

Company Brief

2023-11-07

엘앤에프(066970)

실적 개선 기대감은 내년으로

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000 원(하향)
증가(2023/11/06)	187,700 원
상승여력	33.2 %

Stock Indicator	
자본금	18십억원
발행주식수	3,625만주
시가총액	6,804십억원
외국인지분율	18.4%
52주 주가	129,400~337,000 원
60일평균거래량	568,684주
60일평균거래대금	107.3십억원

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



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	3,887	4,946	5,428	10,127
영업이익(십억원)	266	56	133	457
순이익(십억원)	270	66	165	397
EPS(원)	7,526	1,834	4,555	10,966
BPS(원)	35,530	36,717	40,842	51,379
PER(배)	23.1	102.3	41.2	17.1
PBR(배)	4.9	5.1	4.6	3.7
ROE(%)	28.3	5.1	11.7	23.8
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	23.4	71.7	35.9	14.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

3Q23 실적 부진 지속

동사의 2Q23 실적은 매출액 1.26 조원(+1% YoY, -8% QoQ), 영업이익 148 억원(-85% YoY, +394% QoQ), 영업이익률 1.2%로 부진한 흐름이 이어지면서 시장기대치(매출액 1.3 조원, 영업이익 282 억원, 영업이익률 2.1%)를 하회했다. 3Q23 양극재 출하량은 전분기 대비 약 7% 감소했다. Tesla 가 사이버트럭과 모델 3 하이랜드 등의 양산을 위한 공장 업그레이드로 인해 생산량이 일시적으로 축소되면서 주력 고객사인 LG 에너지솔루션의 원형전지 출하량이 감소했기 때문이다. 또한 유럽 전기차 수요 둔화세로 SK 온 중대형 배터리 출하도 부진했다. 판가 하락폭은 크지 않았지만 주로 원재료 가격 하락에 따른 역래깅 효과로 의미 있는 수익성 개선은 제한적이었다. 또한 지난 분기에 이어 재고평가손실 약 100 억원 가량이 추가 인식되었다.

4Q23 전방 수요 둔화 영향으로 추가적인 실적 악화 불가피할 전망

최근 전세계 금리 인상 기조와 경기 둔화 우려, 러시아-우크라이나 및 이스라엘-팔레스타인 전쟁 등 매크로 불확실성이 높아지고 있어 자동차 수요에 부정적인 요인들이 부각되고 있다. 특히 VW, GM, Ford 등 주요 완성차 제조사들은 전기차의 극심한 가격 경쟁으로 인해 수익성 측면에서 어려움을 겪고 있음을 토로하며 신차 출시 계획들은 연기하는 분위기이다. 올해부터 IRA 법을 시행 중인 북미 전기차 수요는 상대적으로 견조하나 고금리 기조와 경기 불확실성으로 인해 Tesla 내에서도 삼원계 배터리를 채택한 고가 차량보다는 LFP 배터리 기반의 중저가 차량 중심으로 수요가 집중되는 분위기이다. 이로 인해 4Q23 양극재 출하량은 전방 수요의 불확실성과 더불어 연말 재고 조정 가능성까지 높아짐에 따라 전분기 대비 약 20% 감소할 것으로 전망된다. 또한 판가는 NCM523 이 약 12~13%, NCMA90 도 소폭 하락할 것으로 예상되어 손익 개선 시점도 지연될 것으로 전망된다. 이를 반영한 4Q23 매출액과 영업이익은 각각 9,597 억원(-22% YoY, -24% QoQ), -25 억원(적자전환 YoY/QoQ)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 250,000 원으로 하향

