엘앤에프(066970.KS) 매수(유지)

리튬 가격 상승에 힘입어 서프라이즈

이차전지 담당 박진수
T.02)2004-9851 / park.jin-soo@shinyoung.com

현재주가(2/5) 117,600원
목표주가(12M, 유지) 190,000원

Valuation Indicator

	24A	25F	26F
PER(배)	—	—	77.0
PBR(배)	4.1	3.7	3.5
EV/EBITDA(배)	—	—	29.7
ROE(%)	-41.7	-52.5	4.6
DPS(원)	—	—	—

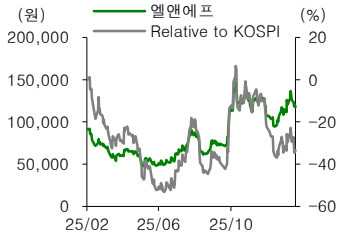
Key Data (기준일: 2026. 2. 5)

KOSPI(pt)	5163.57
KOSDAQ(pt)	1108.41
액면가(원)	500
시가총액(억원)	47,322
발행주식수(천주)	40,240
평균거래량(3M,주)	616,472
평균거래대금(3M, 백만원)	73,914
52주 최고/최저	147,000 / 47,800
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(26F,%)	0.0
외국인지분율(%)	17.8
주요주주 지분율(%)	
새로닉스 외 18 인	25.4 %
국민연금공단	8.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.1	-6.4	64.7	41.5
KOSPI대비 상대수익률	5.4	-27.4	2.0	-31.2

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 2025~2026년 NCMA95 제품 경쟁사 진입 가능성 제한적임을 가정

4Q25 Review: 재고자산 평가 충당금 대규모 환입되며 영업이익 시장 기대치 큰 폭 상회

- 4분기 매출액 6,178억원(QoQ-5%, 이하 QoQ), 영업이익 825원(+273%, OPM 13.3%)으로 영업이익 기준 시장 기대치(187억원)를 큰 폭으로 상회. 전분기 대비 리튬 가격 상승(4Q25말, qoq+50%)에 따른 재고자산평가 충당금이 대규모로 환입(779억원)된 영향. 일회성 요인을 제외한 영업이익은 46억원(OPM 0.7%)을 기록
- 4분기 판매량은 전 분기 대비 -2% 감소(하이니켈 +1%, 미드니켈 -15%)하였으며, ASP는 -4% 하락한 것으로 추정. 주요 고객 내 NCMA95 단독 공급이 지속되었으며 46파이 신제품 초도 공급이 시작되며 하이니켈의 견조한 판매를 이끈 것으로 추정. 반면 NCM523 제품은 고객사 연말 재고 조정으로 -15% 감소

2026년 경쟁사 대비 외형 성장 가시성이 높음. 투자 의견 매수, 목표주가 19만원 유지

- '26년 매출액 2.7조원(yoy+28%), 영업이익 1,266억원(yoy 흑자전환, OPM 4.6%)을 예상. 영업이익 기준 시장 기대치를 22% 상회할 전망이며, 3년 연속 적자를 탈피하며 구조적 증익 흐름이 이어질 전망. 리튬 가격 변동 및 재고평가 충당금 환입 여부에 따라 추가적인 증익 가능성도 열려 있다고 판단
- 북미 중심 완성차 업체들의 EV 생산 계획이 축소되며, 올해 북미 전기차 밸류체인의 배터리, 소재 판매에 영향을 미치고 있음. 이 과정에서 북미 판매 비중이 제한적인 동사는 경쟁사 대비 상대적으로 유리한 영업 환경을 갖춤
- 테슬라의 유럽 주요국 판매는 여전히 뚜렷한 회복세를 보이지 못하고 있으나, 동사의 공급선이 포함된 NCMA95 – LG에너지솔루션 배터리 탑재 모델과 중국 모델YL은 상대적으로 양호한 판매 실적을 기록 중인 것으로 추정. 유럽향 저가형 모델에 동사의 양극재가 탑재될 것으로 예상되는 점도 올해 판매의 주요 업사이드 요인. 신규 북미 OEM향 46파이 제품 공급이 시작된 가운데 LFP 또한 기존 계획대로 3Q26 3만t CAPA의 양산 가동이 시작될 전망. 하반기 LFP 출하를 반영한 '26년 전체 양극재 판매량은 약 8.8만t으로 전년 대비 +30% 증가할 전망
- 견조한 하이니켈 판매가 지속되는 가운데, 연중 LFP 매출 기여가 본격화되며 안정적인 판매 흐름이 이어질 것으로 예상. 특히 북미 중심으로 ESS용 LFP 수요가 가파르게 증가하고 있으며, 차세대 원통형 배터리의 신규 어플리케이션 적용 확대에 따른 동사의 수혜 가능성도 점진적으로 부각될 전망
- 투자 의견 매수, 목표주가 19만원, 소재 업체 최선호주 의견 유지(27F EBITDA 2,934억원, EV/EBITDA 33배)

