

## 엘앤에프 066970

## 2026 Investor Day: 비중국 LFP First Mover

## 국내 3개사 중 2개사(삼성SDI, SK온) LFP 수주 확보

9월 17일 Investor Day 및 장마감 후 SK온향 LFP 양극재 공급계약 1,617억원(연 5,000톤 규모)이 공시됐다. 3월 삼성SDI 1.6조원(연 3.8만톤 규모)에 이은 두 번째 국내 셀사 계약으로 누적 LFP 수주는 1.8조원이다. 특히 금번 수주 금액은 최소 구매 의무 수량에 근거한 만큼 SK온 서산 공장 수요가 7,500톤인 점을 감안 시 상향 가능성이 높다. Investor Day에서의 주된 내용이 LFP 양극재였던 것에 부합하는 수주 공시였다. 기확보한 LFP 12만톤 CAPA 부지 중 3만톤은 9월부터 양산 판매 중이며 추가 3만톤은 2Q27부터 가동될 예정이다. 한편, 2030F 가이던스는 매출 8.0조원(26년 대비 2.3배), 영업이익 5,200억원(3.7배, OPM 6.5%)을 제시했다. 이는 평가 상승 없이 물량 효과만 반영된 숫자로 추정한다. NCM 출하는 2026년 9.5만톤에서 2030년 18.5만톤으로 1.9배, LFP는 0.5만톤에서 10.7만톤으로 늘어난다.

## 중국 대비 생산성 우위 확보, EV와는 다른 ESS의 수주 가시성

중국 대비 LFP 경쟁력은 라인당 생산성에서 확보됐다. 전용 신축 라인에 하이니켈 소성 노하우를 적용해 생산성이 중국보다 20% 높다. 6만톤 투자비 4,700억원의 감가비 부담은 평가의 6% 수준이라 영향이 제한적이다. 남은 우려는 EV 발 NCM 사이클처럼 수주가 출하로 이어지지 않는 경우다. 하지만 이번은 다르다. 수요자가 개인이 아닌 데이터센터 기업과 유틸리티/정부다. 대개 프로젝트 파이낸싱을 마친 뒤 발주한다. 자체적으로도 수주 단계에서 최종 고객까지 확인해 셀사 간 중복 수주를 최소화 노력 중이다. 여기에 Non-PFE 비중국 요건이 더해져 수요를 지탱한다. AMPC와 ITC 요건이 2030년 85%와 75%로 강화돼 국내 셀사는 북미 ESS용 양극재를 중국산으로 채울 수 없기 때문이다. 2028년 적격 양극재 수요가 32만톤인 점을 생각할 때 증설은 필연적이다.

## 3Q26F는 환율 하락으로 소폭 적자전환

3Q26F 매출액 9,841억원, 영업적자 88억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 환율이 2분기 1,502원에서 1,415원으로 하락하며 발생한 원가 레깅이 주요하다. 4Q26F는 레깅이 해소되며 흑자 전환을 예상한다. 목표주가 35만원을 유지한다.

## Financial Data

| (십억원)        | 2024    | 2025    | 2026F  | 2027F | 2028F |
|--------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| 매출액          | 1,907   | 2,155   | 3,469  | 4,509 | 5,412 |
| 영업이익         | -559    | -157    | 139    | 209   | 319   |
| 영업이익률(%)     | -29.3   | -7.3    | 4.0    | 4.6   | 5.9   |
| 세전이익         | -520    | -568    | -122   | 134   | 220   |
| 지배주주지분순이익    | -378    | -534    | -12    | 0     | 0     |
| EPS(원)       | -10,412 | -14,228 | -317   | 0     | 0     |
| 증감률(%)       | 적지      | 적지      | 적지     | 적지    | 적지    |
| ROE(%)       | -41.7   | -77.0   | -1.7   | n/a   | n/a   |
| PER(배)       | -7.8    | -6.7    | -351.4 | n/a   | n/a   |
| PBR(배)       | 4.1     | 5.7     | 6.0    | 6.0   | 6.0   |
| EV/EBITDA(배) | -9.1    | -76.7   | 30.1   | 21.1  | 14.4  |

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

최태용 자동차·2 차전지

02-709-2657

tyc@ds-sec.co.kr

2026.09.18

## 매수

|             |          |
|-------------|----------|
| 목표주가(유지)    | 350,000원 |
| 현재주가(09/17) | 111,300원 |
| 상승여력        | 214.5%   |

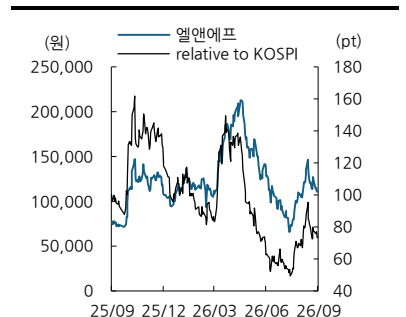
## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| KOSPI        | 6,715.4pt |
| 시가총액(보통주)    | 4,528십억원  |
| 발행주식수        | 40,686천주  |
| 액면가          | 500원      |
| 자본금          | 20십억원     |
| 60일 평균거래량    | 485천주     |
| 60일 평균거래대금   | 53,128백만원 |
| 외국인 지분율      | 17.0%     |
| 52주 최고가      | 225,000원  |
| 52주 최저가      | 63,000원   |
| 주요주주         |           |
| 새로닉스(외 19인)  | 25.1%     |
| 국민연금공단(외 1인) | 9.9%      |