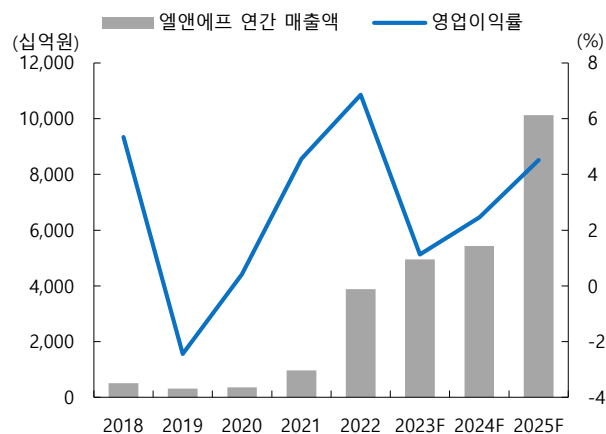
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 250,000 원으로 하향한다. 목표주가는 2026 년 예상 EPS 에 2025~2028 년 전세계 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 21.3%에 PEG 1.0 을 적용한 P/E 21.3 배를 반영해 산출했다. 국내 양극재 업종 경쟁사들 대비 광물 조달 체계, 원재료 리사이클링 등 Closed loop 구축에 다소 속도가 뒤쳐진다는 점이 경쟁사 대비 밸류에이션 할인 요인으로 작용할 수 있다. 동사 실적은 1Q24 까지 주요 원재료 재고 래깅에 따른 원가 상승 영향과 판가 하락에 따른 마진 스프레드 축소 등으로 수익성 부진이 지속될 것으로 예상되나, 내년부터 원재료 수급 안정화와 고객사 다변화 등을 통해 점차 개선세를 나타낼 것으로 전망된다. 이를 근거로 할 때 현 주가는 2026 년 예상 실적 기준 P/E 9.9 배로 국내 양극재 소재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높다. 향후 배터리 리사이클-전구체-양극재로 이어지는 생산 수직계열화 구축과 고객사 다변화 및 포트폴리오 강화가 구체화되면서 주가 밸류에이션 할인 요인이 점차 해소될 것으로 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

표 1. 엘앤에프 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
출하량 가정(천t)	16	19	24	25	28	27	25	20	83	100	113	211
매출액	554	863	1,243	1,228	1,363	1,368	1,255	960	3,887	4,946	5,428	10,127
YoY 증감률	283%	320%	416%	223%	146%	59%	1%	-22%	300%	27%	10%	87%
QoQ 증감률	46%	56%	44%	-1%	11%	0%	-8%	-24%				
매출원가	483	783	1,120	1,150	1,304	1,344	1,221	943	3,536	4,812	5,206	9,542
매출원가율	87%	91%	90%	94%	96%	98%	97%	98%	90%	97%	96%	95%
매출총이익	71	80	123	78	59	24	34	17	351	134	223	585
매출총이익률	13%	9%	10%	6%	4%	2%	3%	2%	10%	3%	4%	5%
판매비 및 관리비	18	18	24	25	19	21	19	20	85	79	89	128
판매비율	3%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
영업이익	53	61	99	53	40	3	15	-2	266	56	133	457
영업이익률	10%	7%	8%	4%	3%	0%	1%	0%	7%	1%	2%	5%
YoY 증감률	흑전	967%	630%	89%	-24%	-95%	-85%	적전	502%	-79%	139%	243%
QoQ 증감률	88%	16%	61%	-46%	-24%	-93%	394%	적전				
세전이익	100	84	118	38	-23	58	45	5	341	84	209	504
당기순이익	71	66	91	43	-16	49	57	-23	271	67	166	399
당기순이익률	13%	8%	7%	4%	-1%	4%	5%	-2%	7%	1%	3%	4%
YoY 증감률	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	-25%	-38%	적전	흑전	-75%	149%	141%
QoQ 증감률	흑전	-8%	38%	-52%	적전	흑전	14%	적전				

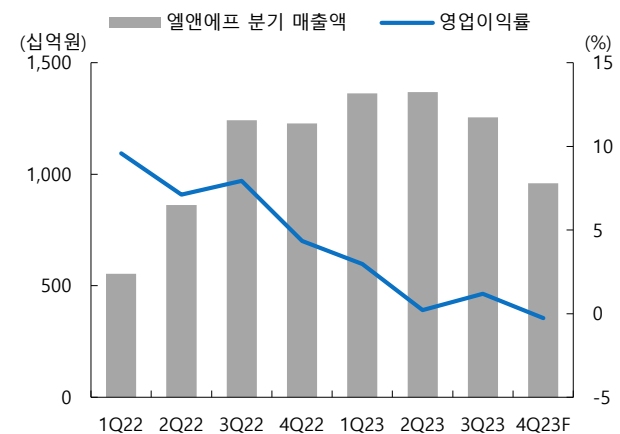
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



