엘앤에프 (066970)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

하이니켈 NCM에 LFP가 더해진다

본업 개선과 충당금 환입으로 1Q OP 934억원 예상

1Q 실적은 영업이익 934억원(OPM 14.0%)으로 예상을 상회할 전망이다. 충당금 환입 규모에 따라 OP 1천억원을 상회할 가능성도 열려 있다. 2026년 들어 리튬 가격 상승 폭이 작년 하반기보다 크게 확대됐기 때문이다. 참고로 충당금 환입액은 25.3Q 234억원, 25.4Q 779억원이었고, 26.1Q 추정치에는 800억원을 반영했다. 충당금 환입과 별개로 본업 상황도 상당히 양호하다. 1Q 양극재 판매량은 +8% qoq, ASP도 +6% qoq 상승한 것으로 추정된다. 사측이 가이던스로 제시했던 '판매량 +6~7% qoq, ASP 소폭 상승'을 넘어서는 실적이다. 최종 고객사의 신모델 (모델Y L) 주문/출하 호조로 하이니켈 수요가 여전히 강하며, 리튬/니켈 등 원가 상승이 반영되며 ASP가 전반적으로 상승한 영향이 컸다. 한편 기말 주가 상승에 따른 파생손실(BW, EB 관련)이 반영돼 세전이익은 -452억원 적자를 기록할 전망이다.

26.3Q LFP 양극재 양산 개시로 ESS 수혜 본격화

보조금 폐지로 미국 EV 시장이 급격히 둔화된 작년 하반기, 동사 실적은 오히려 큰 폭 개선됐다. 미국 EV 시장 노출도가 미미하고, 최종 고객사의 아시아/유럽향 판매에 연동되는 매출 구조 덕분이다. 26.2Q까지 이러한 구조가 유지되는 가운데, 26.3Q부터는 LFP 양극재 양산이 본격화되면서 미국 ESS 수혜에 노출되는 구조로 변화될 전망이다. 미국 EV 부진은 비켜가고, ESS 호황에서 직접 수혜를 받는 회사가 되는 것이다. 국내 셀 업체의 당면 과제는 부진한 EV 대신 ESS에서 최대 성과를 달성하는 것이고, 이를 위해서는 동사의 non-PFE LFP 양극재가 반드시 필요하다. 올해 3월 공시된 삼성SDI향 1.6조원 LFP 양극재 납품 계약을 시작으로, 앞으로도 다양한 계약과 협업이 가시화될 전망이다.

Fig. 1: 엘앤에프 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	1,907	2,155	2,862	3,478	4,325
영업이익	-559	-157	254	230	288
세전이익	-520	-568	29	76	218
순이익[지배]	-378	-534	22	58	167
EPS(원)	-10,416	-14,393	553	1,435	4,145
증감률(%)	적자지속	적자지속	흑자전환	159.5	188.9
PER(배)	-	-	306.7	118.1	40.9
PBR	4.1	5.7	9.8	9.0	7.4
EV/EBITDA	-	-	24.9	26.3	21.9
ROE(%)	-41.7	-77.0	3.3	8.0	20.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

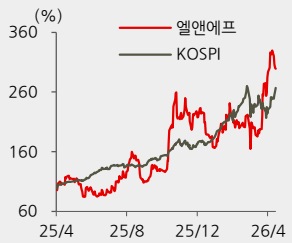
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	250,000원
[상향]	47.5%
현재주가	169,500원
2026/04/16	

주식지표

시가총액	6,835십억원
52주최고가	186,800원
52주최저가	47,800원
상장주식수	3,632만주
자본금/액면가	20십억원/500원
60일평균거래량	79만주
60일평균거래대금	111십억원
외국인지분율	19.7%
자기주식수	124만주/3.1%
주요주주및지분율	
새로닉스 외	25.4%
국민연금공단	8.5%

주가동향



김현태
철강/화학
htkim@bnkfn.co.kr
(02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

