

하이니켈 양극재 Shortage 심화, 실적 예상치 Up

매수
(유지)

목표가: 360,000원
상승여력: 92.2%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

22년, 23년, 24년
매출액, 영업이익 예상치
상향 조정

하이니켈 Shortage 심화로 Order 증가 지속 중. 실적 추정치 상향 조정

- 22년, 23년, 24년 매출액 +16% ~ +18% 상향 조정. CAPA 및 출하량 상향 조정
- 22년, 23년, 24년 영업이익 각각 +18%, +12%, +9% 상향 조정
- 22년 매출액 2.7조원(+178% YoY), 영업이익 1,945억원(+340% YoY) 예상
- 시장 예상치인 매출액 2.2조원, 영업이익 1,500억원을 크게 상회할 것으로 전망
- 전반적인 업황 둔화에도 공급사가 제한적인 하이니켈 양극재의 경우, Shortage가 오히려 심화되고 있는 것으로 판단. 고객사 요청 물량 증가 지속 중인 것으로 판단
- 섹터 원가(C)가 상승하는 구간은 동일하지만, 하이니켈 양극재는 P, Q 상승이 동반되며 견조한 실적 지속할 것으로 전망
- 특히 동사의 최종 고객사인 Tesla의 경우 타 OEM 대비 자동차용 반도체 수급을 원활히 진행하며, 생산 및 판매 증가가 지속되고 있는 상황

자회사를 통한 원재료 내재화,
원재료 수급 및 가격 변동에
리스크에서 상대적으로 안정적

수산화리튬 자회사를 통한 내재화, 원가 상승 압력 일부 헛지 가능할 것으로 판단

- JH화학으로부터 양극재 주요 원재료 중 하나인 수산화리튬 내재화 중. 최근 가격 상승이 지속되고 있는 수산화리튬 원가 상승분 일부 헛지 가능할 것으로 판단
- 양극재 생산능력 1/2 수준의 수산화리튬 생산능력 필요. 중장기 자회사 가치 상승 전망
- 레드우드와의 협력도 정상적으로 진행 중. 중장기로 니켈 등 메탈 가격 헛지 가능

목표주가 36만원 유지.
전혀 둔화되지 않은 성장성

목표주가 36만원 유지. 23년 말 기준 생산능력 20만톤. 압도적인 성장 각도

- 목표주가 36만원 유지. 글로벌 관점에서 압도적인 성장성 보유하고 있는 한국 양극재
- 동사 23년 말 생산능력 20만톤. 국내 경쟁사 대비 더 빠른 증설 속도

Key data



현재주가(22/2/21, 원)	187,300	시가총액(십억원)	6,520
영업이익(21P, 십억원)	44	발행주식수(백만주)	36
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	42	유동주식비율(%)	63.4
EPS 성장률(21P, %)	-	외국인 보유비중(%)	19.6
P/E(21P, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.24
MKT P/E(21F, x)	10.4	52주 최저가(원)	62,612
KOSDAQ	884.25	52주 최고가(원)	249,300

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	57.0	149.0
상대주가	0.6	71.9	171.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	313	356	971	2,702	3,914	5,658
영업이익 (십억원)	-8	1	44	195	306	456
영업이익률 (%)	-2.6	0.3	4.5	7.2	7.8	8.1
순이익 (십억원)	-9	-15	-113	138	219	340
EPS (원)	-336	-550	-3,522	3,906	6,192	9,592
ROE (%)	-6.7	-9.4	-27.7	20.1	25.3	29.7
P/E (배)	-	-	-	48.0	30.2	19.5
P/B (배)	3.9	9.8	12.5	8.6	6.7	5.0
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엘앤에프: 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %)

		2022F	2023F	2024F
매출액	기존	2,288	3,368	4,842
	신규	2,702	3,914	5,658
	변경률	18	16	17
영업이익	기존	165	274	417
	신규	195	306	456
	변경률	18	12	9
당기순이익	기존	113	194	309
	신규	138	219	340
	변경률	22	13	10

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 배터리 섹터 분기별 P(평가), Q(출하량), C(원가) 예상: 하이니켈 양극재 타 소재와 다르게 여전히 Shortage 지속 중, P, Q 상승 지속

		3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
배터리셀	P	↑	↑	↑	↑	↑	→
	Q	↑	↓	→	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↑	→	→
양극재	P	↑	↑	↑	↑	→	→
	Q	↑	↑	↑	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↑	→	→
동박	P	↑	→	↑	↑	→	→
	Q	↑	↓	→	↑	↑	↑
	C	↑	→	→	→	→	→
전해액	P	↑	→	→	→	→	→
	Q	↑	↓	→	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↑	→	→
전해액 원재료	P	↑	↑	↑	↑	→	→
	Q	↑	→	→	↑	↑	↑
	C	↑	↑	↑	↑	→	→
분리막	P	→	→	↓	→	→	→
	Q	→	↓	→	↑	↑	↑
	C	→	→	→	→	→	→

