

2023. 7. 3



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

Buy

적정주가 (12개월)	460,000 원
현재주가 (6.30)	243,000 원
상승여력	89.3%
KOSDAQ	868.24pt
시가총액	88,063억원
발행주식수	3,624만주
유동주식비율	68.19%
외국인비중	20.79%
52주 최고/최저가	337,000원/171,400원
평균거래대금	2,752.2억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 14 인	23.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	40.1	15.7
상대주가	-8.7	9.6	-0.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	적지	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022	3,887.3	266.3	270.0	7,543	흑전	35,530	23.0	4.9	23.8	28.3	135.3
2023E	6,913.7	369.5	225.0	6,221	-17.5	40,633	39.1	6.0	23.8	16.3	240.6
2024E	10,255.2	736.3	452.5	12,485	101.5	52,656	19.5	4.6	14.0	26.8	280.8
2025E	16,120.9	1,236.5	612.5	16,900	35.4	69,093	14.4	3.5	9.4	27.8	306.3

엘앤에프 066970

2023년 신규 사업 제시 중

- ✓ 엘앤에프 주요 사업 추진은 수직계열화(Depth) 및 신규 포트폴리오(Width)
Upstream: 시노리튬 기술이전을 통한 수산화리튬 조달, LS MnM과 전구체 JV
신규 포트폴리오: Mitsubishi Chemical과 2만톤 규모 천연흑연 업무 협약 진행
- ✓ 고객사(LGES 및 Tesla)의 생산규모 및 시장 지배력을 감안, 동사의 역할론 중요
- ✓ 양극재 기술 개발 Road-map은 단결정/고전압 Mid 니켈, LF(m)P 등 다양하게 추진
- ✓ 국내 양극재 기업들에 실적 하향 국면에서 동사 2Q23 예상치 부합→ 3Q23 반등
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 46만원으로 이차전지 양극재 최선호 기업 유지

엘앤에프는 수직계열화(Depth) 및 신규 포트폴리오(Width) 제시

2023년 북미/EU 등 대륙별 공급망 정책 가이드라인이 구체화되며 기존 배터리 셀/소재 기업들은 탈중국 기반의 생산 공급망 관리가 사업 우선순위로 자리잡는 중이다. 특히 기존 중국 의존도가 높았던 Upstream(채굴 및 정/제련, 전구체)과 음극재(흑연) 분야에서 대안을 모색 중이다. 2023년 엘앤에프는 공급망 정책 대응을 위한 신규 사업을 제시했다. 주요 내용은 (1) Upstream 역량 강화: LS MnM과 전구체 JV 설립(28년 총 12만톤, LS MnM은 황산니켈 및 기타 원재료 조달, 엘앤에프 자회사 JH케미칼이 전구체 기술이전) 및 시노리튬과 합작으로 수산화리튬 조달(해당 사업은 엘앤에프 100% 지분으로 파트너사에 기술 로열티 지급), (2) 천연흑연 음극재 사업 추진: 기존 Panasonic/LGES향 흑연 음극재 조달기업 Mitsubishi Chemical과의 합작으로 국내 2~3만톤 규모 음극재 사업 추진이다. 결국 동사의 주력 고객사(LGES) 및 24년 양극재 납품 예정인 Tesla(배터리 자체 생산)의 공급망 가이드에 대응 중이다.

2Q23 낮아지는 예상치에 다소 부합, 3Q23 영업실적 개선 구간

2Q23 매출액 1,58조원, 영업이익 682억원(OPM 4.3%)를 추정한다. 당분기 특이사항은 판가 인상에도 원재료 부정적 래깅 영향, ESS향 판매부진 등이다. 단, 하반기 실적 방향성은 고객사향 출하량 증가 및 판가 상승 국면에서 낮아진 원재료 투입으로 실적 반등을 추정한다.

