

엘앤에프 066970

성공적인 흑전을 발판삼아 ESS 선두로

3Q25P Re: 재고자산 충당금 환입으로 실적 서프라이즈

3Q25P 매출액 6,524억원(+25.4% QoQ, +16% YoY), 영업이익 221억원(흑전 QoQ, 흑전 YoY)으로 컨센서스 영업이익 78억원을 상회했다. 주요 원재료 시세 상승에 따른 재고자산평가 충당금 234억원 환입이 주요했다. 동시에 Ni 70% 제품 단종에 따른 일회성 비용 67억원을 인식했다. 충당금 환입과 일회성 비용 제외 시 수정 영업이익은 약 54억원으로 본질적인 흑자 전환을 실현한 셈이다. Blended 출하량은 +38.7%로 증가하며 가이던스에 부합했다. 하이니켈 출하량은 북미 EV업체향 호조 지속되며 +33% QoQ, 미드니켈 출하량은 유럽 EV 수요 수혜로 +76% QoQ 성장했다. Blended ASP는 -5% QoQ를 기록했으며 하이니켈 -7%, 미드니켈 -3%를 기록했다.

연간 출하량 가이던스(+30~40% YoY)에 In-Line할 전망

4Q25F 매출액 6,752억원(+3.5% QoQ, +84.8% YoY), 영업이익 62억원(흑전 QoQ, 흑전 YoY)을 전망한다. Ni95 채택 확대 기조가 지속되며 하이니켈 출하량은 +4% QoQ, NCM ESS 물량 감소로 미드니켈 출하량 -15% QoQ 수준을 분기 가이던스로 제시했다. ASP는 하이니켈 -4% QoQ, 미드니켈 +1% QoQ를 제시했다. 전분기와 매출 규모가 유사한 점을 감안 시 4Q25 영업이익은 직전 분기 수정 영업이익(54억원)보다 소폭 성장하며 흑자 기조를 지속할 전망이다.

국내에서 제일 빠른 LFP 양극재 양산 일정

LFP 양극재 양산 일정이 기존 2027년에서 3Q26으로 앞당겨졌다. 초기 CAPA는 3만톤으로 모두 ESS향이다. 이는 국내 경쟁사들 중 가장 빠른 일정이다. 이후 3만톤을 추가 증설해 2027년 EV향 대응까지도 목표하고 있다. ESS향으로 3만톤 풀가동 시 예상 매출액은 연간 약 5,400억원 수준이다. 단가는 추정 미드니켈 양극재 2.9만원/kg 대비 60% 수준으로 가정했다. 이는 올해 매출 대비 24% 수준이다. 2026년 하반기부터 LFP 매출이 인식 가능해졌다. 추가적인 조기 가동 가능성도 언급돼 상향 여지도 있다. 2027년 추정치를 상향함에 따라 목표 주가를 18만원으로 상향하고 투자의견 '매수'를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,212	3,006	3,997
영업이익	-222	-559	-233	87	256
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-10.5	2.9	6.4
세전이익	-296	-520	-495	-16	175
지배주주지분순이익	-194	-378	-434	-11	140
EPS(원)	-5,361	-11,262	-12,911	-277	3,549
증감률(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
ROE(%)	-16.4	-41.7	-67.1	-1.9	22.0
PER(배)	-38.1	-7.2	-11.4	-530.1	41.4
PBR(배)	6.7	4.1	10.8	11.0	8.8
EV/EBITDA(배)	-52.2	-9.1	-45.1	41.0	20.3

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2025.10.30

매수(유지)

목표주가(상향)	180,000원
현재주가(10/29)	147,000원
상승여력	22.4%

Stock Data

KOSPI	4,081.2pt
시가총액(보통주)	5,338십억원
발행주식수	36,316천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	686천주
60일 평균거래대금	60,739백만원
외국인 지분율	14.7%
52주 최고가	149,000원
52주 최저가	47,000원
주요주주	
새로닉스(외 18인)	23.7%
자사주(외 1인)	7.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	101.6	82.7
3M	123.1	96.7
6M	117.1	58.1

