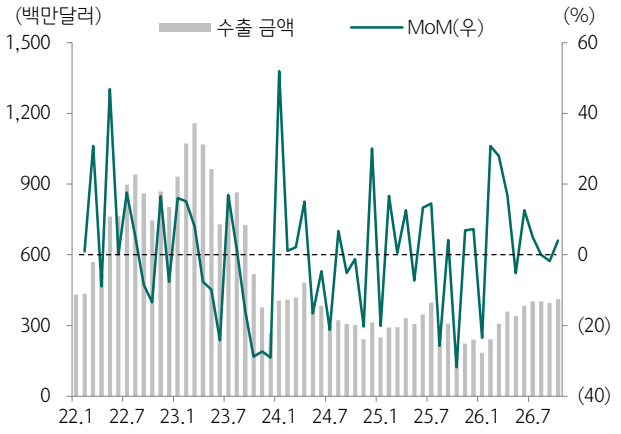
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 7. 양극재 수출 단가 추이



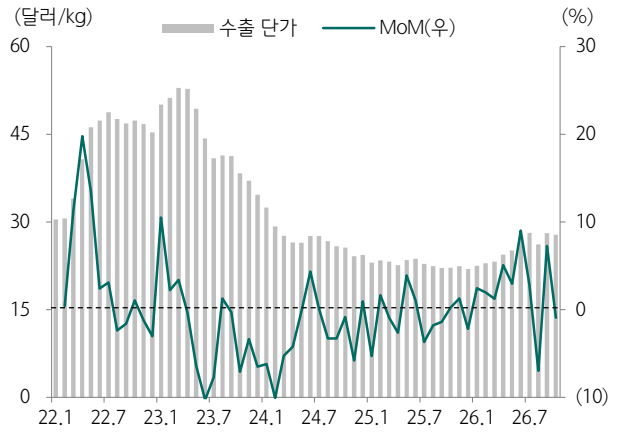
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 8. NCM 양극재 수출액 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 9. NCM 양극재 수출 단가 추이



자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 10. 엘앤에프 Valuation Table

구분 (단위: 십억원)	금액	비고
28F EBITDA	**269.2**	
Multiple	26.5	과거 영업이익 흑자 구간 하단 평균
Enterprise Value (A)	7,126.5	
Non-Operating Assets (B)	258.2	
단기금융자산	1.0	사용제한단기금융자산 2.3십억원 제외
투자자산	257.2	관계기업등지분관련투자자산 등
Net Debt (C)	1,585.5	
Total Debt	1,799.0	리스부채 제외
Cash&Cash Equivalent	-213.5	
비지배주주지분 (D)	4.5	
Equity Value (A)+(B)-(C)-(D)	**5,794.6**	
유통주식수	39,444,649	
BW 잔여행사가능물량	1,681,817	제7회공모BW 잔여 물량 행사 가정
Target Price	**140,000**	

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,907.5**	**2,154.9**	**3,372.4**	**4,623.1**	**4,945.9**
매출원가	2,371.0	2,226.2	3,187.5	4,384.3	4,650.4
매출총이익	(463.5)	(71.3)	184.9	238.8	295.5
판관비	95.2	85.6	98.7	110.5	109.3
영업이익	**(558.7)**	**(156.8)**	**86.1**	**128.3**	**186.2**
금융손익	13.9	(383.2)	(293.4)	(145.2)	(163.4)
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)**	**(135.1)**	**34.3**	**74.0**
법인세	(138.8)	(33.1)	21.1	2.0	1.8
계속사업이익	(380.7)	(534.7)	(156.2)	32.3	72.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(380.7)**	**(534.7)**	**(156.2)**	**32.3**	**72.2**
비지배주주지분 순이익	(2.8)	(1.2)	0.8	(0.2)	(0.4)
지배주주순이익	**(377.9)**	**(533.5)**	**(157.0)**	**32.5**	**72.5**
지배주주지분포괄이익	(380.8)	(511.3)	(157.1)	32.5	72.6
NOPAT	(409.4)	(147.7)	99.6	121.0	181.7
EBITDA	(495.3)	(71.6)	165.8	215.2	269.2
성장성(%)					
매출액증가율	(58.93)	12.97	56.50	37.09	6.98
NOPAT증가율	적지	적지	흑전	21.49	50.17
EBITDA증가율	적지	적지	흑전	29.79	25.09
영업이익증가율	적지	적지	흑전	49.01	45.13
(지배주주)순익증가율	적지	적지	적지	흑전	123.08
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	123.15
수익성(%)					
매출총이익률	(24.30)	(3.31)	5.48	5.17	5.97
EBITDA이익률	(25.97)	(3.32)	4.92	4.65	5.44
영업이익률	(29.29)	(7.28)	2.55	2.78	3.76
계속사업이익률	(19.96)	(24.81)	(4.63)	0.70	1.46

