

엘앤에프 (066970)

COMPANY REPORT

Earnings Preview | 이차전지 | 2026. 10. 15

환율과 리튬가로 3분기 적자전환

3분기 Preview

분기 매출액 9,068억원(YoY +39%, QoQ +3%), 영업손실 447억원(OPM -4.9%, YoY 적자전환, QoQ 적자전환, 컨센서스 178억원 하회) 추정. 주 요인은 탄산리튬 가격 하락에 따른 재고평가손실 및 원화강세로 판단. 지난 1분기 동사는 1,173억원의 영업이익 중 재고평가손실 환입금이 79%로 어닝 서프라이즈 기록. 반대로 3분기는 탄산리튬 재고 평가손실액만 약 419억원 추산(탄산리튬 기초장부단가를 2분기 평균 가격인 \$22.2/kg, 3분기말 주간 가격인 \$16.3/kg을 분기말 시가로, 2분기말 재고 수량 5천톤, 3분기 평균 매매기준율 KRW1,420.9/USD 적용)

3분기 주력제품인 울트라 하이니켈 단독 공급 지속, 북미 신규 고객향 출하, 미드니켈 제품은 전기비 약 40% 감소한 것으로 보이나, 하이니켈 비중이 높아 높아 NCM 전체 출하량은 약 2% 증가한 것으로 판단. LFP 공급도 출하량 증가에 긍정적. 그럼에도 여전히 재고평가손익의 영향이 출하량, 가동률, 마진 등 본업 수익성을 크게 상회하는 상황인 점은 아쉬워

LFP 잇단 공급 계약, 시장 기대감 견인

13일 언론보도에 따르면 LGES과 동사가 이달 중 다년간 최대 수십만톤 규모의 LFP 양극재 공급 계약을 맺을 예정. 이는 지난 3월 24일 SDI와 3년+3년 ESS용 LFP 공급 약 1.61조원('25년 매출액의 약 84%), 9월 17일 SK온과 LFP 중장기 공급 계약 약 1,617억원(약 8%)에 이은 공급 계약으로 시장 기대감 높여, 이틀간 8.7% 상승

'26년 순손실 지속 추정, 밸류에이션 리스크로 HOLD 유지

동사는 재고평가손익 제외한 본업 기준 가동률과 수익성이 개선되고 있으며, 한국 양극재 회사 중 LFP 양극재를 가장 먼저 대규모로 양산, 상업화하는 상황. '26년 5월 준공한 3만톤, 증설 중인 추가 3만톤이 완공되는 '27년 상반기까지 총 6만톤 LFP Capa 예정. 미국 ESS 시장에서 비중국 LFP 공급사로서 경쟁사 대비 약 1년 빠른 양산 체제 긍정적.

단, LGES과의 공급 계약이 확정된다면, 추가 증설 펀딩 가능성 발생. 2~3년간 중국 ESS 재고(Safe Harbor조항 적용 물량), '27년 이후 본격화되는 북미 OEM들의 ESS 진출, Panasonic 2공장의 ESS 전환 등을 한국 ESS셀 M/S 확장과 이에 따른 동사 LFP 공장 가동률과 수익성 같이 고려해야

국산 LFP의 빠른 양산 감안해도, 동사는 글로벌 Peer 대비 수익성 및 자산가치 대비 상당히 높은 밸류에이션에 거래, 시장 기대 선반영된 것으로 판단. '24년~'26년 3년 평균 ROE -59.6% 추정되어, 지속적인 BPS 하락 우려. 부채비율 증가, 이자보상배율 1배 미만인 점도 주의할 필요. 과거 3년 평균 PBR를 75% 할증해도 목표주가 100,000원으로, 전일 증가대비 14% 하락 여력 발생, Hold 의견 유지함



Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Hold(유지)

목표주가 (상향)	100,000 원
현재주가	116,400 원
상승여력	-14.1%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/14)	6,008.81 pt
시가총액	47,359 억원
발행주식수	40,686 천주
52 주 최고가/최저가	213,000 / 65,600 원
90 일 일평균거래대금	550.49 억원
외국인 지분율	15.8%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	9,014 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 12.1%
	6개월 -33.6%
	12개월 -27.6%
주주구성	새로닉스(외 19인) 25.1%
	국민연금공단(외 1인) 8.6%
	자사주(외 1인) 3.0%

