



Buy(Maintain)

목표주가: 270,000원
주가(2/11): 178,300원
시가총액: 62,067억원

철강금속/유틸리티

Analyst 이종형
02) 3787-5023
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/11)		877.42pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	249,300원	62,612원	
등락률	-28.5%	184.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	-1.5%	8.8%
	6M	44.8%	73.6%
	1Y	125.5%	147.9%

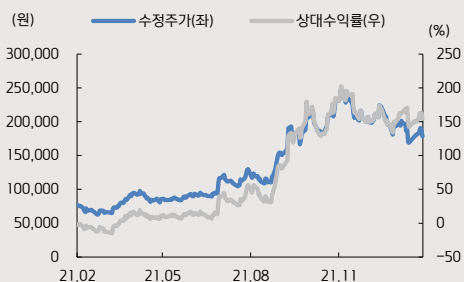
Company Data

발행주식수	34,810 천주	
일평균 거래량(3M)	681천주	
외국인 지분율	19.5%	
배당수익률(21E)	0.0%	
BPS(21E)	16,255원	
주요 주주	에코프로 외 11인	24.9%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	0.0	854.7	970.8	2,259.5
영업이익	0.0	54.8	44.3	150.2
EBITDA	0.0	91.6	63.1	183.1
세전이익	0.0	47.6	-125.6	142.0
순이익	0.0	46.7	-112.3	113.6
지배주주지분순이익	0.0	46.9	-113.1	114.5
EPS(원)		2,247	-3,191	3,112
증감률(%YoY)		NA	적지	흑전
PER(배)		75.7	-69.7	57.3
PBR(배)		8.07	13.68	8.43
EV/EBITDA(배)		40.8	123.4	35.1
영업이익률(%)	0.0	6.4	4.6	6.6
ROE(%)		10.6	-29.4	16.9
순부채비율(%)		29.5	6.4	28.8

Price Trend



엘앤에프 (066970)

2022년 신공장 가동으로 킴점프 시작



4분기 실적은 일부 고객사 재고조정에도 LG엔솔→테슬라로 공급되는 고마진의 NCMA 양극재 비중 확대에 놀랄 만한 수익성 개선과 함께 영업이익은 예상치를 상회했습니다. 올해는 2분기 구지 2공장(+7만톤)이 신규가동 되면서 양극재 판매량이 작년보다 두배 이상 증가해 가파른 실적개선이 지속될 전망입니다. 또한 테슬라라는 확실한 수요처를 기반으로 올해는 해외 공장투자도 가시화 될 것으로 기대됩니다.

>>> 4분기 영업이익은 놀라운 수익성 개선으로 예상치 상회

4Q21 실적은 매출액 3,801억원(+58%QoQ, +277%YoY), 영업이익 283억원(+109%QoQ, 흑전%YoY)으로 2개분기 연속 사상 최고치를 경신했다. NCM5 중심의 일부 고객사 재고조정으로 매출액 성장은 예상보다 부진했지만, LG에너지솔루션→테슬라향 NCMA 비중 확대에 수익성이 예상보다 빠른 속도로 개선되면서 영업이익은 키움증권 추정치 194억원과 컨센서스 269억원을 상회했다. 특히 연말 특별상여금 35억원을 제외시 4분기 실질 영업이익률은 8.4%에 달해 시장 기대치(OPM 6.4%)를 크게 상회하는 수익성을 보여주었다.

한편, 작년 하반기 주가 급등에 따라 전환사채, 신주인수권부사채, 상환전환우선주 등과 관련된 파생상품금융부채 평가손실 -1,376억원을 반영해 세전이익 및 순이익은 적자전환했다(21년 연간 -1,678억원). 현금유출이 없는 장부상의 평가손실이므로 주가에 미치는 영향은 제한적으로 판단한다.

>>> 2022년 신공장 가동으로 킴점프 (quantum jump) 시작

올해 2분기 구지 2공장(+7만톤)이 신규가동 되면서 연말기준 양극재 생산 능력은 21년 약 5만톤에서 22년 12만톤으로 대폭 확대된다. 신공장 가동과 함께 올해 양극재 판매량은 작년(약 4만톤)보다 두배 이상 증가하고, 고마진의 NCMA 양극재 비중도 21년 50% 미만에서 22년 70% 수준까지 증가해 외형확대와 수익성개선이 동시에 이어질 전망이다. 이를 감안시 22년 실적은 매출액 2,260억원(+133%YoY), 영업이익 1,502억원(+239%YoY)으로 가파른 성장이 기대된다. 4분기 실적을 반영해 22년 영업이익은 기존 전망치를 10% 상향하고 목표주가를 27만원(24E PER 35X)으로 13% 상향한다.

