



엘앤에프 (066970)

터널의 끝이 보인다

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 360,000원

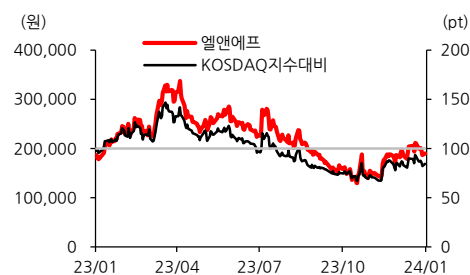
현재 주가(1/16)	205,000원
상승여력	▲ 75.6%
시가총액	74,308억원
발행주식수	36,248천주
52 주 최고가 / 최저가	337,000 / 129,400원
90 일 일평균 거래대금	1,204.6억원
외국인 지분율	20.2%
주주 구성	
새로닉스 (외 16 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리스주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.1	29.7	-9.9	9.4
상대수익률(KOSDAQ)	8.1	24.3	-5.3	-9.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,887	4,633	3,863	8,170
영업이익	266	-222	122	655
EBITDA	297	-175	204	831
지배주주순이익	270	-144	24	427
EPS	7,495	-4,288	713	12,741
순차입금	856	794	1,857	2,302
PER	23.1	-73.8	287.6	16.1
PBR	4.9	10.0	6.4	4.7
EV/EBITDA	23.9	-69.7	45.5	11.7
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE	28.3	-11.8	2.1	31.4

주가 추이



엘앤에프는 4분기 큰 폭의 영업적자를 기록했으며, 2024년 상반기까지 부진한 실적이 예상됩니다. 그러나, 2025년 17만 톤 이상의 양극재 출하가 시정은 높습니다. 이에 따른 밸류에이션 매력도도 높으며, 코스피 이전상장까지 확정되면 그동안의 디레이팅도 해소될 것으로 판단합니다.

4분기: 재고평가손 반영으로 큰 폭 적자 예상

동사는 4분기 매출액 6,468억 원, 영업적자 2,804억 원을 기록했으며, 재고평가손실(2,503억 원)을 제외해도 301억 원의 적자를 기록했다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 43%/9% 하락한 것으로 추정된다. LGES x Tesla 및 SKon향 수요 부진으로 가동률까지 하락하며 고정비 부담이 커진 것으로 예상된다. 한편, 원재료와 제품 재고평가손실은 각각 1,603억 원, 900억 원을 기록했는데, 리튬과 양극재 가격이 4Q23 말 기준 QoQ 44%, 12% 하락했기 때문이다.

1분기까지 부진한 실적 전망

동사의 1분기 실적으로 매출액 5,608억 원, 영업적자 286억 원(재고평가손실 제외한 기준)을 전망한다. 출하량과 판가는 각각 QoQ 3%/10% 하락할 것으로 예상된다. 수요 부진과 양극재 가격 하락에 따른 고객사의 구매 지연으로 1Q24까지 출하량 증가폭은 제한적이다. 이에 따른 고정비 부담과 판가-원가 스프레드 축소로 적자가 지속될 전망이다. 그러나 적자 규모는 재고평가손실 규모에 따라 확대될 수 있다. 4Q23에는 리튬 가격 하락폭을 평가손에 전부 반영하지 않은 것으로 추정되며, 1Q24까지 양극재 가격도 하락이 지속되기 때문이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 36만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 1H24까지 부진한 실적이 예상되지만, 2025년 실적 전망치에 대한 변화는 없기 때문이다. 동사는 LGES x Tesla, Tesla 직납, 유럽 배터리사, SKon만 고려하더라도 2025년 충분히 17만 톤의 양극재 출하가 가능할 것으로 판단한다. 판가도 안정화되면 6,000억 원 이상의 영업이익이 가능한 수준이다(가공비 가정에 따른 편차 존재). 이를 감안한 2025년 PER은 16배(vs. 포스코퓨처엠 43배, 에코프로비엠 60배)로 여전히 밸류에이션 매력도가 높다. 동사는 1/16일 코스피 이전상장 요건도 모두 충족하고 있다 통보받았다. 그동안의 디레이팅은 점차 해소될 것으로 기대된다.