## 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 1.5   | 5.2   |
| 3M  | -20.8 | 3.4   |
| 6M  | 1.1   | -18.0 |

## 주가차트



## 1. 개요: 수주로 확인된 비(非)중국 LFP First Mover 지위

### SK온향 LFP 양극재 1,617억원 수주, 3년 최소구매 계약에 2031년 연장 옵션

국내 셀사 2곳 확보  
최소구매는 하한  
실제 공급은 상회 가능

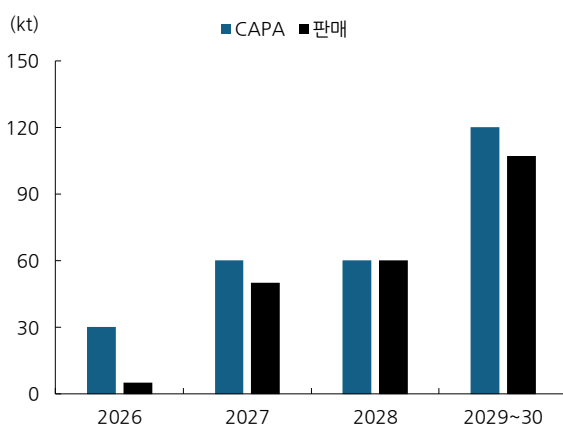
9월 17일 장마감 후 SK온향 LFP 양극재 공급계약 1,617억원이 공시됐다. 2025년 매출 대비 7.5% 규모다. 계약기간은 2026년 9월부터 2028년 말까지 2.3년이며 2031년까지 3년 연장 옵션이 부여됐다. 계약금액은 최소 구매 의무 수량에 최근 판가를 적용한 값이고 판가는 원재료 가격에 연동된다. 총 약 1.2만톤(1.4만원/kg 기준)으로 연간 5,000톤 규모다. SK온 서산공장 ESS용 3GWh 라인과 조지아 공장에 우선 투입된다. 서산 3GWh 소요만 해도 연 7,500톤이라 실제 공급량은 의무 물량을 초과할 가능성이 높다. 3월 삼성SDI 1.6조원(총 11.5만톤, 연평균 3.8만톤)에 이어 SK온까지 누적 LFP 수주는 1.8조원(총 13만톤)으로 국내 셀사 두 곳을 고객으로 확보했다는 점은 고무적이다.

### 가동 CAPA 3만톤 시점에 이미 계약 물량 연 4만톤 이상 확보

가동 3만톤에 계약 4만톤,  
수주가 CAPA보다 선행  
12만톤 부지까지 확장엔  
향후 수주를 주목

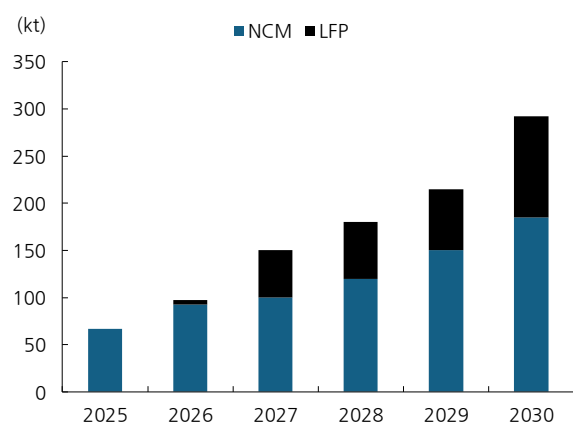
계약 물량은 이미 가동 CAPA를 넘어섰다. 현재 가동 CAPA는 3만톤인데 삼성SDI와 SK온 두 계약만으로 연 4만톤을 넘어 2단계 6만톤의 70% 이상을 확보했다. NCM 사이클에서는 증설이 끝난 뒤에야 고객을 확보했으나 LFP는 그 서순이 반대인 셈이다. 중국 밖에서 LFP 양극재를 대량 양산하는 업체는 현재 엘앤에프가 유일하기 때문이다. 이번 2026 Investor Day에서는 2Q27 LFP 3만톤 추가 가동 및 총 12만톤에 대응하는 부지 확보를 재확인했다. 현 3만톤의 양산 출하는 9월부터 시작된다. 이를 바탕으로 출하 가이드선은 2027년 NCM 10만톤+와 LFP 5만톤, 2030년 29만톤이며 2026년 대비 매출 2.3배, 영업이익 3.7배를 제시했다. 향후 주요 관전 포인트는 총 12만톤에 이르는 부지를 채울 추가 수주와 그 경쟁력이다.