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,089.8**	**1,346.6**	**1,574.0**	**2,078.5**	**2,252.6**
금융자산	286.1	386.3	216.9	218.1	262.3
현금성자산	279.5	382.9	213.5	213.5	257.3
매출채권	179.5	324.3	458.5	628.5	672.4
재고자산	574.6	594.9	840.9	1,152.8	1,233.3
기타유동자산	49.6	41.1	57.7	79.1	84.6
비유동자산	**1,710.0**	**1,787.5**	**1,870.9**	**2,074.5**	**2,179.5**
투자자산	184.1	197.0	257.2	326.6	344.6
금융자산	47.6	64.6	70.1	70.1	70.1
유형자산	1,259.7	1,325.7	1,360.0	1,496.7	1,585.7
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**	**3,444.9**	**4,153.0**	**4,432.1**
유동부채	**1,552.2**	**2,060.5**	**2,354.2**	**3,025.8**	**3,231.7**
금융부채	1,336.4	1,651.6	1,762.9	2,222.2	2,373.3
매입채무	78.3	324.8	459.2	629.5	673.4
기타유동부채	137.5	84.1	132.1	174.1	185.0
비유동부채	**524.3**	**396.8**	**455.2**	**459.3**	**460.3**
금융부채	**519.2**	**389.0**	**444.1**	**444.1**	**444.1**
기타비유동부채	5.1	7.8	11.1	15.2	16.2
부채총계	**2,076.5**	**2,457.3**	**2,809.3**	**3,485.1**	**3,692.0**
지배주주지분	**713.6**	**673.1**	**631.1**	**663.5**	**736.1**
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)	138.9	171.4	243.9
비지배주주지분	**9.7**	**3.7**	**4.5**	**4.4**	**4.0**
자본총계	**723.3**	**676.8**	**635.6**	**667.9**	**740.1**
순금융부채	1,569.5	1,654.3	1,990.1	2,448.2	2,555.1

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(10,416)	(14,393)	(3,871)	799	1,783
BPS	19,859	16,841	15,589	16,388	18,171
CFPS	(12,602)	(4,467)	1,965	5,194	6,522
EBITDAPS	(13,651)	(1,930)	4,089	5,288	6,616
SPS	52,570	58,131	83,142	113,624	121,558
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(7.78)	(6.61)	(21.23)	102.88	46.10
PBR	4.08	5.65	5.27	5.02	4.52
PCFR	(6.43)	(21.31)	41.83	15.83	12.60
EV/EBITDA	(9.12)	(76.67)	32.19	26.94	21.93
PSR	1.54	1.64	0.99	0.72	0.68
재무비율(%)					
ROE	(41.74)	(76.95)	(24.08)	5.02	10.37
ROA	(12.29)	(17.98)	(4.77)	0.86	1.69
ROIC	(19.88)	(8.06)	4.91	5.09	6.81
부채비율	287.07	363.06	442.02	521.80	498.88
순부채비율	216.98	244.42	313.12	366.55	345.25
이자보상배율(배)	(5.25)	(1.34)	0.67	0.88	1.13

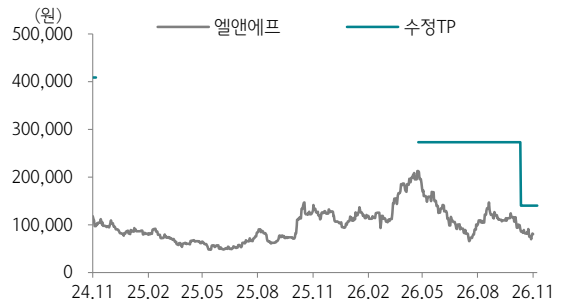
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**280.5**	**(29.2)**	**(26.8)**	**(101.8)**	**162.4**
당기순이익	(380.7)	(534.7)	(156.2)	32.3	72.2
조정	(114.5)	296.5	194.1	153.0	164.3
감가상각비	63.4	85.3	79.7	86.8	83.0
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	90.2	121.2	136.3
영업활동 자산부채 변동	775.7	209.0	(64.7)	(287.1)	(74.1)
투자활동 현금흐름	**(239.9)**	**(137.7)**	**(166.6)**	**(235.9)**	**(132.4)**
투자자산감소(증가)	(41.8)	(3.9)	(56.8)	(69.4)	(17.9)
자본증가(감소)	(207.9)	(137.4)	(108.9)	(221.1)	(170.0)
기타	9.8	3.6	(0.9)	54.6	55.5
재무활동 현금흐름	**(181.7)**	**178.0**	**16.0**	**337.3**	**13.9**
금융부채증가(감소)	(178.7)	185.0	166.4	459.3	151.1
자본증가(감소)	(2.0)	(7.3)	(257.8)	0.0	0.0
기타재무활동	(1.0)	0.3	107.4	(122.0)	(137.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(141.1)**	**11.1**	**(147.7)**	**(0.1)**	**43.9**
Unlevered CFO	(457.3)	(165.6)	79.7	211.3	265.4
Free Cash Flow	72.6	(166.6)	(135.7)	(322.9)	(7.6)

자료: 하나증권

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	1 년 경과		-	-
24.11.18	Not Rated	-	-	-
23.11.27	BUY	409,000	-64.86%	-48.29%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 11월 13일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2026년 11월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 채권 · 채무 관계 법인

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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	96.82%	3.18%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 11월 10일