

2024. 1. 16

EV/모빌리티팀

조현렬

Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

김영욱

Research Associate

younguk1.kim@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	230,000원	21.2%
현재주가	189,800원	
시가총액	6.9조원	
Shares (float)	36,247,825주 (68.2%)	
52주 최저/최고	129,400원/337,000원	
60일-평균거래대금	1,198.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
엘앤에프 (%)	1.9	-16.6	1.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.6	-13.0	-16.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	230,000	240,000	-4.2%
2023E EPS	-4,261	2,171	적전
2024E EPS	6,064	7,560	-19.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	274,167
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

엘앤에프 (066970)

4Q23 잠정 실적 - Big Bath

- 1월 15일 동사는 2023년 잠정 실적을 공시. 4Q 영업이익은 -2,804억원(-2,922억원 QoQ)으로 대폭 적자 기록했는데, 이는 재고평가손실 인식(2,503억원)에 기인.
- 2024년 실적 전망 하향으로 목표주가도 하향. 다만 원소재 가격 약세를 대부분 4Q23에 반영한 만큼 BUY 투자 의견은 유지.

WHAT'S THE STORY?

4Q23 잠정 실적, 대규모 적자 기록: 영업이익은 -2,804억원(-2,922억원QoQ; OPM -43.4%)으로 컨센서스(69억원; OPM 0.7%)을 하회. 일회성 요인으로 2023년 원소재 가격의 약세 지속에 따른 일회적 재고평가손실 인식(2,503억원)이 있었으며, 이를 제외할 경우 301억원의 영업적자(OPM -4.7%) 추정. 매출액은 6,468억원(-47%QoQ)으로 컨센서스(9,664억원/-33%)를 크게 하회했는데, 이는 원소재 가격 약세 지속에 따른 ASP 하락(-12%QoQ)과 기존 예상보다 크게 부진한 출하량 감소(-40%QoQ; 기존 예상 -20%QoQ)에 기인 추정. 전방 고객 경우, 연말 재고 조정을 위한 구매 축소뿐만 아니라 IRA FEOC 적용 이전에 LFP 양극재 중심으로 구매 극대화하여 동사의 출하량 감소세가 예상보다 컸을 것으로 추정. 또한 미 드니켈 양극재 고객사의 경우에도 전통 완성차업체의 판매 부진에 따른 구매 축소 예상.

2024년 실적 전망, 컨센서스 추가 하향 필요: 2024년 매출액 및 영업이익은 각각 5.1조원(+12%YoY) 및 2,280억원(흑자 전환YoY; OPM 4.4%) 예상. 이는 컨센서스(FnGuide) 대비 각각 12% 및 8% 낮은 수준으로, 시장 기대치 추가 하향 필요할 전망. 한편 영업이익률(+4.4%; +9.3%pYoY)의 가파른 개선은 전년 원소재 가격 하락에 따른 부정적 재고 효과 소멸에 기인. 참고로 금번 실적 발표를 통해 동사는 리튬 가격 하락 없었을 경우 2023년 4.3% 이상의 영업이익률을 기록했을 것이라고 언급.

View, 판매량 회복의 징후 확인 필요: 이익 전망치 하향에 따른 SOTP Valuation 상 12MF EBITDA 및 목표주가 하향(24만원→23만원). 이전 상장을 앞두고 4Q23 대규모 비용 반영은 2024년 수익성에 대한 부담 경감을 시사. 다만, 투자심리 본격적인 회복을 위해선 고객사의 수요, 즉 동사의 판매량 회복의 징후 필요. 이달 전방 고객사가 전기차 가격 인하를 추가 단행한 만큼 이후 판매 동향에 따라 동사의 판매량도 유추 가능할 전망. 원소재 가격 약세를 대부분 반영한 점을 감안하여 BUY 투자 의견 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	3,887	4,600	5,146	7,874
영업이익 (십억원)	266	-224	228	415
순이익 (십억원)	271	-159	227	372
EPS (adj) (원)	7,526	-4,261	6,064	9,955
EPS (adj) growth (%)	흑전	적전	흑전	64.2
EBITDA margin (%)	7.7	-3.9	5.9	6.8
ROE (%)	28.3	-12.9	18.2	24.3
P/E (adj) (배)	23.1	n/a	31.3	19.1
P/B (배)	4.5	6.2	4.8	3.8
EV/EBITDA (배)	23.9	n/a	28.4	16.6
Dividend yield (%)	0.3	0.2	0.3	0.3

