2023. 11. 7

엘앤에프(066970)

출하량 증가는 2024년 하반기부터

Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안회수
02 3779 8897 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	270,000 원
현재주가	187,700 원
상승여력	43.8%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (11/6)		839.45 pt
시가총액		68,037 억원
발행주식수		36,248 천주
52 주 최고가/최저가		337,000 / 129,400
90 일 일평균거래대금		1,099.66 억원
외국인 지분율		18.4%
배당수익률(23.12E)		0.3%
BPS(23.12E)		39,247 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	15.2%
	6 개월	-25.6%
	12 개월	-15.4%
주주구성	새로닉스 (외 15 인)	23.7%
	자사주 (외 1 인)	7.6%

Stock Price

3Q23 Review: 피할 수 없는 수요 둔화

3Q23 실적은 연결 매출액 1.25조원(+1.0%YoY, -8.0%QoQ), 영업이익 148억원(OPM 1.2%, -85.0%YoY, +394.4%QoQ)으로 전분기 대비 이익률이 개선되었으나 컨센서스는 30% 하회했다. 컨센서스 하회의 주된 원인은 전방 수요 둔화로 인한 출하량 감소(-7.0% QoQ)이다. NCMA, NCM532 제품 모두 판매량이 감소하였으며, ASP는 NCMA 제품은 소폭 상승, NCM532 제품은 10% 가량 하락한 것으로 파악된다. ASP 하락에 따른 재고 평가 손실로 100억원의 일회성 비용이 발생하였다. 이익률이 소폭 개선될 수 있었던 이유는 사급 의존도가 높았던 원재료 매입을 탄력적으로 조절하여 재고자산 관리를 적극적으로 진행하였기 때문이다.

출하량 증가는 2024년 하반기부터

4Q23 실적은 연결 매출액 9,560억원(-20.8%YoY, -19.6%QoQ), 영업이익 279억원(OPM 2.9%, -47.6%YoY, +88.6%QoQ)을 전망한다. 전방 수요 둔화 분위기에 따라 출하량은 -20% QoQ 감소하고, ASP는 NCMA flat, NCM523 제품 -15%QoQ 하락할 것이다. ASP 하락, 메탈가 부진으로 재고평가손실이 추가 발생하겠으나 메탈가 하락 폭이 둔화되어 3분기보다는 영향이 적을 것으로 예상한다. 출하량 회복은 2024년 하반기부터 기대된다. 증설 완료된 구지 3공장(총 8만톤)이 3Q24년부터 가동, Tesla 납품 시작이 예정되어 있다. 또한 Tesla의 4680배터리 생산이 계획대로 증가 중이며, LG에너지솔루션의 애리조나 46시리즈 투자 규모도 확대되었는데, 원통형 시장에서 하이니켈, 고용량 기반 압도적 점유율 갖춘 동사 제품 출하 확대가 기대된다. 2025년은 노스볼트, 폭스바겐으로 추정되는 유럽 신규 고객사향 납품이 시작되며, 전구체 JV 완공도 예정되어 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000원 하향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000원으로 기존 대비 22% 하향한다. 목표주가 하향의 이유는 2025년 이익 추정치 하향과, Peer Multiple 하락 때문이다. 실현 가시성고려 2025년 예상 EPS에 2025년 Peer 평균 Multiple을 34배를 적용한 것이다. 전방 수요 둔화에 따른 출하량 증가, 증설 속도 조절 가능성이 있으나 공매도 금지 조치로 주가의 하방 경직성이 확보될 수 있다. 연말, 연초 동사의 유럽 등 글로벌 OEM사 중심 고객 비중 확대 전략이 다시 한번 돋보일 것이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	971	3,887	4,943	4,880	6,296
영업이익	44	266	86	219	311
순이익	-112	271	125	252	294
EPS (원)	-3,640	8,112	3,482	6,979	8,149
증감률 (%)	적지	흑전	-57.1	100.4	16.8
PER (x)	-61.1	21.4	53.9	26.9	23.0
PBR (x)	12.5	4.9	4.8	4.1	3.5
영업이익률 (%)	4.6	6.9	1.7	4.5	4.9
EBITDA 마진 (%)	6.7	7.7	2.6	6.0	6.3
ROE (%)	-27.4	28.3	9.3	16.4	16.4

