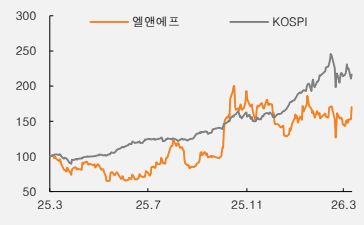


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	<b>180,000원</b>
현재주가(26/3/24)	125,000원
상승여력	44.0%

영업이익(26F,십억원)	131
Consensus 영업이익(26F,십억원)	125
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	44.1
MKT P/E(26F,x)	-
KOSPI	5,553.92
시가총액(십억원)	5,040
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	71.6
외국인 보유비중(%)	19.1
벤투(12M) 일간수익률	1.21
52주 최저가(원)	47,800
52주 최고가(원)	147,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.4	67.1	80.9
상대주가	7.9	4.5	-14.3



[디스플레이/배터리]

김철중  
chuljoong.kim@miraeeasset.com

## 엘앤에프

### LFP 수주: 끝이 아닌 시작

#### 목표주가 18만원 및 2차전지 소재 내 탑픽 의견 유지

엘앤에프에 대한 목표주가 18만원 및 2차전지 소재 내 탑픽 의견을 유지한다. LFP 선제 투자라는 전략적 선택이 수주와 연결되고 있으며, LFP 양극재 관련 수주의 건은 끝이 아닌 시작이라고 판단한다. 1) 금번 LFP 수주 공시의 건은 삼성SDI의 북미 ESS 향 공급 물량이나, 전방 고객사의 수주 확보 결과에 따라 향후 유럽 EV/ESS 향으로의 추가 수주 확보 가능성이 높다고 판단하며, 2) 단기 실적 역시 상대적으로 견조한 전방 수요 상황(유럽/중국 Tesla 신모델)과 우호적 리튬 가격에 따른 재고평가충당금 환입(상대적 우위)으로 견조한 실적 흐름이 지속될 것으로 판단한다. 수급을 제외한 펀더멘탈 측면에서 2차전지 소재 내 탑픽 의견을 변경할 논리는 없다.

#### LFP: 선제적 의사결정의 효과. 삼성SDI를 통한 Tesla ESS 공급 시작

금번 수주의 건은 삼성SDI의 북미 LFP ESS 향 공급 물량이다. 삼성SDI의 해당 라인 생산능력은 연 22GWh 수준이며, 4Q26부터 순차적으로 가동 예정이다. 이 중 27년 초부터 Tesla 북미 ESS(캘리포니아/텍사스)로 10GWh 수준이 공급될 것으로 예상된다. 삼성SDI의 26~29년 북미 ESS LFP 배터리 출하량은 60GWh, LFP 양극재 수요량은 12만톤 수준으로 추정한다. 평가 역산 시, 현재 중국 내수 시장 ESS LFP 양극재 판가(kg 당 7.7달러) 대비 20% 이상 프리미엄을 받은 것으로 추정한다. 중국, 한국의 미국 향 수출 관세 등을 감안 시, 합리적인 수준의 프리미엄이라고 판단한다. LFP 양극재 수주는 끝이 아닌 시작이라고 판단하는데 이는, 고객사의 유럽 EV 고객사 향 LFP 셀 수주 확보(폭스바겐) 여부가 중요할 것으로 판단한다.