2028F EV/EBITDA 32X 적용해 목표주가 25만원으로 상향

LFP 양극재 1단계 공장(3만톤)은 26.2Q 준공, 3Q 양산 예정이다. 삼성SDI 수주를 통해 품질, 가격 등 경쟁력에 대해서는 인증 받은 셈이며, 공장 준공 후 on-spec 제품을 생산해서 납품하면 된다. 예상보다 ESS 성장이 더 빠르게 확대되며 고객사 요청이 많기 때문에, 2단계 공장(추가 3만톤) 건설도 빠르게 시작돼 2027년 실적 기여가 가능할 전망이다. LFP 양극재 공장 6만톤 체제가 완성돼 온전히 실적에 기여하는 시점은 2028년으로 예상되며, 해당 시점 기준 이차전지 소재업체 평균 EV/EBITDA 32X를 적용해 목표주가를 25만원으로 상향한다.

표1. 엘앤에프 실적 추정

(십억원, %)	1Q26 추정	1Q25	YoY %	4Q25	QoQ %	컨센서스	차이
매출액	667.1	364.8	82.9	617.8	8.0	670.3	(0.5)
영업이익	93.4	(140.3)	흑자전환	82.5	13.2	56.8	64.6
세전이익	(45.2)	(145.4)	적자축소	(175.6)	적자축소	26.0	(273.8)
순이익	(34.8)	(111.2)	적자축소	(192.6)	적자축소	15.3	(327.3)
지배순이익	(34.7)	(110.9)	적자축소	(192.5)	적자축소	21.2	(263.3)
영업이익률	14.0	(38.4)		13.3		8.5	
세전이익률	(6.8)	(39.9)		(28.4)		3.9	
지배순이익률	(5.2)	(30.4)		(31.2)		3.2	

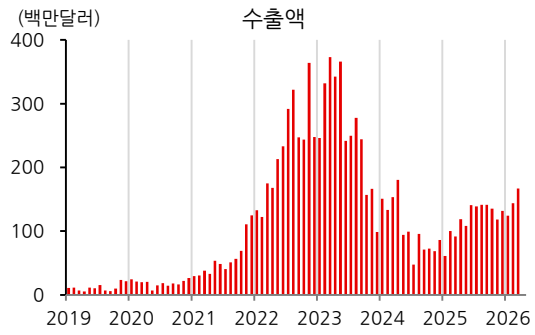
자료: Dataguide, BNK투자증권 추정

표2. 엘앤에프 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	**365**	**520**	**652**	**618**	**667**	**694**	**728**	**772**	**2,155**	**2,862**	**3,478**
yoy %	(43)	(6)	86	69	83	33	12	25	13	33	22
qoq %	(0)	43	25	(5)	8	4	5	6			
영업이익	**(140)**	**(121)**	**22**	**82**	**93**	**66**	**46**	**49**	**(157)**	**254**	**230**
yoy %	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	108	(41)	적지	흑전	흑전
qoq %	적지	적지	흑전	273	13	(30)	(30)	6			
OPM (%)	(38.4)	(23.3)	3.4	13.3	14.0	9.5	6.3	6.3	(7.3)	8.9	6.6
EBITDA	**(118)**	**(99)**	**43**	**101**	**122**	**94**	**75**	**73**	**(72)**	**365**	**374**
yoy %	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	69	(28)	적지	흑전	흑전
qoq %	적지	적지	흑전	128	21	(23)	(21)	(2)			
margin (%)	(32.4)	(19.1)	6.6	16.4	18.3	13.6	10.3	9.5	(3.3)	12.7	10.8
세전이익	(145)	(145)	(102)	(176)	(45)	37	17	20	(568)	29	76
순이익	(111)	(113)	(118)	(193)	(35)	29	13	15	(535)	23	58
지배순이익	(111)	(112)	(118)	(192)	(35)	28	13	15	(534)	22	58
양극재											
판매량 (톤)	10,000	15,500	21,000	19,000	19,750	21,000	21,900	23,050	65,500	85,700	106,425
yoy %	(34)	2	121	81	98	35	4	21	30	31	24

