

# 엘앤에프(066970)

매수(분석재개) / TP: 95,000원

주가(4/21, 원)	59,800
시가총액(십억원)	2,171
발행주식수(백만)	36
52주 최고/최저가(원)	171,600/54,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	32,652
유동주식비율(%)	68.7
외국인지분율(%)	16.1
주요주주(%)	새로닉스 외 16 인 23.7
	국민연금공단 6.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	4,644	(222)	(194)	(5,813)	NM	(176)	NM	NM	6.7	(16.4)	0.0
2024A	1,907	(559)	(378)	(11,266)	NM	(495)	NM	NM	4.1	(41.7)	0.0
2025F	2,392	(89)	(68)	(2,035)	NM	(5)	NM	NM	3.3	(10.1)	0.0
2026F	3,731	141	88	2,613	NM	240	22.9	15.9	3.0	12.8	0.0
2027F	4,810	266	123	3,659	40.0	387	16.3	10.1	2.5	15.6	0.0

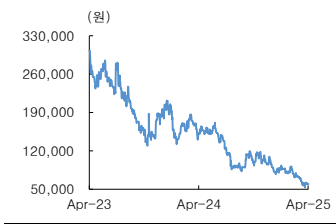
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 고객 포트폴리오 확대가 가장 기대된다

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.1)	(38.5)	(60.3)
상대주가(%p)	(10.3)	(34.1)	(56.3)

### 주가추이



투자 의견 매수 목표주가 95,000원 제시: 투자 의견 매수, 목표주가 95,000원을 제시하며 분석을 재개한다. 목표주가는 2026F EBITDA 2,398억원에 Target EV/EBITDA 21.5배를 적용했다. 2025년 매출액 2,392억(+25.4 % YoY), EBITDA -53억원(적자지속), 2026년 매출액 3,731억(+56.0 % YoY), EBITDA 2,398억원(흑자전환)을 전망한다. 메탈가 하향 안정화 및 리튬 장기계약이 2025년에 마무리되며 대규모 영업적자를 야기했던 재고자산평가손실이 올해 상반기 중 상당부분 해소될 것으로 보인다. 또한 가동률 상승으로 인해 2026년 영업이익 1,409억원(OPM 3.8%)으로 흑자 전환할 것으로 추정한다.

신차 출시 효과 및 고객사 확장: 북미 OEM 모델 Y 신차 효과로 2025년 양극재 출하량은 전년동기대비 약 45% 증가할 전망이다. LG에너지솔루션 배터리가 탑재된 북미 OEM사의 2024년 판매량은 전년동기대비 10% 증가했으나, 경쟁사와의 물량 조정 영향으로 엘앤에프 하이니켈 양극재 출하량은 40% 감소했다. 하지만 2025년부터 모델 Y 주니퍼향 NCMA95 제품은 독점 공급할 것으로 예상되어 출하량 확대가 기대된다. 기존 NCMA90 대비 판가가 높은 NCMA95 출하가 본격화되면서 마진 개선에도 긍정적이다. 다만 메탈가 하락으로 인한 ASP 감소로 매출액은 전년동기대비 25% 상승에 그칠 전망이다. 단일 고객사향 비중이 높다는 리스크를 갖고 있으나, 최근 북미 OEM사로 추정되는 3.5조원 규모의 공급 계약과 2026년 SK온을 통한 현대차향 공급이 예정되어 있어 관련 리스크는 어느정도 해소될 것으로 보인다. 현대차 북미 HMGMA에서는 아이오닉5 생산을 확대 중이며, 올해 상반기 아이오닉9도 출시 예정이다. 현대차그룹 차원의 공장이라는 점에서 향후 기아 EV 시리즈 생산 가능성도 열려있다.

