

엘앤에프 (066970)

전창현

changhyun.jeon@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

310,000

하향

현재주가

187,700

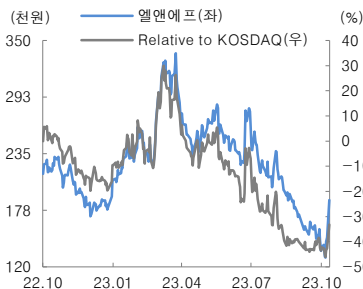
(23.11.06)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

ESG평가 등급 S A+ A **B+** B C D

KOSDAQ	839.45
시가총액	6,804십억원
시가총액비중	1.71%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	337,000원 / 129,400원
120일 평균거래대금	1,931억원
외국인지분율	18.41%
주요주주	새로닉스 외 15 인 23.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.1	-19.8	-26.2	-15.1
상대수익률	14.8	-12.2	-25.8	-29.8



수급이 아닌 펀더멘탈 개선이 중요

- 3분기 판매량 감소와 수익성 악화로 컨센 크게 하회
- 4분기 추가적인 판매량 감소와 재고관련 손실로 적자전환 전망
- 주가의 추세적 방향성은 수급 요인이 아닌 펀더멘탈 개선이 결정

투자의견 BUY, 목표주가 310,000원으로 하향(-22%)

목표주가는 24년 예상 EPS(2,701원)에 타겟 PER 멀티플 115배(24~26년 평균 EPS증가율 적용한 PEG 1배 기준) 적용하여 산출

주요 End 고객사 TESLA향 판매량 둔화(재고조정, LFP 모델 판매비중 확대) 및 수익성 부진(메탈 가격 하락 및 고가의 원재료 투입, 재고부담 지속) 고려하여 24년을 중심으로 실적 추정치 전반 하향 및 목표주가 조정

최근 정부의 공매도 금지 정책에 따라 특히, 공매도 잔고 비중 높은(6.6%) 동사 및 주요 2차전지 기업들에 숏커버 등 주가 변동성 확대되는 국면. 다만, 향후 주가의 추세적인 방향성을 결정하는 것은 수급 요인이 아닌 펀더멘탈 개선이라 판단

이를 위해 주요 고객사인 TESLA의 1)NCMA 양극재 탑재 모델의 판매비중 회복, 2)사이버트릭의 안정적인 생산 램프업(11/30 출시, 자체생산 4680 원통형 전지향 동사 NCMA 양극재 직판 추정) 확인 필요

3분기 P Flat, Q 감소, C 상승

3Q23 매출액 1.25조(QoQ-8%), 영업이익 148억(QoQ+393%, OPM 1.2%)으로 컨센(282억) -48% 하회

전방 EV 수요 둔화에 따른 판매량 감소(QoQ-7%), 메탈 가격 하락에 따른 판가-원가 역래깅(Lagging) 악영향, 재고평가손실(100억) 반영으로 부진한 실적 기록

4분기 P 하락, Q 감소, C 상승

4Q23 매출액 9,611억(QoQ-23%), 영업손실 208억(QoQ적자전환)으로 부진 지속
주요 고객사(TESLA)의 불확실한 수요와 연말 재고조정 가능성에 따라 판매량은 크게 감소(QoQ-19%)할 것으로 추정. ASP 하락(QoQ-5%)과 재고관련 손실 추가 반영으로 분기 적자전환 불가피할 전망

1H24부터 점진적 수요 회복 및 수익성 정상화될 것으로 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	4,948	7,038	9,608
영업이익	44	266	37	181	430
세전순이익	-126	341	-11	116	348
총당기순이익	-112	271	-9	98	288
자배분순이익	-113	270	-9	97	287
EPS	-3,526	7,526	-248	2,701	7,959
PER	NA	23.1	NA	69.5	23.6
BPS	19,668	35,673	34,820	37,059	44,556
PBR	11.3	4.9	5.4	5.1	4.2
ROE	-27.4	28.3	-0.7	7.5	19.5

주: EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23					4Q23		
			직전추정	집중치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,243	1,368	1,225	1,255	1.0	-8.2	1,315	961	-21.8	-23.4
영업이익	99	3	11	15	-85.0	393.3	21	-21	작전	작전
순이익	91	-8	-1	55	-39.2	흑전	6	-28	작전	작전