Stock Price



표1 분기 수익 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
매출액	365	520	652	618	740	885	907	916
(YoY)	-43%	-6%	86%	69%	103%	70%	39%	48%
(QoQ)	0%	43%	25%	-5%	20%	20%	2%	1%
영업이익	(140)	(121)	22	82	117	21	(45)	(3)
영업이익률(OPM)	-38.4%	-23.3%	3.4%	13.3%	15.9%	2.4%	-4.9%	-0.3%
EBITDA	(118)	(99)	44	101	137	41	(24)	18
금융손익	(4)	(27)	(121)	(232)	(176)	9	(112)	(112)
세전이익	(145)	(145)	(102)	(176)	(56)	47	(182)	(140)
순이익	(111)	(113)	(118)	(193)	(65)	53	(171)	(129)
지배주주순이익	(111)	(112)	(118)	(192)	(65)	53	(150)	(150)

자료: 회사, LS증권 리서치센터

표2 연간 수익 추정

(십억원, %)	2025	2026E	2027
매출액	2,155	3,448	3,965
(YoY)	13%	60%	15%
영업이익	(156.8)	91	105
영업이익률(OPM)	-7.3%	2.6%	2.7%
EBITDA	(72)	171	189
금융손익	(383)	(392)	(399)
세전이익	(568)	(331)	(324)
순이익	(535)	(312)	(305)
지배주주순이익	(534)	(311)	(304)

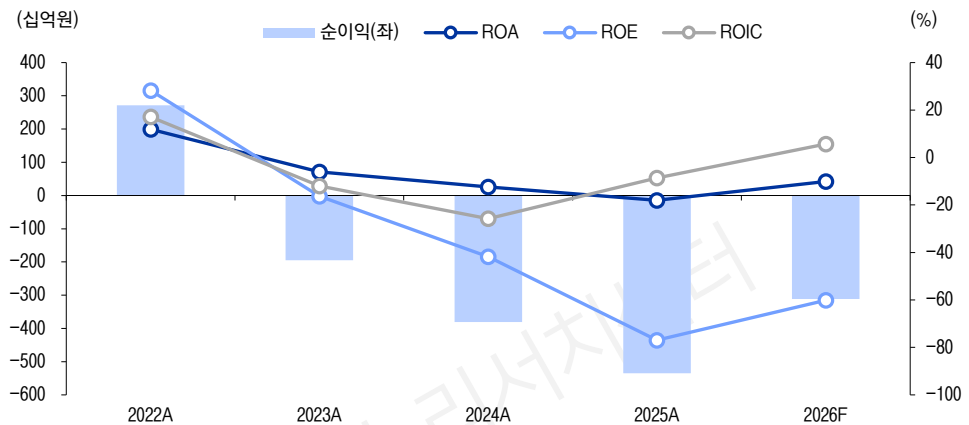
자료: 회사, LS증권 리서치센터

표3 밸류에이션 테이블

(십억원, %, X)	2024	2025	2026E
BPS (원)	19,660	16,727	9,014
ROE (%)	(41.7)	(77.0)	(60.1)
PBR (X)	4.1	5.7	12.9
Target BPS (원)	9,014	12M Forward BPS(지배자본)	
Target PBR (X)	11.1	과거 3년 평균 75% 프리미엄	
목표주가 (원)	99,639		
현재주가	116,400		
Upside (%)	-14.4%		
기존목표주가 (원)	83,000		
변동률 (%)	20%		

