

엘앤에프 (066970)

연간 가이드스 상향

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 300,000원

현재 주가(5/9)	150,300원
상승여력	▲99.6%
시가총액	54,551억원
발행주식수	36,295천주
52 주 최고가 / 최저가	285,000 / 129,400원
90 일 일평균 거래대금	670.73억원
외국인 지분율	21.7%
주주 구성	
새로닉스 (외 18 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.6%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.6	6.4	-2.0	-38.7
상대수익률(KOSPI)	-11.8	2.9	-13.8	-46.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,887	4,644	3,045	4,834
영업이익	266	-222	-165	359
EBITDA	297	-176	-101	454
지배주주순이익	270	-194	-123	221
EPS	7,495	-5,361	-3,666	6,589
순차입금	856	1,775	1,618	1,898
PER	23.1	-38.1	-41.0	22.8
PBR	4.9	6.7	5.6	4.6
EV/EBITDA	23.9	-52.2	-69.8	16.2
배당수익률	0.3	n/a	n/a	n/a
ROE	28.3	-16.4	-11.9	20.4

주가 추이



엘앤에프는 1 분기에도 재고평가손실로 큰 폭의 적자를 기록했습니다. 그러나 어려운 시장 환경 속에서도 연간 가이드스는 상향조정했습니다. 양극재 업종은 2 분기를 바닥으로 하반기 Q 와 수익성 개선이 예상되며, 동사는 그 개선 폭이 경쟁사를 아웃퍼폼할 것으로 기대됩니다.

1분기: 추가 재고평가손실 반영으로 큰 폭 적자

동사는 1분기 매출액 6,357억 원, 영업적자 2,038억 원을 기록했으며, 재고평가손실(832억 원)을 제외해도 1,207억 원의 적자를 기록했다. 높은 원가가 투입된 NCM523 제품의 판매가 증대됐고, 저조한 가동률로 인해 고정비 부담이 지속되고 있기 때문이다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 25% 상승, 23% 하락한 것으로 추정된다. LGES x Tesla 및 SKon향으로 수요가 회복된 점은 긍정적이지만, 작년 평균 출하량에는 미치지 못하고 있다. 한편, 리튬 가격 하락에 따른 재고평가손실은 1분기 마무리되며, 향후 수익성은 큰 폭 개선될 것으로 예상된다.

2분기까지 악성 재고 소진한 후 본격 개선의 시작

동사의 2분기 실적으로 매출액 6,861억 원, 영업적자 371억 원을 전망한다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 27% 상승, 15% 하락할 것으로 예상된다. 하이니켈뿐 아니라 유럽향 미드니켈 수요도 지속 회복되며, 회사는 분기별로 QoQ 두 자리수%의 출하량 증가를 전망했다. 한편, 2분기까지는 1) 낮은 가동률과 2) 높은 원가가 투입된 NCM523 제품의 판매로 인해 수익성 개선은 제한적일 것으로 예상된다. 가동률이 상승하고 원가 부담이 해소되는 3분기부터 흑자전환할 것으로 기대된다.

목표주가 30만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 30만 원으로 하향하나, 투자의견 BUY를 유지한다. 어려운 시장 환경 속에서도 동사는 연간 출하량 증가를 가이드스를 상향 조정했다(기존 -4% → +4%). 경쟁사들의 전망치가 하향 조정되는 것과 상반되는 모습이다. 실적발표를 거치며 양극재 업종의 2분기 및 연간 실적 기대치는 대폭 하향 조정됐다. 그러나, 2분기를 바닥으로 3분기부터는 Q와 수익성이 동시에 개선되는 흐름이 전망되며, 동사는 경쟁사 대비 개선 폭이 가장 클 것으로 예상된다. 올해 2건의 수주를 기반으로 중장기 출하량 증가에 대한 가시성도 높다. 엘앤에프는 양극재 업종 반등 시기에 가장 편안한 선택지가 될 것으로 판단한다.

