

엘앤에프(066970)

중장기 실적 회복 국면은 긍정적

4Q25 재고자산평가손익 환입 효과로 영업이익 820억원 기록

동사의 4Q25 실적은 매출 6,180억원(+69% YoY, -5% QoQ), 영업이익 820억원(흑자전환 YoY, +273% QoQ)으로 시장 기대치(매출액 6,684억원, 영업이익 187억원) 대비 매출액은 하회했으나 영업이익은 크게 상회했다. 양극재 출하량은 전분기 대비 약 2% 감소했으며, 판가는 원재료 가격 하락 영향으로 전분기 대비 약 4% 인하됐다. 제품군별로는 전방 고객사인 Tesla의 업그레이드된 2170 배터리 탑재 차종 판매 호조와 신규 배터리 셀 전환 확대, 신규 고객사향 4680향 출하에 힘입어 NCMA95 수요가 소폭 증가했다. 반면 유럽 전기차향 배터리 수요 회복 지연과 연말 고객사 재고조정 영향으로 미드-니켈 제품 출하량이 전분기 대비 약 15% 감소했다. 수익성 측면에서는 견조한 양극재 출하가 일정 수준 유지되며 가동률이 50%를 상회함에 따라 고정비 부담이 완화되어 손익 분기점을 넘겼다. 또한 주요 원재료 시세 상승에 따라 재고자산 평가손익 약 779억원이 환입되며 영업이익 개선폭이 확대되었다. 다만 순이익은 EB와 BW에 내재된 파생상품 옵션의 공정가치 재평가로 인한 회계상 금융비용이 발생하며 1,830억원의 대규모 손실을 기록했다.

2026년 EV향 하이-니켈과 ESS향 LFP 중심으로 견조한 실적 성장세 전망

2026년 실적은 매출 3,029억원(+41% YoY), 영업이익 1,320억원(흑자전환 YoY)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 실적 개선이 전망된다. Tesla의 업그레이드된 2170 배터리 탑재 차종 판매 확대와 신규 고객사의 4680 양산 본격화에 따라 하이-니켈 양극재를 중심으로 연간 출하량은 전년 대비 약 20% 이상 증가할 것으로 예상된다. 특히 4680향 양극재는 전체 출하량의 약 8%를 차지하며 가파른 성장세를 보일 것으로 판단된다. 판가는 주요 메탈 가격 상승으로 소폭 인상된 이후 안정적인 흐름을 보일 것으로 예상되어 수익성 측면에서 긍정적이다. 이미 지난 4Q25를 기점으로 안정적인 가동률을 통해 손익분기점을 달성한 상황이며, 기존 재고자산 소진 과정에서 추가적인 재고자산 평가손익 환입이 발생할 경우 실적 안정성은 더욱 높아질 것으로 전망된다.

목표주가 130,000원과 투자의견 Hold 유지

동사에 대한 목표주가 130,000원과 투자의견 Hold를 유지한다. 목표주가는 2028년 예상 EBITDA에 2028년 전세계 이차전지 소재 업종 업종 EV/EBITDA 평균 13.3배에 전방 고객사로 Tesla를 확보하고 있으며, 올해 하반기 국내 업체 중 유일하게 LFP 양극재 양산을 통해 ESS향 공급이 시작될 예정이라는 점을 감안해 30% 프리미엄을 적용해 산출했다. 하이-니켈 양극재 출하 확대와 LFP 양산 본격화에 따라 동사의 실적은 중장기적으로 뚜렷한 회복 국면에 진입할 것으로 전망된다는 점은 긍정적이다. 다만 현 주가는 2028년 예상 실적 기준 P/E 63.0배, P/B 14.8배 수준으로 밸류에이션 부담이 여전히 높은 상황이다. 수급 요인에 따른 단기적인 주가 반등 가능성은 존재하나 그 폭은 제한적일 수 있다. 이에 따라 당분간 보수적인 접근이 필요하다고 판단된다.

