

2023. 3. 27



▲ 이차전지/석유화학
 Analyst **노우호**
 02. 6454-4867
 wooho.rho@meritz.co.kr
 RA **이지호**
 02. 6454-4885
 jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	430,000 원
현재주가 (3.24)	268,000 원
상승여력	60.4%
KOSDAQ	824.11pt
시가총액	96,529억원
발행주식수	3,602만주
유동주식비율	67.99%
외국인비중	24.54%
52주 최고/최저가	276,600원/171,400원
평균거래대금	2,086.9억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.87

추가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.5	31.6	37.4
상대주가	8.2	16.4	55.4

주가그래프



엘앤에프 066970

My Turn(Feat. LGES의 투자규모 확대)

- ✓ 전주 공시된 주력 고객사의 북미 투자활동과 연계한 동사의 추가 성장여력 충분
- ✓ 현재 기준 동사가 제시한 2025년 생산Capa는 국내/외 총 43만톤, 최근 주력 고객사의 북미 투자규모 확대 및 24년 Tesla향 직납개시로 중장기 생산Capa 가이던스 상향 가시성 높아
- ✓ 국내 양극재 생산기업 중 가장 빠른 Chemistry 로드맵 시험과 양산능력 보유
- ✓ 엘앤에프에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 43만원으로 이차전지 업종 최선호주 유지

주력 고객사(LGES)와 직납 고객사(Tesla) 생태계의 린치핀(Linchpin)

동사를 양극재 최선호주로 커버리지를 개시한 배경은 LGES-Tesla 생태계에 대응하는 국내 유일한 양극재 기업이기 때문이다. 동사는 LGES 원통형/파우치 전지에 공급량 증가, Tesla 배터리 내재화에 직접 대응하는 핵심 공급망 기업이다.

중장기 매출 고객사 비중변화: OEM 직납규모 30% 및 신규 고객사

지난 2월 동사는 투자자 설명회를 통해 2025년 고객사향 매출 비중 변화를 공유했다. LGES 50%, OEM 30%, SK On 20%이다. 직납 대상 OEM은 배터리 내재화 전략을 개시한 Tesla가 주력이며 최근 배터리 내재화 전략을 선언한 VW(자회사 PowerCo), LFP 양산을 암시한 Ford가 포함될 가능성이 높다. 신규 고객사는 동사의 미국 사업 파트너사(Redwood Materials)와 사업 연계성이 높은 Panasonic(최종 고객사 Tesla)으로 추정한다.

양극재 최선호주 엘앤에프: 고객사(Tesla/LGES), Chemistry(단결정+LFP)

2023년 이차전지 업종 최선호주로 엘앤에프(적정주가 43만원)를 유지한다. 2023년 기존 주력 고객사 LG에너지솔루션 외에 Tesla를 비롯한 신규 상위권 고객사들을 확보할 가능성이 높다. 동사가 그간 LGES/Tesla 공급망에서 증명한 하이니켈 양극재 양산능력부터 LF(M)P 등 신규 Chemistry 양산 가시성이 모두 포함된 이력이다. 동사의 양극재 기술 로드맵은 24년 니켈함량 95% NCMA → 25년 단결정/LFP → 26년 LFMP/Mg-Rich → 27년 나트륨 전지 → 이후 전고체 전지이다. 선제적 연구개발 기반으로 고객사들과 신규 Chemistry 적용 시점/생산설비 부지/Capa 등을 논의 중이다. 기술력 기반 수주 규모가 확장 중으로 중장기 생산 Capa 상향 가시성이 어느 때보다 높다. 동종업계 기업들과의 주가 Gap 축소가 여전히 필요하다.

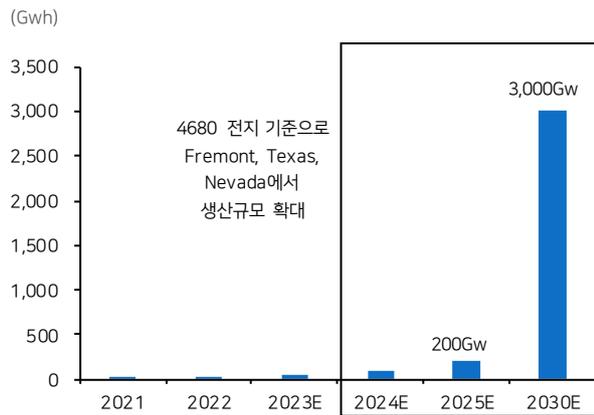
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	356.1	1.5	-15.2	-550	적지	6,653	-125.1	10.3	143.2	-9.4	135.9
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	적지	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022	3,883.8	266.2	270.1	7,547	흑전	35,373	23.0	4.9	21.9	28.4	144.7
2023E	7,130.1	449.9	311.2	8,639	14.9	44,012	31.0	6.1	20.9	21.8	194.4
2024E	10,255.2	784.5	438.8	12,183	41.0	56,195	22.0	4.8	12.8	24.3	203.9

