엘앤에프 (066970)

김귀연
gwiyeon.kim@daishin.com

박서영RA
seoyoung.park@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

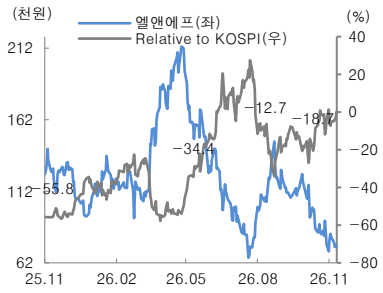
6개월 목표주가 110,000
하향

현재주가 72,800
(26.11.19)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSPI	5137.89
시가총액	2,962십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	213,000원 / 65,600원
120일 평균거래대금	536억원
외국인지분율	14.96%
주요주주	새로닉스 외 18 인 25.12% 국민연금공단 8.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.6	-30.7	-53.6	-42.2
상대수익률	-18.7	-12.7	-34.4	-55.8



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	-	-
수익률(%)	-	-
총주주환원 (십억원)	-	-
수익률(%)	-	-

주: 대신증권 Research Center 추정. 추정치는 12M FWD 기준

성장 위한 자금조달 가시화

- 11/19일, 일반/영구 전환사채 통한 1,515억원의 운영자금 조달 공시
- 금번 자금조달로 전환가능 주식수 4.7% 증가. 미상환 사채 합산 8.8%
- 추가 자금조달 불가피할 것이나, 이를 감안한 TP 11만원(Upside 80%)

Capex 투자에 따른 추가 자금조달 감안하더라도 TP 11만원

엘엔에프에 대한 투자의견 BUY 유지하되, 목표주가는 11만원으로 27% 하향. TP 하향은 1) 자금조달에 따른 지분희석(오버행) 물량 반영과 2) LFP 양극재 경쟁 심화 가능성에 따른 목표배수 조정(EV/EBITDA 25.0 → 21.5배) 때문. LFP 수주에 따른 현재 캐파(6만톤/연) 감안 시, 추가 Capex 집행 불가피할 것으로 판단. 이에, 추가 Capex 예상 규모(3,600억/연간 6만톤분)까지 감안해 TP 보수적으로 산출. 현재 주가 대비 Upside +80%

증설에 따른 추가 자금조달 노이즈 불가피할 것. 하지만, 1) 예상 증설분이 LGES 수주(성장)에 기반한 증설이고, 2) 추가 자금조달 감안하더라도 Upside 유효하고, 3) 밸류 부담 제한적('27년 EV/EBITDA 17배 vs 국내 경쟁사 42배). 이에, 추가 증설에 따른 자금 조달 가시화됨에 따라 주가 저점 잡아갈 필요

전환사채 통한 1,515억원 운영자금 조달 공시

엘앤에프는 11/19일 공시 통해 1,515억원의 운영자금 조달을 공시. 일반 CB(전환사채) 1,212억원/영구 CB 303억원을 발행해 NCM/LFP 양극재 사업 확대에 따른 원재료 구매 운영자금 활용 예정

금번 발행 전환사채의 전환가액은 78,937원으로 현주가(72,800원) 대비 8% 할증. 전환예정 주식수는 192만주로 기발행 주식수(4,069만주) 대비 4.7%. 기발행 미상환 사채(신주인수권부사채) 164만주 합산할 경우 8.8%. 외화CB의 자사주 교환 가능 물량까지 합산할 경우, 오버행 물량은 12% 수준

LFP 양극재 출하 본격화: 4Q26 2,000t → 2027년 4만톤 출하 전망

2026.09월부터 북미 ESS향 LFP 양극재 공급 개시. 4Q 온기 물량 반영되며 2,000톤 출하 예상. 2027년 램프업 가속화에 따라 4만톤 이상의 출하 가능할 것으로 전망하며, 이에 따른 매출 4,600억/OP 90억원 추정

11/3일 LG에너지솔루션과 2028~31년 1조원의 LFP양극재 공급계약 공시. 환율/단가 감안 시, 계약물량 8만톤 규모로 추정. 현재 캐파 6만톤(타고객사 계약분)에 추가 증설 필수적

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,907	2,155	3,404	4,110	5,394
영업이익	-559	-157	98	133	205
세전순이익	-520	-568	-41	18	94
총당기순이익	-381	-535	-37	14	73
지배지분순이익	-378	-534	-37	14	73
EPS	-10,416	-14,393	-917	345	1,796
PER	NA	NA	NA	380.4	73.0
BPS	19,667	18,157	15,692	16,001	17,808
PBR	4.1	5.2	4.6	4.5	4.1
ROE	-41.7	-77.0	-5.7	2.2	10.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 1. 엘앤에프 11/19 일 전환사채 발행 공시