자료: 엘앤에프, FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	5,316	7,608	4,948	7,038	-6.9	-7.5
판매비와 관리비	78	139	74	130	-5.1	-6.8
영업이익	85	336	37	181	-55.8	-46.2
영업이익률	1.6	4.4	0.8	2.6	-0.8	-1.9
영업외손익	-48	-65	-48	-65	적자유지	적자유지
세전순이익	37	271	-11	116	적자조정	-57.3
자비지분순이익	31	228	-9	97	적자조정	-57.3
순이익률	0.6	3.0	-0.2	1.4	적자조정	-1.6
EPS(자비지분순이익)	852	6,332	-248	2,701	적자조정	-57.3

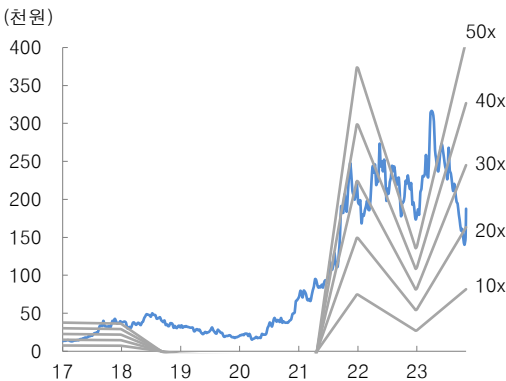
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 1. 엘앤에프 목표주가 산출(PER)

적정가치		
EPS(원)	2,701	24년 예상치
Target PER(배)	115.1	24~26년 EPS(g)적용 PEG 1 배 기준
적정주가(원)	310,898	
목표주가(원)	310,000	
현재주가(원)	187,700	11.6 기준
Upside(%)	65.2%	

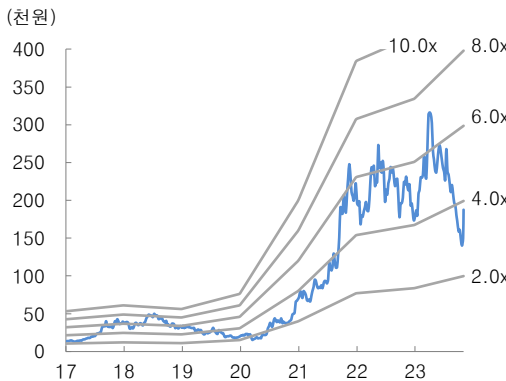
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 엘앤에프 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 엘앤에프 12MF PBR 차트



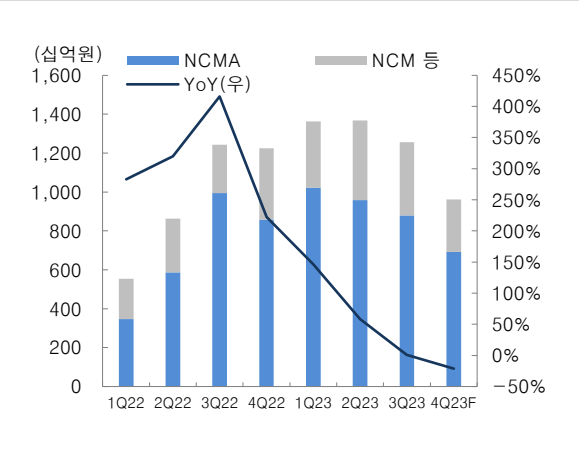
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	554	863	1,243	1,225	1,363	1,368	1,255	961	3,884	4,948	7,038
YoY	283%	320%	416%	222%	146%	59%	1%	-22%	300%	27%	42%
QoQ	46%	56%	44%	-1%	11%	0%	-8%	-23%			
매출원가	483	783	1,120	1,147	1,304	1,344	1,221	967	3,533	4,836	6,727
%Sales	87.2%	90.8%	90.1%	93.6%	95.7%	98.2%	97.3%	100.6%	91.0%	97.7%	95.6%
매출총이익	71	80	123	78	59	24	34	-6	351	111	311
GPM(%)	12.8%	9.2%	9.9%	6.4%	4.3%	1.8%	2.7%	-0.6%	9.0%	2.3%	4.4%
판관비	18	18	24	25	19	21	19	15	85	74	130
%Sales	3.2%	2.1%	1.9%	2.0%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	2.2%	1.5%	1.8%
영업이익	53	61	99	53	40	3	15	-21	266	37	181
YoY	흑전	967%	630%	88%	-24%	-95%	-85%	적전	502%	-86%	383%
QoQ	88%	16%	61%	-46%	-24%	-93%	393%	적전			
OPM(%)	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	3.0%	0.2%	1.2%	-2.2%	6.9%	0.8%	2.6%