주: IFRS 연결 기준
자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q23 Reivew

(십억원)	3Q23P	2Q23	3Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,255	1,368	1,243	-8.2%	1.0%	1,315	-4.5%
영업이익	15	3	99	394.4%	-85.0%	21	-29.9%
영업이익률	1.2%	0.2%	7.9%	-6.8%p	-6.8%p	1.6%	-0.4%p
순이익	51	49	91	2.2%	-44.4%	60	-15.8%
순이익률	4.0%	3.6%	7.3%	0.4%p	-3.3%p	4.6%	-0.5%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	554	863	1,243	1,228	1,363	1,368	1,255	956	3,887	4,943	4,880
yoy	*283.1%*	*320.0%*	*416.2%*	*223.2%*	*146.2%*	*58.6%*	*1.0%*	*-22.1%*	*290.8%*	*27.2%*	*-1.3%*
qoq	*45.6%*	*55.9%*	*44.0%*	*-1.1%*	*10.9%*	*0.4%*	*-8.2%*	*-23.8%*			
영업이익	53	61	99	53	40	3	15	28	266	86	219
yoy	*-1723.2%*	*967.2%*	*629.7%*	*88.6%*	*-23.8%*	*-95.1%*	*-85.0%*	*-47.6%*	*502%*	*-67.7%*	*154.7%*
qoq	*87.8%*	*15.6%*	*60.8%*	*-46.0%*	*-24.2%*	*-92.6%*	*394.4%*	*88.6%*			
OPM(%)	*9.6%*	*7.1%*	*7.9%*	*4.3%*	*3.0%*	*0.2%*	*1.2%*	*2.9%*	*6.9%*	*1.7%*	*4.5%*
세전이익	100	84	118	38	-23	58	45	51	341	131	315
당기순이익	71	66	91	43	-16	56	51	41	271	125	252
당기순이익률	*12.9%*	*7.6%*	*7.3%*	*3.5%*	*-1.2%*	*4.1%*	*4.0%*	*4.3%*	*7.0%*	*2.5%*	*5.2%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추정 변경내역

	4Q23E			2023E			2024E		
	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	1,333	956	-28%	5,426	4,943	-9%	5,573	4,880	-12%
영업이익	41	28	-32%	130	86	-34%	270	219	-19%
영업이익률	3.1%	2.9%	-0.2%p	2.4%	1.7%	-0.7%p	4.8%	4.5%	-0.4%p

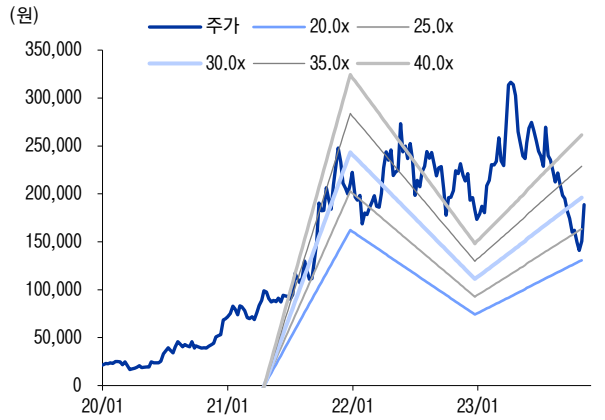
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 **목표주가 산정 (P/E Valuation)**

	엘앤에프	비고
적용 EPS(원)	8,149	실적 가시성 고려, 2025 년 예상 EPS 적용
발행주식수(천 주)	36,018	
Target P/E(배)	34	2025 Peer 평균 Multiple 적용
목표주가 (원)	270,000	
현재주가 (원, 8/3)	187,700	
Upside (%)	43.8%	

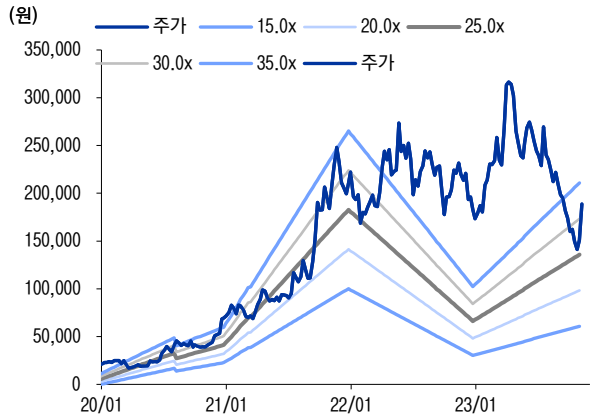
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 **엘앤에프 12M Fwd P/E Chart**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 **엘앤에프 12M Fwd EV/EBITDA Chart**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

