

2023. 6. 23

EV/모빌리티팀

조현렬
Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김영욱
Research Associate
younguk1.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	350,000원	42.3%
현재주가	246,000원	
시가총액	8.9조원	
Shares (float)	36,239,776주 (68.2%)	
52주 최저/최고	171,400원/337,000원	
60일-평균거래대금	3,452.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
엘앤에프 (%)	3.8	36.2	0.2
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.2	9.8	-10.9

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	18
Target price	395,500
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

엘앤에프 (066970)

Good to Great

- BUY 투자의견과 함께 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시
- 향후 제품/고객 다각화가 진행되며, 경쟁사 대비 Valuation discount 요인이 점차 해소될 전망. 특히 선도업체항 공급 경험은 동사의 고객 대응능력 향상을 견인할 것

WHAT'S THE STORY?

View, 경쟁사 대비 저평가 요인 해소 전망: 엘앤에프에 대하여 BUY 투자의견과 함께 목표주가 35만원으로 커버리지 개시. EV/EBITDA 배수는 글로벌 양극재업체 EBITDA 성장률 및 EV/EBITDA 배수의 상관관계를 반영하여 29.3배를 적용. 국내 양극재업체만 비교할 경우, 경쟁업체 평균 EV/EBITDA 배수는 42.6배에 육박한 반면, 2023~25년 EBITDA 성장률은 53.7% 수준. 한편 동사의 2023~25년 EBITDA 성장세는 58.9%에 달하겠으나, EV/EBITDA 배수는 19.3배에 불과. 한국 업체 간 Valuation이 역사적으로 비슷한 수준을 유지해온 점을 감안하면 향후 동사 주가는 고객사 및 제품 포트폴리오 다각화와 함께 재평가 전망.

Point (1), 글로벌 선도 전기차업체의 핵심 파트너: 현재 70% 이상의 매출은 글로벌 선도업체항 전기차에서 발생. 해당 고객항 공급 이후 동사의 차세대 제품 개발 및 양산이 가속화 되는 추세. 니켈 비중 90% 이상의 NCMA 양극재 대량 양산에 있어 독보적 지위 확보했으며, 이를 기반으로 해당 고객항 직납 공급도 2024년부터 시작될 전망. 하이니켈 양극재 공급 레퍼런스에 힘입어 향후 배터리업체들의 발주에 있어 매력적인 선택지로 간주될 것.

Point (2), 고객 및 제품 다각화 본격화: 현재 80%에 육박하는 최대 고객항 매출 비중은 2025년 50%까지 감소할 전망. 또한 기존 고객사 외 완성차업체도 NCMA 양극재 채택 추진 중에 있어 고객 다각화 가속화 예상. 한편 제품의 경우에도, 하이니켈 NCMA 양극재 외 고전압 미드니켈 양극재 및 LFP 양극재 양산을 2025년부터 계획. 고객 및 제품 다각화로 동사에 대한 잠재적인 리스크 요인도 크게 경감될 전망.

Potential risks to our view: 당사 투자의견 및 목표주가에 영향 끼칠 수 있는 잠재적 위험요인은 한국 업체의 Valuation premium 희석 가능성 및 고객 다각화의 지연 등이 있음. 다만 배터리 공급망에 대한 탈 중국 기조와 이에 따른 국내 양극재업체 채택 빈도 증가를 감안 시 단기 리스크 부각 가능성은 크지 않을 것.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,887	6,022	8,127	10,842
영업이익 (십억원)	266	241	478	811
순이익 (십억원)	271	169	395	636
EPS (adj) (원)	7,526	4,396	10,261	16,510
EPS (adj) growth (%)	흑전	-41.6	133.4	60.9
EBITDA margin (%)	7.7	4.7	6.6	8.2
ROE (%)	28.3	11.8	23.2	28.9
P/E (adj) (배)	23.1	56.0	24.0	14.9
P/B (배)	4.5	5.8	4.6	3.5
EV/EBITDA (배)	23.9	36.2	19.9	12.2
Dividend yield (%)	0.3	0.2	0.2	0.2

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정

Good to Great

BUY 투자 의견 및 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시

당사는 엘앤에프에 대해 BUY 투자 의견과 함께 12개월 목표주가 350,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 EV/EBITDA Valuation을 적용하였으며, 해당 방식에 대한 적용 배경은 대규모 투자가 지속 예상되기에 영업부문의 이익창출 능력에 보다 집중할 필요가 있다고 판단했기 때문이다.

엘앤에프: EV/EBITDA Valuation

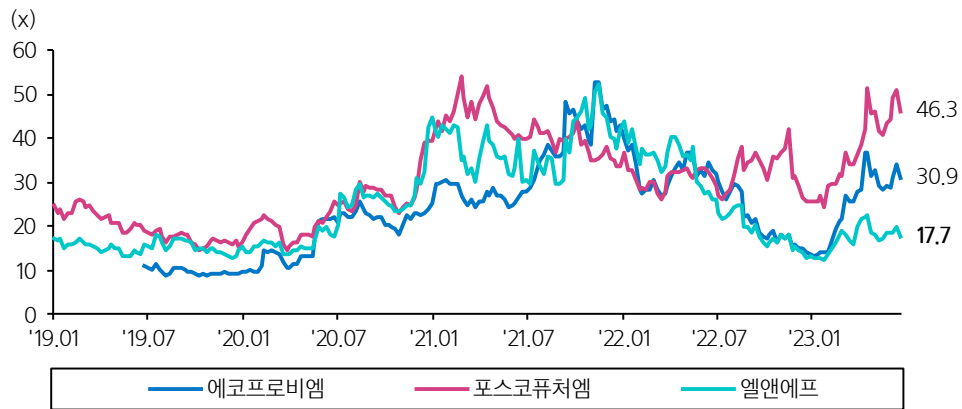
(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업가치 (A)				
양극재	475	29.3	13,902	글로벌 양극재업체의 EBITDA 성장률 및 EV/EBITDA 상관관계*
합계	475	29.3	13,902	
자산가치 (B)			2	투자자산 장부가치에 대한 30% 할인
순차입금 (C)			1,391	2023년 말 당사 추정 기준
적정 시가총액 (D = A + B - C)			12,514	
총 주식 수 (천주)			36,240	
적정 주가 (원)			345,303	
목표주가 (원)			350,000	
현재 주가 (원)			246,000	6/21일 종가 기준
상승 여력 (%)			42.3	
2023 implied P/E (배)			79.6	
2024 implied P/E (배)			34.1	
2023 implied P/B (배)			8.2	
2024 implied P/B (배)			6.6	

참고: * 2023~25E 평균 EBITDA 성장률 및 2023~24E 평균 EV/EBITDA의 상관관계를 통해 엘앤에프 EBITDA 성장률에 부합하는 EV/EBITDA 배수를 산출하여 적용. 글로벌 양극재업체는 에코프로비엠, 포스코퓨처엠, 엘앤에프, Beijing Easpring, Ronbay, Dynanonic으로 구성.

자료: 삼성증권 추정

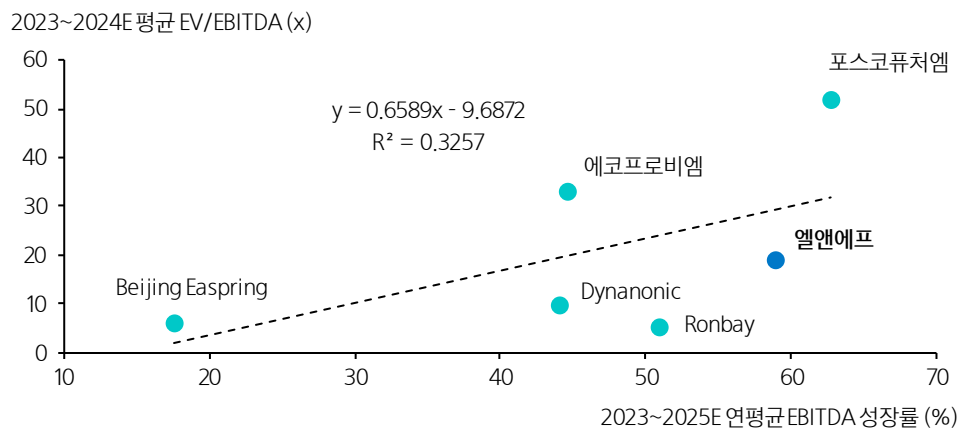
목표주가 산정에 있어 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 배수(29.3배)는 글로벌 양극재업체의 EBITDA 성장률 및 EV/EBITDA 배수의 상관관계를 통해 산출하였다. 글로벌 양극재업체는 국내 주요 경쟁업체 및 중국 업체를 포함하였다. 해당 업체들의 2023~25년 EBITDA 성장률(x)과 2023~24년 EV/EBITDA 배수(y)를 비교할 경우, " $y=0.6589*x-9.546$ " 산식을 도출할 수 있다. 2023~25년 엘앤에프의 EBITDA 연 평균 성장률이 58.9%에 달할 것으로 추산되기에, 동사에 적용 가능한 적정 EV/EBITDA 배수는 29.3배로 산출하였다.