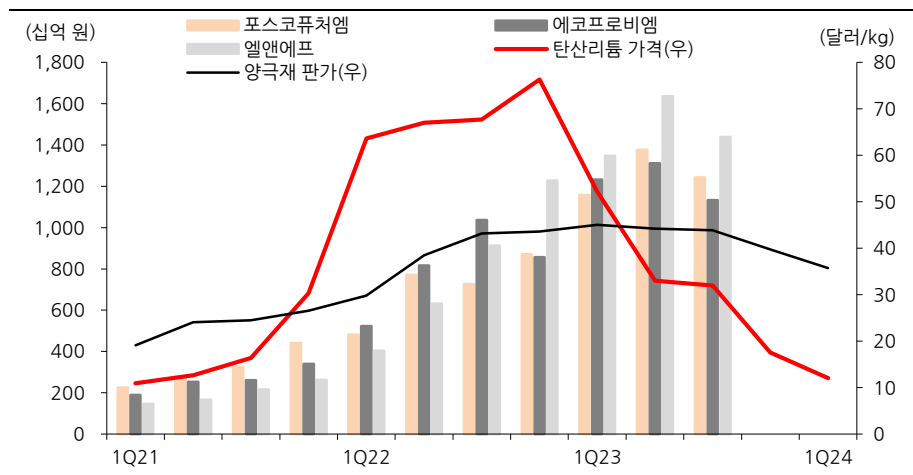
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	646.8	560.8	769.8	965.9	1,566.0	3,887.3	4,633.3	3,862.6	8,169.5
EV	1,192.3	1,161.5	1,024.5	568.1	490.6	667.4	831.3	1,393.3	3,122.0	3,946.4	3,516.9	7,393.9
ESS	103.6	133.9	167.4	57.1	50.9	74.9	98.9	125.9	521.4	462.0	253.2	628.8
IT	67.0	72.8	63.5	21.6	19.3	27.5	35.7	46.8	243.9	224.9	92.5	146.9
영업이익	40.4	3.0	14.8	(280.4)	(28.6)	13.8	34.4	102.7	266.3	(222.3)	122.3	654.5
영업이익률	3.0%	0.2%	1.2%	-43.4%	-5.1%	1.8%	3.6%	6.6%	6.9%	-4.8%	3.2%	8.0%
양극재 출하량(톤)	23,764	23,500	21,750	12,325	11,975	16,438	20,625	33,438	75,465	81,339	82,475	178,000
QoQ/YoY	15%	-1%	-7%	-43%	-3%	37%	25%	62%	116%	8%	1%	116%

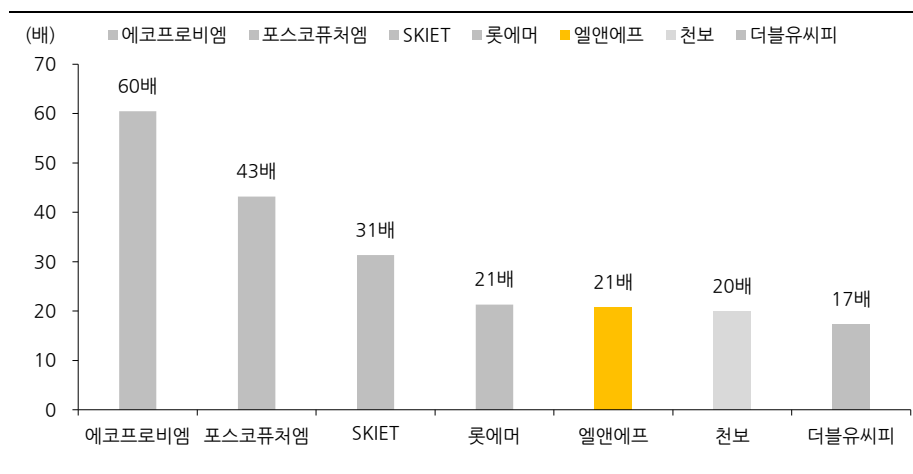
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 양극재 업체들의 재고자산 및 리튬/양극재 가격 추이



자료: WISEFN, KITA, KOMIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2 차전지 소재 업체별 2025년 PER(컨센서스 기준)



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	971	3,887	4,633	3,863	8,170
매출총이익	78	351	-153	182	781
영업이익	44	266	-222	122	655
EBITDA	65	297	-175	204	831
순이자손익	-12	-17	-23	-98	-114
외화관련손익	4	24	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-126	341	-220	31	547
당기순이익	-112	271	-144	24	427
지배주주순이익	-113	270	-144	24	427
증가율(%)					
매출액	172.6	300.4	19.2	-16.6	111.5
영업이익	2,910.3	501.8	적전	흑전	435.3
EBITDA	323.5	359.6	적전	흑전	306.8
순이익	적지	흑전	적전	흑전	1,687.7
이익률(%)					
매출총이익률	8.0	9.0	-3.3	4.7	9.6
영업이익률	4.6	6.9	-4.8	3.2	8.0
EBITDA 이익률	6.7	7.7	-3.8	5.3	10.2
세전이익률	-12.9	8.8	-4.7	0.8	6.7
순이익률	-11.6	7.0	-3.1	0.6	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	-138	-864	461	-241	377
당기순이익	-112	271	-144	24	427
자산상각비	20	31	47	82	176
운전자본증감	-213	-1,199	735	-347	-226
매출채권 감소(증가)	-204	-572	361	-487	-716
재고자산 감소(증가)	-156	-967	743	-376	-298
매입채무 증가(감소)	164	428	-312	522	795
투자현금흐름	-414	-82	-513	-808	-808
유형자산처분(취득)	-179	-287	-470	-800	-800
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-231	207	-66	-3	-3
재무현금흐름	802	795	1,119	183	383
차입금의 증가(감소)	257	552	1,120	200	400
자본의 증가(감소)	494	248	0	-17	-17
배당금의 지급	1	0	17	17	17
총현금흐름	80	350	-126	106	603
(-)운전자본증감(감소)	228	1,074	-672	347	226
(-)설비투자	179	287	471	800	800
(+)자산매각	-2	-1	-3	-4	-4
Free Cash Flow	-330	-1,013	72	-1,045	-427
(-)기타투자	-14	126	-90	1	1
잉여현금	-316	-1,138	163	-1,046	-429
NOPLAT	32	212	-161	95	511
(+) Dep	20	31	47	82	176
(-)운전자본투자	228	1,074	-672	347	226
(-)Capex	179	287	471	800	800
OpFCF	-354	-1,118	87	-970	-340