그림1 LFP CAPA 및 출하 가이드선



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림2 NCM, LFP 출하 가이드선



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

## 2. LFP 경쟁력: 라인당 생산성 중국 대비 +20%

### 전용 신축 라인과 하이니켈 소성 노하우로 중국 대비 생산성 우위 실현

에너지비 열위를  
생산성 +20%로 상쇄  
4세대 판가 인상폭  
축소해 가격경쟁력 확보

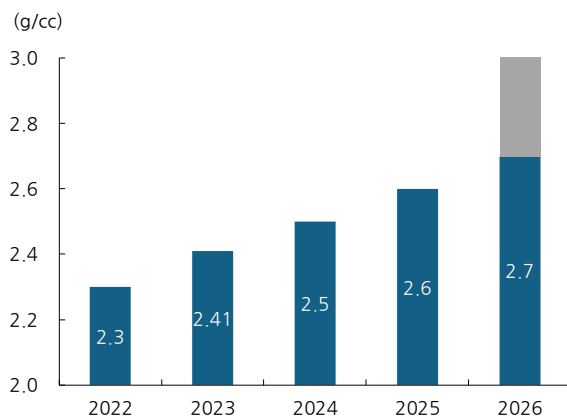
LFP 경쟁력의 핵심은 라인당 생산성이다. LFP 가공비의 30% 이상이 에너지비다. LNG가 싼 중국이 유리할 수밖에 없다. 국내 생산으로는 동일 라인 기준 생산성 제고가 원가 격차 해소의 열쇠다. 가동 중인 LFP 라인당 생산량은 연 1.5만톤으로 설계 당시 중국 표준 1만톤의 1.5배다. 소성도 중국은 2회 반복하는 것과 달리 하이니켈 노하우를 바탕으로 80m 소성로 한 과정으로 끝낸다. 소성로 2대분을 1대로 대체하는 구조다. 또한 소성로와 건조기에는 폐열 회수기를 달아 LNG 사용량을 줄였고 창고도 연내 자동화가 완료된다. 이렇게 확보된 라인당 생산성이 중국 대비 20% 높은 것으로 파악된다. 같은 설비와 인력으로 1.2배 생산시 산술적으로 톤당 감가상각과 인건비는 17% 절감된다. 이를 통해 현재 ESS향 공급 중인 3세대 LFP 대비 개선된 원가 경쟁력을 바탕으로 4세대 LFP(2028년 예정) 판가의 인상폭을 줄여 중국과의 가격 격차 축소가 가능하다.

### NCM 설비로는 대응이 안 되는 공정 규격이기에 구축한 전용 라인

LFP 라인은  
NCM 전환으로 대체 제한,  
마진은 가공비가 결정  
감가 부담은 판가의 6%

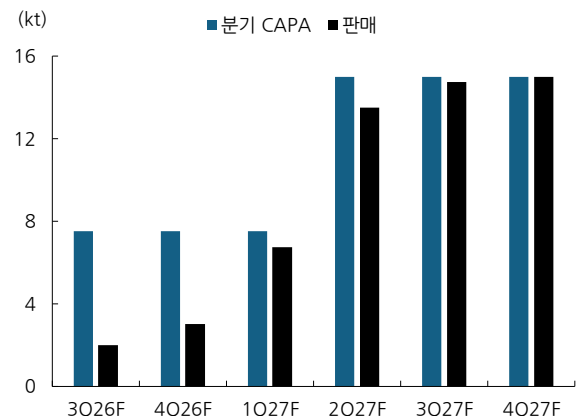
전용 라인을 신축한 이유는 NCM 설비를 그대로 쓸 수 없기 때문이다. LFP 분말은 입자가 1 $\mu$ m로 NCM의 1/10 수준이다. 미세 분말은 입자 사이 공극이 많아 무게당 부피(비체적)가 NCM의 2배 이상이다. NCM 탱크에는 100kg 대신 50kg만 들어갈 처리량이 절반으로 줄어든다는 의미다. 한편, 소성은 산화를 막기 위해 질소를 채운 소성로에서 800℃로 약 22시간 진행된다. 시간이 정해져 있어 시간당 처리량은 소성로에 동시에 들어가는 용기 수, 즉 길이에 비례한다. NCM용 50m로는 처리량이 떨어지고 냉각 구간도 나오지 않아 80m가 필요하다. 카본 타르를 태우는 소각로, 습식 공정에 따른 Spray Dryer와 폐수 설비도 NCM 라인에는 없다. 투자 부담은 크지 않다. 6만톤 투자비 4,700억원을 10년 정액 상각 시 감가상각비는 판가의 6%에 불과하다. 상술한 가공비가 핵심인 이유와 일맥상통한다.

그림3 LFP 압축밀도 개발 로드맵



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림4 분기별 LFP CAPA 및 출하 추정



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

### 3. 수요 환경: 안정적인 수요자, 높아질 공급자 협상력

#### EV와 달리 ESS 수주의 출하 가시성이 높을 수밖에 없는 이유

ESS는 PF 완료 후 발주해  
낮은 계약 불이행 위험,  
엔드유저도 검증해  
중복 수주 차단 노력

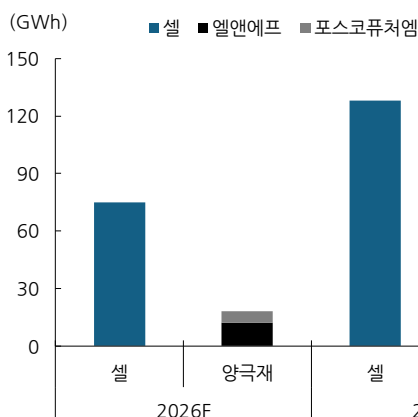
LFP 수주는 NCM 사이클 때보다 실제 출하로 이어질 가능성이 높다. NCM 때는 2020~2022년 EV 계약이 쏟아졌다. 그러나 캐즘으로 EV 판매가 둔화되자 바인딩 계약에도 불구하고 매출은 2022년 3.9조원에서 2024년 1.9조원으로 줄었다. 최종 수요가 없으면 결국 물량이 나오지 않는다는 의미다. ESS는 다르다. 기간 산업인 만큼 수요자가 데이터센터 기업과 유틸리티/정부다. 이들은 프로젝트 자금 조달을 끝낸 뒤 발주한다. 보조금이나 소득에 따라 수요가 좌우되지 않는다는 점이 핵심이다. 또한 수주 시 셀사 너머의 최종 고객이 누구인지 확인해 셀사 간 중복 공급을 최소화한다. NCM 때 수요를 부풀린 원인을 프로세스로 방지한 셈이다. 한편, 셀사도 중국산으로 대체할 수 없다. 최소 구매 의무와 연장 옵션이 포함된 SK온 수주가 이런 구조다. 기수주를 포함한 ESS향 물량은 가시성이 높은 이유다.

