엘앤에프 066970

Analyst 유민기 | 모빌리티/배터리
02-3779-3426, mk.yoo@sangsanginib.com

4Q25 Preview - 흑자 기조 유지, 하반기 LFP 양산

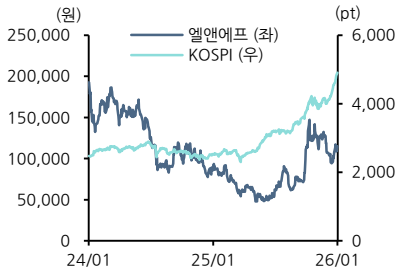
BUY 유지

목표주가 상향	140,000원
종가(26.01.20)	114,600원
상승여력	22.1%

Stock Data

KOSPI(01/20)	4,885.8pt
시가총액	46,105억원
액면가	500원
52주 최고가	147,000원
52주 최저가	47,800원
외국인지분율	18.6%
90일 일평균거래대금	817억원
주요주주지분율	
새로닉스 (외 19인)	25.4%
유동주식비율	70.3%

Stock Price



투자의견 매수 유지, 목표주가 140,000원으로 상향 조정

엘앤에프에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 140,000원으로 상향 조정한다. 지난 3분기 흑자전환 이후 하이니켈 출하량 유지함에 따라 흑자기조 유지를 추정한다.

4Q25 매출액 6,621억원, 영업이익 177억원으로 기대치 부합

4Q25 매출액 6,621억원(+81.2% YoY), 영업이익 177억원(흑자전환 YoY)으로 컨센서스 (Fnguide 12/31 기준 영업이익 153억원) 부합을 예상한다. 전체 출하량은 2만톤 (+1% QoQ) 내외로 전분기와 유사한 가운데 판가(하이니켈, 미드니켈 제품 혼합 기준) -4% QoQ 감소했다. (+) 환율효과로 매출액은 직전 분기와 유사한 6,621억을 추정한다. 원재료 가격 상승에 따른 재고자산평가손실 환입분 +150억원 반영했다.

하이니켈 제품 출하량 유지 가운데, 하반기 ESS향 LFP 양극재 양산 기대

동사의 2026년 출하량 9.5만톤(NCM 8.6만톤 추정, +20.1% YoY)을 예상한다. ESS향 LFP 양극재(2026년 9천톤 출하 추정)는 2026년 4분기 양산예정이다. 생산능력은 3Q26 기준 3만톤 내외에서, 2027년부터 6만톤까지 확보 예정이다. LFP 양극재의 1Gwh 당 투입량은 동일한 에너지용량의 삼원계 양극재 대비 +40-100% 추가투입이 필요함에 따라 삼원계 하이니켈 제품을 소폭 상회하는 수익성이 가능할 것으로 추정한다. 선도업체 EV향 하이니켈 제품의 매출 성장세는 당초 기대치보다는 눈높이 낮아진 상황이나, 타 양극재 기업의 Legacy 완성체업체향 물량 대비 양호한 흐름을 예상한다. 지난해 12/29 북미 선도 EV업체향 직납 계약취소 관련 정정공시 있었으나, 1) 국내 주요 셀/양극재업체의 Legacy 완성차업체향 수주계약 취소가 이어지던 가운데 예견된 악재의 확인으로 볼 수 있다는 점, 2) 셀 사를 통해 해당 고객으로 하이니켈 공급이 지속적으로 이루어지고 있다는 점, 3) ESS향 LFP 양극재 생산/공급에 따른 이익개선효과를 올 하반기 확인할 수 있다는 점은 긍정적이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	4,644	-222	-194	-5,361	-38.1	-52.2	6.7	-16.4	n/a
2024	1,907	-559	-378	-10,412	-7.8	-9.1	4.1	-41.7	n/a
2025E	2,199	-222	-352	-10,479	-10.9	-47.4	11.5	-65.4	n/a
2026E	3,008	84	168	5,006	22.9	42.8	7.8	37.7	n/a
2027E	3,760	246	268	7,985	14.4	20.5	5.2	40.4	n/a

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권

QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. DCF(FCFF) Valuation

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
잉여현금흐름 추정											
FCF	**-30**	**57**	**-51**	**-27**	**11**	**424**	**342**	**528**	**1,025**	**1,071**	**1,119**
세후영업이익 (NOPLAT)	-166	129	188	281	430	618	803	1,044	1,096	1,151	1,209
유무형자산상각비	84	67	70	74	78	87	88	85	82	80	77
설비투자 (CAPEX)	102.9	27.9	160.0	160.0	160.0	110.0	110.0	30.0	30.0	30.0	30.0
운전자본 증감/기타	155	-111	-149	-223	-338	-170	-440	-572	-124	-130	-137
Adjusted Free Cashflow	**-1**	**21**	**-43**	**-15**	**149**	**397**	**404**	**693**	**1,040**	**1,087**	**746**

현금흐름의 현재가치

가중평균자본비용 (WACC, %)	**8.60**										
영구성장률 (%)	1.00										
Terminal Value										**14,444**	
현재가치 계수	0.92	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37
현재가치 (PV)	-1.1	16.4	-31.2	-9.7	90.6	222.7	208.6	330.0	455.8	438.6	5,366.2

