

2022. 8. 16



▲ **이차전지/석유화학**
 Analyst **노우호**
 02. 6454-4867
 woo.h.no@meritz.co.kr
 RA **이지호**
 02. 6454-4885
 jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	430,000 원
현재주가 (8.16)	243,800 원
상승여력	76.4%
KOSDAQ 시가총액	834.74pt
발행주식수	87,596억원
유동주식비율	3,593만주
외국인비중	67.91%
52주 최고/최저가	22.56%
평균거래대금	276,600원/108,600원
주요주주(%)	1,508.3억원
새로닉스 외 14 인	23.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.5	28.4	87.8
상대주가	7.3	35.1	134.2

주가그래프



엘앤에프 066970

하이니켈 양극재 품질주의보

- ✓ 2Q22 Review: 매출액 8,627억원, 영업이익 614억원으로 매분기 최대 실적 경신 중
- ✓ 가이던스 상향: 매출액 22년 4조, 24년 11조, 생산Capa 24년 22만톤, 26년 30만톤
- ✓ 하이니켈 양극재 Shortage→ 고객사간 파트너십(Tesla-LGES) 낙수효과 확대 전망
- ✓ 미국 IRA법안과 Redwood JV 사업 전개로 미국 시장 선점 가능(고객사, 기술력)
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 43만원으로 이차전지 업종 최선호주 유지

매분기 사상 최대 실적 경신→ 연간 추정치/컨센서스 상향 조정 중

동사의 2Q22 매출액은 8,627억원(+56% QoQ), 영업이익은 614억원(+16% QoQ)으로 분기 사상 최대 실적을 달성했다. 평가 인상(+30% 이상)/출하량 증가(구지 2공장 Phase 1 조기 가동)로 매출액은 +56% QoQ 증가했다. 단, 최근 낮아진 영업이익 컨센서스를 소폭 하회한 배경은 일회성 비용(성과급 지급 및 고객사의 재고조정에 따른 매출인식 이연) 반영이다. 동사 실적추정에 핵심 요소는 양산능력(Q)이다. 전방 고객사들의 급증하는 물량요청에 대응, 동사는 구지 3공장 신규투자를 결정하여 2026년 최대 30만톤의 생산Capa를 확보할 계획이다. 동사의 추정 매출액은 22년 4.4조원, 24년 11.6조원으로 증가할 전망이다.

원통형 전지/하이니켈 양극재는 Shortage→ 동사의 양극재에 의존도 심화

Tesla는 2030년 연간 2천만대 판매목표를 보유, 이에 투입될 원통형 전지는 시장의 예상 수요 성장률을 상회할 전망이다. 지난 6월 LG에너지솔루션은 2023년 연말 목표로 2170(4Gw) 및 4680(9Gw) 전지 신규 투자를 공시한 바 있다. Tesla-LG 에너지솔루션의 끈끈한 파트너십으로 LG에너지솔루션은 하반기 Tesla 베를린항 2170 원통형 전지 신규 추가 투자를 계획 중이다. 원통형 전지의 폼팩터 변화 과도기(2170→ 4680)에서 현재 2170 원통형 전지는 '생산=판매'의 Shortage 구간이다. LG에너지솔루션의 25년 원통형 전지 생산Capa는 150Gw, 동기간 필요 양극재는 31.5만톤으로 하이니켈 양극재에 대한 고객사의 의존도는 심화될 전망이다.

동사는 미국 IRA 법안/Redwood JV 사업 전개로 공급망 프리미엄 가능

동사는 Redwood와 합작법인(배터리 Recycle) 확정 가능성이 높아 미국 공급망 프리미엄이 가능하다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 43만원(EV/EBITDA 기준 23배)을 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	64.9	6,653	-125.1	10.3	143.2	-9.4	135.9
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	556.0	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022E	4,397.4	335.2	299.3	8,384	-337.2	31,234	29.1	7.8	24.5	34.2	196.2
2023E	7,780.9	556.3	407.3	11,337	35.2	42,571	21.5	5.7	15.4	30.7	213.9
2024E	11,692.5	781.6	581.7	16,190	42.8	58,760	15.1	4.1	12.1	32.0	209.2