Company Brief

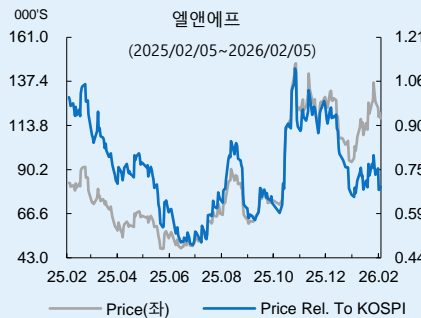
Hold (Maintain)

| | |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M) | 130,000원(유지) |
| 증가(2026.02.05) | 117,600원 |
| 상승여력 | 10.5% |

| Stock Indicator | |
|-----------------|-----------------|
| 자본금 | 18십억원 |
| 발행주식수 | 4,024만주 |
| 시가총액 | 4,732십억원 |
| 외국인지분율 | 17.8% |
| 52주 주가 | 47,800~147,000원 |
| 60일평균거래량 | 616,472주 |
| 60일평균거래대금 | 73.9십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|------|-------|
| 절대수익률 | 14.6 | -7.9 | 63.3 | 41.7 |
| 상대수익률 | 0.5 | -36.2 | 1.9 | -61.9 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 1,907 | 2,155 | 3,029 | 3,869 |
| 영업이익(십억원) | -559 | -157 | 132 | 192 |
| 순이익(십억원) | -378 | -521 | -24 | 8 |
| EPS(원) | -10,416 | -14,367 | -665 | 214 |
| BPS(원) | 19,660 | 18,707 | 11,217 | 14,725 |
| PER(배) | | | | 549.0 |
| PBR(배) | 4.1 | 6.3 | 10.5 | 8.0 |
| ROE(%) | -41.7 | -74.9 | -4.4 | 1.7 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | - | - | 30.3 | 23.8 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

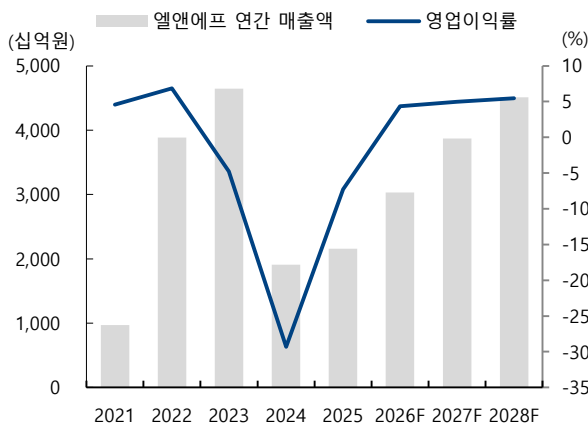
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

표1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F |
|------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 출하량 가정(천t) | 13 | 20 | 27 | 27 | 28 | 30 | 33 | 36 | 60 | 88 | 127 | 174 |
| 매출액 | 365 | 520 | 652 | 618 | 657 | 730 | 797 | 846 | 1,907 | 2,155 | 3,029 | 3,869 |
| YoY 증감률 | -43% | -6% | 86% | 69% | 80% | 40% | 22% | 37% | -59% | 13% | 41% | 28% |
| QoQ 증감률 | 0% | 43% | 25% | -5% | 6% | 11% | 9% | 6% | | | | |
| 매출원가 | 485 | 619 | 609 | 514 | 611 | 672 | 742 | 783 | 2,371 | 2,226 | 2,808 | 3,569 |
| 매출원가율 | 133% | 119% | 93% | 83% | 93% | 92% | 93% | 93% | 124% | 103% | 93% | 92% |
| 매출총이익 | -120 | -99 | 44 | 104 | 46 | 58 | 55 | 63 | -463 | -71 | 222 | 300 |
| 매출총이익률 | -33% | -19% | 7% | 17% | 7% | 8% | 7% | 7% | -24% | -3% | 7% | 8% |
| 판매비 및 관리비 | 20 | 22 | 21 | 22 | 20 | 23 | 23 | 24 | 95 | 86 | 90 | 108 |
| 판매비율 | 6% | 4% | 3% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% | 5% | 4% | 3% | 3% |
| 영업이익 | -140 | -121 | 22 | 82 | 25 | 35 | 33 | 39 | -559 | -157 | 132 | 192 |
| 영업이익률 | -38% | -23% | 3% | 13% | 4% | 5% | 4% | 5% | -29% | -7% | 4% | 5% |
| YoY 증감률 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | 흑자전환 | 흑자전환 | 흑자전환 | 47% | -53% | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | 46% |
| QoQ 증감률 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 | 273% | -69% | 40% | -8% | 19% | | | | |
| 세전이익 | -145 | -145 | -102 | -176 | -10 | -7 | -9 | -3 | -520 | -568 | -28 | 9 |
| 당기순이익 | -111 | -113 | -118 | -183 | -9 | -6 | -8 | -2 | -381 | -525 | -24 | 8 |
| 당기순이익률 | -30% | -22% | -18% | -30% | -1% | -1% | -1% | 0% | -20% | -24% | -1% | 0% |
| YoY 증감률 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 흑자전환 |
| QoQ 증감률 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | | | | |

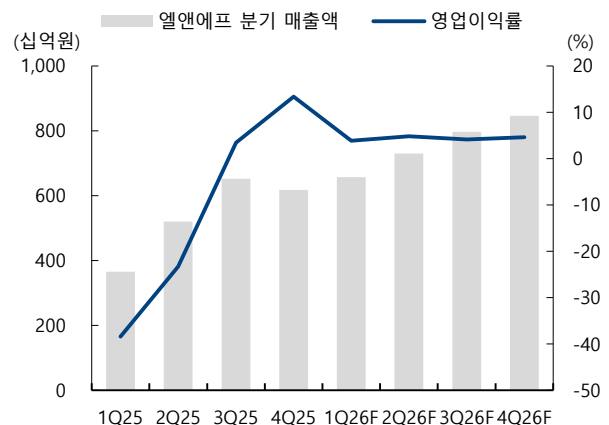
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



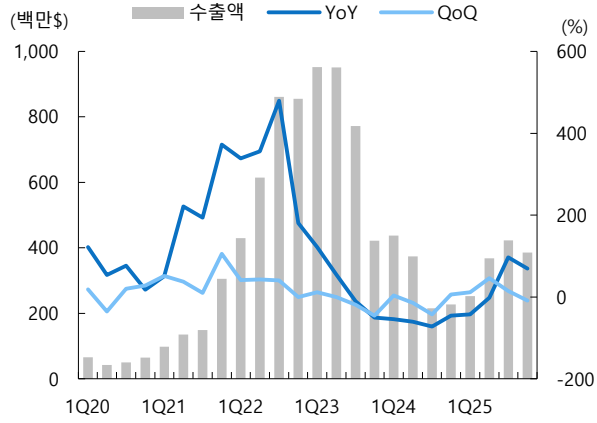
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



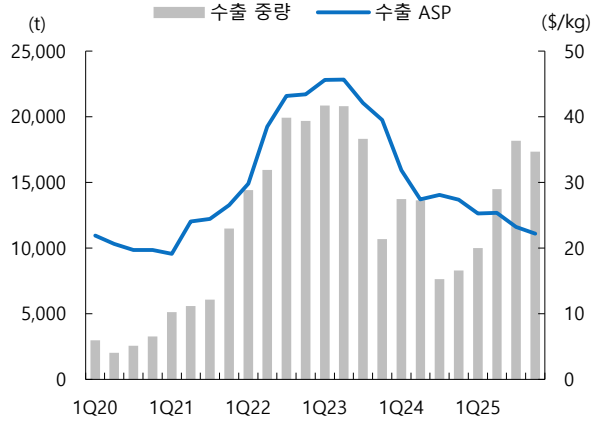
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림3. 대구 양극재 수출액 분기별 추이



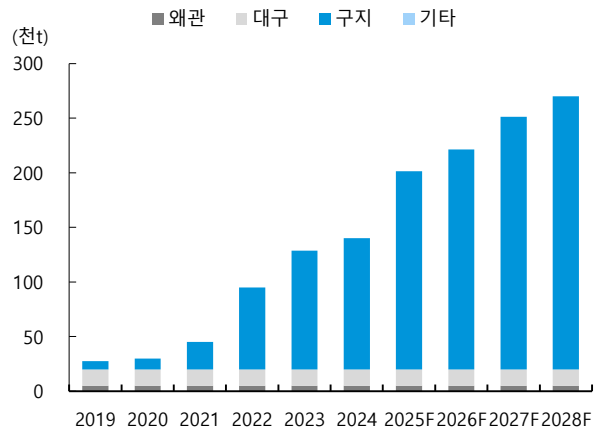
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