주가차트

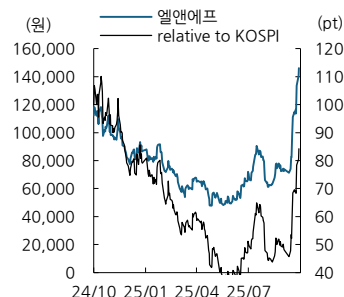


표1 엘앤에프 3Q25P 실적 Review

(십억원, %)	3Q25P	2Q25	3Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	652	520	352	25.4	85.5	668	1.0	711	(5.0)
하이니켈	588	482	290	22.0	102.8			588	
미드니켈	64	37	62	73.0	3.2			123	
영업이익	22	(121)	(72)	흑전	흑전	7.8	(20.1)	8.0	(22.4)
OPM	3.4	(23.3)	(20.6)	26.7	24.0	1.2	(0.2)	1.1	(0.2)
당기순이익	(118)	(113)	(77)	적지	적지	0	적전	5.0	적전
NPM	(18.1)	(21.5)	(21.6)	3.4	3.5	0.0	(14.6)	0.7	(15.3)

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,099	2,850	2,212	3,006	5.4	5.5
영업이익	(210)	98	(233)	87	적지	(11.2)
OPM	(10.0)	3.4	(10.5)	2.9	(0.5)	(0.5)
지배순이익	(276)	7	(434)	(12)	적지	적전

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 엘앤에프 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	증감률
ASP (천원/kg)	37	35	34	33	33	33	32	30	41	35	32	(14.9)
출하량 (kt)	10	15	19	20	20	21	24	28	47	64	94	36.3
매출액	365	520	652	675	677	716	772	841	1,907	2,212	3,006	16.0
하이니켈	322	482	588	619	643	686	745	817	1,502	2,012	2,891	34.0
미드니켈	43	38	64	56	34	30	27	24	406	200	115	(50.6)
LFP	0	0	0	0	0	0	24	48	0	0	71	N/A
영업이익	(140)	(121)	22.2	6.2	6.3	16.6	27.4	36.7	(559)	(233.1)	87	적지
OPM	(38.4)	(23.3)	3.4	0.9	0.9	2.3	3.5	4.4	(29.3)	(10.5)	2.9	18.8
당기순이익	(111)	(113)	(118)	(92)	0	16	16	(44)	(381)	(434)	(12)	적지
NPM	(30.5)	(21.6)	(18.1)	(13.6)	0.0	2.3	2.1	(5.3)	(20.0)	(19.6)	(0.4)	0.3
YoY												
매출액	(42.6)	(6.3)	85.5	84.8	85.7	37.7	18.3	24.6	(58.9)	16.0	35.9	-
영업이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	23.4	491.5	적지	적지	흑전	-
OPM	(38.4)	(23.3)	3.4	0.9	0.9	2.3	3.5	4.4	(29.3)	(10.5)	2.9	-
지배순이익	(30.5)	(21.6)	(18.1)	(13.6)	0.0	2.3	2.1	(5.3)	(20.0)	(19.6)	(0.4)	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표1 엘앤에프 Valuation Table

항목	단위	27F	비고
EBITDA	(십억원)	367	27F EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	(배)	25	최근 3개년(적자 제외) 최저 Multiple 적용에 프리미엄 35%
EV	(십억원)	9,165	
(+) 자산가치	(십억원)	57	
(-) 순차입금	(십억원)	1,484	
Equity Value	(십억원)	7,739	
시가총액	(십억원)	42,316	BW 100% 전환 후 주식수 가정
Target Price	(원)	180,000	
Current Price	(원)	147,000	
Upside	(%)	22.4	