국내 양극재업체: 12MF EV/EBITDA



자료: Refinitiv, 삼성증권

국내외 양극재업체: EBITDA 성장률 및 EV/EBITDA 현황



자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 양극재업체의 중장기 이익 성장률을 감안할 경우, 한국 양극재업체가 Valuation premium을 받고 있는 것은 타당해 보인다. 한국 3사(포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 엘앤에프)의 2023~2025년 연평균 EBITDA 성장률은 54.0%로 추산되는 반면, 중국 3사(Beijing Easpring, Ronbay, Dynanonic)의 경우 동 기간 38.4%에 불과하다. 이로 인해 2023~2024년 평균 EV/EBITDA도 한국 3사는 34.8배인 반면, 중국 3사는 7.1배 수준이다. 특히, 중국 업체의 EBITDA 성장률 대비 EV/EBITDA 배수는 보다 더 낮은 것으로 간주될 수 있지만, 이는 중국 외 시장의 확장성 제약에 따른 할인 요인이 반영되었다고 볼 수 있다.

한편 한국 양극재업체 중에서도 엘앤에프의 경우 상대적으로 저평가되어 있는 것으로 판단한다. Bloomberg 컨센서스 기준 2023~2025년 연평균 EBITDA 성장률을 비교하자면, 포스코퓨처엠, 에코프로비엠 및 엘앤에프가 각각 62.7%, 44.6% 및 58.9%로 추산된다. 한편 2023~2024년 평균 EV/EBITDA는 각각 52.1배, 33.1배 및 19.3배 수준에 거래되고 있다. 즉, 엘앤에프의 중장기 이익 창출능력 대비 주가는 저평가 되어있으며, 한국 양극재업체 간 Valuation이 역사적으로 비슷한 수준을 유지해왔던 점을 감안하면 향후 동사의 주가는 고객사 및 제품 포트폴리오 다각화와 함께 재평가될 것으로 전망한다.

Potential risks to our view

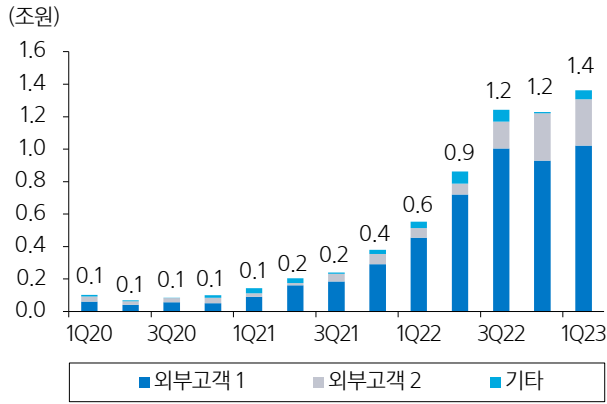
엘앤에프의 글로벌 양극재 시장 내 현재 입지와 중장기 성장성에 대한 이견은 제한적이겠으나, 투자자 입장에서 동사 주식을 투자하기에 잠재적 위험요인에 대해서도 점검해볼 필요가 있다.

당사의 투자이견 및 목표주가에 영향을 끼칠 수 있는 잠재적인 위험요인은 크게 2가지로 나뉘어 볼 수 있는데, 이는 1) 한국 양극재업체의 Valuation premium 희석 가능성 및 2) 고객 다각화의 지연으로 나뉘볼 수 있다.

첫 번째 Risk인 한국 양극재업체의 Valuation premium 희석 가능성은 현재의 지정학 구도에 변화가 생길 경우 발생할 수 있는 위험요인을 의미한다. 미국의 인플레이션 감축 법안 발표 이후 중국 외 배터리 셀 및 소재 공급망의 미국 진출이 훨씬 용이해진 반면, 중국 업체의 경우 미국 진출이 불가능한 것은 아니지만 한국 및 일본 업체만큼 용이하지 않다. 게다가 미국시장 전기차 구매 보조금 수령을 위해선 중국 외 양극재업체에 대한 조달 유인이 보다 확대되었다. 한편 2024년 미국 대선 이후 현재 정책 기조에 큰 변화가 생길 경우, 그동안 누렸던 Valuation premium이 희석될 수 있는 가능성이 상존한다. 다만, 그 가능성은 크지 않을 것으로 판단한다. 왜냐하면 청정 에너지 관련 기술 및 공급망이 중국에 편중되어 있는 점에 대한 경계심 및 자체 공급망 확보에 대한 의지는 그동안 미국에서 정권을 가리지 않고 피력되어왔기 때문이다.

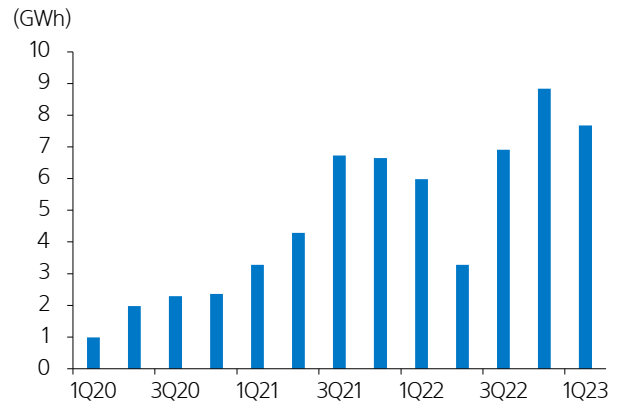
두 번째 Risk인 고객 다각화의 지연은 현재 동사에 대한 일부 시장의 우려가 해소되지 않을 가능성을 의미한다. 국내 양극재업체 간 Valuation multiple이 역사적으로 비슷한 수준을 유지해온 과정에서 2022년부터 발생한 비동조화는 동사의 업스트림 확장 비중이 낮은 점과 특정 고객사에 대한 높은 의존도 등에 기인한다. CNGR 외 국내 전구체 합작법인 설립을 결정하였기에, 업스트림 비중에 대한 우려는 다소 불식된 것으로 판단한다. 또한 향후 고객 다각화를 통해 고객사 의존도에 대한 우려도 경감될 것으로 예상된다. 다만, 당사의 예상과 다르게 고객 다각화가 지연되거나 발생하지 않을 경우, 시장에 상존한 우려가 해소되기 어렵기 때문에, 경쟁업체 대비 할인 요인이 해소되는 데 어려움을 겪을 수 있다. 후술할 동사의 하이니켈 기술력을 바탕으로 고객 다각화가 발생할 가능성이 그렇지 못할 가능성보다 훨씬 큰 것으로 판단한다.

