

2023. 2. 13



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
woho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **430,000 원**

현재주가 (2.13) **232,500 원**

상승여력 **84.9%**

KOSDAQ 772.55pt

시가총액 83,743억원

발행주식수 3,602만주

유동주식비율 67.99%

외국인비중 24.16%

52주 최고/최저가 276,600원/168,500원

평균거래대금 972.4억원

주요주주(%)

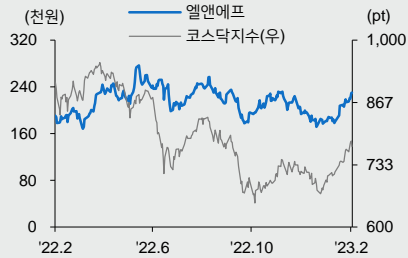
새로닉스 외 14 인 23.87

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 24.3 -1.9 30.4

상대주가 14.6 5.6 48.1

주가그래프



엘앤에프 066970

긍정적 힌트들이 언급된 투자자 설명회

- ✓ 4Q22 투자자 설명회 진행: Review, 가이던스(생산capa 및 실적), 자금조달 등 제시
- ✓ 금일 투자자 설명회 중, 다수의 사업 모멘텀 힌트가 언급된 점에 긍정적 평가
- ✓ 25년E 고객사별 출하량 비중 30%(OEM향)는 배터리 내재화를 선언한 Tesla향 추정
- ✓ 동사의 '생산Capa=출하량'을 근거로 23~26년 연평균 매출액 증가율 +39%를 추정
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 43만원으로 이차전지 섹터 최선호주 유지

4Q22 Review: 다수의 긍정적 힌트가 언급된 투자자 설명회

[생산Capa 및 매출액 가이던스 제시] 신규 제시된 중장기 생산Capa는 26년 최대 43만톤(해외 최대 13만톤 포함)이다. 23.3월 예정된 IRA 세부사항 변수는 존재하나, 미국 진출은 기정사실로 판단한다. 양극재 생산의 방법론(전처리 → 1~2차 소성까지의 수직계열화 or 2차 소성만으로 Capex 최소화)에 대한 확정이 필요하다. 당사 추정 매출액은 23년 7.1조원(출하량 +40%, ASP +20%) → 26년 26.2조원으로 연평균 +39% 증가하겠다.

[고객사 Mix 등] 당사는 (1) 중장기 고객사 Mix에 주목한다. 25년 출하 고객사 비중은 LGES 50%, OEM 30%, SK On 20%이다. OEM 직납 대상은 배터리 내재화를 실현하는 Tesla로 추정한다. 동사는 22년 연간 OEM 직납용 품질Test를 진행한 이력이 있어 Tesla의 배터리 내재화 전략에 공급 대응이 가능한 소재 기업으로 판단된다. 다음은 (2) 고객사 LGES 원통형 전지 판매지역 변화이다. 현재 LGES 원통형 전지 출하 비중은 상해 Giga Factory향이 대다수였다면 올해부터 Giga Berlin향 비중이 증가, 당사 역시 고객사를 통한 유럽시장 노출도가 증가할 전망이다.

[4680 전지 및 하이니켈 양극재] 2024년 대구 3단계는 니켈 함량 95% 이상 양극재 생산설비(8만톤)이다. 동사는 해당 설비로 LGES/Panasonic/Tesla의 4680 원통형 전지 및 SK On 등 파우치 전지용 하이니켈 양극재 공급이 가능하다.

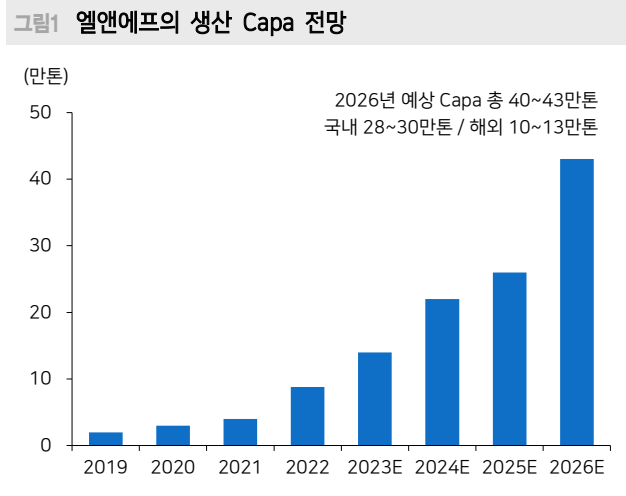
국내 양극재 경쟁기업과 동사의 주가 Gap 축소가 필요한 시점 → Buy

동사의 주가는 국내 양극재 경쟁사들 평균 대비 -41% 할인 중이다. 금일 투자자 설명회에서 공개된 중장기 가이던스 및 기술 역량은 경쟁사들과의 주가 Gap 축소 요인으로 판단, 투자의견 Buy/적정주가 43만원으로 섹터 최선호주로 유지한다.