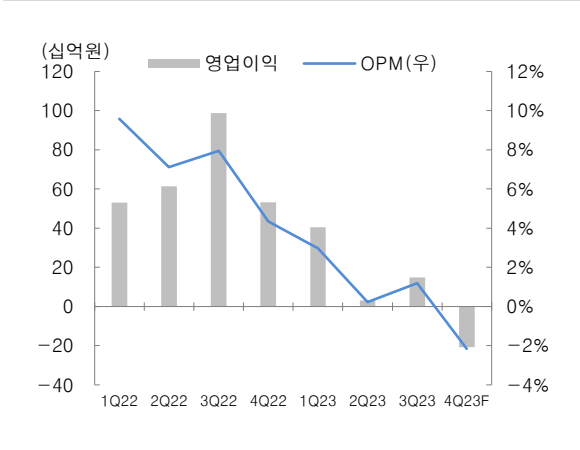
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 3. 분기별 매출액 추이



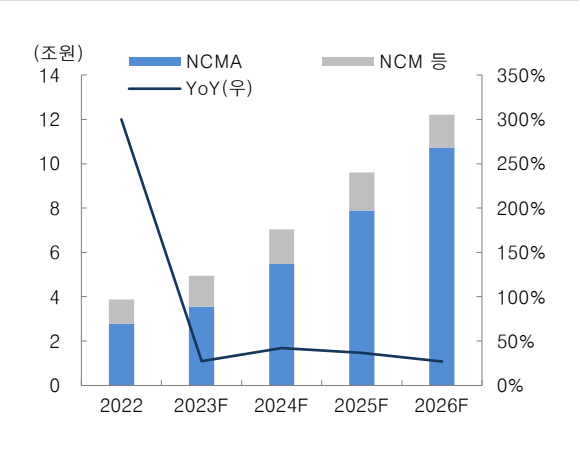
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 4. 분기별 영업이익 추이



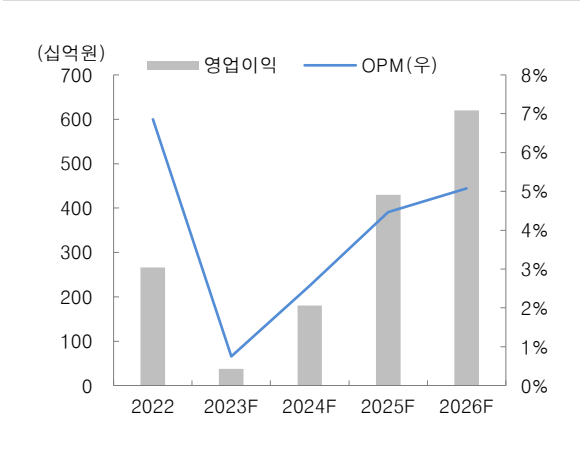
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 5. 연간 매출액 전망



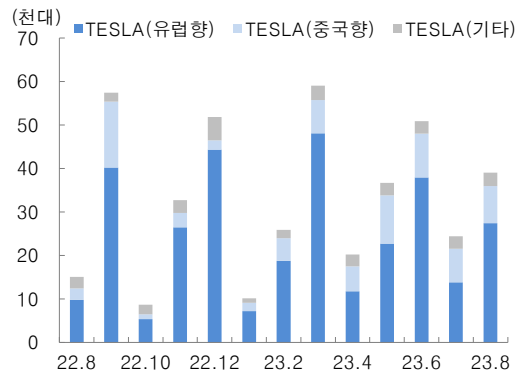
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 6. 연간 영업이익 전망