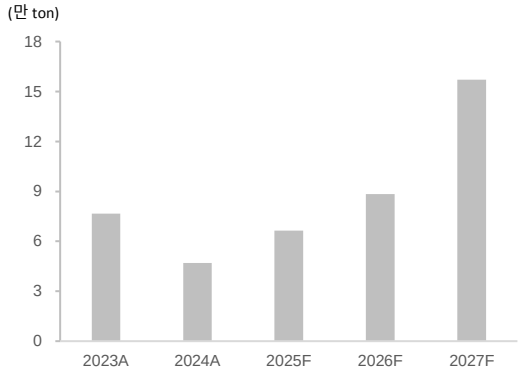
도표 1. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위 :십억원, %)

구분	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024F	2025F	2026F
매출액	**365**	**520**	**652**	**618**	**673**	**650**	**685**	**725**	**1,907**	**2,155**	**2,732**
(yoy)	-43%	-6%	86%	69%	84%	25%	5%	17%	-59%	13%	27%
(qoq)	0%	43%	25%	-5%	9%	-3%	5%	6%			
매출총이익	-120	-99	44	104	69	52	54	55	-463	-71	231
매출총이익률	-33%	-19%	7%	17%	10%	8%	8%	8%	-24%	-3%	8%
판관비	20	22	21	22	25	25	26	28	95	86	104
판관비율	6%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%
영업이익	**-140**	**-121**	**22**	**82**	**44**	**27**	**28**	**27**	**-559**	**-157**	**127**
(yoy)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	27%	-67%	적지	적지	흑전
(qoq)	적지	적지	흑전	273%	-46%	-38%	3%	-3%			
영업이익률	**-38.4%**	**-23.3%**	**3.4%**	**13.3%**	**6.6%**	**4.2%**	**4.1%**	**3.7%**	**-29.3%**	**-7.3%**	**4.6%**
당기순이익	-111	-113	-118	-183	30	11	11	9	-381	-525	61
순이익률	-30%	-22%	-18%	-30%	4%	2%	2%	1%	-20%	-24%	2%

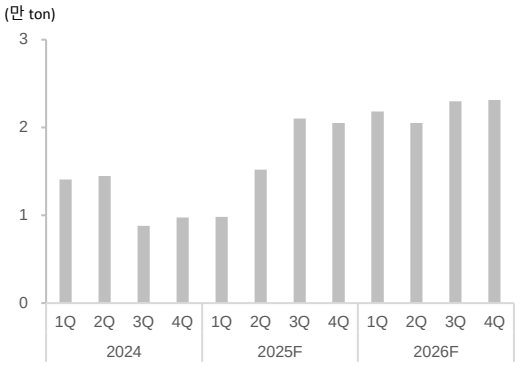
자료 : 엘앤에프, 신영증권 리서치센터

도표 2. 엘앤에프 연간 양극재 출하 전망



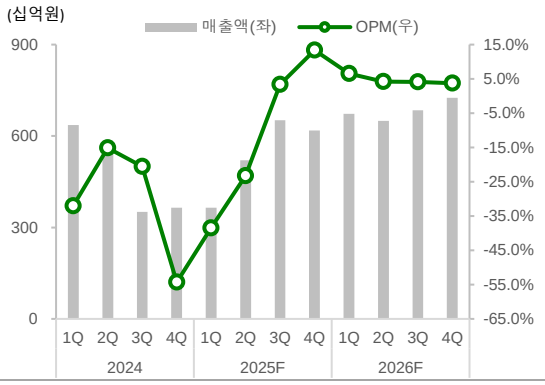
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 엘앤에프 분기 양극재 출하 전망



