DS INVESTMENT & SECURITIES

Sector Analysis

2 차전지

SK온 북미 ESS 수주가 갖는 의의

규모가 아니라 방향, 후발주자에게 5개년치 물량이 내려왔다

이번 수주의 의의는 규모가 아니라 방향에 주목해야 한다. SK온이 2027년부터 2031년까지 5개년 9GWh를 조지아 단독 공장에서 생산해 공급한다. 약 1.5조원 규모로 추정된다. 수주 규모 대비 거래 상대방의 사업 규모는 미미하다. 네오볼타는 직전 회계연도 매출이 843만 달러에 그친 신생 팩 조립사다. 그럼에도 중국산 셀을 쓰던 고객사가 한국산을, 그것도 후발주자에게 발주했다는 점이 이번 수주의 본질이다.

탈중국 규제 확대가 적격 CAPA 수요를 앞당긴다

탈중국 규제 확대가 적격 CAPA 수요를 조기화한다. 세액공제·관세에 8월 26일 행정명령 14421호까지 얹어졌다. 만에 하나 세액공제는 포기라도 가능하고 관세는 판가에 전가할 수 있으나 안보 규제는 우회조차 불가능하다. 세액공제도 ITC 요건은 2026년 착공 기준 비중국산 원가 비중이 55%인데 MACR Safe Harbor 표는 셀에 52%를 할당한다. 실제치 입증이 실무적으로 까다로워 Safe Harbor 표 기준을 채택 시 중국산 셀로는 이미 올해부터 요건을 맞출 수 없다. AMPC도 탈중국 요구 비중이 올해 60%에서 2030년 85%로 오른다. 이에 소재 전환 시한은 사실상 양극재 2028년, 음극재 2030년이다. 삼성SDI가 3월 엘앤에프의 LFP 양극재를 2029년+까지 확보한 것도 고객사 검증과 증설 리드타임을 감안한 결과다.

수요는 유효하고 변수는 12월에, 셀은 삼성SDI 소재는 엘앤에프

ESS 수요는 데이터센터 모라토리엄과 11월 중간선거에도 꺾이지 않으며 남은 변수는 12월에 집중된다. 데이터센터 구내에 들어가는 BTM과 달리 계통에 붙는 FTM은 인허가 지연의 직접 영향권 밖이고 이번 SK온 수주도 여기 해당한다. 전력 확보가 착공의 선제 요건이 되며 IT업체로의 수요 주체 확장이 가속화된다. 또한 민주당 행정부가 공화당이 입법한 관세 법정 4년 재심에서 Non-EV 배터리 관세를 오히려 25%로 올렸던 만큼 11월 재선 이후에도 관세 유지 개연성이 있다. 여기에 민주당이 미는 세액공제 복원까지 더해지면 국내 업체는 수혜다. 하반기 변수는 12월 24일 행정명령 시행규칙과 12월 31일 Safe Harbor 확정이다. 셀은 적격성 리스크가 낮은 삼성SDI를 최선호주로, FTM 수혜 강도가 큰 LG에너지솔루션을 관심주로 제시한다. 삼성SDI는 Non-PFE 공급망 구축을 마쳤고 2028년부터 기확보 수주가 현 생산능력을 초과한다. LFP 양극재는 수주와 적격 CAPA 가동 시점을 감안 시 엘앤에프의 매력도가 우위다. CATL 젠샤워 리튬 광산의 가동 지연이 반복되는 것은 서방 제련소 투자 유인선인 $25/kg(ex-VAT) 아래에서 중국이 공급을 조절하려는 의도로 읽힌다. 이 구도가 이어지면 양극재 판가 및 환입에 우호적인 환경이 지속될 전망이다.

최태용 자동차·2차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

2026.09.01

비중확대

Top Picks	
삼성SDI 006400	
투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	840,000원
상승여력	45.6%
엘앤에프 066970	
투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	350,000원
상승여력	138.6%

이번 수주의 의의는 규모가 아니라 방향에 있다

SK온, 5개년 9GWh 규모 북미 ESS 공급 수주 발표

5개년 9GWh,
조지아 단독 공장 생산,
통상 1.5조원 추정

이번 계약은 2027년부터 2031년까지 5년간 9GWh를 SK온의 조지아 단독 공장에서 생산해 공급하는 구조다. 폼팩터는 ESS용 LFP 파우치다. 연내 별도 계약으로 9GWh를 사급으로 추가하고 팩으로 되사오는 협력까지 추진해 총 18GWh로 확대할 계획이다. 셀을 받아 팩으로 조립하는 곳은 별도의 조지아 공장으로 네오볼타가 80%, 외국 기업의 미국 관계사가 20%를 보유한 합작 법인이 운영한다. 공시에는 유틸리티급 배터리 제조 시설로 기재돼 있다. 계약 금액은 공시되지 않았으나 통상적으로 1.5조원 규모로 추정된다.

