

엘앤에프 (066970)

4Q25 Review

: 2 개 분기 연속 영업이익 흑자 기록 중

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식

hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

4Q25P 영업이익 825억원으로 기대치 상회

엘앤에프의 4Q25P 매출액 6,118억원(-5% QoQ)/영업이익 825억원(+273% QoQ)을 기록. 당분기 Q -2% QoQ(하이니켈 +1% QoQ, 미드니켈 -15% QoQ), P -4% QoQ(하이니켈 -5% QoQ, 미드니켈 +5% QoQ) 변동. 제품 판매Mix는 NCMA95 72%, NCMA90 13%, 미드니켈 15%, 하이니켈 중심의 성장세 시현 중. 특히 기대치를 상회한 영업이익 배경은 (1) 구지 1,2공장 생산 생산가동률 상승에 따른 영업 레버리지 발생, (2) 리튬 가격 상승에 재고자산 평가환입 779억원 발생

Meritz Research 2026. 2. 6

2026년 경쟁사들과의 차별화 변수 발생 중

엘앤에프 역시 2024~25년의 낮았던 기저효과에 26년 출하량 +20% YoY 증가가 이던스를 제시. 1Q26 Q +6% QoQ, P 하이니켈 -2% QoQ/미드니켈 +19% QoQ 변화 예상. 또한 재고자산 평가환입 추가 발생 가능한 점에 영업실적 컨센서스는 추가 상향 예상. 주력 고객선의 배터리 스펙 상향 및 신차 등 주요 프로젝트에 맞춰 기존 예상대비 출하량 상향 가능성도 존재. 모멘텀은 고객선과의 추가 수주 가능성

엘앤에프는 미국 Top-tier 고객사의 신규 프로젝트 및 미국 ESS 생태계에 동행하는 사업 전략에 경쟁사들 대비 차별화 가능. 동사의 고밀도/고출력 하이니켈 양극재 기술 완성도에 미국 고객사향 4680 전지 및 기타 46파이 고객사향 점유율 증대, EV 및 non-EV 영역 동시 대응 가능. 선제적 LFP 3만톤 규모의 양극재 양산으로 ESS 시장 점유율 확보가 가시화

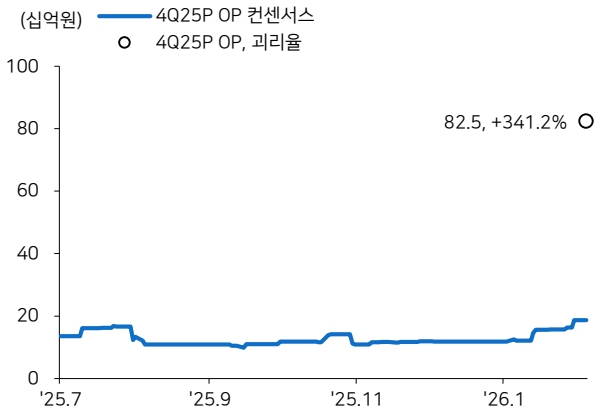
2026년 하반기 3만톤 양산을 예고한 LFP 양극재 가치 재평가 필요. ESS용 LFP 외에 Tesla, Ford, GM 등 미국 EV 기업들도 LFP 양산 기술력 확보를 시도하기 때문. PFE 정책에 비중국산 LFP 양극재 사업자로 동사가 기존 확보한 고객선 2곳 외에 신규 고객사 확보 잠재성 또한 열려있어. 연중 사업 방향성에 긍정적 시각 유지

표1 4Q25P Review Table

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	617.8	365.4	69.1	652.3	-5.3	664.8	-7.1	650.2	-5.0
영업이익	82.5	-198.2	흑전	22.1	272.8	18.7	341.2	-109.8	흑전
세전이익	-180.3	-147.8	적지	-101.5	적지	-24.3	적지	-61.4	적지
순이익(지배주주)	-183.0	-116.5	적지	-118.2	적지	-5.6	적지	-53.4	적지
영업이익률(%)	13.3	-54.3		3.4		2.8		-16.9	
세전이익률(%)	-29.2	-40.5		-15.6		-3.6		-9.4	
순이익률(%)	-29.6	-31.9		-18.1		-0.8		-8.2	