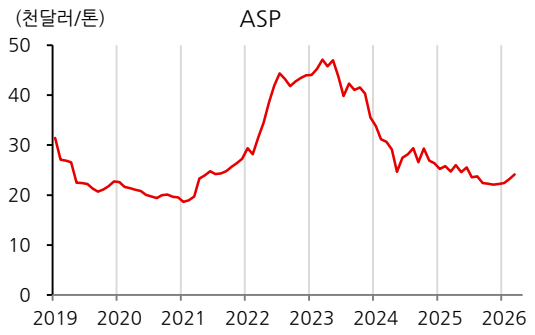
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 추정

Fig. 2: 대구 달서구 양극재 수출액 추이



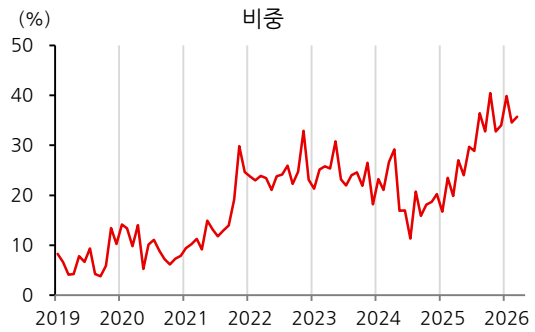
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 추정

Fig. 3: 양극재 수출 ASP 추이



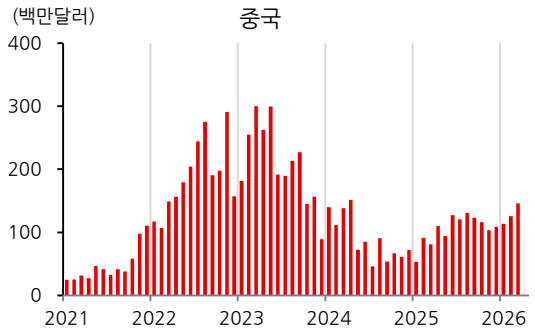
자료: 엘앤에프, BNK투자증권 추정

Fig. 4: 양극재 전체 수출에서 대구 달서구 비중



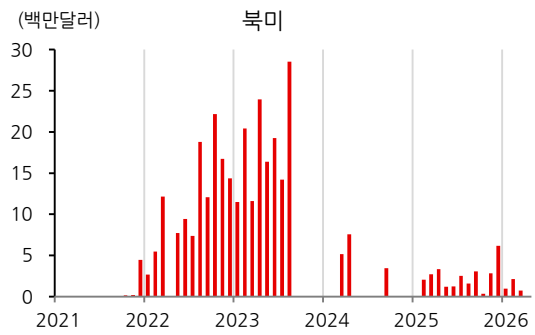
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 5: 중국향 수출액 추이



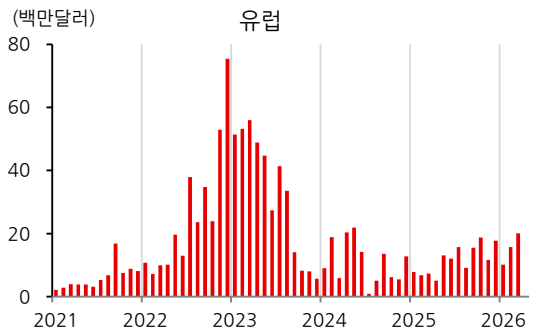
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 6: 북미향 수출액 추이



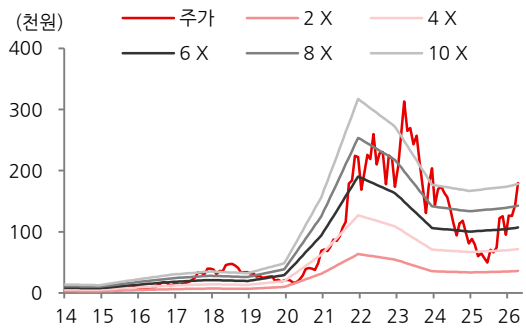
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 7: 유럽향 수출액 추이