>>> '확실한 고객' 테슬라와 협력으로 중장기 성장 가시성 확보

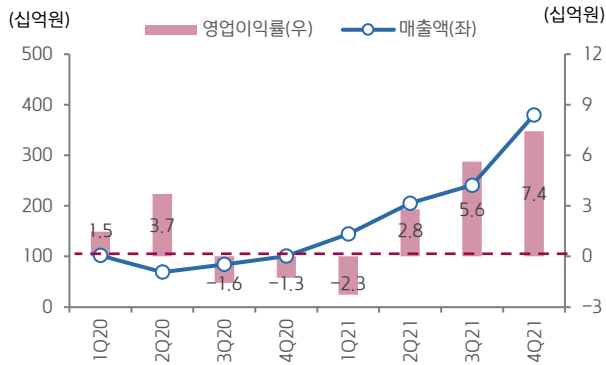
동사는 작년 테슬라와 양극재 공급계약을 체결했고, 미국 배터리 재활용회사인 Redwood Materials社와도 전략적 파트너십을 체결해 '전기차 1위라는 확실한 수요처'와 '북미 진출의 교두보'를 동시에 마련했다. 중장기 양극재 생산능력은 현재 발표된 25년말 20만톤에서 추가 확대 가능성이 높으며 올해안으로 북미 중심의 해외 양극재 JV설립이 기대된다. 독보적 NCMA 양극재 기술력과 증설을 통한 중장기 성장성 관점에서 Buy 의견을 유지한다.

엘앤에프 4Q21 잠정실적

(단위: 십억원)	4Q21P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	3Q21	%QoQ	4Q20	%YoY
매출액	380.1	415.9	-8.6	418.3	-9.1	240.7	57.9	100.8	277.3
영업이익	28.3	19.4	45.6	26.9	5.1	13.5	109.0	-1.3	흑전
영업이익률	7.4	4.7		6.4		5.6		-1.3	
세전이익	-107.9	6.0	적전	8.4	적전	-7.1	적확	-16.3	적확
순이익	-93.3	2.6	적전	-4.0	적확	-11.6	적확	-14.9	적확
지배순이익	-93.5	3.1	적전	19.6	적전	-11.7	적확	-14.9	적확

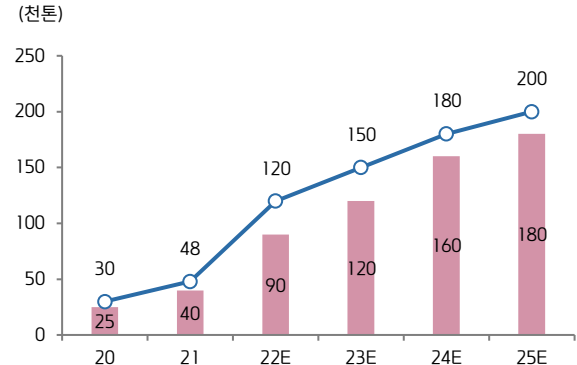
자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 분기 실적추이



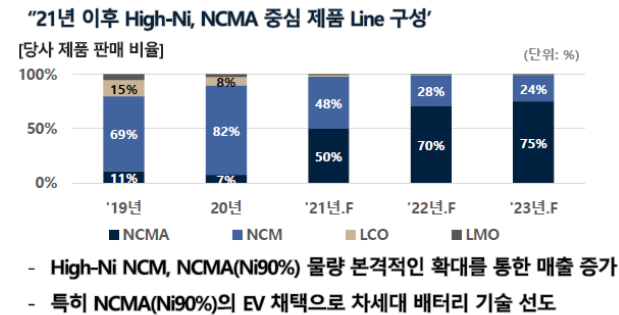
자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 양극재 생산능력과 판매량 전망