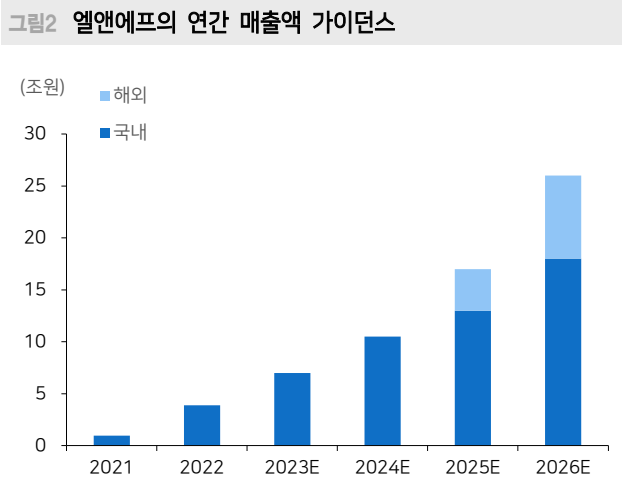
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	356.1	1.5	-15.2	-550	적지	6,653	-125.1	10.3	143.2	-9.4	135.9
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	적지	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022E	3,883.8	266.2	270.1	7,547	흑전	35,373	23.0	4.9	21.9	28.4	144.7
2023E	7,130.1	449.9	321.2	8,639	14.9	44,012	26.9	5.3	18.4	21.8	194.4
2024E	10,255.2	784.5	491.5	12,183	41.0	56,195	19.1	4.1	11.4	24.3	203.9

표1 엘앤에프 실적 추정											
(십억원)	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,459.4	1,709.5	1,902.4	2,058.7	2,220.5	2,434.8	2,726.9	2,873.0	7,130.0	10,255.2	16,120.9
영업이익	76.4	104.4	125.6	143.5	165.0	182.1	210.5	227.0	449.9	784.5	1,309.7
%OP	5.2%	6.1%	6.6%	7.0%	7.4%	7.5%	7.7%	7.9%	6.3%	7.6%	8.1%
세전이익	69.1	96.1	116.5	132.6	139.4	146.3	171.6	176.6	414.3	633.9	1,035.6
순이익(지배주주)	53.5	74.5	90.3	102.8	108.1	113.4	133.1	137.0	321.2	491.5	803.0
%YoY											
매출액	163.6	98.1	53.1	68.1	52.2	42.4	43.3	39.6	83.6	43.8	57.2
영업이익	44.0	70.2	27.4	169.9	116.0	74.4	67.6	58.1	69.0	74.4	66.9
세전이익	-30.6	14.1	-1.6	246.9	125.1	78.9	71.6	62.6	21.7	53.0	63.4
순이익(지배주주)	-24.3	15.7	-0.9	134.8	125.1	78.9	71.6	62.6	18.9	53.0	63.4
%QoQ											
매출액	19.1	17.1	11.3	8.2	7.9	9.6	12.0	5.4			
영업이익	43.6	36.7	20.4	14.2	15.0	10.4	15.6	7.8			
세전이익	80.6	39.2	21.2	13.9	5.1	4.9	17.3	2.9			
순이익(지배주주)	22.2	39.2	21.2	13.9	5.2	4.9	17.4	2.9			

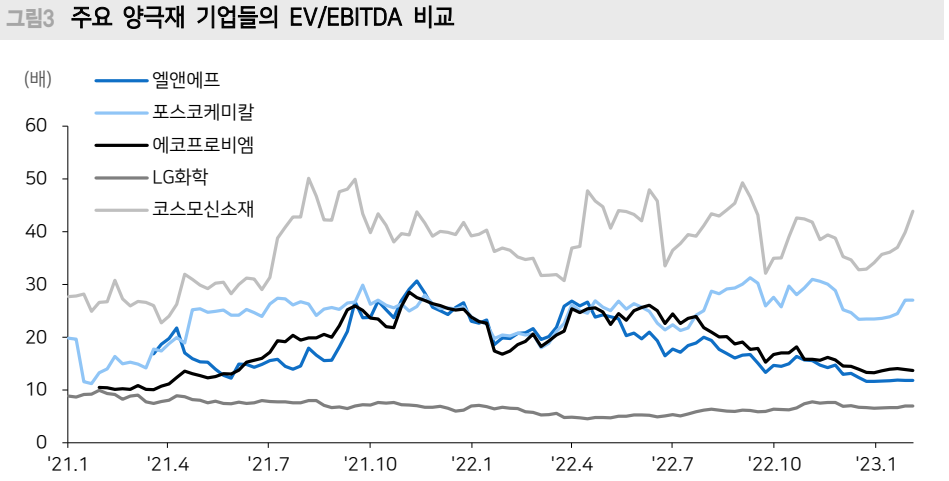
자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터