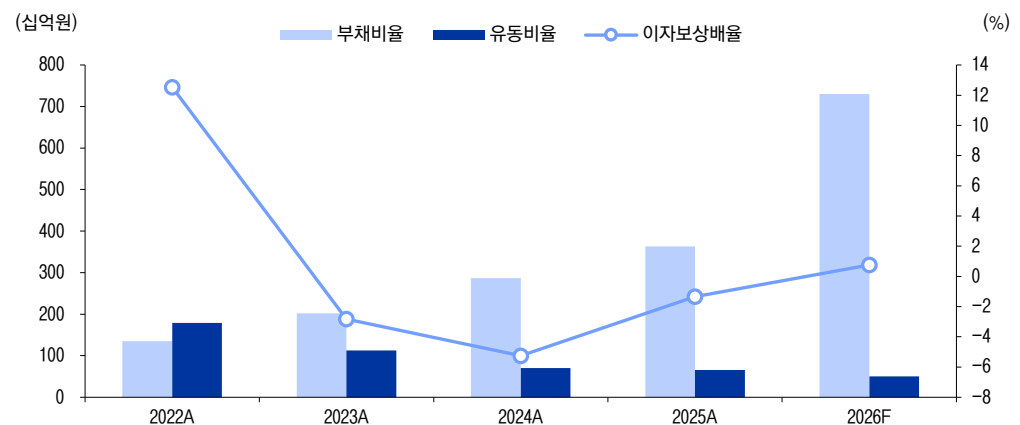
자료: 회사, LS증권 리서치센터

그림1 ROE 추이



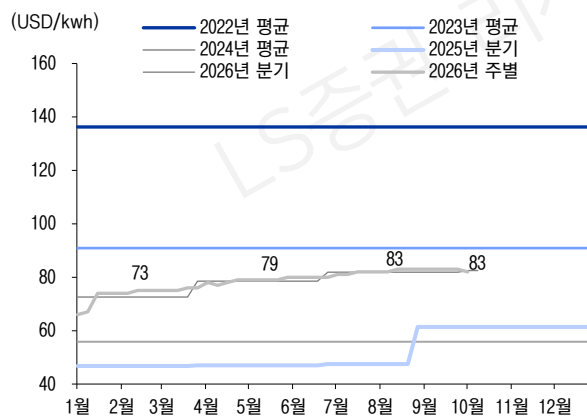
자료: LS증권 리서치센터

그림2 안정성



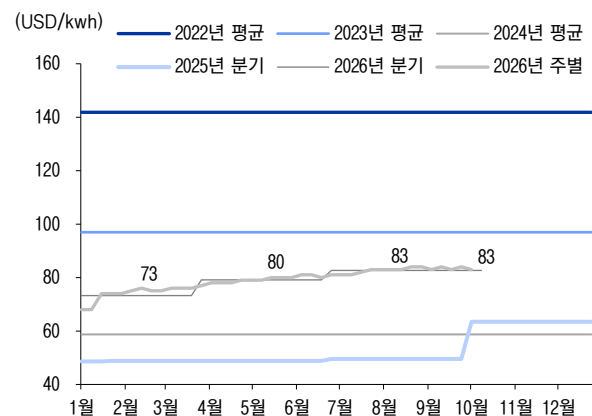
자료: LS증권 리서치센터

그림3 각형 배터리 가격 추이



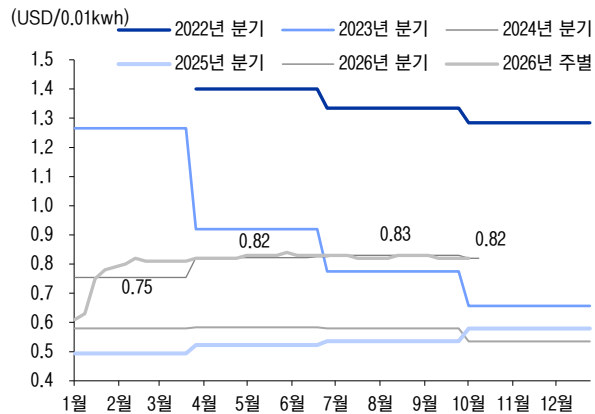
자료: SMM, LS증권 리서치센터

그림4 파우치형 배터리 가격 추이



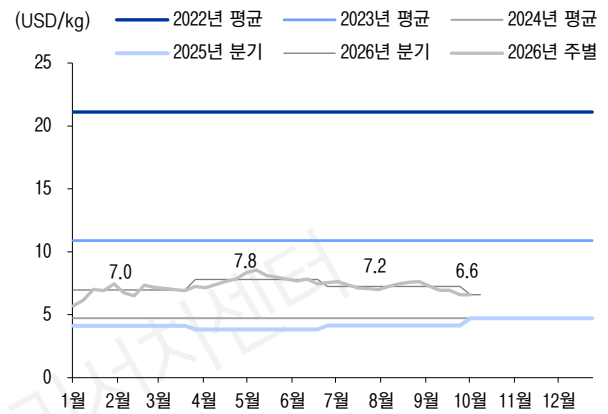
자료: SMM, LS증권 리서치센터

그림5 원통형 삼원계 배터리 가격 추이



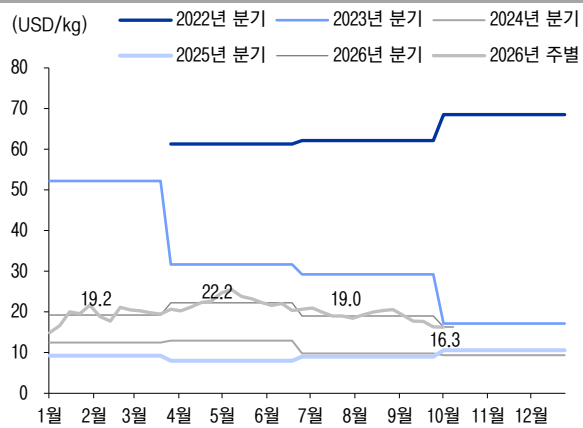
자료: SMM, LS증권 리서치센터
주: Piece를 0.01KWh로 산정

