

엘앤에프 066970

테슬라로 간다

전기차 1위 업체 직납에 따라 목표주가 상향

엘앤에프에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고 TP를 39만원으로 상향한다. 엘앤에프는 CAPA 및 자본력 확장, 특정고객사 의존도, 업스트림 전략 등이 경쟁사 대비 저평가 요인이었으나 이번 테슬라향 공급으로 저평가가 해소중이라는 판단이다. 향후 관건은 테슬라의 배터리 내재화 비중이 높아지면서 매출다변화가 지속적으로 이루어지는지, OEM과 계약을 통해 마진의 개선 여지가 있는지, 업스트림 전략 구체화다.

엘앤에프가 테슬라에 2년간 3.83조원 규모의 양극재 공급 계약 체결

엘앤에프가 2023년 2월 28일 테슬라향으로 하이니켈 양극재 공급 계약 공시를 발표했다. 계약기간은 2024~2025년이고 금액은 3.83조원이다. 판매지역은 미국 및 기타 지역이고 판매단가는 리튬가 변동에 따라 증감 가능성이 존재한다고 밝혔다. 양극재 판가 \$50, 환율 1,300원 가정시 공급하는 양극재 물량은 약 5.9만톤, 배터리 기준 39GWh, 모델3 롱레인지 기준 52만대로 추정된다.

고객다변화가 긍정적인 가운데 OEM 추가 고객 확보 가능성도 긍정적

엘앤에프는 고객다변화가 진행되면서 저평가 요인이 해소될 전망이다. 현재 LGES향 매출비중이 70~80%로 추정되는데 의존도 완화로 향후 물량/마진에서 개선 여지가 존재한다. LGES는 테슬라향 양극재 공급을 다변화할 것으로 예상된다. 이번 직납을 통해 엘앤에프는 완성차에 직접적으로 공급하면서 고객사의 공급다변화 위험을 완화했다는 판단이다. 일부 완성차들의 배터리 내재화 가능성에 따라 추가 고객사 확보 여력도 긍정적이다. 이번 공시로 엘앤에프의 실적 추정치 변동은 없다. 엘앤에프는 4Q22 실적발표에서 2026년 CAPA목표를 42만톤으로 제시했고 국내 28~30만톤, 해외 10~13만톤으로 발표했다. 고객사 요청에 따라 추가증설을 준비중이고 가이던스를 상향했기에 이번 계약도 기존 목표에 포함된 것으로 예상된다. 동사는 향후 고객사 비중을 LG 50%, OEM 30%, SK 20%로 목표한다. 엘앤에프의 24~25년 예상 생산을 고려할 때 이번 계약으로 테슬라향 매출비중은 15%가 될 것으로 추정한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	356	971	3,884	6,501	9,117
영업이익	1	44	266	371	605
영업이익률(%)	0.4	4.6	6.9	5.7	6.6
세전이익	-18	-126	340	319	577
지배주주지분순이익	-15	-113	270	243	440
EPS(원)	-520	-3,249	8,675	7,615	13,394
증감률(%)	적지	적지	흑전	-12.2	75.9
ROE(%)	-9.4	-27.4	32.6	19.8	23.8
PER(배)	-132.2	-68.5	30.2	34.4	19.6
PBR(배)	9.9	12.5	9.2	6.8	4.5
EV/EBITDA(배)	117.2	99.0	14.6	18.3	9.7

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷
02-709-2337
gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2023.03.02

BUY(유지)

목표주가(상향)	390,000원
현재주가(02/28)	262,000원
상승여력	48.9%

Stock Data

KOSDAQ	780.3pt
시가총액(보통주)	9,437십억원
발행주식수	36,018천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	568천주
60일 평균거래대금	119,625백만원
외국인 지분율	24.4%
52주 최고가	279,000원
52주 최저가	165,300원
주요주주	
새로닉스(외 15인)	23.9%
자사주(외 1인)	7.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	15.3	10.1
3M	12.6	6.3
6M	4.3	7.1