자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

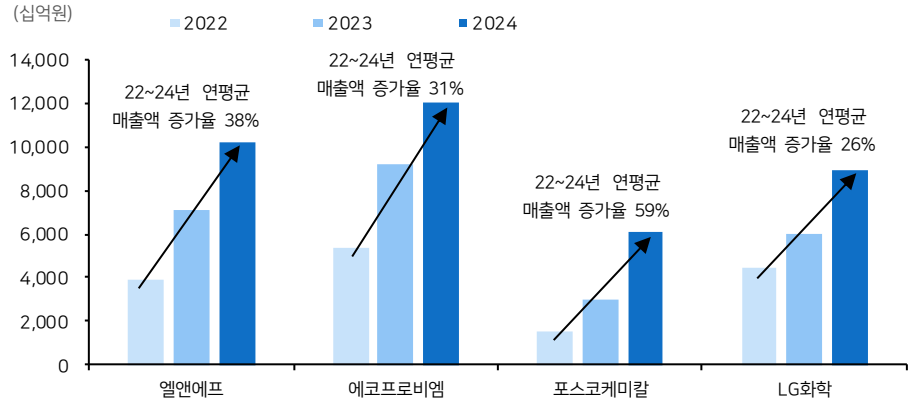


자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터



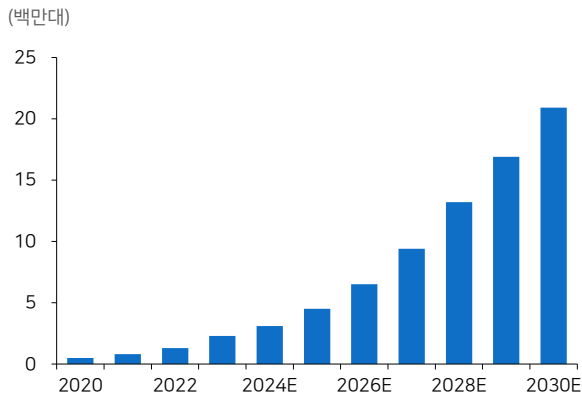
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 양극재 기업들의 매출액 전망



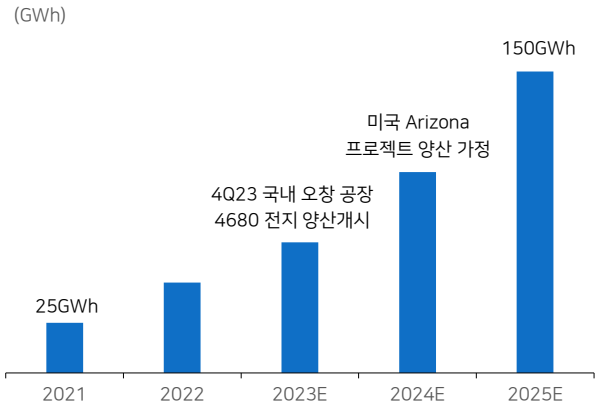
자료: 메리츠증권 리서치센터, 설명: 당사 커버리지 기준 기업들의 양극재 실적 추정 적용

그림5 Tesla의 연간 판매량 가이드스 및 향후 전망



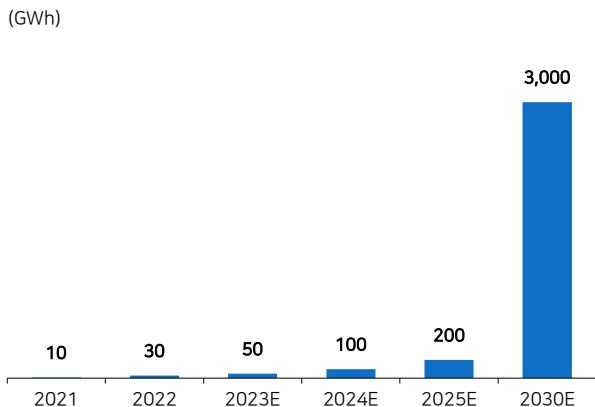
자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG에너지솔루션의 원통형 전지 생산 Capa 전망



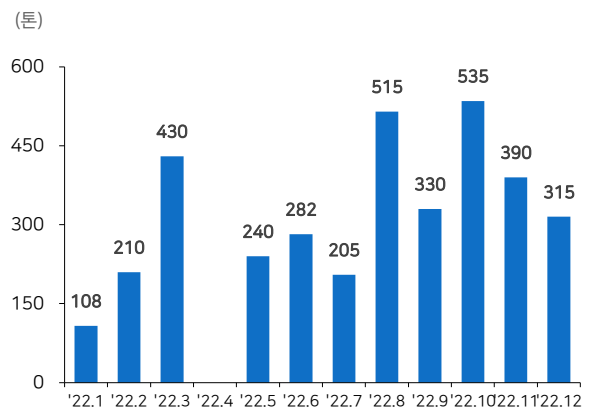
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 Tesla의 배터리 양산 규모 추정



