엘앤에프(066970.KS) 매수(유지)

계속해서 증명하는 중

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

현재주가(4/30) 195,100원
목표주가(12M, 상향) 260,000원

Valuation Indicator

	25A	26F	27F
PER(배)	-	1,560.6	96.6
PBR(배)	5.7	3.9	3.6
EV/EBITDA(배)	-	18.2	23.8
ROE(%)	-77.0	0.5	6.1
DPS(원)	-	-	-

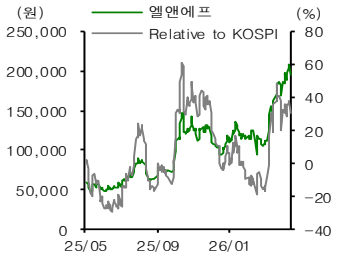
Key Data (기준일: 2026. 4. 30)

KOSPI(pt)	6598.87
KOSDAQ(pt)	1192.35
액면가(원)	500
시가총액(억원)	78,754
발행주식수(천주)	40,366
평균거래량(3M,주)	795,271
평균거래대금(3M, 백만원)	121,315
52주 최고/최저	209,000 / 47,800
52주 일간Beta	1.1
배당수익률(26F,%)	0.0
외국인지분율(%)	19.7
주요주주 지분율(%)	
새로닉스 외 18 인	25.3 %
국민연금공단	8.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.1	54.5	56.5	201.1
KOSPI대비 상대수익률	0.1	22.3	-3.1	16.6

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 올해 NCMA95 제품 경쟁사 진입 가능성 제한적임을 가정

1Q26 Review: 리튬 재고 평가 충당금 대규모 환입되며 영업이익 시장 기대치 큰 폭 상회

- 1분기 매출액은 전 분기 대비 20% 증가한 7,396억원, 영업이익은 42% 증가한 1,173억원을 기록하였으며, 영업이익 기준 시장 기대치를 93% 큰 폭으로 상회함. 1분기 리튬 가격이 전분기 말 대비 약 $5/kg 상승하며, 전 분기(779억원)에 이어 926억원의 리튬 재고평가 환입이 반영되며 시장 기대치를 상회한 것으로 추정함. 일회성 이익을 제외한 영업이익 또한 247억원으로 전 분기(46억원) 대비 큰 폭으로 개선됨
- 1분기 양극재 판매량은 견조한 하이니켈 양극재 위주 판매에 힘입어 전 분기 대비 12% 증가하였으며, 원화 기준 ASP는 7% 상승한 것으로 추정함. LGES향 NCMA95 제품 단독 공급이 지속되었으며, 최종 고객인 테슬라의 모델YL의 판매 지역 확대에 힘입어 양극재 판매량이 기존 전망(6%)을 상회한 것으로 추정함

견조한 하이니켈 업황 재확인. 투자 의견 매수, 목표주가는 26만원으로 37% 상향

- 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 26만원으로 37% 상향함. 2027년 EBITDA 추정치를 4% 상향하였으며, EV/EBITDA를 기존 27배에서 41배로 상향함. 기존 국내 양극재 업체 대비 30% 할인 적용하였으나, 안정적인 공급선에 기반한 판매 흐름과 LFP 조기 양산에 따른 북미 ESS 소재 시장 선점 효과를 반영하여 할인율을 제거함
- 2026년 매출액은 전년 대비 52% 증가한 3.2조원, 영업이익은 흑자 전환한 2,769억원을 추정함. 1분기에 반영된 대규모 일회성 이익과, 분기 2만t 이상 양극재 판매가 이어져 본업 이익률이 안정화됨에 따라 영업이익 추정치를 기존 대비 119% 상향하였으며 이는 시장 기대치를 81% 상회하는 수준임. 추후 리튬 가격 상승과 재고평가 충당금 환입 여부에 따라 추가적인 증익 가능성도 열려 있다고 판단함
- 공급선 내 동사 NCMA95 제품 단독 공급이 이어지는 가운데, 유럽 Tesla 판매가 2월을 기점으로 전년 대비 회복세로 전환한 점도 긍정적임. 3월 Tesla 유럽 등록 대수는 5.3만대를 기록하며 전년 대비 85% 큰 폭으로 증가함
- 모델Y 주니퍼 판매 증가와 모델YL 판매 지역 확대 등에 기인한 동사 NCMA95 제품 탑재 비중이 증가하는 동시에 전방 시장 회복에 따른 견조한 양극재 판매가 이어질 전망임. 하반기 양산 예정인 LFP 제품을 포함한 올해 전체 양극재 판매량은 전년 대비 39% 증가할 것으로 추정함. 추후 핵심 고객향 46파이 직납 프로젝트 공급, ESS 외 EV용 LFP 제품 신규 수주 등이 추가적인 모멘텀으로 작용할 전망임

