

조금씩 맞춰지는 퍼즐. 하반기 TSLA 직납 예상

매수
(유지)목표가: 400,000원
상승여력: 72.0%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

최유진 choi.yoojin@miraeeasset.com

목표주가 40만원 유지

목표주가 40만원 유지. 가시권에 들어온 테슬라 직납

- 양극재 샘플 테스트 기간 감안 시, 23년 하반기 중 테슬라 4680 배터리 향 직납 공급이 시작될 것으로 판단하며, 관련된 수주는 상반기 중 진행될 것으로 전망
- 동사는 20년 2분기 샘플 테스트 진행, 20년 12월 중장기 공급 계약 체결 후 21년 2분기부터 LGES-테슬라 향 NCMA 양산 매출을 본격화한 바 있음
- 조금씩 맞춰지는 퍼즐: Trass 수출 데이터(대구 달서구 → 미국)에 따르면 동사는 이미 22년 약 3,500톤의 양극재(배터리 용량 환산 시 3Gwh 수준)를 미국 지역으로 출하하였는데, 밸류체인 감안 시 테슬라 4680 자체 배터리 양산 용인 것으로 추정. 테슬라 역시 4Q22 컨퍼런스 콜 당시 22년 연말 기준 주당 1,000대 수준의 4680 배터리 셀 양산 가능하다고 언급(배터리 용량 환산 시 연간 3~4Gwh)
- 당사의 테슬라 4680 배터리 출하량 가정은 23년 7Gwh → 24년 31Gwh → 25년 63Gwh. 양극재 수요량으로 환산 시 23년 9,100톤 → 24년 40,300톤 → 25년 81,900톤 예상
- 현 시점 90% 이상 NCMA의 유의미한 공급처가 동사 분임을 감안할 때, 24~25년 2년간 동사가 테슬라 향 직납으로 공급할 양극재는 6조원 수준. 최근 배터리 산업 내 선 수주 후 증설 기조를 감안 시, 상반기 중 관련 수주 진행될 것으로 판단

4Q22 Review

원/달러 스프레드와 ESS, 큰 의미 없는 단기 실적 부진

- 4Q22 매출액 1.22조원, 영업이익 532억원. 매출액 및 영업이익 시장 예상치 하회 출하량은 ESS 배터리 재고 조정 영향. 영업이익은 급격한 원/달러 환율 변동에 따른 스프레드 축소 때문. 원/달러 영향은 1분기까지 일부 영향을 줄 것으로 예상
- 단, 출하량(Q) 증가가 본격화되는 2월부터 원/달러 환율 상승, 원재료 하향 안정화 진행되며 시장 예상보다 빠른 시점에 실적 회복 가능할 것으로 판단

Key data



현재주가(23/2/13,원)	232,500	시가총액(십억원)	8,374
영업이익(22F,십억원)	266	발행주식수(백만주)	36
Consensus 영업이익(22F,십억원)	313	유동주식비율(%)	68.0
EPS 성장률(22F,%)	-	외국인 보유비중(%)	24.2
P/E(22F,x)	23.0	베타(12M) 일간수익률	1.46
MKT P/E(22F,x)	11.7	52주 최저가(원)	168,500
KOSDAQ	772.55	52주 최고가(원)	276,600