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엘앤에프의 Tesla향 품질Test용 양극재 출하량 추이



자료: KITA, Bandtrass, 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356.1	970.8	3,883.8	7,130.1	10,255.2
매출액증가율 (%)	13.7	172.6	300.1	83.6	43.8
매출원가	332.9	892.6	3,508.4	6,466.2	9,125.8
매출총이익	23.3	78.1	375.5	663.8	1,129.5
판매관리비	21.8	33.9	109.3	213.9	345.0
영업이익	1.5	44.3	266.2	449.9	784.5
영업이익률	0.4	4.6	6.9	6.3	7.6
금융손익	-16.9	-175.1	52.5	-35.6	-218.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	68.0
기타영업외손익	-2.4	5.2	21.7	-13.0	-68.0
세전계속사업이익	-17.9	-125.6	340.4	401.3	565.9
법인세비용	-2.9	-13.4	69.2	87.7	123.7
당기순이익	-15.0	-112.3	271.3	313.6	442.2
지배주주지분 순이익	-15.2	-113.1	270.1	311.2	438.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212.0	1,070.6	2,428.1	3,701.5	4,792.9
현금및현금성자산	21.2	271.8	488.5	580.6	518.4
매출채권	59.1	268.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	105.3	261.6	899.5	1,511.8	2,109.8
비유동자산	254.2	461.6	703.4	990.4	1,394.0
유형자산	237.4	427.1	692.9	981.1	1,385.8
무형자산	8.9	9.5	7.1	5.8	4.7
투자자산	2.4	3.4	2.4	2.4	2.4
자산총계	466.2	1,532.2	3,131.5	4,691.9	6,186.9
유동부채	158.1	398.3	1,465.6	2,612.7	3,646.1
매입채무	37.4	200.4	0.0	0.0	0.0
단기차입금	96.8	129.6	431.2	511.2	571.2
유동성장기부채	13.7	36.6	141.8	551.8	911.8
비유동부채	110.5	498.7	386.0	485.7	505.1
사채	4.7	16.9	10.7	40.7	50.7
장기차입금	90.5	156.0	253.4	313.4	313.4
부채총계	268.6	897.0	1,851.5	3,098.4	4,151.2
자본금	14.0	17.4	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	160.3	693.9	659.4	659.4	659.4
기타포괄이익누계액	14.1	23.5	23.8	23.8	23.8
이익잉여금	17.9	-98.6	570.3	881.5	1,320.3
비지배주주지분	3.2	4.4	5.9	8.3	11.7
자본총계	197.6	635.2	1,280.0	1,593.5	2,035.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.3	-138.1	-341.6	-224.7	-58.9
당기순이익(손실)	-15.0	-112.3	271.3	313.6	442.2
유형자산상각비	12.3	19.0	31.3	51.7	75.3
무형자산상각비	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
운전자본의 증감	32.7	-212.7	-651.9	-591.3	-577.4
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-226.1	-340.0	-480.0
유형자산의증가(CAPEX)	-54.1	-179.4	-273.2	-340.0	-480.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	-1.1	1.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	783.2	656.8	476.6
차입금의 증감	-21.1	442.7	324.3	656.8	476.6
자본의 증가	81.9	537.0	-33.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.4	250.6	216.8	92.1	-62.2
기초현금	0.8	21.2	271.8	488.5	580.6
기말현금	21.2	271.8	488.5	580.6	518.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,872	30,795	108,519	197,956	284,722
EPS(지배주주)	-550	-3,588	7,547	8,639	12,183
CFPS	620	2,526	9,040	13,352	21,679
EBITDAPS	552	2,053	8,353	13,963	23,900
BPS	6,653	17,799	35,373	44,012	56,195
DPS	48	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-125.1	-62.0	23.0	26.9	19.1
PCR	111.0	88.1	19.2	17.4	10.7
PSR	5.3	7.2	1.6	1.2	0.8
PBR	10.3	12.5	4.9	5.3	4.1
EBITDA	15.3	64.7	298.9	502.9	860.8
EV/EBITDA	143.2	121.9	21.9	18.4	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-27.4	28.4	21.8	24.3
EBITDA 이익률	4.3	6.7	7.7	7.1	8.4
부채비율	135.9	141.2	144.7	194.4	203.9
금융비용부담률	1.6	1.4	0.1	0.4	1.4
이자보상배율(x)	0.3	3.3	51.3	16.9	5.7
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	29.0		
재고자산회전율(x)	2.9	5.3	6.7	5.9	5.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