도표 1. 엘앤에프 실적 추이 및 전망 (단위 :십억원, %)

구분	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	**365**	**520**	**652**	**618**	**740**	**873**	**824**	**833**	**2,155**	**3,269**	**3,955**
(yoy)	-43%	-6%	86%	69%	103%	68%	26%	35%	13%	52%	21%
(qoq)	0%	43%	25%	-5%	20%	18%	-6%	1%			
매출총이익	-120	-99	44	104	145	88	84	83	-71	399	362
매출총이익률	-33%	-19%	7%	17%	20%	10%	10%	10%	-3%	12%	9%
판관비	20	22	21	22	27	33	31	31	86	122	150
판관비율	6%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
영업이익	**-140**	**-121**	**22**	**82**	**117**	**55**	**53**	**52**	**-157**	**277**	**212**
(yoy)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	139%	-37%	적지	흑전	-23%
(qoq)	적지	적지	흑전	273%	42%	-53%	-4%	-2%			
영업이익률	**-38.4%**	**-23.3%**	**3.4%**	**13.3%**	**15.9%**	**6.3%**	**6.4%**	**6.2%**	**-7.3%**	**8.5%**	**5.4%**
당기순이익	-111	-113	-118	-193	-63	26	21	21	-535	5	82
순이익률	-30%	-22%	-18%	-31%	-9%	3%	3%	3%	-25%	0%	2%

자료 : 엘앤에프, 신영증권 리서치센터

도표 2. 엘앤에프 실적 추정치 변경 내역

항목	2026F			2027F			2028F		
(십억원)	변경전	**변경후**	차이	변경전	**변경후**	차이	변경전	**변경후**	차이
매출액	2,732	**3,269**	20%	4,221	**3,955**	-6%	-	**5,373**	-
영업이익	127	**277**	119%	198	**212**	7%	-	**294**	-
영업이익률	5%	**8%**		5%	**5%**		-	**5%**	-
EBITDA	216	**375**	73%	293	**306**	4%	-	**395**	-
지배순이익	60	**5**	-92%	99	**81**	-18%	-	**133**	-

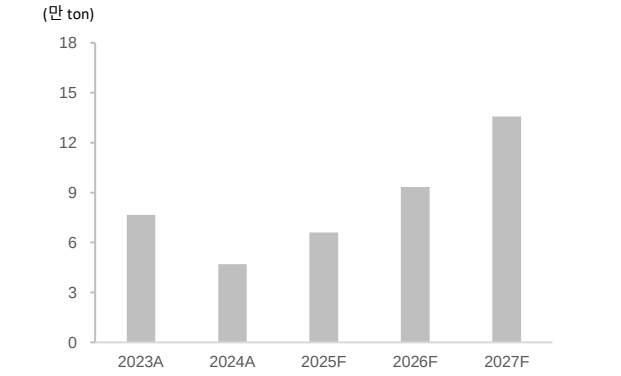
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 엘앤에프 Valuation table

구분	단위	EBITDA	EV/EBITDA	
27F EBITDA	(십억원)	306	41X	- 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 코스모신소재 2027F EV/EBITDA 최근 1년 평균값 적용
EV	(십억원)	12,547		
(-) 순 차입금	(십억원)	2,249		2027년 말 예상 순차입금
적정 시총	**(십억원)**	**10,298**		
주식수	(천 주)	39,190		
적정 주가	(원)	262,761		
목표 주가	**(원)**	**260,000**		- 기존 190,000원
현재 주가(4/30)	(원)	195,100		
상승 여력	(%)	33%		

