



엘앤에프 (066970)

리레이팅 구간 진입

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(상향): 180,000원

현재 주가(10/29)	147,000원
상승여력	▲22.4%
시가총액	53,385억원
발행주식수	36,316천주
52 주 최고가 / 최저가	147,000 / 47,800원
90 일 일평균 거래대금	601.9억원
외국인 지분율	14.6%

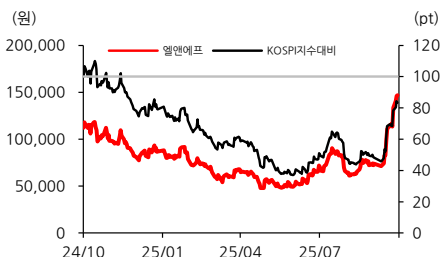
주주 구성	
새로닉스 (외 18 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	101.6	123.1	117.1	27.7
상대수익률(KOSPI)	82.7	96.7	58.1	-28.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,907	2,228	2,854	3,973
영업이익	-559	-229	70	208
EBITDA	-495	-139	169	318
지배주주순이익	-378	-356	-40	87
EPS	-10,412	-10,106	-1,019	2,204
순차입금	1,570	1,691	1,958	1,901
PER	-7.8	-14.5	-144.3	66.7
PBR	4.1	9.5	10.1	8.9
EV/EBITDA	-9.1	-50.5	43.2	22.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-41.7	-52.0	-6.3	13.2

주가 추이



3분기: 드디어 흑자전환

동사의 3분기 실적은 매출액 6,523억 원, 영업이익 221억 원을 기록하며 7개 분기만에 흑자전환에 성공했다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 39% 상승, 9% 하락한 것으로 추정된다. 테슬라향 하이니켈 및 SKOn 유럽향 미드니켈 양극재 판매가 모두 견조했다. 리튬 가격 상승에 따른 234억 원의 재고자산평가환입과 Ni70% 제품 단종에 따른 일회성 비용 67억 원을 제외해도 양극재 부문에서 54억 원의 흑자를 기록했다.

4분기: 안정적 흑자 기조 유지

동사의 4분기 실적으로 매출액 6,910억 원, 영업이익 100억 원을 전망한다. 리튬 가격 상승에 따른 재고자산평가환입 효과는 고려하지 않았다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 1%, 2% 상승할 것으로 전망한다. 테슬라향 하이니켈 공장은 풀가동될 예정이나, 3분기 일시적으로 급증한 SKOn 미드니켈 출하가 하락하며 일부 상쇄될 것으로 보인다. 다만, 동사는 테슬라 내에서 당분간 독점적 지위를 유지하며, 2026년에도 견조한 출하를 기반으로 안정적인 흑자 기조를 유지할 것으로 전망한다.

2026년 LFP 양산 및 2027년 고객 다변화 기대

동사는 2026년 말까지 6만 톤의 LFP 양극재 Capa(배터리 환산 시 약 24GW)를 확보할 계획이다. 미국의 탈중국 기조가 강화되는 가운데, 중국의 배터리 소재 수출 통제 조치로 공급망 불확실성은 확대됐다. 이러한 상황에서 ESS 설치가 급증할 것으로 예상되는 미국에서 LFP 양극재를 공급할 수 있는 대안은 현재 엘앤에프가 유일하다. LFP는 하이니켈 대비 단가가 30% 수준으로 수익 기여는 낮을 수 있으나, 미국 내 선점 효과로 고객사 다변화에 대한 기대가 크다. 한편, 미국 전기차 보조금 폐지로 완성차 업체들의 전기차 전략이 조정되고 있으나, 2027년부터는 미국에서도 신규 고객향 하이니켈 양극재 판매가 본격화될 것으로 기대된다.

목표주가 18만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

주가는 9월 저점 대비 140% 상승했다. ESS 모멘텀으로 LFP 양극재 기대감이 주효했다고 판단한다. 견조한 테슬라향 판매, 낮은 미국 노출도, BW 발행으로 인한 재무 리스크 완화도 긍정적이었다. 주가 상승으로 BW 전환 속도가 빨라져 수급 부담이 발생할 수 있으나, 실적 회복과 LFP 기대감이 맞물리며 리레이팅 구간에 진입했다고 판단한다.

