2차전지/철강
정진수
02)6742-3577
jsjeong@heungkuksec.co.kr

(066970)

엘앤에프

BUY(유지)

LFP 양극재 시장 선점 효과 기대

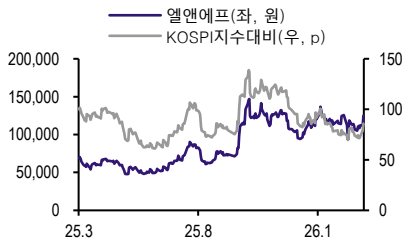
목표주가	170,000원(하향)
현재주가(03/24)	125,000원
상승여력	36.0%
시가총액	5,040십억원
발행주식수	40,322천주
52주 최고가 / 최저가	147,000 / 47,800원
3개월 일평균거래대금	67십억원
외국인 지분율	19.6%
주요주주	
새로닉스 (외 19인)	25.4%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%
자사주 (외 1인)	3.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.4	18.8	67.1	80.9
상대수익률(KOSPI)	7.4	-16.4	7.2	-30.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,907	2,155	2,737	3,312
영업이익	-559	-157	115	166
EBITDA	-495	-68	212	263
지배주주순이익	-378	-323	-71	-33
EPS	-10,412	-9,605	-2,120	-986
순차입금	1,570	1,708	1,772	1,926
PER	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	4.1	10.6	14.5	16.2
EV/EBITDA	n/a	n/a	32.1	26.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-41.7	-58.8	-20.4	-11.2
컨센서스 영업이익	-	-	129	0
컨센서스 EPS	-	-	1,285	0

주가추이



엘앤에프에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 목표 주가는 170,000원으로 하향합니다. 하이니켈 중심의 견조한 양극재 판매량이 지속되고 있으며, 연내 LFP SOP를 통한 Top line 성장 기대감도 유효합니다.

1Q26 Preview: 견조한 수요 지속

1Q26 매출액은 6,781억원(QoQ +9.8%, YoY +85.9%), 영업이익 509억 원(QoQ -38.3, YoY 흑자전환)를 기록하며 시장 예상치(최근 3개월 영업이익 428억 원)를 상회할 전망이다. 양극재 판매량이 QoQ +10% 증가할 것으로 추정하며, 가동률 상승 효과로 본업에서만 손익분기를 상회하는 OPM이 예상한다. 여기이 리튬 가격 상승에 따른 재고자산 환입 효과가 더해져 전체 OPM은 7.5%로 추정한다. 테슬라의 중국 및 유럽 판매량 반등이 기대되는 가운데 견조한 하이니켈 제품 수요가 지속되고 있으며, 유럽 EV 시장 성장에 힘입어 미드니켈 제품 수요도 양호한 상황이다.

국내 최초 LFP 상업화 개시하며 선점 효과 기대

지난 24일 동사는 첫 LFP 수주 계약을 공시하며 국내 최초로 LFP 양극재 상업화를 개시했다. 계약 규모는 1.6조 원(전년 매출액 대비 84.2%)이며, 삼성SDI에 2029년까지(3년 9개월) 공급할 예정이다. 이를 근거로 역산한 공급량 규모는 약 12만 톤으로 추정되며, 이는 향후 약 4년간 동사의 LFP(3만톤/1yr) 및 삼성SDI 미국 LFP(20GWh/1yr) 생산 라인 Full Capa에 상응하는 규모이다. 현재 국내 LFP 양극재 상업화에서는 동사가 독보적인 만큼 내년 하반기 추가 증설과 함께 신규 수주 가능성도 기대되며, 시장 선점을 통한 가격 결정 주도권 등의 긍정적 효과도 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 170,000원 하향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 170,000원으로 하향한다. '27년 예상 EBITDA 2,770억 원에 Target multiple은 30배를 적용했다. 이익 성장률이 정상화되는 동시에 EV 시장 환경의 변화로 인한 Multiple 및 기업가치 희석을 반영했다. 다만, 동사는 독보적인 하이니켈(N95) 제품을 바탕으로 ESS 및 휴머노이드 로봇 등 고출력 배터리를 요구하는 어플리케이션 시장 확대의 직접적인 수혜를 통해 지속적인 이익 성장이 기대된다.