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

표 1. 엘앤에프: EV/EBITDA Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업가치 (A)				
양극재	305	32.0	9,738	글로벌 양극재업체의 EBITDA 성장률 및 EV/EBITDA 상관관계*
합계	305	32.0	9,738	
자산가치 (B)			2	투자자산 장부가치에 대한 30% 할인
순차입금 (C)			1,492	2023년 말 당사 추정 기준
적정 시가총액 (D = A + B - C)			8,248	
총 주식 수 (천주)			36,240	
적정 주가 (원)			227,594	
목표주가 (원)			230,000	하향 (24.0→23.0만원)
현재 주가 (원)			189,800	1/15일 종가 기준
상승 여력 (%)			21.2	
2024 implied P/E (배)			37.9	
2025 implied P/E (배)			23.1	
2024 implied P/B (배)			6.9	
2025 implied P/B (배)			5.9	

참고: * 2022~25E 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: Bloomberg, 삼성증권 추정

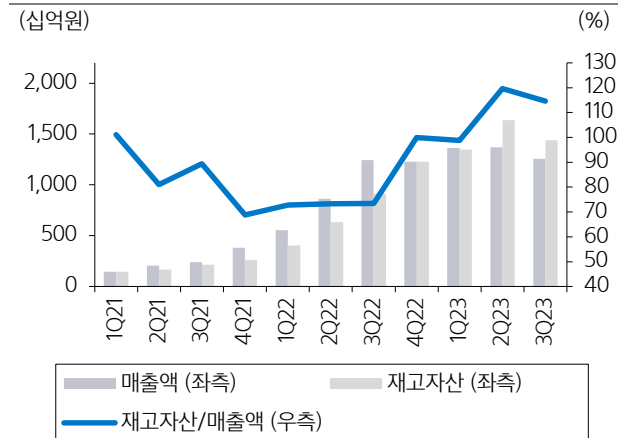
표 1. 엘앤에프: 4Q23 실적 요약

(십억원)	4Q23P	3Q23	4Q22	Consensus	Samsung	증감 (%)			
						QoQ	YoY	Consensus	Samsung
매출액	647	1,225	1,228	966.4	956	-47.2	-47.3	-33.1	-32.3
영업이익	-280	12	53	6.9	8	BR	BR	BR	BR
세전계속사업이익	-378	44	38	19.8	-15	BR	BR	BR	RR
순이익	-301	55	43	10.9	-12	BR	BR	BR	RR
지배주주순이익	-292	54	44	-4.0	-11	BR	BR	RR	RR
이익률 (%)									
영업이익	-43.4	1.0	4.3	0.7	0.8				
세전계속사업이익	-58.4	3.6	3.1	2.1	-1.5				
순이익	-46.5	4.5	3.5	1.1	-1.2				
지배주주순이익	-45.2	4.4	3.6	-0.4	-1.2				