투자의견 Buy, 적정주가 46만원을 유지

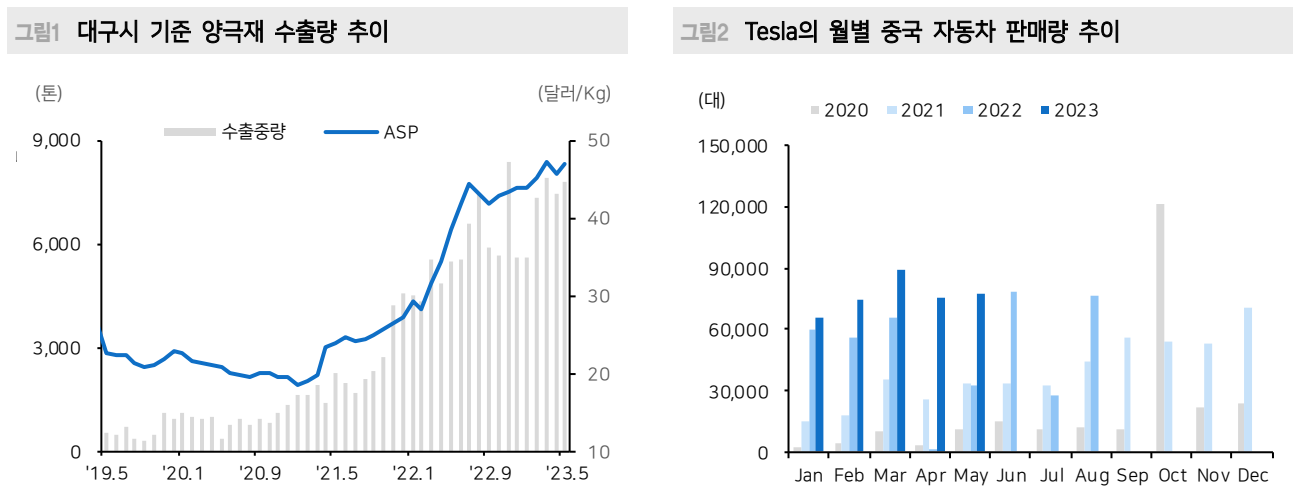
최종 고객사(완성차)의 경쟁력에 따라 공급사 셀/소재 기업간 실적 희비가 발생될 전망이다. 현재 동사의 최대 고객사는 LGES 및 완성차 Tesla이다. 투자의견 Buy, 적정주가 46만원으로 양극재 최선호주 기업으로 유지한다.

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,589.7	862.8	84.2	1362.9	10.9	1596.8	-0.4
영업이익	68.2	61.3	11.1	40.4	-24.2	71.5	-4.6
세전이익	59.1	84.2	-29.9	-23.1	적전	75.0	-21.2
순이익(지배주주)	45.8	64.4	-28.9	-15.1	적전	49.1	-6.7
영업이익률(%)	4.3	7.1		3.0		4.5	
순이익률(%)	2.9	7.5		-1.1		3.1	

자료: 엘앤에프, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,362.9	1,589.7	1,902.4	2,058.7	2,220.5	2,434.8	2,726.9	2,873.0	6,913.7	10,255.2	16,120.9
영업이익	40.4	68.2	119.5	141.4	153.2	167.6	200.0	215.4	369.5	736.3	1,236.5
%OP	3.0%	4.3%	6.3%	6.9%	6.9%	6.9%	7.3%	7.5%	5.3%	7.2%	7.7%
세전이익	-23.1	59.1	109.0	141.6	134.6	133.8	162.5	160.5	286.5	591.3	798.9
순이익(지배주주)	-15.1	45.8	84.5	109.8	101.5	103.0	124.9	123.1	225.0	452.5	612.4
%YoY											
매출액	146.2	84.2	53.1	67.6	62.9	53.2	43.3	39.6	77.9	48.3	57.2
영업이익	-23.8	11.1	21.2	165.4	279.2	145.9	67.3	52.3	38.7	99.3	67.9
세전이익	적전	-29.9	-7.9	269.1	흑전	126.4	49.1	13.3	-15.9	106.4	35.1
순이익(지배주주)	적전	-28.9	-7.3	151.4	흑전	124.8	47.8	12.1	-16.7	101.1	35.4
%QoQ											
매출액	10.9	16.6	19.7	8.2	7.9	9.6	12.0	5.4			
영업이익	-24.2	68.7	75.3	18.3	8.4	9.4	19.3	7.7			
세전이익	적전	흑전	84.5	29.9	-4.9	-0.6	21.5	-1.2			
순이익(지배주주)	적전	흑전	84.5	29.9	-7.5	1.5	21.2	-1.4			

