

2022. 5. 16



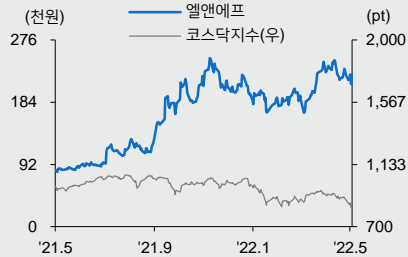
▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	430,000 원
현재주가 (5.16)	231,300 원
상승여력	85.9%
KOSDAQ	856.25pt
시가총액	83,105억원
발행주식수	3,593만주
유동주식비율	64.73%
외국인비중	21.10%
52주 최고/최저가	249,300원/83,867원
평균거래대금	1,242.8억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-0.1	170.5
상대주가	6.2	20.8	205.4

주가그래프



엘앤에프 066970

프리미엄의 근거(Feat. 고객사 낙수효과)

- ✓ 1Q22 일회성 비용이 발생됨에 불구하고 동사는 역대급 실적 서프라이즈를 달성
- ✓ 최종 고객사의 시장 지배력 강화구간에서 하이니켈 양극재 대량양산이 검증된 동사의 역할 재부각, 또한 4월 최종 고객사의 단기 가동중단에 동사의 실적 부담 적어
- ✓ 최종 고객사 낙수효과, 동사의 상향된 사업계획은 주가 프리미엄 정당화의 배경
- ✓ 하이니켈 양극재 쇼티지 업황, 최종 고객사의 전지 내재화 시나리오에서 최대 수혜
- ✓ 이차전지 업종 최선호주, 투자이건 Buy/적정주가 43만원으로 상향 제시

1Q22 Review: 일회성 비용이 발생했으나 분기 사상 최대 실적 달성

엘앤에프는 1Q22 매출액 5,536억원(+46% QoQ), 영업이익 530억원(+88% QoQ)으로 매분기 실적 서프라이즈를 달성 중이다. 2개 분기 연속으로 임직원 상여금이 지급된 점을 고려하면 당분기 실질 이익률은 10%를 상회했을 점을 추정한다. 당사는 최종 고객사/수요처에 따라 당분기 국내 양극재 기업들간 실적 차별화가 발생하고 있음에 주목한다. 당사는 (1) LG에너지솔루션의 Tesla향 원통형 전지 출하량에 비례한 하이니켈 NMC에 외형/수익성을 동시 확보, (2) 반면 전방 수요가 부진했던 ESS/SK On향 NCM523은 상대적으로 낮은 실적 기여를 한 점이다.

(1) 이익 모멘텀: 2Q22~ 사업 계획 가이드선 상향 제시

엘앤에프의 분기별 실적 모멘텀 Rally는 지속되겠다. 3~4월 최종 고객사의 중국 설비 가동중단에 따른 출하량 감소 우려에도 불구하고, 동사는 하이니켈 NCMA의 Q+P 우위를 견비하여 2Q22 매출액 9,127억원(+65% QoQ), 영업이익 854억원(+61% QoQ)으로 높은 성장각도를 시현하겠다. 또한 고객사(LGES)의 원통형 전지 생산capa 상향 계획(연간 20Gw씩 추가), 최종 고객사의 전지 내재화(4680) 전략에 NCMA 양극재를 대량 양산 가능한 동사의 역할이 부각되겠다. 동사에 연간 매출액 22년 3.4조원, 23년 5.7조원, 24년 8.0조원을 추정, 앞선 상위 기업과의 실적 Gap 이 축소 및 멀티플 프리미엄 요인이 분명하다.

(2) 사업 모멘텀: 이차전지 업종 최선호주 및 적정주가 43만원 제시

2022년 엘앤에프-Redwood Materials JV 외 신규 고객사 확보(OEM/Cell) 등 다수의 사업 모멘텀들이 존재한다. 동사에 대하여 이차전지 업종 최선호주로 유지, Peer 기업들의 멀티플 하락에도 동사의 실적 추정치 상향으로 적정주가는 43만원으로 상향(24년 기준 국내 양극재 기업 평균 EV/EBITDA에 20% 할증) 제시한다.