참고: 잠정 실적은 매출액, 영업이익 및 세전이익만 발표. 즉, 순이익/지배주주순이익은 영업이익 발표치에 근거한 당사 추정

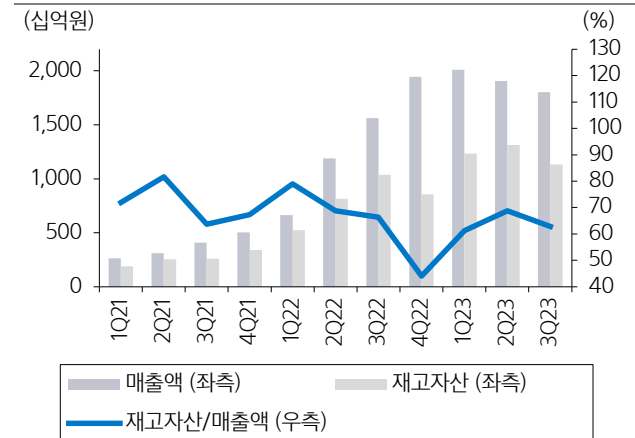
자료: 엘앤에프, FnGuide, 삼성증권 추정

그림 1. 엘앤에프: 분기 매출액 및 재고자산 추이



자료: FnGuide, 삼성증권

그림 2. 에코프로비엠: 분기 매출액 및 재고자산 추이



자료: FnGuide, 삼성증권

표 2. 엘앤에프: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
원/달러 (평균)	1,277	1,315	1,312	1,321	1,290	1,280	1,260	1,250	1,145	1,292	1,306	1,270
매출액	1,363	1,366	1,225	647	786	1,046	1,548	1,766	971	3,887	4,600	5,146
성장률 (% q-q)	10.9	0.2	-10.3	-47.2	21.6	33.0	48.0	14.0				
성장률 (% y-y)	146.2	58.3	-1.4	-47.3	-42.3	-23.4	26.4	173.0	172.6	300.4	18.3	11.9
EBITDA	50	15	24	-269	19	54	110	122	65	297	-179	305
성장률 (% q-q)	-19.4	-69.7	57.8	BR	RB	180.0	105.9	10.7				
성장률 (% y-y)	-15.3	-77.8	-77.5	BR	-61.9	251.2	358.3	RB	323.5	359.6	BR	RB
영업이익	40	4	12	-280	7	39	88	94	44	266	-224	228
성장률 (% q-q)	-24.2	-89.6	181.6	BR	RB	485.2	125.8	7.5				
성장률 (% y-y)	-23.8	-93.2	-88.1	BR	-83.6	828.4	644.5	RB	2,910.3	501.8	BR	RB
세전이익	-23	58	44	-378	17	49	98	105	-126	341	-297	268
성장률 (% q-q)	BR	RB	-23.7	BR	RB	191.2	99.6	6.7				
성장률 (% y-y)	BR	-31.5	-62.8	BR	RB	-15.0	122.2	RB	RR	RB	BR	RB
순이익	-16	49	55	-301	14	41	83	88	-112	271	-210	227
성장률 (% q-q)	BR	RB	12.2	BR	RB	191.2	99.6	6.7				
성장률 (% y-y)	BR	-24.7	-38.9	BR	RB	-16.1	49.2	RB	RR	RB	BR	RB
지배주주순이익	-15	50	54	-292	14	40	80	86	-113	270	-204	220
이익률 (%)												
EBITDA	3.7	1.1	2.0	-41.5	2.4	5.1	7.1	6.9	6.7	7.7	-3.9	5.9
영업이익	3.0	0.3	1.0	-43.4	0.8	3.7	5.7	5.3	4.6	6.9	-4.9	4.4
세전이익	-1.7	4.2	3.6	-58.4	2.1	4.7	6.3	5.9	-12.9	8.8	-6.5	5.2
순이익	-1.2	3.6	4.5	-46.5	1.8	4.0	5.3	5.0	-11.6	7.0	-4.6	4.4

자료: 엘앤에프, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	971	3,887	4,600	5,146	7,874
매출원가	893	3,536	4,487	4,855	7,360
매출총이익	78	351	113	291	513
(매출총이익률, %)	8.0	9.0	2.5	5.7	6.5
판매 및 일반관리비	34	85	337	64	98
영업이익	44	266	-224	228	415
(영업이익률, %)	4.6	6.9	-4.9	4.4	5.3
영업외손익	-170	74	-1	41	25
금융수익	6	76	34	84	82
금융비용	181	26	40	62	74
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	5	24	5	19	17
세전이익	-126	341	-225	268	441
법인세	-13	70	-66	42	68
(법인세율, %)	10.6	20.4	29.4	15.5	15.5
계속사업이익	-112	271	-159	227	372
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-112	271	-159	227	372
(순이익률, %)	-11.6	7.0	-3.5	4.4	4.7
지배주주순이익	-113	270	-154	220	361
비지배주주순이익	1	1	-5	7	11
EBITDA	65	297	-179	305	533
(EBITDA 이익률, %)	6.7	7.7	-3.9	5.9	6.8
EPS (지배주주)	-3,526	7,526	-4,261	6,064	9,955
EPS (연결기준)	-3,500	7,555	-4,394	6,253	10,266
수정 EPS (원)*	-3,526	7,526	-4,261	6,064	9,955

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-138	-864	120	-45	308
당기순이익	-112	271	-159	227	372
현금유출입이없는 비용 및 수익	192	79	4	159	234
유형자산 감가상각비	19	30	44	76	117
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	171	48	-41	82	116
영업활동 자산부채 변동	-213	-1,199	244	-339	-169
투자활동에서의 현금흐름	-414	-82	-740	-219	-456
유형자산 증감	-179	-287	-749	-229	-468
장단기금융자산의 증감	-196	211	-0	-0	-0
기타	-38	-5	9	11	13
재무활동에서의 현금흐름	802	795	1,136	493	432
차입금의 증가(감소)	443	318	1,153	510	449
자본금의 증가(감소)	537	-28	0	0	0
배당금	-1	0	-17	-17	-17
기타	-177	506	0	0	0
현금증감	251	-152	517	229	285
기초현금	21	272	120	637	866
기말현금	272	120	637	866	1,150
Gross cash flow	80	350	-155	386	606
Free cash flow	-317	-1,152	-629	-275	-160