#### Non-PFE가 보장하는 국내 셀사 양극재 수요 32만톤

Non PFE 양극재  
전환 기점 2028년~  
수요 대비 부족한 공급,  
공급자 협상력 상승

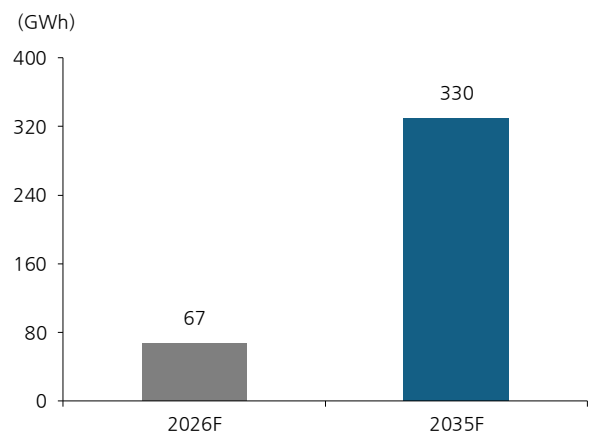
국내 셀사는 북미 ESS용 LFP 양극재를 중국산으로 채울 수 없다. 미국 세액공제가 비중국산 비중을 요구하기 때문이다. AMPC는 셀 재료비 중 비중국산이 2026년 60%를 시작으로 2030년 85% 이상이어야 한다. ITC는 55%에서 75%로 오른다. 양극재만으로 재료비의 30%를 넘기 때문에 2028년 중국산 허용 한도가 30%로 줄면 중국산 양극재로는 기준을 못 맞춘다. 양극재를 비중국산으로 바꿔야 하는 기점이 사실상 2028년이다. 국내 셀사의 북미 ESS용 LFP CAPA는 2026년 75GWh에서 2028년 128GWh로 늘어난다. 양극재 환산 32만톤이다. 6만톤 체제로는 20%를 공급할 뿐이므로 공급자 협상력이 높아질 것으로 예상된다. 고객사는 이미 중국계 해외법인까지 거르고 있어 국내 셀사 다음은 해외 OEM과 방산으로 확대가 기대된다.

그림5 한국 LFP 셀 수요 및 양극재 CAPA 비교



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림6 북미 ESS 신규 설치 전망



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

## 4. 기타: 공급망 내재화, 46파이, 소듐, 전고체

전구체 내재화(27년~)로  
비중국 요건 대응,  
46파이 시장은  
4.2배 성장 기대(30년)

### 전구체 자회사 내년 4만톤 양산, 46파이는 2~3개 고객사에서 공급 확대

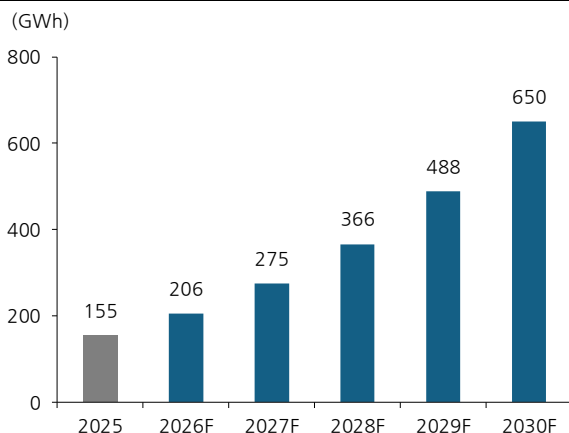
공급망 내재화는 자회사 3곳이 맡는다. 전구체 합작사 LLBS는 400억원 이상을 투자해 내년 4만톤 양산에 들어간다. 비중국 요건을 맞추는 NCM 전구체 공급원이다. 리사이클 전처리를 맡는 JHC는 올해 흑자로 돌아섰고 후처리인 CIS케미칼에 투자했다. 합작사 재무 부담은 내년부터 줄어든다. LFP 전구체는 자체 개발이 끝났고 철이 풍부하고 인건비가 낮은 인도에서 2027~2028년 양산이 목표다. 인광석 매장량이 가장 많은 모로코도 개발 중이다. 전구체를 아예 쓰지 않는 무전구체 LFP는 2028년 1개 라인에 먼저 적용한다. 46파이 양극재는 2025년 국내 최초로 양산 라인에 투입한 뒤 2026년 공급을 늘린다. 46파이를 시작한 2~3개 고객사에서 활용이 확대되는 단계다. 이에 46파이 시장은 2025년 155GWh에서 2030년 650GWh로 4.2배 성장하고 전방 고객사 수주는 440GWh를 넘을 전망이다. 한편, 로보틱스는 48V 구동에 셀 12개 직렬이 필요해 대형 셀보다 원통형이 유리하다는 관점이다.

