

단결정 Ni 양극재 매출 발생 시작

매수
(유지)

목표가: 360,000원
상승여력: 47.5%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

박준서 park.junseo@miraeeasset.com

1Q22 및 22년 실적 추정치
상향 조정

너무 좋은 테슬라와 LGES의 원통형, 분기 및 연간 실적 추정치 추가 상향 조정

- 1Q22 예상 영업이익 475억원(흑자전환 YoY, +68% QoQ)으로 상향 조정
- 시장 예상치인 370억원을 크게 상회할 것으로 예상되며, 경쟁사 이익 레벨 상회 전망
- 전환사채 등의 주식 전환 완료되며, 순이익 역시 1분기부터는 정상 레벨로 진입할 것
- 22년 추정치 상향: 매출액 3조원(+208% YoY), 영업이익 2,210억원(+400% YoY)
- 1) 제품 평가 상승(P 상향 조정), 2) 테슬라 EV 판매 호조 지속(Q 상향 조정)

단결정 Ni 양극재 매출 시작

단결정 Ni 양극재 고객사 테스트 / 시양산 완료. 23년 대량 양산 매출 예상

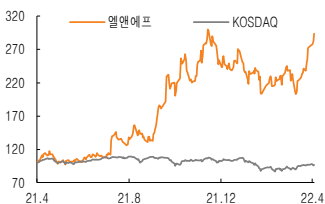
- 단결정 Ni 양극재 고객사 테스트 완료 후, 시양산까지 완료 → 샘플 매출 발생
- 과거 동사의 시양산 완료 시점 이 후 대량 양산 돌입까지의 기간 감안 시, 23년부터 단결정 Ni 양극재 대량 양산 매출 발생할 것으로 전망
- 동사가 경쟁사 및 신규 업체 대비 양산 시점이 빠른 것은 과거 단결정 구조(LCO) 제품의 개발 및 양산 경험이 풍부하기 때문
- 단결정 Ni 양극재는 압연 공정 내에서 기존 다결정 Ni 양극재 대비 가스 발생을 최소화하여 1) 수율 개선, 2) 에너지 밀도 개선에 기여
- 초기 양산품은 원통형보다 대형 파우치 타입에 적용될 가능성이 높지만, 향후 적용 영역 및 고객사는 확대될 것으로 전망

추가 수주 가능성
레드우드와의 협력도 지속

목표가 36만원 유지. LGES의 테슬라 향 4차 배터리 수주(20조원 이상) 진행 예상

- LGES의 테슬라 향 추가 배터리 수주 이후, 동사 역시 관련 양극재 추가 수주 예상
- Redwood Materials와의 협력 역시 지속 중. 연내 구체적인 협력 방안 제시 예상

ttey data



현재주가(22/4/8, 원)	244,000	시가총액(십억원)	8,767
영업이익(22F, 십억원)	221	발행주식수(백만주)	36
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	165	유동주식비율(%)	64.7
EPS 성장률(22F, %)	-	외국인 보유비중(%)	21.7
P/E(22F, x)	62.1	베타(12M) 일간수익률	1.24
MKT P/E(22F, x)	10.5	52주 최저가(원)	80,789
KOSDAQ	934.73	52주 최고가(원)	249,300

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.5	33.6	189.9
상대주가	22.4	36.2	204.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	313	356	971	2,986	3,989	5,766
영업이익 (십억원)	-8	1	44	221	302	463
영업이익률 (%)	-2.6	0.3	4.5	7.4	7.6	8.0
순이익 (십억원)	-9	-15	-113	141	196	319
EPS (원)	-336	-550	-3,526	3,926	5,454	8,877
ROE (%)	-6.7	-9.4	-27.4	20.1	22.5	28.3
P/E (배)	-	-	-	62.1	44.7	27.5
P/B (배)	3.9	9.8	12.3	11.2	9.0	6.8
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