거래 상대방의 사업 규모는 계약 규모 대비 미미

네오볼타 직년 회계연도
매출 843만 달러,
금번 계약 구속력은
근시일 내 확인 가능할 전망

거래 상대의 사업 규모는 계약 물량을 크게 밑돈다. 네오볼타는 조지아 공장을 이제 시운전하는 신생 팩 조립사다. 직전 회계연도(2025.06) 매출은 843만 달러에 그친다. 8월 31일 현재 이번 계약 관련 8-K 보고가 없어 구속력은 9월 초에나 확인된다. 8월 들어 일괄신고서를 제출하는 등 자금 조달도 진행 중이다. 2차 물량(+9GWh)을 사급으로 설계한 것도 상대의 자금 여력을 감안한 결과로 보이며 재고와 운전자본은 SK온이 부담한다.

그럼에도 한국 배터리에 대한 수요 증가 시그널은 분명

중국산 사용 고객사가
한국산 발주를,
그것도 후발주자에게
했다는 점에 주목

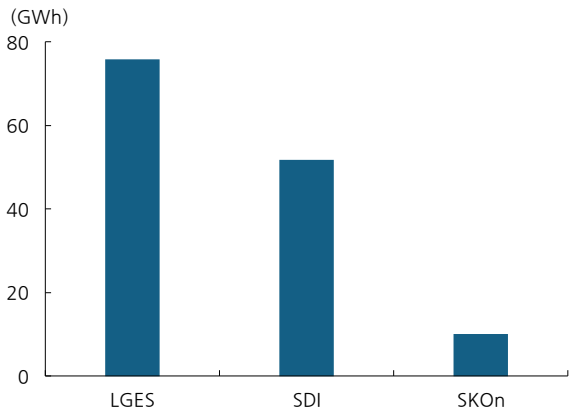
이는 미국에서 중국산 셀을 쓰는 선택지가 사라진다는 시그널로 읽는 것이 타당하다. SK온은 ESS 후발주자다. 직전 확정 수주는 2025년 9월 플랫아이언 에너지와 맺은 1GWh였다. 나머지 6.2GWh는 발주 시 먼저 협상할 권리였을 뿐 확정 물량이 아니었다. 그런 사업자에게 선발 주자의 가동 지연 등과 맞물려 5년치 물량이 내려왔다. 중국산 셀을 쓰던 팩사가 어떻게든 한국산을 찾았다는 점이 본질이다.

그림1 SK온-네오볼타 수주계약 정리

고객사	네오볼타 (별도 조지아 팩 공장)
계약 규모	약 1 조 5000 억 원 내외, 9GWh 규모 (추가 협력 완료시 추가 9GWh(사급))
공급 기간	2027년 ~ 2031년 (5년간)
공급 제품	LFP 파우치 배터리 셀
생산 공장	미국 조지아주 SK온 공장

자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 국내 셀 3사 북미 ESS 누적 수주잔고



자료: 각 사, 언론 종합, DS투자증권 리서치센터
주: 규모 미기재 시 GWh 당 3천억원으로 환산 추정. 공시 및 언론 발표 건만 합산

탈중국 규제 확대가 이끄는 적격 CAPA 수요 조기화

세액공제·관세에 8월 행정명령까지 얹어진 상황, 중국산 셀 배제 기조 강화

세액공제는 포기 가능,
관세는 판가 전가 가능,
안보 규제는 우회 불가

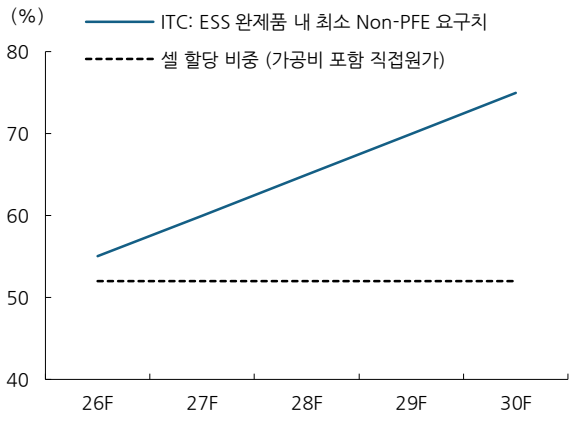
8월 26일 행정명령 14421호는 앞선 두 규제(세액공제, 관세)와 달리 우회가 불가능하다. 세액공제는 포기 가능하고 관세는 판가에 전가되나 안보 규제는 미충족 시 아예 계통에 연결할 수 없다. 본 행정명령은 국가비상사태를 선포하고 중국 등 우려국 기업과 엮인 전력망 장비의 수입과 설치를 금지했다. 대상은 변전 변압기와 계통연계 인버터, 배터리 저장장치, UPS이며 SW(BMS 등)와 원격접속, 유지보수까지 포함한다. 앞선 두 규제도 이미 빡빡하다. ITC 세액공제 요건(ESS SI, EPC 사업자 관점)은 2026년 착공 기준 비중국산 원가 비중이 55%다. MACR Safe Harbor 표(12월 31일 최종 확정 예정)는 계통급 ESS 완제품 내 셀 비중을 52%로 할당한다. Safe Harbor 채택 시 중국산 셀로는 요건을 맞출 수 없다. 원가 산정 시 실제치를 사용하는 우회로가 남아 있으나 입증 부담이 크다.

