

# 엘앤에프

| Bloomberg Code (066970 KS) | Reuters Code (066970.KQ)

2023년 11월 7일

## [2차전지]

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원  
☎ 02-3772-3734  
✉ minki.choi@sinhan.com

## 24년 목표; 고객사 혁신에 동행



**매수**  
(유지)



현재주가 (11월 6일)  
**187,700 원**



목표주가  
**210,000 원 (유지)**



상승여력  
**11.9%**

- ◆ 3Q23 OP 148억원(-85% YoY, +393% QoQ)으로 기대치 하회
- ◆ 4Q23 실적 부진하겠으나 업황 바닥 통과
- ◆ 24~25년 수요는 혁신 제품(4680)이 결정

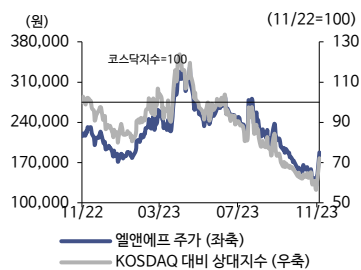


신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	6,803.7십억원
발행주식수	36.2백만주
유동주식수	24.7백만주(68.2%)
52주 최고가/최저가	337,000 원/129,400 원
일평균 거래량 (60 일)	569,466 주
일평균 거래액 (60 일)	107,430 백만원
외국인 지분율	18.24%
<b>주요주주</b>	
새로닉스 외 15 인	23.72%

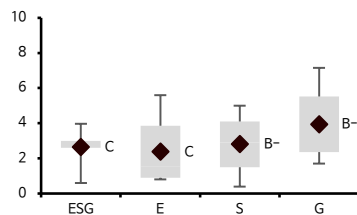
<b>절대수익률</b>	
3개월	-19.8%
6개월	-26.2%
12개월	-15.1%
<b>KOSDAQ 대비 상대수익률</b>	
3개월	-12.2%
6개월	-25.8%
12개월	-29.8%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 3Q23 OP 148억원(-85% YoY, +393% QoQ)으로 기대치 하회

3Q23 매출은 1.25조원(+1% YoY, -8% QoQ)으로 시장 기대치(1.33조원)를 7% 하회했다. 주요 OEM의 저가 믹스 확대 전략으로 프리미엄 제품을 담당하는 동사의 출하량(-7% QoQ)이 감소했다. 금속 가격 하락을 반영해 ASP도 -1% QoQ 내외로 하락했다.

영업이익은 148억원(-85% YoY, +393% QoQ)으로 시장 기대치(282억원)를 48% 하회했다. 선구매한 고가의 원료들이 아직 소진 중에 있어 역래킹 효과가 지속됐다. 3Q23 기준 재고자산은 1.4조원(-0.2조원 QoQ)으로 추정돼 정상 수준을 소폭 상회 중이다. 주요 고객사향 수요 회복의 속도가 더디기 때문에 재고 소진이 선행돼야 수익성 개선이 가능할 전망이다.

## 4Q23 업황 바닥 통과, 제품 혁신이 핵심

올해 마지막 분기 실적에 대해서는 보수적인 시각이 필요하다. 계절적 성수기지만 EV 수요 둔화가 겹쳐 OEM들의 생산 속도가 주춤해졌다. 주요 메탈 가격은 아직 반등이 요원해 낮은 ASP가 지속될 전망이다. 4Q23 실적은 매출 1조원(-15% YoY, -17% QoQ), 영업이익 219억원(-59% YoY, +49% QoQ)에 그칠 것으로 추정한다.

모두가 EV 수요에 대해 걱정하는 가운데 2024년에 정말 2차전지 성장세가 멈출까? 수요의 핵심은 상품성이다. EV 혁신 제품들이 경제성과 상품성을 확보하면 다시 소비자들의 수요가 회복될 수 있다. 2024년은 4680으로 통칭되는 차세대 원통형 폼팩터의 출시 여부가 시장을 결정할 전망이다. 동사는 4680 폼팩터를 채택한 핵심 OEM과 셀 업체에 공급을 계획하고 있다. 관련한 매출 확인시 EV 소재 업체 중 수위의 기술력을 재입증할 전망이다.

