

엘앤에프(066970.KS)

매수(유지)

업사이드보다 우려만 반영된 주가

이차전지 담당 박진수

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

현재주가(8/6) 79,800원
 목표주가(12M, 하향) 170,000원

Valuation Indicator

	25A	26F	27F
PER(배)	-	-	39.1
PBR(배)	5.7	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	-	17.5	17.4
ROE(%)	-77.0	-4.4	6.2
DPS(원)	0	0	0

Key Data

(기준일: 2026. 8. 6)

KOSPI(pt)	6296.38
KOSDAQ(pt)	801.67
액면가(원)	500
시가총액(억원)	32,465
발행주식수(천주)	40,683
평균거래량(3M, 주)	451,580
평균거래대금(3M, 백만원)	58,790
52주 최고/최저	213,000 / 61,300
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(26F, %)	0.0
외국인지분율(%)	21.2
주요주주 지분율(%)	
새로닉스 외 18 인	25.1 %
국민연금공단	9.9 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.8	-62.4	-29.9	10.8
KOSPI대비 상대수익률	-1.3	-56.0	-43.3	-43.7

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 올해 NCMA95 제품 경쟁사 진입 가능성 제한적임을 가정

2Q26 Review: 견조한 하이니켈 판매에도 불구하고 재고평가손실 반영되며 시장 기대치 하회

- 2분기 매출액은 전 분기 대비 20% 증가한 8,850억원, 영업이익은 82% 감소한 208억원을 기록하였으며 매출액, 영업이익 각각 시장 기대치 대비 6%, 58% 하회하였음
- 2분기 말 리튬 가격이 약세 전환하며 원재료 재고평가손실 약 140억원이 반영되었으며, LFP 신규 라인(3만t) 시생산에 따른 초기 가동 비용 약 40억원이 반영됨. 또한 중국항 물량에 대해 판매 체계를 변경하는 과정에서 약 200억원 수준의 매출 인식이 지연되었던 점이 시장 기대치를 하회한 요인으로 판단함. 다만 재고 관련 일회성 요인을 제외한 실적 기준 2분기 영업이익은 348억원(영업이익률 3.9%)으로 전 분기(재고평가충당금 환입 926억원을 제외할 경우 249억원, 영업이익률 3.3%) 대비 개선된 것으로 추정함
- 2분기 양극재 판매량은 약 2.3만t으로 전 분기 대비 8% 증가하였는데, 그 중 판매 비중 88%를 차지하는 하이니켈 제품은 전방 고객인 LGES-테슬라 판매 호조에 힘입어 11% 증가한 반면 미드니켈 제품은 14% 감소한 것으로 추정함. ASP는 리튬 가격 상승분이 반영되며 전 분기 대비 12% 상승하였음

견조한 하이니켈과 LFP 판매 눈높이 상향. 투자 의견 매수 유지하지만, 목표주가는 17만원으로 조정

- 3분기와 2026년 영업이익은 각각 311억원, 2,096억원을 추정하며 시장 기대치를 31%, 19% 하회할 전망이다. 하반기에는 원달러 환율 약세가 부담 요인으로 작용할 전망이며, 견조한 수요에도 불구하고 LFP 라인 정상 가동률 도달까지 시차로 고정비 부담이 수반될 것으로 예상하기 때문임. 다만 추후 리튬 가격이 재차 상승하는 경우 재고평가충당금 환입에 따른 이익 눈높이 상향 가능성도 열려 있음
- 상위 고객의 원통형 배터리와 EV 판매 호조, 그리고 NCMA95 제품의 동사 단독 공급 구도가 이어지며 현재 2170 배터리를 하이니켈 양극재를 생산하는 구지 1, 2공장의 가동률은 90%를 상회하는 것으로 추정함
- 한편 46파이용 하이니켈 양극재 분기 판매 또한 계속해서 증가하고 있으며(2분기 판매 비중 약 9%), 2분기에는 기존 공급선 외 셀 고객을 통해 신규 EV 업체 46파이 제품 공급을 시작함. 추후 선도 EV 고객 46파이 직납 공급 가능성도 기대 요인이며, 이는 결국 46파이용 단결정 전용 라인인 구지 3공장 가동률 상향과 하이니켈 판매 눈높이 상향으로 이어질 수 있는 요인임

- 3분기 양산 예정인 LFP 또한 올해 판매 목표를 기존 3천t에서 5천t으로 상향하였으며, 이는 견조한 북미 ESS 배터리 수요를 반영한 결과임. 내년에는 LFP 본격적인 양산 가동이 진행되는 가운데 상반기 중 2단계 3만t이 추가로 증설되며 연간 LFP 판매는 4.4만t으로 올해 대비 큰 폭으로 증가할 전망이다(회사 가이드스 5만t)
- 엘앤에프의 목표주가를 기존 26만원에서 17만원으로 조정하였음. 2027년 예상 EBITDA는 기존 추정 대비 6% 상향하였지만, 동종 양극재 기업 주가 하락에 따른 멀티플 조정을 반영하여 EV/EBITDA를 기존 40배에서 29배로 조정하였기 때문임. 다만 목표 시가 총액은 7조원으로, 전일 종가 기준 상승 여력은 113%에 달함. 투자 의견 매수를 유지하며, 소재 기업 최선호주 의견을 유지함

