



엘앤에프 (066970)

성장성을 보면 과도한 저평가

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 360,000원

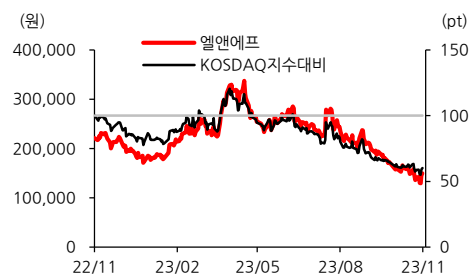
현재 주가(11/6)	187,700원
상승여력	▲ 91.8%
시가총액	68,037억원
발행주식수	36,248천주
52 주 최고가 / 최저가	337,000 / 129,400원
90 일 일평균 거래대금	1,099.54억원
외국인 지분율	18.4%
주주 구성	
새로닉스 (외 16 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리스주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.1	-19.8	-26.2	-15.1
상대수익률(KOSDAQ)	15.2	-11.2	-25.6	-36.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	971	3,887	4,967	6,105
영업이익	44	266	59	259
EBITDA	65	297	108	344
지배주주순이익	-113	270	87	178
EPS	-3,249	7,495	2,585	5,308
순차입금	176	856	894	1,697
PER	-68.5	23.1	72.6	35.4
PBR	12.5	4.9	4.8	4.3
EV/EBITDA	122.3	23.9	71.1	24.7
배당수익률	n/a	0.3	0.3	0.3
ROE	-27.4	28.3	6.4	12.0

주가 추이



엘앤에프는 3 분기 부진한 실적을 기록했습니다. 4 분기에도 유럽 수요 둔화와 재고평가손실까지 더해지며 실적은 악화될 것으로 전망합니다. 단기 실적 모멘텀은 부재하지만, 고객사 다변화 등으로 성장 전략은 견재하며 업종 내 중장기 상승여력이 가장 높다고 판단합니다.

3분기 실적은 예상됐던 부진

엘앤에프의 3분기 실적은 매출액 1.3조 원, 영업이익 148억 원(OPM 1.2%)으로 낮아진 시장 기대치에 부합했다. 전분기 대비 출하량은 7%, 판가는 1% 내외 하락한 것으로 예상된다. NCM523 판가는 하락한데 반해, 매출의 70% 이상을 차지하는 NCMA 판가가 소폭 상승했다. 한편, 재고평가손실이 100억 원 반영되며 수익성은 부진했다.

4분기 BEP 전망

동사의 4분기 실적은 매출액 9,810억 원, 영업이익 13억 원(OPM 0.1%)으로 매출/수익성 모두 악화될 것으로 전망한다. 회사는 출하량이 QoQ 20% 하락할 것으로 가이던스를 제시했다. 테슬라의 재고조정과 유럽의 수요 둔화로 LGES/SKon향 출하가 모두 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 판가는 QoQ 4% 하락이 예상된다. 수익성도 크게 악화되는데, 이는 1) 매출 하락과 2) NCM523 재고가 높은 상황에서 NCM523 판가가 약 12% 하락하며 재고평가손실이 크게 반영될 것으로 예상되기 때문이다. 다만, 테슬라의 판매량은 지속 증가할 것으로 전망되기 때문에 1Q24부터 동사의 실적도 회복될 것으로 전망한다.

목표주가 36만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 36만 원으로 하향한다. 수요 둔화로 실적 전망치를 하향 조정했으며, 밸류에이션도 소폭 하향했다. 단기 실적 모멘텀 부재로 동사는 경쟁사 대비 소외받고 있다. 그러나 중장기 성장성에는 의심의 여지가 없다. 안정적인 LGES x 테슬라 납품과 더불어 테슬라 직납 계약, 유럽 신규 고객확대로 2025년 최소 16~18만 톤(vs. 23년 8.6만 톤)의 양극재 출하가 예상된다. 고전압 미드니켈 개발로 향후 파우치 시장을 공략하고, 단결정 및 Ni 90% 중후반 제품으로 원통형/각형 내 입지를 공고히 할 것으로 기대된다. LS와의 전구체 JV, 미쓰비시와의 음극재 개발 등 업스트림 투자와 사업 다각화까지 진행 중이다. 업종 내 중장기 상승여력은 가장 높다고 판단한다.