미국 FEOC 가이던스 상 소재 전환 시한은 양극재 2028년, 음극재 2030년

셀은 이미 탈중국 필요
→ ITC
양극재는 2028년 기점
→ AMPC

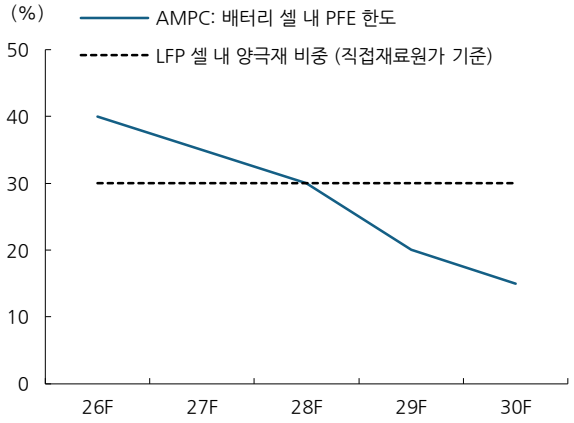
상술했듯 셀은 이미 탈중국이 필요하되 소재에 대한 충족 시한은 양극재가 2028년, 음극재가 2030년이다. 셀은 총 직접재료원가에서 중국산 조달분을 뺀 비율이 기준을 넘어야 AMPC 수령이 가능하다. 기준은 올해 60%, 2028년 70%, 2030년 85%다. 중국산 LFP 셀 판가가 $50/kWh 대로 관세 28.4%를 매기는 효과($14)보다 AMPC($35/kWh)가 두배 이상 큰 만큼 반드시 필요하다. 소재별 요구 비중은 아직 없어 올해는 양극재가 중국산이어도 통과 여지가 있다. 다만 중국산 허용 비중이 2028년 30%로 줄면 양극재만으로 한도이며 2030년 15%에서는 음극재도 걸린다. 삼성SDI가 3월 엘앤에프와 ESS용 LFP 양극재를 2029년+까지 확보한 것도 고객사 검증과 증설 리드타임을 감안한 결과다.

그림3 ITC 요구 탈중국 비중 대비 Safe Harbor 기준 셀 비중



자료: 백악관, DS투자증권 리서치센터 / 주: ITC는 셀이 무조건 Non-PFE 충족 필요

그림4 AMPC 충족 셀 중국산 한도 비중 대비 LFP 양극재 비중



자료: 백악관, DS투자증권 리서치센터 / 주: AMPC는 2028년을 기점으로 양극재 Non-PFE 충족 필요

수요는 꺾이지 않되 남은 변수는 12월에 집중

데이터센터 모라토리엄도 11월 중간선거도 이 수요를 꺾지 못한다

규제가 막는 것은 계통 연결이지 전력 수요가 아니다

데이터센터 규제는 ESS 수요를 같은 방향으로 줄이지 않는다. 착공과 인허가가 늦어지는 것은 사실이다. 뉴욕은 50MW 이상 신규 데이터센터의 환경 인허가를 최대 1년 중단했다. 텍사스는 8월 계통연계 대기 물량 전수 감사를 지시하며 종료 시점을 정하지 않았다. 다만 규제가 막는 것은 계통 연결이지 전력 수요가 아니다. 펜실베이니아가 신규 발전과 송배전 비용을 개발사에 물리듯 규제가 요구하는 해법이 자체적인 발전과 저장 확보다.

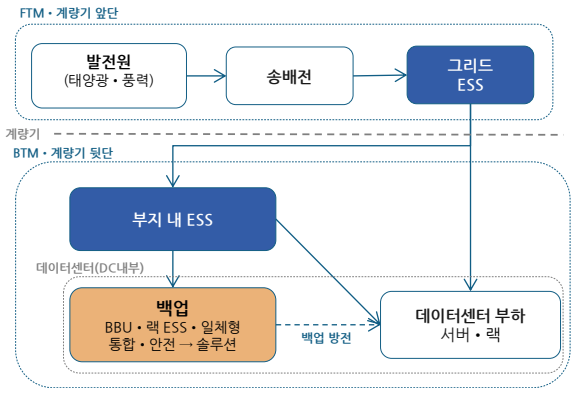
BTM은 인허가에 직결, FTM은 접속 대기가 지탱, 이번 SK온 수주는 FTM

다만 BTM과 FTM은 구분해서 봐야 한다. 데이터센터 구내에 들어가는 BTM은 착공 일정에 직결돼 인허가 동반 지연이 불가피하다. 계통에 붙는 FTM은 부하 증가와 용량 부족에 연동되며 이미 쌓인 접속 대기 물량이 수요를 지탱한다. 이번 SK온 수주 공급처인 네오볼타 팩 공장도 공시상 유틸리티급 제조 시설이라 FTM에 가깝다. 착공 지연의 직접 영향권 밖이라는 의미다.