#### 중국 출장 후기: 연중 견조한 리튬 가격 전망

동사의 단기 실적 측면에서는 리튬 가격 방향성이 중요하다. 재고평가충당금 환입 가능성 측면에서 타 경쟁사들 대비 우위를 점하고 있기 때문이다. 당사는 연간 견조한 리튬 가격 방향성을 제시하고 있다. 현물 단의 수급 상황은 타이트한 것으로 판단한다. 실제로 3월 둘째주 중국 출장 중 미팅한 간평리튬 및 주요 시장 조사기관들은 연중 견조한 리튬가격 방향성을 제시하였다(15만위안 ~ 20만위안). 현재 산업 탄산리튬 재고 수준은 9만톤 초반으로, 재고 일수 기준 1개월 이하로 축소된 상황이다. CATL 리튬 라인 재가동 시점도 여전히 불확실하며, 짐바브웨 수출 중단 등 공급단 이벤트로 인해 연중 견조한 리튬가격 흐름이 지속될 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,907	2,155	2,897	3,976	5,242
영업이익 (십억원)	-559	-157	131	183	273
영업이익률 (%)	-29.3	-7.3	4.5	4.6	5.2
순이익 (십억원)	-378	-534	114	173	250
EPS (원)	-10,416	-14,393	2,837	4,290	6,205
ROE (%)	-41.7	-77.0	15.7	19.8	23.0
P/E (배)	-	-	44.1	29.1	20.1
P/B (배)	4.1	5.7	6.4	5.2	4.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

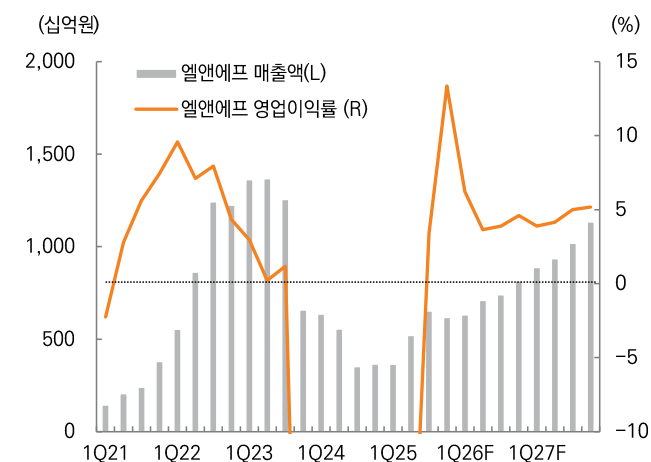
표 2. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

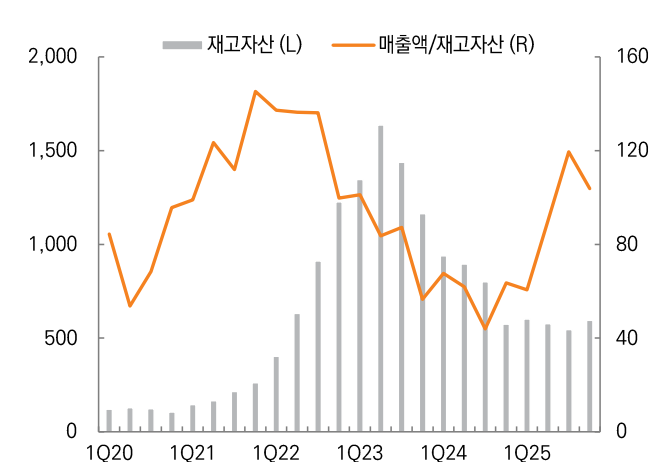
	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	631.9	709.1	740.5	815.7	887.5	935.5	1,018.7	1,134.1	2,155.1	2,897.2	3,975.8
영업이익	39.3	25.8	28.8	37.6	34.5	38.8	50.9	58.8	-156.7	131.4	183.0
세전이익	39.4	26.7	30.3	38.2	39.1	44.4	57.6	64.4	-567.8	134.6	205.5
당기순이익	33.5	22.7	25.7	32.5	32.9	37.4	48.5	54.2	-533.5	114.4	173.0
영업이익률	6.2	3.6	3.9	4.6	3.9	4.2	5.0	5.2	-7.3	4.5	4.6
세전이익률	6.2	3.8	4.1	4.7	4.4	4.7	5.7	5.7	-26.3	4.6	5.2
순이익률	5.3	3.2	3.5	4.0	3.7	4.0	4.8	4.8	-24.8	3.9	4.4
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	2.3	12.2	4.4	10.2	8.8	5.4	8.9	11.3	13.0	34.4	37.2
영업이익	-52.4	-34.4	11.5	30.6	-8.2	12.6	31.0	15.5	적전	흑전	39.3
세전이익	흑전	-32.3	13.6	26.1	2.4	13.6	29.7	11.7	적지	흑전	52.7
당기순이익	흑전	-32.3	13.6	26.1	1.4	13.6	29.7	11.7	적지	흑전	51.2