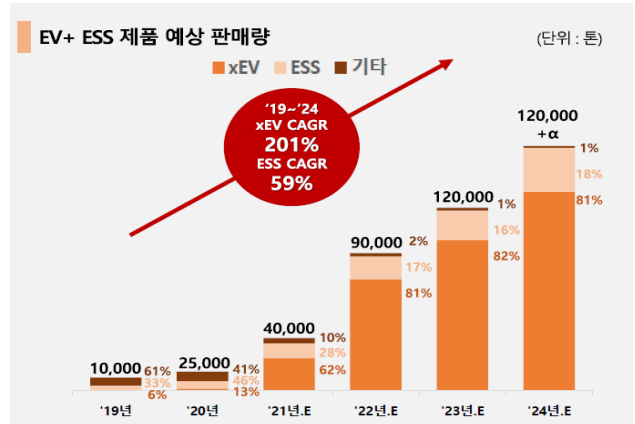
자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 양극재별 판매량 전망



자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 용도별 판매량 전망



자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 분기 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21P	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22EP	3Q22E	4Q22E
매출액	144.5	205.4	240.7	380.1	400.8	510.2	619.5	728.9
영업이익	-3.3	5.7	13.5	28.3	28.3	30.7	40.3	50.9
영업이익률	-2.3	2.8	5.6	7.4	7.1	6.0	6.5	7.0
세전이익	-3.9	-6.8	-7.1	-107.9	26.8	28.5	38.0	48.7
순이익	-3.6	-3.7	-11.6	-93.3	21.5	22.8	30.4	39.0
지배순이익	-4.0	-3.9	-11.7	-93.5	21.6	23.0	30.7	39.2

자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	505.7	313.3	356.1	970.8	2,259.5	3,302.3	4,404.4
영업이익	27.0	-7.7	1.5	44.3	150.2	252.8	381.1
영업이익률	5.3	-2.4	0.4	4.6	6.6	7.7	8.7
세전이익	25.9	-10.7	-17.9	-125.6	142.0	240.4	365.9
순이익	19.9	-8.8	-15.0	-112.3	113.6	189.9	285.4
지배주주순이익	19.4	-9.0	-15.2	-113.1	114.5	191.3	287.5
지배주주 EPS(원)	786	-363	-573	-3,191	3,112	5,201	7,815
지배주주 BPS(원)	5,680	5,228	6,930	16,255	21,154	26,293	34,047
지배주주 ROE(%)	14.8	-6.7	-9.4	-29.4	16.9	21.9	25.9

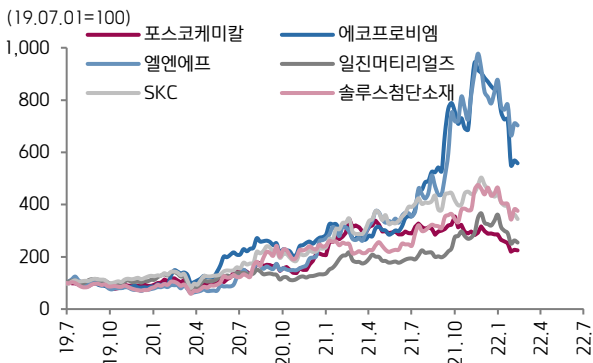
자료: 엘앤에프, 키움증권

엘앤에프 실적전망 변경

(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,025.7	2,421.8	970.8	2,259.5	-5.4	-6.7
영업이익	31.7	136.0	44.3	150.2	39.7	10.5
영업이익률	3.1	5.6	4.6	6.6		
세전이익	2.7	129.4	-125.6	142.0	적전	9.8
순이익	2.4	103.5	-112.3	113.6	적전	9.8
지배주주순이익	2.4	103.5	-113.1	114.5	적전	10.6
지배주주 EPS(원)	75	2,831	-3,191	3,112	NA	9.9
지배주주 BPS(원)	19,643	24,148	16,255	21,154	-17.2	-12.4
지배주주 ROE(%)	0.5	13.1	-29.4	16.9		