도표 1. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위 :십억원, %)

구분	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	365	520	652	618	740	885	988	933	2,155	3,546	3,906
(yoy)	-43%	-6%	86%	69%	103%	70%	51%	51%	13%	65%	10%
(qoq)	0%	43%	25%	-5%	20%	20%	12%	-6%			
매출총이익	-120	-99	44	104	145	46	69	76	-71	336	367
매출총이익률	-33%	-19%	7%	17%	20%	5%	7%	8%	-3%	9%	9%
판매비	20	22	21	22	27	25	38	36	86	126	147
판매비율	6%	4%	3%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
영업이익	-140	-121	22	82	117	21	31	40	-157	210	219
(yoy)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	41%	-51%	적지	흑전	5%
(qoq)	적지	적지	흑전	273%	42%	-82%	49%	30%	0%	0%	0%
영업이익률	-38.4%	-23.3%	3.4%	13.3%	15.9%	2.4%	3.1%	4.3%	-7.3%	5.9%	5.6%
당기순이익	-111	-113	-118	-193	-65	53	3	-35	-535	-44	83
순이익률	-30%	-22%	-18%	-31%	-9%	6%	0%	-4%	-25%	-1%	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	3,269	3,546	8%	3,955	3,906	-1%	5,373	5,560	3%
영업이익	277	210	-24%	212	219	3%	294	306	4%
영업이익률	8%	6%		5%	6%		5%	6%	
EBITDA	375	299	-20%	306	324	6%	395	424	7%
지배순이익	5	-44	-978%	82	83	2%	133	140	5%

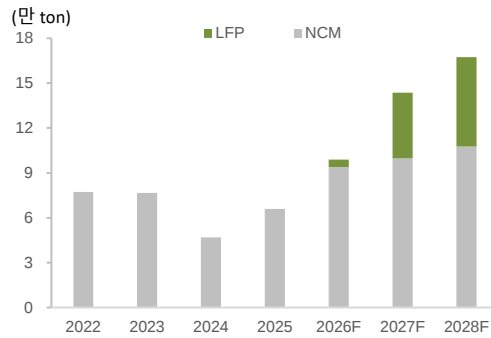
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 엘앤에프 Valuation table

구분	단위	EBITDA	EV/EBITDA	
27F EBITDA	(십억원)	324	29X	- 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 코스모신소재 2027F EV/EBITDA 최근 1년 평균값 적용(기존 가정 동일)
EV	(십억원)	9,382		
(-) 순 차입금	(십억원)	2,383		2027년 말 예상 순차입금
적정 시총	(십억원)	6,999		
주식수	(천 주)	39,190		
적정 주가	(원)	178,600		
목표 주가	(원)	170,000		- 기존 260,000원
현재 주가(8/6)	(원)	79,800		
상승 여력	(%)	113%		

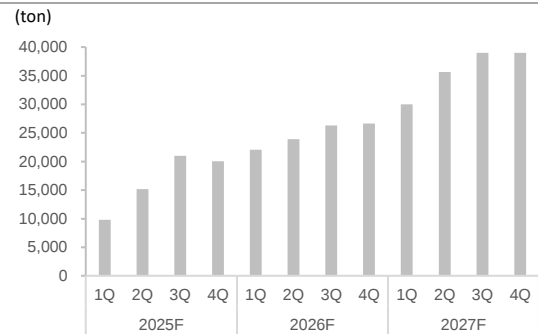
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 엘앤에프 연간 양극재 출하 전망



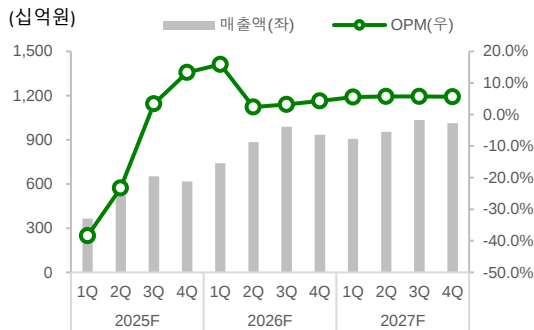
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 엘앤에프 분기 양극재 출하 전망



