엘앤에프 (066970)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

고유가에서 찾는 기회

BUY **TP 150,000원**

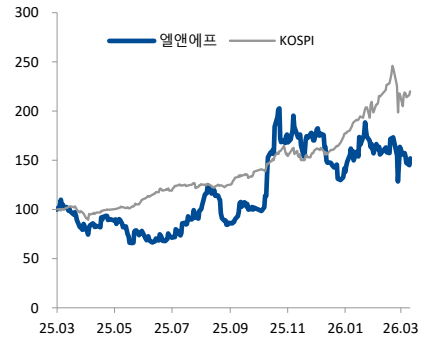
현재주가 (3/17)	110,100원
상승여력	36.2%
시가총액	4,434십억원
발행주식수	40,274천주
자본금/액면가	18십억원/500원
52주 최고가/최저가	147,000원/47,800원
일평균 거래대금 (60일)	64십억원
외국인 지분율	18.72%
주요주주 지분율	
새로닉스 외 18인	25.38%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.7	-7.2	42.4
상대주가(%p)	-5.0	-33.2	-13.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	-14,140	2,731	150,000
Consensus	-9,368	936	166,200
Cons. 차이	50.9%	191.8%	-9.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: Fnguide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시. 투자의견 Buy 제시
- 지난 4Q25부터 턴어라운드 시작. 리튬 가격 상승으로 당분간 재고평가 이익 반영 지속될 전망. 1Q26 역시 재고평가 이익 반영되며 안정적인 흑자기조 유지 전망
- 동사 주요 고객사 중국 판매는 여전히 견조. 특히, 이란 전쟁으로 유가 급등. 이에 따라, 에너지 대외 의존도를 낮추기 위한 노력 지속될 전망이며, 경제성 면에서 전기차의 TCO가 높아질 전망. 또한 ESS 수요 역시 더욱 강화될 가능성 높음
- 목표주가 150,000원은 '27년 EBITDA 전망 291십억원에 Target EV/EBITDA multiple 29.0x 적용. 이는 안정적인 이익을 창출하였던 '20~'22년 Trading Band 저점 평균 수준

주요이슈 및 실적전망

- 1Q26 실적은 매출액 6,712억원(+8.6% qoq, +84.0% yoy), 영업이익 503억원(-39.0% qoq, 흑전 yoy) 기록하여 컨센서스 매출액 6,638억원, 영업이익 392억원을 상회할 것으로 전망
- Tesla 중국 판매는 중국 내 경쟁 심화에도 불구하고 지난해부터 견조한 성장세. 대구 지역 양극재 수출 물량 역시 안정적. 전방 수요면에서 양극재 기업 중 가장 가시성 높음
- 동사 탄산리튬 관련 충당금은 향후 탄산리튬이 사용되는 LFP 양극재가 출하되는 4Q26 이후 환입이 더욱 가속화될 가능성 높음. 재고량 축소 영향
- 또한, 최근 탄산리튬 가격 상승은 LFP 양극재 판가 상승으로 이어질 것
- 이란 전쟁으로 유가 급등. 특히, Diesel Crack이 40불까지 높아지고 있어, 유럽 내연기관차 중 디젤 차량 TCO 급격히 악화 중
- 궁극적으로 이란 전쟁으로 인한 연료가격 상승은 재생에너지-ESS-전기차 활성화로 이어질 가능성 높다는 판단

주가전망 및 Valuation

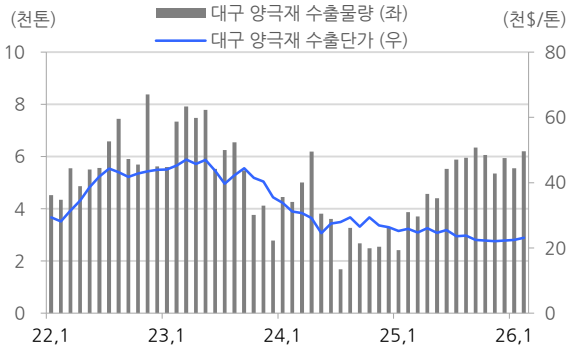
- 국내 양극재 Peer 중 Valuation 매력 및 실적 안정성 측면에서 매력적

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	4,644	-222	-194	-176	-5,372	적전	NA	6.7	NA	-16.4	0.0
2024	1,907	-559	-378	-495	-10,416	적지	NA	4.1	NA	-41.7	0.0
2025	2,155	-157	-524	-64	-14,140	적지	NA	20.2	NA	-116.1	0.0
2026F	2,832	141	110	251	2,731	흑전	40.3	14.8	25.3	45.0	0.0
2027F	3,966	180	148	291	3,680	34.7	29.9	9.9	22.4	39.7	0.0