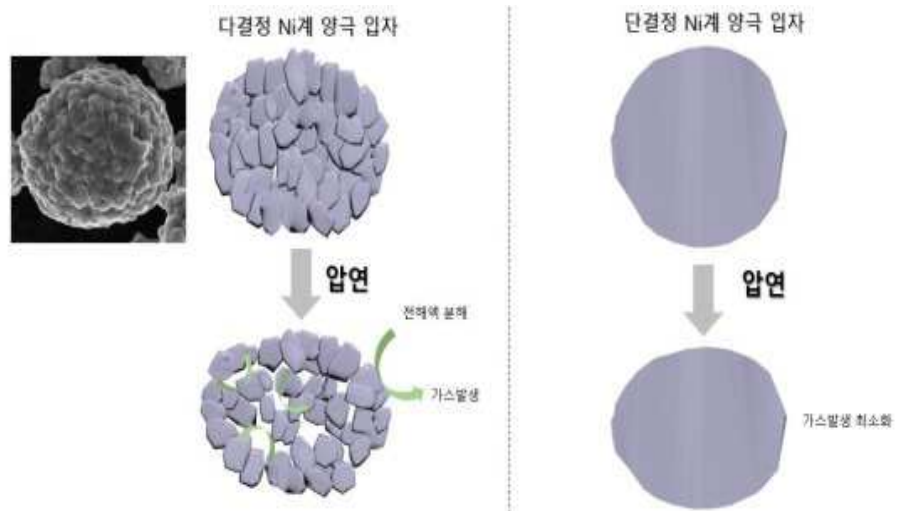
표 1. 엘앤에프 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
매출액	534.2	717.6	755.4	978.4	871.8	930.2	962.9	1,223.8	970.7	2,985.6	3,988.6
영업이익	47.5	59.0	48.0	66.6	60.8	66.1	72.8	102.8	44.3	221.1	302.5
세전이익	33.7	44.9	33.9	52.7	46.5	51.3	58.2	88.5	-125.6	165.2	244.4
당기순이익	28.7	38.2	28.9	45.0	37.3	41.1	46.7	71.0	-113.1	140.8	196.0
영업이익률	8.9	8.2	6.4	6.8	7.0	7.1	7.6	8.4	4.6	7.4	7.6
세전이익률	6.3	6.3	4.5	5.4	5.3	5.5	6.0	7.2	-12.9	5.5	6.1
순이익률	5.4	5.3	3.8	4.6	4.3	4.4	4.8	5.8	-11.7	4.7	4.9
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	40.5	34.3	5.3	29.5	-10.9	6.7	3.5	27.1	172.6	207.6	33.6
영업이익	68.0	24.3	-18.6	38.5	-8.7	8.8	10.1	41.2	2,890.1	399.6	36.8
세전이익	흑전	33.1	-24.3	55.4	-11.9	10.4	13.5	52.1	적지	흑전	47.9
당기순이익	흑전	33.1	-24.3	55.4	-17.1	10.4	13.5	52.1	적지	흑전	39.2

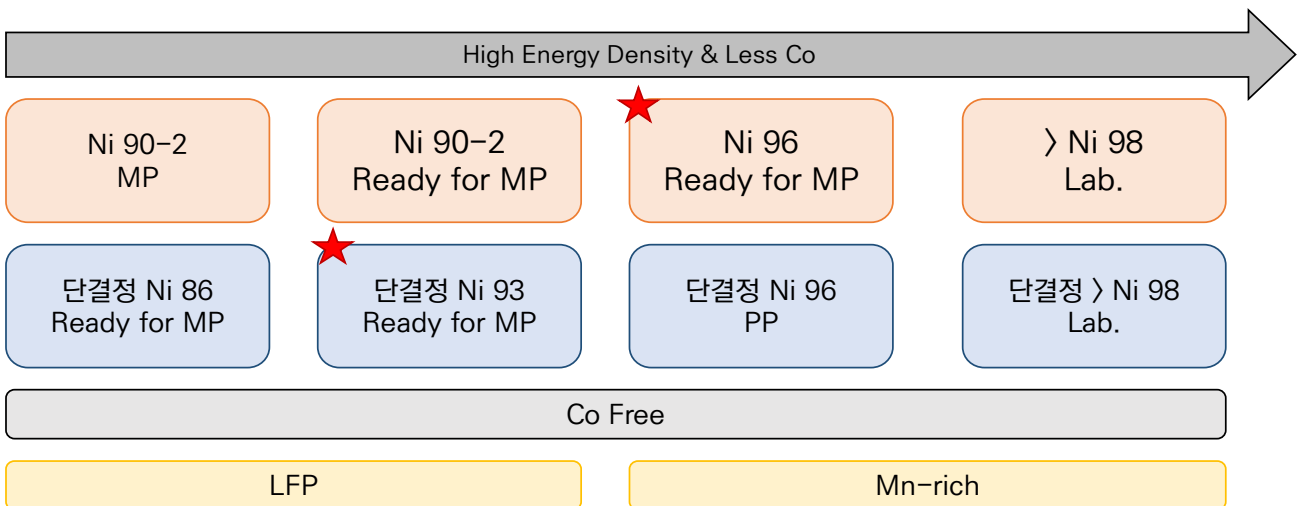
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 압연 과정에서 가스 발생을 최소화해주는 단결정 Ni 양극재 → 공정 수율 및 에너지 밀도 개선



자료: 에스엠랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 엘앤에프 제품 양산 및 개발 로드맵: 단결정 Ni와 Ni 96 제품 테스트 통과 후, 샘플 매출 발생 중 → 23년 중 대량 양산 전망



