



# 엘앤에프 (066970)

하향 조정 속 나홀로 선방

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 180,000원

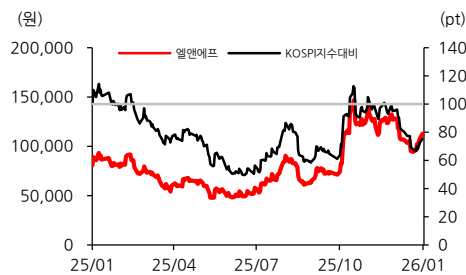
현재 주가(1/13)	117,300원
상승여력	▲53.5%
시가총액	47,192억원
발행주식수	40,231천주
52 주 최고가 / 최저가	147,000 / 47,800원
90 일 일평균 거래대금	875.44억원
외국인 지분율	18.2%
주주 구성	
새로닉스 (외 19 인)	25.4%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
자사주 (외 1 인)	4.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.6	58.3	102.2	45.5
상대수익률(KOSPI)	-21.3	27.4	54.5	-43.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,907	2,218	2,854	4,086
영업이익	-559	-209	63	200
EBITDA	-495	-121	160	313
지배주주순이익	-378	-337	-67	57
EPS	-10,412	-10,039	-2,004	1,690
순차입금	1,570	1,967	2,265	2,252
PER	-7.8	-7.3	-58.5	69.4
PBR	4.1	7.1	13.8	11.6
EV/EBITDA	-9.1	-38.4	43.7	22.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-41.7	-61.8	-19.6	16.8

주가 추이



4분기: 총당금 환입으로 컨센서스 상회

동사의 4분기 실적은 매출액 6,810억 원, 영업이익 299억 원으로 컨센서스(영업이익 121억 원)를 상회한 것으로 추정된다. 양극재 판가와 출하량은 각각 QoQ 1% 상승, 1% 하락한 것으로 보인다. 테슬라향 NCMA 출하는 소폭 늘었으나, SK온 유럽향 미드니켈 판매가 일부 축소된 영향이다. 전반적인 공장 가동률은 약 50% 수준을 유지했으며, 리튬 가격 상승에 따른 약 200억 원 규모의 총당금 환입 효과로 수익성이 개선된 것으로 판단된다.

2026년 실적: 기존 전망치 유지

동사의 2026년 출하량은 9.6만 톤(NCM 8.7만 톤, LFP 0.9만 톤)으로 YoY +40% 증가할 것으로 예상되며, 기존 당사 전망치를 유지한다. 경쟁사와 달리 동사는 미국향 매출 비중이 거의 없어, 최근 미국 전기차 수요 둔화와 이에 따른 실적 눈높이 하향 조정의 영향이 제한적이다. 테슬라의 유럽/중국 판매와 SK온의 유럽향 미드니켈 배터리 판매는 견조할 것으로 보이며, 이에 따라 NCM 계열 양극재 공장 가동률은 50% 수준, 연간 영업이익률은 2~3% 내외가 예상된다. 2026년 하반기에는 LFP 양극재 양산이 본격화될 전망이며, 2027년부터는 LGES x Rivian, SK온 x 현대차량 공급 확대를 통해 판매량이 재차 큰 폭으로 늘어날 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 18만 원 유지

동사에 대한 목표주가를 그대로 유지한다. 미국향 노출이 적어 동종 업체 대비 상대적으로 높은 판매량과 가동률을 유지하고 있고, 2026~2027년 출하량 전망에도 변화가 없다. 아직 절대 가동률이 낮아 수익성 개선 폭은 제한적이지만, 1) 2026년 하반기 LFP 양산 본격화, 2) 2027년 NCMA 고객 다변화, 3) 향후 미국향 NCMA 추가 수주 기대감이 유효하다. 여전히 경쟁사 대비 밸류에이션 매력도 또한 높다고 판단되며, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

