

엘앤에프

066970

Mar 04, 2024

Buy

유지

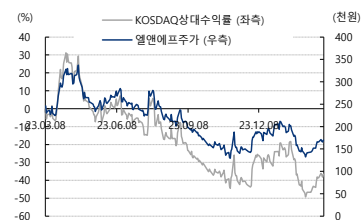
TP 220,000 원

유지

Company Data

현재가(02/29)	169,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	337,000 원
52 주 최저가(보통주)	129,400 원
KOSPI (02/29)	2,642.36p
KOSDAQ (02/29)	862.96p
자본금	180 억원
시가총액	61,513 억원
발행주식수(보통주)	3,625 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	46.8 만주
평균거래대금(60 일)	714 억원
외국인지분(보통주)	20.64%
주요주주	
새로닉스 외 17 인	23.74%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.0	-28.2	-35.2
상대주가	10.7	-30.7	-40.9



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com

잃을 것보다 얻을 것이 많다

완전한 상저하고: 재고평가손실 영향 축소, 출하량 증가

1Q24 매출액 6,835억원(YoY -50%, QoQ -2%), 영업이익 -1,599억원(YoY 적전, QoQ 적지), 2024년 연간 매출액 3조 1,357억원(YoY-32%), 영업이익 -1869억원(YoY적지)를 전망. 재고평가손실은 1H24까지 영향 지속될 것이나 탄산리튬 구매계약에 대해 물량을 줄이도록 재 합의를 하였으며 사급 비중의 지속적인 증가로 불확실성은 점진적으로 완화될 것. 4Q23 낮아진 출하량 기저효과와 신제품 출시에 따라 분기별 완전한 물량증가가 이루어질 것을 전망.

잃을 것보다 얻을 것이 더 많은 구간, 하반기 업사이드에 주목

단결정 양극재의 높은 에너지 밀도 및 긴 수명, 화재위험을 줄이는 장점을 바탕으로 2Q24부터 동사의 니켈 90% 중반의 단결정 양극재 제품의 본격적인 출하가 계획되어 있으며 2023년 미뤄진 신규 수주들이 금년에는 가시화 될 것으로 전망. 리튬 톨링 시스템, 전구체 등 신규 사업 확대를 통해 수직계열화 강화 및 음극재 사업으로 IRA 수혜강도를 높여 나갈 것.

투자 의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지. 전기차 판매량 부진과 2차전지 기업들의 실적 부진 영향에 따라 심리적인 부담은 이미 크게 반영되었으며 하반기 계획되어 있는 물량을 바탕으로 최근 리튬가격의 상승의 수혜를 전망. 동사의 상저하고 실적 전망에 따라 업황 개선에 무게를 두어야 할 시점이라 판단하며 이전상장을 통해 향후 글로벌 현금 펀드 및 패시브 수급 유입에 따라 견고한 주주기반이 구축되어 갈 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	971	3,887	4,644	3,136	3,784
YoY(%)	172.6	300.4	19.5	-32.5	20.7
영업이익(십억원)	44	266	-222	-187	98
OP 마진(%)	4.5	6.8	-4.8	-6.0	2.6
순이익(십억원)	-112	271	-204	-179	23
EPS(원)	-3,588	7,543	-5,620	-4,916	644
YoY(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전
PER(배)	-62.0	23.0	-36.3	-34.5	263.6
PCR(배)	89.0	17.8	-22.1	-20.7	-358.3
PBR(배)	12.5	4.9	7.0	7.1	7.1
EV/EBITDA(배)	121.9	23.5	-43.5	-45.0	58.2
ROE(%)	-27.4	28.3	-17.4	-18.5	2.7

실적 전망

1Q24 매출액 6,835억원(YoY -50%, QoQ -2%), 영업이익 -1,599억원(YoY 적전, QoQ 적지), 2024년 연간 매출액 3조 1,357억원(YoY-32%), 영업이익 -1,869억원(YoY적지)를 전망한다.