구분	9회차 일반 CB	10회차 영구 CB
자금 사용 목적	NCM/LFP 양극재 사업 확대에 따른 원재료 구매 운영자금	
최초 상환가능일	2029.05.27	
발행일	2026.11.27	
최초 전환가능일	2027.11.27	
전환가액	78,937원	
발행금액	1,212억원	303억원
기존 주식수 대비	3.64%	0.93%
전환가능 주식수	1,535,401주	383,850주
만기일	2031.11.27	2056.11.27
만기	5년	30년(무제한 연장 가능)
표면이자율/만기보장수익률	0%/0%	최초 0%/최초 연복리 3%
리픽싱	7개월마다 조정	해당없음
전환가액 하한	55,256원 (70%)	해당 없음
조기상환권	투자자 풋옵션	발행회사 중도상환권

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 2. 미상환 주권 관련 사채권

(단위: 십억원, 원, 천주)

종류	잔액	전환가액	전환가능 주식수	전환기간	조달금액
공모 분리형 신주인수권부사채	87.8	50,002	1,642	2025/10/09~2030/08/09	300
외화 해외 교환사채	513	438,100	1,150	2028/04/26~2030/04/16	675
무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채	121.2	78,937	1,535	2027/11/27~2031/10/27	121
무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채	30.3	78,937	384	2027/11/27~2056/10/27	30

주: 외화 해외 교환사채(미상환잔액 3.8억달러)는 자사주를 교환대상으로 하여 향후 권리행사에 따른 신주 발행 없음
주: 외화 해외 교환사채 잔액, 전환가능 주식수는 미상환잔액 3.8억달러/환율 1,350원 적용해 산출
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 3. 엘앤에프 주요 수주 현황

(단위: 십억원)

품목	수주	납기	수주총액	기납품액	수주잔고
하이니켈	2024.03.22	2024/03/22 ~ 2030/12/31	13,191	753	12,438
	2024.04.09	2025/01/01 ~ 2030/12/31	9,238	-	9,238
	2025.03.11	비공개	3,518	비공개	비공개
LPF	2026.03.23	2026/03/30 ~ 2029/12/31	1,607	1	1,606
	2026.09.17	2026/09/17 ~ 2028/12/31	162	3	159
	2026.11.02	2026/11/02 ~ 2031/12/31	1,035	-	1,035
합계			**25,233**	**756**	**24,476**

주: 외화 해외 교환사채(미상환잔액 3.8억달러)는 자사주를 교환대상으로 하여 향후 권리행사에 따른 신주 발행 없음
주: 외화 해외 교환사채 잔액, 전환가능 주식수는 미상환잔액 3.8억달러/환율 1,350원 적용해 산출
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

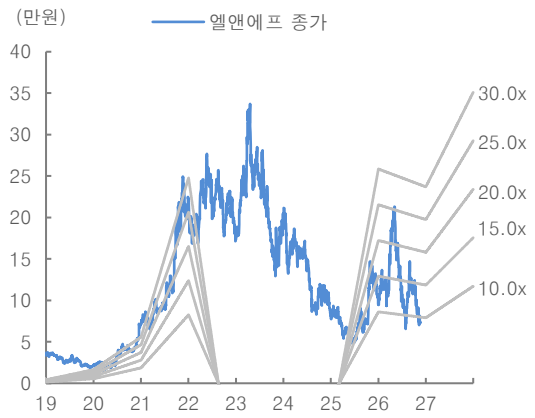
표 4. 엘앤에프 목표주가 산출

	2025		2026	2027	2028
EPS	-14,393		-917	345	1,796
BPS	16,727		15,645	16,001	17,808
EBITDA	-72		196	249	322
목표 배수	**21.5**	**배**	2022년 이후 평균 밸류에 경쟁사의 LFP 양극재 사업 진출에 따른 경쟁 우려 반영해 40% 할인		
목표 주가	**110,000**	**원**			
현재 주가	72,800	원	2026/11/19일 종가 기준		
목표 시총	**5,339**	**십억원**			
현재 시총	2,962	십억원			
상승 여력	**80.3**	**%**			

주: 주식수는 상장주식수 4,069만주에 미상환 사채권에 대한 전환가능 물량 356만주, 3,600억원 추가 조달에 따른 450만주 추가 가정(주당 주당 80,000원/현주가 대비 10% 할증 가정해 산출)