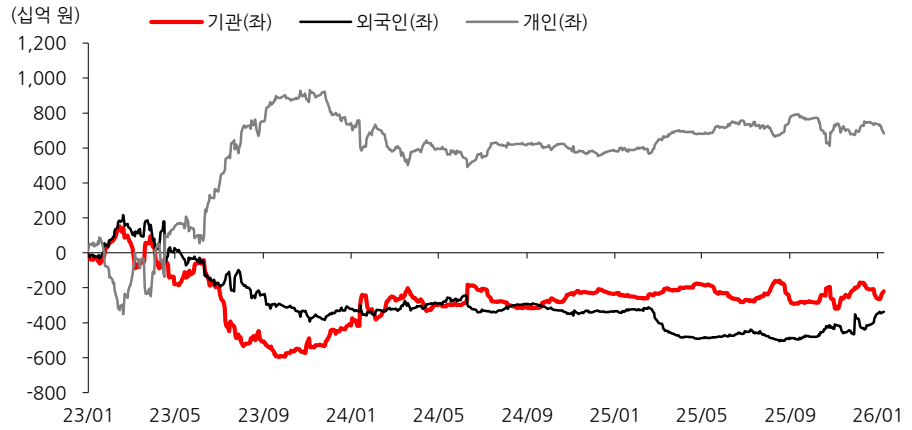
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	364.8	520.1	652.3	681.0	684.8	684.8	723.0	761.2	1,907.5	2,218.2	2,853.7	4,086.1
삼원계	364.8	520.1	652.3	681.0	684.8	684.8	692.7	700.7	1,907.5	2,218.2	2,763.0	3,662.7
LFP							30.2	60.5			90.7	423.4
영업이익	(140.3)	(121.2)	22.1	29.9	15.4	16.5	12.8	18.8	(558.7)	(229.4)	63.5	199.6
영업이익률	-38.4%	-23.3%	3.4%	4.4%	2.2%	2.4%	1.8%	2.5%	-29.3%	-10.3%	2.2%	4.9%
양극재 출하량(톤)	9,975	15,475	21,460	21,300	21,500	21,500	24,750	28,000	48,978	68,210	95,750	157,000
QoQ/YoY	3%	55%	39%	-1%	1%	0%	15%	13%	-37%	39%	40%	64%
삼원계	9,975	15,475	21,460	21,300	21,500	21,500	21,750	22,000	48,978	68,210	86,750	115,000
LFP							3,000	6,000			9,000	42,000

자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 엘앤에프 수급 추이



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,644	1,907	2,218	2,854	4,086
매출총이익	-140	-463	-123	157	334
영업이익	-222	-559	-209	63	200
EBITDA	-176	-495	-121	160	313
순이자손익	-70	-101	-24	-96	-91
외화관련손익	7	-11	0	0	0
지분법손익	0	0	-1	-1	0
세전계속사업손익	-296	-520	-387	-79	63
당기순이익	-195	-381	-338	-67	57
지배주주순이익	-194	-378	-337	-67	57
<b>증가율(%)</b>					
매출액	19.5	-58.9	16.3	28.7	43.2
영업이익	적전	적지	적지	흑전	214.4
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	95.9
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	-3.0	-24.3	-5.5	5.5	8.2
영업이익률	-4.8	-29.3	-9.4	2.2	4.9
EBITDA 이익률	-3.8	-26.0	-5.4	5.6	7.7
세전이익률	-6.4	-27.2	-17.5	-2.8	1.5
순이익률	-4.2	-20.0	-15.2	-2.4	1.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-375	281	-41	17	78
당기순이익	-195	-381	-338	-67	57
자산상각비	46	63	89	96	113
운전자본증감	-24	776	120	-13	-92
매출채권 감소(증가)	370	209	-76	-92	-166
재고자산 감소(증가)	64	589	-10	-16	-111
매입채무 증가(감소)	-448	-88	242	96	187
투자현금흐름	-561	-240	-138	-315	-65
유형자산처분(취득)	-482	-208	-118	-300	-50
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-14	16	-17	0	0
재무현금흐름	1,050	-20	187	200	0
차입금의 증가(감소)	1,053	103	199	200	0
자본의 증가(감소)	7	2	1	0	0
배당금의 지급	-17	0	0	0	0
총현금흐름	-180	-457	-109	30	170
(-)운전자본증가(감소)	78	-918	-35	13	92
(-)설비투자	482	208	119	300	50
(+)자산매각	-4	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-744	250	-194	-285	26
(-)기타투자	7	188	-84	13	13
잉여현금	-751	62	-110	-299	13
NOPLAT	-161	-405	-152	46	180
(+) Dep	46	63	89	96	113
(-)운전자본투자	78	-918	-35	13	92
(-)Capex	482	208	119	300	50
OpFCF	-675	368	-146	-171	151