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

그림 2. 엘앤에프 재고자산 및 매출액/재고자산 추이



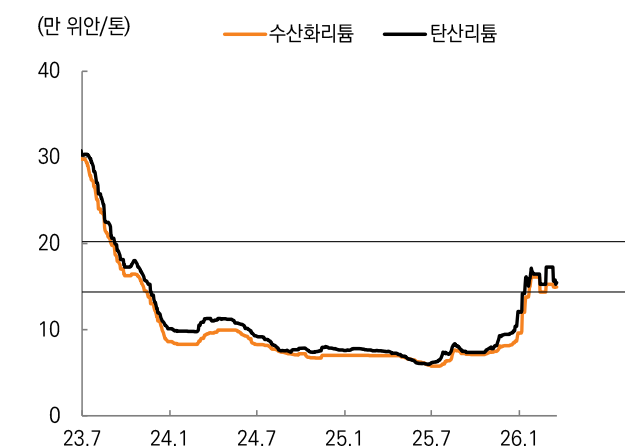
자료: 미래에셋증권 리서치센터



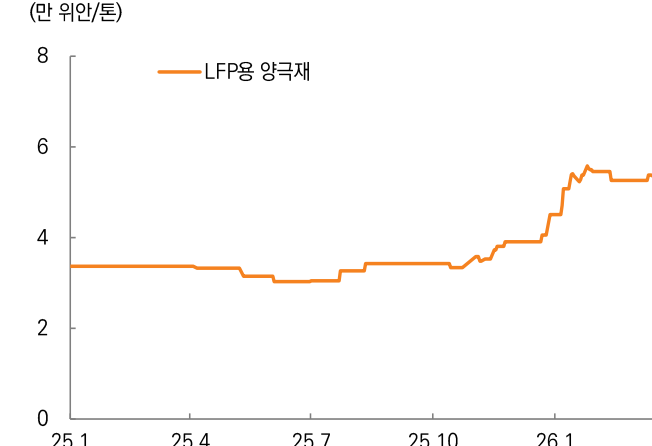
자료: Tesla, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 탄산리튬 가격 추이

그림 4. 중국 LFP 양극재 가격 추이



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터



자료: ICC Battery, 미래에셋증권 리서치센터

## 간평 리튬 미팅 후기

### Q) 현재 리튬 가격 방향성에 중요한 변수는?

A) 공급측: 1) CATL 리튬 광산 생산 중단이 트리거. 현재 6월 재가동 예상이나 장시성 반부패·환경보호 문제 해결 어려운 상황에 더해 채굴허가 과정에서 공직자 비리 사건 발생. 2) 짐바브웨 수출 제한 영향은 단기적일 것으로 전망. 현재 리튬가가 높은 상황에서 수출을 서두를 가능성 높아 시장 1~2개월 내 종결 전망. 더 길어지면 리튬가 상승 압력

수요측: 수출 제한 문제만 없었으면 리튬가격 더 오를 전망. 3월 이후 한국 고객 등 수출 강제 의견 수렴으로 하방 압력. 7~8월 재고 비축 진행 예상. 올해 전반: 1Q 상승 → 2Q 하락 → 3Q 반등 → 4Q는 27년 수요에 달림