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,071	2,303	2,383	2,390	3,366
현금성자산	485	122	1,276	413	368
매출채권	272	801	453	940	1,656
재고자산	262	1,228	485	861	1,159
비유동자산	462	721	1,200	1,924	2,553
투자자산	25	4	72	74	75
유형자산	427	710	1,116	1,834	2,458
무형자산	10	8	12	16	20
자산총계	1,532	3,024	3,584	4,314	5,919
유동부채	398	1,288	2,004	2,527	3,322
매입채무	226	644	339	861	1,656
유동성이자부채	166	535	1,652	1,652	1,652
비유동부채	499	451	417	617	1,017
비유동이자부채	494	443	417	617	1,017
부채총계	897	1,739	2,421	3,144	4,339
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	702	702	702
이익잉여금	-99	572	411	418	828
자본조정	18	25	18	18	18
자기주식	-10	-7	-7	-7	-7
자본총계	635	1,285	1,162	1,170	1,580

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	-3,249	7,495	-4,288	713	12,741
BPS	17,799	35,530	31,701	31,898	43,214
DPS	0	500	500	500	500
CFPS	2,246	9,724	-3,463	2,918	16,634
ROA(%)	-11.3	11.9	-4.3	0.6	8.3
ROE(%)	-27.4	28.3	-11.8	2.1	31.4
ROIC(%)	5.4	14.4	-8.0	3.9	15.0
Multiples(x, %)					
PER	-68.5	23.1	-73.8	287.6	16.1
PBR	12.5	4.9	10.0	6.4	4.7
PSR	8.1	1.6	2.5	1.9	0.9
PCR	99.0	17.8	-91.4	70.2	12.3
EV/EBITDA	122.3	23.9	-69.7	45.5	11.7
배당수익률	n/a	0.3	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	141.2	135.3	208.3	268.8	274.7
Net debt/Equity	27.7	66.6	68.3	158.8	145.7
Net debt/EBITDA	271.5	287.7	-453.9	909.3	277.1
유동비율	268.8	178.8	118.9	94.6	101.3
이자보상배율(배)	3.3	12.5	n/a	1.1	5.1
자산구조(%)					
투하자본	61.3	94.4	58.7	86.0	89.7
현금+투자자산	38.7	5.6	41.3	14.0	10.3
자본구조(%)					
차입금	51.0	43.2	64.0	66.0	62.8
자기자본	49.0	56.8	36.0	34.0	37.2

[Compliance Notice]

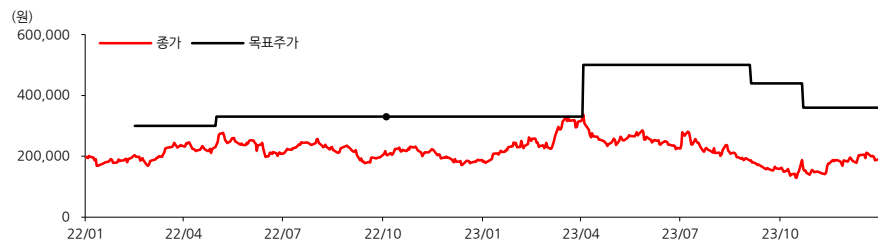
(공표일: 2024 년 01 월 17 일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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]

일 시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.07	2022.05.17	2022.07.15	2022.08.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	300,000	300,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2022.09.15	2022.10.12	2022.10.18	2022.11.10	2023.01.26	2023.02.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2023.04.19	2023.05.16	2023.07.24	2023.08.04	2023.08.30	2023.09.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	440,000
일 시	2023.11.02	2023.11.07	2023.11.14	2024.01.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	440,000	360,000	360,000	360,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.03	Buy	300,000	-28.31	-18.07
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		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%