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	553.6	862.7	1,395.4	1,585.7	1,720.5	1,842.5	1,997.9	2,219.9	4,397.3	7,780.9	11,692.5
영업이익	53.0	61.4	102.0	118.9	124.9	132.5	142.2	156.7	335.2	556.3	781.6
%OP	9.6%	7.1%	7.3%	7.5%	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%	7.6%	7.1%	6.7%
세전이익	99.6	84.2	88.6	109.6	114.4	117.7	124.5	138.1	382.0	494.6	706.3
순이익(지배주주)	70.7	64.4	73.8	90.3	94.2	97.0	102.5	113.6	300.0	407.3	581.7
%YoY											
매출액	283.1	319.9	479.9	317.2	410.8	113.6	43.2	40.0	353.0	76.9	50.3
영업이익	흑전	968.3	654.8	320.7	135.5	115.8	39.3	31.8	657.5	66.0	40.5
세전이익	흑전	흑전	흑전	흑전	14.9	39.8	40.5	25.9	흑전	29.5	42.8
순이익(지배주주)	흑전	흑전	흑전	흑전	33.2	50.6	38.8	25.8	흑전	35.7	42.8
%QoQ											
매출액	45.6	55.8	61.7	13.6	8.5	7.1	8.4	11.4			
영업이익	87.6	15.7	66.2	16.5	5.1	6.1	7.3	10.2			
세전이익	흑전	-15.4	5.2	23.8	4.3	2.9	5.8	11.0			
순이익(지배주주)	흑전	-8.9	14.6	22.3	4.3	3.0	5.6	10.8			

자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022E			2023E			2024E		
	기존	신규	변화율(%)	기존	신규	변화율(%)	기존	신규	변화율(%)
매출액	3,471.6	4,397.3	26.7	5,786.2	7,780.9	34.5	8,055.3	11,692.5	45.2
영업이익	321.9	335.2	4.1	517.4	556.3	7.5	723.2	781.6	8.1
EBITDA	344.4	384.2	11.6	551.8	631.9	14.5	771.1	846.6	9.8
순이익	234.6	300.0	27.9	305.7	407.3	33.2	432.2	581.7	34.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

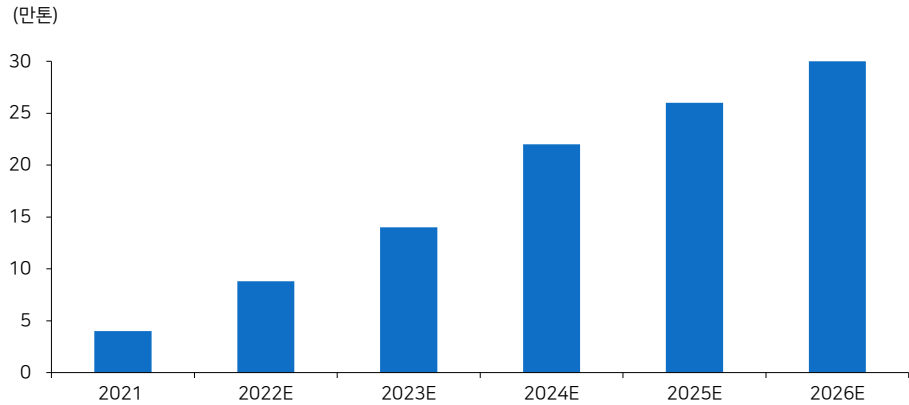
표3 엘앤에프 적정주가 43만원 유지

사업가치 (A)	EBITDA('23E)	Fair Value	Multiple
	632	15,166	23
기업가치		15,166	
순차입금(B)		956	
적정 시가총액(A-B)		13,578	
주당 주주가치 (원)		432,577	
적정주가(원)		430,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

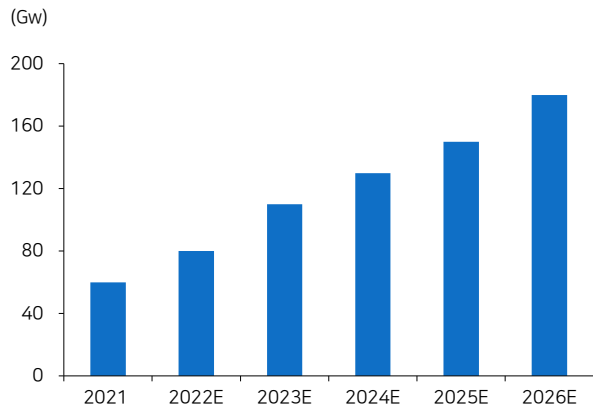
설명: 국내/외 양극재 기업들의 2023년 평균 EV/EBITDA에 20% 할증 적용