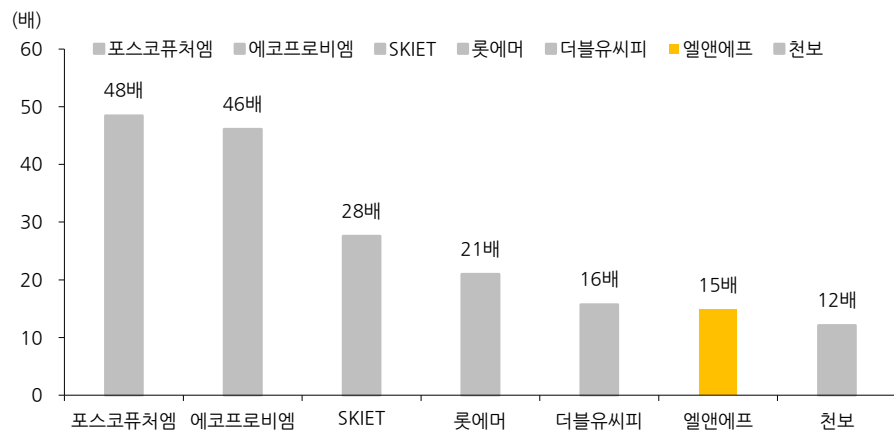
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	981.0	1,178.7	1,404.5	1,616.2	1,905.6	970.8	3,887.3	4,967.5	6,105.0
EV	1,192.3	1,161.5	1,024.5	818.7	1,016.3	1,199.8	1,390.4	1,679.8	561.6	3,122.0	4,197.0	5,476.1
ESS	103.6	133.9	167.4	112.9	112.9	146.8	163.7	163.7	243.9	521.4	517.8	456.6
IT	67.0	72.8	63.5	49.4	49.4	57.9	62.1	62.1	165.3	243.9	252.7	172.2
영업이익	40.4	3.0	14.8	1.3	22.3	46.3	77.0	113.2	44.3	266.3	59.4	258.8
영업이익률	3.0%	0.2%	1.2%	0.1%	1.9%	3.3%	4.8%	5.9%	4.6%	6.9%	1.2%	4.2%
양극재 출하량(톤)	23,764	23,500	21,750	17,375	20,875	24,875	28,625	33,750	34,990	75,465	86,389	108,125
QoQ/YoY	15%	-1%	-7%	-20%	20%	19%	15%	18%	136%	116%	14%	25%

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2025 PER: 2 차전지 업종 내 과도한 저평가



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	13,310
Target P/E(배)	27
주당 적정가치	359,359
목표 주가	360,000
현재 주가	187,700
상승 여력	91.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	356	971	3,887	4,967	6,105
매출총이익	23	78	351	134	353
영업이익	1	44	266	59	259
EBITDA	15	65	297	108	344
순이자손익	-6	-12	-17	-33	-72
외화관련손익	-3	4	24	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-126	341	74	228
당기순이익	-15	-112	271	85	178
지배주주순이익	-15	-113	270	87	178
증가율(%)					
매출액	13.7	172.6	300.4	27.8	22.9
영업이익	흑전	2,910.3	501.8	-77.7	335.6
EBITDA	330.2	323.5	359.6	-63.6	217.7
순이익	적지	적지	흑전	-68.5	108.2
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	8.0	9.0	2.7	5.8
영업이익률	0.4	4.6	6.9	1.2	4.2
EBITDA 이익률	4.3	6.7	7.7	2.2	5.6
세전이익률	-5.0	-12.9	8.8	1.5	3.7
순이익률	-4.2	-11.6	7.0	1.7	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	45	-138	-864	510	20
당기순이익	-15	-112	271	85	178
자산상각비	14	20	31	49	85
운전자본증감	33	-213	-1,199	465	-243
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-572	113	-457
재고자산 감소(증가)	30	-156	-967	492	-312
매입채무 증가(감소)	10	164	428	-122	534
투자현금흐름	-71	-414	-82	-556	-806
유형자산처분(취득)	-54	-179	-287	-500	-800
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-4	-5
투자자산 감소(증가)	-15	-231	207	-79	0
재무현금흐름	46	802	795	1,003	183
차입금의 증가(감소)	-33	257	552	1,001	200
자본의 증가(감소)	81	494	248	0	-17
배당금의 지급	1	1	0	17	17
총현금흐름	17	80	350	172	263
(-)운전자본증감(감소)	-36	228	1,074	-327	243
(-)설비투자	54	179	287	500	800
(+)자산매각	-2	-2	-1	-4	-5
Free Cash Flow	-2	-330	-1,013	-5	-785
(-)기타투자	4	-14	126	-165	1
잉여현금	-6	-316	-1,138	160	-786
NOPLAT	1	32	212	43	202
(+) Dep	14	20	31	49	85
(-)운전자본투자	-36	228	1,074	-327	243
(-)Capex	54	179	287	500	800
OpFCF	-3	-354	-1,118	-81	-755