4Q23 반영되었던 재고평가손실은 1H24까지 영향 지속될 것으로 파악된다. 4Q23 매출액 6,579억원(YoY-47%, QoQ-49%), 영업적자 -2,804억원을 기록했는데 이는 원재료 급락에 따른 역 Lagging 효과로 인하여 NCM523 판매 손실 급증, 기말 재고자산 평가에 따른 손실 금액 반영이 주요한 원인이었다. 4Q23 연말기준 보유재고는 약 6,000톤 수준으로 1H24까지 영향이 지속될 것으로 전망한다. 동사의 비사급과 관련된 메탈 계약구조는 글로벌 대형 원자재 업체와 탄산리튬을 의무계약 조건으로 매입하는 구조로 최근 큰 폭의 손실로 인해 구매물량을 줄이는 재 합의를 진행하였으며 2023년과 같은 큰 부담은 완화 될 것으로 파악된다. 장기적으로 사급(고객사 등 납품처가 리튬을 공급해주는 형태)구조가 메인이 될 것이며 과거 낮았던 사급 비율은 최근 65%까지 증가하였다. 유럽 고객사 등은 사급 구조를 강화하는 이유로는 광물 조달 비용을 통제함에 따라 배터리 및 자동차 가격 결정권을 갖기 위함으로 파악된다.

4Q23 낮아진 출하량(QoQ -43%)은 기저효과로 인해 1Q24 QoQ +30% 2Q24 +25%로 급격하게 개선될 것이며, 1~2월 수출입 데이터로도 물량 반등을 확인할 수 있다. 하반기 NCMA95 신제품 출시에 따라 주요 고객사내 점유율을 방어할 것으로 전망되며 업황 개선시 추가적인 업사이드도 기대된다.

[도표 1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

(단위:억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
매출액	13,629	13,682	12,554	6,576	6,835	7,485	8,358	8,680	46,441	31,357
% YoY	146%	59%	1%	-46%	-50%	-45%	-33%	32%	20%	-32%
% QoQ	11%	0%	-8%	-48%	2%	14%	16%	7%		
영업이익	404	30	148	-2,804	-1,599	-629	134	226	-2,223	-1,869
% OPM	3.0%	0.2%	1.2%	-42.6%	-23.4%	-8.4%	1.6%	2.6%	-4.8%	-6.0%
% YoY	-24%	-95%	-85%	-627%	-496%	-2196%	-9%	-108%	-183%	-16%
% QoQ	-24%	-93%	392%	-2001%	-43%	-61%	-121%	69%		

자료: 교보증권 리서치센터

투자포인트 1. 기술기반으로 하반기 출하량 증가

단결정 양극재는 일반 양극재보다 에너지 밀도를 더 높이고 수명이 길다는 장점을 갖고 있다. 결정이 단단하여 가공이 어렵지만 화재 위험을 줄이고 배터리의 수명과 밀도를 높인다. 단결정 양극재는 우수한 제품력을 기반으로 신규 제조공정 및 폼 팩터에 채용될 가능성이 높다고 판단한다. 잔류 리튬 발생이 적어 수세공정이 없어 건식공정이 가능하며, 금년 하반기부터 본격적인 생산을 앞둔 대구경 배터리에 에너지 밀도가 높은 단결정 양극재의 채택이 늘어날 것으로 전망된다.

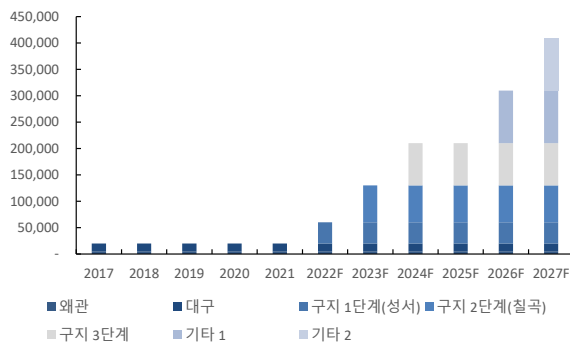
이러한 새로운 배터리의 변화와 주행거리 확대를 위한 고객사의 요구에 맞추어 2Q24부터 동사의 주요 고객사 2곳에 니켈 90% 중반 단결정 양극재 제품의 본격적인 출하가 예정되어 있으며 3~4Q24 본격적인 물량증가가 일어나게 될 것으로 전망한다.

투자포인트 2. 신규고객사 확대

2023년 동사는 고객사 확대 및 신규 수주에 대한 투자자들의 기대에 부흥하지 못하는 성과를 보여주었으나 금년에는 미뤄진 성과를 보여주기 위해 내부적으로 총력을 다하고 있는 것을 확인하였다. 현재 약 3건정도의 신규수주가 준비중이고 이에 따라 주요 고객사의 의존도를 낮추어 포트폴리오 다변화를 이루어 나갈 것이다. 추가적인 신규 증설은 1조원 수준으로 투자부담을 줄이기 위해 JV형태로 진행을 고려 중인 것으로 파악된다.