자료: DS투자증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	799	914	834	매출액	4,644	1,907	2,212	3,006	3,997
현금 및 현금성자산	241	280	192	306	148	매출원가	4,784	2,371	2,355	2,807	3,590
매출채권 및 기타채권	426	214	289	214	226	매출총이익	-140	-463	-142	200	407
재고자산	1,163	575	265	340	404	판매비 및 관리비	83	95	91	113	151
기타	139	21	52	54	56	영업이익	-222	-559	-233	87	256
비유동자산	1,382	1,710	1,928	1,961	1,988	(EBITDA)	-176	-495	-154	164	329
관계기업투자등	130	184	196	204	213	금융손익	-63	-112	-150	-144	-146
유형자산	1,120	1,260	1,393	1,400	1,402	이자비용	79	106	94	78	62
무형자산	12	17	17	22	25	관계기업등 투자손익	0	0	-2	-2	-2
자산총계	3,351	2,800	2,726	2,875	2,822	기타영업외손익	-10	151	-111	42	68
유동부채	1,747	1,552	1,714	1,906	1,756	세전계속사업이익	-296	-520	-495	-16	175
매입채무 및 기타채무	201	212	300	600	597	계속사업법인세비용	-101	-139	-61	-6	34
단기금융부채	1,543	1,336	1,400	1,291	1,143	계속사업이익	-195	-381	-434	-11	141
기타유동부채	3	3	14	15	15	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	494	524	423	391	347	당기순이익	-195	-381	-434	-11	141
장기금융부채	491	519	417	385	341	지배주주	-194	-378	-434	-11	140
기타비유동부채	3	5	6	6	7	총포괄이익	-195	-381	-434	-11	141
부채총계	2,241	2,076	2,137	2,297	2,103	매출총이익률 (%)	-3.0	-24.3	-6.4	6.6	10.2
지배주주지분	1,097	714	578	567	708	영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-10.5	2.9	6.4
자본금	18	18	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	-3.8	-26.0	-7.0	5.4	8.2
자본잉여금	704	702	522	522	522	당기순이익률 (%)	-4.2	-20.0	-19.6	-0.4	3.5
이익잉여금	358	-23	21	10	151	ROA (%)	-6.1	-12.3	-15.7	-0.4	4.9
비지배주주지분(연결)	13	10	11	11	11	ROE (%)	-16.4	-41.7	-67.1	-1.9	22.0
자본총계	1,110	723	589	578	719	ROIC (%)	-6.6	-16.7	-8.2	3.4	11.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-375	281	624	317	84	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-195	-381	-434	-11	141	P/E	-38.1	-7.2	-11.4	-530.1	41.4
비현금수익비용가감	15	-77	822	29	23	P/B	6.7	4.1	10.8	11.0	8.8
유형자산감가상각비	44	60	75	68	68	P/S	1.6	1.5	2.4	2.1	1.6
무형자산상각비	2	3	3	9	5	EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-45.1	41.0	20.3
기타현금수익비용	-32	-234	719	-314	-368	P/CF	n/a	n/a	13.8	335.8	37.9
영업활동 자산부채변동	-24	776	236	299	-80	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	370	209	-79	76	-13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	64	589	191	-75	-63	매출액	19.5	-58.9	16.0	35.9	32.9
매입채무 증가(감소)	-448	-88	213	300	-3	영업이익	적전	적지	적지	흑전	194.0
기타자산, 부채변동	-10	66	-90	-2	-2	세전이익	적전	적지	적지	적지	흑전
투자활동 현금	-561	-240	-377	-62	-51	당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-482	-208	-208	-75	-70	EPS	적전	적지	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-3	-14	-8	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-103	-33	-94	39	41	부채비율	201.9	287.1	362.5	397.0	292.5
기타투자활동	27	3	-72	-13	-14	유동비율	112.7	70.2	46.6	48.0	47.5
재무활동 현금	1,050	-20	-334	-141	-192	순차입금/자기자본(x)	159.9	217.0	275.6	236.7	185.8
차입금의 증가(감소)	1,053	103	-154	-141	-192	영업이익/금융비용(x)	-2.8	-5.3	-2.5	1.1	4.1
자본의 증가(감소)	7	2	-179	0	0	총차입금 (십억원)	2,034	1,856	1,817	1,676	1,484
배당금의 지급	17	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,775	1,570	1,625	1,369	1,336
기타재무활동	-10	-126	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	121	38	-87	114	-159	EPS	-5,361	-11,262	-12,911	-277	3,549
기초현금	120	241	280	192	306	BPS	30,268	19,660	13,666	13,407	16,726
기말현금	241	280	192	306	148	SPS	128,121	52,552	60,922	71,047	94,454
NOPLAT	-161	-405	-169	63	206	CFPS	-4,968	-12,598	10,676	438	3,883
FCF	-766	79	246	255	33	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-02-02	매수	390,000	-61.6	-52.2	
2024-08-13	담당자변경				
2024-08-13	매수	140,000	-36.6	-14.7	
2024-11-04	매수	140,000	-40.1	-15.6	
2025-02-06	매수	140,000	-49.0	-34.5	
2025-05-02	매수	120,000	-42.9	21.8	
2025-07-31	매수	120,000	-32.1	21.8	
2025-10-30	매수	180,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.