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	3,026	3,403	4,390
현금 및 현금등가물	272	120	637	866	1,150
매출채권	268	797	870	922	1,166
재고자산	262	1,228	1,340	1,420	1,796
기타	269	158	179	196	278
비유동자산	462	721	1,426	1,578	1,928
투자자산	3	3	3	3	3
유형자산	427	710	1,415	1,568	1,919
무형자산	10	8	6	5	5
기타	22	1	1	1	1
자산총계	1,532	3,024	4,452	4,981	6,318
유동부채	398	1,288	2,890	2,958	3,934
매입채무	200	601	678	726	1,111
단기차입금	130	406	1,056	1,306	1,706
기타 유동부채	68	281	1,156	925	1,117
비유동부채	499	451	453	704	709
사채 및 장기차입금	173	412	412	662	662
기타 비유동부채	326	39	40	42	47
부채총계	897	1,739	3,342	3,661	4,643
자배주주지분	631	1,280	1,109	1,312	1,656
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	401	604	948
기타	18	25	25	25	25
비지배주주지분	4	6	1	8	19
자본총계	635	1,285	1,110	1,320	1,675
순부채	176	856	1,492	1,773	1,937

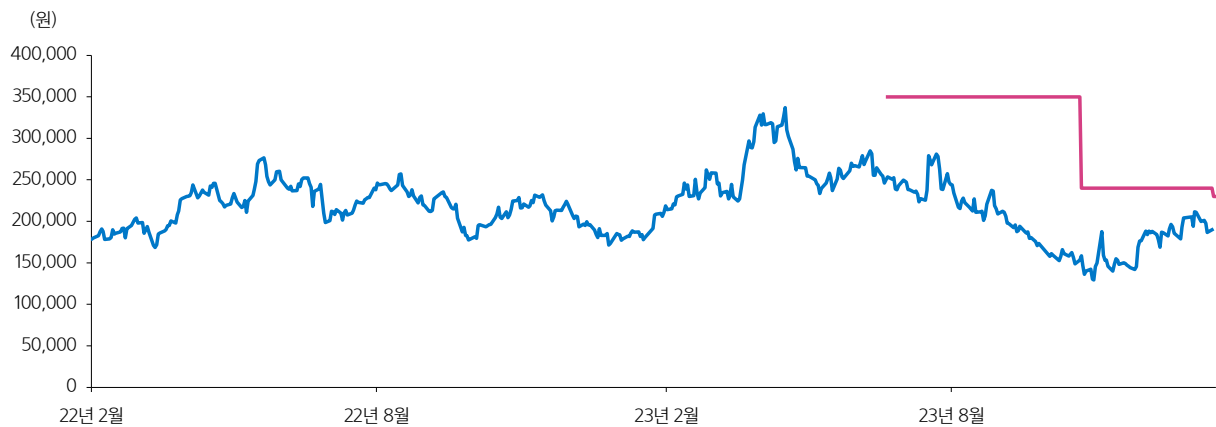
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	172.6	300.4	18.3	11.9	53.0
영업이익	2,910.3	501.8	적전	흑전	82.6
순이익	적지	흑전	적전	흑전	64.2
수정 EPS**	적지	흑전	적전	흑전	64.2
주당지표					
EPS (지배주주)	-3,526	7,526	-4,261	6,064	9,955
EPS (연결기준)	-3,500	7,555	-4,394	6,253	10,266
수정 EPS**	-3,526	7,526	-4,261	6,064	9,955
BPS	19,899	38,454	33,094	39,154	49,422
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	23.1	n/a	31.3	19.1
P/B***	11.2	4.5	6.2	4.8	3.8
EV/EBITDA	122.4	23.9	n/a	28.4	16.6
비율					
ROE (%)	-27.4	28.3	-12.9	18.2	24.3
ROA (%)	-11.2	11.9	-4.3	4.8	6.6
ROIC (%)	7.0	14.8	-6.8	6.8	10.6
배당성향 (%)	0.0	6.2	-10.9	7.6	4.6
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3
순부채비율 (%)	27.7	66.6	134.5	134.4	115.7
이자보상배율 (배)	3.3	12.5	-5.6	3.7	5.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 15일 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 당사에게 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	10/24	2024/1/16
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	350000	240000	230000
과리율 (평균)	-39.18	-28.79	
과리율 (최대or최소)	-19.71	-11.88	

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

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·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 CSA