(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	3,471.6	322.0	232.7	6,508	-284.2	24,037	35.5	9.6	25.9	31.2	218.2
2023E	5,786.2	517.4	303.4	8,443	29.7	32,481	27.4	7.1	16.8	29.9	239.9
2024E	8,055.3	723.2	428.9	11,937	41.4	44,418	19.4	5.2	12.4	31.0	232.0

(십억원)	1Q22	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	553.6	144.5	283.1	380.1	45.6	517.0	7.1	574.4	-3.6
영업이익	53.0	-3.3	흑전	28.3	87.8	41.5	27.9	51.1	3.8
세전이익	99.6	-3.9	흑전	-107.9	흑전	34.6	188.2	34.1	192.0
순이익(지배주주)	70.7	-4.0	흑전	-93.5	흑전	27.0	162.4	28.6	147.2
영업이익률(%)	9.6	-2.3		7.4		8.0		8.9	
순이익률(%)	12.8	-2.8		-24.6		5.2		5.0	

자료: 엘앤에프, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

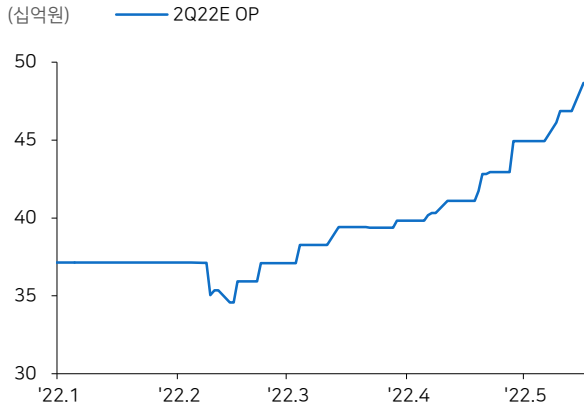
(십억원)	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	553.6	912.7	980.2	1,025.2	1,328.7	1,414.4	1,500.1	1,543.0	3,471.6	5,786.2	8,055.3
영업이익	53.0	85.4	90.2	93.3	117.1	126.1	132.1	142.1	321.9	517.4	723.2
%OP	9.6%	9.4%	9.2%	9.1%	8.8%	8.9%	8.8%	9.2%	9.3%	8.9%	9.0%
세전이익	99.6	64.6	65.5	65.1	85.2	90.5	93.0	99.6	294.7	368.3	520.7
순이익(지배주주)	70.7	53.8	54.6	53.6	70.2	74.6	76.6	81.9	232.7	303.4	428.9
%YoY											
매출액	283.1	344.2	307.2	169.7	140.0	55.0	53.0	50.5	257.6	66.7	39.2
영업이익	흑전	1,386.3	567.0	230.1	120.9	47.6	46.5	52.4	627.3	60.8	39.8
세전이익	흑전	흑전	흑전	흑전	-14.4	40.2	42.0	52.9	흑전	25.0	41.4
순이익(지배주주)	흑전	흑전	흑전	흑전	0.1	38.7	40.3	52.7	흑전	30.6	41.4
%QoQ											
매출액	45.6	64.9	7.4	4.6	29.6	6.5	6.1	2.9			
영업이익	87.6	61.2	5.6	3.4	25.6	7.7	4.7	7.5			
세전이익	흑전	-35.2	1.4	-0.6	30.9	6.2	2.7	7.1			
순이익(지배주주)	흑전	-23.3	1.4	-1.7	30.9	6.3	2.6	6.9			

자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022E			2023E			2024E		
	기존	신규	변화율(%)	기존	신규	변화율(%)	기존	신규	변화율(%)
매출액	3,146.8	3,471.6	10.3%	4,208.1	5,786.2	37.5%	5,633.1	8,055.3	43.0%
영업이익	271.9	321.9	18.4%	368.5	517.4	40.4%	494.7	723.2	46.2%
EBITDA	294.3	344.4	17.0%	402.4	551.8	37.1%	541.9	771.1	42.3%
순이익	151.9	234.6	54.4%	183.7	305.7	66.4%	263.7	432.2	63.9%