Valuation

잉여현금흐름 현재가치 (2022E~2031E)	1,720.5
영구가치 (Terminal Value)의 현재가치	5,366.2
현재가치의 합계	7,086.7
순차입금 (-)	1,914.7
목표 시가총액 (십억원)	**5,172.0**
우선주 시가총액 (-)	0
비지배주주지분 (-)	126.8
비연결 관계기업투자 (+)	0.0
보통주 시가총액	**5,045.2**
주식수 (천주)	36,295
목표주가 (원)	**140,000**
현재주가 (원)	114,600
상승여력 (%)	22.1

자료: 상상인증권

표 2. WACC(가중평균자본비용) 산출

항목	(십억원, %)	기 타
자기자본비용 (COE)	10.74	
타인자본비용 (COD)	4.50	•
자기자본	4,678.9	• 1/20 기준 시가총액
타인자본	1,914.6	• 12M FWD 예상 순차입금
총자본	6,593.5	
가중평균자본비용 (WACC)	**8.60**	
자기자본비용 (COE)	10.74	
시장 위험프리미엄	6.11	• 시장위험 프리미엄 6.106%
무위험수익률	2.50	• 1년만기 통안채 수익률 90일 평균
베타	1.35	• 엘앤에프 104주 adjusted beta
영구성장률	1.00	

자료: 상상인증권

표 3. 엘앤에프 실적추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025(E)	2026(E)
매출액	**6,357**	**5,548**	**3,516**	**3,653**	**3,648**	**5,201**	**6,523**	**6,621**	**19,075**	**21,993**	**30,078**
매출원가	8,195	6,160	4,060	5,295	4,849	6,189	6,087	6,197	23,710	23,322	**27,825**
매출원가율(%)	*128.9*	*111.0*	*115.5*	*144.9*	*132.9*	*119.0*	*93.3*	*93.6*	*124.3*	*106.0*	*92.5*
판매관리비	200	231	181	341	202	223	215	247	952	887	**1,412**
판관비율(%)	*3.2*	*4.2*	*5.1*	*9.3*	*5.5*	*4.3*	*3.3*	*3.7*	*5.0*	*4.0*	*4.7*
영업이익	**-2,038**	**-842**	**-724**	**-1,982**	**-1,403**	**-1,212**	**221**	**177**	**-5,587**	**-2,216**	**841**
영업이익률(%)	*-32.1*	*-15.2*	*-20.6*	*-54.3*	*-38.4*	*-23.3*	*3.4*	*2.7*	*-29.3*	*-10.1*	*2.8*
당기순이익	**-1,115**	**-738**	**-761**	**-1,165**	**-1,109**	**-1,119**	**-1,182**	**-116**	**-3,779**	**-3,527**	**1,681**

자료: 엘앤에프, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**1,969.5**	**1,089.8**	**1,169.5**	**1,440.2**	**1,709.9**
현금 및 현금성자산	241.3	279.5	263.6	337.7	343.1
매출채권	426.2	214.4	284.4	349.2	436.5
재고자산	1,163.4	574.6	569.8	699.5	874.4
비유동자산	**1,382.0**	**1,710.0**	**1,791.5**	**1,774.8**	**1,888.6**
관계기업투자등	129.9	184.1	196.2	204.1	212.4
유형자산	1,119.8	1,259.7	1,279.5	1,242.8	1,335.8
무형자산	12.1	17.1	14.6	14.3	14.1
자산총계	**3,351.4**	**2,799.8**	**2,961.0**	**3,214.9**	**3,598.5**
유동부채	**1,747.3**	**1,552.2**	**2,186.6**	**2,272.2**	**2,387.3**
매입채무	201.2	212.3	373.2	458.1	572.6
단기금융부채	1,542.9	1,336.4	1,798.7	1,798.7	1,798.7
비유동부채	**494.1**	**524.3**	**408.6**	**408.9**	**409.1**
장기금융부채	491.4	519.2	402.7	402.7	402.7
부채총계	2,241.5	2,076.5	2,595.2	2,681.0	2,796.4
지배주주지분	**1,097.2**	**713.6**	**362.2**	**530.3**	**798.4**
자본금	18.1	18.1	18.2	18.2	18.2
자본잉여금	703.9	701.9	225.2	225.2	225.2
이익잉여금	357.9	-22.7	103.0	271.1	539.2
비지배주주지분	**12.8**	**9.7**	**3.6**	**3.6**	**3.6**
자본총계	**1,110.0**	**723.3**	**365.8**	**533.9**	**802.0**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**4,644.1**	**1,907.5**	**2,199.3**	**3,007.8**	**3,759.7**
매출원가	4,783.7	2,371.0	2,332.2	2,782.5	3,387.5
매출총이익	-139.6	-463.5	-133.0	225.3	372.2
판매비와 관리비	82.7	95.2	88.7	141.2	126.1
영업이익	**-222.3**	**-558.7**	**-221.6**	**84.1**	**246.1**
EBITDA	-175.8	-495.3	-138.0	151.2	315.6
금융손익	-63.0	-111.8	2.2	9.1	9.5
관계기업등 투자손익	-0.2	-0.2	-0.9	-0.4	-0.4
기타영업외손익	-10.2	151.2	-186.6	136.7	110.9
세전계속사업이익	**-295.7**	**-519.5**	**-406.9**	**229.6**	**366.1**
계속사업법인세비용	-100.8	-138.8	-54.0	61.3	97.8
당기순이익	-194.9	-380.7	-352.9	168.2	268.3
지배주주순이익	**-194.3**	**-377.9**	**-351.8**	**168.1**	**268.1**
매출총이익률 (%)	-3.0	-24.3	-6.0	7.5	9.9
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-10.1	2.8	6.5
EBITDA 마진률 (%)	-3.8	-26.0	-6.3	5.0	8.4
세전이익률 (%)	-6.4	-27.2	-18.5	7.6	9.7
지배주주순이익률 (%)	-4.2	-19.8	-16.0	5.6	7.1
ROA (%)	-6.1	-12.3	-12.2	5.4	7.9
ROE (%)	-16.4	-41.7	-65.4	37.7	40.4
ROIC (%)	-6.6	-16.7	-7.6	2.9	7.8