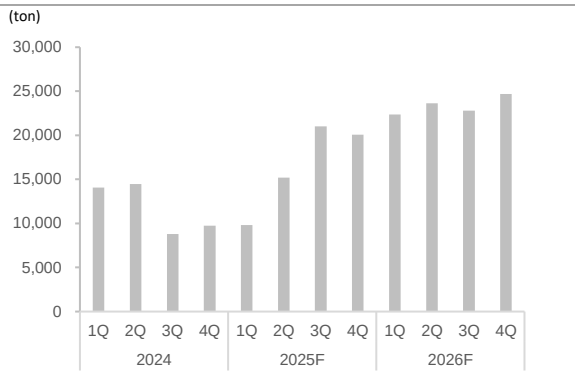
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 엘앤에프 연간 양극재 출하 전망



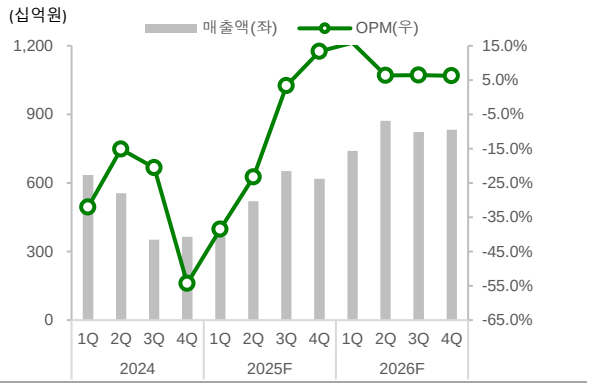
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 엘앤에프 분기 양극재 출하 전망



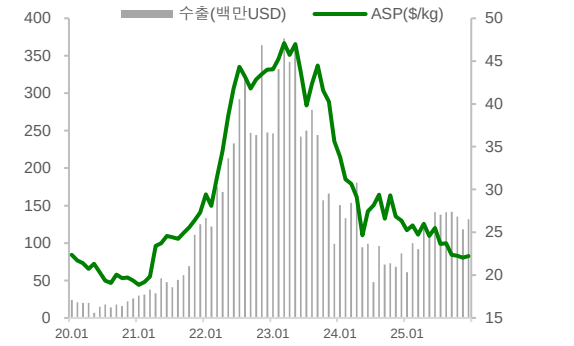
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 6. 엘앤에프 분기 실적 전망



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. 대구 월별 양극재 수출 중량, 평균 판가 추이



자료 : KITA, 신영증권 리서치센터

엘앤에프(066970.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**19,075**	**21,549**	**32,691**	**39,550**	**53,726**
증가율(%)	-58.9	13.0	51.7	21.0	35.8
매출원가	**23,710**	**22,262**	**28,701**	**35,933**	**48,752**
원가율(%)	124.3	103.3	87.8	90.9	90.7
매출총이익	**-4,635**	**-712**	**3,990**	**3,617**	**4,973**
매출총이익률(%)	-24.3	-3.3	12.2	9.1	9.3
판매비와 관리비 등	**952**	**856**	**1,221**	**1,497**	**2,031**
판관비율(%)	5.0	4.0	3.7	3.8	3.8
영업이익	**-5,587**	**-1,568**	**2,769**	**2,120**	**2,942**
증가율(%)	적지	적지	흑전	-23.4	38.8
영업이익률(%)	-29.3	-7.3	8.5	5.4	5.5
EBITDA	**-4,953**	**-716**	**3,747**	**3,060**	**3,952**
EBITDA마진(%)	-26.0	-3.3	11.5	7.7	7.4
순금융손익	**139**	**-3,832**	**-634**	**-579**	**-537**
이자손익	-1,006	-1,156	-560	-694	-652
외화관련손익	-354	107	126	115	115
기타영업외손익	**254**	**-234**	**-2,026**	**-415**	**-415**
종속및관계기업 관련손익	**-2**	**-43**	**-43**	**-43**	**-43**
법인세차감전계속사업이익	**-5,195**	**-5,678**	**66**	**1,083**	**1,947**
계속사업손익법인세비용	**-1,388**	**-331**	**16**	**260**	**467**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-3,807**	**-5,347**	**50**	**823**	**1,480**
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,546.0	79.8
순이익률(%)	-20.0	-24.8	0.2	2.1	2.8
지배주주지분 당기순이익	-3,779	-5,335	50	815	1,332
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,530.0	63.4
기타포괄이익	**-29**	**224**	**8**	**8**	**8**
총포괄이익	**-3,836**	**-5,123**	**58**	**830**	**1,488**