자료: SNEResearch, iM증권 리서치본부

그림5. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



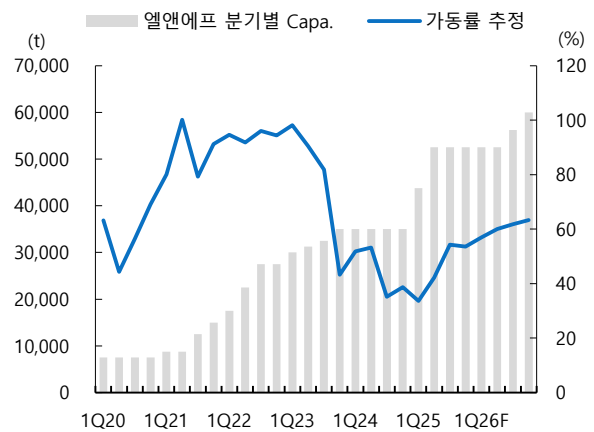
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림6. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



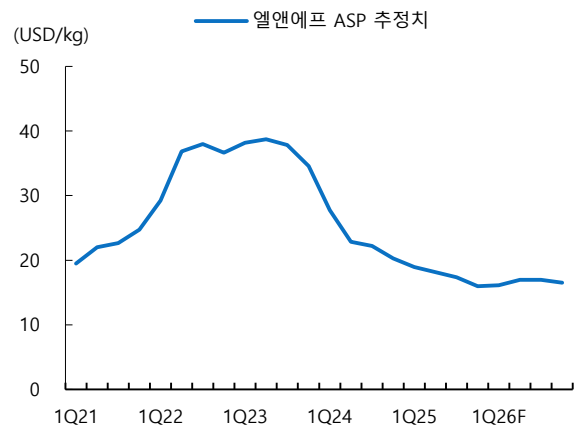
자료: LG에너지솔루션, iM증권 리서치본부

그림7. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: iM증권 리서치본부

그림8. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



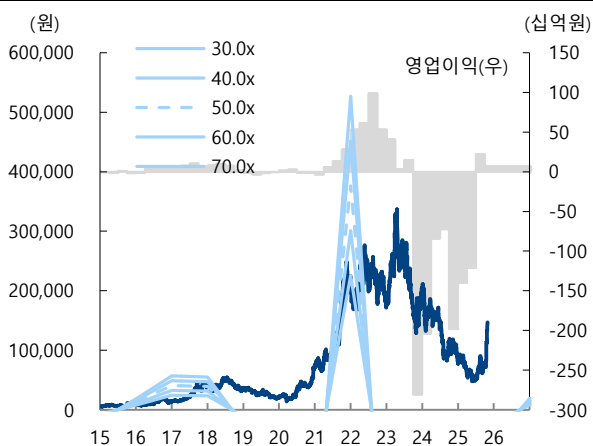
자료: iM증권 리서치본부

표2. 엘앤에프 목표주가 산출

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 비고 |
|---------------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|-------|---------------------------------------|
| EPS(원) | 7,526 | -5,372 | -10,416 | -14,367 | -665 | 214 | 1,867 | 지배주주순이익 기준 |
| BPS(원) | 35,530 | 30,268 | 19,660 | 18,707 | 11,217 | 14,725 | 7,962 | |
| EBITDA(십억원) | 297 | -176 | -495 | -62 | 226 | 292 | 354 | |
| 고점 P/E | 36.8 | | | | | | | 최근 3년간 평균: - |
| 평균 P/E | 28.5 | | | | | | | 최근 3년간 평균: - |
| 저점 P/E | 22.4 | | | | | | | 최근 3년간 평균: - |
| 고점 P/B | 7.8 | 11.1 | 10.8 | 7.9 | 12.2 | | | 최근 5년간 평균: 10.4 |
| 평균 P/B | 6.0 | 7.3 | 6.8 | 4.3 | 10.1 | | | 최근 5년간 평균: 6.8 |
| 저점 P/B | 4.7 | 4.3 | 4.1 | 2.6 | 8.4 | | | 최근 5년간 평균: 4.6 |
| ROE | 28.2% | -16.3% | -41.5% | -75% | -4.4% | 1.6% | 16.3% | |
| 적용 EBITDA(십억원) | | | | 354 | | | | 2028년 전세계 이차전지 업종 EV/EBITDA 평균 30% 활용 |
| Target EV/EBITDA(배) | | | | 17.3 | | | | |
| 순차입금(십억원) | | | | 1,391 | | | | |
| 발행주식수(천주) | | | | 40,240 | | | | |
| 적정 추가(원) | | | | 117,365 | | | | |
| 목표 추가(원) | | | | 130,000 | | | | 2028년 기준 P/E 69.6배, P/B 16.3배 |
| 전일 증가(원) | | | | 117,600 | | | | 2028년 기준 P/E 63.0배, P/B 14.8배 |
| 상승 여력 | | | | 10.5% | | | | |