엘앤에프(066970)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,071	2,303	2,977	3,133	3,162
현금 및 현금성자산	272	120	1,420	862	328
매출채권 및 기타채권	272	801	653	906	1,147
재고자산	262	1,228	905	1,365	1,687
기타유동자산	266	154	0	0	0
비유동자산	462	721	1,320	2,205	2,980
관계기업투자등	3	3	43	44	46
유형자산	427	710	1,241	2,121	2,891
무형자산	10	8	12	15	17
자산총계	**1,532**	**3,024**	**4,296**	**5,338**	**6,142**
유동부채	398	1,288	2,330	2,938	3,266
매입채무 및 기타재무	226	644	567	774	981
단기금융부채	166	535	1,750	2,150	2,270
기타유동부채	6	109	13	14	14
비유동부채	499	451	530	730	930
장기금융부채	494	443	530	730	930
기타비유동부채	4	8	0	0	0
부채총계	**897**	**1,739**	**2,861**	**3,668**	**4,196**
지배주주지분	631	1,280	1,422	1,656	1,932
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	705	705	705
이익잉여금	-99	572	681	915	1,191
비지배주주지분(연결)	4	6	14	14	14
자본총계	**635**	**1,285**	**1,436**	**1,670**	**1,946**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**971**	**3,887**	**4,943**	**4,880**	**6,296**
매출원가	893	3,536	4,778	4,565	5,865
매출총이익	**78**	**351**	**165**	**315**	**431**
판매비 및 관리비	34	85	79	96	120
영업이익	**44**	**266**	**86**	**219**	**311**
(EBITDA)	65	297	130	292	394
금융손익	-8	8	3	4	4
이자비용	14	21	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-162	67	42	92	53
세전계속사업이익	**-126**	**341**	**131**	**315**	**368**
계속사업법인세비용	-13	70	6	63	74
계속사업이익	-112	271	125	252	294
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-112**	**271**	**125**	**252**	**294**
지배주주	-113	270	126	252	294
총포괄이익	**-103**	**271**	**125**	**252**	**294**
매출총이익률 (%)	8.0	9.0	3.3	6.5	6.8
영업이익률 (%)	4.6	6.9	1.7	4.5	4.9
EBITDA 마진률 (%)	6.7	7.7	2.6	6.0	6.3
당기순이익률 (%)	-11.6	7.0	2.5	5.2	4.7
ROA (%)	-11.3	11.9	3.4	5.2	5.1
ROE (%)	-27.4	28.3	9.3	16.4	16.4
ROIC (%)	5.4	14.4	3.7	5.9	5.9

현금흐름표

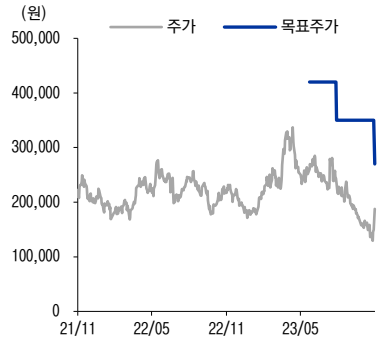
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**-138**	**-864**	**644**	**-182**	**22**
당기순이익(손실)	-112	271	125	252	294
비현금수익비용가감	192	79	58	73	83
유형자산감가상각비	19	30	41	70	80
무형자산상각비	1	1	2	3	3
기타현금수익비용	171	48	-47	0	0
영업활동 자산부채변동	-213	-1,199	588	-506	-355
매출채권 감소(증가)	-204	-572	148	-254	-241
재고자산 감소(증가)	-156	-967	323	-460	-322
매입채무 증가(감소)	164	428	-69	207	207
기타자산, 부채변동	-16	-88	187	1	1
투자활동 현금	**-414**	**-82**	**-656**	**-958**	**-858**
유형자산처분(취득)	-179	-287	-600	-950	-850
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-4	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-231	207	-80	-2	-2
기타투자활동	-1	-1	27	-1	-1
재무활동 현금	**802**	**795**	**1,303**	**582**	**302**
차입금의 증가(감소)	257	552	1,301	600	320
자본의 증가(감소)	494	248	0	-18	-18
배당금의 지급	1	0	-17	-18	-18
기타재무활동	50	-5	3	0	0
현금의 증가	**251**	**-152**	**1,299**	**-558**	**-534**
기초현금	21	272	120	1,420	862
기말현금	272	120	1,420	862	328

자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	-61.1	21.4	53.9	26.9	23.0
P/B	12.5	4.9	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	122.3	23.9	59.1	30.2	24.5
P/CF	99.0	17.8	37.3	21.0	18.0
배당수익률 (%)	n/a	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	172.6	300.4	27.2	-1.3	29.0
영업이익	2,910.3	501.8	-67.7	154.7	41.9
세전이익	적지	흑전	-61.7	141.2	16.8
당기순이익	적지	흑전	-54.1	102.3	16.8
EPS	적지	흑전	-57.1	100.4	16.8
안정성 (%)					
부채비율	141.2	135.3	199.2	219.7	215.6
유동비율	268.8	178.8	127.7	106.6	96.8
순차입금/자기자본(x)	27.7	66.6	60.0	120.9	147.6
영업이익/금융비용(x)	3.3	12.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	660	978	2,281	2,881	3,201
순차입금 (십억원)	176	856	861	2,019	2,872
주당지표 (원)					
EPS	-3,640	8,112	3,482	6,979	8,149
BPS	17,799	35,530	39,247	45,701	53,320
CFPS	2,246	9,724	5,027	8,959	10,413
DPS	n/a	500	500	500	500

엘앤에프 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.05.05		커버리지제외									
2023.05.30	신규	안회수									
2023.05.30	Buy	420,000	-32.1		-39.6						
2023.08.04	Buy	350,000	-32.1		-47.0						
2023.11.07	Buy	270,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)