표 1 엘앤에프 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	**365**	**520**	**652.3**	**618**	**678**	**696**	**701**	**662**	**2,155**	**2,737**
QoQ	*-0.2%*	*42.6%*	*25.4%*	*-5.3%*	*9.8%*	*2.7%*	*0.8%*	*-5.7%*	*-*	*-*
YoY	*-42.6%*	*-6.3%*	*85.5%*	*69.1%*	*85.9%*	*33.8%*	*7.5%*	*7.1%*	*13.0%*	*27.0%*
하이니켈	302	466	578	548	602	618	618	572	1,894	2,410
미드니켈	63	54	74	70	76	78	77	77	261	308
LFP	-	-	-	-	-	-	6	13	-	19
영업이익	**-140**	**-121**	**22.1**	**82**	**51**	**30**	**22**	**12**	**-157**	**115**
QoQ	*적축*	*적확*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*0%*	*-85%*	*적축*	*흑전*
YoY	*적축*	*적축*	*흑전*	*273%*	*-38%*	*-41%*	*-27%*	*-46%*		
영업이익률	**-38.4%**	**-23.3%**	**3.4%**	**13.3%**	**7.5%**	**4.3%**	**3.1%**	**1.8%**	**-7.3%**	**4.2%**

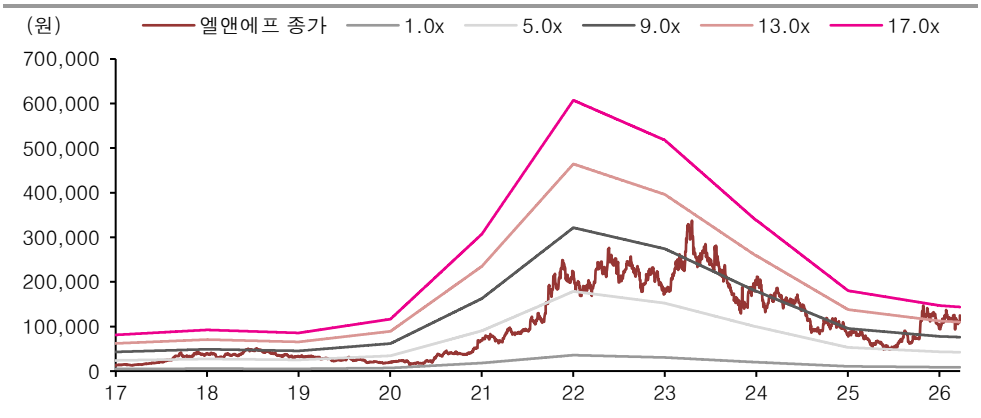
자료: 엘앤에프, 흥국증권 리서치센터

표 1 엘앤에프 목표주가 산정 EV/EBITDA Multiple Valuation

	적정가치	비고
1. 기업가치	8,325	
'27E EBITDA(십억원)	277	
Target multiple(배)	30	'26년 평균
2. 순차입금(십억원)	2,032	
3. 주주가치(=1+2)	6,293	
발행주식수(천주)	36,296	
목표주가(원)	170,000	
현재주가(03/24)	125,000	
상승여력(%)	36.0	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 엘앤에프 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,907**	**2,155**	**2,737**	**3,312**	**4,140**
증가율 (Y-Y,%)	(58.9)	13.0	27.0	21.0	25.0
영업이익	**(559)**	**(157)**	**115**	**166**	**306**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	43.7	84.8
EBITDA	(495)	(68)	212	263	404
영업외손익	39	(210)	(212)	(211)	(206)
순이자수익	(101)	(21)	(90)	(87)	(80)
외화관련손익	(11)	0	0	0	0
지분법손익	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	(520)	(367)	(97)	(45)	101
당기순이익	**(381)**	**(324)**	**(71)**	**(33)**	**74**
지배기업당기순이익	**(378)**	**(323)**	**(71)**	**(33)**	**74**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	흑전
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	25.3	(17.9)	(16.2)	20.2	24.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(29.3)	(7.3)	4.2	5.0	7.4
EBITDA마진(%)	(26.0)	(3.2)	7.7	7.9	9.8
순이익률 (%)	(20.0)	(15.0)	(2.6)	(1.0)	1.8
NOPLAT	**(405)**	**(114)**	**84**	**120**	**224**
(+) Dep	63	89	97	97	98
(-) 운전자본투자	(918)	(306)	(46)	10	53
(-) Capex	208	135	110	179	124
OpFCF	368	146	117	28	144