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.3	-1.9	30.4
상대주가	14.6	5.6	48.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액 (십억원)	313	356	971	3,884	6,807	10,142
영업이익 (십억원)	-8	1	44	266	452	735
영업이익률 (%)	-2.6	0.3	4.5	6.8	6.6	7.2
순이익 (십억원)	-9	-15	-113	270	347	573
EPS (원)	-336	-550	-3,526	7,530	9,642	15,913
ROE (%)	-6.7	-9.4	-27.4	28.4	20.3	23.5
P/E (배)	-	-	-	23.0	24.1	14.6
P/B (배)	3.9	9.8	12.3	4.9	3.9	3.1
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 2022년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	4Q21	3Q22	4Q22P			성장률	
			실제치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	380	1,243	1,225	1,419	1,366	222.3	-1.4
영업이익	28	99	53	109	100	88.2	-46.1
영업이익률	7.4	7.9	4.3	7.7	7.3	-41.6	-3.6
세전이익	-108	118	38	115	103	흑전	-67.7
순이익	-94	91	44	90	85	흑전	-51.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엘앤에프, WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22P	23F	24F
매출액	1,428.2	1,574.9	1,860.3	1,944.0	2,363.8	2,482.0	2,594.5	2,701.5	3,883.7	6,807.3	10,141.9
영업이익	72.5	107.8	133.7	138.3	168.7	174.4	191.5	200.2	266.1	452.3	734.7
세전이익	68.0	103.3	129.1	133.7	164.1	169.8	186.9	195.6	340.4	434.1	716.5
당기순이익	54.4	82.6	103.3	107.0	131.3	135.9	149.5	156.5	270.1	347.3	573.2
영업이익률	5.1	6.8	7.2	7.1	7.1	7.0	7.4	7.4	6.9	6.6	7.2
세전이익률	4.8	6.6	6.9	6.9	6.9	6.8	7.2	7.2	8.8	6.4	7.1
순이익률	3.8	5.2	5.6	5.5	5.6	5.5	5.8	5.8	7.0	5.1	5.7
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	16.6	10.3	18.1	4.5	21.6	5.0	4.5	4.1	300.1	75.3	49.0
영업이익	36.4	48.6	23.9	3.4	22.0	3.4	9.8	4.6	502.0	70.0	62.4
세전이익	77.8	51.9	25.0	3.6	22.7	3.5	10.1	4.7	흑전	27.5	65.0
당기순이익	24.2	51.9	25.0	3.6	22.7	3.5	10.1	4.7	흑전	28.6	65.0

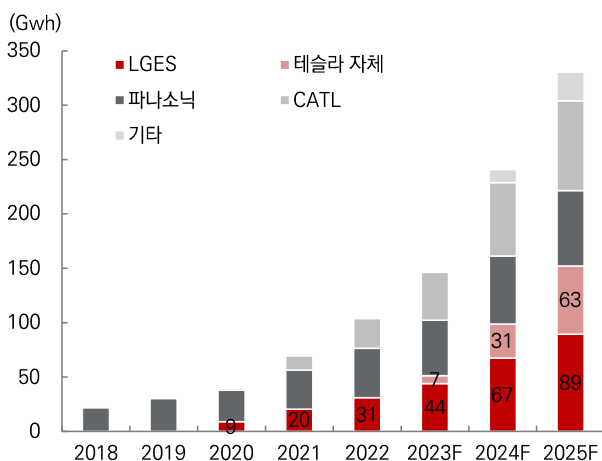
표 3. 테슬라 4680 직납 후, 24년부터 관련 매출 급등 예상

	2022	2023F	2024F	2025F
테슬라 4680 출하량 전망(Gwh)		7	31	63
엘앤에프 테슬라 향 직납 출하량(톤)	3,560*	9,100	40,300	81,900
엘앤에프 테슬라 향 직납 예상 매출(십억원)	155*	512	2,116	4,095

자료: 미래에셋증권 리서치센터

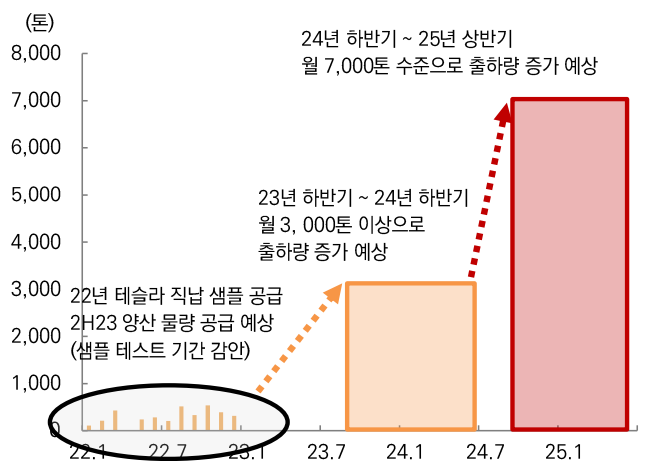
주: 22년 수치는 Trass 수출 데이터. 대구 달서구 → 미국 양극재 수출 중량 및 수출액

그림 1. 테슬라 향 배터리 수요 예상 → LGES, 테슬라 직납 공급 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 대구 달서구 → 미국 향 양극재 월 수출 중량 추이 및 전망