NFPP는 LFP 라인 필요,  
라인 보유 여부가  
경쟁 우위로  
상업화는 '29~'30

### 소듐은 LFP 라인이 있어야 하는 NFPP가 주류, 전고체는 기존 라인 활용

소듐이온 양극재는 세 계열 중 NFPP가 유력하다. 프리시안 계열은 에너지밀도가 낮아 퇴출 추세다. NFM은 NCM과 같은 층상계라 NCM 라인을 전환해 만들 수 있으나 모빌리티에서 LFP와 겹쳐 동력이 약하다. 고객사 수요는 소듐이 들어간 LFP 구조인 NFPP에 있다. 환원 공정이라 LFP 전용 라인이 있어야 만들 수 있다. LFP 양산 라인을 보유한 것이 소듐 진입의 우위다. 다만 소듐은 밀도가 LFP보다 낮다. 강점은 부피와 가격이라 ESS부터 점진적으로 진입하고 EV는 단기적으로는 어렵다. 로드맵은 소듐 2029년, 전고체 2030년이다. 전고체용 양극재는 2017년부터 국내외 OEM과 셀사 10여 곳과 개발해 왔다. 기존 양극재 라인을 활용하는 방향이며 니켈 함량을 70%에서 90%까지 높인다. 현행 과제는 고체 전해질과의 계면 안정화와 점접촉을 보완하는 입자 형상 설계 부분이다.

그림7 46파이 원통형 배터리 시장 성장 전망



자료: SNE리서치, 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

그림8 소듐이온 양극재 NFM vs NFPP 비교

| 구분    | NFM(층상계)                | NFPP(다중음이온계)          |
|-------|-------------------------|-----------------------|
| 구조    | NCM과 같은 층상 구조           | 소듐이 들어간 LFP 구조        |
| 공정    | 산화 반응<br>NCM 라인 전환 가능   | 환원 반응<br>LFP 전용 라인 필요 |
| 원가 속  | Ni 저감, 조성 최적화           | 무전구체 공법               |
| 성능 강점 | 고에너지, 고전압               | 장수명, 부피·가격            |
| 과제    | 모빌리티에서 LFP와 겹쳐 수요 동력 약함 | 밀도 LFP보다 낮음<br>고밀도화   |
| 적용 시장 | EV, 모빌리티                | ESS, 원가 민감 용도         |
| 고객 관심 | 낮음                      | 높음, ESS부터 점진          |
| 진입 우위 | 기존 NCM 라인               | LFP 양산 라인 보유          |

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

## 5. 실적 전망: 수주로 가시화될 비중국 LFP First Mover 지위

### 2030년 매출 2.3배, 영업이익 3.7배 성장 가이던스 제시

매출 2.3배 = 물량만  
평가 상승 미반영  
OPM 6.5%까지  
점진적 상승 기대

2030F 중장기 매출액 8.0조원, 영업이익 5,200억원(OPM은 6.5%)으로 전망한다. 2026년 대비 매출 2.3배, 영업이익 3.7배 가이던스를 2026F 추정에 적용했다. 평가 상승 없이 물량 가이던스만 반영한 값이다. NCM 출하는 2026년 9.5만톤에서 2030년 18.5만톤으로 1.9배, LFP는 0.5만톤에서 10.7만톤으로 늘어난다. 여기에 LFP 판가를 NCM의 1/3 수준, NCM 판가를 2026년 이후 Flat으로 가정 시 2.3배로 산출 가능하다. LFP 출하 비중 37%는 매출 비중 17%로 대응된다. OPM은 도급 비중 95%, 2028년부터 연 250억원의 원가 절감, NCM 추가 CAPEX 부재 등으로 개선된다. 부채비율 목표는 2030년 150% 미만이다.

### 3Q26 환율 영향으로 실적 부진 예상

3Q 적자 = 환율 레깅  
4Q 흑자 전환

3Q26F 매출액 9,841억원(+11.2% QoQ, +50.9% YoY), 영업이익 88억원(적전 QoQ, 적전 YoY)으로 컨센서스 영업이익 340억원을 하회할 전망이다. 전분기말 가이던스는 하이니켈 출하 +7% QoQ, 미드니켈 -38% QoQ에 LFP 2,000톤이 새로 더해져 전체 출하는 +10% QoQ였다. 여기에 달러 평가는 리튬 도급단가 상승으로 +8% QoQ였다. 다만 환율이 2분기 평균 1,502원에서 1,415원으로 내려 원화 평가 상승폭은 +1.8% QoQ로 감소가 불가피하다. 이에 원가 레깅에 따라 적자 전환이 예상된다. 평가는 환율에 바로 연동되는 반면 원가에는 전분기 환율로 매입한 재고가 남는 영향이다. 환율 하락에 따른 재고평가손실 등은 반영하지 않았다.