엘앤에프: 주요 고객별 매출 추이



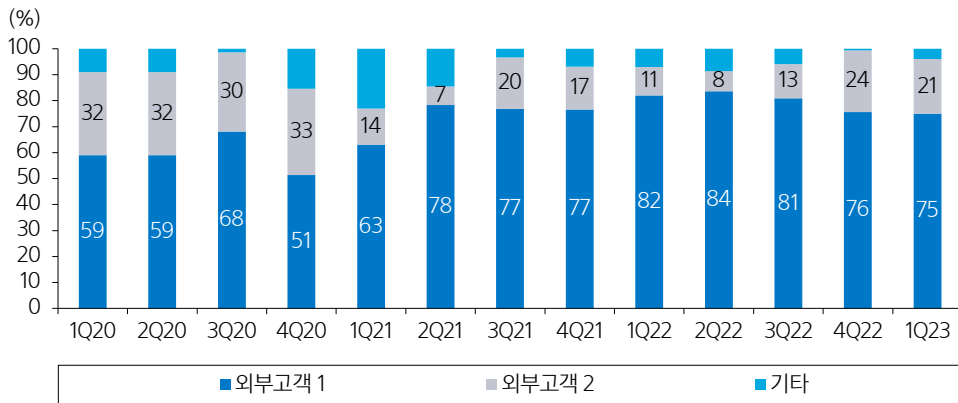
자료: 엘앤에프, 삼성증권

LG에너지솔루션: Tesla향 출하량 추이



자료: EV Volumes, 삼성증권

엘앤에프: 주요 고객별 매출 비중



자료: 엘앤에프, 삼성증권

글로벌 배터리 셀 및 소재 업체 Valuation

	통화	현재 주가	주가성과 (%)			시가총액 (십억달러)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)		
			1M	3M	Ytd		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
셀			-0.2	7.3	14.5	55.8	52.1	27.6	19.4	4.1	3.3	2.8	22.7	15.0	11.0
CATL	CNY	224.9	-2.3	1.4	2.9	137.7	34.0	18.8	15.1	7.6	5.1	4.1	23.4	14.7	11.1
BYD	HKD	264.6	4.9	28.3	37.4	104.7	45.1	29.3	21.6	6.5	5.3	4.3	19.4	12.7	9.2
Eve Energy	CNY	59.0	-13.6	-12.9	-32.9	16.8	34.6	20.0	13.9	4.8	3.4	2.8	31.5	18.1	12.2
Gotion High-tech	CNY	27.3	-3.6	-8.1	-5.2	6.8	105.9	38.9	24.7	2.4	2.1	2.0	38.5	21.0	15.2
LG에너지솔루션	KRW	558,000	-0.4	-2.6	28.1	101.3	145.9	62.8	40.5	6.8	6.2	5.3	40.9	25.8	17.1
삼성SDI	KRW	695,000	-0.7	-5.1	17.6	37.1	25.5	23.2	19.1	2.9	2.5	2.2	15.2	13.5	11.0
SK이노베이션	KRW	181,700	0.6	13.0	18.0	13.0	7.0	15.3	9.0	0.8	0.8	0.7	4.9	8.1	6.9
Panasonic	JPY	1,669	13.2	44.4	50.2	28.9	18.8	12.5	11.0	1.2	1.0	1.0	7.6	5.6	5.2
양극재/음극재			6.6	15.0	98.9	7.9	47.6	79.2	37.4	7.0	7.8	6.4	30.8	33.5	20.1
포스코퓨처엠	KRW	374,000	15.6	46.7	107.8	22.5	143.3	108.5	66.5	11.3	10.6	9.2	88.2	64.8	39.4
에코프로비엠	KRW	261,500	10.6	22.5	183.9	19.8	88.9	67.7	48.7	19.8	14.7	11.4	55.5	38.5	27.7
에코프로	KRW	762,000	34.4	68.2	639.8	15.7	61.7	52.8	39.9	13.1	11.7	9.3	27.6	16.5	12.3
엘앤에프	KRW	246,000	-2.0	2.7	41.8	6.9	30.0	33.9	19.0	7.3	5.7	4.3	27.4	23.9	14.8
코스모신소재	KRW	208,000	17.2	67.1	301.5	4.9	n/a	314.2	141.2	n/a	23.5	20.2	n/a	119.9	63.0
대주전자재료	KRW	99,900	13.5	12.1	40.7	1.2	132.2	291.4	65.7	11.5	12.5	10.5	71.1	65.3	29.7
China Baoan Group	CNY	12.1	7.2	2.3	0.1	4.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Ningbo Shanshan	CNY	14.6	-6.7	-15.7	-20.0	4.6	10.7	10.1	8.2	1.4	1.3	1.1	7.5	6.9	5.8
Beijing Easpring	CNY	49.0	-8.7	-14.4	-13.0	3.5	11.8	11.0	9.3	2.2	1.8	1.6	9.8	6.9	5.4
Sumitomo Metal	JPY	4,739	7.6	-2.7	1.5	9.7	8.2	16.2	11.5	0.8	0.8	0.8	7.9	12.3	10.1
Tokai Carbon	JPY	1,271	2.5	5.5	18.4	2.0	11.9	10.5	9.0	1.1	0.9	0.9	6.5	5.8	4.5
Nippon Carbon	JPY	4,495	2.4	13.9	6.9	0.4	14.2	20.7	16.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Umicore S.A	EUR	26.2	-7.4	-12.9	-23.7	7.1	11.2	13.4	13.9	1.8	1.7	1.6	6.7	7.6	8.0
전해액/전해질			-0.8	0.8	5.8	4.0	19.0	27.4	16.3	4.4	3.9	3.2	12.8	16.5	10.4
솔브레인	KRW	232,500	-0.4	10.7	6.7	1.4	10.5	11.5	10.4	2.3	2.0	1.7	6.0	6.3	5.1
천보	KRW	193,900	3.9	-15.1	-11.2	1.5	35.9	59.1	24.1	5.6	4.9	4.1	23.7	30.0	14.3
후성	KRW	13,240	-0.8	3.4	23.7	1.0	14.5	n/a	n/a	3.7	n/a	n/a	8.4	n/a	n/a
Shenzhen Capchem	CNY	50.8	3.5	6.2	16.9	5.3	20.8	23.8	18.1	4.5	4.0	3.4	15.9	18.5	13.4
Guangzhou Tinci	CNY	40.6	-10.1	-1.2	-7.4	10.9	13.6	15.1	12.5	6.1	4.7	3.6	9.9	11.5	9.0
분리막			6.4	11.2	15.8	4.9	21.4	44.2	19.6	2.0	1.6	1.5	18.9	13.8	10.1
SK IET	KRW	95,100	9.7	47.7	79.4	5.3	n/a	222.9	54.4	3.1	3.1	2.9	61.3	35.6	20.1
WCP	KRW	71,600	43.9	65.0	77.4	1.9	35.3	38.0	32.7	4.5	2.4	2.2	25.7	20.0	16.6
Yunnan Energy	CNY	20.1	-2.7	-18.5	-6.2	4.7	10.1	9.5	7.9	2.0	1.7	1.4	7.9	6.6	5.0
Shenzhen Senior	CNY	16.6	-4.4	-15.7	-22.0	3.0	27.4	18.6	13.3	2.5	2.2	1.9	16.7	12.4	9.7
Gangzhou Mingzhu	CNY	4	-0.4	-2.0	-3.0	1.0	20.3	20.8	17.9	1.4	1.4	1.3	13.7	11.2	9.7
Ashai Kasei	JPY	981	1.6	8.3	4.2	9.7	18.9	13.1	10.7	0.8	0.8	0.7	7.3	6.6	5.8
Toray Industries	JPY	776	2.5	4.7	5.3	8.9	16.4	14.6	11.9	0.8	0.8	0.8	8.8	8.1	7.1
Sumitomo Chemical	JPY	433	1.1	0.0	-8.7	5.1	n/a	16.5	7.6	0.6	0.6	0.6	9.5	9.8	7.1
동박			2.9	-4.9	14.3	1.9	22.6	154.2	24.8	1.8	1.8	1.7	13.1	22.4	12.5
일진머티리얼즈	KRW	57,500	2.1	-13.9	10.8	2.1	38.2	50.9	24.3	1.9	1.7	1.6	18.4	20.6	15.1
SKC	KRW	106,200	10.5	-1.8	20.0	3.1	18.2	398.3	22.7	1.8	2.1	2.0	11.6	21.0	11.6
솔루스첨단소재	KRW	37,600	-3.0	-11.5	25.3	1.0	n/a	n/a	42.5	2.9	2.9	2.5	n/a	40.5	16.5
Furukawa	JPY	2,501	2.1	7.5	1.1	1.2	11.4	13.3	9.6	0.6	0.6	0.6	9.3	7.8	6.9