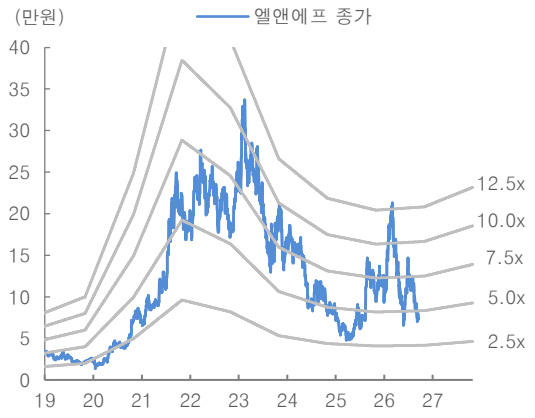
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 엘앤에프 12MF EV/EBITDA Band



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 2. 엘앤에프 12MF PBR Band



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 5. 엘앤에프 실적 추정

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**739.6**	**885.0**	**874.4**	**904.9**	**817.1**	**893.5**	**1,072.2**	**1,326.9**	**2,155.0**	**3,404.0**	**4,109.8**
YoY	*102.8%*	*70.2%*	*34.0%*	*46.5%*	*10.5%*	*1.0%*	*22.6%*	*46.6%*	*13.0%*	*58.0%*	*20.7%*
QoQ	*19.7%*	*19.7%*	*-1.2%*	*3.5%*	*-9.7%*	*9.4%*	*20.0%*	*23.8%*			
영업이익	**117.3**	**20.8**	**-26.5**	**-13.6**	**21.2**	**27.7**	**38.6**	**45.1**	**-156.9**	**98.0**	**132.7**
OPM	*15.9%*	*2.4%*	*-3.0%*	*-1.5%*	*2.6%*	*3.1%*	*3.6%*	*3.4%*	*-7.3%*	*2.9%*	*3.2%*
YoY	*흑전*	*흑전*	*적전*	*적전*	*-81.9%*	*33.0%*	*흑전*	*흑전*	*-71.9%*	*-162.5%*	*35.3%*
QoQ	*42.2%*	*-82.2%*	*적전*	*적지*	*흑전*	*30.4%*	*39.4%*	*16.9%*			
당기순이익	**-65.3**	**52.9**	**-32.7**	**7.8**	**-5.8**	**-0.8**	**7.8**	**12.8**	**-534.7**	**-37.3**	**14.0**
지배순이익	**-65.4**	**53.4**	**-34.1**	**8.9**	**-5.8**	**-0.7**	**7.7**	**12.8**	**-533.5**	**-37.2**	**14.0**
NPM	*-8.8%*	*6.0%*	*-3.9%*	*1.0%*	*-0.7%*	*-0.1%*	*0.7%*	*1.0%*	*-24.8%*	*-1.1%*	*0.3%*
YoY	*적지*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*적지*	*적전*	*흑전*	*43.9%*	*적지*	*적지*	*흑전*
QoQ	*적지*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*적전*	*적지*	*흑전*	*65.7%*			

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 6. **엘앤에프 Peer Group Table** (단위: 백만달러)