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,969	1,090	1,189	1,200	1,492
현금성자산	259	286	285	186	199
매출채권	426	214	293	384	550
재고자산	1,163	575	560	576	687
비유동자산	1,382	1,710	1,800	2,018	1,970
투자자산	250	433	495	508	520
유형자산	1,120	1,260	1,289	1,493	1,430
무형자산	12	17	15	18	20
자산총계	3,351	2,800	2,988	3,218	3,462
유동부채	1,747	1,552	2,149	2,246	2,433
매입채무	201	212	336	432	619
유동성이자부채	1,543	1,336	1,799	1,799	1,799
비유동부채	494	524	459	659	659
비유동이자부채	491	519	453	653	653
부채총계	2,241	2,076	2,608	2,905	3,092
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	225	225	225
이익잉여금	358	-23	118	50	107
자본조정	17	16	16	16	16
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
자본총계	1,110	723	381	313	370

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-5,361	-10,412	-10,039	-2,004	1,690
BPS	30,268	19,660	10,380	8,527	10,090
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-4,968	-12,598	-3,006	825	4,687
ROA(%)	-6.1	-12.3	-11.6	-2.2	1.7
ROE(%)	-16.4	-41.7	-61.8	-19.6	16.8
ROIC(%)	-6.6	-16.7	-7.1	2.0	7.5
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-38.1	-7.8	-7.3	-58.5	69.4
PBR	6.7	4.1	7.1	13.8	11.6
PSR	1.6	1.5	1.2	1.5	1.0
PCR	-41.1	-6.4	-24.4	142.2	25.0
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-38.4	43.7	22.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	201.9	287.1	685.2	927.3	835.7
Net debt/Equity	159.9	217.0	516.8	723.1	608.6
Net debt/EBITDA	-1,009.8	-316.9	-1,631.3	1,418.5	720.0
유동비율	112.7	70.2	55.3	53.4	61.3
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	0.7	2.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	84.4	74.6	73.4	77.5	77.1
현금+투자자산	15.6	25.4	26.6	22.5	22.9
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	64.7	72.0	85.5	88.7	86.9
자기자본	35.3	28.0	14.5	11.3	13.1

[ Compliance Notice ]

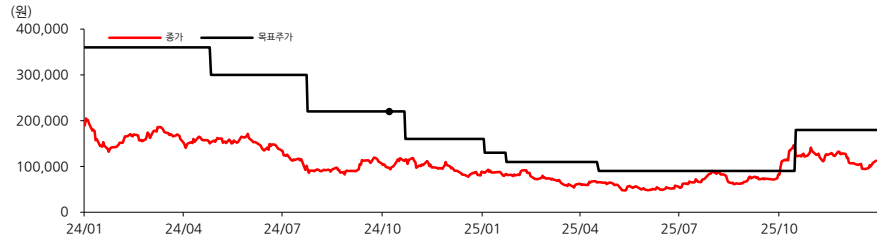
(공표일: 2026년 01월 14일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 엘앤에프 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.29	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.06.05	2024.08.07	2024.10.25	2024.11.05	2025.01.17	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	220,000	220,000	160,000	130,000	130,000
일 시	2025.02.06	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.25	2025.05.02	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	90,000	90,000
일 시	2025.06.09	2025.07.31	2025.08.19	2025.08.29	2025.09.26	2025.10.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.10.30	2025.10.31	2025.11.18	2025.11.28	2025.12.02	2025.12.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2025.12.26	2026.01.14				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	180,000	180,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%