관세 부과는 공화당, 4년 재심 인상은 민주당, 알파는 보조금

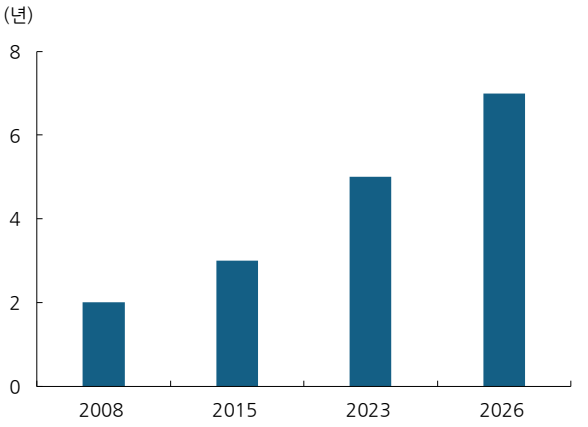
11월 중간선거도 중국 배제의 방향을 바꾸지 못한다. 이 규제가 세 행정부에 걸쳐 쌓여 왔기 때문이다. Section 301 관세는 2018년 공화당 행정부가 부과했다. 민주당 행정부는 2022년 개시한 법정 4년 재심에서 이를 유지하며 세율을 인상했다. Non-EV 리튬이온 전지 관세 25%도 당시의 결정이다. 관세를 없앨 수 있었던 제도적 창구에서 강화를 택한 셈이다. FEOC 요건도 2022년 IRA에서 출발해 OBBBA에서 PFE로 강화됐다. 되돌리려면 대통령 서명이나 양원 3분의 2가 필요하고 규칙을 무효화하는 의회심사법 결의도 마찬가지다. 따라서 민주당이 소속 하원의원의 과반 이상 규모로 미는 세액공제 복원(26년 03월 발의)이 관세·FEOC 유지와 겹치면 국내 업체는 오히려 수혜다.

그림5 전력 계통도(FTM vs. BTM)



자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 미국 그리드 접속 대기 기간 추이



자료: LBNL Queued Up 2025, Sightline Climate(Bloomberg, 2026.05), DS투자증권 리서치센터

전력 확보가 착공 요건이 되며 IT업체로의 수요 주체 확장이 가속화

PJM, 50MW 이상 신규 부하 시 2027년 6월까지 자체 공급 미확보 시 우선 감축안 제출

ESS 리레이팅의 핵심으로 지목해 온 IT 업체발 수주는 상반기 하이퍼스케일러 프로젝트 등을 통해 확인되기 시작했다. 여기에 모라토리엄 등에 의해 전력 확보가 착공의 선제 요건이 되면 이 전이는 더 빨라질 전망이다. 대표적으로 PJM은 7월 31일 FERC에 50MW 이상 신규 대형 부하를 겨냥한 임시 자원적정성 서비스를 제출했다. 2027년 6월까지 자체 전력 공급을 확보하지 못한 사업자를 전력 부족 시 먼저 감축하는 구조다. 자체 공급을 갖추면 대상에서 제외되므로 사실상 자체발전과 저장을 유도한다. 지산지소 요구가 제도로 굳어지면 ESS는 CAPEX 삭감 대상이 아니라 착공 요건이 되는 셈이다.

셀은 삼성SDI, 소재는 엘앤에프 선호

하반기 변수는 행정명령 시행규칙 12/24, Safe Harbor 확정 12/31, 매크로 환경 관망 필요

남은 변수는 12월에 확인될 전망이다. 이번 8월 행정명령에 포함된 PCS(계통연계 인버터로 표기) 관련 우려 기업과 SW 및 원격 관제 범주가 12월 24일 시행규칙을 통해 확정될 예정이다. 국내 셀사는 BMS를 자체 공급해 노출은 제한적이나 PCS는 수요처에 따라 달라 시행규칙 확인이 필요하다. 한편, MACR Safe Harbor 표는 12월 31일까지 확정될 예정이다. 배터리 셀 내 소재(양·음극재 등)에 대한 원가 배분이 만약 발표될 경우 상술했던 적격 충족 시한에도 변동 개연성이 있다. 두 변수 모두 연말 행정부 통과 후 새 의회가 재심 가능하나 대통령 거부권에 막혀 중단기적으로 변경될 여지는 크지 않다. 현실적 리스크는 선거보다 행정부의 시한 지연이다. 더 나아가 ESS의 내용연수(15년+) 감안 시 PF 조달 비용에 따른 사업성을 결정하는 금리 등 매크로 환경이 더 주요한 구간이다.