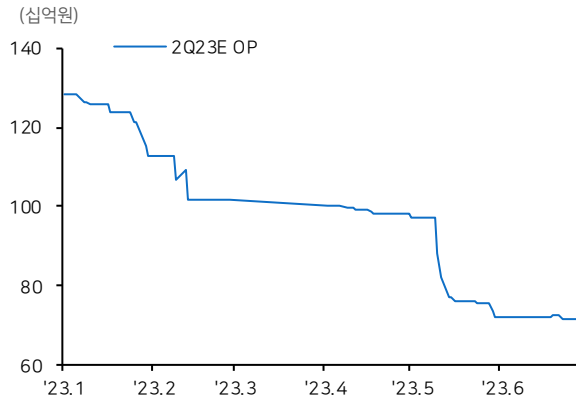
자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

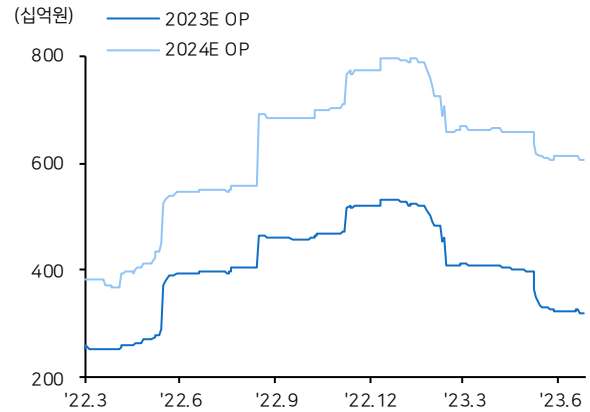
자료: CNEV Post, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엘앤에프 2분기 영업이익의 컨센서스 추이



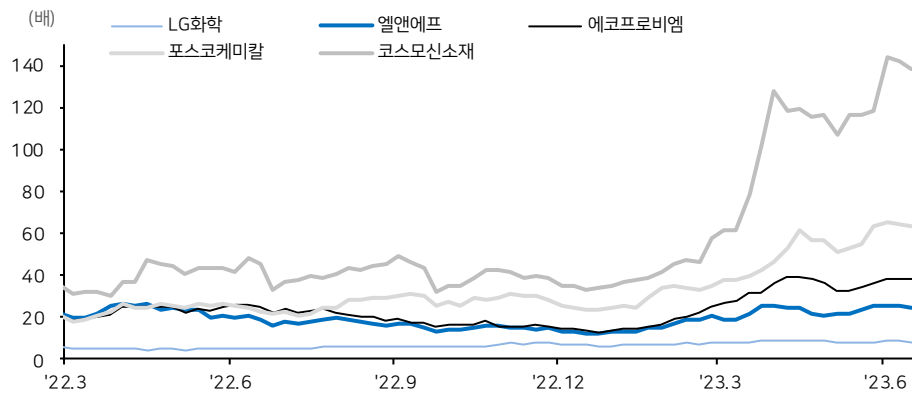
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 엘앤에프 연간 영업이익의 컨센서스 추이