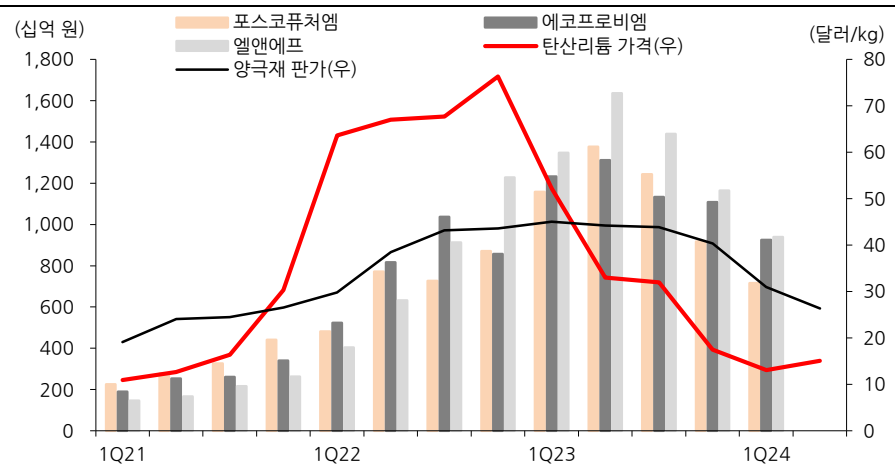
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24 P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	657.6	635.7	686.1	792.5	930.5	3,887.3	4,644.1	3,044.8	4,834.0
영업이익	40.4	3.0	14.8	(280.5)	(203.9)	(37.1)	23.2	53.3	266.3	(222.3)	(164.5)	359.4
영업이익률	3.0%	0.2%	1.2%	-42.6%	-32.1%	-5.4%	2.9%	5.7%	6.9%	-4.8%	-5.4%	7.4%
양극재 출하량(톤)	23,764	23,500	21,750	12,325	15,425	19,588	22,625	26,563	75,465	81,339	84,200	138,000
QoQ/YoY	15%	-1%	-7%	-43%	25%	27%	16%	17%	116%	8%	4%	64%

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 양극재 업체들의 재고자산 및 리튬/양극재 가격 추이



자료: Wisefn, Kita, KOMIS, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	6,083
Target P/E(배)	50
주당 적정가치	304,175
목표 주가	300,000
현재 주가	150,300
상승 여력	99.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	971	3,887	4,644	3,045	4,834
매출총이익	78	351	-140	-56	531
영업이익	44	266	-222	-165	359
EBITDA	65	297	-176	-101	454
순이자손익	-12	-17	-70	9	-68
외화관련손익	4	24	7	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	341	-296	-163	283
당기순이익	-112	271	-195	-123	221
지배주주순이익	-113	270	-194	-123	221
증가율(%)					
매출액	172.6	300.4	19.5	-34.4	58.8
영업이익	2,910.3	501.8	적전	적지	흑전
EBITDA	323.5	359.6	적전	적지	흑전
순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	8.0	9.0	-3.0	-1.8	11.0
영업이익률	4.6	6.9	-4.8	-5.4	7.4
EBITDA 이익률	6.7	7.7	-3.8	-3.3	9.4
세전이익률	-12.9	8.8	-6.4	-5.4	5.9
순이익률	-11.6	7.0	-4.2	-4.0	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-138	-864	-375	468	133
당기순이익	-112	271	-195	-123	221
자산상각비	20	31	46	63	95
운전자본증감	-213	-1,199	-24	528	-183
매출채권 감소(증가)	-204	-572	370	-104	-356
재고자산 감소(증가)	-156	-967	64	326	-197
매입채무 증가(감소)	164	428	-448	311	375
투자현금흐름	-414	-82	-561	-312	-413
유형자산처분(취득)	-179	-287	-482	-299	-400
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-4	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-231	207	-14	-1	-1
재무현금흐름	802	795	1,050	8	0
차입금의 증가(감소)	257	552	1,053	8	0
자본의 증가(감소)	494	248	7	0	0
배당금의 지급	1	0	17	0	0
총현금흐름	80	350	-180	-60	316
(-)운전자본증가(감소)	228	1,074	78	-528	183
(-)설비투자	179	287	482	299	400
(+)자산매각	-2	-1	-4	-8	-8
Free Cash Flow	-330	-1,013	-744	162	-275
(-)기타투자	-14	126	7	5	5
잉여현금	-316	-1,138	-751	157	-280
NOPLAT	32	212	-161	-119	280
(+) Dep	20	31	46	63	95
(-)운전자본투자	228	1,074	78	-528	183
(-)Capex	179	287	482	299	400
OpFCF	-354	-1,118	-675	173	-208