참고: Bloomberg 컨센서스, 6월 21일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

엘앤에프: 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,316	1,260	1,240	1,145	1,292	1,273	1,184
매출액	554	863	1,243	1,228	1,363	1,566	1,575	1,518	971	3,887	6,022	8,127
성장률 (% q-q)	45.6	55.9	44.0	-1.1	10.9	14.9	0.6	-3.6				
성장률 (% y-y)	283.1	320.0	416.2	223.2	146.2	81.5	26.8	23.6	172.6	300.4	54.9	35.0
EBITDA	59	69	107	62	50	65	94	76	65	297	285	538
성장률 (% q-q)	74.9	15.9	55.8	-41.8	-19.4	29.0	45.4	-19.1				
성장률 (% y-y)	7,658.2	571.0	441.2	83.7	-15.3	-5.8	-12.1	22.3	323.5	359.6	-4.1	88.4
영업이익	53	61	99	53	40	53	83	65	44	266	241	478
성장률 (% q-q)	87.8	15.6	60.8	-46.0	-24.2	31.3	56.1	-21.4				
성장률 (% y-y)	RB	967.2	629.7	88.6	-23.8	-13.5	-16.1	22.1	2,910.3	501.8	-9.4	98.2
세전이익	100	84	118	38	-23	50	80	123	-126	341	230	512
성장률 (% q-q)	RB	-15.4	40.5	-67.6	BR	RB	59.2	53.8				
성장률 (% y-y)	RB	RB	RB	RB	BR	-40.3	-32.4	221.0	RR	RB	-32.3	122.2
순이익	71	66	91	43	-16	39	62	95	-112	271	180	395
성장률 (% q-q)	RB	-8.0	38.4	-52.1	BR	RB	59.2	53.8				
성장률 (% y-y)	RB	RB	RB	RB	BR	-40.7	-31.8	119.0	RR	RB	-33.7	120.0
지배주주순이익	71	64	91	44	-15	37	58	89	-113	270	169	372
이익률 (%)												
EBITDA	10.7	8.0	8.6	5.1	3.7	4.1	6.0	5.0	6.7	7.7	4.7	6.6
영업이익	9.6	7.1	7.9	4.3	3.0	3.4	5.3	4.3	4.6	6.9	4.0	5.9
세전이익	18.0	9.8	9.5	3.1	-1.7	3.2	5.1	8.1	-12.9	8.8	3.8	6.3
순이익	12.9	7.6	7.3	3.5	-1.2	2.5	3.9	6.3	-11.6	7.0	3.0	4.9

자료: 삼성증권 추정

투자포인트

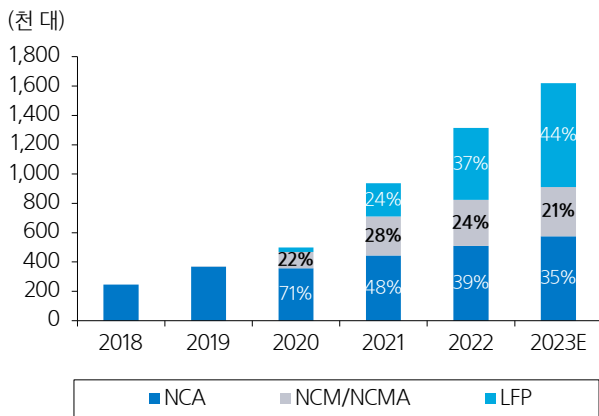
글로벌 선도 전기차업체의 핵심 파트너

투자포인트 (1), 글로벌 선도 전기차업체의 핵심 공급업체

엘앤에프가 글로벌 양극재 산업 내에서 가지는 가장 큰 강점은 전기차 시장 내 글로벌 선도업체에 대한 축적된 공급 경험이라고 판단한다. 왜냐하면 중장기적으로 전기차 시장에서 필요로 하는 배터리 특성에 대한 이해도가 증진될 뿐만 아니라 차세대 양극재 연구개발에 있어서도 경쟁사 대비 우위적인 입지를 구축할 수 있기 때문이다.

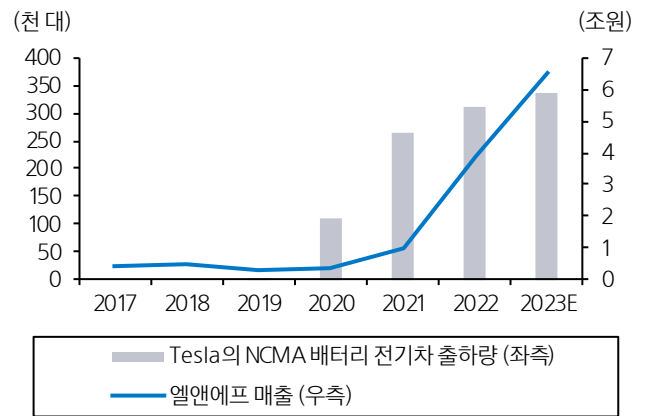
현재 동사의 매출은 니켈 비중 90% 이상인 NCMA 양극재와 니켈 비중 50~70%의 NCM 양극재로 구성 되어있다. NCMA 양극재는 소위 하이니켈 양극재라고 분류되는 제품이며, 높은 에너지밀도를 바탕으로 전기차 시장 내에서도 프리미엄 세그먼트에서 사용된다. 동사의 NCMA 양극재는 현재 LG에너지솔루션의 원통형 배터리에 공급되고 있으며, 이는 글로벌 선도 전기차업체인 Tesla에 탑재되고 있다.

Tesla: 배터리 종류별 출하량 추이



자료: EV Volumes, 삼성증권

Tesla의 삼원계 배터리 출하량 및 엘앤에프 매출 추이



참고: 2023년 Tesla 출하량은 1~4월 누적 출하량의 연용화
2023년 엘앤에프 매출은 컨센서스 기준

자료: EV Volumes, 삼성증권

Tesla는 2020년부터 본격적으로 중국 공장을 가동하였으며, 이에 대한 배터리 공급은 LG에너지솔루션과 CATL이 양분하게 되었다. 이전까진 미국 공장에서 NCA 양극재 기반 Panasonic 배터리를 공급받았다. 중국 공장 가동으로 LG에너지솔루션으로부터 NCMA 양극재 기반 배터리를 조달받기 시작하였으며, 이후 CATL로부터 LFP 양극재 기반의 배터리를 공급받기 시작하였다.

Tesla의 중국 공장 출하량 고성장에 힘입어 NCMA 양극재 수요도 크게 증가하였으며, NCMA 핵심 공급업체인 동사의 매출 고성장세도 이와 궤를 같이한다. EV Volumes에 따르면, Tesla의 차량 판매대수에서 NCMA 배터리 탑재 차량 비중은 2019년 0%에서 2022년 24%(31.3만대)까지 빠르게 확대된 것으로 추산된다. 동 기간 엘앤에프의 매출액은 2019년 3,130억원에서 2022년 3조 8,870억원까지 12.4배 성장하였다. 2019년 대비 2022년 원자재 가격 상승에 따른 평균 판매단가(양극재 수출단가 기준)가 62% 상승한 점을 감안하더라도, 판매량 성장을 통해 6.9배의 성장을 시현했음을 알 수 있다.