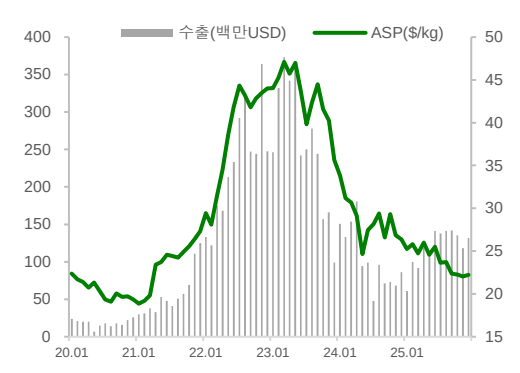
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 엘앤에프 분기 실적 전망



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 대구 월별 양극재 수출 중량, 평균 판가 추이



자료 : KITA, 신영증권 리서치센터

엘앤에프(066970.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**46,441**	**19,075**	**21,549**	**27,322**	**42,205**
증가율(%)	19.5	-58.9	13.0	26.8	54.5
매출원가	**47,837**	**23,710**	**22,262**	**25,013**	**38,618**
원가율(%)	103.0	124.3	103.3	91.5	91.5
매출총이익	**-1,396**	**-4,635**	**-712**	**2,308**	**3,587**
매출총이익률(%)	-3.0	-24.3	-3.3	8.4	8.5
판매비와 관리비 등	**827**	**952**	**856**	**1,042**	**1,609**
판관비율(%)	1.8	5.0	4.0	3.8	3.8
영업이익	**-2,223**	**-5,587**	**-1,569**	**1,266**	**1,978**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	56.2
영업이익률(%)	-4.8	-29.3	-7.3	4.6	4.7
EBITDA	**-1,758**	**-4,953**	**-544**	**2,162**	**2,934**
EBITDA마진(%)	-3.8	-26.0	-2.5	7.9	7.0
순금융손익	**-571**	**139**	**-815**	**-714**	**-775**
이자손익	-700	-1,006	-435	-562	-622
외화관련손익	238	-354	-180	-152	-152
기타영업외손익	**-161**	**254**	**-3,330**	**252**	**252**
종속및관계기업 관련손익	**-2**	**-2**	**-2**	**-2**	**-2**
법인세차감전계속사업이익	**-2,957**	**-5,195**	**-5,715**	**802**	**1,454**
계속사업손익법인세비용	**-1,008**	**-1,388**	**-463**	**193**	**349**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-1,949**	**-3,807**	**-5,252**	**610**	**1,105**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	81.1
순이익률(%)	-4.2	-20.0	-24.4	2.2	2.6
지배주주지분 당기순이익	-1,943	-3,779	-5,242	604	994
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	64.6
기타포괄이익	**-40**	**-29**	**-29**	**-29**	**-29**
총포괄이익	**-1,989**	**-3,836**	**-5,281**	**581**	**1,076**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**19,695**	**10,898**	**17,551**	**22,106**	**21,371**
현금및현금성자산	2,413	2,795	6,004	5,652	2,628
매출채권 및 기타채권	4,262	2,144	4,115	5,235	7,852
재고자산	11,634	5,746	7,183	10,929	10,551
비유동자산	**13,820**	**17,100**	**17,160**	**17,953**	**21,486**
유형자산	11,198	12,597	11,801	12,129	15,194
무형자산	121	171	142	118	98
투자자산	1,299	1,841	2,330	2,819	3,308
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**33,514**	**27,998**	**34,711**	**40,059**	**42,858**
유동부채	**17,473**	**15,522**	**16,531**	**21,298**	**23,020**
단기차입금	7,179	8,130	8,130	8,130	8,130
매입채무및기타채무	2,012	2,123	3,132	3,899	5,621
유동성장기부채	6,044	4,527	4,527	4,527	4,527
비유동부채	**4,941**	**5,243**	**5,243**	**5,243**	**5,243**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	4,662	5,021	5,021	5,021	5,021
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**22,415**	**20,765**	**21,774**	**26,541**	**28,263**
지배주주지분	**10,972**	**7,136**	**12,850**	**13,425**	**14,391**
자본금	181	181	198	198	198
자본잉여금	7,039	7,019	7,019	7,019	7,019
기타포괄이익누계액	235	235	206	177	149
이익잉여금	3,579	-227	5,500	6,104	7,098
비지배주주지분	**128**	**97**	**87**	**93**	**204**
자본총계	**11,100**	**7,233**	**12,937**	**13,518**	**14,595**
총차입금	**20,343**	**18,556**	**18,556**	**22,556**	**22,556**
순차입금	**16,343**	**14,289**	**12,480**	**16,825**	**19,842**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-3,746**	**2,805**	**-6,372**	**-2,371**	**1,758**
당기순이익	**-1,949**	**-3,807**	**-5,252**	**610**	**1,105**
현금유출이없는비용및수익	**149**	**-765**	**1,178**	**1,804**	**2,081**
유형자산감가상각비	442	605	996	872	936
무형자산상각비	23	29	29	24	20
영업활동관련자산부채변동	**-242**	**7,757**	**-2,429**	**-4,133**	**-560**
매출채권의감소(증가)	3,695	2,092	-1,971	-1,119	-2,617
재고자산의감소(증가)	640	5,888	-1,437	-3,746	377
매입채무의증가(감소)	-4,476	-879	1,009	767	1,722
투자활동으로인한현금흐름	**-5,613**	**-2,399**	**-662**	**-1,663**	**-4,463**
투자자산의 감소(증가)	-1,274	-544	-491	-491	-491
유형자산의 감소	4	1	0	0	0
CAPEX	-4,820	-2,079	-200	-1,200	-4,000
단기금융자산의감소(증가)	-133	166	-6	-7	-8
재무활동으로인한현금흐름	**10,501**	**-202**	**-1,217**	**2,767**	**-1,233**
장기차입금의증가(감소)	1,379	891	0	0	0
사채의증가(감소)	6,577	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	78	0	16	0	0
기타현금흐름	**69**	**178**	**11,460**	**915**	**914**
현금의 증가	**1,211**	**383**	**3,209**	**-352**	**-3,024**
기초현금	1,202	2,413	2,795	6,004	5,652
기말현금	2,413	2,795	6,004	5,652	2,628