김예림

yerim.kim@koreainvestment.com

추가 수주 모멘텀이 가장 기대되는 기업: 국내 배터리 셀 3사가 모두 4680 원통형 배터리 수주를 위한 생산 설비를 착공하고 있다. 엘앤에프는 이미 원통형 하이니켈 양극재 레퍼런스를 확보하고 있어 LG에너지솔루션과 일본 셀사(북미 OEM사향) 원통형 양극재 수주 가능성이 높다. 일본 셀사의 End 고객사 판매 볼륨이 크다는 점에서 추가적인 실적 개선이 기대된다. 현재 북미향 양극재 출하량은 없으나, 북미 수주 성사 시 LLBS와 피노의 전구체로 IRA 보조금 이슈에도 대응 가능하다. 현재 발표된 국내 LFP(CAPA 5만톤)의 실적 기여도는 크지 않을 것으로 예상되나, 향후 북미 LFP 발표에 따라 재평가 가능성도 존재한다. 실적 추정치 기준 2026년 EV/EBITDA는 15.9배로, 양극재 3사 중 밸류에이션 매력도가 가장 높다. 2차전지 소재 업종 내 최선호주로 매수를 추천한다.

<표 25> 엘앤에프 Valuation

(단위: 십억원, x)

구분	내용	비고
2026F EBITDA	239.8	
Target EV/EBITDA	21.5	2차전지 소재기업 2026년 EV/EBITDA 평균 19.5배. 10% 할증
EV	5,144	
(-) 순차입금	1,636	2026년 기준
목표 시가총액	3,508	
발행주식수(천주)	36,297	
<b>목표주가(원)</b>	<b>95,000</b>	
현재주가(원)	59,800	2025년 4월 21일 종가
상승여력(%)	58.9	

자료: 한국투자증권

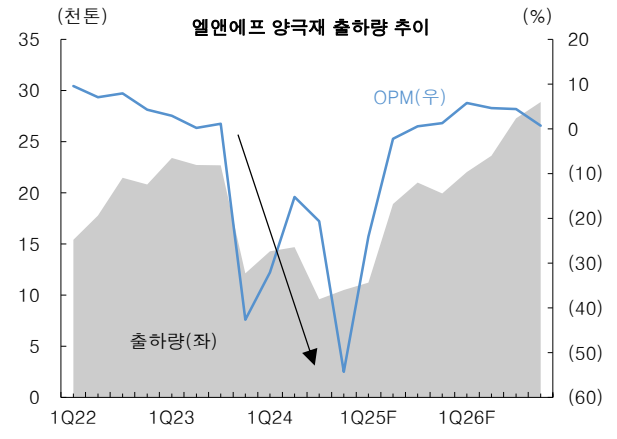
<표 26> 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	636	555	352	365	371	625	712	684	4,644	1,907	2,392	3,731
% YoY	(53.4)	(59.4)	(72.0)	(44.4)	(41.7)	12.6	102.5	87.3	19.5	(58.9)	25.4	56.0
하이니켈	446	290	236	257	278	495	584	562	2,984	1,229	1,918	2,879
미드니켈	189	265	115	109	93	129	128	123	1,660	678	473	851
영업이익	(204)	(84)	(72)	(198)	(89)	(14)	4	9	(222)	(559)	(89)	141
% YoY	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
% OPM	(32.1)	(15.2)	(20.6)	(54.3)	(24.0)	(2.2)	0.6	1.3	(4.8)	(29.3)	(3.7)	3.8
EBITDA	(190)	(70)	(56)	(180)	(71)	6	26	34	(176)	(495)	(5)	240
% YoY	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
% EBITDA margin	(29.8)	(12.5)	(16.1)	(49.1)	(19.2)	0.9	3.7	4.9	(3.8)	(26.0)	(0.2)	6.4