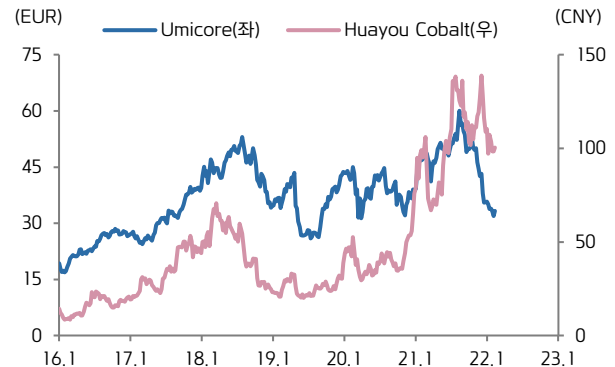
자료: 엘앤에프, 키움증권

국내 이차전지 소재업체 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

해외 이차전지 소재업체 주가



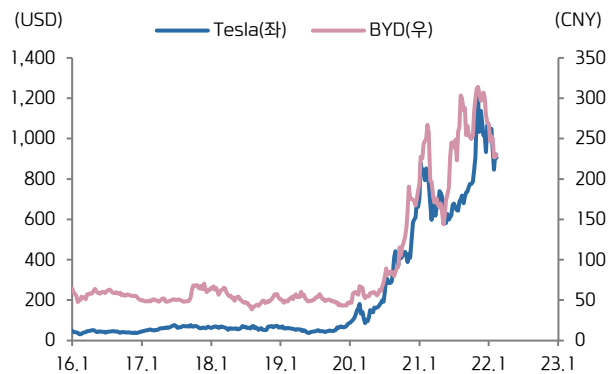
자료: Bloomberg, 키움증권

국내 이차전지 셀업체 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

해외 전기차업체 주가



자료: Bloomberg, 키움증권

국내 이차전지 관련종목 Valuation

구분	종목명	시총 (십억원)	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA		영업이익률	
			21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
셀(Cell)	LG 화학	44,685	12.3	17.5	2.2	1.9	19.5	12.2	6.6	7.0	12.5	8.7
	삼성 SDI	37,614	31.8	25.1	2.6	2.3	8.6	9.9	16.5	13.3	8.8	9.5
	SK 이노베이션	19,140	27.1	14.6	1.1	1.0	4.4	7.4	8.1	8.1	4.7	3.7
소재	포스코케미칼	8,753	59.4	58.2	3.7	3.5	8.5	6.2	37.7	31.3	6.9	6.5
	에코프로비엠	7,632	71.4	45.6	13.5	8.2	18.2	21.4	46.6	27.4	9.0	9.2
	엘앤에프	6,207	N/A	57.9	12.3	9.5	-0.4	20.5	93.3	33.5	4.2	6.6
	SKC	5,169	20.2	20.9	2.5	2.3	13.2	11.4	10.7	10.1	14.4	12.9
	일진머티리얼즈	4,385	57.0	36.7	6.5	5.6	12.2	14.5	34.8	22.3	12.0	13.7

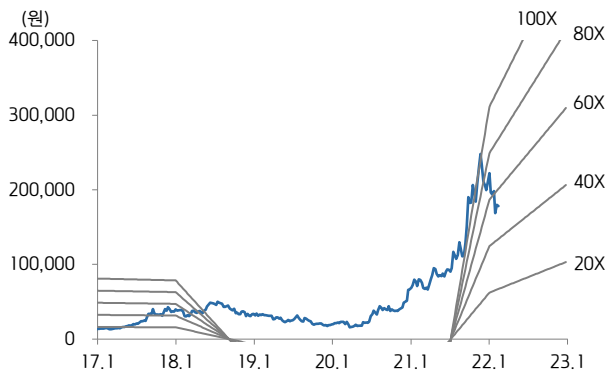
자료: Bloomberg(2/11 컨센서스 기준), 키움증권

해외 이차전지 관련종목 Valuation

구분	종목명	시총 (백만 USD)	PER		PBR		ROE		EV/EBITDA		영업이익률	
			21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
전기차	Tesla	934,859	138.3	87.4	31.5	23.7	23.3	26.2	80.2	50.2	13.3	15.5
	BYD	98,337	150.0	79.8	8.3	7.6	6.4	11.0	32.5	23.2	3.3	4.5
셀(Cell)	CATL	180,687	92.5	53.0	15.0	11.3	16.7	22.7	51.2	28.2	13.3	13.9
	Panasonic	26,065	11.8	10.8	1.0	1.0	9.2	9.7	5.7	4.6	5.1	5.3
소재	Umicore	9,333	12.4	14.9	2.7	2.4	23.2	16.7	7.7	8.3	24.2	19.2
	Sumitomo MM	13,923	7.2	10.5	1.2	1.1	18.4	9.8	9.4	9.6	12.9	12.1
	Mitsubishi	51,824	7.3	8.4	1.0	0.9	14.2	10.8	12.6	11.8	3.2	3.4
	Hitachi	50,664	10.4	10.6	1.5	1.3	15.0	13.9	7.2	6.3	7.5	8.9
	Ningbo Shanshan	8,760	17.1	19.5	3.1	2.8	22.1	18.6	15.4	13.3	17.5	15.1