북미 ESS 적격 수요 감안
→ 삼성SDI
FTM 수혜 강도
→ LG에너지솔루션

ESS 적격 수요가 유효한 만큼 셀사에서는 상대적으로 적격성 리스크가 낮은 삼성SDI를 최선호주로 제시한다. 필요한 LFP 양극재 물량을 이미 선점한 가운데 Non-PFE 공급망 구축을 마쳤다고 밝힌 바 있다. 기확보 수주도 2029년까지의 CAPA를 상당 부분 채웠고 2028년부터는 현 생산능력을 초과할 전망이다. 다만 FTM 익스포저가 더 높은 LG에너지솔루션의 중단기 수혜 강도가 더 클 수 있어 관심주로 함께 제시한다. 현 LFP 공급사에 대한 지분 조정 등을 통해 적격성 개선도 기대해볼만 하다.

LFP 양극재 매력도, 현시점
엘앤에프 〉 포스코퓨처엠

한편, CATL 젠샤워 리튬 광산의 가동 지연이 반복되고 있다. 리튬 가격을 서방 제련소 투자 유인선인 $25/kg(ex-VAT) 아래에서 중국이 공급을 조절하려는 의도로 읽힌다. 이 구도가 이어지면 양극재 판가 및 환입에 우호적인 환경이 지속되며 매력도가 제고될 여지가 있다. 여기에 LFP 양극재 종목은 현 시점 엘앤에프와 포스코퓨처엠 뿐이나 수주와 적격 CAPA 가동 시점을 감안 시 엘앤에프의 매력도가 우위다. 삼성SDI와 4년치 공급을 이미 계약했고 3Q26 대구 라인(3만톤) 본격 출하 및 1Q27 추가 증설(3만톤) 예정이다. 포스코퓨처엠은 연말 포항 전환(1.5만톤) 및 1Q27 개조 라인(5만톤)을 확보할 계획인 만큼 하반기 ESS 수주 확인을 통한 반등폭 확대를 기대한다.

표1 삼성SDI 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	증감률
매출액	**3,177**	**3,179**	**3,052**	**3,859**	**3,576**	**3,769**	**4,012**	**4,321**	**13,267**	**15,678**	**19,530**	**18.2**
소형전지	883	1,012	1,049	1,034	1,146	1,284	1,387	1,470	3,978	5,287	7,003	32.9
중대형전지	2,098	1,949	1,771	2,588	2,208	2,235	2,368	2,577	8,406	9,388	11,349	11.7
전자재료	196	218	232	237	222	250	257	274	883	1,003	1,178	13.7
영업이익	**(434)**	**(398)**	**(591)**	**(299)**	**(156)**	**204**	**114**	**211**	**(1,722)**	**373**	**1,876**	**흑전**
OPM	*(13.7)*	*(12.5)*	*(19.4)*	*(7.8)*	*(4.3)*	*5.4*	*2.8*	*4.9*	*(13.0)*	*2.4*	*9.6*	*15.4*
(-) AMPC	109	66	20	79.8	81	108	110	162	275	459	1,272	66.9
수정 영업이익	(543)	(464)	(611)	(379)	(236)	96	4	50	(1,998)	(86)	604	적지
OPM	*(17.1)*	*(14.6)*	*(20.0)*	*(9.8)*	*(6.6)*	*2.5*	*0.1*	*1.1*	*(15.1)*	*(0.6)*	*3.1*	*적지*
전지	(562)	(497)	(650)	(418)	(257)	52	(40)	3	(2127)	(243)	395	적지
OPM	*(18.8)*	*(16.8)*	*(23.0)*	*(11.6)*	*(7.7)*	*1.5*	*(1.1)*	*0.1*	*(53.5)*	*(4.6)*	*5.6*	*48.9*
전자재료	18	33	39	39	21	44	44	47	130	156	209	20.6
OPM	*9.3*	*15.1*	*16.7*	*16.6*	*9.5*	*17.8*	*17.0*	*17.1*	*14.7*	*15.6*	*17.7*	*0.9*
당기순이익	**(216)**	**(167)**	**6**	**(208)**	**56**	**472**	**95**	**141**	**(585)**	**763**	**1,417**	**흑전**
NPM	*(6.8)*	*(5.2)*	*0.2*	*(5.4)*	*1.6*	*12.5*	*2.4*	*3.3*	*(4.4)*	*4.9*	*7.3*	*9.3*
YoY												
매출액	(34.0)	(22.2)	(22.5)	2.8	12.6	18.5	31.5	12.0	(20.0)	18.2	24.6	-
영업이익	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	403.1	-
OPM	(13.7)	(12.5)	(19.4)	(7.8)	(4.3)	5.4	2.8	4.9	(13.0)	2.4	9.6	-
당기순이익	적전	적전	(97.5)	적지	흑전	흑전	1571.3	흑전	적전	흑전	85.7	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 / 주: 직전 추정치(26-08-03)와 동일