## 목표주가 210,000원, 투자이견 매수 유지

목표주가 210,000원과 투자이견 매수를 유지한다. 업황 회복 신호는 아직 미약하나 고점 대비 40% 하락한 주가로 인해 밸류에이션 메리트가 커졌다. 수급 이슈(공매도 금지)로 단기 반등이 나왔으나 주가 상승을 지속할 핵심 과제는 EV 시장 혁신에 동행하는지 여부다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	970.8	44.3	(113.1)	(3,526)	17,799	(63.1)	121.9	12.5	(27.4)	22.1
2022	3,887.3	266.3	270.0	7,526	35,530	23.1	23.8	4.9	28.3	63.6
2023F	5,026.2	80.1	107.7	2,978	38,282	63.0	66.4	4.9	8.1	153.1
2024F	7,366.0	385.3	291.0	8,028	45,848	23.4	22.5	4.1	19.1	251.7
2025F	12,744.1	897.5	677.9	18,701	64,087	10.0	11.0	2.9	34.0	202.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	9,708	11,777	12,292	A = B * C
EBITDA	135	490	1,051	B
목표 EV/EBITDA	71.9	24.0	11.7	C
(+) 자산가치	0	0	0	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	2,145	4,213	4,728	E (25년 예상치)
사업가치	7,564	7,564	7,564	F = A + D - E
현 시가총액	6,804	6,804	6,804	2023-11-06
Upside (%)	11.9	11.9	11.9	
목표주가	210,000	210,000	210,000	

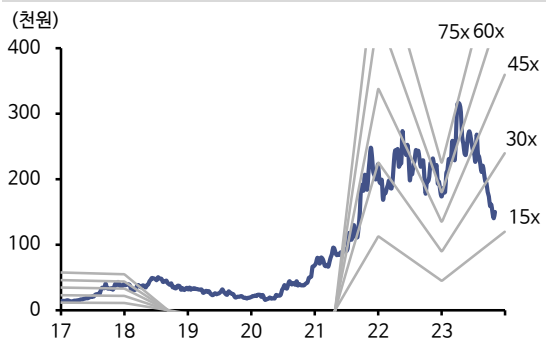
자료: 신한투자증권 추정

## 글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)		2023F				2024F			
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
포스코케미칼	27,073	193.7	10.3	94.9	5.7	90.8	9.3	43.2	10.9
에코프로비엠	29,243	108.2	18.1	55.3	18.6	67.3	14.3	34.6	23.6
엘앤에프	6,804	57.8	4.8	41.7	8.6	19.7	3.8	15.5	20.9
유미코아	8,201	13.3	1.6	7.3	11.7	13.6	1.5	7.0	10.4
SMM	10,993	7.6	0.8	8.0	10.7	19.9	0.7	13.1	3.6
베이징 이스프링	4,058	10.7	1.7	6.7	16.7	9.3	1.5	5.7	16.1
닝보 산산	5,740	12.5	1.3	10.5	9.5	10.0	1.2	8.6	11.1

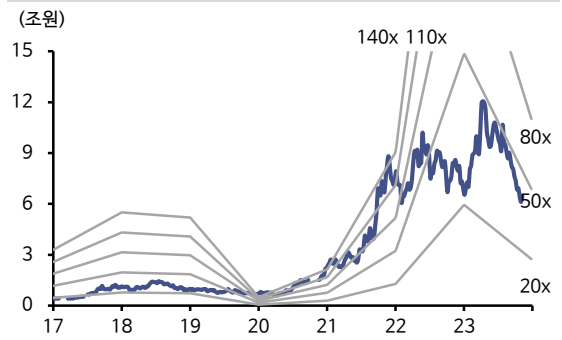
자료: Bloomberg, Consensus, 신한투자증권

## 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantilWise, 신한투자증권

## 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 분기 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	1,255	1,243	1.0	1,368	(8.2)	1,429	1,334
영업이익	15	99	(85.0)	3	392.9	26	28
세전이익	45	118	(61.9)	58	(21.9)	26	30
순이익	57	91	(37.8)	50	14.3	20	33
영업이익률	1.2	7.9		0.2		1.8	2.1
순이익률	4.5	7.3		3.6		1.4	2.5