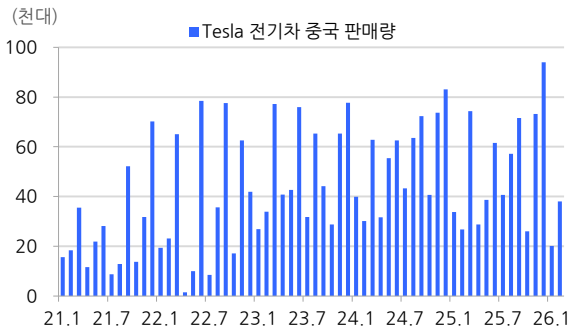
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 대구 양극재 수출 추이



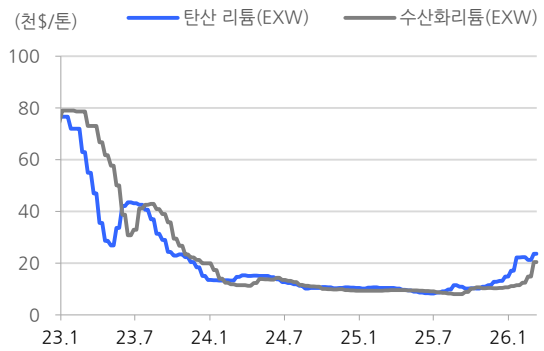
자료 : KITA, 현대차증권

<그림2> Tesla 중국 판매량



자료 : EV-Volumes, 언론, 현대차증권

<그림3> 리튬 가격 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림4> Valuation Table

		2027F	비고
EBITDA	(십억 원)	291.3	
순차입금	(십억 원)	2,055.0	2025 년 연말 기준
주식수	(천 주)	42,315.9	BW 행사시 발행 가능한 주식 모두 감안
EV/EBITDA multiple	(X)	29.0	'20~'22 년 Trading Band 저점 평균
EV	(십억 원)	8,448.8	
시가총액	(십억 원)	6,393.8	
적정 주가	(원)	151,097.5	TP: 150,000 원

자료 : 엘앤에프, 현대차증권

<표1> 상세실적 추이 및 전망

	2025	2026F	2027F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	**2,154.9**	**2,831.6**	**3,965.7**	**364.8**	**520.1**	**652.3**	**617.8**	**671.2**	**684.6**	**705.2**	**770.6**
영업이익	**-156.8**	**140.9**	**179.9**	**-140.3**	**-121.2**	**22.1**	**82.5**	**50.3**	**27.4**	**24.7**	**38.5**
영업이익률	-7.3%	5.0%	4.5%	-38.4%	-23.3%	3.4%	13.3%	7.5%	4.0%	3.5%	5.0%
세전이익	-572.5	140.9	179.9	-145.4	-145.2	-101.5	-180.3	50.3	27.4	24.7	38.5
세전이익률	-26.6%	5.0%	4.5%	6.1%	7.9%	5.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
지배순이익	-524.1	110.0	148.2	-110.9	-111.9	-118.2	-183.0	39.3	21.4	19.3	30.1
순이익률	-24.3%	3.9%	3.7%	-30.4%	-21.5%	-18.1%	-29.6%	5.9%	3.1%	2.7%	3.9%
성장률											
매출액											
QoQ	-	-	-	-0.2%	42.6%	25.4%	-5.3%	8.6%	2.0%	3.0%	9.3%
YoY	13.0%	31.4%	40.1%	-42.6%	-6.3%	85.5%	69.1%	84.0%	31.6%	8.1%	24.7%
영업이익											
QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	272.8%	-39.0%	-45.6%	-9.9%	56.1%
YoY	적지	흑전	27.7%	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	11.6%	-53.3%
순이익											
QoQ	-	-	-	적지	적지	적지	적지	흑전	-45.6%	-9.9%	56.1%
YoY	적지	흑전	34.7%	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 엘앤에프, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,155	2,832	3,966
증가율 (%)	19.5	-58.9	13.0	31.4	40.0
매출원가	4,784	2,371	2,227	2,597	3,655
매출원가율 (%)	103.0	124.3	103.3	91.7	92.2
매출총이익	-140	-463	-73	234	310
매출이익률 (%)	-3.0	-24.3	-3.4	8.3	7.8
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	32.5
판매관리비	83	95	84	93	131
판관비율(%)	1.8	5.0	3.9	3.3	3.3
EBITDA	-176	-495	-64	251	291
EBITDA 이익률 (%)	-3.8	-26.0	-3.0	8.9	7.3
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	15.9
영업이익	-222	-559	-157	141	180
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-7.3	5.0	4.5
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	27.7
영업외손익	-73	39	-414	0	0
금융수익	49	258	51	0	0
금융비용	106	244	202	0	0
기타영업외손익	-16	25	-263	0	0
종속/관계기업관련손익	-0	-0	-1	0	0
세전계속사업이익	-296	-520	-572	141	180
세전계속사업이익률	-6.4	-27.3	-26.5	5.0	4.5
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	27.7
법인세비용	-101	-139	-47	31	32
계속사업이익	-195	-381	-525	110	148
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-195	-381	-525	110	148
당기순이익률 (%)	-4.2	-20.0	-24.4	3.9	3.7
증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	34.5
지배주주지분 순이익	-194	-378	-524	110	148
비지배주주지분 순이익	-1	-3	-1	-0	-0
기타포괄이익	-4	-3	-0	0	0
총포괄이익	-199	-384	-525	110	148