### Q) 연간 수요/공급 수준 전망 및 추가적인 공급단 변수는?

A) 올해 연간 공급량 210만 톤 탄산리튬 예상, 수요 200만 톤으로 공급 > 수요 구조. 그러나 공급 이슈 지속 발생으로 리튬 고공행진, 호주 광산 생산 앞당겨짐. 추가 공급 이슈: 이란 전쟁 해협 봉쇄 시 리티아휘석 수급 영향 가능. 10%p 이상 변화 시 리튬가격 변동 전망. 공급 측은 항상 신중 입장. CATL 외 다른 리튬 광산 이슈 발생 중. 칭하이도 동일 이슈 발생. 장시 구역 CATL 외 모든 기업 환경보호 문제 직면. 허가증 해결되어도 환경보호 문제 지속 전망. 시진핑 입장 환경보호 최우선 과제 지정으로 경제발전보다 우선

### Q) 전방 수요 단 의견은?

A) 중국 전기차 부진 BYD 관련, 최근 성장률 과도해 하락도 빠름. 하이브리드 자동차 많아 침투율 빠르게 증가하나 배터리 성능(帶電量) 떨어질 수 있음. 판매량 줄어도 소비자 하이브리드 선호. 대당 탑재량 +20% 증가로 기술적 수요 양호 전망. 전기 대형 트럭 수요 좋음. 모수 작으나 대당 탑재량 높아 수요 빠르게 상승 전망. 상용차 시장 전기차 중 가장 좋을 전망.

### Q) 해외 진출에 대한 전략은? 유럽 IAA 영향은?

A) 유럽 IAA 미국 IRA 유사하나 타임라인 길고 입법 오래 걸림. 유럽 반중 의견 예상보다 약해 현지 공장 건설 수월 전망. CATL 유럽 공격적 확장하나 미국 단기 어려움. 테슬라 로보택시 상용화 여부 미지수이나 중국 업체 입장에서 미국 시장 자체의 수요가 좋지 않을 것이라고 전망하여 미국 외 시장을 타겟팅할 것으로 예상

### Q) 내수 및 해외 수출 판가 차이?

A) 비슷한 수준. 단기적으로 상이할 수 있으나 장기 판가는 동일 전망. 미국 IRA 당시 보조금 따라 원재료 가격차이 있었으나 현재 비슷한 수준. CATL 소재 중국 생산 후 헝가리 조립 위주로 중국 리튬 구매 전망. 유럽 유미코아 등 고객사 수출하나 내수 판가와 비슷함

**Q) 가격 레벨에 따른 시나리오 별 수익성 전망?**

A) 가이던스 제공하지 않음. 리튬 가격 15만 위안 선에서 GP 양호 전망. 자급 리튬 원가 6만 위안/톤 수준으로 수익성 높음. 외부조달 리튬 원가 14만 위안/톤 (호주 등).

**Q) 각 지역별 원가 차이, 지역별 사이트 비중**

A) 올해 23만 톤 탄산리튬 생산 전망. 60% 자체: 아프리카 말리, 아르헨티나 염호, 호주. 40% 외부조달: 아프리카·브라질·호주 등 분산. 모두 14만 위안 수준.

**Q) ESS 사업 진출 계기, 셀 양산 캐파, 확장 계획, 타겟 시장?**

A) 수직계열화 모델. 광물부터 ESS 단지까지 10GWh 구축 완료 (2024년 30GWh 생산, 10GWh 자체 사용, 20GWh 판매 - 선그로우 등). 타겟 시장 내수 대부분, 해외 점진적 확장 (유럽·동남아·호주 등).

**Q) CATL·EVE 에너지 경쟁사 대비 원가 및 수익성?**

A) 원가 우위보다는 고객사 우위·保供 강점. 선그로우 공급 요청 있었으나 수요 너무 좋아 공급 부족 상황. CATL보다 싸지 않아도 수주 충분 확보 가능. ESS는 정부 관계 중요해 지역별 수주 어려움. 중국 ESS 구역별 독점시장 구조.