자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	971	3,884	6,807	10,142
매출원가	893	3,532	6,239	9,248
매출총이익	78	352	568	894
판매비와관리비	34	85	116	160
조정영업이익	44	266	452	735
영업이익	44	266	452	735
비영업손익	-170	74	-18	-19
금융손익	-12	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	340	434	716
계속사업법인세비용	-13	69	87	143
계속사업이익	-112	271	347	573
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	347	573
지배주주	-113	270	347	573
비지배주주	1	1	0	0
총포괄이익	-104	272	347	573
지배주주	-105	270	348	575
비지배주주	1	1	-1	-2
EBITDA	65	301	519	831
FCF	-317	-736	-599	-223
EBITDA 마진율 (%)	6.7	7.7	7.6	8.2
영업이익률 (%)	4.5	6.8	6.6	7.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.6	7.0	5.1	5.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,071	2,088	3,357	4,283
현금 및 현금성자산	272	108	341	234
매출채권 및 기타채권	271	867	1,374	1,856
재고자산	262	899	1,428	1,896
기타유동자산	266	214	214	297
비유동자산	462	676	1,009	1,312
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	427	665	1,000	1,304
무형자산	10	7	6	5
자산총계	1,532	2,764	4,366	5,596
유동부채	398	1,158	1,573	2,021
매입채무 및 기타채무	219	705	1,120	1,556
단기금융부채	166	423	423	423
기타유동부채	13	30	30	42
비유동부채	499	326	634	843
장기금융부채	494	312	612	812
기타비유동부채	5	14	22	31
부채총계	897	1,484	2,207	2,864
지배주주지분	631	1,274	2,153	2,726
자본금	17	18	18	18
자본잉여금	694	659	1,178	1,178
이익잉여금	-99	570	918	1,491
비지배주주지분	4	6	6	6
자본총계	635	1,280	2,159	2,732

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	-138	-488	-199	177
당기순이익	-112	271	347	573
비현금수익비용가감	192	50	154	240
유형자산감가상각비	19	34	66	96
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	172	15	87	143
영업활동으로인한자산및부채의변동	-213	-800	-613	-493
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-204	-1,308	-507	-480
재고자산 감소(증가)	-156	-639	-528	-469
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	164	1,129	379	399
법인세납부	0	-2	-87	-143
투자활동으로 인한 현금흐름	-414	-211	-400	-483
유형자산처분(취득)	-179	-247	-400	-400
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-196	0	0	-83
기타투자활동	-37	37	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	802	533	832	200
장단기금융부채의 증가(감소)	443	74	300	200
자본의 증가(감소)	537	-34	518	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	-177	493	14	0
현금의 증가	251	-164	233	-106
기초현금	21	272	108	341
기말현금	272	108	341	234

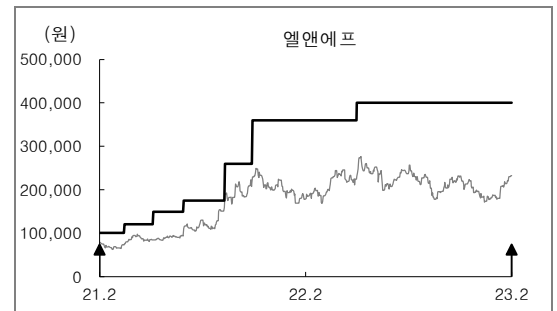
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	-	23.0	24.1	14.6
P/CF (x)	89.6	19.4	16.7	10.3
P/B (x)	12.3	4.9	3.9	3.1
EV/EBITDA (x)	122.4	22.1	17.1	10.9
EPS (원)	-3,526	7,530	9,642	15,913
CFPS (원)	2,482	8,941	13,908	22,577
BPS (원)	18,078	35,574	59,603	75,516
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 (%)	172.6	300.1	75.3	49.0
EBITDA증가율 (%)	323.5	365.6	72.3	60.1
조정영업이익증가율 (%)	2,910.3	501.6	69.9	62.4
EPS증가율 (%)	-	-	28.1	65.0
매출채권 회전율 (회)	5.9	6.9	6.1	6.3
재고자산 회전율 (회)	5.3	6.7	5.9	6.1
매입채무 회전율 (회)	7.5	8.4	7.5	7.6
ROA (%)	-11.2	12.6	9.7	11.5
ROE (%)	-27.4	28.4	20.3	23.5
ROIC (%)	7.0	18.9	16.6	19.2
부채비율 (%)	141.2	116.0	102.2	104.8
유동비율 (%)	268.8	180.3	213.5	212.0
순차입금/자기자본 (%)	27.7	32.3	22.2	25.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.3	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)				
2022.05.16	매수	400,000	-	-
2021.11.12	매수	360,000	-42.30	-30.75
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



* 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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 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.