[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	364.8	520.1	652.3	691.0	687.0	692.8	722.2	751.6	1,907.5	2,228.1	2,853.8	3,972.6
삼원계	364.8	520.1	652.3	691.0	687.0	692.8	692.8	692.8	1,907.5	2,228.1	2,765.6	3,561.0
LFP							29.4	58.8			88.2	411.6
영업이익	(140.3)	(121.2)	22.1	10.0	12.0	17.0	17.8	23.2	(558.7)	(229.3)	70.0	208.2
영업이익률	-38.4%	-23.3%	3.4%	1.5%	1.8%	2.5%	2.5%	3.1%	-29.3%	-10.3%	2.5%	5.2%
양극재 출하량(톤)	9,975	15,475	21,460	22,000	22,188	22,375	25,375	28,375	48,978	68,910	98,313	157,000
QoQ/YoY	3%	55%	39%	3%	1%	1%	13%	12%	-37%	41%	43%	60%
삼원계	9,975	15,475	21,460	22,000	22,188	22,375	22,375	22,375	48,978	68,910	89,313	115,000
LFP							3,000	6,000			9,000	42,000

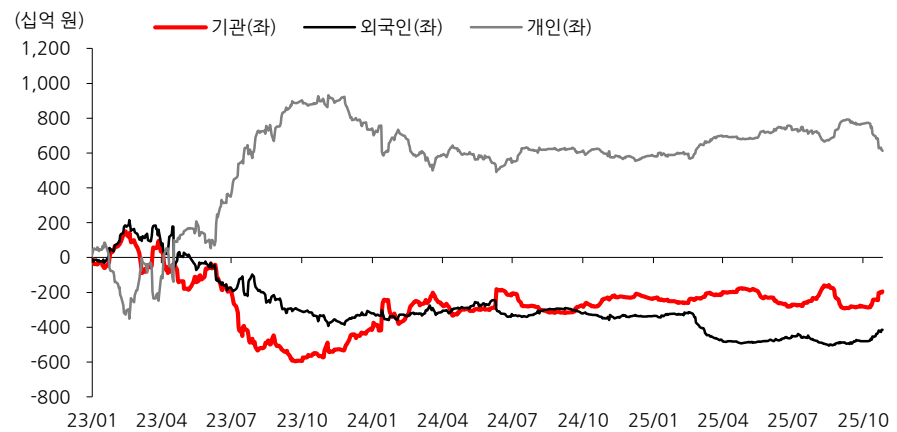
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	2,061
Target P/E(배)	86
주당 적정가치	177,258
목표 주가	180,000
현재 주가	147,000
상승 여력	22.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 엘앤에프 수급 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,644	1,907	2,228	2,854	3,973
매출총이익	-140	-463	-113	227	427
영업이익	-222	-559	-229	70	208
EBITDA	-176	-495	-139	169	318
순이자손익	-70	-101	-48	-96	-91
외화관련손익	7	-11	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	0
세전계속사업손익	-296	-520	-410	-47	97
당기순이익	-195	-381	-357	-40	87
지배주주순이익	-194	-378	-356	-40	87
증가율(%)					
매출액	19.5	-58.9	16.8	28.1	39.2
영업이익	적전	적지	적지	흑전	197.3
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	88.0
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	-3.0	-24.3	-5.1	8.0	10.7
영업이익률	-4.8	-29.3	-10.3	2.5	5.2
EBITDA 이익률	-3.8	-26.0	-6.2	5.9	8.0
세전이익률	-6.4	-27.2	-18.4	-1.7	2.4
순이익률	-4.2	-20.0	-16.0	-1.4	2.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-375	281	-191	48	121
당기순이익	-195	-381	-357	-40	87
자산상각비	46	63	90	99	109
운전자본증감	-24	776	20	-12	-76
매출채권 감소(증가)	370	209	-86	-92	-152
재고자산 감소(증가)	64	589	-112	-14	-93
매입채무 증가(감소)	-448	-88	254	96	171
투자현금흐름	-561	-240	-121	-315	-65
유형자산처분(취득)	-482	-208	-100	-300	-50
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-14	16	-14	0	0
재무현금흐름	1,050	-20	328	0	0
차입금의 증가(감소)	1,053	103	31	0	0
자본의 증가(감소)	7	2	301	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0	0
총현금흐름	-180	-457	-175	60	197
(-)운전자본증감(감소)	78	-918	-27	12	76
(-)설비투자	482	208	100	300	50
(+)자산매각	-4	-2	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-744	250	-249	-253	70
(-)기타투자	7	188	14	14	14
잉여현금	-751	62	-263	-267	56
NOPLAT	-161	-405	-166	51	187
(+) Dep	46	63	90	99	109
(-)운전자본투자	78	-918	-27	12	76
(-)Capex	482	208	100	300	50
OpFCF	-675	368	-149	-162	171