그림6 LFP 양극재 가격 추이



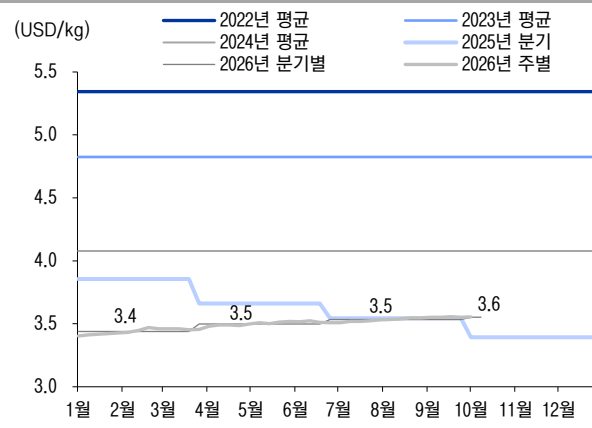
자료: SMM, LS증권 리서치센터

그림7 탄산 리튬 가격 추이



자료: SMM, LS증권 리서치센터

그림8 흑연 가격 추이



자료: SMM, LS증권 리서치센터

그림9 2차전지 Peer Valuation

업체	국가	현재가	시가총액	EPS(USD)			PER(X)			PBR(X)			EV/EBITDA		
		(USD)	(USD mn)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
2차전지 셀															
LGES	KR	314.8	73,665	-3.23	-1.18	4.96	n/a	n/a	63.3	4.8	4.7	4.3	26.0	22.9	15.5
SK이노베이션	KR	121.7	20,581	-15.13	16.99	12.89	n/a	7.2	9.4	1.1	1.0	0.9	17.7	5.3	7.5
삼성SDI	KR	440.9	35,529	-6.19	5.49	13.31	n/a	80.2	33.0	2.2	2.0	1.9	125.6	21.8	15.0
BYD	CN	9.3	100,278	0.50	0.64	0.82	19.3	14.6	11.3	2.4	2.0	1.7	7.5	5.5	4.6
CATL	CN	41.8	197,426	2.25	3.10	3.85	15.0	13.5	10.9	4.1	3.1	2.6	12.2	7.8	6.0
CALB	CN	2.0	3,550	0.12	0.22	0.34	11.7	9.0	5.9	0.7	0.6	0.5	18.0	7.9	6.2
Panasonic	JP	26.9	66,063	0.54	0.68	1.34	39.3	40.2	20.1	2.1	2.0	1.8	13.6	16.4	10.4
TDK	JP	19.9	38,708	0.68	0.65	0.87	25.5	30.3	22.9	3.3	3.0	2.5	14.1	12.8	10.0
평균							22.2	21.5	14.2	2.5	2.2	1.8	13.1	10.1	7.4
양극재															
LG화학	KR	199.6	14,087	-16.36	-1.66	15.33	n/a	n/a	13.0	0.6	0.6	0.6	8.8	8.1	5.7
에코프로비엠	KR	86.9	8,717	0.28	0.16	0.48	304.6	543.5	179.5	7.1	6.5	6.1	58.4	69.6	43.6
엘앤에프	KR	86.8	3,533	-10.91	-0.48	1.46	n/a	n/a	59.5	9.4	6.8	6.1	n/a	21.7	20.1
Dynanonic	CN	5.9	1,640	-0.41	0.45	0.58	426.9	13.1	10.1	2.2	2.0	1.7	156.4	6.9	5.8
Hunan Yuneng	CN	7.2	6,092	0.23	0.92	1.00	9.8	7.8	7.2	2.7	2.2	1.7	16.4	4.7	4.6
Huayou Cobalt	CN	5.0	9,399	0.49	0.58	0.76	10.8	8.5	6.5	1.4	1.2	1.0	10.2	6.4	4.7
Ronbay	CN	3.3	2,356	-0.04	0.08	0.14	n/a	40.9	23.4	1.9	2.0	1.9	30.9	13.9	11.3
Umicore	BE	23.1	5,690	1.81	2.10	2.06	10.2	11.2	11.3	2.2	2.0	1.8	7.9	6.3	6.2
평균							149.2	17.6	11.8	2.0	1.8	1.6	53.4	8.0	6.6
음극재															
대주전자재료	KR	86.0	1,351	0.97	0.95	1.43	171.7	78.3	52.1	7.2	6.3	5.6	55.1	34.8	25.4
포스코퓨처엠	KR	138.3	12,302	0.04	0.25	0.55	1,107.8	555.3	251.9	4.4	4.1	4.0	66.4	63.6	45.6