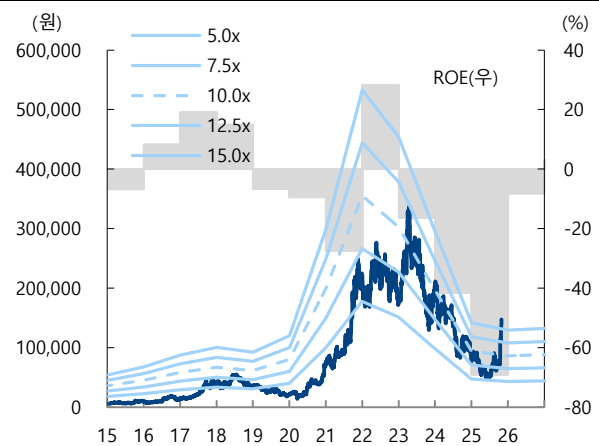
자료: 엘앤에프, iM증권 리서치본부

그림9. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: iM증권 리서치본부

그림10. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

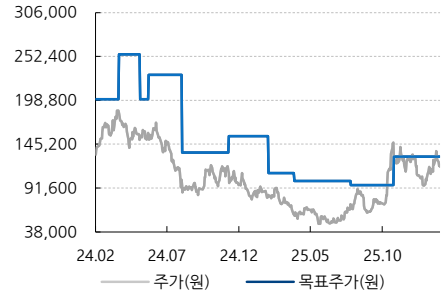
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원,%) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 1,090 | 1,182 | 1,184 | 1,697 | 매출액 | 1,907 | 2,155 | 3,029 | 3,869 |
| 현금 및 현금성자산 | 280 | 467 | 199 | 607 | 증가율(%) | -58.9 | 13.0 | 40.6 | 27.7 |
| 단기금융자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 매출원가 | 2,371 | 2,226 | 2,808 | 3,569 |
| 매출채권 | 215 | 199 | 279 | 321 | 매출총이익 | -463 | -71 | 222 | 300 |
| 재고자산 | 575 | 505 | 690 | 760 | 판매비와관리비 | 95 | 86 | 90 | 108 |
| 비유동자산 | 1,710 | 1,714 | 1,914 | 2,077 | 연구개발비 | 36 | 27 | 33 | 32 |
| 유형자산 | 1,260 | 1,270 | 1,379 | 1,482 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 17 | 13 | 9 | 7 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 2,800 | 2,896 | 3,098 | 3,774 | 영업이익 | -559 | -157 | 132 | 192 |
| 유동부채 | 1,552 | 1,687 | 1,660 | 1,709 | 증가율(%) | 적지 | 적지 | 흑전 | 45.6 |
| 매입채무 | 78 | 75 | 112 | 136 | 영업이익률(%) | -29.3 | -7.3 | 4.3 | 5.0 |
| 단기차입금 | 813 | 813 | 813 | 813 | 이자수익 | 6 | 13 | 5 | 16 |
| 유동성장기부채 | 453 | 529 | 491 | 510 | 이자비용 | 106 | 106 | 122 | 139 |
| 비유동부채 | 524 | 525 | 1,025 | 1,525 | 지분법이익(손실) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | - | - | 500 | 1,000 | 기타영업외손익 | 25 | -26 | 3 | -6 |
| 장기차입금 | 502 | 502 | 502 | 502 | 세전계속사업이익 | -520 | -568 | -28 | 9 |
| 부채총계 | 2,076 | 2,212 | 2,685 | 3,234 | 법인세비용 | -139 | -43 | -4 | 1 |
| 지배주주지분 | 714 | 679 | 407 | 534 | 세전계속이익률(%) | -27.2 | -26.4 | -0.9 | 0.2 |
| 자본금 | 18 | 18 | 18 | 18 | 당기순이익 | -381 | -525 | -24 | 8 |
| 자본잉여금 | 702 | 1,192 | 947 | 1,069 | 순이익률(%) | -20.0 | -24.4 | -0.8 | 0.2 |
| 이익잉여금 | -23 | -544 | -568 | -561 | 지배주주귀속 순이익 | -378 | -521 | -24 | 8 |
| 기타자본항목 | 16 | 13 | 10 | 8 | 기타포괄이익 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 비지배주주지분 | 10 | 6 | 6 | 6 | 총포괄이익 | -384 | -528 | -27 | 5 |
| 자본총계 | 723 | 685 | 413 | 540 | 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|---------|---------|--------|--------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | 281 | -322 | -275 | -34 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | -381 | -525 | -24 | 8 | EPS | -10,416 | -14,367 | -665 | 214 |