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	2,303	2,714	2,889
현금성자산	38	485	122	1,086	484
매출채권	63	272	801	687	1,143
재고자산	105	262	1,228	736	1,048
비유동자산	254	462	721	1,213	1,934
투자자산	8	25	4	65	66
유형자산	237	427	710	1,135	1,849
무형자산	9	10	8	13	19
자산총계	466	1,532	3,024	3,928	4,824
유동부채	158	398	1,288	2,078	2,612
매입채무	47	226	644	514	1,048
유동성이자부채	110	166	535	1,550	1,550
비유동부채	110	499	451	430	630
비유동이자부채	107	494	443	430	630
부채총계	269	897	1,739	2,508	3,242
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	665	705	705
이익잉여금	18	-99	572	642	803
자본조정	2	18	25	42	42
자기주식	-10	-10	-7	0	0
자본총계	198	635	1,285	1,420	1,581

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-520	-3,249	7,495	2,585	5,308
BPS	6,930	17,799	35,530	38,817	43,262
DPS	48	0	500	500	500
CFPS	587	2,246	9,724	4,741	7,261
ROA(%)	-3.4	-11.3	11.9	2.5	4.1
ROE(%)	-9.4	-27.4	28.3	6.4	12.0
ROIC(%)	0.3	5.4	14.4	2.0	7.3
Multiples(x, %)					
PER	-132.2	-68.5	23.1	72.6	35.4
PBR	9.9	12.5	4.9	4.8	4.3
PSR	5.6	8.1	1.6	1.4	1.1
PCR	117.2	99.0	17.8	39.6	25.8
EV/EBITDA	143.0	122.3	23.9	71.1	24.7
배당수익률	0.1	n/a	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	135.9	141.2	135.3	176.6	205.0
Net debt/Equity	90.8	27.7	66.6	63.0	107.3
Net debt/EBITDA	1,174.6	271.5	287.7	825.8	493.1
유동비율	134.1	268.8	178.8	130.7	110.6
이자보상배율(배)	0.3	3.3	12.5	1.5	3.1
자산구조(%)					
투자자본	89.0	61.3	94.4	66.4	85.5
현금+투자자산	11.0	38.7	5.6	33.6	14.5
자본구조(%)					
차입금	52.4	51.0	43.2	58.2	58.0
자기자본	47.6	49.0	56.8	41.8	42.0

[Compliance Notice]

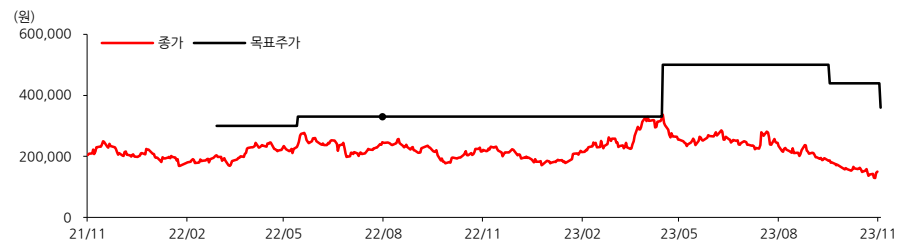
(공표일: 2023년 11월 07일)

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 3자에게 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				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	440,000	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	-51.56	-32.60
2023.09.21	Buy	440,000	-64.54	-58.95
2023.11.07	Buy	360,000		

[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 추정에 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: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%