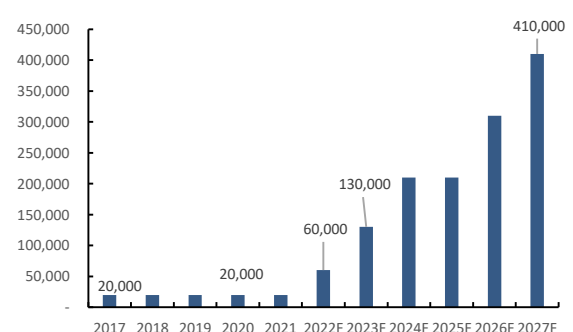
한편, 2024년 현재 생산능력 규모는 구지 3공장 증설을 완료로 21만톤 규모로 최근 침체된 업황 및 미국 진출의 불확실성으로 단기적인 계획은 보류 중이나, 2027년 이후 약 40만톤 규모의 계획은 유지하고 있다.

[도표 2] 엘앤에프 CAPA 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 엘앤에프 CAPA 추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

투자포인트 3. 다양한 신사업 준비로 체질 강화

(1)음극재 : 동사의 가장 우선적인 신사업중 하나이며 제품확대와 높은 마진으로 사업타당성을 확인하였다. 일본 파트너사인 미쯔비시와 심도있게 사업에 대한 논의 중이며 향후 파트너십을 통한 원활한 생산이 전망된다. 음극재는 탈중국 원재료 소싱을 확보하고 있어 IRA에도 부합하게 될 것이다. 2025년 양산을 계획하고 있으며 구지 3공장에 부지 근방에 확보를 목표로 하고 있다.

(2)수산화리튬과 탄산리튬 톨링(전환·가공)시스템 : 경남 하동에 설치를 준비하고 있으며 동사 단독 진행이 아닌 전략적인 사업 확장을 위해 현재 파트너를 선정 중이다. 총 투자규모는 4,000억원 수준으로 예상된다.

(3)전구체 : LS와 함께 사업을 진행할 것이며 이미 지난 1월 새만금 공장 착공이 시작되었다. 2025년 말 완공하여 2026년부터 전구체 사업을 시작하게 될 것으로 계획하고 있다. 초기 2만톤 규모의 수준으로 시작할 것으로 IRA 대응 및 내재화를 위함이다.

(4)LFP : 현재 동사는 EV용 LFP 시제품 쉘 테스트는 이미 진행되어 기술확보가 되었고 고객사 수주확보에 따른 증설을 진행할 것으로 계획 중이다.

4)이전상장효과 기대 안정적인 외국인 지분을 확보

엘앤에프는 코스피 이전상장을 장기적으로 준비해 왔으며 2024년 1월 29일(월) 유가증권시장에서 매매가 시작되었다. 향후 주주기반을 더욱 견고히 하기 위한 방안으로 글로벌 연금 펀드 등을 유치하기 위해 노력할 것으로 보여지며 패시브 자금 유입은 주가의 급등락을 줄이기 위한 좋은 솔루션이라고 판단된다.

[엘앤에프 066970]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	4,644	3,136	3,784
매출원가	893	3,536	4,784	3,216	3,581
매출총이익	78	351	-140	-80	203
매출총이익률 (%)	8.0	9.0	-3.0	-2.6	5.4
판매비와관리비	34	85	83	107	104
영업이익	44	266	-222	-187	98
영업이익률 (%)	4.6	6.9	-4.8	-6.0	2.6
EBITDA	65	297	-194	-160	123
EBITDA Margin (%)	6.7	7.7	-4.2	-5.1	3.3
영업외손익	-170	74	-70	-69	-65
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	76	72	75	84
금융비용	-181	-26	-183	-185	-189
기타	5	24	41	41	41
법인세비용차감전순이익	-126	341	-292	-256	34
법인세비용	-13	70	-88	-77	10
계속사업순이익	-112	271	-204	-179	23
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	-204	-179	23
당기순이익률 (%)	-11.6	7.0	-4.4	-5.7	0.6
비지배지분순이익	1	1	-1	-1	0
지배지분순이익	-113	270	-203	-178	23
지배순이익률 (%)	-11.6	6.9	-4.4	-5.7	0.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	8	1	1	1	1
포괄순이익	-104	272	-203	-178	25
비지배지분포괄이익	1	1	-1	-1	0
지배지분포괄이익	-105	271	-202	-177	25