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	21	22F	23F
매출액	534.2	667.1	704.2	796.9	855.5	912.8	944.9	1,200.9	970.7	2,702.4	3,914.1
영업이익	43.0	50.5	47.4	53.7	62.8	66.6	73.2	103.2	44.3	194.5	305.7
세전이익	35.0	42.5	39.4	45.7	54.8	58.6	65.2	95.2	-125.6	162.5	273.7
당기순이익	29.8	36.2	33.5	38.9	43.9	47.0	52.2	76.3	-113.1	138.4	219.4
영업이익률	8.0	7.6	6.7	6.7	7.3	7.3	7.7	8.6	4.6	7.2	7.8
세전이익률	6.5	6.4	5.6	5.7	6.4	6.4	6.9	7.9	-12.9	6.0	7.0
순이익률	5.6	5.4	4.8	4.9	5.1	5.1	5.5	6.4	-11.6	5.1	5.6
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	40.5	24.9	5.6	13.2	7.3	6.7	3.5	27.1	172.6	178.4	44.8
영업이익	52.1	17.5	-6.2	13.5	16.8	6.1	9.9	41.0	2,890.1	339.6	57.2
세전이익	흑전	21.4	-7.3	16.2	19.8	6.9	11.3	46.1	적지	흑전	68.4
당기순이익	흑전	21.4	-7.3	16.2	12.7	6.9	11.3	46.1	적지	흑전	58.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F
매출액	971	2,702	3,914	5,658
매출원가	893	2,451	3,528	5,086
매출총이익	78	251	386	572
판매비와관리비	34	57	81	116
조정영업이익	44	195	306	456
영업이익	44	195	306	456
비영업손익	-170	-32	-32	-32
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	163	274	424
계속사업법인세비용	-13	24	55	85
계속사업이익	-112	138	219	339
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-112	138	219	339
지배주주	-113	138	219	340
비지배주주	1	0	0	-1
총포괄이익	-112	138	219	339
지배주주	-114	140	223	345
비지배주주	2	-2	-4	-6
EBITDA	65	228	359	516
FCF	-376	-83	-60	32
EBITDA 마진율 (%)	6.7	8.4	9.2	9.1
영업이익률 (%)	4.5	7.2	7.8	8.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.6	5.1	5.6	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,029	1,303	1,591	2,140
현금 및 현금성자산	317	233	171	194
매출채권 및 기타채권	170	252	378	547
재고자산	280	556	780	1,127
기타유동자산	262	262	262	272
비유동자산	480	567	713	803
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	464	552	699	789
무형자산	9	8	6	6
자산총계	1,509	1,869	2,304	2,943
유동부채	390	601	805	1,089
매입채무 및 기타채무	192	403	607	878
단기금융부채	168	168	168	168
기타유동부채	30	30	30	43
비유동부채	493	506	519	536
장기금융부채	481	481	481	481
기타비유동부채	12	25	38	55
부채총계	883	1,107	1,324	1,625
지배주주지분	622	759	977	1,315
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	694	694	694	694
이익잉여금	-96	41	259	597
비지배주주지분	4	4	3	3
자본총계	626	763	980	1,318

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021F	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	-151	37	140	182
당기순이익	-112	138	219	339
비현금수익비용가감	55	58	108	145
유형자산감가상각비	20	32	53	59
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	34	25	54	85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-104	-135	-133	-217
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-296	-83	-126	-167
재고자산 감소(증가)	-174	-276	-224	-348
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	263	189	183	242
법인세납부	15	-24	-55	-85
투자활동으로 인한 현금흐름	-375	-120	-200	-158
유형자산처분(취득)	-224	-120	-200	-150
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	-8
기타투자활동	-150	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	683	-1	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	183	0	0	0
자본의 증가(감소)	537	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-36	0	0	0
현금의 증가	296	-85	-62	23
기초현금	21	317	233	171
기말현금	317	233	171	194

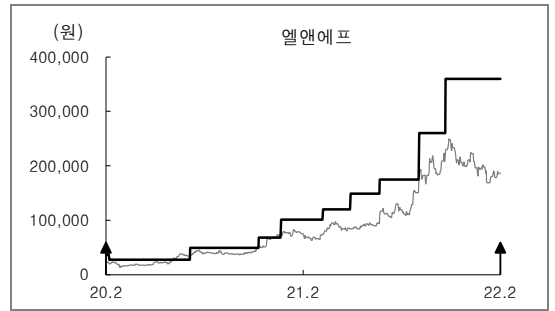
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021F	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	48.0	30.2	19.5
P/CF (x)	-	33.9	20.3	13.7
P/B (x)	12.5	8.6	6.7	5.0
EV/EBITDA (x)	119.7	29.3	18.8	13.0
EPS (원)	-3,522	3,906	6,192	9,592
CFPS (원)	-1,793	5,530	9,241	13,670
BPS (원)	17,824	21,688	27,837	37,387
DPS (원)	48	48	48	48
배당성향 (%)	-1.3	1.1	0.7	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	172.8	178.3	44.9	44.6
EBITDA증가율 (%)	333.3	250.8	57.5	43.7
조정영업이익증가율 (%)	4,300.0	343.2	56.9	49.0
EPS증가율 (%)	-	-	58.5	54.9
매출채권 회전을 (회)	8.6	13.1	12.6	12.4
재고자산 회전을 (회)	5.0	6.5	5.9	5.9
매입채무 회전을 (회)	8.5	9.2	7.8	7.7
ROA (%)	-11.4	8.2	10.5	12.9
ROE (%)	-27.7	20.1	25.3	29.7
ROIC (%)	7.5	20.1	22.5	26.2
부채비율 (%)	141.1	145.2	135.1	123.3
유동비율 (%)	263.8	216.8	197.6	196.5
순차입금/자기자본 (%)	11.9	20.9	22.6	14.4
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2021.11.12	매수	360,000	-	-
2021.09.24	매수	260,000	-25.11	-14.31
2021.07.13	매수	175,000	-31.27	-9.09
2021.05.20	매수	149,075	-39.97	-36.27
2021.03.30	매수	120,222	-27.61	-18.72
2021.01.11	매수	100,987	-28.33	-17.62
2020.12.01	매수	68,286	-8.83	7.75
2020.07.27	매수	49,051	-18.15	-0.20
2020.02.28	매수	27,814	-17.83	38.14
2019.05.30	매수	37,086	-38.67	-15.00



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.48%	10.22%	6.57%	0.73%

* 2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.