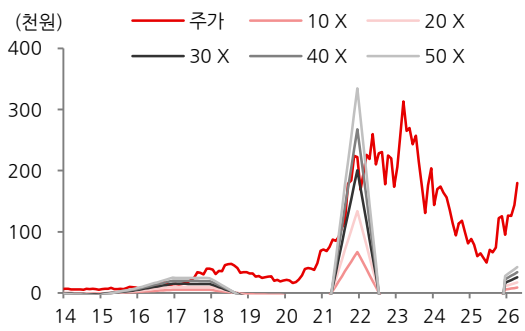
자료: 관세청, BNK투자증권

Fig. 8: PBR 밴드 차트



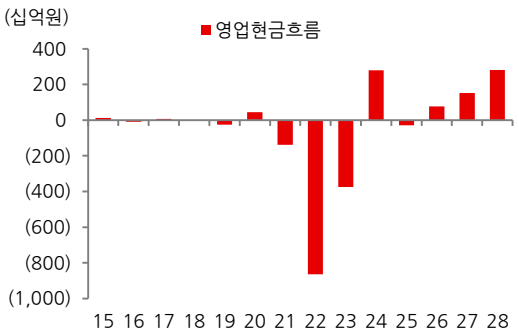
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER 밴드 차트



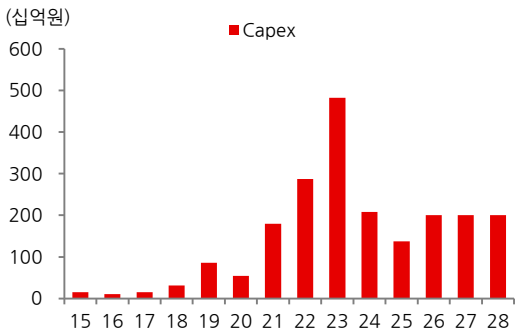
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



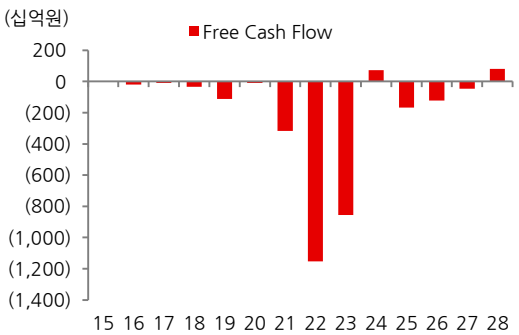
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



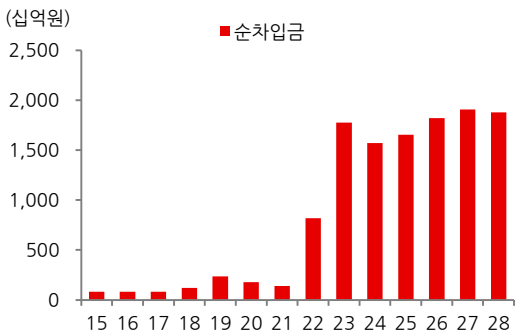
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,090	1,347	1,813	2,023	1,906
현금성자산	280	383	726	820	559
매출채권	180	324	378	418	469
재고자산	575	595	660	731	820
비유동자산	1,710	1,787	1,937	2,072	2,215
투자자산	184	197	240	278	330
유형자산	1,260	1,326	1,434	1,534	1,626
무형자산	17	15	12	10	8
자산총계	**2,800**	**3,134**	**3,749**	**4,095**	**4,120**
유동부채	1,552	2,060	2,451	2,736	2,591
매입채무	78	325	378	460	571
단기차입금	813	781	781	881	881
비유동부채	524	397	599	602	605
사채및장기차입금	502	379	579	579	579
부채총계	**2,076**	**2,457**	**3,050**	**3,338**	**3,196**
지배기업지분	713	673	695	753	920
자본금	18	20	20	20	20
자본잉여금	702	693	693	693	693
이익잉여금	-23	-76	-54	4	171
자본총계	**723**	**677**	**699**	**757**	**925**
총차입금	1,856	2,041	2,550	2,730	2,440
순차입금	1,570	1,654	1,822	1,907	1,877