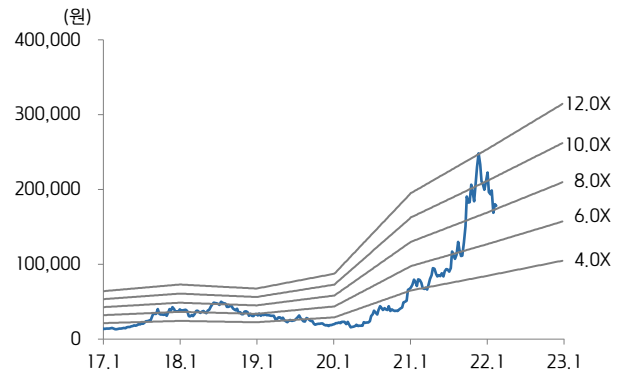
자료: Bloomberg(2/11 컨센서스 기준), 키움증권

엘앤에프 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

엘앤에프 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

엘앤에프 기관투자자 누적순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

엘앤에프 외국인 누적순매수 추이



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	313.3	356.1	970.8	2,259.5	3,302.3
매출원가	298.1	332.8	892.6	2,037.3	2,945.2
매출총이익	15.2	23.3	78.1	222.2	357.0
판매비	22.9	21.8	33.9	71.9	104.2
영업이익	-7.7	1.5	44.3	150.2	252.8
EBITDA	3.6	15.3	63.1	183.1	303.6
영업외손익	-3.0	-19.4	-169.9	-8.2	-12.4
이자수익	0.1	0.1	0.5	0.2	0.2
이자비용	4.3	5.7	5.7	8.4	12.6
외환관련이익	4.7	6.2	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	3.5	9.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-10.9	-164.7	0.0	0.0
법인세차감전이익	-10.7	-17.9	-125.6	142.0	240.4
법인세비용	-1.9	-2.9	-13.4	28.4	50.5
계속사업순손익	-8.8	-15.0	-112.3	113.6	189.9
당기순이익	-8.8	-15.0	-112.3	113.6	189.9
지배주주순이익	-9.0	-15.2	-113.1	114.5	191.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-38.0	13.7	172.6	132.7	46.2
영업이익 증감율	-128.5	-119.5	2,853.3	239.1	68.3
EBITDA 증감율	-90.3	325.0	312.4	190.2	65.8
지배주주순이익 증감율	-146.3	68.9	644.1	-201.2	67.1
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	67.1
매출총이익율(%)	4.9	6.5	8.0	9.8	10.8
영업이익률(%)	-2.5	0.4	4.6	6.6	7.7
EBITDA Margin(%)	1.1	4.3	6.5	8.1	9.2
지배주주순이익률(%)	-2.9	-4.3	-11.7	5.1	5.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	206.2	212.0	484.2	695.7	946.7
현금 및 현금성자산	0.8	21.2	151.5	63.6	33.0
단기금융자산	2.5	17.1	17.1	17.1	17.1
매출채권 및 기타채권	58.4	63.5	116.5	271.1	396.3
재고자산	138.6	105.3	194.2	338.9	495.3
기타유동자산	5.9	4.9	4.9	5.0	5.0
비유동자산	210.0	254.2	385.4	552.5	701.8
투자자산	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4
유형자산	196.5	237.4	370.2	538.6	688.9
무형자산	8.5	8.9	7.3	6.0	5.0
기타비유동자산	3.0	5.5	5.5	5.5	5.5
자산총계	416.2	466.2	869.5	1,248.2	1,648.4
유동부채	187.5	158.1	179.0	256.3	318.9
매입채무 및 기타채무	39.8	46.6	67.4	144.8	207.3
단기금융부채	146.9	110.4	110.4	110.4	110.4
기타유동부채	0.8	1.1	1.2	1.1	1.2
비유동부채	96.9	110.5	110.5	210.5	360.5
장기금융부채	91.2	95.4	95.4	195.4	345.4
기타비유동부채	5.7	15.1	15.1	15.1	15.1
부채총계	284.4	268.6	289.5	466.8	679.4
지배지분	129.4	194.4	576.1	778.3	967.3
자본금	12.4	14.0	17.7	18.4	18.4
자본잉여금	80.0	160.3	653.5	742.8	742.8
기타자본	-11.9	-11.9	-11.9	-11.9	-11.9
기타포괄손익누계액	14.1	14.1	13.5	12.8	12.2
이익잉여금	34.8	17.9	-96.7	16.1	205.8
비지배지분	2.4	3.2	4.0	3.2	1.8
자본총계	131.8	197.6	580.1	781.4	969.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-25.3	45.3	-199.3	-60.2	37.2
당기순이익	-8.8	-15.0	-112.3	113.6	189.9
비현금항목의 가감	17.8	32.2	25.3	84.2	128.4
유형자산감가상각비	10.0	12.3	17.3	31.6	49.7
무형자산감가상각비	1.2	1.5	1.5	1.3	1.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.6	18.4	6.5	51.3	77.6
영업활동자산부채증감	-28.0	32.6	-121.4	-222.2	-219.0
매출채권및기타채권의감소	-1.9	-4.0	-53.0	-154.6	-125.1
재고자산의감소	-17.3	30.3	-88.9	-144.8	-156.4
매입채무및기타채무의증가	-5.8	9.6	20.9	77.3	62.6
기타	-3.0	-3.3	-0.4	-0.1	-0.1
기타현금흐름	-6.3	-4.5	9.1	-35.8	-62.1
투자활동 현금흐름	-88.0	-70.8	-149.9	-199.9	-199.9
유형자산의 취득	-85.6	-54.1	-150.0	-200.0	-200.0
유형자산의 처분	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.2	-1.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.1	-14.6	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	102.7	46.4	494.0	186.7	146.7
차입금의 증가(감소)	105.3	-32.8	0.0	100.0	150.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	81.9	496.9	90.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.2	-1.1	-1.2	-1.6	-1.6
기타	-0.4	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7
기타현금흐름	0.0	-0.4	-14.5	-14.5	-14.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-10.5	20.4	130.2	-87.9	-30.6
기초현금 및 현금성자산	11.4	0.8	21.2	151.5	63.6
기말현금 및 현금성자산	0.8	21.2	151.5	63.6	33.0