**Q) 연간 리튬 가격에 대한 요약?**

리튬 가격은 톤당 15~20만 위안 수준이 산업 전체에 가장 이상적인 밸런스 구간으로 평가되는 상황이며, 그 이상으로 상승할 경우 수요 측 전반에 부정적 영향이 확대되는 가능성이 큰 상황. 과거처럼 60만 위안/톤 수준의 초고가 재현은 현실적으로 어려운 국면. 리튬 가격 최대 상한선은 25만 위안 수준으로 전망되는 상황.

**Q) 올해 연말 20만 위안 상회할 가능성은?**

A) 4분기의 리튬 판가는 27년 ESS 수요에 따라 달라짐. 27년 ESS 수요는 점진 하락 예상함. (negative) 중국 ESS 전력망 위험 200~300GWh 수준, 8~10% IRR, 프로젝트 종료 시. (positive) 일부 중앙기업 ESS 자산 인식·융자 (부동산 유사). 해외 ESS 시장 수요 좋음 (북미 트럼프 EV 보조금 없애도 ESS 건들지 못함, 남미·아프리카 등). ESS 배터리 셀 출하량 기준 26년 +50% YoY, 27년 flat일 경우 → 4Q26 리튬가 3Q 수준 유지 전망

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,155	2,897	3,976	5,242
매출원가	2,226	2,674	3,688	4,838
매출총이익	-71	223	288	404
판매비와관리비	86	92	105	131
조정영업이익	-157	131	183	273
영업이익	-157	131	183	273
비영업손익	-411	4	23	24
금융손익	-116	-57	-57	-56
관계기업등 투자손익	-4	0	0	0
세전계속사업손익	-568	135	206	297
계속사업법인세비용	-33	20	31	45
계속사업이익	-535	114	175	253
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-535	114	175	253
지배주주	-534	114	173	250
비지배주주	-1	0	2	3
총포괄이익	-512	114	175	253
지배주주	-511	114	175	253
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	-72	229	294	400
FCF	-167	-74	-84	101
EBITDA 마진율 (%)	-3.3	7.9	7.4	7.6
영업이익률 (%)	-7.3	4.5	4.6	5.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-24.8	3.9	4.4	4.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,347	1,538	1,936	2,621
현금 및 현금성자산	383	312	228	411
매출채권 및 기타채권	333	440	615	796
재고자산	595	785	1,092	1,413
기타유동자산	36	1	1	1
비유동자산	1,787	1,840	1,829	1,702
관계기업투자등	132	132	132	132
유형자산	1,326	1,381	1,372	1,247
무형자산	15	12	10	8
자산총계	3,134	3,378	3,765	4,323
유동부채	2,060	2,187	2,396	2,696
매입채무 및 기타채무	363	475	660	854
단기금융부채	1,652	1,652	1,652	1,734
기타유동부채	45	60	84	108
비유동부채	397	399	403	408
장기금융부채	389	389	389	389
기타비유동부채	8	10	14	19
부채총계	2,457	2,586	2,799	3,104
지배주주지분	673	787	960	1,211
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	693	693	693	693
이익잉여금	-76	39	212	462
비지배주주지분	4	4	6	8
자본총계	677	791	966	1,219

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-29	76	16	101
당기순이익	-535	114	175	253
비현금수익비용가감	369	175	199	228
유형자산감가상각비	82	95	109	125
무형자산상각비	3	3	2	2
기타	284	77	88	101
영업활동으로인한자산및부채의변동	209	-136	-269	-279
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-124	-104	-171	-176
재고자산 감소(증가)	73	-191	-307	-321
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	279	104	167	175
법인세납부	0	-20	-31	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-138	-148	-100	0
유형자산처분(취득)	-137	-150	-100	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	2	0	0
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	273	0	0	82
장단기금융부채의 증가(감소)	185	0	0	82
자본의 증가(감소)	-7	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	95	0	0	0
현금의 증가	103	-71	-84	183
기초현금	280	383	312	228
기말현금	383	312	228	411