표1 엘앤에프 실적 추정 Table

| (십억원, %, %p) | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 1Q26        | 2Q26       | 3Q26F       | 4Q26F       | 2025         | 2026F        | 2027F        | 증감률         |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| ASP (천원/kg)  | 32           | 32           | 30           | 29           | 31          | 35         | 35          | 35          | 46           | 34           | 30           | (25.0)      |
| 출하량 (kt)     | 11           | 16           | 22           | 21           | 24          | 25         | 28          | 24          | 47           | 101          | 150          | 114.6       |
| <b>매출액</b>   | <b>365</b>   | <b>520</b>   | <b>652</b>   | <b>618</b>   | <b>740</b>  | <b>885</b> | <b>984</b>  | <b>860</b>  | <b>2,155</b> | <b>3,469</b> | <b>4,509</b> | <b>61.0</b> |
| NCM          | 365          | 520          | 652          | 618          | 740         | 885        | 956         | 818         | 2,155        | 3,399        | 3,816        | 57.7        |
| LFP          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           | 0          | 28          | 42          | 0            | 69           | 694          | N/A         |
| <b>영업이익</b>  | <b>(140)</b> | <b>(121)</b> | <b>22.1</b>  | <b>82.5</b>  | <b>117</b>  | <b>21</b>  | <b>(9)</b>  | <b>10</b>   | <b>(157)</b> | <b>139.3</b> | <b>208.6</b> | <b>흑전</b>   |
| OPM          | (38.4)       | (23.3)       | 3.4          | 13.3         | 15.9        | 2.4        | (0.9)       | 1.2         | (7.3)        | 4.0          | 4.6          | 11.3        |
| <b>당기순이익</b> | <b>(111)</b> | <b>(113)</b> | <b>(118)</b> | <b>(193)</b> | <b>(65)</b> | <b>53</b>  | <b>(45)</b> | <b>(29)</b> | <b>(535)</b> | <b>(86)</b>  | <b>94</b>    | <b>적지</b>   |
| NPM          | (30.5)       | (21.6)       | (18.1)       | (31.2)       | (8.8)       | 6.0        | (4.5)       | (3.4)       | (24.8)       | (2.5)        | 2.1          | 22.3        |
| <b>YoY</b>   |              |              |              |              |             |            |             |             |              |              |              |             |
| 매출액          | (42.6)       | (6.3)        | 85.5         | 69.1         | 102.8       | 70.2       | 50.9        | 39.2        | 13.0         | 61.0         | 30.0         | -           |
| 영업이익         | 적지           | 적지           | 흑전           | 흑전           | 흑전          | 흑전         | 적전          | (87.9)      | 적지           | 흑전           | 49.8         | -           |
| OPM          | (38.4)       | (23.3)       | 3.4          | 13.3         | 15.9        | 2.4        | (0.9)       | 1.2         | (7.3)        | 4.0          | 4.6          | -           |
| 지배순이익        | 적지           | 적지           | 적지           | 적지           | 적지          | 흑전         | 적지          | 적지          | 적지           | 적지           | 흑전           | -           |

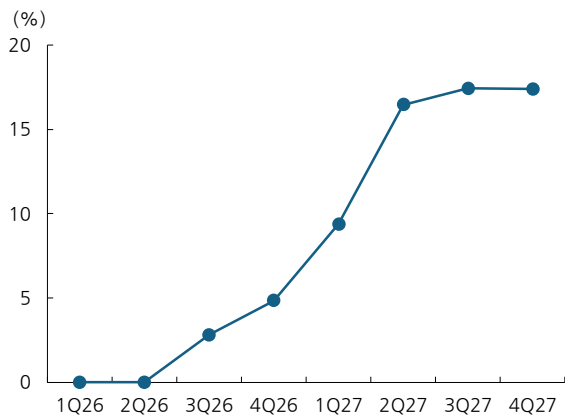
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

## 2027년 이후 추가 6만톤 증설은 자회사 차입 등 다방면적 접근 가능

1단계 자원 확보  
2단계 4,700억 별도,  
CB 희석 4% 제한적

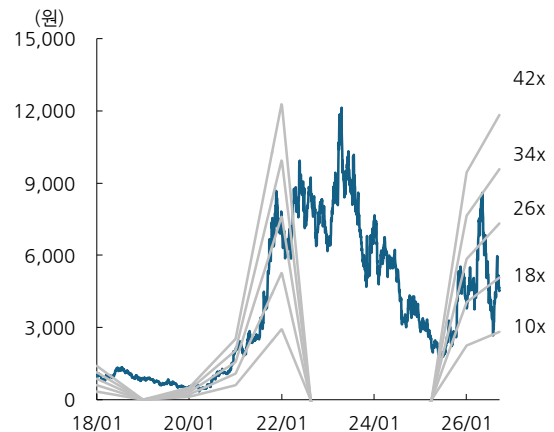
LFP 투자는 두 단계로 나뉜다. 1단계는 가동 개시한 3만톤에 건설 중인 3만톤을 더한 6만톤으로 2027년 2분기에 완공된다. 2단계는 부지 내 잔여 6만톤으로 12만톤 체제를 만드는 증설이며 구체적 시점은 아직 미확정이다. 1단계 자원은 이미 확보됐다. 자체 출자 2,000억원과 국민성장펀드 2,200억원이 투입되었으며 잔여 소요는 약 500억원이다. NCM 관련 추가 CAPEX는 없다. 검토 중인 3,000억원 전환사채는 증설 자금이 아니다. 영구CB 1,200억원과 일반CB 1,800억원 구조이며 용도는 EB 리파이낸싱, 운전자금, LFP 원료 구매다. 2Q26말 기준 부채비율 372.7%는 영구CB로 EB 상황과 함께 320%대로 낮아질 수 있다. 여기에 BW 잔여 28% 행사 시 300% 미만까지 가능하다. 전환사채로 인한 희석도 제한적이다. 일반CB 1,800억원은 현재 주가 기준으로 전환 시 약 160만주, 발행주식의 4% 수준이다. 한편, 2단계 6만톤 증설 소요는 1단계 단가 기준 약 4,700억원으로 추산된다. LFP 사업 자회사 엘앤에프플러스는 부채비율이 100% 수준이라 단독 차입이 우선적인 수단이다. 다만 차입만으로는 부족할 수 있어 다방면적인 접근이 필요해질 수 있다는 판단이다.