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,090	1,459	1,285	1,210	1,153
현금성자산	286	813	660	425	182
매출채권	214	265	219	280	350
재고자산	575	329	352	450	562
비유동자산	1,710	1,820	1,859	1,969	2,025
투자자산	433	497	518	539	560
유형자산	1,260	1,307	1,323	1,409	1,436
무형자산	17	15	18	22	29
자산총계	**2,800**	**3,279**	**3,144**	**3,179**	**3,178**
유동부채	1,552	2,462	2,433	2,549	2,602
매입채무	212	348	373	523	654
유동성이자부채	1,336	2,099	2,045	2,010	1,931
비유동부채	524	429	394	347	219
비유동이자부채	519	423	388	341	212
부채총계	**2,076**	**2,891**	**2,827**	**2,896**	**2,821**
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	702	225	225	225	225
이익잉여금	(23)	132	61	28	102
자본조정	16	9	9	9	9
자기주식	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
자본총계	**723**	**388**	**317**	**284**	**357**
투하자본	2,109	1,900	1,885	1,997	2,098
순차입금	1,570	1,708	1,772	1,926	1,961
ROA	(12.3)	(10.6)	(2.2)	(1.0)	2.3
ROE	(41.7)	(58.8)	(20.4)	(11.2)	23.3
ROIC	(16.7)	(5.7)	4.4	6.2	11.0

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(10,412)	(9,605)	(2,120)	(986)	2,195
BPS	19,660	10,582	8,622	7,710	9,739
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	57.0
PBR	4.1	10.6	14.5	16.2	12.8
EV/ EBITDA	n/a	n/a	32.1	26.5	17.3
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	173.5	70.2	26.4
PSR	1.5	1.9	1.7	1.4	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	287.1	745.2	892.5	1,021.0	789.4
Net debt/Equity	217.0	440.4	559.5	678.9	548.9
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	836.0	732.8	485.8
유동비율	70.2	59.3	52.8	47.5	44.3
이자보상배율	n/a	n/a	1.3	1.9	3.8
이자비용/매출액	5.6	1.1	3.6	2.9	2.2
자산구조					
투하자본(%)	74.6	59.2	61.5	67.5	73.9
현금+투자자산(%)	25.4	40.8	38.5	32.5	26.1
자본구조					
차입금(%)	72.0	86.7	88.5	89.2	85.7
자기자본(%)	28.0	13.3	11.5	10.8	14.3

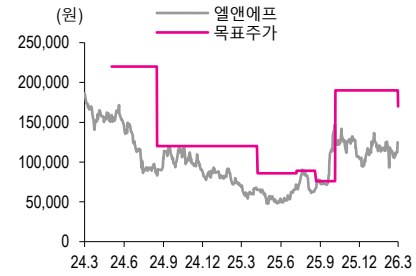
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**281**	**237**	**72**	**54**	**119**
당기순이익	(381)	(324)	(71)	(33)	74
자산상각비	63	89	97	97	98
운전자본증감	776	390	46	(10)	(53)
매출채권감소(증가)	209	(49)	46	(61)	(70)
재고자산감소(증가)	589	221	(23)	(98)	(112)
매입채무증가(감소)	(88)	254	25	150	131
투자현금	**(240)**	**(158)**	**(136)**	**(208)**	**(154)**
단기투자자산감소	16	(17)	0	0	0
장기투자증권감소	(49)	(2)	(8)	(9)	(9)
설비투자	(208)	(135)	(110)	(179)	(124)
유무형자산감소	(2)	(3)	(6)	(8)	(8)
재무현금	**(20)**	**458**	**(90)**	**(82)**	**(207)**
차입금증가	103	469	(90)	(82)	(207)
자본증가	0	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	38	534	(153)	(235)	(242)
총현금흐름(Gross CF)	**(457)**	**(102)**	**26**	**65**	**172**
(-) 운전자본증가(감소)	(918)	(306)	(46)	10	53
(-) 설비투자	208	135	110	179	124
(+) 자산매각	(2)	(3)	(6)	(8)	(8)
Free Cash Flow	250	66	(43)	(132)	(13)
(-) 기타투자	49	2	8	9	9
잉여현금	201	64	(51)	(141)	(22)

엘앤에프 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-05-27	Buy	220,000	(43.4)	(22.0)
2024-09-10	담당자변경			
2024-09-10	Buy	120,000	(26.4)	(0.5)
2025-05-02	Buy	86,000	(34.7)	(16.3)
2025-08-01	Buy	89,000	(17.5)	1.7
2025-09-15	Buy	76,000	21.5	93.4
2025-10-30	Buy	190,000	(37.9)	(25.5)
2026-03-25	Buy	170,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층 (여의도파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286