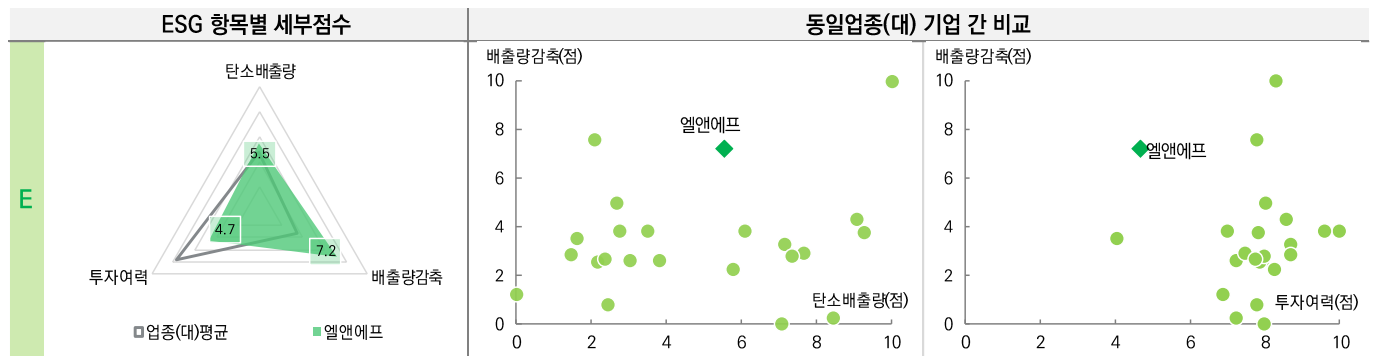
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	44.1	29.1	20.1
P/CF (x)	-	17.4	13.5	10.5
P/B (x)	5.7	6.4	5.2	4.1
EV/EBITDA (x)	-	29.6	23.3	16.9
EPS (원)	-14,393	2,837	4,290	6,205
CFPS (원)	-4,467	7,167	9,270	11,912
BPS (원)	16,841	19,643	23,933	30,137
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	13.0	34.4	37.2	31.8
EBITDA증가율 (%)	적지	흑전	28.3	36.3
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	39.3	49.3
EPS증가율 (%)	적지	흑전	51.2	44.6
매출채권 회전율 (회)	8.6	7.7	7.7	7.6
재고자산 회전율 (회)	3.7	4.2	4.2	4.2
매입채무 회전율 (회)	11.0	7.1	7.2	7.1
ROA (%)	-18.0	3.5	4.9	6.2
ROE (%)	-77.0	15.7	19.8	23.0
ROIC (%)	-7.9	5.6	7.0	9.6
부채비율 (%)	363.1	326.7	289.7	254.6
유동비율 (%)	65.4	70.3	80.8	97.2
순차입금/자기자본 (%)	244.6	218.3	187.5	140.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.3	2.0	2.8	4.1

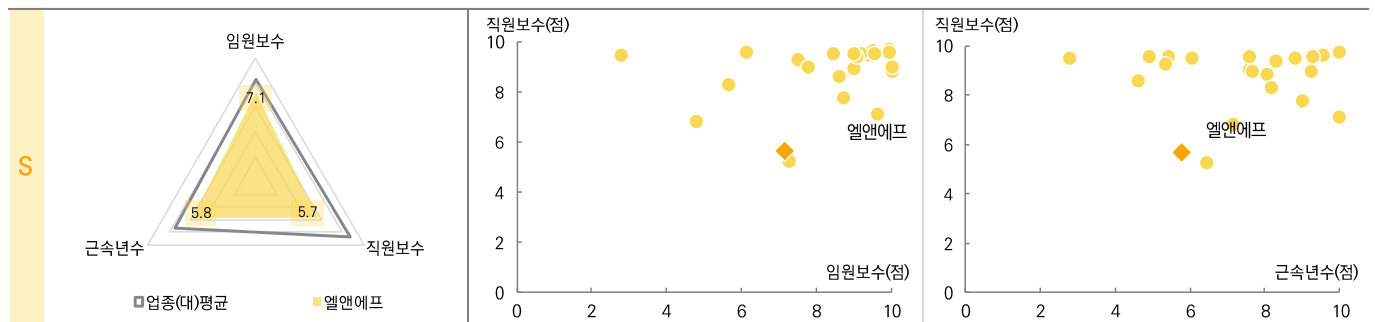
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : 엘앤에프 (066970)