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,071	2,303	1,969	1,917	2,195
현금성자산	485	122	259	424	144
매출채권	272	801	426	530	886
재고자산	262	1,228	1,163	837	1,034
비유동자산	462	721	1,382	1,630	1,948
투자자산	25	4	250	255	260
유형자산	427	710	1,120	1,355	1,660
무형자산	10	8	12	20	27
자산총계	1,532	3,024	3,351	3,547	4,143
유동부채	398	1,288	1,747	2,058	2,433
매입채무	226	644	201	512	886
유동성이자부채	166	535	1,543	1,543	1,543
비유동부채	499	451	494	502	502
비유동이자부채	494	443	491	499	499
부채총계	897	1,739	2,241	2,560	2,935
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	704	704	704
이익잉여금	-99	572	358	235	456
자본조정	18	25	17	17	17
자기주식	-10	-7	-7	-7	-7
자본총계	635	1,285	1,110	987	1,208

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-3,249	7,495	-5,361	-3,666	6,589
BPS	17,799	35,530	30,268	26,879	32,970
DPS	0	500	0	0	0
CFPS	2,246	9,724	-4,968	-1,645	8,716
ROA(%)	-11.3	11.9	-6.1	-3.6	5.7
ROE(%)	-27.4	28.3	-16.4	-11.9	20.4
ROIC(%)	5.4	14.4	-6.6	-4.6	10.3
Multiples(x, %)					
PER	-68.5	23.1	-38.1	-41.0	22.8
PBR	12.5	4.9	6.7	5.6	4.6
PSR	8.1	1.6	1.6	1.8	1.1
PCR	99.0	17.8	-41.1	-91.4	17.2
EV/EBITDA	122.3	23.9	-52.2	-69.8	16.2
배당수익률	n/a	0.3	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	141.2	135.3	201.9	259.3	242.9
Net debt/Equity	27.7	66.6	159.9	164.0	157.1
Net debt/EBITDA	271.5	287.7	-1,009.8	-1,597.1	417.7
유동비율	268.8	178.8	112.7	93.2	90.2
이자보상배율(배)	3.3	12.5	n/a	n/a	4.4
자산구조(%)					
투하자본	61.3	94.4	84.4	78.5	88.1
현금+투자자산	38.7	5.6	15.6	21.5	11.9
자본구조(%)					
차입금	51.0	43.2	64.7	67.4	62.8
자기자본	49.0	56.8	35.3	32.6	37.2

[Compliance Notice]

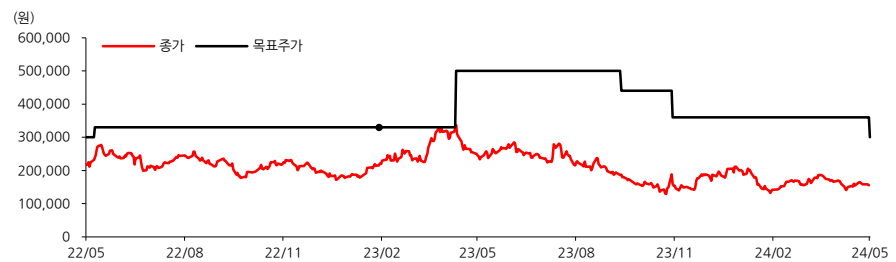
(공표일: 2024년 05월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.05.17	2022.07.15	2022.08.17	2022.09.15	2022.10.12	2022.10.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일시	2022.11.10	2023.01.26	2023.02.14	2023.04.19	2023.05.16	2023.07.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	500,000	500,000	500,000
일시	2023.08.04	2023.08.30	2023.09.20	2023.11.02	2023.11.07	2023.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	440,000	440,000	360,000	360,000
일시	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.29	2024.05.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	360,000	360,000	360,000	300,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.05.17	Buy	330,000	-31.24	-0.15
2023.04.19	Buy	500,000	-51.46	-32.60
2023.09.20	Buy	440,000	-64.05	-57.34
2023.11.07	Buy	360,000	-53.31	-41.25
2024.05.10	Buy	300,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%