그림1 엘앤에프의 중장기 생산Capa 추이



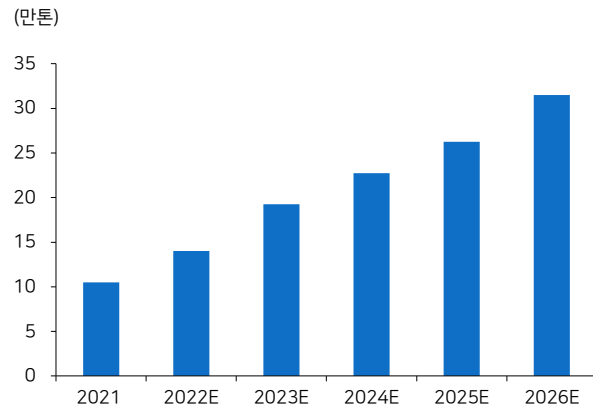
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG에너지솔루션의 원통형 전지 생산Capa 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG에너지솔루션 원통형 전지 필요 양극재 추정



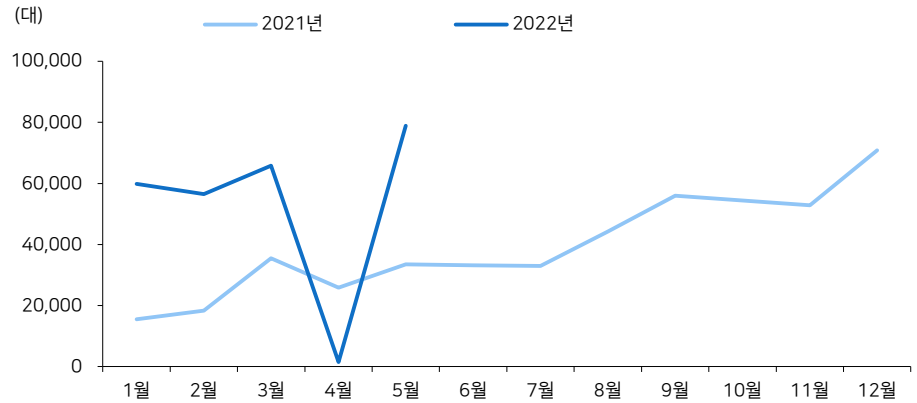
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 Tesla의 지역별 생산계획

(천대)		2020	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
상해	Model 3/Y	450	800	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
프린트	Model S/X	100	100	100	100	100	100	100
	Model 3/Y	500	500	500	500	500	500	500
베를린	Model Y	-	-	250	500	750	1,000	
오스틴	Model 3/Y	-	-	250	450	700	900	
	CyberTruck	-	-	-	50	100	100	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 Tesla의 중국 상해 공장 판매량 추이



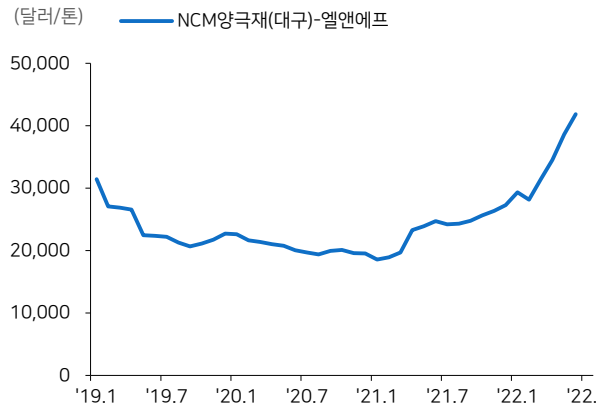
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 엘앤에프의 양극재 수출량(대구 기준)



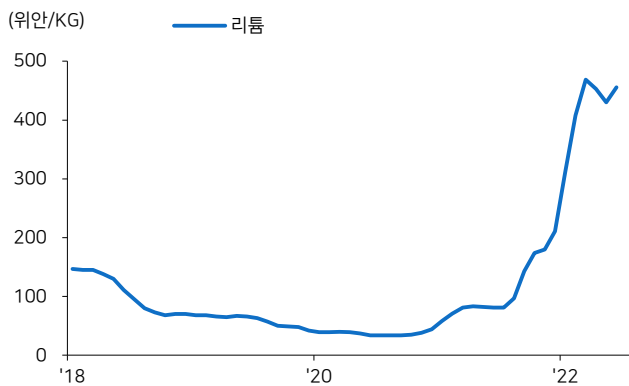
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 엘앤에프의 양극재 수출단가(대구 기준)