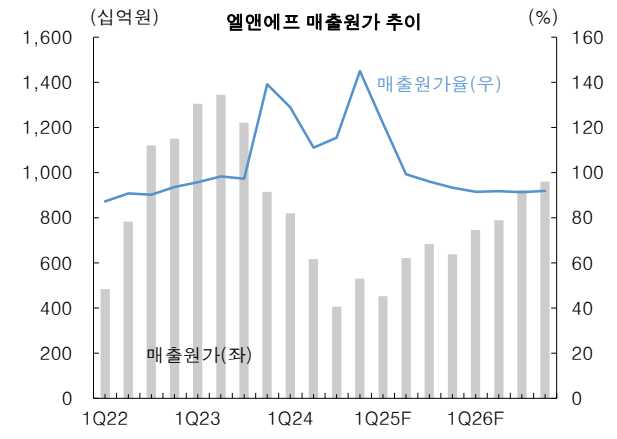
자료: 한국투자증권

[그림 89] 리튬 장기 공급 계약으로 대규모 재고자산평가 손실 기록. 출하량 대비 OPM 감소폭이 더 컸음



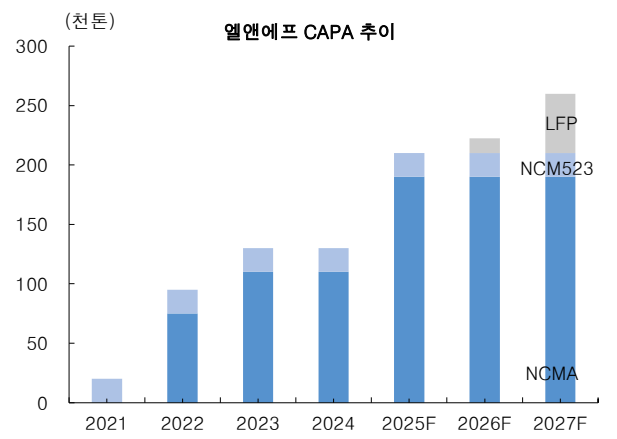
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 90] 3Q25부터 매출원가를 하향 안정화 전망



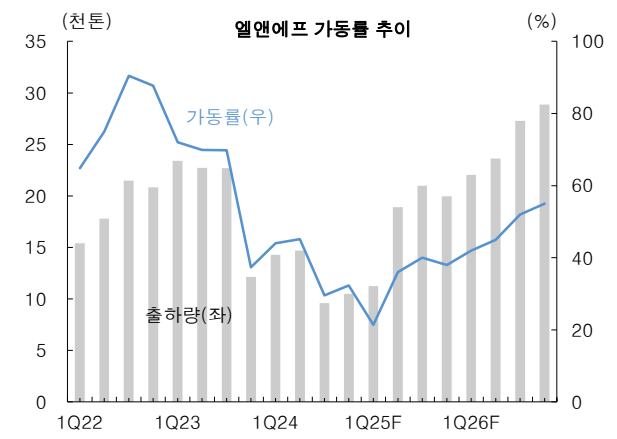
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 91] 대규모 CAPA 증설로 2025년은 가동률 회복이 더디지만



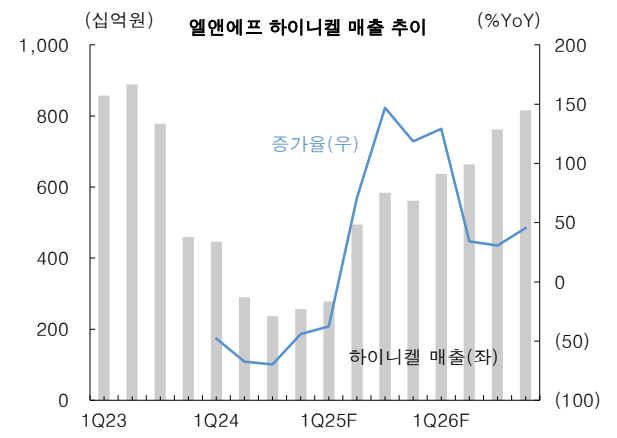
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 92] 2026년 가동률 50%대로 회복될 전망



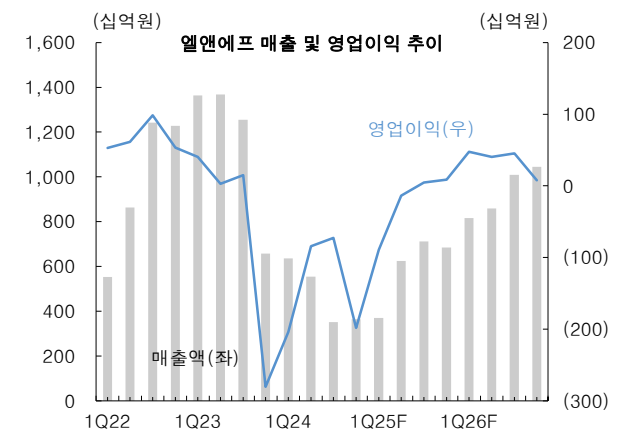
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 93] 북미 신차효과로 하이니켈 매출 고성장 전망