표2 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	37	36	46	35	31	(23.0)
출하량 (kt)	11	16	22	21	24	25	28	29	47	105	147	123.8
매출액	**365**	**520**	**652**	**618**	**740**	**885**	**1,040**	**1,051**	**2,155**	**3,715**	**4,624**	**72.4**
하이니켈	322	482	588	561	673	813	965	962	1,954	3,412	3,933	74.7
미드니켈	43	38	64	57	67	72	47	47	201	234	0	16.1
LFP	0	0	0	0	0	0	28	42	0	69	691	N/A
영업이익	**(140)**	**(121)**	**22.1**	**82.5**	**117**	**21**	**42**	**39**	**(157)**	**218.5**	**231.8**	**흑전**
OPM	(38.4)	(23.3)	3.4	13.3	15.9	2.4	4.0	3.7	(7.3)	5.9	5.0	13.2
당기순이익	**(111)**	**(113)**	**(118)**	**(193)**	**(65)**	**53**	**22**	**40**	**(535)**	**50**	**163**	**흑전**
NPM	(30.5)	(21.6)	(18.1)	(31.2)	(8.8)	6.0	2.1	3.8	(24.8)	1.3	3.5	26.2
YoY												
매출액	(42.6)	(6.3)	85.5	69.1	102.8	70.2	59.4	70.1	13.0	72.4	24.5	-
영업이익	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	89.2	(53.3)	적지	흑전	6.1	-
OPM	(38.4)	(23.3)	3.4	13.3	15.9	2.4	4.0	3.7	(7.3)	5.9	5.0	-
지배순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	225.5	-

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 / 주: 직전 추정치(26-05-04) 대비 조정

[삼성 SDI 006400]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	9,187	10,334	8,740	9,048	8,858
현금 및 현금성자산	1,524	1,885	1,804	820	-1,255
매출채권 및 기타채권	3,145	3,310	2,395	2,936	3,732
재고자산	3,297	2,879	2,936	3,786	4,812
기타	1,220	2,260	1,605	1,507	1,568
비유동자산	24,852	30,263	33,515	36,762	38,809
관계기업투자등	11,304	11,092	12,704	14,337	14,920
유형자산	11,893	17,707	19,241	20,864	22,333
무형자산	859	668	584	527	481
자산총계	34,039	40,597	42,255	45,810	47,667
유동부채	8,519	10,856	9,795	12,019	13,433
매입채무 및 기타채무	4,513	3,367	3,312	4,015	5,104
단기금융부채	2,894	6,550	5,444	6,972	7,255
기타유동부채	1,112	939	1,039	1,032	1,074
비유동부채	5,613	8,174	8,890	10,376	10,790
장기금융부채	2,905	5,190	5,628	6,851	7,129
기타비유동부채	2,708	2,984	3,263	3,525	3,661
부채총계	14,132	19,030	18,685	22,395	24,223
지배주주지분	18,511	19,766	21,443	21,084	21,113
자본금	357	357	416	416	416
자본잉여금	5,002	5,002	6,589	6,589	6,589
이익잉여금	12,336	12,780	12,089	12,075	12,104
비지배주주지분(연결)	1,396	1,801	2,127	2,331	2,331
자본총계	19,907	21,567	23,570	23,415	23,444

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	21,437	16,592	13,267	15,678	19,530
매출원가	17,655	13,499	11,805	12,158	14,231
매출총이익	3,782	3,094	1,462	3,520	5,300
판매비 및 관리비	2,237	2,820	3,459	3,606	4,696
영업이익	1,545	363	-1,722	373	1,876
(EBITDA)	3,273	2,238	381	2,982	5,003
금융손익	-165	-306	-251	-293	-416
이자비용	274	336	313	320	332
관계기업등 투자손익	1,017	801	838	746	608
기타영업외손익	-16	-241	46	28	-43
세전계속사업이익	2,382	527	-1,364	772	2,024
계속사업법인세비용	403	7	-489	9	607
계속사업이익	1,979	520	-875	763	1,417
중단사업이익	87	55	290	0	0
당기순이익	2,066	576	-585	763	1,417
지배주주	2,009	599	-649	-10	29
총포괄이익	2,224	1,386	137	763	1,417
매출총이익률 (%)	17.6	18.6	11.0	22.5	27.1
영업이익률 (%)	7.2	2.2	-13.0	2.4	9.6
EBITDA마진률 (%)	15.3	13.5	2.9	19.0	25.6
당기순이익률 (%)	9.6	3.5	-4.4	4.9	7.3
ROA (%)	6.2	1.6	-1.6	0.0	0.1
ROE (%)	11.5	3.1	-3.2	0.0	0.1
ROIC (%)	12.0	2.2	-6.2	1.8	5.7