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 십억원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	-336	-550	-3,191	3,112	5,201
BPS	4,838	6,653	16,255	21,154	26,293
CFPS	336	620	-2,453	5,377	8,653
DPS	50	50	50	50	50
주가배수(배)					
PER	-60.5	-125.1	-69.7	57.3	34.3
PER(최고)	-104.1	-135.1	-79.9		
PER(최저)	-49.5	-23.0	-18.6		
PBR	4.21	10.34	13.68	8.43	6.78
PBR(최고)	7.23	11.16	15.69		
PBR(최저)	3.44	1.90	3.64		
PSR	1.74	5.34	8.12	2.90	1.99
PCFR	60.5	111.0	-90.7	33.2	20.6
EV/EBITDA	219.8	142.5	123.4	35.1	21.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-11.9	-8.1	-1.4	1.4	0.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
ROA	-2.4	-3.4	-16.8	10.7	13.1
ROE	-6.7	-9.4	-29.4	16.9	21.9
ROIC	-2.2	-0.2	7.9	14.6	16.7
매출채권회전율	5.4	5.8	10.8	11.7	9.9
재고자산회전율	2.4	2.9	6.5	8.5	7.9
부채비율	215.7	135.9	49.9	59.7	70.1
순차입금비율	178.2	84.8	6.4	28.8	41.9
이자보상배율	-1.8	0.3	7.8	17.8	20.1
총차입금	238.2	205.9	205.9	305.9	455.9
순차입금	234.9	167.6	37.3	225.2	405.8
NOPLAT	3.6	15.3	63.1	183.1	303.6
FCF	-110.8	-10.3	-213.0	-269.1	-168.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 13일 현재 '엘앤에프(066970)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

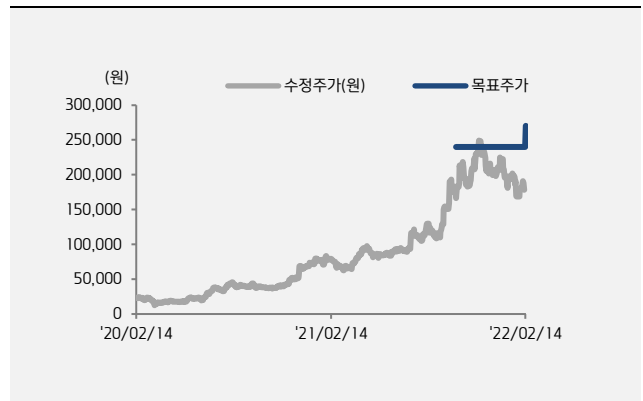
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엘앤에프 (066970)	2021/10/05	Buy(Initiate)	240,000원	6개월	-15.50	3.88
	2022/02/14	Buy(Maintain)	270,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%