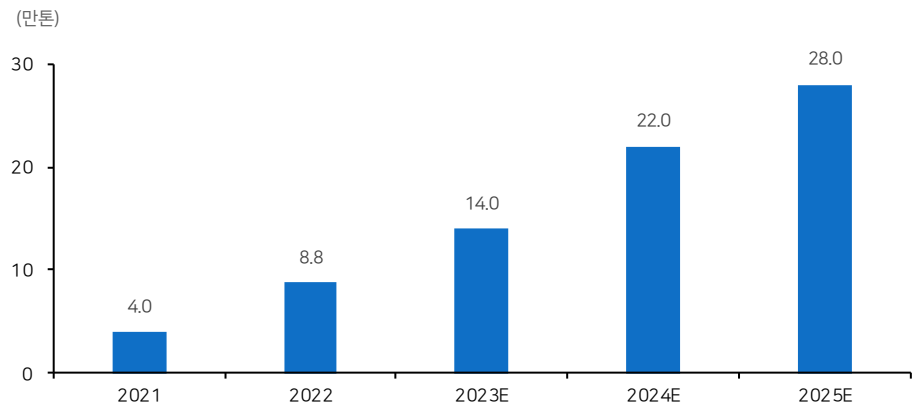
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 양극재 기업 EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 엘앤에프 생산 Capa 전망(국내 기준)



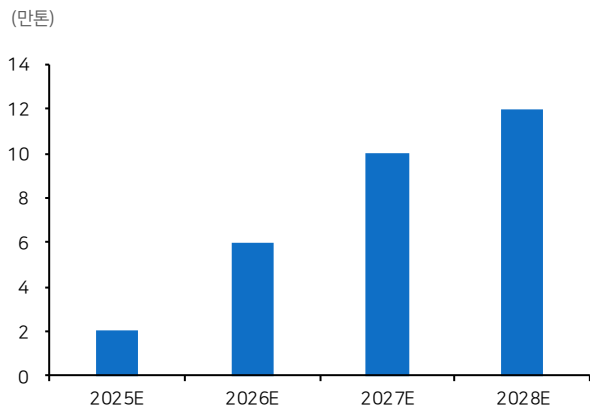
자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

표3 엘앤에프-LS 전구체 합작 법인 확정 공시 주요 내용

발행회사	회사명	(가칭)주식회사 엘에스엘앤에프 배터리솔루션
		주요사업내용
취득내역	취득금액 (십억 원)	137
	자기자본 (십억 원)	1,285
	자기자본대비 (%)	10.68
취득후 지분비율		45%
취득목적	핵심 원재료 전구체 내재화를 통한 경쟁력 강화 및 국산화를 통한 인플레이션 감축 법안(IRA) 대응	
취득예정일자	2025년 03월 31일	

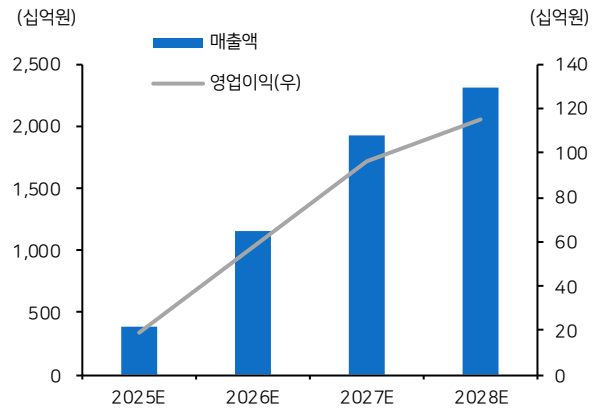
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림7 엘에스엘앤에프 배터리솔루션 생산Capa 전망