주: Lab(R&D), PP(Pilot Production), Ready for MP(테스트 통과 시제품 생산, 샘플 매출), MP(Mass Production)
 자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	971	2,986	3,989	5,766
매출원가	893	2,701	3,604	5,184
매출총이익	78	285	385	582
판매비와관리비	34	63	82	119
조정영업이익	44	221	302	463
영업이익	44	221	302	463
비영업손익	-170	-56	-58	-65
금융손익	-12	-62	-65	-66
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	165	244	398
계속사업법인세비용	-13	25	49	80
계속사업이익	-112	140	195	318
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-112	140	195	318
지배주주	-113	141	196	319
비지배주주	1	0	-1	-1
총포괄이익	-104	140	195	318
지배주주	-105	141	196	320
비지배주주	1	-1	-1	-1
EBITDA	65	255	356	521
FCF	-317	-72	-166	170
EBITDA 마진율 (%)	6.7	8.5	8.9	9.0
영업이익률 (%)	4.5	7.4	7.6	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.6	4.7	4.9	5.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,071	1,493	1,686	2,297
현금 및 현금성자산	272	200	34	138
매출채권 및 기타채권	271	405	506	665
재고자산	262	640	898	1,180
기타유동자산	266	248	248	314
비유동자산	462	548	694	637
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	427	515	662	606
무형자산	10	8	7	6
자산총계	1,532	2,041	2,381	2,934
유동부채	398	760	901	1,131
매입채무 및 기타채무	219	563	705	926
단기금융부채	166	166	166	166
기타유동부채	13	31	30	39
비유동부채	499	506	509	513
장기금융부채	494	494	494	494
기타비유동부채	5	12	15	19
부채총계	897	1,265	1,409	1,644
지배주주지분	631	772	967	1,286
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	694	694	694	694
이익잉여금	-99	42	238	557
비지배주주지분	4	4	4	3
자본총계	635	776	971	1,289

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	-138	48	34	170
당기순이익	-112	140	195	318
비현금수익비용가감	192	121	167	203
유형자산감가상각비	19	32	53	57
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	172	88	113	145
영업활동으로인한자산및부채의변동	-213	-126	-215	-205
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-204	-134	-101	-158
재고자산 감소(증가)	-156	-378	-258	-282
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	164	315	129	202
법인세납부	0	-25	-49	-80
투자활동으로 인한 현금흐름	-414	-120	-200	-67
유형자산처분(취득)	-179	-120	-200	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-196	0	0	-67
기타투자활동	-37	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	802	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	443	0	0	0
자본의 증가(감소)	537	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	-177	0	0	0
현금의 증가	251	-72	-166	104
기초현금	21	272	200	34
기말현금	272	200	34	138

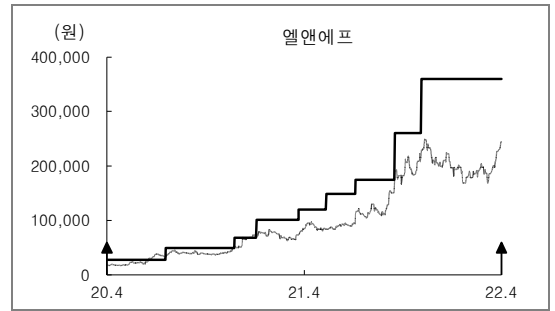
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	62.1	44.7	27.5
P/CF (x)	89.6	33.5	24.2	16.8
P/B (x)	12.3	11.2	9.0	6.8
EV/EBITDA (x)	122.4	35.3	25.7	17.2
EPS (원)	-3,526	3,926	5,454	8,877
CFPS (원)	2,482	7,277	10,094	14,505
BPS (원)	18,078	21,750	27,204	36,081
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	172.8	207.5	33.6	44.5
EBITDA증가율 (%)	333.3	292.3	39.6	46.3
조정영업이익증가율 (%)	4,300.0	402.3	36.7	53.3
EPS증가율 (%)	-	-	38.9	62.8
매출채권 회전을 (회)	5.9	8.9	8.8	9.9
재고자산 회전을 (회)	5.3	6.6	5.2	5.6
매입채무 회전을 (회)	7.5	7.5	6.2	6.9
ROA (%)	-11.2	7.9	8.8	12.0
ROE (%)	-27.4	20.1	22.5	28.3
ROIC (%)	7.0	21.7	20.9	26.2
부채비율 (%)	141.2	163.1	145.1	127.6
유동비율 (%)	268.8	196.5	187.2	203.0
순차입금/자기자본 (%)	27.7	27.4	38.9	16.1
조정영업이익/금융비용 (x)	3.3	3.3	4.5	6.8

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



* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.90%	8.50%	7.80%	0.80%

* 2022년 3월 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.