자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 94] 2026년 영업이익의 흑자 기록할 전망



자료: 엘앤에프, 한국투자증권

<표 27> 4680 원통형 시리즈 양산 및 개발중인 배터리 3사

	제품군	주요 고객사	모델
LG에너지솔루션	1865(소형) 생산	테슬라	모델3, 모델Y용 2170
	2170 양산 (테슬라 등)	리비안	픽업 R2용 4695
	46시리즈(4680, 4695) 양산 준비	벤츠	46시리즈
삼성SDI	1865/2170 생산	루시드 모터스	에어 일부 트림 2170
	4680 파일럿 제작 중	리비안	픽업 R1T/R1S 2170
		루시드 모터스	에어 드림에디션 2170
SK on	46 시리즈 연구개발	볼보트럭	FH 일렉트릭 2170
		없음	없음

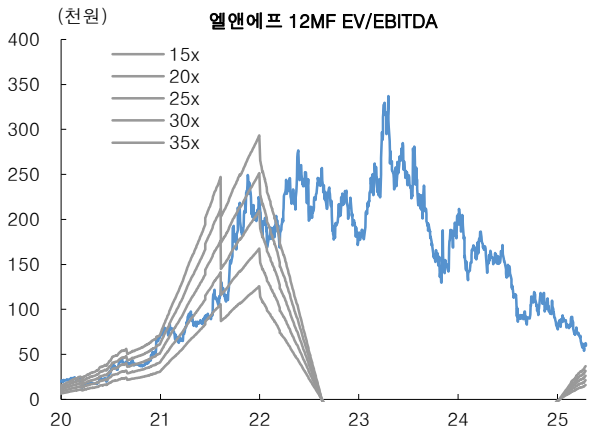
자료: 언론종합, 한국투자증권

<표 28> 중국 자본이 없는 전구체를 생산하는 것이 특징. 북미 물량 출하시 대응 가능

소재	기업	지분율	재검토
리튬	시노리튬머티리얼즈 MOU		재검토
전구체	LLBS	LS 55%, 엘앤에프 45%	전북 새만금 위치. 1Q26 연간 2만톤 CAPA 양산 시작→ 2027 4만톤→ 2028 8만톤→최종 12만톤 확장
음극재	미쯔비시케미칼 JV		재검토