BTR New Material	CN	3.0	3,399	0.11	0.13	0.20	39.7	22.3	15.3	n/a	1.7	1.6	n/a	n/a	n/a
Mitsubishi Chem.	JP	7.5	10,814	0.06	0.22	0.71	n/a	34.7	10.5	1.0	1.0	0.9	7.4	9.8	5.9
Ningbo Shanshan	CN	1.7	3,746	0.03	0.10	0.12	23.1	16.8	14.3	n/a	1.1	1.0	n/a	7.5	7.2
Putailai	CN	3.0	6,408	0.16	0.23	0.30	15.5	13.2	9.9	2.1	1.8	1.6	12.4	9.0	7.0
Resonac	JP	104.2	19,920	1.07	3.70	5.36	51.7	28.2	19.5	4.5	4.0	3.4	23.0	13.5	10.4
평균							32.5	23.1	13.9	2.5	1.9	1.7	14.3	9.9	7.7
분리막															
SKIET	KR	14.0	1,148	-1.97	-4.73	-1.08	n/a	n/a	n/a	0.6	0.8	0.8	n/a	n/a	57.4
더블유씨피	KR	8.5	289	-3.37	-1.46	0.00	n/a	n/a	n/a	0.4	0.5	0.5	n/a	72.6	15.5
Asahi Kasei	JP	10.1	13,771	0.78	0.69	0.83	11.2	14.7	12.2	1.2	1.1	1.0	8.6	7.6	6.1
Toray	JP	7.9	11,919	0.35	0.34	0.44	19.7	23.3	18.1	1.1	1.1	1.0	9.7	10.2	8.7
Yunan New Mat.	CN	6.9	6,800	0.02	0.34	0.61	42.8	20.2	11.5	1.8	1.6	1.4	24.2	10.4	7.5
평균							24.6	19.4	13.9	1.3	1.3	1.1	14.2	9.4	7.4
전해질															
엔켐	KR	16.4	359	-2.22	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Capchem	CN	8.8	6,607	0.20	0.44	0.54	27.6	19.9	16.2	4.2	3.5	3.0	24.4	15.1	12.1
Tinci	CN	4.6	9,407	0.10	0.46	0.50	15.7	10.0	9.2	4.4	2.7	2.2	22.2	7.5	7.6
평균							21.6	14.9	12.7	4.3	3.1	2.6	23.3	11.3	9.9
OEM															
현대차	KR	233.9	47,584	25.40	29.22	32.32	10.1	8.0	7.2	0.7	0.7	0.6	13.6	14.6	13.1
기아	KR	81.0	31,629	13.64	15.75	16.62	6.0	5.1	4.9	0.7	0.6	0.6	1.8	1.5	1.2
BMW	DE	61.1	37,647	13.44	7.44	9.54	5.3	8.2	6.4	0.3	0.4	0.3	n/a	5.2	4.4
Changan	CN	1.0	9,339	0.06	0.06	0.08	26.3	17.8	13.0	0.9	0.9	0.8	5.9	5.0	3.7
Ford	US	12.1	48,051	-2.06	1.84	1.89	7.3	6.6	6.4	1.1	1.3	1.2	4.1	3.3	3.1
Geely	HK	1.9	20,877	0.23	0.30	0.36	8.2	6.5	5.3	1.3	1.3	1.1	4.9	2.4	1.7
Mercedes	DE	44.2	42,523	6.04	5.85	7.20	7.5	7.6	6.1	0.4	0.4	0.4	1.2	0.8	0.7
Tesla	US	367.2	1,450,116	1.18	1.65	2.19	367.3	223.1	167.4	15.1	14.2	13.1	109.4	103.8	83.1
VW	DE	75.1	37,580	15.02	11.83	22.26	6.9	6.4	3.4	0.2	0.2	0.2	0.8	0.3	0.2
평균							61.2	39.4	29.7	2.8	2.7	2.4	21.0	17.2	13.8