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,104	-138	792	-151	1,981
당기순이익(손실)	2,066	576	-585	763	1,417
비현금수익비용가감	1,498	2,397	1,910	-262	1,312
유형자산감가상각비	1,660	1,795	2,012	2,517	3,046
무형자산상각비	68	80	91	92	82
기타현금수익비용	-230	522	-193	-4,390	-3,034
영업활동 자산부채변동	-938	-2,622	-142	-570	-748
매출채권 감소(증가)	-484	-272	646	-146	-796
재고자산 감소(증가)	-134	252	-47	-658	-1,027
매입채무 증가(감소)	-120	-1,278	187	796	1,089
기타자산, 부채변동	-201	-1,325	-929	-562	-14
투자활동 현금	-4,105	-4,920	-1,999	-3,205	-4,617
유형자산처분(취득)	-4,037	-6,263	-3,048	-3,388	-4,515
무형자산 감소(증가)	-12	-85	-56	-35	-36
투자자산 감소(증가)	-41	1,014	60	184	-25
기타투자활동	-15	415	1,045	34	-42
재무활동 현금	903	5,544	865	2,319	561
차입금의 증가(감소)	345	5,365	-964	2,316	561
자본의 증가(감소)	-72	-70	1,585	0	0
배당금의 지급	72	70	70	0	0
기타재무활동	629	249	244	3	0
현금의 증가	-1,090	361	-334	-984	-2,075
기초현금	2,614	1,524	2,138	1,804	820
기말현금	1,524	1,885	1,804	820	-1,255
NOPLAT	1,284	359	-1,249	369	1,313
FCF	-1,479	-4,570	-816	-3,274	-2,636

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	16.3	28.7	-33.4	-4,407.6	1,527.3
P/B	1.8	0.9	1.0	2.2	2.2
P/S	1.6	1.1	1.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	11.2	12.0	81.5	19.9	12.4
P/CF	9.4	5.9	16.7	93.6	17.2
배당수익률 (%)	0.2	0.4	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	6.5	-22.6	-20.0	18.2	24.6
영업이익	-14.5	-76.5	적전	흑전	403.1
세전이익	-10.2	-77.9	적전	흑전	162.1
당기순이익	1.3	-72.1	적전	흑전	85.7
EPS	2.9	-70.2	적전	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	71.0	88.2	79.3	95.6	103.3
유동비율	107.8	95.2	89.2	75.3	65.9
순차입금/자기자본(x)	18.4	44.9	38.4	55.0	66.2
영업이익/금융비용(x)	5.6	1.1	-5.5	1.2	5.6
총차입금 (십억원)	5,799	11,740	11,072	13,822	14,384
순차입금 (십억원)	3,665	9,679	9,061	12,884	15,515
주당지표(원)					
EPS	28,402	8,457	-8,059	-130	374
BPS	263,011	280,843	260,851	256,484	256,836
SPS	296,473	229,472	161,389	190,722	237,583
CFPS	49,289	41,106	16,119	6,098	33,201
DPS	973	973	n/a	n/a	n/a

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

[엘앤에프 066970]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	1,969	1,090	1,347	1,646	1,356
현금 및 현금성자산	241	280	383	127	33
매출채권 및 기타채권	426	214	339	600	600
재고자산	1,163	575	595	800	600
기타	139	21	29	119	123
비유동자산	1,382	1,710	1,787	1,989	2,509
관계기업투자등	130	184	197	203	211
유형자산	1,120	1,260	1,326	1,530	2,034
무형자산	12	17	15	11	8
자산총계	3,351	2,800	3,134	3,635	3,865
유동부채	1,747	1,552	2,060	2,386	2,462
매입채무 및 기타채무	201	212	405	735	837
단기금융부채	1,543	1,336	1,652	1,603	1,574
기타유동부채	3	3	4	49	51
비유동부채	494	524	397	430	421
장기금융부채	491	519	389	421	412
기타비유동부채	3	5	8	9	9
부채총계	2,241	2,076	2,457	2,816	2,884
지배주주지분	1,097	714	673	815	978
자본금	18	18	20	20	20
자본잉여금	704	702	693	435	435
이익잉여금	358	-23	-76	346	508
비지배주주지분(연결)	13	10	4	3	3
자본총계	1,110	723	677	819	981