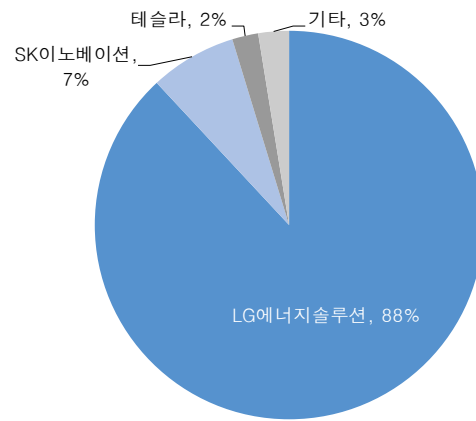
자료: 한국투자증권

[그림 95] 엘앤에프 12MF EV/EBITDA



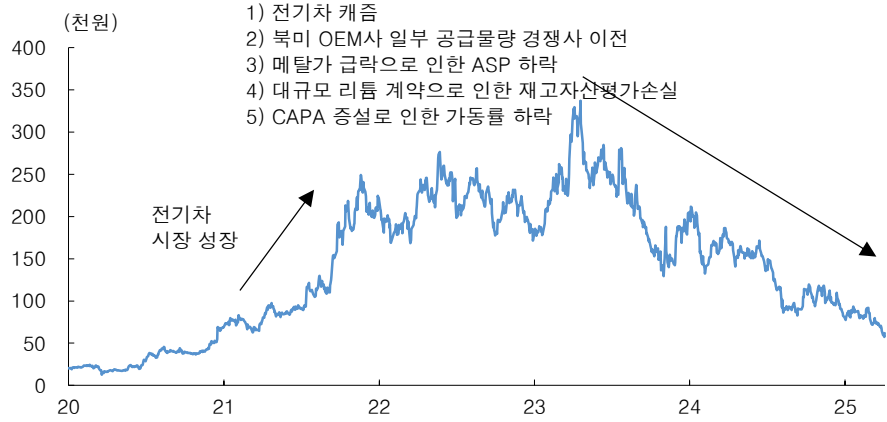
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 96] 엘앤에프 고객사별 매출 비중



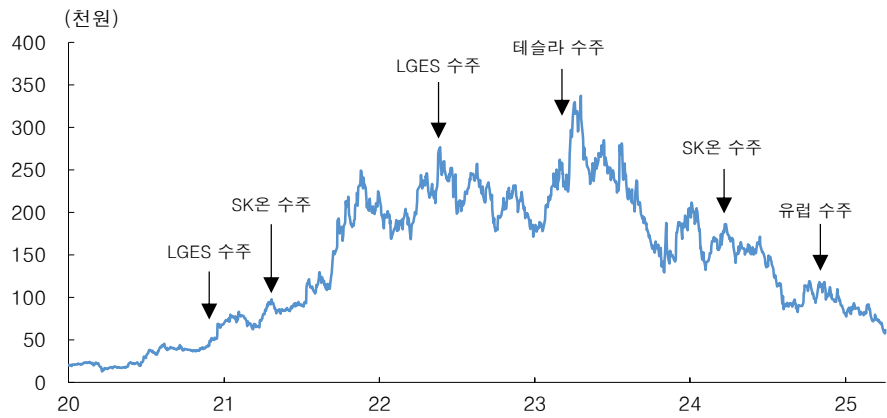
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 97] 엘앤에프 2020-2025년 주가 추이



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 98] 엘앤에프 2020-2025년 수주 리스트



자료: Quantwise, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

엘앤에프는 2000년 7월 27일 설립. 2003년 1월 2일 코스닥시장에 상장 이후 2024년 1월 29일 유가증권시장으로 이전 상장. LCD용 BLU를 제조, 판매하는 목적으로 창업하였으며 자회사로 엘앤에프신소재를 설립하여 리튬이온 양극활물질 사업 개시. 주요 제품으로 NCMA, NCM523 등이 있으며 동시에 LFP 양극재 사업을 본격화해 프리미엄부터 중저가 전기차 시장까지 폭넓게 대응함

### 손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>4,644</b>	<b>1,907</b>	<b>2,392</b>	<b>3,731</b>	<b>4,810</b>
매출원가	4,784	2,371	2,394	3,417	4,352
매출총이익	(140)	(463)	(2)	313	458
판매관리비	83	95	87	172	192
<b>영업이익</b>	<b>(222)</b>	<b>(559)</b>	<b>(89)</b>	<b>141</b>	<b>266</b>
영업이익률(%)	(4.8)	(29.3)	(3.7)	3.8	5.5
EBITDA	(176)	(495)	(5)	240	387
EBITDA Margin(%)	(3.8)	(26.0)	(0.2)	6.4	8.0
영업외수익	(74)	39	7	(36)	(119)
금융수익	49	258	166	125	45
금융비용	106	244	184	185	188
기타영업외손익	(16)	25	26	25	24
관계기업관련손익	(0)	(0)	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(296)</b>	<b>(520)</b>	<b>(82)</b>	<b>105</b>	<b>147</b>
법인세비용	(101)	(139)	(13)	17	24
연결당기순이익	(195)	(381)	(69)	88	124
<b>지배주주지분순이익</b>	<b>(194)</b>	<b>(378)</b>	<b>(68)</b>	<b>88</b>	<b>123</b>
지배주주순이익률(%)	(4.2)	(19.8)	(2.9)	2.4	2.6
성장성(% YoY)					
매출 증가율	19.5	(58.9)	25.4	56.0	28.9
영업이익 증가율	NM	NM	NM	NM	88.9
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	NM	40.0
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	40.0
EBITDA 증가율	NM	NM	NM	NM	61.4