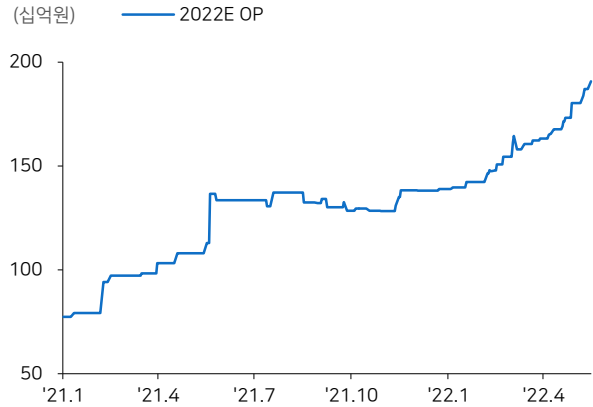
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 엘앤에프 2Q22E 영업이익 컨센서스 추이



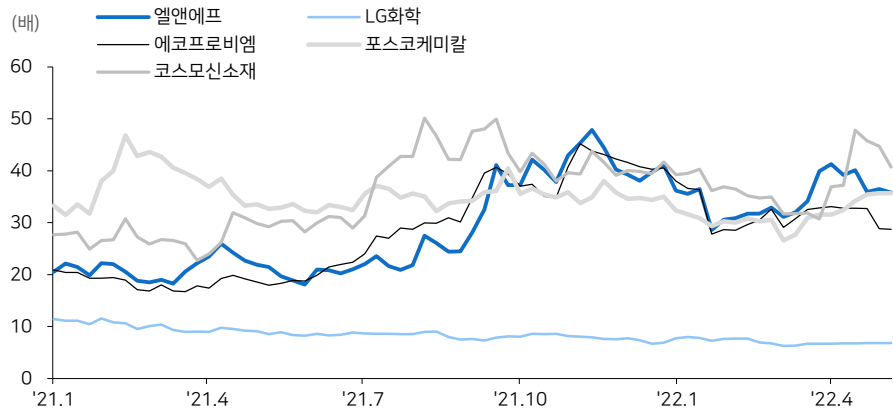
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엘앤에프 2022년 연간 영업이익 컨센서스 추이



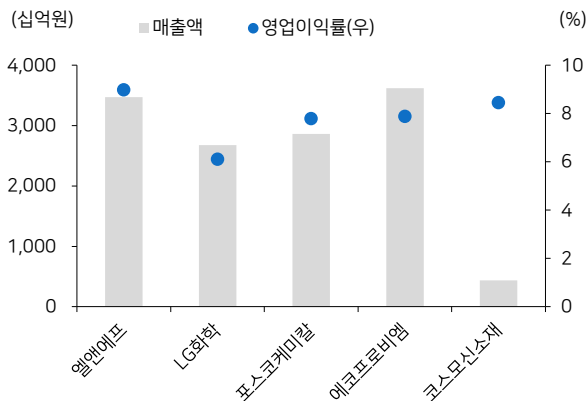
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 양극재 기업별 EV/EBITDA 비교



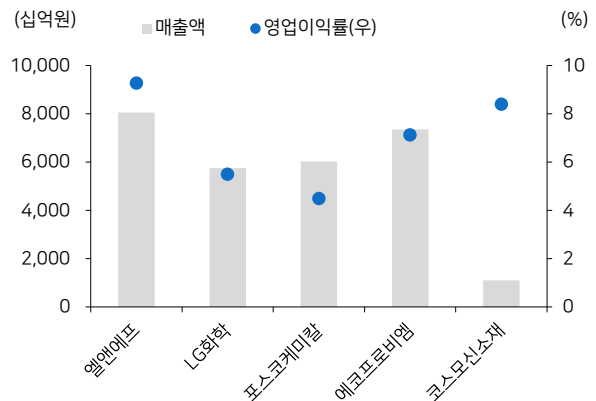
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022년 기준 국내 양극재 기업별 추정 실적 비교



