

2022. 8. 23

# 엘앤에프 066970

## 4680 원통형 전지 양극재 생산라인 구축

### 이차전지/석유화학

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

### RA 이지호

02. 6454-4885  
jiholee@meritz.co.kr

### Story: 엘앤에프의 이차전지 양극재 수요 대응을 위한 생산Capa 증설 공시

- 전일 엘앤에프는 하이니켈 NCMA 생산Capa 증설 계획을 공시함
- 대구 소재 제3공장으로 투자금액은 6,500억원, 양극재 9만톤 규모
- 신규 투자 대상은 니켈함량 90% 중후반, 단결정 양극재

### Implication

(1) **상위 고객사와 동행:** 지난 6월 LG에너지솔루션은 Tesla향 원통형 전지 (4680, 2170)를 투자 공시. LG에너지솔루션의 4680 전지 양산 계획을 고려하면 동사의 신규 NCMA 투자는 Tesla-LG에너지솔루션의 신규 폼팩터에 납품될 양극재로 추론

(2) **기술/양산능력 검증:** 신규 양산제품 양극재 스펙은 니켈함량 97% 및 단결정(코발트 함량 Zero에 유사) 추정. 최종 고객사 Tesla의 4680 전지 스펙(하이니켈 양극재 등)/LG에너지솔루션의 증장기 양극재 기술 로드맵(단결정 양극재 등)에 대응 가능한 기술/양산능력을 시현. 동사의 양극재 생산Capa는 2025~26년 최대 26~30만톤으로 증가

(3) **기타:** 증장기 동사 주가에 Re-rating 변수는 Tesla를 포함한 신규 OEM향 양극재 직납 및 미국 IRA 법안 대응(Redwood JV를 통한 미국 내 배터리 Recycling 사업 영위)이 가능한 점으로 판단. 2021년부터 동사는 OEM향 직접 대응 전략으로 고객사 다변화를 추진 중. Tesla는 2022년 하반기 4680 배터리 양산 계획을 공개, 하이니켈 양극재 양산능력이 검증된 동사에 대하여 품질 검증이 진행 중. 배터리 양산이 구체화되고 있는 Tesla향 동사의 양극재 계약 진행 성과도 가시화될 점으로 추정. 글로벌 1위 전기차 생산기업의 배터리 내재화 계획에 동참 가능한 점은 경쟁사 대비 주가 프리미엄 변수

또한 동사는 미국 Recycling 사업회사 Redwood와 미국 내 JV 사업 계획, 해당 사업은 미국 IRA 법안("~북미에서 재활용된 광물") 및 공급망 재편기에 직접 대응이 가능한 점

### Action: 양극재 기업 중 주가 프리미엄 필요

동사의 3Q22 실적 추정은 매출액 1.4조원, 영업이익 1,020억원. 양극재 생산 기업들에 대한 평가 상승폭 둔화 우려에도 불구하고, 올 하반기 판매단가 상승/판매물량 증가로 실적 추정치는 우상향 중. 판매단가에 대한 우려는 매분기 실적 성장으로 극복 가능. 동사의 증장기 고객사 Supply-chain의 선순환 구조 및 OEM 직접 대응 전략으로 양극재 기업 중 여전히 주가 프리미엄이 필요

(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

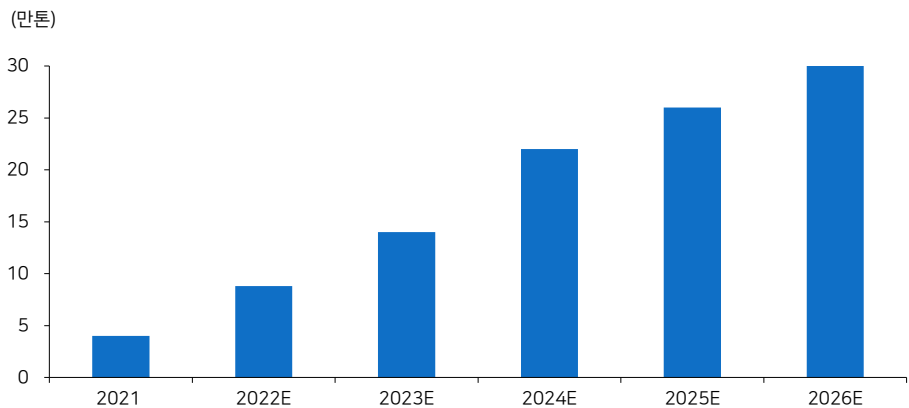
표2 엘앤에프 적정주가 43만원 유지

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

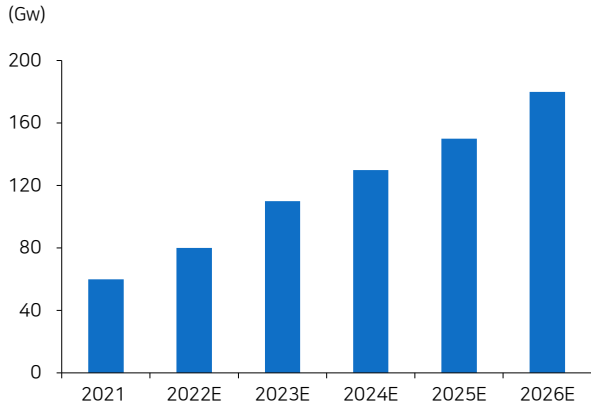
설명: 국내/외 양극재 기업들의 2023년 평균 EV/EBITDA에 20% 할증 적용

그림1 엘앤에프의 중장기 생산Capa 추이



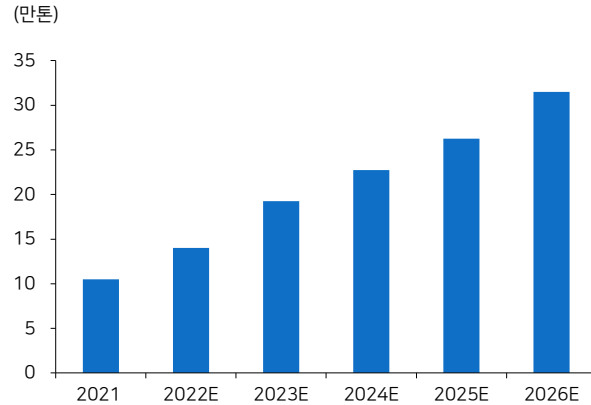
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 LG에너지솔루션의 원통형 전지 생산Capa 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG에너지솔루션 원통형 전지 필요 양극재 추정



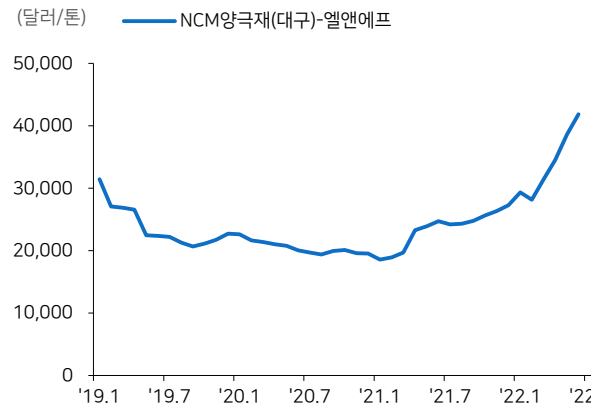
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 엘앤에프의 양극재 수출량(대구 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 엘앤에프의 양극재 수출단가(대구 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 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
프리몬트	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

**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