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**10,898**	**13,466**	**19,516**	**24,996**	**27,220**
현금및현금성자산	2,795	3,829	2,595	1,877	3,990
매출채권 및 기타채권	2,144	3,394	5,674	6,885	9,306
재고자산	5,746	5,949	10,897	15,820	13,431
비유동자산	**17,100**	**17,875**	**17,438**	**17,657**	**18,607**
유형자산	12,597	13,257	12,512	12,797	13,806
무형자산	171	146	113	88	68
투자자산	1,841	1,970	1,930	1,890	1,850
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**27,998**	**31,341**	**36,954**	**42,653**	**45,826**
유동부채	**15,522**	**20,605**	**19,951**	**24,820**	**26,506**
단기차입금	8,130	7,810	7,810	7,810	7,810
매입채무및기타채무	2,123	4,049	3,396	4,265	5,950
유동성장기부채	643	1,818	1,818	1,818	1,818
비유동부채	**5,243**	**3,968**	**3,968**	**3,968**	**3,968**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5,021	3,789	3,789	3,789	3,789
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**20,765**	**24,573**	**23,919**	**28,788**	**30,474**
지배주주지분	**7,136**	**6,731**	**12,997**	**13,819**	**15,158**
자본금	181	201	202	202	202
자본잉여금	7,019	6,927	6,927	6,927	6,927
기타포괄이익누계액	235	430	438	445	453
이익잉여금	-227	-758	5,500	6,315	7,647
비지배주주지분	**97**	**37**	**38**	**46**	**194**
자본총계	**7,233**	**6,768**	**13,034**	**13,865**	**15,352**
총차입금	**18,556**	**20,406**	**20,406**	**24,406**	**24,406**
순차입금	**14,289**	**15,144**	**17,774**	**22,490**	**20,374**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**2,805**	**-292**	**-6,983**	**-3,629**	**4,002**
당기순이익	**-3,807**	**-5,347**	**50**	**823**	**1,480**
현금유출이없는비용및수익	**-765**	**3,691**	**1,471**	**1,823**	**2,058**
유형자산감가상각비	605	820	945	915	991
무형자산상각비	29	33	33	25	20
영업활동관련자산부채변동	**7,757**	**2,090**	**-7,934**	**-5,327**	**1,577**
매출채권의감소(증가)	2,092	-1,239	-2,281	-1,211	-2,421
재고자산의감소(증가)	5,888	726	-4,948	-4,923	2,389
매입채무의증가(감소)	-879	2,791	-654	869	1,685
투자활동으로인한현금흐름	**-2,399**	**-1,377**	**-138**	**-1,138**	**-1,938**
투자자산의 감소(증가)	-544	-172	-3	-3	-3
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
CAPEX	-2,079	-1,374	-200	-1,200	-2,000
단기금융자산의감소(증가)	166	79	-2	-3	-3
재무활동으로인한현금흐름	**-202**	**2,729**	**-122**	**3,877**	**-123**
장기차입금의증가(감소)	891	300	0	0	0
사채의증가(감소)	0	1,966	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	29	0	0	0
기타현금흐름	**178**	**-27**	**6,010**	**172**	**172**
현금의 증가	**383**	**1,034**	**-1,234**	**-718**	**2,113**
기초현금	2,413	2,795	3,829	2,595	1,877
기말현금	2,795	3,829	2,595	1,877	3,990

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-10,416	-14,393	125	2,020	3,304
BPS	19,859	16,841	32,346	34,385	37,708
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	1,560.6	96.6	59.1
PBR	4.1	5.7	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	-8.8	-74.7	18.2	23.8	18.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	적지	흑전	1516.0%	63.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	181.7%	-85.5%	-623.3%	-18.3%	29.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-41.5%	-76.4%	0.5%	6.1%	10.1%
ROE(지배순이익 기준)	-41.7%	-77.0%	0.5%	6.1%	9.2%
ROIC	-24.1%	-7.8%	9.3%	5.5%	7.0%
WACC	9.8%	10.6%	10.1%	9.7%	9.7%
안전성(%)					
부채비율	287.1%	363.1%	183.5%	207.6%	198.5%
순차입금비율	197.6%	223.8%	136.4%	162.2%	132.7%
이자보상배율	-5.3	-1.3	4.5	2.9	4.0

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 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 ○○○은 ○○㈜의 기업설명회에 ○○㈜의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

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(20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[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
2026-05-04	매수	260000		
2025-10-30	매수	190000	-31.1	10.00
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