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지주주 기준

## 수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	5,710	8,125	12,499	5,026	7,366	12,744	(12.0)	(9.3)	2.0
영업이익	113	418	834	80	385	898	(29.0)	(7.9)	7.6
세전이익	104	418	834	102	385	898	(2.3)	(7.9)	7.6
순이익	87	317	633	108	291	678	23.6	(8.3)	7.1
영업이익률	2.0	5.1	6.7	1.6	5.2	7.0			

자료: 신한투자증권 추정

## 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
Capa (천톤)	55	90	90	110	110	125	155	200	71	133	199	276
국내 구공장	40	40	40	60	60	60	60	60	30	45	45	45
국내 신공장	15	50	50	50	50	65	95	140	41	88	154	231
해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	54
매출	554	863	1,243	1,228	1,363	1,368	1,255	1,040	3,887	5,026	7,366	12,744
EV	462	752	1,108	1,112	1,267	1,257	1,121	929	3,435	4,574	6,874	12,196
ESS	62	67	84	85	66	67	87	66	278	286	318	365
IT	29	43	51	32	31	43	47	45	155	166	174	183
매출 증감 (YoY)	283.1	320.0	416.2	223.2	146.2	58.6	1.0	(15.4)	300.4	29.3	46.6	73.0
EV	966.9	771.6	737.0	317.9	173.9	67.2	1.2	(16.4)	550.4	33.2	50.3	77.4
ESS	(13.8)	(13.7)	38.8	(11.0)	5.6	0.0	4.6	(22.4)	(9.1)	3.0	11.0	15.0
IT	0.0	5.6	5.6	67.7	5.6	0.0	(7.4)	40.7	13.0	7.0	5.0	5.0
영업이익	53	61	99	53	40	3	15	22	266	80	385	898
OPM	9.6	7.1	7.9	4.3	3.0	0.2	1.2	2.1	6.9	1.6	5.2	7.0
YoY	흑전	967.2	629.7	88.6	(23.8)	(95.1)	(85.0)	(58.9)	501.8	(69.9)	381.2	132.9
순이익	71	64	91	44	(15)	50	57	17	270	108	291	678
NIM	12.8	7.5	7.3	3.6	(1.1)	3.6	4.5	1.6	6.9	2.1	4.0	5.3
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	(23.0)	(37.8)	(62.1)	흑전	(60.1)	170.1	132.9

자료: 신한투자증권 추정

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,532.2</b>	<b>3,023.9</b>	<b>4,566.6</b>	<b>6,614.7</b>	<b>8,382.9</b>
유동자산	1,070.6	2,302.6	3,143.9	4,279.0	5,585.2
현금및현금성자산	271.8	120.2	788.2	364.0	887.3
매출채권	268.2	797.1	735.9	1,143.1	1,240.3
재고자산	261.5	1,227.7	1,434.3	2,418.1	3,035.0
비유동자산	461.6	721.4	1,422.7	2,335.7	2,797.7
유형자산	427.1	709.6	1,348.6	2,264.2	2,728.0
무형자산	9.5	7.6	9.0	6.5	4.7
투자자산	3.4	2.7	41.7	41.7	41.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>897.0</b>	<b>1,738.6</b>	<b>3,165.7</b>	<b>4,940.7</b>	<b>6,050.6</b>
유동부채	398.3	1,287.5	1,528.8	1,742.6	1,847.9
단기차입금	129.6	406.1	749.9	749.9	749.9
매입채무	200.3	600.8	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	36.6	58.7	62.5	62.5	62.5
비유동부채	498.7	451.1	1,636.9	3,198.1	4,202.7
사채	16.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	477.4	443.1	1,630.2	3,180.2	4,180.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>635.2</b>	<b>1,285.3</b>	<b>1,400.8</b>	<b>1,673.9</b>	<b>2,332.3</b>
자본금	17.4	18.0	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	693.9	664.9	705.2	705.2	705.2
기타자본	(5.4)	1.7	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	(98.6)	571.6	645.9	920.2	1,581.3
<b>지배주주지분</b>	<b>630.8</b>	<b>1,279.7</b>	<b>1,387.6</b>	<b>1,661.9</b>	<b>2,323.0</b>
비지배주주지분	4.4	5.6	13.2	12.0	9.3
*총차입금	660.5	978.3	3,019.0	4,666.7	5,706.6
*순차입금(순현금)	140.5	817.8	2,144.6	4,213.0	4,728.2