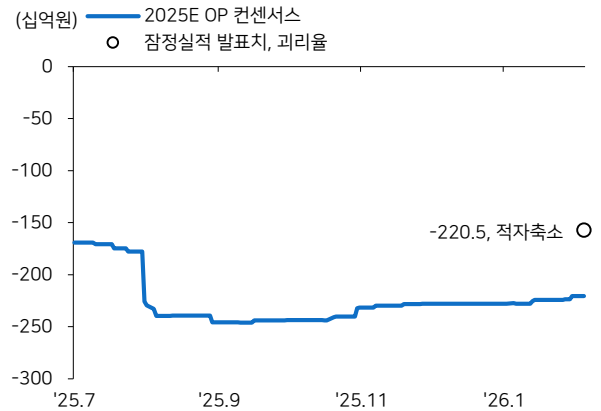
자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25P 영업이익, 컨센서스 341.2% 상회



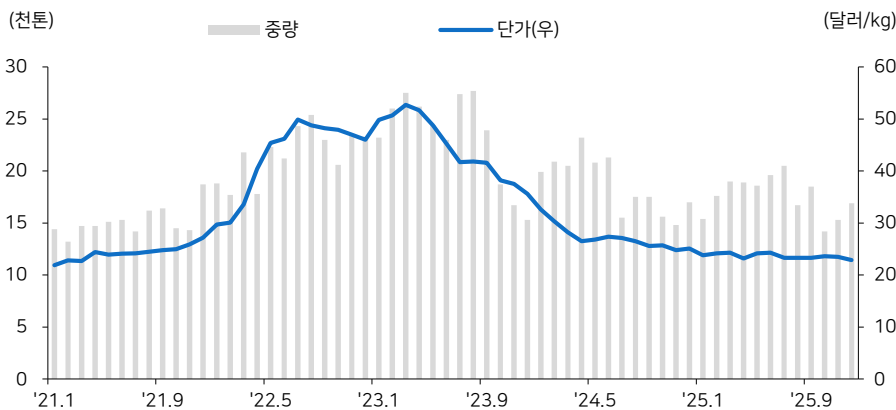
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025P 영업이익, 컨센서스 대비 적자축소



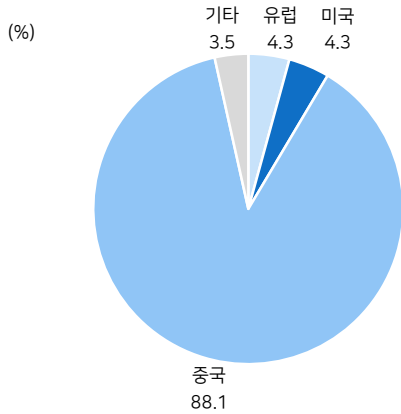
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 양극재 수출 판가 및 중량



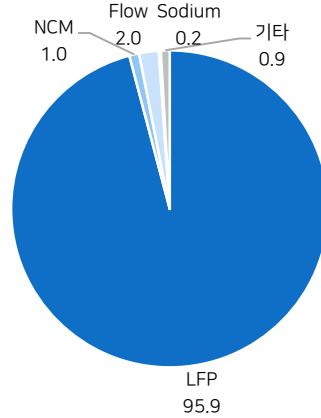
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 지역별 ESS 설치 비중 (2025.12 기준)



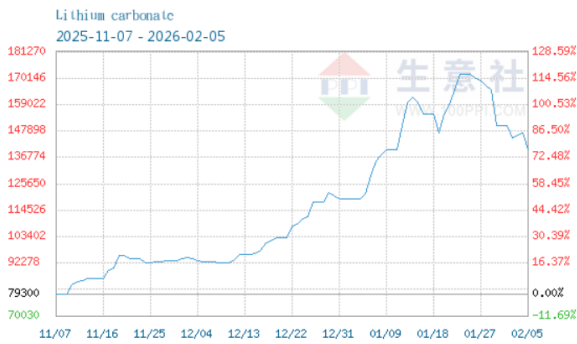
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 ESS 케미스트리별 신규 설치 비중 (2025.12 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 탄산리튬 선물가격 추이



자료: SunSirs

그림7 중국 코발트 선물가격 추이



자료: SunSirs

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 엘앤에프의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목에 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.