| 유형자산감가상각비 | 60 | 90 | 91 | 98 | BPS | 19,660 | 18,707 | 11,217 | 14,725 |
| 무형자산상각비 | 3 | 5 | 3 | 2 | CFPS | -8,669 | -11,766 | 1,920 | 2,969 |
| 지분법관련손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 | DPS | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -240 | -157 | -252 | -254 | Valuation(배) | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | -208 | -100 | -200 | -200 | PER | | | | 549.0 |
| 무형자산의 처분(취득) | -2 | - | - | - | PBR | 4.1 | 6.3 | 10.5 | 8.0 |
| 금융상품의 증감 | -54 | -66 | -60 | -63 | PCR | -9.3 | -10.0 | 61.3 | 39.6 |
| 재무활동 현금흐름 | -20 | 443 | 94 | 518 | EV/EBITDA | - | - | 30.3 | 23.8 |
| 단기금융부채의증감 | 14 | 76 | -38 | 19 | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 89 | - | 500 | 500 | ROE | -41.7 | -74.9 | -4.4 | 1.7 |
| 자본의증감 | - | 490 | -245 | 122 | EBITDA이익률 | -26.0 | -2.9 | 7.4 | 7.5 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | 287.1 | 322.9 | 650.5 | 598.5 |
| 현금및현금성자산의증감 | 38 | 188 | -268 | 408 | 순채비율 | 205.4 | 200.7 | 509.6 | 410.1 |
| 기초현금및현금성자산 | 241 | 280 | 467 | 199 | 매출채권회전율(x) | 5.9 | 10.4 | 12.7 | 12.9 |
| 기말현금및현금성자산 | 280 | 467 | 199 | 607 | 재고자산회전율(x) | 2.2 | 4.0 | 5.1 | 5.3 |

자료 : 엘앤에프, iM증권 리서치본부

엘앤에프 투자이견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2024-02-05 | Buy | 200,000 | -18.9% | -6.9% |
| 2024-03-26 | Buy | 255,000 | -36.9% | -29.1% |
| 2024-05-10 | Buy | 200,000 | -21.8% | -18.8% |
| 2024-05-28 | Buy | 230,000 | -39.8% | -25.4% |
| 2024-08-07 | Buy | 135,000 | -25.1% | -11.6% |
| 2024-11-14 | Buy | 155,000 | -40.1% | -27.6% |
| 2025-02-06 | Buy | 110,000 | -30.1% | -16.6% |
| 2025-04-02 | Buy | 100,000 | -42.6% | -28.0% |
| 2025-07-31 | Buy | 95,000 | -13.1% | 54.7% |
| 2025-10-30 | Hold | 130,000 | | |



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

| 종목추천 투자등급 | 산업추천 투자등급 |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. | 시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 |
| · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 | · Overweight(비중확대) |
| · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 | · Neutral (중립) |
| · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상 | · Underweight (비중축소) |

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 90.6% | 9.4% | - |