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(138.1)</b>	<b>(864.3)</b>	<b>(608.9)</b>	<b>(1,033.7)</b>	<b>116.7</b>
당기순이익	(112.3)	271.0	106.3	289.8	675.2
유형자산상각비	19.0	29.7	52.2	102.4	151.3
무형자산상각비	1.5	1.5	2.6	2.5	1.8
외화환산손실(이익)	(0.3)	16.9	(10.5)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(212.7)	(1,199.1)	(657.9)	(1,428.4)	(711.6)
(법인세납부)	0.0	(7.6)	(103.4)	(95.5)	(222.4)
기타	166.7	23.2	1.8	95.5	222.4
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(413.6)</b>	<b>(82.1)</b>	<b>(772.9)</b>	<b>(1,021.4)</b>	<b>(616.6)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(179.4)	(287.5)	(718.0)	(1,017.9)	(615.1)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.2)	(1.5)	(1.5)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(35.0)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(197.0)	210.1	(53.6)	(3.5)	(1.5)
<b>FCF</b>	<b>(311.8)</b>	<b>(1,115.5)</b>	<b>(1,319.3)</b>	<b>(2,062.8)</b>	<b>(503.0)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>801.9</b>	<b>795.3</b>	<b>2,041.9</b>	<b>1,630.9</b>	<b>1,023.2</b>
차입금의 증가(감소)	257.4	551.8	2,039.0	1,647.6	1,039.9
자기주식의처분(취득)	0.0	244.4	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.2)	0.0	(16.6)	(16.8)	(16.8)
기타	545.7	(0.9)	19.5	0.1	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.3	(0.5)	8.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>250.6</b>	<b>(151.6)</b>	<b>668.0</b>	<b>(424.2)</b>	<b>523.3</b>
기초현금	21.2	271.8	120.2	788.2	364.0
기말현금	271.8	120.2	788.2	364.0	887.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