		포스코퓨처엠	에코프로비엠	엘앤에프	코스모신소재	Easpring	Ronbay	Umicore	Sumitomo	합산/평균
시가총액		11,094.9	7,018.6	2,225.8	791.2	2,579.2	1,806.3	4,539.1	10,941.0	**40,996.0**
주가수익률	1M	-3.2	-20.0	-20.8	-22.4	-14.8	-18.5	-21.4	-27.2	
	3M	4.5	-18.7	-28.8	-17.3	-24.0	-37.3	-29.9	-34.7	
	6M	-28.7	-53.9	-53.6	-37.0	-45.0	-49.8	-33.1	-32.4	
	1Y	-17.3	-39.5	-40.5	-35.4	-49.8	-49.0	14.7	37.2	
매출액	2024	2,713.5	2,029.2	1,398.9	417.8	1,054.6	2,095.6	16,068.4	10,460.1	**36,238.2**
	2025	2,068.2	1,781.7	1,516.6	321.1	1,444.0	1,707.5	21,900.7	11,569.9	**42,309.7**
	2026E	2,396.7	1,817.5	2,525.7	-	3,202.3	3,027.1	4,159.8	13,458.2	**30,587.3**
	2027E	3,052.7	2,349.1	2,993.5	-	4,248.9	3,860.5	9,149.5	13,400.1	**39,054.2**
영업이익	2024	0.5	-25.0	-409.7	18.3	54.9	75.9	-1,365.1	-74.9	**-1,725.1**
	2025	23.1	100.9	-110.4	1.7	89.1	-7.4	1,150.9	1,114.6	**2,362.4**
	2026E	94.1	43.4	96.4	-	176.9	60.8	811.1	1,392.0	**2,674.7**
	2027E	119.2	97.0	138.6	-	245.4	125.5	819.2	1,327.7	**2,872.6**
EBITDA	2024	135.6	55.4	-363.3	-	109.2	162.7	-1,056.6	365.4	**-591.5**
	2025	165.9	150.7	-50.4	11.9	149.9	97.8	1,453.6	1,402.5	**3,382.0**
	2026E	265.9	132.3	153.7	-	259.6	216.0	1,134.6	1,859.6	**4,021.7**
	2027E	334.6	219.6	211.8	-	341.9	288.7	1,137.0	1,835.5	**4,369.1**
당기순익	2024	-155.7	-70.8	-277.2	12.9	65.5	41.1	-1,600.9	108.2	**-1,876.8**
	2025	22.7	27.7	-375.5	-0.4	88.0	-26.1	434.7	930.4	**1,101.5**
	2026E	42.5	-7.7	-60.6	4.1	143.0	52.3	469.3	1,463.0	**2,105.8**
	2027E	54.0	18.5	40.5	27.8	199.3	91.2	477.1	1,543.3	**2,451.7**
PER	2024	-	-	-	94.8	43.2	50.4	-	54.1	**60.6**
	2025	-	-	-	94.8	43.2	50.4	-	11.3	**50.0**
	2026E	258.6	-	-	173.2	17.7	37.9	9.2	7.0	**83.9**
	2027E	202.1	300.1	52.9	26.0	12.9	19.7	9.2	6.6	**78.7**
PBR	2024	3.7	6.3	3.8	3.4	1.5	1.2	1.2	0.5	**2.7**
	2025	4.1	8.3	5.4	2.8	2.1	3.1	1.9	0.9	**3.6**
	2026E	3.6	4.4	4.4	1.9	1.1	1.5	1.6	0.7	**2.4**
	2027E	3.5	4.3	4.1	1.8	1.0	1.4	1.5	0.7	**2.3**
EV/EBITDA	2024	77.1	164.6	-	47.3	19.8	17.1	-	9.2	**55.9**
	2025	86.0	77.2	-	89.2	26.7	46.1	4.4	11.5	**48.7**
	2026E	53.5	64.7	22.6	-	11.3	10.8	5.3	9.1	**25.3**
	2027E	43.3	40.4	16.5	-	9.0	8.2	5.3	9.7	**18.9**
ROE	2024	-8.0	-6.3	-41.7	-	3.6	3.5	-52.9	0.9	**-14.4**
	2025	0.1	2.3	-77.0	-0.1	4.5	-2.3	18.4	7.2	**-5.9**
	2026E	1.4	-0.4	-13.9	-	6.2	3.4	16.8	12.0	**3.7**
	2027E	1.7	1.3	2.2	-	8.1	6.9	15.4	11.2	**6.7**
배당성향	2024	-	-	-	-	21.5	88.1	-	173.4	**-8.9**
	2025	529.6	24.8	-	-	24.4	-	31.3	34.4	**-38.5**
	2026E	39.3	-	-	-	27.6	14.9	28.6	34.8	**45.6**
	2027E	30.7	56.0	0.0	-	25.9	17.2	31.1	35.0	**32.0**

주1: 2026/11/19일 종가
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,907	2,155	3,404	4,110	5,394
매출원가	2,371	2,226	3,210	3,876	5,071
매출총이익	-463	-71	194	234	324
판매비와관리비	95	86	96	101	119
영업이익	-559	-157	98	133	205
영업이익률	-29.3	-7.3	2.9	3.2	3.8
EBITDA	-495	-72	196	249	322
영업외손익	39	-411	-139	-115	-111
관계기업손익	0	-4	0	0	0
금융수익	258	47	28	27	28
외환관련이익	60	50	41	41	41
금융비용	-244	-430	-163	-152	-150
외환관련손실	76	16	1	1	1
기타	25	-23	-4	11	11
법인세비용차감전순손익	-520	-568	-41	18	94
법인세비용	139	33	4	-4	-21
계속사업순손익	-381	-535	-37	14	73
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-381	-535	-37	14	73
당기순이익률	-20.0	-24.8	-1.1	0.3	1.4
비지배지분순이익	-3	-1	0	0	0
지배지분순이익	-378	-534	-37	14	73
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	2	2	2
포괄순이익	-384	-512	-15	37	96
비지배지분포괄이익	-3	-1	0	0	0
지배지분포괄이익	-381	-511	-15	37	96