엘앤에프: 하이니켈 양극재 개발 및 양산 추이

연도	내용
2007	니켈비중 50% NCM 양극재 세계 최초 양산
2013	니켈비중 70% NCM 양극재 세계 최초 양산
2020	니켈비중 90% NCMA 양극재 세계 최초 양산
2022	니켈비중 92% NCMA 양극재 세계 최초 양산
2024E	니켈비중 95% NCMA 양극재 및 단결정 양극재 양산 예정

자료: 엘앤에프, 삼성증권

엘앤에프: Tesla 직납 공급계약 내역

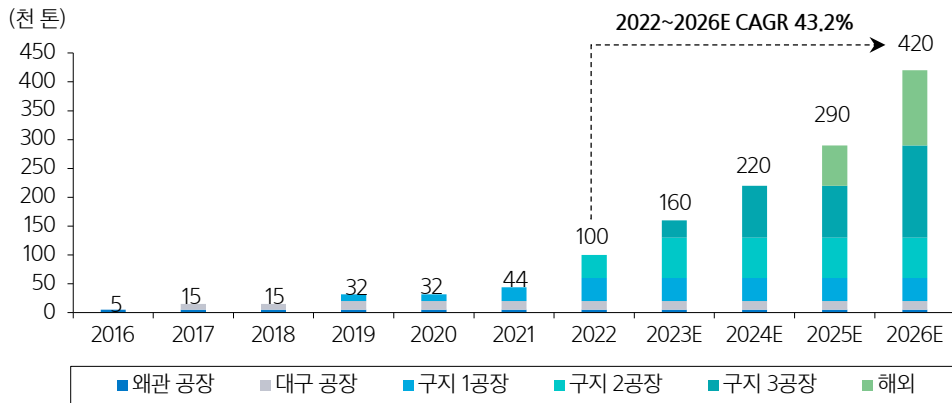
항목	내용
계약 체결일	2023년 2월 28일
계약 기간	2024년 1월 1일 ~ 2025년 12월 31일 (2년)
계약 금액 (십억원)	3,835
계약 금액 (백만달러)	2,911
추정 계약물량 (톤)	65,373 (4Q22 및 1Q23 평균 수출단가 44,527달러/톤으로 환산)
추정 계약물량 (GWh)	44 (1.5kg/kWh으로 환산)
계약 상대방	Tesla
판매/공급 지역	미국 및 기타

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

지난 3년간 LG에너지솔루션을 통한 Tesla향 공급과정에서 동사의 제품 개발 및 양산속도가 보다 가팔라지고 있는 것으로 판단한다. 2020년 니켈비중 90%의 NCMA 양극재를 세계 최초 양산하기 시작했을 뿐만 아니라 2022년 니켈비중 92%의 NCMA 양극재 또한 세계 최초 양산을 개시하였다. 또한 내년부터는 니켈비중 95%의 NCMA 양극재 생산을 앞두고 있다. 이는 글로벌 선도 전기차업체향 공급과정에서 에너지밀도 개선을 위한 소재 혁신속도가 경쟁업체 대비 가팔라지고 있음을 시사한다.

소재 혁신의 가속화에 힘입어 동사는 Tesla향 직납 공급계약까지 체결하였다. 즉, LG에너지솔루션을 통해 공급하는 물량과 별개로 Tesla의 배터리 자체 생산을 위한 양극재 공급계약을 지난 2월 28일 체결한 바 있다. 공급계약은 약 2년간 6.5만 톤(44GWh) 수준으로 추정되며, 금액 기준으로는 약 3.8조원에 달한다. 여타 업체 대비 공급계약 기간이 짧은 것은 차세대 소재의 개발 및 양산 주기가 단축된 점에 기인하며, 동사가 2024년 완공할 구지 3공장에서 향후 직납 물량 생산이 지속될 것으로 판단한다.

엘앤에프: 생산능력 전망



참고: 연말 기준
자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

엘앤에프: 중기 생산능력 가이드런스

	생산능력 (톤)	생산제품	상업가동 시점	Capex (십억원)
왜관 공장	5,000	NCM523, LCO	2005	
대구 공장	15,000	Nickel 50~70% NCM	2017	
구지 1공장	40,000	NCM, High-Nickel NCMA	2019	155
구지 2공장	70,000	NCM, High-Nickel NCMA	2022	347
구지 3공장	90,000	NCM, High-Nickel NCMA	2024	531
추가 증설		Next generation NCMA		
중기 목표	400,000+α	LCO, LMO, NCM, NCMA		

자료: 엘앤에프, 삼성증권

Tesla의 공격적인 생산능력 확장 계획은 자연스럽게 동사의 중기적인 외형 확대로 귀결될 전망이다. 현재 Tesla가 조달받고 있는 삼원계(NCA, NCM, NCMA) 배터리는 Panasonic 및 LG에너지솔루션이 제조하고 있는 반면, LFP 배터리는 CATL 및 BYD가 제조하고 있다. 북미 IRA 정책 시행에 따른 역내 공급망 확장 과정에서 Tesla는 자체 배터리 생산뿐만 아니라 LG에너지솔루션 및 Panasonic의 적극적인 생산능력 확보를 요청하고 있다. 한편, Panasonic에 대한 양극재 공급은 Sumitomo Metal Mining이 담당하고 있는데, 일본 소재업체들의 증설 속도가 다소 더딘 상황이다. 한편 동사는 LG에너지솔루션 뿐만 아니라 Tesla향 직납도 계획하고 있기에 향후 Panasonic의 미국 증설에 필요한 양극재 공급도 가능성이 있을 것으로 전망한다. 해당 공급계약 가능성을 배제하더라도 LG에너지솔루션 및 Tesla의 원통형 배터리에 대한 공급 레퍼런스에 힘입어 동사는 향후 여타 배터리업체들이 발주하는 데 있어 충분히 매력적인 선택지로 간주될 것이다.

엘앤에프의 향후 4년간 생산능력은 연 평균 43%의 고성장세를 시현할 전망이다. 2022년 10만 톤에 불과했던 생산능력은 구지 3공장 및 국내외 추가투자에 힘입어 2026년 42만 톤까지 확대될 것으로 추정된다. 특히 현재까지 확정된 투자는 차세대 NCMA 양극재에 집중되어 있어, 기존 고객처 외 신규 고객군도 차세대 소재에 대한 관심 증감 및 발주 요구로 귀결될 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 2026년 42만 톤의 생산능력 전망치도 추가적으로 상향 조정될 가능성도 상존해 있다고 판단한다.

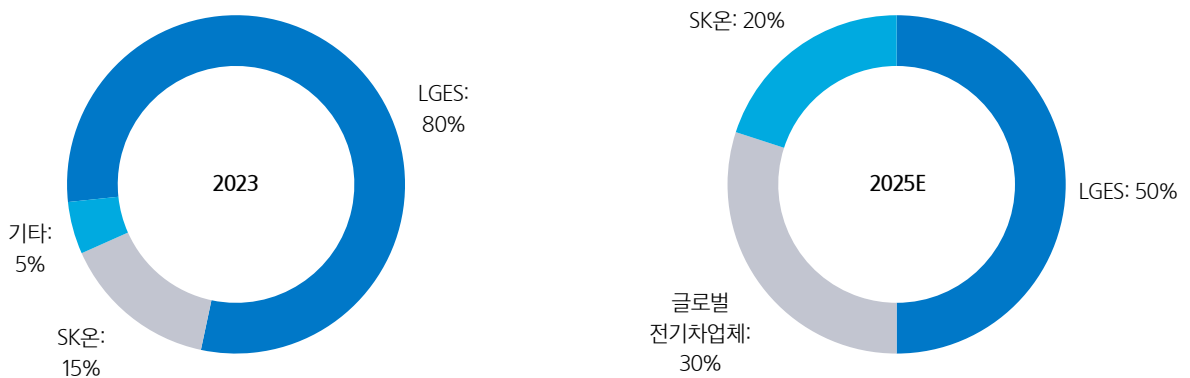
투자포인트 (2), 고객 및 제품 다각화 본격화 전망

주식시장에서 인식해왔던 경쟁사 대비 동사의 밸류에이션 할인 요인은 특정 제품 및 고객사에 대한 의존도와 상대적으로 낮은 업스트림 내재화 등이 있다. 업스트림 내재화의 경우, 미국 IRA 법안 내 전기차 구매 보조금 수령에 있어 배터리 소재뿐만 아니라 광물까지 우호국가 내에서 조달하길 요구했기 때문에 과거 대비 중요도가 높아졌다고 볼 수 있다. 한편 특정 제품 및 고객사에 대한 의존도는 전기차시장 초기 국면에서 상위 업체항 공급이 증가할 경우 불가피하게 상승할 수밖에 없다. 특히 의존도가 높은 고객사가 전기차 시장 공략에 있어 우위적인 지위를 확보했을 경우, 해당 고객에 대한 높은 의존도가 단점으로 해석되기에 무리가 있다고 판단한다.

