

엘앤에프 066970

흑자 기초 속 Physical AI 기대감 형성

4Q25P Re: 재고자산 충당금 환입으로 실적 서프라이즈

4Q25P 매출액 6,178억원(-5% QoQ, +69% YoY), 영업이익 824억원(+273% QoQ, 흑전 YoY)으로 컨센서스 영업이익 187억원을 크게 상회했다. 재고평가 손실 환입효과 779억원 영향이다. 제외 시 정상적 영업이익은 45억원으로 흑자 기초를 지속했다. 재고 절감 노력이 주요했다. 평가 하락 및 연말 재고 조정에 따른 미드니켈 판매 감소로 매출액은 감소했다. Blended 출하량은 -2%로 하이니켈 출하량 +1% QoQ, 미드니켈 출하량 -15% QoQ를 기록했다. Blended ASP는 -4% QoQ를 기록했으며 하이니켈은 리튬 도급가 하락 반영으로 -5%, 미드니켈은 원재료가 상승을 반영하며 +5%를 기록했다. 영업외단에서는 EB/BW 옵션 가치 재평가에 따른 파생상품 평가손실 574억원을 인식했다.

LFP 양산 개시 등을 포함하여 연간 출하 성장을 가이던스 20%+ 제시

2026F 매출액 2.6조원(+20.9% YoY), 영업이익 706억원(흑전 YoY)을 전망한다. 출하량 가이던스는 20%대 성장률을 제시했다. 북미 전동화 후퇴 영향에서 비교적 자유롭고 주요 고객사향 Ni95 단독 공급이 지속되는 영향이 주요하다. 또한 46파이 신제품 공급도 개시되며 2026년 6%, 2027년 10%까지 확대될 전망이다. LFP 양산도 차질없이 진행될 예정이다. 3Q26부터 국내에서 3만톤 규모 가동이 시작되며 ESS에 우선 공급된다. 향후 EV용으로도 확장되며 물량 성장에 점진적으로 기여할 전망이다. 한편, 재고평가환입 가능성이 있어 추가적인 이익 추정치 상향 여지가 있다.

국내 가장 빠른 LFP 양극재 양산에 이어 Physical AI도 기대해볼만

46파이 공급 본격화는 Physical AI 확장으로 연결될 전망이다. 휴머노이드 탑재 시 에너지밀도와 내전압 성능이 중요한 만큼 Cell-to-Body가 가능한 폼팩터와 하이니켈 양극재는 핵심 요소다. 특히 주요 고객사의 경우 휴머노이드에 4680 배터리 탑재 가능성이 높아 진출 가능성은 충분하다. 또한 장기적으로 도입될 전고체용 양극재도 10톤 규모의 파일럿 라인을 확보한 것으로 파악된다. 신사업의 가시화로 밸류에이션 확장을 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,155	2,605	3,343
영업이익	-222	-559	-157	71	165
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-7.3	2.7	4.9
세전이익	-296	-520	-410	51	139
지배주주지분순이익	-194	-378	-357	43	112
EPS(원)	-5,361	-11,262	-10,636	1,077	2,831
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	162.8
ROE(%)	-16.4	-41.7	-52.1	6.3	14.8
PER(배)	-38.1	-7.2	-11.1	109.2	41.5
PBR(배)	6.7	4.1	7.6	7.1	6.1
EV/EBITDA(배)	-52.2	-9.1	-91.2	36.7	22.8

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2026.02.06

매수

목표주가(유지)	180,000원
현재주가(02/05)	117,600원
상승여력	53.1%

Stock Data

KOSPI	5,163.6pt
시가총액(보통주)	4,732십억원
발행주식수	40,240천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	616천주
60일 평균거래대금	73,951백만원
외국인 지분율	18.0%
52주 최고가	149,000원
52주 최저가	47,000원
주요주주	
새로닉스(외 19인)	25.4%
국민연금공단(외 1인)	8.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	22.1	6.3
3M	-6.4	-35.3
6M	64.7	3.2