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,907**	**2,155**	**2,862**	**3,478**	**4,325**
매출원가	2,371	2,226	2,513	3,143	3,901
매출총이익	-463	-71	348	335	424
매출총이익률	-24.3	-3.3	12.2	9.6	9.8
판매비와관리비	95	86	95	105	136
판관비율	5.0	4.0	3.3	3.0	3.1
영업이익	**-559**	**-157**	**254**	**230**	**288**
영업이익률	-29.3	-7.3	8.9	6.6	6.7
EBITDA	-495	-72	348	332	398
영업외손익	39	-411	-225	-155	-70
금융이자손익	-101	-116	-113	-116	-114
외화관련손익	-35	11	0	0	0
기타영업외손익	175	-306	-112	-39	44
세전이익	**-520**	**-568**	**29**	**76**	**218**
세전이익률	-27.3	-26.4	1.0	2.2	5.0
법인세비용	-139	-33	7	17	50
법인세율	26.7	5.8	24.1	22.4	22.9
계속사업이익	-381	-535	22	58	168
당기순이익	**-381**	**-535**	**22**	**58**	**168**
당기순이익률	-20.0	-24.8	0.8	1.7	3.9
지배기업순이익	-378	-534	22	58	167
총포괄손익	-384	-512	22	58	168

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**281**	**-29**	**77**	**153**	**282**
당기순이익	-381	-535	22	58	168
비현금비용	188	550	216	238	276
감가상각비	63	85	94	102	110
비현금수익	-264	-181	-2	-3	-2
자산및부채의증감	776	209	-39	-7	4
매출채권감소	209	-124	-53	-41	-51
재고자산감소	589	73	-65	-71	-89
매입채무증가	-88	279	53	81	112
법인세환급(납부)	0	0	-7	-17	-50
투자활동현금흐름	**-240**	**-138**	**-244**	**-238**	**-253**
유형자산증가	-208	-137	-200	-200	-200
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	-2	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	**-20**	**273**	**510**	**180**	**-291**
차입금증가	-179	185	510	180	-290
자본의증감	-2	-7	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금의증가	38	103	343	94	-261
기말현금	280	383	726	820	559
잉여현금흐름(FCF)	73	-167	-123	-47	82

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

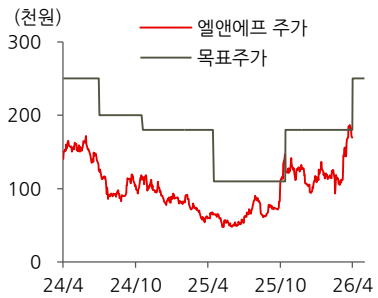
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	-10,416	-14,393	553	1,435	4,145
BPS	19,859	16,841	17,354	18,785	22,923
CFPS	-12,602	-4,467	5,855	7,290	10,960
DPS	0	0	0	0	0
PER (배)	-	-	306.7	118.1	40.9
PSR	1.5	1.6	2.4	2.0	1.6
PBR	4.1	5.7	9.8	9.0	7.4
PCR	-	-	28.9	23.3	15.5
EV/EBITDA	-	-	24.9	26.3	21.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	-58.9	13.0	32.8	21.5	24.4
영업이익증가율	0.0	0.0	0.0	-9.3	25.2
순이익증가율	0.0	0.0	0.0	159.8	188.8
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	159.7	188.8
부채비율 (%)	287.1	363.1	436.4	440.9	345.6
차입금비율	256.5	301.5	364.8	360.6	263.8
순차입금/자기자본	217.0	244.4	260.6	251.9	203.0
ROA (%)	-12.4	-18.0	0.7	1.5	4.1
ROE	-41.7	-77.0	3.3	8.0	20.0
ROIC	-18.2	-7.9	9.9	8.5	10.1

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/04/16 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
엘앤에프 (066970)	22/05/19	매수	400,000원	-41.4	-30.9
	22/08/17	매수	400,000원	-46.1	-35.8
	22/10/11	매수	400,000원	-49.2	-42.1
	23/01/18	매수	350,000원	-27.2	-3.7
	23/07/17	매수	350,000원	-45.8	-19.7
	24/01/15	매수	250,000원	-36.5	-18.0
	24/07/17	매수	200,000원	-49.0	-37.0
	24/11/04	매수	180,000원	-53.5	-34.3
	25/05/02	매수	110,000원	-37.1	33.6
	25/10/30	매수	180,000원	-30.5	3.8
	26/04/17	매수	250,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2026.03.31 기준) / 매수(Buy) 75.4%, 보유(Hold) 24.6%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.