주가차트

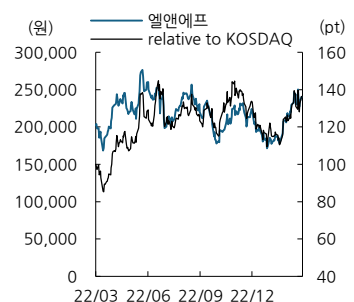


그림1 엘앤에프가 테슬라향 양극재 공급계약을 공시

단일판매 · 공급계약체결

1. 판매 · 공급계약 내용		하이니켈 양극재 공급 계약 체결
2. 계약내역	조건부 계약여부	미해당
	확정 계약금액	3,834,738,508,160
	조건부 계약금액	-
	계약금액 총액(원)	3,834,738,508,160
	최근 매출액(원)	970,760,874,482
	매출액 대비(%)	395
3. 계약상대방		Tesla, Inc. & its Affiliates
-최근 매출액(원)		107,318,038,800,000
-주요사업		Automotive & Energy generation and storage
-회사와의 관계		-
-회사와 최근 3년간 동종계약 이행여부		미해당
4. 판매 · 공급지역		USA and Others
5. 계약기간	시작일	2024-01-01
	종료일	2025-12-31
6. 주요 계약조건		-
7. 판매 · 공급방식	자체생산	해당
	외주생산	미해당
	기타	-
8. 계약(수주)일자		2023-02-28
9. 공시유보 관련내용	유보기한	-
	유보사유	-
10. 기타 투자판단에 참고할 사항		<p>- . 상기 계약금액은 USD 2,910,838,400이며 2023년 2월 28일 최초 고시환율 1,317.40원을 적용하여 계산한 금액입니다.</p> <p>- . 판매 단가는 최근 납품 단가를 적용하였으며, 향후 리튬 가격 변동에 따라 증감될 가능성이 있습니다.</p> <p>- . 상기 계약금액 총액은 원재료 시세 변동 및 환율 변동에 따라 가감될 수 있습니다.</p> <p>- . 계약 상대방의 최근 매출액은 22년 연결기준 \$81,462 millions에 2023년 2월 28일 최초 고시환율 1,317.40원을 적용하여 산출하였습니다.</p>
※ 관련공시		-

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터

표1 공시 관련 예상 양극재/배터리/전기차 공급대수 추정치

공시금액	3,834 십억원
배터리	1 GWh에 필요한 양극재 1,500톤
배터리	1 Kwh에 필요한 양극재 1.5kg
양극재 판가	50 달러
양극재 판가	65,000 원 (환율 1,300원 가정)
양극재 추정 물량	58,985 톤
배터리 용량	39 GWh
모델3 롱레인지 용량	75 kwh
모델3 기준 공급대수	524,308 대

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엘앤에프의 CAPA 및 예상 테슬라향 매출비중 추정치

	단위	22F	23F	24F	25F
엘앤에프 CAPA	만톤	13	20	22	31
생산량	만톤		13	20	22
가동률	%		65%	91%	71%
테슬라향 공급물량	만톤			2.9	2.9
테슬라향 매출비중	%			15%	13%

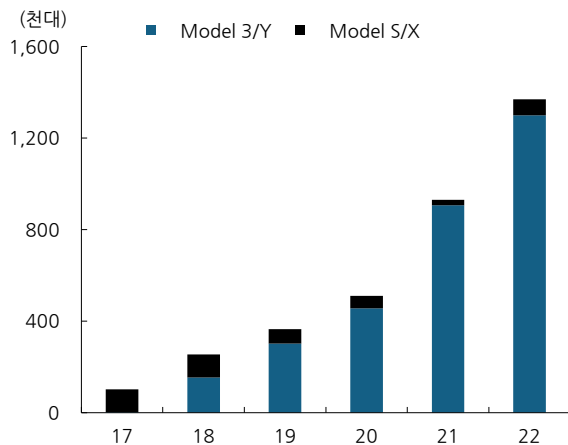
자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 테슬라의 예상 생산대수 및 엘앤에프의 공급비중 추정치

	단위	22F	23F	24F	25F
테슬라 생산대수	천대	1,370	1,800	2,520	3,528
증가율	%	47	31	40	40
엘앤에프의 예상 공급대수	천대			262	262
엘앤에프의 테슬라 비중	%			10%	7%

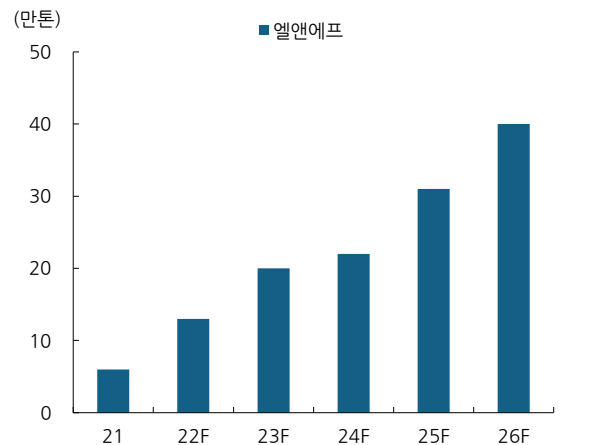
자료: 엘앤에프, Tesla, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 테슬라의 글로벌 생산대수 추이