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	1,208	1,552	1,872
현금성자산	241	280	144	318	150
단기투자자산	18	6	0	0	0
매출채권	426	180	309	363	540
재고자산	1,163	575	412	514	810
기타유동자산	121	50	337	350	365
비유동자산	1,382	1,710	1,789	1,841	1,851
유형자산	1,120	1,260	1,281	1,333	1,344
무형자산	12	17	14	11	9
투자자산	130	184	196	198	199
기타비유동자산	120	249	298	299	299
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,351	2,800	2,998	3,392	3,723
유동부채	1,747	1,552	2,364	2,640	2,795
단기차입금	718	813	787	987	987
매입채무	143	78	165	205	324
유동성장기부채	604	453	147	147	147
기타유동부채	282	208	1,265	1,301	1,337
비유동부채	494	524	440	449	476
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	466	502	389	389	389
장기금융부채	0	0	14	14	14
기타비유동부채	28	22	37	46	73
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,241	2,076	2,805	3,090	3,272
지배주주지분	1,097	713	189	299	447
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	225	225	225
자본조정 등	-6	-7	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	23	23	23	23	23
이익잉여금	358	-23	-69	41	189
비지배주주지분	13	10	4	4	4
자본총계	1,110	723	193	303	451

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-375	281	-143	116	-67
당기순이익	-195	-381	-525	110	148
유형자산 상각비	44	60	90	107	109
무형자산 상각비	2	3	3	2	2
외환손익	-21	26	-14	0	0
운전자본의 감소(증가)	-24	776	201	-103	-326
기타	-181	-203	102	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-561	-240	-131	-161	-121
투자자산의 감소(증가)	-127	-54	-11	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-482	-208	-114	-160	-120
기타	48	22	-6	0	0
재무활동으로인한현금흐름	1,050	-20	142	219	20
차입금의 증가(감소)	54	36	-99	0	0
사채의증가(감소)	-1	0	404	0	0
자본의 증가	39	-2	-477	0	0
배당금	-17	0	0	0	0
기타	975	-54	314	219	20
기타현금흐름	7	18	-3	0	0
현금의증가(감소)	121	38	-135	174	-168
기초현금	120	241	280	144	318
기말현금	241	280	144	318	150

(단위:원, 배, %)

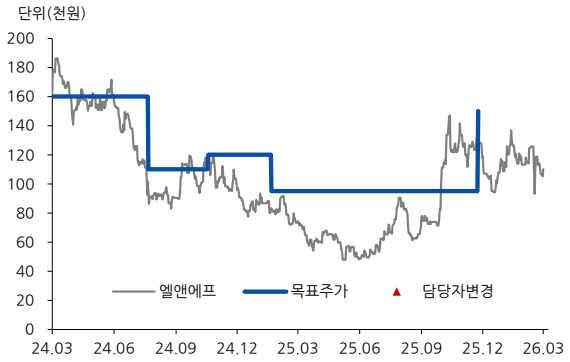
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-5,389	-10,493	-14,165	2,730	3,678
EPS(지배순이익 기준)	-5,372	-10,416	-14,140	2,731	3,680
BPS(자본총계 기준)	30,622	19,928	4,794	7,520	11,197
BPS(지배지분 기준)	30,268	19,660	4,702	7,429	11,109
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	40.3	29.9
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	40.3	29.9
P/B(자본총계 기준)	6.7	4.1	19.9	14.6	9.8
P/B(지배지분 기준)	6.7	4.1	20.2	14.8	9.9
EV/EBITDA(Reported)	NA	NA	NA	25.3	22.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	적지	흑전	34.7
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	적지	흑전	34.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-16.3	-41.5	-114.6	44.3	39.3
ROE(지배순이익 기준)	-16.4	-41.7	-116.1	45.0	39.7
ROA	-6.1	-12.4	-18.1	3.4	4.2
안정성 (%)					
부채비율	201.9	287.1	1,453.8	1,020.2	725.5
순차입금비율	157.6	214.6	1,065.2	693.4	507.3
이자보상배율	NA	NA	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.02	M.PERFORM	160,000	-4.28	16.44
2024.08.02	AFTER 6M	160,000	-39.41	-36.56
2024.08.07	M.PERFORM	110,000	-9.78	8.55
2024.11.04	M.PERFORM	120,000	-20.27	-1.50
2025.02.06	M.PERFORM	95,000	-32.95	-3.47
2025.08.06	AFTER 6M	95,000	3.85	54.74
2025.12.10	종목편출	종목편출	-	-
2026.03.18	종목편입	종목편입	-	-
2026.03.18	BUY	150,000		

▶ 최근 2년간 엘앤에프 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.