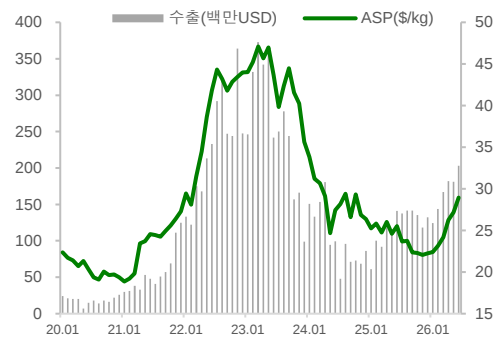
자료 : 신영증권 리서치센터

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	35,463	39,062	55,595
증가율(%)	-58.9	13.0	64.6	10.1	42.3
매출원가	23,710	22,262	32,105	35,395	50,434
원가율(%)	124.3	103.3	90.5	90.6	90.7
매출총이익	-4,635	-712	3,358	3,667	5,161
매출총이익률(%)	-24.3	-3.3	9.5	9.4	9.3
판매비와 관리비 등	952	856	1,262	1,475	2,101
판매비율(%)	5.0	4.0	3.6	3.8	3.8
영업이익	-5,587	-1,568	2,096	2,192	3,060
증가율(%)	적지	적지	흑전	4.6	39.6
영업이익률(%)	-29.3	-7.3	5.9	5.6	5.5
EBITDA	-4,953	-716	2,989	3,235	4,241
EBITDA마진(%)	-26.0	-3.3	8.4	8.3	7.6
순금융손익	139	-3,832	-2,280	-789	-661
이자손익	-1,006	-1,156	-1,010	-1,209	-1,181
외화관련손익	-354	107	70	170	70
기타영업외손익	254	-234	51	-230	-470
종속및관계기업 관련손익	-2	-43	-79	-80	-80
법인세차감전계속사업이익	-5,195	-5,678	-212	1,093	1,849
계속사업손익법인세비용	-1,388	-331	226	262	444
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,807	-5,347	-438	831	1,405
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	69.1
순이익률(%)	-20.0	-24.8	-1.2	2.1	2.5
지배주주지분 당기순이익	-3,779	-5,335	-439	831	1,405
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	69.1
기타포괄이익	-29	224	8	8	8
총포괄이익	-3,836	-5,123	-431	838	1,412

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

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,898	13,466	18,767	23,384	25,913
현금및현금성자산	2,795	3,829	460	541	1,904
매출채권 및 기타채권	2,144	3,394	6,136	6,804	9,618
재고자산	5,746	5,949	11,821	15,625	13,899
비유동자산	17,100	17,875	18,402	19,239	20,018
유형자산	12,597	13,257	13,477	14,379	15,218
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	37,169	42,623	45,931
유동부채	15,522	20,605	20,164	24,780	26,676
단기차입금	8,130	7,810	7,810	7,810	7,810
매입채무및기타채무	2,123	4,049	3,609	4,225	6,120
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	24,132	28,748	30,644
지배주주지분	7,136	6,731	12,999	13,837	15,249
자본금	181	201	203	203	203
자본잉여금	7,019	6,927	6,927	6,927	6,927
기타포괄이익누계액	235	430	438	445	453
이익잉여금	-227	-758	5,500	6,331	7,736
비지배주주지분	97	37	38	38	38
자본총계	7,233	6,768	13,037	13,875	15,288
총차입금	18,556	20,406	20,406	24,406	24,406
순차입금	14,289	15,144	19,909	23,826	22,460

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	2,805	-292	-8,723	-2,215	3,247
당기순이익	-3,807	-5,347	-438	831	1,405
현금유출이없는비용및수익	-765	3,691	2,053	2,337	2,729
유형자산감가상각비	605	820	861	1,018	1,161
무형자산상각비	29	33	33	25	20
영업활동관련자산부채변동	7,757	2,090	-9,107	-3,918	733
매출채권의감소(증가)	2,092	-1,239	-2,743	-668	-2,814
재고자산의감소(증가)	5,888	726	-5,872	-3,804	1,726
매입채무의증가(감소)	-879	2,791	-440	615	1,896
투자활동으로인한현금흐름	-2,399	-1,377	-968	-1,808	-1,888
투자자산의 감소(증가)	-544	-172	-3	-3	-3
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
CAPEX	-2,079	-1,374	-1,080	-1,920	-2,000
단기금융자산의감소(증가)	166	79	48	47	47
재무활동으로인한현금흐름	-202	2,729	-121	3,877	-123
장기차입금의증가(감소)	891	300	0	0	0
사채의증가(감소)	0	1,966	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	29	2	0	0
기타현금 흐름	178	-27	6,443	227	127
현금의 증가	383	1,034	-3,368	81	1,363
기초현금	2,413	2,795	3,829	460	541
기말현금	2,795	3,829	460	541	1,904

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-10,416	-14,393	-1,082	2,042	3,453
BPS	19,859	16,841	32,063	34,124	37,596
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	na	39.1	23.1
PBR	4.1	5.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	-8.8	-74.7	17.5	17.4	13.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	적지	적지	흑전	69.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	181.7%	-85.5%	-517.5%	8.2%	31.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-41.5%	-76.4%	-4.4%	6.2%	9.6%
ROE(지배순이익 기준)	-41.7%	-77.0%	-4.4%	6.2%	9.7%
ROIC	-24.1%	-7.8%	8.8%	5.4%	7.0%
WACC	7.8%	8.5%	10.2%	7.4%	7.4%
안전성(%)					
부채비율	287.1%	363.1%	185.1%	207.2%	200.4%
순차입금비율	197.6%	223.8%	152.7%	171.7%	146.9%
이자보상배율	-5.3	-1.3	2.1	1.8	2.5

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 중립 : 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, 기관투자자 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 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 소자에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
엘앤에프	-	-	-	-	-	-	-	-