자료: Tesla, DS투자증권 리서치센터

그림2 엘앤에프의 예상 CAPA 추이



자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 글로벌 주요 셀메이커들의 고객사 현황

지역	한국			중국		일본	유럽
셀메이커	LGES	SK온	삼성SDI	CATL	BYD	파나소닉	노스볼트
타입	NCM, NCMA, LFP	NCM	NCM, NCA	LFP, NCM	LFP, NCM	NCA, NCM	NCM
폼팩터	파우치, 원통	파우치	각형, 원통	각형	각형	원통, 각형	각형, 원통
유럽	BMW						
	다임러						
	VW						JV
	스텔란티스	JV		JV			
	르노	JV					
	볼보						JV
미국	GM	JV					
	포드		JV	JV		JV	
	테슬라					JV	
한국	현대차그룹	JV					
일본	토요타				JV	JV	
	닛산						
	혼다						
중국	SAIC			JV			
	BYD						
	장성기차						
	광치			JV			
	지리기차			JV			

자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

주: 지역별 상위 OEM 기준으로 일부 업체들과의 JV는 미포함 됨

표5 글로벌 주요 셀메이커 대상 양극재 공급사 현황

지역	한국			중국		일본
셀메이커	LGES	SK온	삼성SDI	CATL	BYD	파나소닉
한국	엘앤에프					
	에코프로					
	포스코케미칼					
중국	Ronbay					
	XTC					
	Zenhua					
	Tianjin B&M					
	Shanshan					
	Easpring					
	Cylico					
	Dynanonic					
일본	스미토모					
	니치아					
벨기에	유미코어					

자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

표1 엘앤에프의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022P	2023F	2024F
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,224.9	1,430.2	1,560.2	1,625.2	1,885.2	3,883.8	6,500.9	9,117.4
EV	442.9	693.7	1,012.6	1,035.5	1,230.0	1,357.4	1,430.2	1,638.2	3,184.7	5,655.7	8,023.4
ESS	88.6	120.8	174.0	160.4	171.6	171.6	162.5	209.3	543.7	715.1	911.7
IT/전동공구	22.1	48.3	55.9	29.0	28.6	31.2	32.5	37.7	155.4	130.0	182.3
영업이익	53.0	61.3	98.7	53.2	67.1	88.4	94.2	120.8	266.1	370.5	604.7
지배지분순이익	70.7	64.4	91.2	43.8	42.0	57.2	61.6	82.5	270.1	243.2	439.8
Margin											
영업이익률	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	4.7%	5.7%	5.8%	6.4%	6.9%	5.7%	6.6%
순이익률	12.8%	7.5%	7.3%	3.6%	2.9%	3.7%	3.8%	4.4%	7.0%	3.7%	4.8%
YoY											
매출액	283%	320%	416%	222%	158%	81%	31%	54%	300%	67%	40%
EV	801%	724%	665%	295%	178%	96%	41%	58%	503%	78%	42%
ESS	25%	51%	158%	51%	94%	42%	-7%	30%	67%	32%	28%
IT/전동공구	-10%	18%	37%	154%	29%	-35%	-42%	30%	32%	-16%	40%
영업이익	흑전	967%	630%	88%	27%	44%	-4%	127%	501%	39%	63%
지배지분순이익	흑전	흑전	흑전	흑전	-41%	-11%	-32%	88%	흑전	-10%	81%

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엘앤에프의 목표주가 산정방식

(십억원, 천주)	실적	배수	비고
지배주주순이익	606.5	23	2023~2025년 순이익 CAGR +58%에 PEG 0.4배 적용
적정 시가총액	14,113		
주식수	35,930	천주	
목표주가	390,000	원	
현재주가	262,000	원	
업사이드	49	%	

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

[엘앤에프 066970]