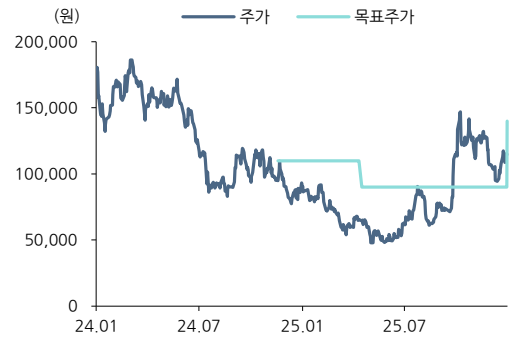
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-374.6**	**280.5**	**-25.8**	**124.8**	**189.0**
당기순이익(손실)	-194.9	-380.7	-352.9	168.2	268.3
현금수익비용가감	14.9	-76.5	223.7	67.6	69.9
유형자산감가상각비	44.2	60.5	80.5	64.6	67.0
무형자산상각비	2.3	2.9	3.1	2.5	2.5
기타현금수익비용	-31.6	-139.9	72.4	0.5	0.4
운전자본 증감	-24.2	775.7	155.0	-111.0	-149.2
매출채권의 감소(증가)	369.5	209.2	-68.2	-64.8	-87.3
재고자산의 감소(증가)	64.0	588.8	-20.4	-129.7	-174.9
매입채무의 증가(감소)	-447.6	-87.9	279.1	85.0	114.5
기타영업현금흐름	-10.2	65.6	-35.6	-1.5	-1.6
투자활동 현금흐름	**-561.3**	**-239.9**	**-124.1**	**-50.7**	**-183.7**
유형자산 처분(취득)	-481.6	-207.8	-102.8	-27.9	-160.0
무형자산 감소(증가)	-4.3	-2.2	-1.6	-2.3	-2.3
투자자산 감소(증가)	-102.8	-32.8	-19.0	-8.3	-8.6
기타투자활동	27.4	2.9	-0.7	-12.2	-12.7
재무활동 현금흐름	**1,050.1**	**-20.2**	**137.5**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	1,052.6	103.1	148.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	7.2	2.2	1.3	0.0	0.0
배당금 지급	17.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-9.7	-125.5	-12.6	0.0	0.0
현금의 증감	**121.1**	**38.3**	**-15.9**	**74.1**	**5.4**
기초현금	120.2	241.3	279.5	263.6	337.7
기말현금	241.3	279.5	263.6	337.7	343.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	-38.1	-7.8	-10.9	22.9	14.4
P/B	6.7	4.1	11.5	7.8	5.2
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-47.4	42.8	20.5
P/S	1.6	1.5	1.9	1.4	1.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	19.5	-58.9	15.3	36.8	25.0
영업이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	192.6
세전이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	59.5
지배주주순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	59.5
EPS 증가율	적전	적지	적지	흑전	59.5
안정성 (%)					
부채비율	201.9	287.1	709.4	502.1	348.7
유동비율	112.7	70.2	53.5	63.4	71.6
순차입금/자기자본	159.9	217.0	529.7	349.0	231.7
영업이익/금융비용	-2.8	-5.3	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	2,034.3	1,855.6	2,201.4	2,201.4	2,201.4
순차입금 (십억원)	1,775.3	1,569.9	1,937.7	1,863.6	1,858.3
주당지표 (원)					
EPS	-5,361	-10,412	-10,479	5,006	7,985
BPS	30,268	19,660	9,973	14,602	21,985
SPS	128,121	52,552	60,559	82,822	103,528
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

엘앤에프 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-05-06	Buy	90,000	1년	-5.7	63.3
2025-07-31	Buy	90,000	1년	10.9	63.3
2026-01-20	Buy	140,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 유민기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	