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138	-864	-148	58	133
당기순이익	-112	271	-204	-179	23
비현금항목의 가감	192	79	-130	-122	-41
감가상각비	19	30	28	26	24
외환손익	0	17	-41	-41	-41
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	173	33	-117	-106	-24
자산부채의 증감	-213	-1,199	123	306	181
기타현금흐름	-5	-15	63	52	-31
투자활동 현금흐름	-414	-82	-280	-252	-252
투자자산	-35	-3	0	0	0
유형자산	-179	-287	-280	-250	-250
기타	-199	209	0	-2	-2
재무활동 현금흐름	802	795	171	89	167
단기차입금	33	278	41	45	49
사채	139	0	0	0	0
장기차입금	96	309	206	62	136
자본의 증가(감소)	495	0	0	0	0
현금배당	-1	0	-17	-17	-17
기타	41	208	-60	-1	-1
현금의 증감	251	-152	-117	80	227
기초 현금	21	272	120	3	83
기말 현금	272	120	3	83	310
NOPLAT	40	212	-155	-131	69
FCF	-332	-1,244	-284	-47	25

자료: 엘앤에프, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,071	2,303	1,997	1,450	1,508
현금및현금성자산	272	120	3	83	310
매출채권 및 기타채권	272	801	468	317	382
재고자산	262	1,228	1,467	990	757
기타유동자산	266	154	59	59	59
비유동자산	462	721	973	1,196	1,422
유형자산	427	710	962	1,186	1,412
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	3	3	3	3	3
기타비유동자산	31	9	8	7	7
자산총계	1,532	3,024	2,970	2,646	2,930
유동부채	398	1,288	1,278	1,089	1,239
매입채무 및 기타채무	226	644	761	527	628
차입금	130	406	447	491	541
유동성채무	37	59	0	0	0
기타유동부채	6	179	70	70	70
비유동부채	499	451	629	688	816
차입금	156	412	618	680	816
사채	17	0	0	0	0
기타비유동부채	326	39	11	8	0
부채총계	897	1,739	1,905	1,777	2,054
지배지분	631	1,280	1,060	865	872
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	352	157	163
기타자본변동	-5	2	2	2	2
비지배지분	4	6	5	4	4
자본총계	635	1,285	1,065	869	875
총차입금	660	909	1,069	1,172	1,357

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-3,588	7,543	-5,620	-4,916	644
PER	-62.0	23.0	-36.3	-34.5	263.6
BPS	17,799	35,530	29,242	23,864	24,046
PBR	12.5	4.9	7.0	7.1	7.1
EBITDAPS	2,018	8,292	-5,352	-4,419	3,396
EV/EBITDA	121.9	23.5	-43.5	-45.0	58.2
SPS	30,795	108,610	128,398	86,508	104,391
PSR	7.2	1.6	1.6	2.0	1.6
CFPS	-10,353	-34,664	-7,840	-1,308	681
DPS	0	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	172.6	300.4	19.5	-32.5	20.7
영업이익 증가율	2,910.3	501.8	적전	적지	흑전
순이익 증가율	적지	흑전	적전	적지	흑전
수익성					
ROIC	7.0	14.8	-7.3	-6.3	3.5
ROA	-11.3	11.9	-6.8	-6.3	0.8
ROE	-27.4	28.3	-17.4	-18.5	2.7
안정성					
부채비율	141.2	135.3	179.0	204.6	234.7
순차입금비율	43.1	30.1	36.0	44.3	46.3
이자보상배율	3.3	12.5	-8.7	-6.6	3.0

엘앤에프 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.03.03	매수	250,000	(13.88)	(1.68)					
2022.05.17	매수	370,000	(36.47)	(25.24)					
2022.08.17	매수	370,000	(39.13)	(25.24)					
2022.11.10	매수	370,000	(39.08)	(25.24)					
2023.02.14	매수	370,000	(29.50)	(8.92)					
2023.08.04	매수	370,000	(33.34)	(8.92)					
2023.10.05	매수	220,000	(24.42)	(3.86)					
2024.02.22	매수	220,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하