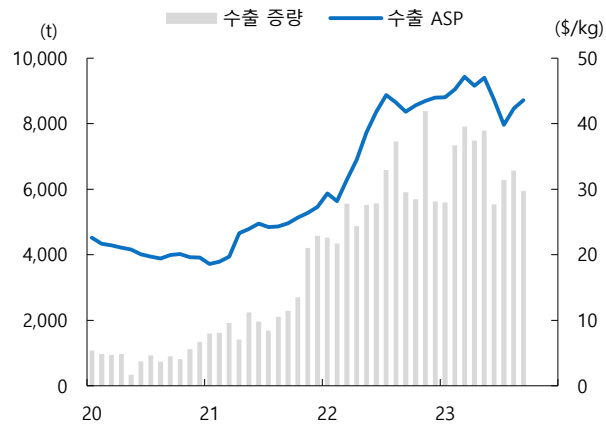
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



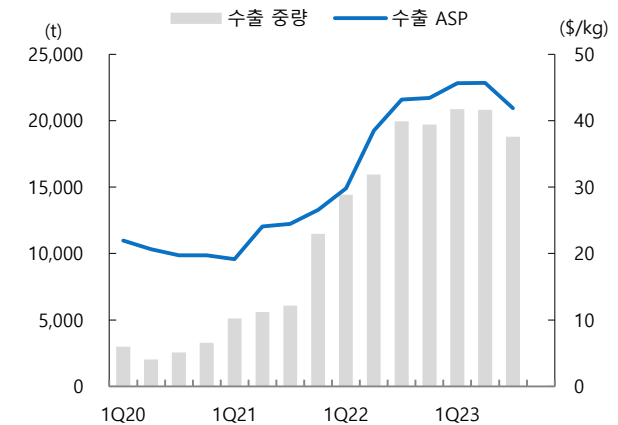
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 3. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



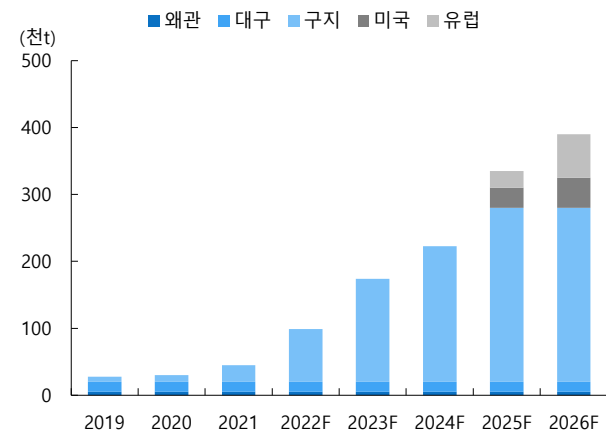
자료: KITA, 하이투자증권

그림 4. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



자료: KITA, 하이투자증권

그림 5. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

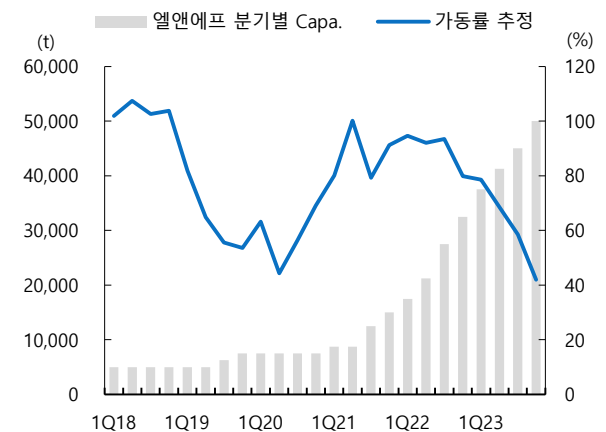
주: 현재 협의 중인 대규모 해외 공장 증설분 제외

그림 6. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



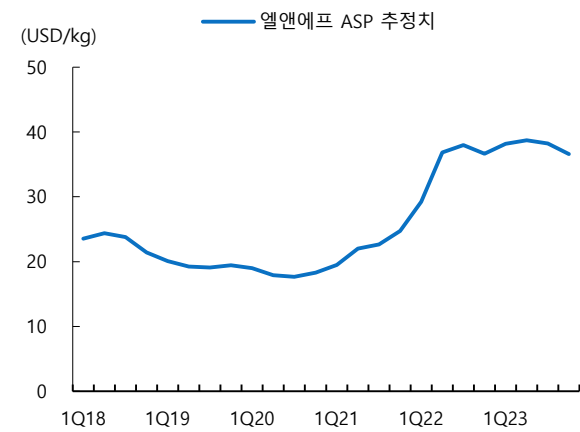
자료: LG 에너지솔루션, 하이투자증권

그림 7. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 8. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