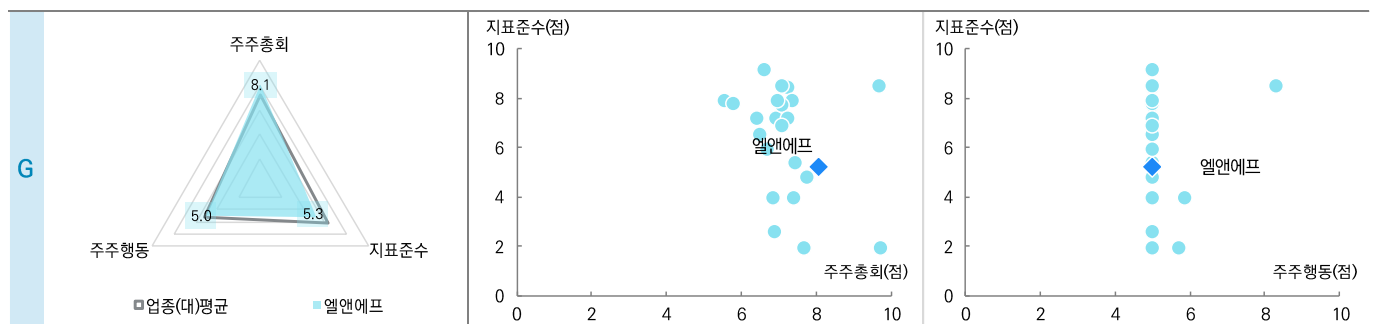
종합		세부항목						
E S G	<div><div><div>카본</div><div>거버넌스</div><div>인센티브</div></div><div><div>4.7</div><div>5.7</div><div>6.3</div></div><div><div>업종(대)평균</div><div>엘앤에프</div></div></div>	ESG 점수	5.5	▼	직전점수		업종(대)	IT
		ESG 등급	BBB		직전등급		업종(중)	전자와 전기제품
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김철중
		카본(E)	4.7	A	30	▼	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	6.3	A	20	▲		
		거버넌스(G)	5.7	A	50	=		
가중치 변경 없음								



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE  
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



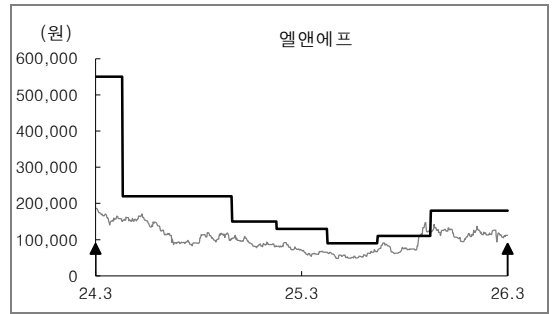
(1) 주주총회 = 주주총회 횟수 대비 기권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안 공개서한 수취 건수 및 주주행동 수용 건수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를  
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브스코어) + (G 가중치 × 거버넌스스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2025.11.07	매수	180,000	-	-
2025.08.05	매수	110,000	-20.55	33.64
2025.05.08	매수	90,000	-37.57	-20.00
2025.02.07	매수	130,000	-45.48	-29.46
2024.11.20	매수	150,000	-38.65	-25.20
2024.05.10	매수	220,000	-45.39	-22.00
2023.05.30	매수	550,000	-65.52	-48.18



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

\* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.