그림9 LFP 매출 비중 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 엘앤에프 EV/EBITDA(12m fwd.) Band Chart



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

## [ 엘앤에프 066970 ]

| 재무상태표 (십억원) |       |       |       |       |       | 손익계산서 (십억원)    |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |                | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산        | 1,090 | 1,347 | 1,549 | 1,243 | 739   | 매출액            | 1,907 | 2,155 | 3,469 | 4,509 | 5,412 |
| 현금 및 현금성자산  | 280   | 383   | 31    | 120   | 111   | 매출원가           | 2,371 | 2,226 | 3,210 | 4,138 | 4,908 |
| 매출채권 및 기타채권 | 214   | 339   | 612   | 345   | 211   | 매출총이익          | -463  | -71   | 259   | 372   | 505   |
| 재고자산        | 575   | 595   | 788   | 655   | 289   | 판매비 및 관리비      | 95    | 86    | 119   | 163   | 185   |
| 기타          | 21    | 29    | 119   | 123   | 128   | 영업이익           | -559  | -157  | 139   | 209   | 319   |
| 비유동자산       | 1,710 | 1,787 | 1,972 | 2,479 | 3,083 | (EBITDA)       | -495  | -72   | 220   | 307   | 447   |
| 관계기업투자등     | 184   | 197   | 203   | 211   | 220   | 금융손익           | -112  | -107  | -59   | -45   | -50   |
| 유형자산        | 1,260 | 1,326 | 1,509 | 2,001 | 2,591 | 이자비용           | 106   | 117   | 55    | 27    | 13    |
| 무형자산        | 17    | 15    | 14    | 11    | 7     | 관계기업등 투자손익     | 0     | -4    | -7    | -6    | -6    |
| 자산총계        | 2,800 | 3,134 | 3,521 | 3,722 | 3,822 | 기타영업외손익        | 151   | -299  | -195  | -24   | -43   |
| 유동부채        | 1,552 | 2,060 | 2,315 | 2,524 | 2,633 | 세전계속사업이익       | -520  | -568  | -122  | 134   | 220   |
| 매입채무 및 기타채무 | 212   | 405   | 602   | 838   | 974   | 계속사업법인세비용      | -139  | -33   | -36   | 40    | 66    |
| 단기금융부채      | 1,336 | 1,652 | 1,665 | 1,635 | 1,607 | 계속사업이익         | -381  | -535  | -86   | 94    | 154   |
| 기타유동부채      | 3     | 4     | 49    | 51    | 53    | 중단사업이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동부채       | 524   | 397   | 450   | 441   | 433   | 당기순이익          | -381  | -535  | -86   | 94    | 154   |
| 장기금융부채      | 519   | 389   | 441   | 432   | 423   | 지배주주           | -378  | -534  | -12   | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 5     | 8     | 9     | 9     | 10    | 총포괄이익          | -381  | -535  | -86   | 94    | 154   |
| 부채총계        | 2,076 | 2,457 | 2,765 | 2,965 | 3,066 | 매출총이익률 (%)     | -24.3 | -3.3  | 7.5   | 8.2   | 9.3   |
| 지배주주지분      | 714   | 673   | 753   | 753   | 753   | 영업이익률 (%)      | -29.3 | -7.3  | 4.0   | 4.6   | 5.9   |
| 자본금         | 18    | 20    | 20    | 20    | 20    | EBITDAMA진률 (%) | -26.0 | -3.3  | 6.3   | 6.8   | 8.3   |
| 자본잉여금       | 702   | 693   | 435   | 435   | 435   | 당기순이익률 (%)     | -20.0 | -24.8 | -2.5  | 2.1   | 2.8   |
| 이익잉여금       | -23   | -76   | 284   | 284   | 284   | ROA (%)        | -12.3 | -18.0 | -0.4  | n/a   | n/a   |
| 비지배주주지분(연결) | 10    | 4     | 3     | 3     | 3     | ROE (%)        | -41.7 | -77.0 | -1.7  | n/a   | n/a   |
| 자본총계        | 723   | 677   | 757   | 757   | 757   | ROIC (%)       | -16.7 | -5.4  | 4.2   | 5.7   | 9.0   |