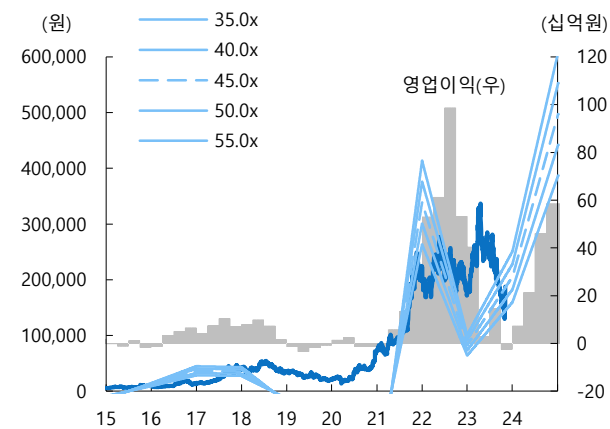
자료: 하이투자증권

표 2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	비고
EPS(원)	-573	-3,526	7,526	1,834	4,555	10,966	18,900	지배주주순이익 기준
BPS(원)	6,930	17,799	35,530	36,717	40,842	51,379	69,849	
고점 P/E	-24.1	-18.5	36.8	183.7				
평균 P/E	-58.4	-35.3	28.5	124.6				최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-125	-70.7	22.4	70.5				최근 3년간 평균: -
고점 P/B	9.0	12.5	7.8	9.2				최근 3년간 평균: 9.5
평균 P/B	4.2	6.3	6.0	6.2				최근 3년간 평균: 5.7
저점 P/B	1.7	3.3	4.7	3.5				최근 3년간 평균: 3.6
ROE	-9.1%	-27.0%	28.2%	5.1%	11.7%	23.8%	31.2%	
적용 EPS				10,966				2025년 예상 EPS 적용
Target P/E(배)				21.3				25~29년 전세계 EV 배터리 수요 성장률
적정 추가(원)				233,572				
목표 추가(원)				250,000				26년 기준 P/E 13.2배, P/B 3.6배
전일 종가(원)				187,700				26년 기준 P/E 9.9배, P/B 2.7배
상승 여력				33.2%				

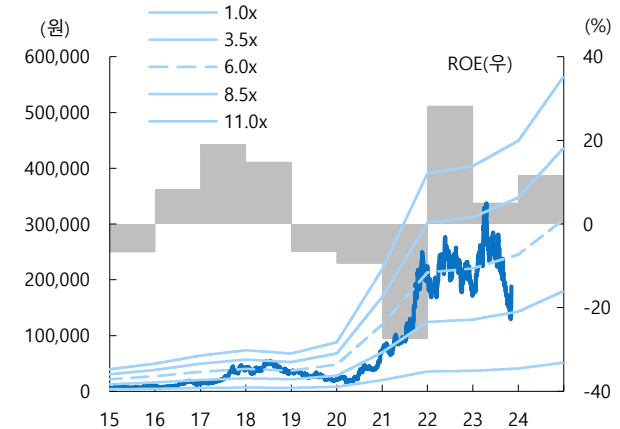
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 9. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 10. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업종 Peer valuation table