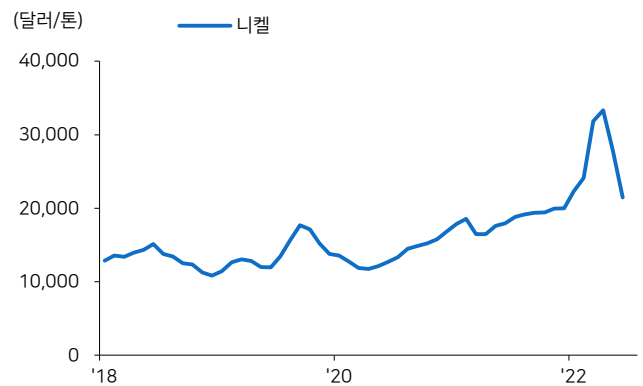
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 리튬 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 니켈 가격 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356.1	970.8	4,397.4	7,780.9	11,692.5
매출액증가율 (%)	13.7	172.6	353.0	76.9	50.3
매출원가	332.9	892.6	3,925.9	6,944.2	10,433.0
매출총이익	23.3	78.1	471.4	836.7	1,259.5
판매관리비	21.8	33.9	136.2	280.3	477.9
영업이익	1.5	44.3	335.2	556.3	781.6
영업이익률	0.4	4.6	7.6	7.1	6.7
금융손익	-16.9	-175.1	46.6	-61.7	-75.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.4	5.2	0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	-17.9	-125.6	382.0	494.6	706.3
법인세비용	-2.9	-13.4	79.7	84.1	120.1
당기순이익	-15.0	-112.3	302.3	410.5	586.2
지배주주지분 순이익	-15.2	-113.1	299.3	407.3	581.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.3	-138.1	-519.8	17.3	-97.0
당기순이익(손실)	-15.0	-112.3	302.3	410.5	586.2
유형자산상각비	12.3	19.0	47.9	74.7	64.2
무형자산상각비	1.5	1.5	1.2	0.9	0.8
운전자본의 증감	32.7	-212.7	-855.2	-468.8	-748.2
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-227.5	-319.0	-400.0
유형자산의증가(CAPEX)	-54.1	-179.4	-221.5	-319.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	-1.1	-0.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	711.8	650.0	470.0
차입금의 증감	-21.1	442.7	484.9	650.0	470.0
자본의 증가	81.9	537.0	-209.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.4	250.6	-35.8	348.3	-27.0
기초현금	0.8	21.2	271.8	236.0	584.3
기말현금	21.2	271.8	236.0	584.3	557.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212.0	1,070.6	2,733.0	3,978.0	5,382.1
현금및현금성자산	21.2	271.8	236.0	584.3	557.3
매출채권	59.1	268.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	105.3	261.6	1,155.1	1,617.2	2,354.5
비유동자산	254.2	461.6	611.3	854.7	1,189.7
유형자산	237.4	427.1	597.8	842.1	1,178.0
무형자산	8.9	9.5	6.8	5.8	5.0
투자자산	2.4	3.4	3.6	3.6	3.6
자산총계	466.2	1,532.2	3,344.3	4,832.7	6,571.8
유동부채	158.1	398.3	1,812.1	2,792.7	3,923.8
매입채무	37.4	200.4	0.0	0.0	0.0
단기차입금	96.8	129.6	294.5	374.5	434.5
유동성장기부채	13.7	36.6	335.8	745.8	1,105.8
비유동부채	110.5	498.7	403.2	500.5	522.3
사채	4.7	16.9	30.5	60.5	70.5
장기차입금	90.5	156.0	251.4	311.4	311.4
부채총계	268.6	897.0	2,215.3	3,293.2	4,446.1
자본금	14.0	17.4	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	160.3	693.9	484.2	484.2	484.2
기타포괄이익누계액	14.1	23.5	23.6	23.6	23.6
이익잉여금	17.9	-98.6	600.2	1,007.5	1,589.2
비지배주주지분	3.2	4.4	6.8	10.0	14.5
자본총계	197.6	635.2	1,129.0	1,539.5	2,125.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,872	30,795	122,894	216,559	325,427
EPS(지배주주)	-550	-3,588	8,384	11,337	16,190
CFPS	620	2,526	11,493	17,170	23,395
EBITDAPS	552	2,053	10,738	17,588	23,561
BPS	6,653	17,799	31,234	42,571	58,760
DPS	48	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-125.1	-62.0	29.1	21.5	15.1
PCR	111.0	88.1	21.2	14.2	10.4
PSR	5.3	7.2	2.0	1.1	0.7
PBR	10.3	12.5	7.8	5.7	4.1
EBITDA	15.3	64.7	384.2	631.9	846.6
EV/EBITDA	143.2	121.9	24.5	15.4	12.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-27.4	34.2	30.7	32.0
EBITDA 이익률	4.3	6.7	8.7	8.1	7.2
부채비율	135.9	141.2	196.2	213.9	209.2
금융비용부담률	1.6	1.4	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	0.3	3.3	16.5	11.9	11.3
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	32.8		
재고자산회전율(x)	2.9	5.3	6.2	5.6	5.9

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	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