| 현금흐름표 (십억원) |      |      |       |       |       | 주요투자지표 (원, 배) |         |         |        |         |         |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|
|             | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |               | 2024    | 2025    | 2026F  | 2027F   | 2028F   |
| 영업활동 현금흐름   | 281  | -29  | 191   | 680   | 759   | 투자지표 (x)      |         |         |        |         |         |
| 당기순이익(손실)   | -381 | -535 | -86   | 94    | 154   | P/E           | -7.8    | -6.7    | -351.4 | n/a     | n/a     |
| 비현금수익비용가감   | -77  | 369  | 449   | -47   | -28   | P/B           | 4.1     | 5.7     | 6.0    | 6.0     | 6.0     |
| 유형자산감가상각비   | 60   | 82   | 76    | 92    | 120   | P/S           | 1.5     | 1.8     | 1.3    | 1.0     | 0.8     |
| 무형자산상각비     | 3    | 3    | 5     | 7     | 7     | EV/EBITDA     | -9.1    | -76.7   | 30.1   | 21.1    | 14.4    |
| 기타현금수익비용    | -140 | 224  | 389   | -355  | -268  | P/CF          | n/a     | n/a     | 12.5   | 97.9    | 35.9    |
| 영업활동 자산부채변동 | 776  | 209  | -173  | 634   | 633   | 배당수익률 (%)     | n/a     | n/a     | n/a    | n/a     | n/a     |
| 매출채권 감소(증가) | 209  | -124 | -218  | 200   | 200   | 성장성 (%)       |         |         |        |         |         |
| 재고자산 감소(증가) | 589  | 73   | -66   | 200   | 300   | 매출액           | -58.9   | 13.0    | 61.0   | 30.0    | 20.0    |
| 매입채무 증가(감소) | -88  | 279  | 219   | 236   | 136   | 영업이익          | 적지      | 적지      | 흑전     | 49.8    | 53.0    |
| 기타자산 부채변동   | 66   | -19  | -107  | -3    | -3    | 세전이익          | 적지      | 적지      | 적지     | 흑전      | 64.4    |
| 투자활동 현금     | -240 | -138 | -271  | -553  | -731  | 당기순이익         | 적지      | 적지      | 적지     | 흑전      | 64.4    |
| 유형자산처분(취득)  | -208 | -137 | -220  | -491  | -590  | EPS           | 적지      | 적지      | 적지     | n/a     | n/a     |
| 무형자산 감소(증가) | -2   | -2   | -4    | -4    | -3    | 안정성 (%)       |         |         |        |         |         |
| 투자자산 감소(증가) | -33  | -14  | -52   | -48   | -127  | 부채비율          | 287.1   | 363.1   | 365.4  | 391.9   | 405.2   |
| 기타투자활동      | 3    | 16   | 5     | -10   | -10   | 유동비율          | 70.2    | 65.4    | 66.9   | 49.3    | 28.1    |
| 재무활동 현금     | -20  | 273  | -272  | -38   | -37   | 순차입금/자기자본(x)  | 217.0   | 244.6   | 273.9  | 257.1   | 253.3   |
| 차입금의 증가(감소) | 93   | 152  | -16   | -38   | -37   | 영업이익/금융비용(x)  | -5.3    | -1.3    | 2.5    | 7.8     | 24.2    |
| 자본의 증가(감소)  | 2    | 128  | -255  | 0     | 0     | 총차입금 (십억원)    | 1,856   | 2,041   | 2,105  | 2,067   | 2,030   |
| 배당금의 지급     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 순차입금 (십억원)    | 1,570   | 1,655   | 2,072  | 1,945   | 1,917   |
| 기타재무활동      | -115 | -7   | 0     | 0     | 0     | 주당지표(원)       |         |         |        |         |         |
| 현금의 증가      | 38   | 103  | -352  | 89    | -9    | EPS           | -10,412 | -14,228 | -317   | 0       | 0       |
| 기초현금        | 241  | 280  | 383   | 31    | 120   | BPS           | 19,660  | 16,727  | 18,514 | 18,514  | 18,514  |
| 기말현금        | 280  | 383  | 31    | 120   | 111   | SPS           | 52,552  | 53,554  | 85,259 | 110,841 | 133,036 |
| NOPLAT      | -405 | -114 | 101   | 146   | 223   | CFPS          | -12,598 | -4,115  | 8,928  | 1,137   | 3,101   |
| FCF         | 79   | -94  | -81   | 127   | 28    | DPS           | n/a     | n/a     | n/a    | n/a     | n/a     |

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) |            | (원) |  |
|------------|------|---------|--------|------------|-----|--|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |     |  |
| 2024-11-04 | 매수   | 140,000 | -40.1  | -15.6      |     |  |
| 2025-02-06 | 매수   | 140,000 | -49.0  | -34.5      |     |  |
| 2025-05-02 | 매수   | 120,000 | -42.4  | 22.5       |     |  |
| 2025-07-31 | 매수   | 120,000 | -31.1  | 22.5       |     |  |
| 2025-10-30 | 매수   | 180,000 | -34.0  | -13.7      |     |  |
| 2025-11-04 | 매수   | 180,000 | -34.0  | -13.7      |     |  |
| 2026-02-06 | 매수   | 180,000 | -34.6  | -13.7      |     |  |
| 2026-03-30 | 매수   | 250,000 | -27.7  | -16.4      |     |  |
| 2026-05-04 | 매수   | 350,000 | -65.2  | -39.1      |     |  |
| 2026-09-01 | 매수   | 350,000 | -66.0  | -62.5      |     |  |
| 2026-09-18 | 매수   | 350,000 |        |            |     |  |

## 투자의견 및 적응기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

| 기업 |                             |  | 산업   |                            |
|----|-----------------------------|--|------|----------------------------|
| 매수 | +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우      |  | 비중확대 | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
| 중립 | -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 |  | 중립   |                            |
| 매도 | -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우      |  | 비중축소 |                            |

## 투자의견 비율

기준일 2026.06.30

| 매수    | 중립   | 매도   |
|-------|------|------|
| 98.7% | 0.0% | 1.3% |

## Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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 현재 당사에서 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.