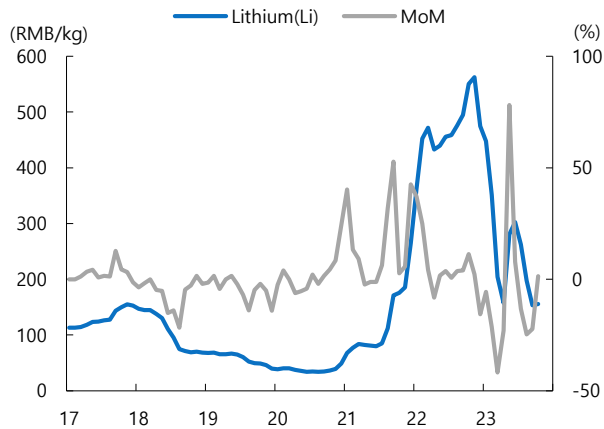
소재	업체명	주가 (원) (11/6)	시가총액 (십억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			지배주주순이익 증가			ROE (%)		
				23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F	23F	24F	25F
셀	LGES	493,500	115,479	67.5	42.9	26.2	5.6	5.1	4.3	20.6	13.4	9.1	123%	57%	64%	8.7	12.4	17.8
	삼성SDI	506,000	34,795	17.9	15.3	12.0	1.8	1.6	1.4	9.6	7.9	6.3	2.1%	17%	27%	11.4	11.9	13.3
	SK이노베이션	155,500	15,652	22.3	9.2	6.0	0.7	0.7	0.6	7.9	6.2	5.0	-57%	154%	54%	3.3	7.7	11.0
양극재	포스코퓨처엠	349,500	27,073	209	95.3	48.5	10.5	9.6	8.1	76.8	35.7	20.8	10%	119%	97%	5.1	10.5	18.1
	에코프로비엠	299,000	29,243	121.8	73.2	46.1	18.7	14.9	11.1	43.8	27.1	17.8	3%	67%	59%	16.4	22.7	27.6
	엘앤에프	187,700	6,804	80.4	22.5	14.8	4.7	3.9	3.0	35.9	13.1	8.7	-69%	259%	52%	6.4	20.4	24.8
	코스모신소재	178,000	5,456	274	126	53.9	15.1	13.5	10.8	97.7	57.3	27.3	-27%	126%	134%	6.4	11.3	22.2
분리막	SKIET	74,500	5,312	170.4	58.3	27.6	2.4	2.3	2.1	31.1	16.8	10.6	흑전	192%	111%	1.4	4.0	7.9
	더블유씨피	45,800	1,543	24.6	27.4	15.7	1.5	1.4	1.3	14.3	14.4	10.0	13%	-10%	75%	6.4	5.4	8.8
전지박	SKC	95,200	3,605	-21.7	128	27.1	2.1	2.1	2.0	49.3	14.8	9.7	적지	흑전	372%	-10	1.8	8.4
	롯데에너지머티	44,900	2,070	1,408	28.2	21.0	1.4	1.4	1.3	14.3	9.3	7.9	-97%	4901%	34%	0.1	5.0	6.5
	솔루스첨단소재	24,150	848	253	-212	63.0	2.0	2.0	1.9	적지	16.6	11.5	적지	적지	흑전	0.8	-0.9	3.0
전해액/ 전해질	동화기업	67,700	1,369	-55.0	37.3	16.2	2.0	1.8	1.6	47.1	13.5	8.0	적전	흑전	131%	-3.9	5.6	11.7
	천보	112,500	1,125	-79.6	25.1	12.1	3.4	3.0	2.5	38.7	12.8	8.0	적전	흑전	108%	-4.2	12.9	22.7
	후성	11,250	1,061	-112.9	44.4	25.0	3.0	2.9	2.6	30.2	12.1	9.5	적전	흑전	77%	-2.6	6.6	10.8
실리콘 음극재	한솔케미칼	170,100	1,928	18.5	14.0	11.2	2.2	1.9	1.7	10.5	8.2	6.5	-33%	32%	25%	13.0	15.3	16.8
	대주전자재료	84,600	1,310	359	91.9	23.5	10.4	9.3	6.6	69.2	31.6	13.6	265%	290%	291%	3.1	11.2	34.3
도전재	나노신소재	141,000	1,715	82.0	54.7	31.9	7.9	7.0	5.7	66.7	36.7	21.2	9.7%	50%	71%	10.2	13.7	20.1
	제이오	25,200	790	77.1	51.6	26.9	6.1	5.4	4.4	45.3	26.0	13.6	흑전	51%	92%	11.3	11.9	19.5
부품	신흥에스이씨	42,300	329	11.4	9.9	7.2	1.1	1.0	0.9	5.8	5.1	4.4	73%	15%	37%	10.5	11.0	13.4
평균				146	37.1	25.8	5.1	4.5	3.7	37.6	18.9	11.5	17%	421%	101%	4.7	10.0	15.9