그럼에도 불구하고 다각화가 갖는 강점은 분명하다. 전기차에 대한 수요 고성장 시기가 일단락된 이후, 업체별 판매량 차별화가 이뤄질 경우 동사의 매출 성장에 있어 불확실성을 경감시켜 주기 때문이다. 이는 고객 다각화뿐만 아니라 제품 다각화가 이뤄질 경우, 보다 불확실성 감소 및 동사의 성장 가시성이 증가한다고 볼 수 있다.

우선, 고객 다각화는 글로벌 전기차업체에 대한 직납 및 여타 배터리업체항 공급 증가를 통해 실현될 전망이다. 수주 공시를 통해 밝힌 바와 같이 2024년부터 Tesla의 자체 배터리 생산에 대한 양극재 공급이 시작될 전망이며, 이에 따라 현재 80%에 육박하는 LG에너지솔루션에 대한 매출 비중은 2025년 50%까지 감소할 전망이다. 또한 Tesla 외 다른 완성차업체도 동사의 하이니켈 NCMA 양극재 채택을 추진 중에 있기에 해당 물량에 대한 공급이 시작될 경우 고객 포트폴리오는 보다 다각화될 전망이다.

엘앤에프: 고객사별 매출 현황



자료: 엘앤에프, 삼성증권

엘앤에프의 다각화는 고객 포트폴리오뿐만 아니라 제품 포트폴리오에서도 나타날 전망이다. 현재 주력 제품인 니켈 비중 90% 이상의 NCMA 양극재는 높은 에너지밀도를 기반으로 전기차 시장 내 프리미엄 세그먼트에서 사용되고 있다. 한편 전기차 시장의 엔트리 모델 라인업이 확대되면서, 동사도 신규 제품 출시를 준비하고 있다. 대표적으로 고전압 배터리용 양극재와 LFP 양극재의 출시를 앞두고 있다.

고전압 배터리용 양극재의 경우, 동사는 니켈 비중 60% 내외의 NCMA(또는 NCM) 양극재 출시를 준비하고 있으며 2025년 양산을 목표로 하고 있다. 배터리에 있어 고전압 구동은 기존 셀 구조 변화 없이도 고용량을 구현할 수 있는 장점이 있지만, 전극 표면에서의 극심한 부반응과 전극 활물질의 구조 붕괴 등 단점이 있어 상용화가 어려웠다. 한편 양극화물질의 결정구조가 다결정에서 단결정 방식으로 바뀌는 과정에서 고전압 구동이 가능해짐에 따라 니켈 비중을 높이지 않으면서도 에너지 밀도를 개선시킬 수 있는 고전압 양극재의 상용화가 가능해질 전망이다.

LFP 양극재의 경우, 현재 동사의 최대 고객사인 LG에너지솔루션이 전기차용 LFP 배터리 연구개발을 진행 중에 있을 뿐만 아니라 동사 양극재가 주로 탑재되는 Tesla에서도 LFP 배터리 채용을 확대 중에 있다. 이에 따라 동사도 LFP 양극재 시장 진출을 준비하고 있으며 2025년 양산을 목표로 준비 중에 있다.

엘앤에프: 연구개발 실적

성과 (목표)	개발기술명	연구개발 완료 여부
신제품 개발	고출력 NCM	개발 완료 (2014년 8월)
신제품 개발	고용량 NCM I	개발 완료 (2012년 10월)
신제품 개발	고용량 NCM II	개발 완료 (2013년 4월)
신제품 개발	고용량 NCM III	개발 완료 (2013년 12월)
신제품 개발	고밀도 LCO I	개발 완료 (2011년 10월)
신제품 개발	고출력 LMO I	개발 완료 (2012년 10월)
신제품 개발	고용량 NCM IV	개발 완료 (2012년 10월)
신제품 개발	고밀도 LCO II	개발 완료 (2011년 7월)
신제품 개발	이종 양극 소재 간 이중층 형성 기술 개발	개발 완료 (2013년 12월)
신제품 개발	급속충전 리튬이차전지용 나노급 3차원구조 산화물계 양극재 개발	개발 완료 (2013년 3월)
신제품 개발	16KW급 차세대 리튬이온 전력시스템 개발	개발 완료 (2013년 4월)
신제품 개발	전기자동차용 고에너지 30Wh/US\$ 리튬이차전지 양극소재 개발	개발 완료 (2019년 3월)
신제품 개발	High BET를 기반으로 한 xEV 양극재 개발	개발 완료 (2021년 9월)
신제품 개발	전고체전지용 6 mAh/cm ² 이상급 고성능 양극 전극 제조기술 개발	진행 중
신제품 개발	고용량 구현이 가능한 전기차용 고에너지밀도 리튬이온전지 기술 개발	진행 중
Recycling 기술개발	리튬이차전지 제조 공정 폐액으로부터 리튬화합물의 회수 및 고순도화 기술개발	개발 완료 (2021년 12월)
Recycling 기술개발	Black Powder로부터 금속추출 공정이 없는 단순화된 전구체 제조공정 기술개발	개발 완료 (2022년 12월)
신제품 개발	고 안전성 단결정 소재개발	진행 중
신제품 개발	Co 저감형 NCM 개발	진행 중
신제품 개발	Co-free 소재개발	진행 중
신제품 개발	LFP, LFMP 양극소재 개발	진행 중
신제품 개발	Sodium 배터리 양극소재 개발	진행 중
신제품 개발	Li & Mn-Rich 양극소재 개발	진행 중
신제품 개발	고전압용 NCM 양극소재 개발	진행 중
신제품 개발	Ni 90% 이상 단결정 양극소재 개발	진행 중
전구체 기반기술 개발	고전압 특화 NCM 전구체 개발	진행 중
전구체 기반기술 개발	단결정 특화 전구체 개발	진행 중
전구체 기반기술 개발	High Ni 특화 전구체 개발	진행 중
원재료 기술개발	Battery grade 원재료 제조 공정기술개발	진행 중

자료: 엘앤에프, 삼성증권

Appendix

Company overview

기업 개요

엘앤에프는 2000년 7월 LCD용 BLU(Back Light Unit)를 제조 및 판매하는 목적으로 창업하였으며, 2005년 8월 엘앤에프신소재라는 자회사를 설립하여 리튬이온 이차전지용 양극활물질(양극재) 사업을 개시하였다. 2016년 2월 엘앤에프와 엘앤에프신소재의 합병을 통해서 주력사업인 양극활물질 사업분야로 전략 및 자원의 재배치가 완료되어, 2차전지 소재업체로 사업모델 전환을 완료하였다.

흔히 양극재라 불리는 동사의 주요 제품은 양극의 구성요소 중 하나이다. 양극은 양극기판(알루미늄박)에 활물질, 도전재 및 바인더가 섞인 합제가 도포되어 구성된다. 이 중 활물질이 동사의 주요 제품이며, 배터리의 용량 및 전압을 결정한다. 도전재는 전도성을 높이기 위해 투입되는 물질이며, 바인더는 양극기판에 활물질 및 도전재가 잘 정착할 수 있도록 도와주는 일종의 접착 역할을 수행한다.

양극활물질은 리튬과 니켈, 코발트 및 망간과 같은 금속의 화합물인 전구체(Precursor)의 결합으로 제조된다. 동사의 경우, 전구체의 원재료인 금속과 리튬을 고객사로부터 유상사급 형태로 조달받는 비중이 약 70~75%이며, 나머지 비중은 동사가 직접 조달한다. 또한 전구체 제조에 있어서 동사의 자회사(제이에이치화학공업)로부터 일부 조달하긴 하지만 비중은 크지 않다. 중국 CNGR 및 Huayu Cobalt라는 업체 등으로부터 전구체를 조달 중에 있으며, 이는 주로 NCMA 양극재용으로 사용되고 있다. 한편 동사는 기존 밸류체인에 있어 전구체 및 리튬 정제에 있어 내재화 비중이 미미했지만, 향후 지정학적 리스크를 감안하여 내재화 비중을 점차 확대할 전망이다. 단적으로 최근 LS와 전구체 합작법인을 설립하기로 한 것이 그 예라고 볼 수 있다.