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,090	1,347	1,113	1,005	940
현금 및 현금성자산	280	383	383	195	70
매출채권 및 기타채권	214	339	345	397	440
재고자산	575	595	345	357	352
기타유동자산	21	29	41	56	78
비유동자산	1,710	1,787	1,923	1,885	1,915
관계기업투자등	136	132	128	124	120
유형자산	1,260	1,326	1,468	1,437	1,472
무형자산	314	329	327	324	323
자산총계	2,800	3,134	3,036	2,890	2,855
유동부채	1,552	2,060	2,223	2,282	2,436
매입채무 및 기타채무	212	405	568	626	681
단기금융부채	877	963	963	963	1,013
기타유동부채	22	18	18	18	18
비유동부채	524	397	447	547	597
장기금융부채	502	379	429	529	579
기타비유동부채	22	18	18	18	18
부채총계	2,076	2,457	2,670	2,829	3,033
지배주주지분	714	673	363	59	-180
자본금	18	20	20	20	20
자본잉여금	702	693	693	693	693
이익잉여금	-6	-40	-350	-653	-893
비지배주주지분(연결)	10	4	3	2	2
자본총계	723	677	366	62	-178

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,907	2,155	3,448	3,965	4,401
매출원가	2,371	2,226	3,241	3,727	4,071
매출총이익	-463	-71	207	238	330
판매비 및 관리비	95	86	116	133	146
영업이익	-559	-157	91	105	184
(EBITDA)	-495	-72	171	189	261
금융손익	258	47	37	36	36
이자비용	244	430	429	435	445
관계기업등 투자손익	0	-4	-4	-4	-4
기타영업외손익	25	-23	-26	-26	-26
세전계속사업이익	-520	-568	-331	-324	-255
계속사업법인세비용	-139	-33	-19	-19	-15
계속사업이익	-381	-535	-312	-305	-240
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-381	-535	-312	-305	-240
지배주주	-378	-534	-311	-304	-240
총포괄이익	-384	-512	-311	-304	-240
매출총이익률 (%)	-24.3	-3.3	6.0	6.0	7.5
영업이익률 (%)	-29.3	-7.3	2.6	2.7	4.2
EBITDA 마진률 (%)	-26.0	-3.3	5.0	4.8	5.9
당기순이익률 (%)	-20.0	-24.8	-9.0	-7.7	-5.5
ROA (%)	-12.4	-18.0	-10.1	-10.3	-8.4
ROE (%)	-41.7	-77.0	-60.1	-144.1	398.3
ROIC (%)	-25.8	-8.6	5.7	7.3	12.7