그림1 Tesla 및 Tesla향 4680 전지를 양산하는 공급망 기업들 점검

셀	Tesla	LG에너지솔루션	Panasonic
양극재	엘앤에프	엘앤에프	SMM, Nichia LG화학 엘앤에프
동박	SKC	SKC	Nippon Denkai
분리막	미정	Toray	Toray
음극재	미정	BTR, 산산	Shin-Etsu
도전재	나노신소재	나노신소재	Toyo Color, 나노신소재
Recycle	Redwood Materials (JV 엘앤에프)	Li-Cycle (LG화학 합작)	Redwood Materials (JV 엘앤에프)
기타	천보	천보	

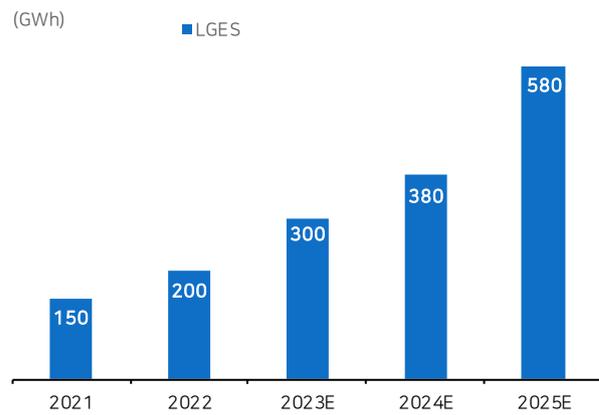
자료: 3/2 Tesla Investor Day Takeaway 자료, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Tesla의 배터리 양산규모 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG에너지솔루션의 배터리 양산규모 추정



자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림4 엘앤에프의 잠재적 파트너사: Redwood Materials



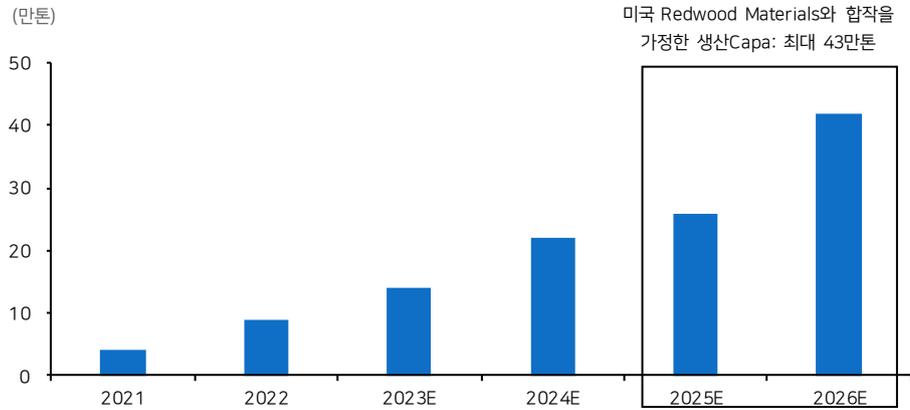
자료: 언론자료, 메리츠증권 리서치센터

그림5 엘앤에프의 중장기 잠재 고객사 다소 보유 중



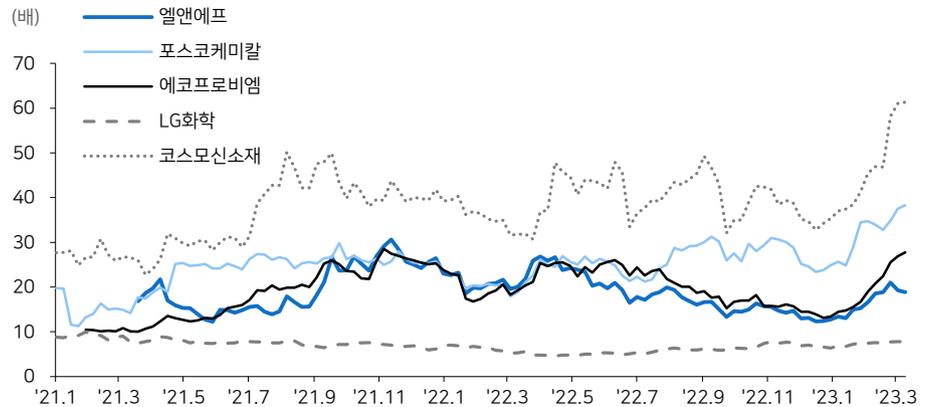
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 23.3월 기준 엘앤에프의 생산Capa 가이드스 현황: 향후 상향 조정 가시성 높아



자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 양극재 기업들의 EV/EBITDA 추이 비교



자료: Bloomberg, 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 손이익	-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	31.0	22.0
PCR	111.0	88.1	19.2	20.1	12.4
PSR	5.3	7.2	1.6	1.4	0.9
PBR	10.3	12.5	4.9	6.1	4.8
EBITDA	15.3	64.7	298.9	502.9	860.8
EV/EBITDA	143.2	121.9	21.9	20.9	12.8
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 하시기를 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	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