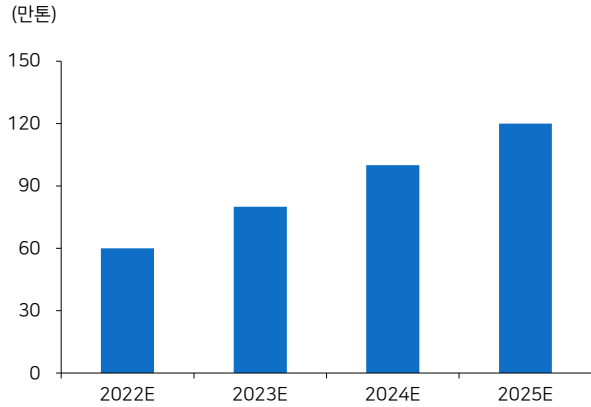
자료: 메리츠증권 리서치센터
 주: 에코프로비엠과 코스모신소재는 Fnguide 컨센서스 사용

그림5 2024년 기준 국내 양극재 기업별 추정 실적 비교



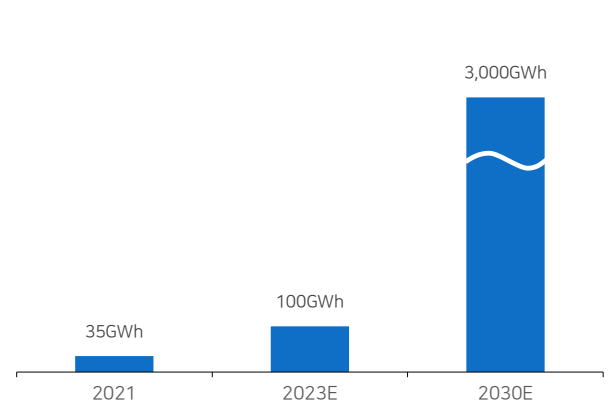
자료: 메리츠증권 리서치센터
 주: 에코프로비엠과 코스모신소재는 Fnguide 컨센서스 사용

그림6 LG에너지솔루션의 연간 원통형 전지 Capa 전망



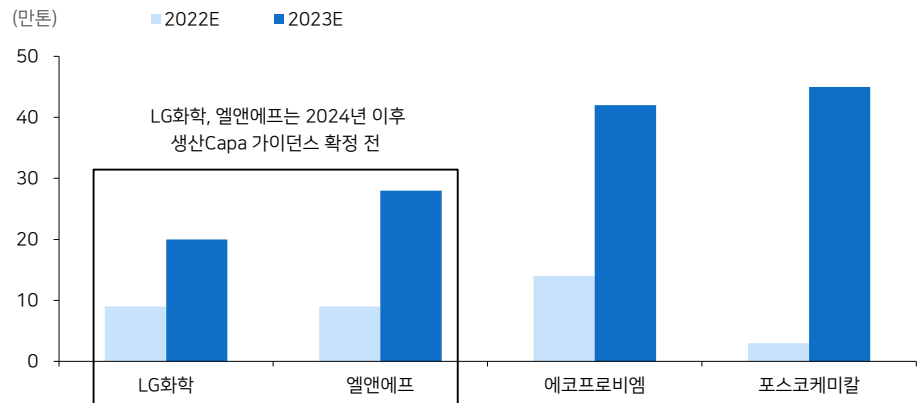
자료: LG에너지솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Tesla의 이차전지 생산Capa 전망