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,090	1,347	1,249	1,364	1,646
현금및현금성자산	280	383	46	45	252
매출채권 및 기타채권	214	339	390	467	555
재고자산	575	595	783	822	809
기타유동자산	21	29	29	30	30
비유동자산	1,710	1,787	1,861	1,872	1,863
유형자산	1,260	1,326	1,402	1,415	1,409
관계기업투자금	136	132	133	133	133
기타비유동자산	314	329	326	323	320
자산총계	2,800	3,134	3,109	3,236	3,509
유동부채	1,552	2,060	2,042	2,124	2,293
매입채무 및 기타채무	212	405	593	700	893
차입금	813	781	754	726	699
유동성채무	64	182	0	0	0
기타유동부채	463	693	696	698	701
비유동부채	524	397	427	457	487
차입금	502	379	409	439	469
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	18	18	18	18
부채총계	2,076	2,457	2,469	2,581	2,780
지배지분	714	673	637	651	725
자본금	18	20	20	20	20
자본잉여금	702	693	693	693	693
이익잉여금	-23	-76	-113	-99	-26
기타자본변동	16	36	37	37	37
비지배지분	10	4	4	4	4
자본총계	723	677	640	655	729
순차입금	1,570	1,654	1,814	1,821	1,619

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-10,416	-14,393	-917	345	1,796
PER	NA	NA	NA	380.4	73.0
BPS	19,667	18,157	15,692	16,001	17,808
PBR	4.1	5.2	4.6	4.5	4.1
EBITDAPS	-13,651	-1,930	4,834	6,118	7,908
EV/EBITDA	NA	NA	24.4	19.2	14.3
SPS	52,570	58,131	83,921	101,015	132,586
PSR	1.5	1.6	0.9	0.7	0.5
CFPS	-12,602	-4,467	8,885	10,604	12,469
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	281	-29	395	374	563
당기순이익	-381	-535	-37	14	73
비현금항목의 가감	-77	369	398	417	434
감가상각비	63	85	98	116	117
외환손익	26	-8	0	0	0
지분법평가손익	0	4	0	0	0
기타	-166	288	300	301	317
자산부채의 증감	776	209	130	40	169
기타현금흐름	-38	-73	-95	-97	-113
투자활동 현금흐름	-240	-138	-156	-111	-93
투자자산	-49	-14	0	0	0
유형자산	-208	-137	-171	-127	-108
기타	17	14	16	16	16
재무활동 현금흐름	-20	273	-89	93	93
단기차입금	91	-27	-27	-27	-27
사채	0	197	0	0	0
장기차입금	89	30	30	30	30
유상증자	3	-100	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-203	174	-91	90	90
현금의 증감	38	103	-336	-1	207
기초 현금	241	280	383	47	45
기말 현금	280	383	47	45	252
NOPLAT	-409	-148	88	103	160
FCF	-556	-202	15	93	169

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-58.9	13.0	58.0	20.7	31.3
영업이익 증가율	적지	적지	흑전	35.3	54.5
순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	420.8
수익성					
ROIC	-17.6	-7.5	4.4	5.0	7.9
ROA	-18.2	-5.3	3.1	4.2	6.1
ROE	-41.7	-77.0	-5.7	2.2	10.6
안정성					
부채비율	287.1	363.1	385.8	394.3	381.6
순차입금비율	217.0	244.4	283.4	278.2	222.3
이자보상배율	-5.3	-1.3	1.0	1.4	2.2

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

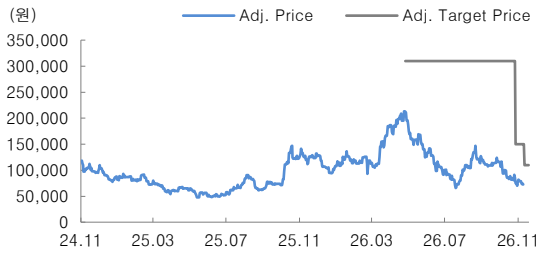
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김귀연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엘앤에프(066970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.11.21	26.11.06	26.05.26	26.05.22	26.05.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	150,000	310,000	310,000	310,000
괴리율(평균,%)		(49.22)	(62.89)	(44.89)	(44.54)
괴리율(최대/최소,%)		(45.20)	(31.94)	(31.94)	(31.94)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20261117)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상