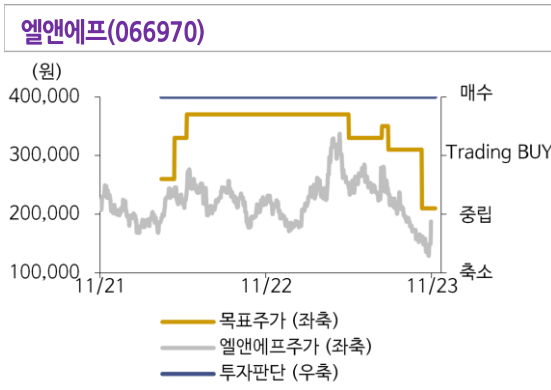
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>970.8</b>	<b>3,887.3</b>	<b>5,026.2</b>	<b>7,366.0</b>	<b>12,744.1</b>
증감률 (%)	172.6	300.4	29.3	46.6	73.0
<b>매출원가</b>	<b>892.6</b>	<b>3,535.9</b>	<b>4,867.5</b>	<b>6,861.1</b>	<b>11,639.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>78.1</b>	<b>351.4</b>	<b>158.8</b>	<b>505.0</b>	<b>1,104.9</b>
매출총이익률 (%)	8.0	9.0	3.2	6.9	8.7
<b>판매관리비</b>	<b>33.9</b>	<b>85.1</b>	<b>78.7</b>	<b>119.7</b>	<b>207.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>44.3</b>	<b>266.3</b>	<b>80.1</b>	<b>385.3</b>	<b>897.5</b>
증감률 (%)	2,910.3	501.8	(69.9)	381.2	132.9
영업이익률 (%)	4.6	6.9	1.6	5.2	7.0
영업외손익	(169.9)	74.2	21.5	0.0	0.0
금융손익	(175.1)	50.4	(6.4)	0.0	0.0
기타영업외손익	5.2	23.8	(2.4)	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	30.3	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(125.6)</b>	<b>340.5</b>	<b>101.6</b>	<b>385.3</b>	<b>897.5</b>
법인세비용	(13.4)	69.5	(4.7)	95.5	222.4
계속사업이익	(112.3)	271.0	106.3	289.8	675.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(112.3)</b>	<b>271.0</b>	<b>106.3</b>	<b>289.8</b>	<b>675.2</b>
증감률 (%)	적지	흑전	(60.8)	172.7	132.9
순이익률 (%)	(11.6)	7.0	2.1	3.9	5.3
(지배주주)당기순이익	(113.1)	270.0	107.7	291.0	677.9
(비지배주주)당기순이익	0.8	1.0	(1.5)	(1.2)	(2.7)
총포괄이익	(104.3)	272.2	106.3	289.8	675.2
(지배주주)총포괄이익	(105.4)	271.2	107.9	291.6	679.2
(비지배주주)총포괄이익	1.1	1.0	(1.6)	(1.7)	(4.0)
<b>EBITDA</b>	<b>64.7</b>	<b>297.5</b>	<b>135.0</b>	<b>490.2</b>	<b>1,050.6</b>
증감률 (%)	323.5	359.6	(54.6)	263.3	114.3
EBITDA 이익률 (%)	6.7	7.7	2.7	6.7	8.2

## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(3,500)	7,555	2,938	7,996	18,626
EPS (지배순이익, 원)	(3,526)	7,526	2,978	8,028	18,701
BPS (자본총계, 원)	17,923	35,685	38,646	46,180	64,344
BPS (지배지분, 원)	17,799	35,530	38,282	45,848	64,087
DPS (원)	0	500	500	500	500
PER (당기순이익, 배)	(63.5)	23.0	63.9	23.5	10.1
PER (지배순이익, 배)	(63.1)	23.1	63.0	23.4	10.0
PBR (자본총계, 배)	12.4	4.9	4.9	4.1	2.9
PBR (지배지분, 배)	12.5	4.9	4.9	4.1	2.9
EV/EBITDA (배)	121.9	23.8	66.4	22.5	11.0
배당성향 (%)	0.0	6.2	15.6	5.8	2.5
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	6.7	7.7	2.7	6.7	8.2
영업이익률 (%)	4.6	6.9	1.6	5.2	7.0
순이익률 (%)	(11.6)	7.0	2.1	3.9	5.3
ROA (%)	(11.2)	11.9	2.8	5.2	9.0
ROE (지배순이익, %)	(27.4)	28.3	8.1	19.1	34.0
ROIC (%)	4.2	16.7	2.5	6.4	10.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	141.2	135.3	226.0	295.2	259.4
순차입금비율 (%)	22.1	63.6	153.1	251.7	202.7
현금비율 (%)	68.2	9.3	51.6	20.9	48.0
이자보상배율 (배)	3.3	12.5	N/A	N/A	N/A
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	4.4	4.6	2.9	2.6	3.2
재고자산회수기간 (일)	69.0	69.9	96.7	95.4	78.1
매출채권회수기간 (일)	61.5	50.0	55.7	46.6	34.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 22일	매수	260,000	(14.0)	(6.2)
2022년 04월 20일	매수	330,000	(31.7)	(25.5)
2022년 05월 17일	매수	370,000	(39.1)	(25.2)
2022년 11월 18일		6개월경과	(36.8)	(8.9)
2023년 05월 09일	매수	330,000	(23.6)	(13.6)
2023년 07월 21일	매수	350,000	(27.2)	(19.7)
2023년 08월 04일	매수	310,000	(36.6)	(23.4)
2023년 10월 17일	매수	210,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 03일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------