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,969	1,090	1,206	1,047	1,351
현금성자산	259	286	290	23	80
매출채권	426	214	296	388	540
재고자산	1,163	575	568	582	675
비유동자산	1,382	1,710	1,802	2,018	1,973
투자자산	250	433	514	527	540
유형자산	1,120	1,260	1,272	1,473	1,414
무형자산	12	17	17	18	19
자산총계	3,351	2,800	3,009	3,065	3,324
유동부채	1,747	1,552	1,842	1,939	2,110
매입채무	201	212	341	436	608
유동성이자부채	1,543	1,336	1,488	1,488	1,488
비유동부채	494	524	499	500	500
비유동이자부채	491	519	493	493	493
부채총계	2,241	2,076	2,342	2,438	2,610
자본금	18	18	21	21	21
자본잉여금	704	702	522	522	522
이익잉여금	358	-23	99	58	146
자본조정	17	16	14	14	14
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,110	723	667	626	714

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-5,361	-10,412	-10,106	-1,019	2,204
BPS	30,268	19,660	15,494	14,541	16,602
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-4,968	-12,598	-4,607	1,411	4,654
ROA(%)	-6.1	-12.3	-12.3	-1.3	2.7
ROE(%)	-16.4	-41.7	-52.0	-6.3	13.2
ROIC(%)	-6.6	-16.7	-7.8	2.2	7.8
Multiples(x, %)					
PER	-38.1	-7.8	-14.5	-144.3	66.7
PBR	6.7	4.1	9.5	10.1	8.9
PSR	1.6	1.5	2.5	2.2	1.6
PCR	-41.1	-6.4	-31.9	104.2	31.6
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-50.5	43.2	22.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	201.9	287.1	351.2	389.2	365.7
Net debt/Equity	159.9	217.0	253.6	312.5	266.4
Net debt/EBITDA	-1,009.8	-316.9	-1,215.2	1,159.0	598.6
유동비율	112.7	70.2	65.5	54.0	64.0
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	0.7	2.3
자산구조(%)					
투하자본	84.4	74.6	72.9	81.3	79.6
현금+투자자산	15.6	25.4	27.1	18.7	20.4
자본구조(%)					
차입금	64.7	72.0	74.8	76.0	73.5
자기자본	35.3	28.0	25.2	24.0	26.5

[Compliance Notice]

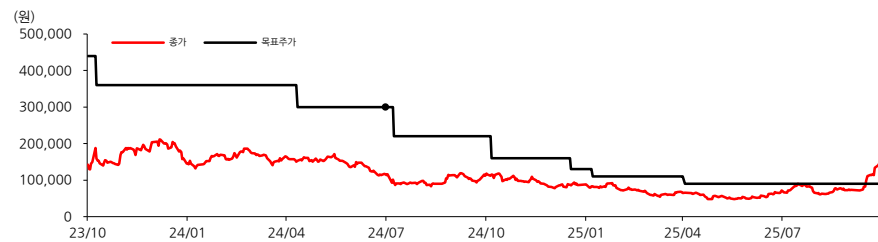
(공표일: 2025년 10월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용옥)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.11.02	2023.11.07	2023.11.14	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	440,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.05	2024.08.07	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	220,000	220,000
일 시	2024.11.05	2025.01.17	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	130,000	130,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.04.25	2025.05.02	2025.05.30	2025.06.09	2025.07.31	2025.08.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.17	2025.10.30		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	90,000	90,000	90,000	180,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.11.07	Buy	360,000	-53.35	-41.25
2024.05.10	Buy	300,000	-52.69	-42.80
2024.08.07	Buy	220,000	-54.84	-45.73
2024.11.05	Buy	160,000	-39.02	-26.13
2025.01.17	Buy	130,000	-33.68	-28.23
2025.02.06	Buy	110,000	-35.04	-16.64
2025.05.02	Buy	90,000	-23.22	63.33
2025.10.30	Buy	180,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%