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	-5,372	-10,416	-14,170	1,528	2,518
BPS	30,468	19,859	32,715	34,170	36,615
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	na	77.0	46.7
PBR	6.7	4.1	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	-51.4	-8.8	-110.1	29.7	23.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	적지	흑전	64.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	-159.1%	181.7%	-89.0%	-497.4%	35.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-16.3%	-41.5%	-52.1%	4.6%	7.9%
ROE(지배순이익 기준)	-16.4%	-41.7%	-52.5%	4.6%	7.2%
ROIC	-11.2%	-24.1%	-7.3%	4.2%	5.6%
WACC	13.0%	11.3%	12.1%	11.4%	11.4%
안전성(%)					
부채비율	201.9%	287.1%	168.3%	196.3%	193.7%
순차입금비율	147.2%	197.6%	96.5%	124.5%	136.0%
이자보상배율	-2.8	-5.3	-2.8	1.9	2.9

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
엘앤에프	-	-	-	-	-	-	-	-

엘앤에프 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-02-06	매수	190000		
2025-10-30	매수	190000		
2025-10-20	매수	130000	0.13	13.08
2025-05-02	매수	100000	-35.16	11.00
2025-02-06	매수	110000	-35.22	-16.64
2024-11-20	매수	130000	-29.07	-13.69
2024-08-07	매수	160000	-36.75	-25.37