자료: Quantilise, 하이투자증권

주: 2023년 11월 6일 종가 기준

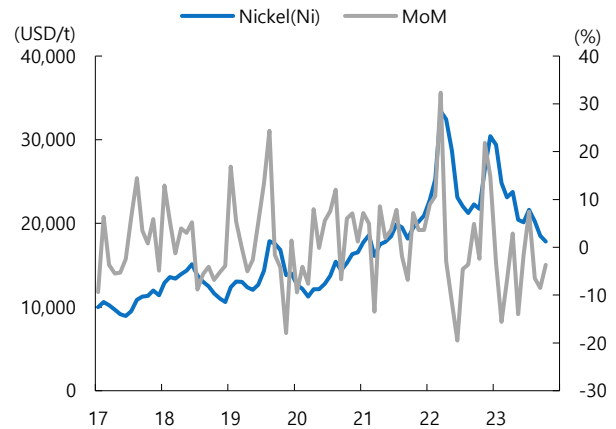
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림 11. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



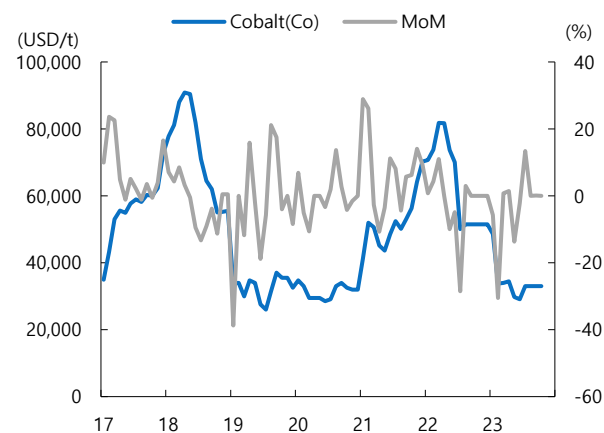
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 12. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



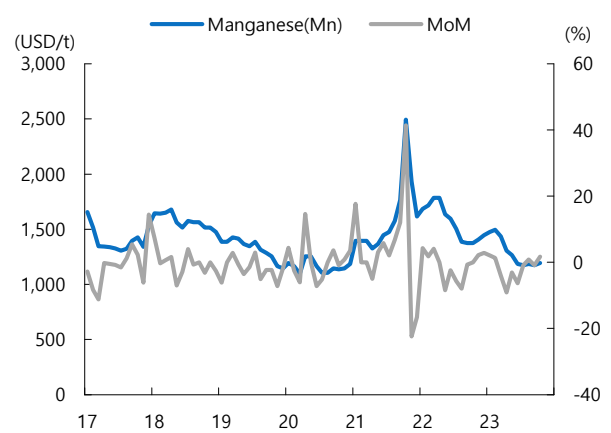
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 13. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



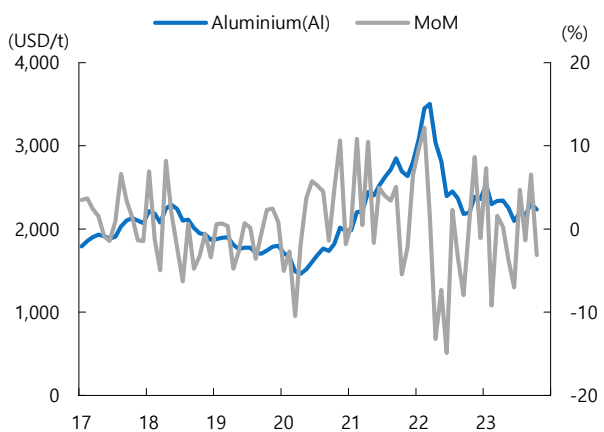
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 14. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

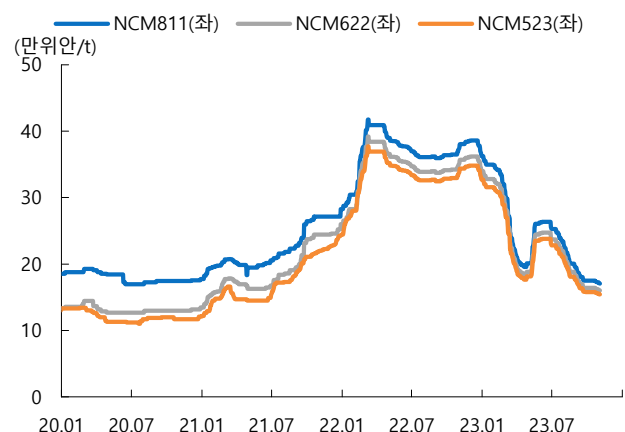
그림 14. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2023년 10월 31일 기준