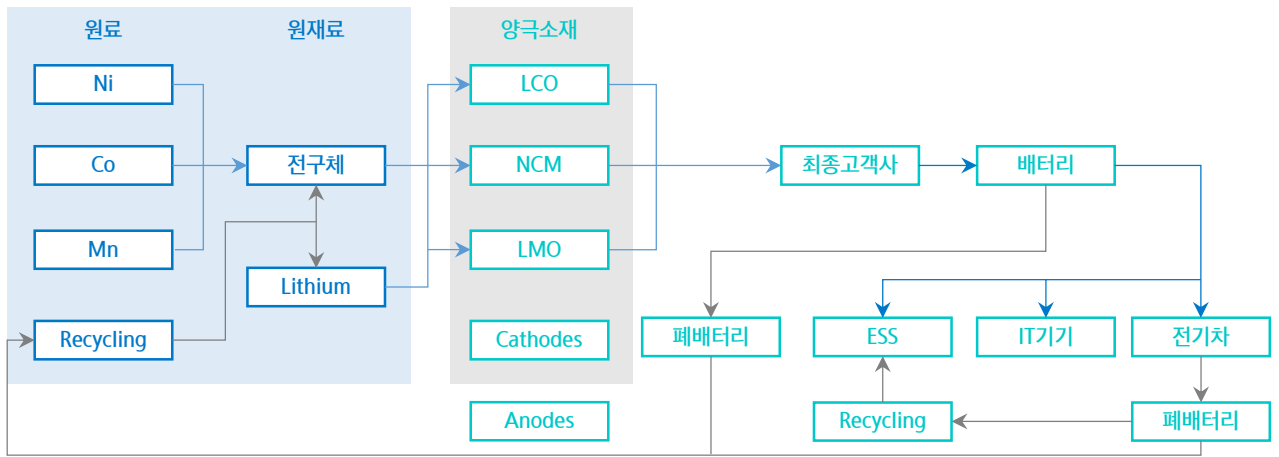
생산설비는 2019년 이전까진 총 2만 톤(왜관공장 0.5만 톤 및 대구공장 1.5만 톤)을 보유하고 있었으며, 주로 IT기기 및 전동공구용 배터리 양극재 생산에 집중하였다. 전기차 시장 개화와 함께 대구국가산업단지(대구광역시 달성군 구지면 소재)에 대형화된 생산능력 신설이 진행되며, 엘앤에프의 외형 고성장을 견인하고 있다. 구지 1공장은 총 4만 톤으로 2019년 준공되었으며, 구지 2공장은 7만 톤으로 2022년 준공 후 가동되기 시작하였다. 현재 구지 3공장을 건설하고 있으며, 해당 공장은 2023년 하반기 일부 라인부터 준공되어 2024년 완전한 상업생산에 진입할 계획이다. 특히 구지 1~3공장은 기존 공장에서 생산하던 미드니켈 NCM 또는 LCO 양극재가 아니라 하이니켈 NCMA 양극재를 생산하고 있기에, 프리미엄 세그먼트의 전기차용 배터리 양극재로 간주할 수 있다.

엘앤에프: 연혁

날짜	내용
2000년 7월	엘앤에프(LCD용 BLU 제조 사업) 설립
2003년 1월	코스닥 상장
2004년 11월	중국 자회사 설립
2005년 8월	엘앤에프신소재 설립 (2차전지 양극재 사업)
2011년 1월	제이에이치화학공업 설립
2016년 2월	엘앤에프 및 엘앤에프신소재 합병
2019년 7월	구지 1공장(생산능력 4만 톤) 준공
2022년 4월	구지 2공장(생산능력 7만 톤) 준공
2023년 7월	구지 3공장(생산능력 9만 톤) 일부 라인 준공 계획

자료: 엘앤에프, 삼성증권

엘앤에프: 공급망 현황



자료: 엘앤에프, 삼성증권

엘앤에프: 생산능력 증기 목표

구분	기존		+	구지 1공장	구지 2공장	구지 3공장	+	추가 증설	=	중기 목표
	왜관	대구								
CAPA	5,000톤/연	15,000톤/연		40,000톤/연	70,000톤/연	90,000톤/연		α		400,000톤/연 + α
생산 제품	NCM523, LCO	Nickel 50~70% NCM		NCM, High-Nickel NCMA	NCM, High-Nickel NCMA	NCM, High-Nickel NCMA		차세대 NCMA		LCO, LMO, NCM High-Nickel NCM
완공 예정	-	-		가동 중	가동 중	'24년 상반기		-		-
CAPEX	-	-		1,548억	3,471억	5,308억		-		-

자료: 엘앤에프, 삼성증권

엘앤에프: 글로벌 원재료 조달 및 판매 네트워크



참고: 주황색 선은 원재료 조달처를, 하늘색 선은 고객처를 의미
자료: 엘앤에프, 삼성증권

업스트림 확장 전략, 국내 전구체 합작법인 설립

2022년 발표된 미국 IRA 법안 이후 전기차 구매 보조금 수렁에 있어 북미 및 미국 FTA 체결국 내 배터리 공급망 확보해야할 필요성이 증대되고 있다. 특히 배터리 소재 관련하여 중국에 대한 의존도가 압도적으로 컸던 만큼, 중국 외 지역에서의 공급망 확보 또는 원소재 밸류체인 통합 여부에 대한 이해관계자들의 관심 또한 커지고 있다.

엘앤에프는 2011년 전구체 자회사(제이에이치화학공업)를 설립하여 전구체를 조달하고 있지만, 해당 회사의 2021년 및 2022년 매출액은 각각 407억원 및 461억원 수준에 불과하다. 동 기간 엘앤에프의 원재료비가 7,810억원 및 3조 3,330억원에 달했던 점을 감안하면, 원재료 내재화 비중은 미미한 수준이란 것을 알 수 있다.

현재 자회사 외 전구체를 조달받고 있는 곳은 중국 업체인 CNGR 및 Huayu Cobalt 등이 있다. 한편 그 중에서 비중이 큰 곳은 중국의 CNGR로 파악된다. 2021년 엘앤에프는 CNGR과 전략적 사업 협력을 위한 MOU를 체결한 바 있으며, 그 시점 전후로 하여 CNGR로부터 전구체를 조달받아 NCMA 양극재 생산량을 크게 확대하였다. 앞서 살펴본 미국의 배터리 공급망 재편 요구로 인해 소싱 다변화 또는 내재화에 대한 필요성이 커졌고, 이는 2023년 6월 발표한 국내 전구체 합작법인 설립으로 이어졌다.

엘앤에프는 LS와 전구체 국내 합작법인 설립을 합의하였고, 1조원 이상의 투자비를 집행하여 향후 전구체 생산능력을 12만 톤까지 신설할 계획이다. 1~2차 신설 물량은 약 4만 톤으로 추산되며, 2025~26년에 상업가동 될 전망이다. 2026년 엘앤에프의 양극재 생산능력이 40만 톤을 소폭 상회할 것으로 예상되기에, 1~2차 물량 가동 시 내재화 비중은 10%로 추산된다. 다만 12만 톤의 전구체 생산능력이 전부 완공될 경우, 전구체 내재화 비중은 약 20% 이상까지 상승할 것으로 기대된다. 이에 따라 미국 시장이 필요하는 공급망은 일정 부분 준비가 완료된 것으로 판단한다.

전구체 가격이 kg당 16달러인 점을 감안하면 1~2차 신설 물량(4만 톤) 100% 가동 시 8,000억원의 매출 창출이 가능할 전망이다. 또한 현재 합작법인이 궁극적으로 신설하고자 하는 물량(12만 톤)을 전부 가동하게 될 경우 2.4조원의 매출 창출이 가능할 것으로 예상된다. 국내 전구체 제조 업체인 예코프로 머티리얼즈의 최근 3개년 평균 영업이익률(5.4%)을 적용할 경우, 영업이익은 1~2차 물량 가동 시 약 430억원, 12만 톤 가동 시 1,300억원까지 성장 가능할 것으로 전망한다.