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>(375)</b>	<b>281</b>	<b>108</b>	<b>243</b>	<b>239</b>
당기순이익	(195)	(381)	(69)	88	124
유형자산감가상각비	44	60	80	92	112
무형자산상각비	2	3	4	7	8
자산부채변동	(24)	776	93	53	(8)
기타	(202)	(177)	0	3	3
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(561)</b>	<b>(240)</b>	<b>(103)</b>	<b>(320)</b>	<b>(321)</b>
유형자산투자	(482)	(208)	(44)	(164)	(192)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(103)	(33)	(50)	(132)	(107)
무형자산순증	(4)	(2)	(8)	(19)	(18)
기타	28	3	(1)	(5)	(4)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>1,050</b>	<b>(20)</b>	<b>(93)</b>	<b>129</b>	<b>80</b>
자본의증가	25	2	0	0	0
차입금의순증	1,053	103	(94)	129	80
배당금지급	(17)	0	0	0	0
기타	(11)	(125)	1	0	0
기타현금흐름	7	18	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>121</b>	<b>38</b>	<b>(88)</b>	<b>51</b>	<b>(2)</b>
FCF	(826)	232	64	81	108

주: K-IFRS (연결) 기준

### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	<b>3,351</b>	<b>2,800</b>	<b>2,795</b>	<b>3,654</b>	<b>4,344</b>
유동자산	1,969	1,090	1,007	1,478	1,833
현금성자산	241	280	191	242	240
매출채권및기타채권	426	214	311	522	721
재고자산	1,163	575	478	671	818
비유동자산	1,382	1,710	1,788	2,176	2,510
투자자산	130	184	231	360	464
유형자산	1,120	1,260	1,223	1,296	1,375
무형자산	12	17	21	33	43
<b>부채총계</b>	<b>2,241</b>	<b>2,076</b>	<b>2,143</b>	<b>2,917</b>	<b>3,486</b>
유동부채	1,747	1,552	1,468	1,938	2,304
매입채무및기타채무	201	212	239	336	385
단기차입금및단기사채	718	813	569	398	279
유동성장기부채	604	453	453	453	453
비유동부채	494	524	676	979	1,182
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	491	519	669	969	1,169
<b>자본총계</b>	<b>1,110</b>	<b>723</b>	<b>652</b>	<b>737</b>	<b>858</b>
지배주주지분	1,097	714	642	727	847
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	704	702	702	702	702
기타자본	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)
이익잉여금	358	(23)	(91)	(3)	119
비지배주주지분	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
순차입금	1,775	1,570	1,562	1,636	1,714

### 주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(5,813)	(11,266)	(2,035)	2,613	3,659
BPS	30,468	19,859	17,899	20,237	23,541
DPS	0	0	0	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROA	(6.1)	(12.4)	(2.5)	2.7	3.1
ROE	(16.4)	(41.7)	(10.1)	12.8	15.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	NM	0.0	0.0
<b>안정성</b>					
부채비율(x)	201.9	287.1	328.9	395.7	406.3
차입금/자본총계비율(%)	183.3	256.5	270.3	256.5	229.8
이자보상배율(x)	(2.8)	(5.3)	(0.8)	1.2	2.3
순차입금/EBITDA(x)	(10.1)	(3.2)	(312.4)	6.8	4.4
<b>Valuation(x)</b>					
PER	NM	NM	NM	22.9	16.3
최고	NM	NM	NM	36.0	25.7
최저	NM	NM	NM	20.6	14.7
PBR	6.7	4.1	3.3	3.0	2.5
최고	11.5	10.9	5.3	4.6	4.0
최저	4.2	4.1	3.0	2.7	2.3
PSR	1.6	1.5	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA	NM	NM	NM	15.9	10.1