그림 15. 주요 NCM 양극재 현물가 추이



자료: Iccsino, Xinyu Information, 하이투자증권

주: 2023년 10월 31일 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,303	2,687	3,092	4,505	매출액	3,887	4,946	5,428	10,127
현금 및 현금성자산	120	400	716	568	증가율(%)	300.4	27.2	9.7	86.6
단기금융자산	40	38	42	40	매출원가	3,536	4,812	5,206	9,542
매출채권	802	962	870	1,437	매출총이익	351	134	223	585
재고자산	1,228	1,230	1,379	2,418	판매비와관리비	85	79	89	128
비유동자산	721	981	1,195	1,390	연구개발비	33	48	49	94
유형자산	710	960	1,180	1,373	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	6	5	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,024	3,668	4,286	5,895	영업이익	266	56	133	457
유동부채	1,288	1,480	1,548	2,373	증가율(%)	501.8	-79.1	139.3	242.6
매입채무	601	893	909	1,762	영업이익률(%)	6.9	1.1	2.5	4.5
단기차입금	406	406	406	406	이자수익	5	7	17	12
유동성장기부채	59	50	54	52	이자비용	21	39	46	60
비유동부채	451	851	1,252	1,652	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	400	800	1,200	기타영업외손익	24	32	56	58
장기차입금	412	412	412	412	세전계속사업이익	341	84	209	504
부채총계	1,739	2,331	2,800	4,025	법인세비용	70	18	43	105
지배주주지분	1,280	1,331	1,480	1,862	세전계속이익률(%)	8.8	1.7	3.9	5.0
자본금	18	18	18	18	당기순이익	271	67	166	399
자본잉여금	665	665	665	665	순이익률(%)	7.0	1.3	3.1	3.9
이익잉여금	572	621	770	1,150	지배주주귀속 순이익	270	66	165	397
기타자본항목	25	26	28	29	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	6	6	6	8	총포괄이익	272	68	167	400
자본총계	1,285	1,336	1,487	1,870	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-864	266	220	-206	주당지표(원)				
당기순이익	271	67	166	399	EPS	7,526	1,834	4,555	10,966
유형자산감가상각비	30	49	80	107	BPS	35,530	36,717	40,842	51,379
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	8,394	3,236	6,802	13,932
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-82	-300	-305	-300	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-287	-300	-300	-300	PER	23.1	102.3	41.2	17.1
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	4.9	5.1	4.6	3.7
금융상품의 증감	1	0	0	0	PCR	20.7	58.0	27.6	13.5
재무활동 현금흐름	795	374	387	380	EV/EBITDA	23.4	71.7	35.9	14.7
단기금융부채의증감	242	-9	5	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	309	400	400	400	ROE	28.3	5.1	11.7	23.8
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA 이익률	7.7	2.2	4.0	5.6
배당금지급	-	-17	-17	-17	부채비율	135.3	174.4	188.3	215.2
현금및현금성자산의증감	-152	280	316	-148	순부채비율	55.7	62.1	61.5	78.2
기초현금및현금성자산	272	120	400	716	매출채권회전율(x)	7.2	5.6	5.9	8.8
기말현금및현금성자산	120	400	716	568	재고자산회전율(x)	5.2	4.0	4.2	5.3

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

엘앤에프 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율		
			평균주가대비	최고 (최저) 주가대비	
2022-05-31	Buy	350,000	-34.2%	-25.6%	
2022-08-17	Buy	400,000	-45.5%	-35.8%	
2022-10-05	Buy	280,000	-24.5%	-17.3%	
2022-11-14	Buy	400,000	-50.7%	-42.1%	
2023-01-31	Buy	300,000	-12.6%	12.3%	
2023-05-11	Buy	320,000	-31.7%	-10.9%	
2023-11-07	Buy	250,000			

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
94.6%	5.4%	-