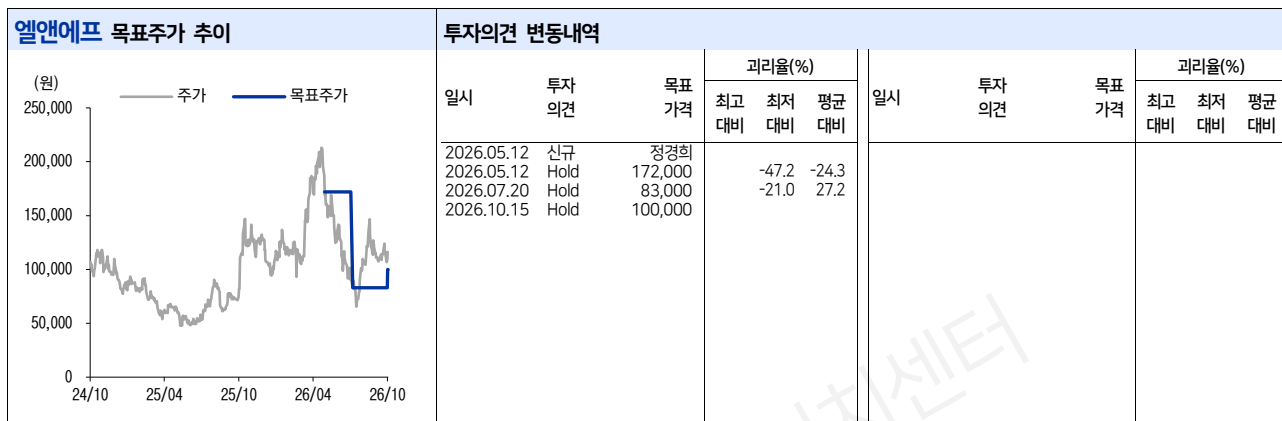
현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	281	-29	341	-66	6
당기순이익(손실)	-381	-535	-312	-305	-240
비현금수익비용가감	327	550	508	518	525
유형자산감가상각비	60	82	78	81	75
무형자산상각비	2	3	3	3	2
기타현금수익비용	264	465	427	434	448
영업활동 자산부채변동	776	209	397	-20	-5
매출채권 감소(증가)	370	209	-124	-5	-52
재고자산 감소(증가)	64	589	73	250	-12
매입채무 증가(감소)	-457	-117	272	163	59
기타자산, 부채변동	0	0	19	19	15
투자활동 현금흐름	-240	-138	-202	-32	-92
유형자산처분(취득)	-208	-137	-220	-50	-110
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-54	-17	0	0	0
기타투자활동	22	17	19	18	18
재무활동 현금흐름	-20	273	38	88	138
차입금의 증가(감소)	180	199	50	100	150
자본의 증가(감소)	8	0	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-200	74	-12	-12	-12
현금의 증가	38	103	0	-187	-126
기초현금	241	280	383	383	195
기말현금	280	383	383	195	70

주요 투자지표

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	-7.8	-6.6	-15.1	-15.4	-19.5
P/B	4.1	5.7	12.9	79.0	-26.1
EV/EBITDA	-9.0	-72.8	36.0	34.1	25.8
P/CF	-44.4	-10.7	-18.0	119.2	84.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-58.9	13.0	60.0	15.0	11.0
영업이익	적지	적지	흑전	16.1	74.8
세전이익	-186.8	75.7	9.3	-41.7	-2.2
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지
EPS	-171.4	93.9	38.2	-46.3	-2.2
안정성 (%)					
부채비율	287.1	363.1	729.9	4,581.9	-1,705.1
유동비율	70.2	65.4	50.1	44.1	38.6
순차입금/자기자본(x)	1.0	2.3	4.1	22.3	-8.0
영업이익/금융비용(x)	-5.3	-0.6	0.2	0.2	0.4
총차입금 (십억원)	1,785	1,762	1,812	1,912	2,062
순차입금 (십억원)	748	1,554	1,503	1,375	1,425
주당지표 (원)					
EPS	-10,416	-14,393	-7,732	-7,559	-5,960
BPS	19,660	16,727	9,014	1,474	-4,467
CFPS	-12,602	-4,467	1,065	1,500	3,281
DPS	0	0	0	0	0

자료: 엘앤에프, LS증권 리서치센터



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.4% 7.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2025. 10. 1 ~ 2026. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)