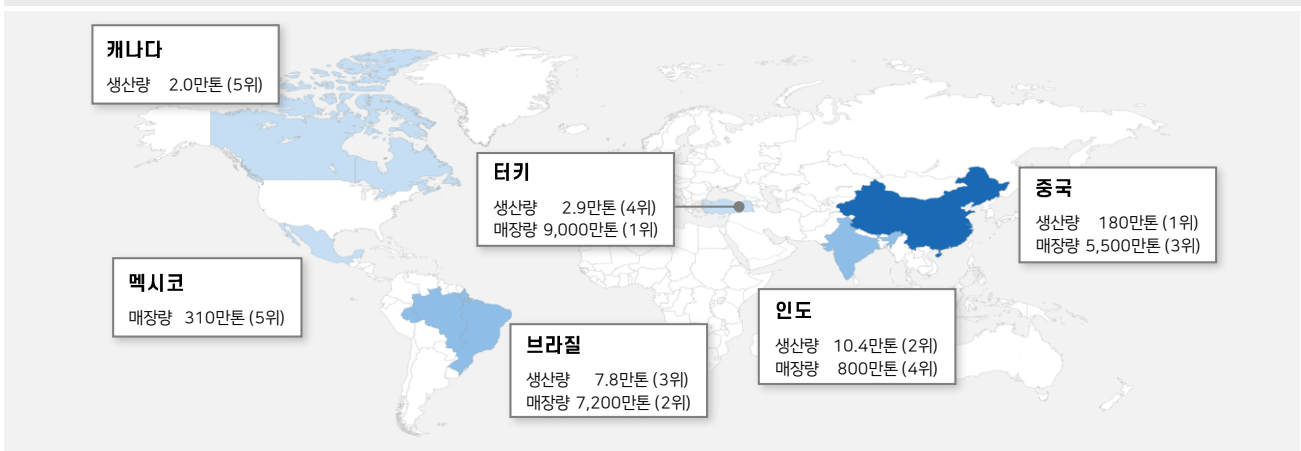
자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엘에스엘앤에프 배터리솔루션의 영업실적 추정



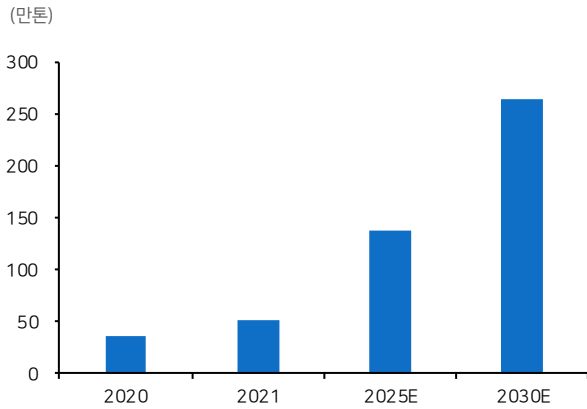
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 국가별 흑연 매장량 및 생산량 분포 현황



자료: 2022년 당사 Battery War #3 내용 발췌, 메리츠증권 리서치센터

그림10 음극재 수요 전망



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국내 이차전지 기업별 음극재 사업 추진 현황

회사	주요 사업 내용
엘앤에프	일본 미쓰비시케미칼과 인조흑연 사업 MOU 체결 (국내 생산라인 구축 예정)
포스코퓨처엠	천연/인조흑연 음극재 연간 8만톤 생산Capa, 향후 2030년 32만톤으로 증설
포스코홀딩스	2026년 목표로 SKC 합작으로 리튬메탈 음극재 개발
포스코실리콘솔루션	2030년 실리콘 음극재 2.5만톤 생산Capa 확보
LG화학	SioX(첨가제) 및 퓨어실리콘 음극재 연구개발 중
대주전자재료	Siox(첨가제) 음극재 사업 진행, 2만톤 이상의 생산Capa 확보
롯데케미칼	리튬메탈 음극재 사업 진출 계획
SK머트리얼즈	과거 Group14 인수를 통한 다공성 Si-C 실리콘 음극재 시장 진출
SKC	Nexxon을 통한 코팅형 실리콘 Si-C 음극재 시장 진출