주가차트

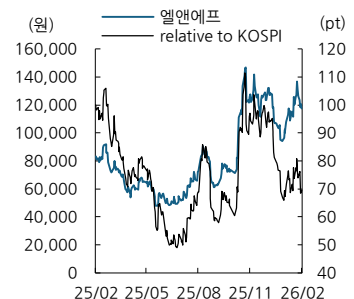


표1 엘앤에프 4Q25P 실적 Review

(십억원, %)	4Q25P	3Q25	4Q24	QoQ	YoY	컨센서스	Gap	DS 추정치	Gap
매출액	617.8	652	365	(5.3)	69.1	665	(7.1)	675	(8.5)
하이니켈	560.8	588	312	(4.6)	79.6			619	
미드니켈	57.0	64	53	(11.1)	7.9			56	
영업이익	82.4	22	(198)	273.6	흑전	18.7	341.4	6.2	1,230.7
OPM	13.4	3.4	(54.3)	10.0	67.6	2.8	10.5	0.9	12.4
당기순이익	(16.2)	(118)	(118)	적지	적지	(20)	적지	(92.0)	적지
NPM	(2.6)	(18.1)	(32.2)	15.5	29.6	(3.1)	0.4	(13.6)	11.0

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 추정치 변경 Table

	변경전		변경후		Gap	
	2025F	2026F	2025P	2026F	2025P	2026F
매출액	2,212	3,006	2,155	2,605	(2.6)	(13.3)
영업이익	(233)	87	(157)	71	적지	(18.9)
OPM	(10.3)	2.2	(7.3)	2.7	3.0	0.5
지배순이익	(434)	(12)	(358)	41	적지	흑전