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,644	1,907	2,155	3,715	4,624
매출원가	4,784	2,371	2,226	3,370	4,223
매출총이익	-140	-463	-71	346	401
판매비 및 관리비	83	95	86	127	169
영업이익	-222	-559	-157	218	232
(EBITDA)	-176	-495	-72	299	332
금융손익	-63	-112	-107	-32	-3
이자비용	79	106	117	51	25
관계기업등 투자손익	0	0	-4	-7	-6
기타영업외손익	-10	151	-299	-92	10
세전계속사업이익	-296	-520	-568	87	233
계속사업법인세비용	-101	-139	-33	37	70
계속사업이익	-195	-381	-535	50	163
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-195	-381	-535	50	163
지배주주	-194	-378	-534	50	162
총포괄이익	-195	-381	-535	50	163
매출총이익률 (%)	-3.0	-24.3	-3.3	9.3	8.7
영업이익률 (%)	-4.8	-29.3	-7.3	5.9	5.0
EBITDA마진률 (%)	-3.8	-26.0	-3.3	8.0	7.2
당기순이익률 (%)	-4.2	-20.0	-24.8	1.3	3.5
ROA (%)	-6.1	-12.3	-18.0	1.5	4.3
ROE (%)	-16.4	-41.7	-77.0	6.7	18.1
ROIC (%)	-6.6	-16.7	-5.4	5.4	6.2

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-375	281	-29	343	486
당기순이익(손실)	-195	-381	-535	50	163
비현금수익비용가감	15	-77	369	332	24
유형자산감가상각비	44	60	82	76	94
무형자산상각비	2	3	3	4	6
기타현금수익비용	-32	-140	224	185	-329
영업활동 자산부채변동	-24	776	209	-39	299
매출채권 감소(증가)	370	209	-124	-218	0
재고자산 감소(증가)	64	589	73	-66	200
매입채무 증가(감소)	-448	-88	279	352	102
기타자산, 부채변동	-10	66	-19	-107	-3
투자활동 현금	-561	-240	-138	-245	-543
유형자산처분(취득)	-482	-208	-137	-241	-504
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-2	0	-4
투자자산 감소(증가)	-103	-33	-14	-9	-26
기타투자활동	27	3	16	5	-10
재무활동 현금	1,050	-20	273	-353	-37
차입금의 증가(감소)	1,053	93	152	-98	-37
자본의 증가(감소)	7	2	128	-255	0
배당금의 지급	17	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-115	-7	0	0
현금의 증가	121	38	103	-256	-94
기초현금	120	241	280	383	127
기말현금	241	280	383	127	33
NOPLAT	-161	-405	-114	125	162
FCF	-766	79	-94	98	-57

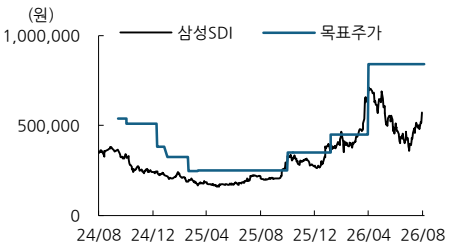
주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	-38.1	-7.8	-6.7	102.2	31.5
P/B	6.7	4.1	5.7	6.7	5.6
P/S	1.6	1.5	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	-52.2	-9.1	-76.7	24.7	22.4
P/CF	n/a	n/a	n/a	14.4	29.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	19.5	-58.9	13.0	72.4	24.5
영업이익	적전	적지	적지	흑전	6.1
세전이익	적전	적지	적지	흑전	166.3
당기순이익	적전	적지	적지	흑전	226.8
EPS	적전	적지	적지	흑전	224.7
안정성 (%)					
부채비율	201.9	287.1	363.1	344.0	293.9
유동비율	112.7	70.2	65.4	69.0	55.1
순차입금/자기자본(x)	159.9	217.0	244.6	231.4	198.9
영업이익/금융비용(x)	-2.8	-5.3	-1.3	4.2	9.2
총차입금 (십억원)	2,034	1,856	2,041	2,024	1,987
순차입금 (십억원)	1,775	1,570	1,655	1,894	1,951
주당지표(원)					
EPS	-5,361	-10,412	-14,228	1,319	4,282
BPS	30,268	19,660	16,727	20,040	24,033
SPS	128,121	52,552	53,554	91,318	113,659
CFPS	-4,968	-12,598	-4,115	9,384	4,593
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

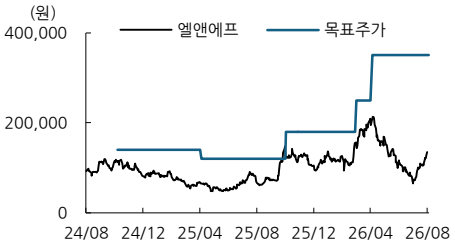
삼성SDI (006400) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-11	매수	540,000	-93.7	-93.1
2024-10-31	매수	520,000	-48.9	-35.1
2025-01-07	매수	390,000	-39.4	-36.0
2025-01-31	매수	330,000	-34.6	-25.2
2025-03-19	매수	250,000	-20.8	27.5
2025-04-28	매수	250,000	-21.6	24.8
2025-08-01	매수	250,000	-12.3	24.8
2025-10-29	매수	350,000	-11.4	13.3
2026-02-03	매수	450,000	-1.7	51.1
2026-04-29	매수	840,000	-37.9	-15.2
2026-07-31	매수	840,000	-42.9	-32.0
2026-09-01	매수	840,000		



엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			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		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
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.