엘앤에프: 전구체 국내 합작법인 개요

항목	내용
법인명	(가칭) 엘에스엘앤에프 배터리솔루션
주요 사업	전구체 생산 및 판매
향후 전략	황산니켈 및 리사이클링까지 확대 계획
총 투자비 (십억원)	1,000 +
지분율 (%)	100
LS	55
엘앤에프	45
출자 금액 (십억원)	305
LS	168
엘앤에프	137
설립 목적	
LS	향후 성장이 기대되는 2차전지 소재사업 진출
엘앤에프	핵심 원재료 내재화를 통한 경쟁력 강화 및 국산화를 통한 IRA 대응
생산능력 (톤)	
1차 / 2차 합산	40,000
최종	120,000
예상 매출액 (십억원)	
1차 / 2차 합산	800
최종	2,400

자료: 각 사, 삼성증권 정리

에코프로머티리얼즈: 실적 추이

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	133	217	343	665
매출총이익	8	19	26	55
영업이익	5	12	16	39
세전이익	2	20	-23	13
순이익	2	26	-23	16
이익률 (%)				
매출총이익	6.4	8.6	7.7	8.3
영업이익	3.7	5.7	4.7	5.9
세전이익	1.3	9.3	-6.7	1.9
순이익	1.3	11.9	-6.7	2.3

자료: 에코프로머티리얼즈, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	971	3,887	6,022	8,127	10,842
매출원가	893	3,536	5,685	7,516	9,854
매출총이익	78	351	337	611	988
(매출총이익률, %)	8.0	9.0	5.6	7.5	9.1
판매 및 일반관리비	34	85	96	132	177
영업이익	44	266	241	478	811
(영업이익률, %)	4.6	6.9	4.0	5.9	7.5
영업외손익	-170	74	-11	34	13
금융수익	6	76	5	57	48
금융비용	181	26	32	45	55
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	5	24	15	21	20
세전이익	-126	341	230	512	824
법인세	-13	70	61	116	187
(법인세율, %)	10.6	20.4	26.6	22.7	22.7
계속사업이익	-112	271	169	395	636
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-112	271	169	395	636
(순이익률, %)	-11.6	7.0	2.8	4.9	5.9
지배주주순이익	-113	270	159	372	598
비지배주주순이익	1	1	10	24	38
EBITDA	65	297	285	538	890
(EBITDA 이익률, %)	6.7	7.7	4.7	6.6	8.2
EPS (지배주주)	-3,526	7,526	4,396	10,261	16,510
EPS (연결기준)	-3,500	7,555	4,675	10,912	17,558
수정 EPS (원)*	-3,526	7,526	4,396	10,261	16,510

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-138	-864	-98	190	562
당기순이익	-112	271	169	395	636
현금유출입이없는 비용 및 수익	192	79	126	207	304
유형자산 감가상각비	19	30	43	58	78
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	171	48	82	148	225
영업활동 자산부채 변동	-213	-1,199	-302	-254	-141
투자활동에서의 현금흐름	-414	-82	-420	-519	-656
유형자산 증감	-179	-287	-429	-529	-668
장단기금융자산의 증감	-196	211	-0	-0	-0
기타	-38	-5	9	11	13
재무활동에서의 현금흐름	802	795	463	521	232
차입금의 증가(감소)	443	318	479	538	249
자본금의 증가(감소)	537	-28	0	0	0
배당금	-1	0	-17	-17	-17
기타	-177	506	0	0	0
현금증감	251	-152	-55	193	138
기초현금	21	272	120	65	258
기말현금	272	120	65	258	396
Gross cash flow	80	350	295	603	940
Free cash flow	-317	-1,152	-527	-339	-106

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,071	2,303	2,868	3,575	4,302
현금 및 현금등가물	272	120	65	258	396
매출채권	268	797	1,016	1,194	1,393
재고자산	262	1,228	1,565	1,838	2,145
기타	269	158	222	286	367
비유동자산	462	721	1,107	1,577	2,166
투자자산	3	3	3	3	3
유형자산	427	710	1,096	1,567	2,157
무형자산	10	8	6	5	5
기타	22	1	1	1	1
자산총계	1,532	3,024	3,974	5,152	6,467
유동부채	398	1,288	2,081	2,625	3,316
매입채무	200	601	832	1,006	1,342
단기차입금	130	406	906	1,156	1,356
기타 유동부채	68	281	343	463	617
비유동부채	499	451	455	710	715
사채 및 장기차입금	173	412	412	662	662
기타 비유동부채	326	39	43	48	53
부채총계	897	1,739	2,537	3,335	4,031
지배주주지분	631	1,280	1,422	1,777	2,359
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	714	1,069	1,651
기타	18	25	25	25	25
비지배주주지분	4	6	16	39	77
자본총계	635	1,285	1,438	1,816	2,436
순부채	176	856	1,391	1,735	1,846

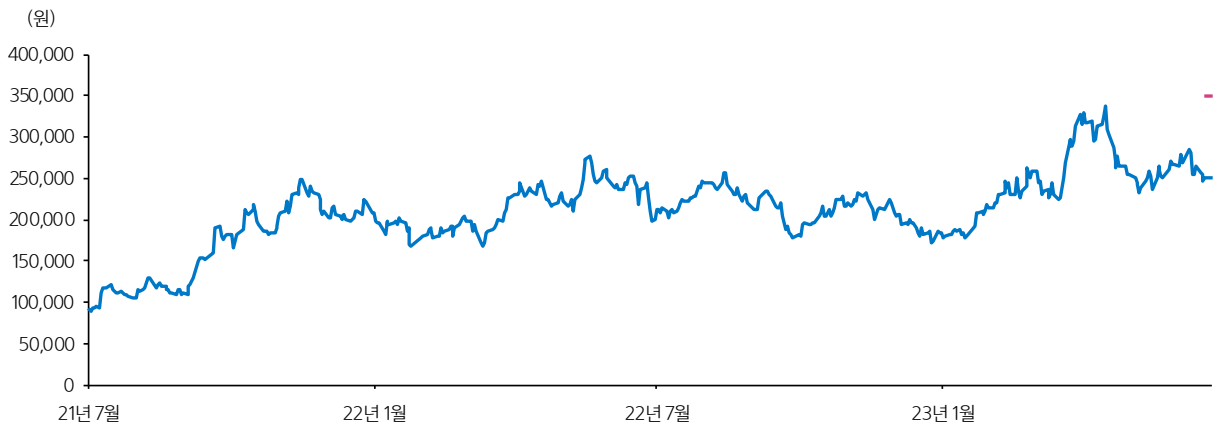
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	172.6	300.4	54.9	35.0	33.4
영업이익	2,910.3	501.8	-9.4	98.2	69.4
순이익	적지	흑전	-37.6	133.9	60.9
수정 EPS**	적지	흑전	-41.6	133.4	60.9
주당지표					
EPS (지배주주)	-3,526	7,526	4,396	10,261	16,510
EPS (연결기준)	-3,500	7,555	4,675	10,912	17,558
수정 EPS**	-3,526	7,526	4,396	10,261	16,510
BPS	19,899	38,454	42,449	53,049	70,408
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	23.1	56.0	24.0	14.9
P/B***	11.2	4.5	5.8	4.6	3.5
EV/EBITDA	122.4	23.9	36.2	19.9	12.2
비율					
ROE (%)	-27.4	28.3	11.8	23.2	28.9
ROA (%)	-11.2	11.9	4.8	8.7	11.0
ROIC (%)	7.0	14.8	7.2	11.7	16.1
배당성향 (%)	0.0	6.2	10.5	4.5	2.8
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
순부채비율 (%)	27.7	66.6	96.7	95.5	75.8
이자보상배율 (배)	3.3	12.5	7.6	10.7	14.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 6월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 6월 22일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/6/23
투자의견	BUY
TP (₩)	350000
과리율 (평균)	
과리율 (최대/최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CS&A