자료: 언론보도 정리, 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	970.8	3,887.3	6,913.7	10,255.2	16,120.9
매출액증가율 (%)	172.6	300.4	77.9	48.3	57.2
매출원가	892.6	3,535.9	6,418.4	9,294.6	14,500.3
매출총이익	78.1	351.4	495.4	960.6	1,620.6
판매관리비	33.9	85.1	125.9	224.3	384.1
영업이익	44.3	266.3	369.5	736.3	1,236.5
영업이익률	4.6	6.9	5.3	7.2	7.7
금융손익	-175.1	50.4	-104.4	-281.0	-437.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	13.0	136.0	0.0
기타영업외손익	5.2	23.8	8.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	-125.6	340.5	286.5	591.3	798.9
법인세비용	-13.4	69.5	60.7	135.3	181.7
당기순이익	-112.3	271.0	225.9	456.0	617.2
지배주주지분 손이익	-113.1	270.0	225.0	452.5	612.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,070.6	2,302.6	4,076.8	5,936.9	8,444.1
현금및현금성자산	271.8	120.2	348.5	750.5	874.1
매출채권	268.2	797.1	0.0	0.0	0.0
재고자산	261.6	1,227.7	2,034.4	2,839.0	4,155.6
비유동자산	461.6	721.4	961.8	1,367.9	1,788.9
유형자산	427.1	709.6	935.5	1,342.8	1,764.9
무형자산	9.5	7.6	6.2	4.9	3.9
투자자산	3.4	2.7	2.7	2.7	2.7
자산총계	1,532.2	3,023.9	5,038.6	7,304.8	10,233.0
유동부채	398.3	1,287.5	2,889.4	4,511.1	6,630.2
매입채무	200.4	600.8	1,332.5	1,859.5	2,721.9
단기차입금	129.6	406.1	648.1	748.1	888.1
유동성장기부채	36.6	58.7	363.0	973.0	1,613.0
비유동부채	498.7	451.1	670.0	875.3	1,083.9
사채	16.9	0.0	150.0	350.0	550.0
장기차입금	156.0	412.1	476.0	476.0	476.0
부채총계	897.0	1,738.6	3,559.4	5,386.4	7,714.2
자본금	17.4	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	693.9	664.9	664.9	664.9	664.9
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-98.6	571.6	763.3	1,199.0	1,794.7
비지배주주지분	4.4	5.6	6.6	10.2	14.9
자본총계	635.2	1,285.3	1,479.2	1,918.4	2,518.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-138.1	-864.3	-490.8	-346.8	-718.4
당기순이익(손실)	-112.3	271.0	225.9	456.0	617.2
유형자산상각비	19.0	29.7	70.6	72.6	98.0
무형자산상각비	1.5	1.5	1.6	1.3	1.0
운전자본의 증감	-212.7	-1,199.1	-785.9	-876.7	-1,434.6
투자활동 현금흐름	-413.6	-82.1	-296.2	-480.0	-517.7
유형자산의증가(CAPEX)	-179.4	-287.5	-324.2	-480.0	-520.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	0.8	-0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	801.9	795.3	1,008.7	1,228.8	1,359.6
차입금의 증감	442.7	317.8	1,111.2	1,245.6	1,376.4
자본의 증가	537.0	-28.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.6	-151.6	228.3	402.0	123.6
기초현금	21.2	271.8	120.2	348.5	750.5
기말현금	271.8	120.2	348.5	750.5	874.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,795	108,610	191,166	282,982	444,839
EPS(지배주주)	-3,588	7,543	6,221	12,485	16,900
CFPS	2,526	9,786	12,313	23,901	34,093
EBITDAPS	2,053	8,311	12,213	22,355	36,852
BPS	17,799	35,530	40,633	52,656	69,093
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	-62.0	23.0	39.1	19.5	14.4
PCR	88.1	17.7	19.7	10.2	7.1
PSR	7.2	1.6	1.3	0.9	0.5
PBR	12.5	4.9	6.0	4.6	3.5
EBITDA	64.7	297.5	441.7	810.2	1,335.5
EV/EBITDA	121.9	23.8	23.8	14.0	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-27.4	28.3	16.3	26.8	27.8
EBITDA 이익률	6.7	7.7	6.4	7.9	8.3
부채비율	141.2	135.3	240.6	280.8	306.3
금융비용부담률	1.4	0.5	0.4	2.0	2.1
이자보상배율(x)	3.3	12.5	14.5	3.7	3.7
매출채권회전율(x)	5.9	7.3	17.3		
재고자산회전율(x)	5.3	5.2	4.2	4.2	4.6

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 추천 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 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