자료: DS투자증권 리서치센터

표3 엘앤에프 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	증감률
ASP (천원/kg)	32	32	30	29	29	30	30	29	41	31	30	(4.2)
출하량 (kt)	11	16	22	21	23	21	21	23	47	70	88	26.1
매출액	365	520	652	618	658	634	641	672	1,907	2,155	2,605	20.9
하이니켈	322	482	588	561	582	587	620	653	1,502	1,954	2,442	25.0
미드니켈	43	38	64	57	76	47	21	19	406	201	163	(19.0)
LFP	0	0	0	0	0	0	7	17	0	0	24	N/A
영업이익	(140)	(121)	22.1	82.5	17.7	16.3	15.4	21.1	(559)	(156.9)	70.6	흑전
OPM	(38.4)	(23.3)	3.4	13.4	2.7	2.6	2.4	3.1	(29.3)	(7.3)	2.7	10.0
당기순이익	(111)	(113)	(118)	(16)	9	16	10	6	(381)	(358)	41	흑전
NPM	(30.5)	(21.6)	(18.1)	(2.6)	1.3	2.6	1.5	0.9	(20.0)	(16.6)	1.6	18.2
YoY												
매출액	(42.6)	(6.3)	85.5	69.1	80.5	21.9	(1.7)	8.8	(58.9)	13.0	20.9	
영업이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	(30.1)	(74.4)	적지	적지	흑전	
OPM	(38.4)	(23.3)	3.4	13.4	2.7	2.6	2.4	3.1	(29.3)	(7.3)	2.7	
지배순이익	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	1,071	1,249	1,062	매출액	4,644	1,907	2,155	2,605	3,343
현금 및 현금성자산	241	280	722	642	376	매출원가	4,784	2,371	2,226	2,432	3,045
매출채권 및 기타채권	426	214	265	214	226	매출총이익	-140	-463	-71	173	298
재고자산	1,163	575	32	340	404	판매비 및 관리비	83	95	86	103	133
기타	139	21	52	54	56	영업이익	-222	-559	-157	71	165
비유동자산	1,382	1,710	2,054	2,074	2,093	(EBITDA)	-176	-495	-67	166	271
관계기업투자등	130	184	196	204	212	금융손익	-63	-112	-147	-131	-133
유형자산	1,120	1,260	1,539	1,541	1,543	이자비용	79	106	97	80	64
무형자산	12	17	18	15	11	관계기업등 투자손익	0	0	-1	0	0
자산총계	3,351	2,800	3,125	3,323	3,155	기타영업외손익	-10	151	-105	111	107
유동부채	1,747	1,552	2,069	2,257	2,023	세전계속사업이익	-296	-520	-410	51	139
매입채무 및 기타채무	201	212	300	600	517	계속사업법인세비용	-101	-139	-52	9	27
단기금융부채	1,543	1,336	1,754	1,642	1,489	계속사업이익	-195	-381	-358	42	112
기타유동부채	3	3	15	15	16	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	494	524	395	362	317	당기순이익	-195	-381	-358	42	112
장기금융부채	491	519	389	356	310	지배주주	-194	-378	-357	43	112
기타비유동부채	3	5	6	6	6	총포괄이익	-195	-381	-358	42	112
부채총계	2,241	2,076	2,464	2,620	2,339	매출총이익률 (%)	-3.0	-24.3	-3.3	6.7	8.9
지배주주지분	1,097	714	657	700	812	영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-7.3	2.7	4.9
자본금	18	18	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	-3.8	-26.0	-3.1	6.4	8.1
자본잉여금	704	702	522	522	522	당기순이익률 (%)	-4.2	-20.0	-16.6	1.6	3.3
이익잉여금	358	-23	98	140	252	ROA (%)	-6.1	-12.3	-12.1	1.3	3.5
비지배주주지분(연결)	13	10	4	4	4	ROE (%)	-16.4	-41.7	-52.1	6.3	14.8
자본총계	1,110	723	661	703	815	ROIC (%)	-6.6	-16.7	-5.7	3.1	6.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-375	281	922	35	-101	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-195	-381	-358	42	112	P/E	-38.1	-7.2	-11.1	109.2	41.5
비현금수익비용가감	15	-77	821	-49	-53	P/B	6.7	4.1	7.6	7.1	6.1
유형자산감가상각비	44	60	85	90	100	P/S	1.6	1.5	2.0	1.9	1.5
무형자산상각비	2	3	4	6	6	EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-91.2	36.7	22.8
기타현금수익비용	-32	-234	710	-414	-481	P/CF	n/a	n/a	9.2	n/a	84.3
영업활동 자산부채변동	-24	776	460	42	-160	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	370	209	-49	52	-13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	64	589	518	-309	-63	매출액	19.5	-58.9	13.0	20.9	28.3
매입채무 증가(감소)	-448	-88	206	300	-83	영업이익	적전	적지	적지	흑전	133.5
기타자산 부채변동	-10	66	-215	-1	-2	세전이익	적전	적지	적지	흑전	172.7
투자활동 현금	-561	-240	-372	30	34	당기순이익	적전	적지	적지	흑전	164.4
유형자산처분(취득)	-482	-208	-345	-2	-2	EPS	적전	적지	적지	흑전	162.8
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-6	-3	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-103	-33	31	48	51	부채비율	201.9	287.1	373.1	372.5	287.0
기타투자활동	27	3	-52	-12	-13	유동비율	112.7	70.2	51.8	55.3	52.5
재무활동 현금	1,050	-20	-108	-145	-198	순차입금/자기자본(x)	159.9	217.0	215.2	192.9	174.6
차입금의 증가(감소)	1,053	103	69	-145	-198	영업이익/금융비용(x)	-2.8	-5.3	-1.6	0.9	2.6
자본의 증가(감소)	7	2	-177	0	0	총차입금 (십억원)	2,034	1,856	2,143	1,998	1,800
배당금의 지급	17	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,775	1,570	1,421	1,356	1,424
기타재무활동	-10	-126	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	121	38	443	-80	-266	EPS	-5,361	-11,262	-10,636	1,077	2,831
기초현금	120	241	280	722	642	BPS	30,268	19,660	15,524	16,531	19,179
기말현금	241	280	722	642	376	SPS	128,121	52,552	59,339	61,563	79,005
NOPLAT	-161	-405	-114	59	133	CFPS	-4,968	-12,598	12,744	-166	1,395
FCF	-766	79	551	65	-67	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)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-42.4	22.5	
2025-07-31	매수	120,000	-31.1	22.5	
2025-10-30	매수	180,000	-33.7	-21.3	
2025-11-04	매수	180,000	-33.8	-21.3	
2026-02-06	매수	180,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2025.12.31

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.