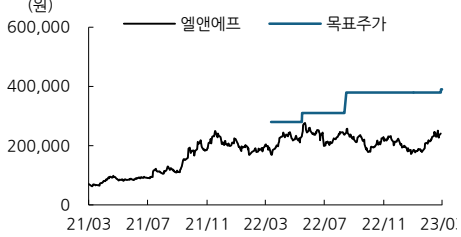
재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	212	1,071	1,513	1,449	1,629	매출액	356	971	3,884	6,501	9,117
현금 및 현금성자산	21	272	704	418	310	매출원가	333	893	3,533	5,952	8,271
매출채권 및 기타채권	63	272	353	459	597	매출총이익	23	78	351	549	846
재고자산	105	262	327	409	511	판매비 및 관리비	22	34	85	178	241
기타	22	266	129	164	212	영업이익	1	44	266	371	605
비유동자산	254	462	1,189	2,328	3,861	(EBITDA)	15	65	333	503	826
관계기업투자등	2	3	14	23	32	금융손익	-9	-8	0	0	0
유형자산	237	427	1,079	2,150	3,616	이자비용	6	14	0	0	0
무형자산	9	10	10	11	11	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	466	1,532	2,702	3,777	5,491	기타영업외손익	-11	-162	74	-51	-28
유동부채	158	398	776	1,246	1,718	세전계속사업이익	-18	-126	340	319	577
매입채무 및 기타채무	47	226	545	913	1,280	계속사업법인세비용	-3	-13	69	73	133
단기금융부채	110	166	216	316	416	계속사업이익	-15	-112	271	246	444
기타유동부채	1	6	14	17	22	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	110	499	894	1,097	1,500	당기순이익	-15	-112	271	246	444
장기금융부채	107	494	594	794	1,194	지배주주	-15	-113	270	243	440
기타비유동부채	3	4	300	303	306	총포괄이익	-15	-103	271	246	444
부채총계	269	897	1,670	2,343	3,219	매출총이익률 (%)	6.5	8.0	9.0	8.4	9.3
지배주주지분	194	631	1,028	1,429	2,267	영업이익률 (%)	0.4	4.6	6.9	5.7	6.6
자본금	14	17	18	18	19	EBITDA마진률 (%)	4.3	6.7	8.6	7.7	9.1
자본잉여금	160	694	854	1,013	1,412	당기순이익률 (%)	-4.2	-11.6	7.0	3.8	4.9
이익잉여금	18	-99	172	413	851	ROA (%)	-3.4	-11.3	12.8	7.5	9.5
비지배주주지분(연결)	3	4	4	4	4	ROE (%)	-9.4	-27.4	32.6	19.8	23.8
자본총계	198	635	1,032	1,434	2,272	ROIC (%)	0.3	5.4	22.1	17.9	16.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	45	-138	753	678	1,100	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-15	-112	271	246	444	P/E	-132.2	-68.5	30.2	34.4	19.6
비현금수익비용가감	32	192	364	275	562	P/B	9.9	12.5	9.2	6.8	4.5
유형자산감가상각비	12	19	65	130	219	P/S	143.0	122.3	28.3	20.3	13.7
무형자산상각비	1	1	2	2	2	EV/EBITDA	117.2	99.0	14.6	18.3	9.7
기타현금수익비용	17	169	297	142	341	P/CF	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	33	-213	118	157	94	배당수익률 (%)	-132.2	-68.5	30.2	34.4	19.6
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-82	-106	-138	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	30	-156	-65	-82	-102	매출액	13.7	172.6	300.1	67.4	40.2
매입채무 증가(감소)	10	164	319	367	367	영업이익	흑전	2,910.3	501.4	39.2	63.2
기타자산 부채변동	-3	-16	-54	-22	-34	세전이익	적지	적지	흑전	-6.2	80.8
투자활동 현금	-71	-414	-531	-1,222	-1,706	당기순이익	적지	적지	흑전	-9.4	80.8
유형자산처분(취득)	-54	-179	-718	-1,201	-1,684	EPS	적지	적지	흑전	-12.2	75.9
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-3	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-15	-231	189	-19	-19	부채비율	135.9	141.2	161.9	163.5	141.7
기타투자활동	0	-1	0	0	0	유동비율	134.1	268.8	195.0	116.3	94.8
재무활동 현금	46	802	210	258	498	순차입금/자기자본(x)	90.8	27.7	9.0	46.7	55.8
차입금의 증가(감소)	-33	255	50	100	100	영업이익/금융비용(x)	0.3	3.3	n/a	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	81	494	160	158	398	총차입금 (십억원)	218	660	810	1,110	1,610
배당금의 지급	-1	-1	0	2	2	순차입금 (십억원)	179	176	93	670	1,268
기타재무활동	-2	53	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	20	251	432	-286	-108	EPS	-520	-3,249	8,675	7,615	13,394
기초현금	1	21	272	704	418	BPS	6,930	17,799	28,355	38,585	58,079
기말현금	21	272	704	418	310	SPS	587	2,246	17,889	14,335	27,039
NOPLAT	1	32	212	285	466	CFPS	48	n/a	50	50	100
FCF	-21	-547	222	-545	-606	DPS	-520	-3,249	8,675	7,615	13,394

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

엘앤에프 (066970) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-03-14	담당자변경				
2022-03-14	Buy	280,000	-22.2	-12.2	400,000
2022-05-17	Buy	310,000	-24.2	-10.8	
2022-05-27	Buy	310,000	-25.4	-16.0	
2022-06-13	Buy	310,000	-26.4	-18.6	
2022-07-18	Buy	310,000	-25.1	-20.6	
2022-08-16	Buy	380,000	-44.7	-32.4	
2022-09-19	Buy	380,000	-45.7	-34.1	
2022-11-09	Buy	380,000	-45.5	-34.1	
2023-02-14	Buy	380,000	-37.5	-34.1	
2023-03-02	Buy	390,000			



투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
BUY + 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL - 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL 업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE - 10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

투자이견 비율

기준일 2022.12.31

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

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.