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 양극재 생산기업별 생산 Capa 전망



자료: 각 회사 발표자료, 메리츠증권 리서치센터
 주: 엘앤에프와 LG화학의 생산Capa는 기존 가이드선 외 자체 추정

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356.1	970.8	3,471.6	5,786.2	8,055.3
매출액증가율 (%)	13.7	172.6	257.6	66.7	39.2
매출원가	332.9	892.6	3,036.3	5,080.3	7,069.9
매출총이익	23.3	78.1	435.3	705.9	985.4
판매관리비	21.8	33.9	113.4	188.5	262.2
영업이익	1.5	44.3	322.0	517.4	723.2
영업이익률	0.4	4.6	9.3	8.9	9.0
금융손익	-16.9	-175.1	-27.1	-149.0	-202.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.4	5.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-17.9	-125.6	294.9	368.4	520.7
법인세비용	-2.9	-13.4	60.2	62.6	88.5
당기순이익	-15.0	-112.3	234.7	305.7	432.2
지배주주지분 순이익	-15.2	-113.1	232.7	303.4	428.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212.0	1,070.6	2,133.1	3,143.4	4,272.9
현금및현금성자산	21.2	271.8	399.7	659.9	882.8
매출채권	59.1	268.2	723.5	1,088.9	1,530.4
재고자산	105.3	261.6	705.4	1,061.7	1,492.3
비유동자산	254.2	461.6	635.2	852.8	1,064.9
유형자산	237.4	427.1	602.2	821.0	1,034.1
무형자산	8.9	9.5	8.1	6.9	5.8
투자자산	2.4	3.4	3.4	3.4	3.4
자산총계	466.2	1,532.2	2,768.2	3,996.2	5,337.7
유동부채	158.1	398.3	1,392.2	2,308.4	3,210.5
매입채무	37.4	200.4	540.3	813.3	1,143.1
단기차입금	96.8	129.6	329.6	529.6	729.6
유동성장기부채	13.7	36.6	436.6	836.6	1,156.6
비유동부채	110.5	498.7	506.2	512.2	519.5
사채	4.7	16.9	16.9	16.9	16.9
장기차입금	90.5	156.0	156.0	156.0	156.0
부채총계	268.6	897.0	1,898.4	2,820.6	3,730.0
자본금	14.0	17.4	17.4	17.4	17.4
자본잉여금	160.3	693.9	693.9	693.9	693.9
기타포괄이익누계액	14.1	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	17.9	-98.6	134.3	437.6	866.5
비지배주주지분	3.2	4.4	6.2	8.6	11.9
자본총계	197.6	635.2	869.9	1,175.6	1,607.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.3	-138.1	-276.1	-87.9	-37.0
당기순이익(손실)	-15.0	-112.3	234.7	305.7	432.2
유형자산상각비	12.3	19.0	21.0	33.2	46.9
무형자산상각비	1.5	1.5	1.4	1.2	1.0
운전자본의 증감	32.7	-212.7	-533.1	-427.9	-517.2
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-196.0	-252.0	-260.0
유형자산의증가(CAPEX)	-54.1	-179.4	-196.0	-252.0	-260.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	-1.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	600.0	600.0	520.0
차입금의 증감	-21.1	442.7	600.0	600.0	520.0
자본의 증가	81.9	537.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.4	250.6	127.9	260.2	223.0
기초현금	0.8	21.2	271.8	399.7	659.9
기말현금	21.2	271.8	399.7	659.9	882.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,872	30,795	97,022	161,042	224,197
EPS(지배주주)	-550	-3,588	6,508	8,443	11,937
CFPS	620	2,526	11,398	15,356	21,462
EBITDAPS	552	2,053	9,624	15,356	21,462
BPS	6,653	17,799	24,037	32,481	44,418
DPS	48	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-125.1	-62.0	35.5	27.4	19.4
PCR	111.0	88.1	20.3	15.1	10.8
PSR	5.3	7.2	2.4	1.4	1.0
PBR	10.3	12.5	9.6	7.1	5.2
EBITDA	15.3	64.7	344.4	551.8	771.1
EV/EBITDA	143.2	121.9	25.9	16.8	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.4	-27.4	31.2	29.9	31.0
EBITDA 이익률	4.3	6.7	9.9	9.5	9.6
부채비율	135.9	141.2	218.2	239.9	232.0
금융비용부담률	1.6	1.4	2.8	2.7	2.7
이자보상배율(x)	0.3	3.3	3.3	3.3	3.4
매출채권회전율(x)	6.1	5.9	7.0	6.4	6.2
재고자산회전율(x)	2.9	5.3	7.2	6.5	6.3

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 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