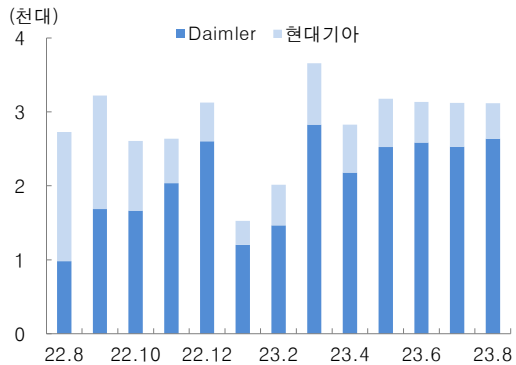
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 7. L&F(양극재)-LGES(셀) 탑재 EV 판매량



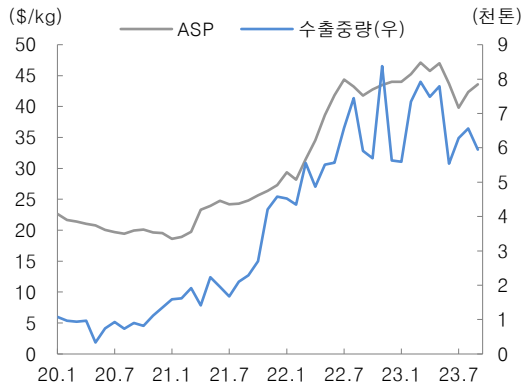
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 8. L&F(양극재)-SKon(셀) 탑재 EV 판매량



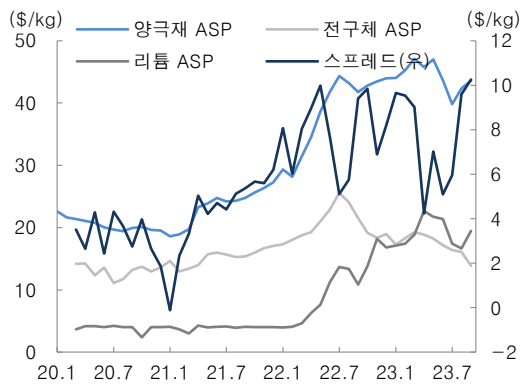
자료: SNER, 대신증권 Research Center

그림 9. 대구 달서구 수출 ASP 및 중량



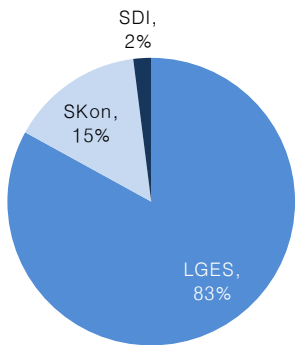
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 10. 대구 양극재(수출) - 전구체/리튬(수입) 스프레드



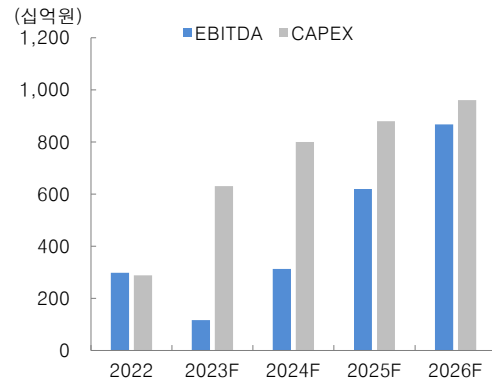
자료: KITA, 대신증권 Research Center / 전구체/리튬 2개월 레깅 투입 가정

그림 11. 고객별 매출 비중



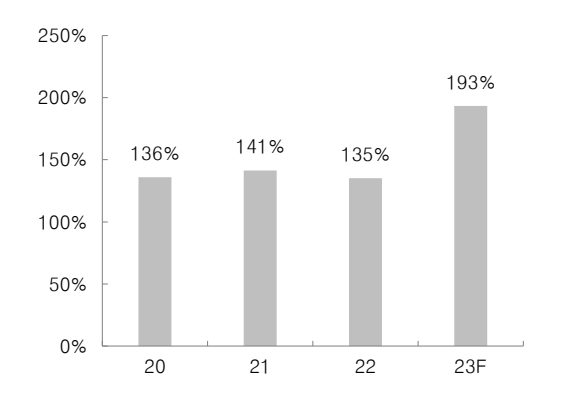
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center / 23년 추정

그림 12. EBITDA vs CAPEX



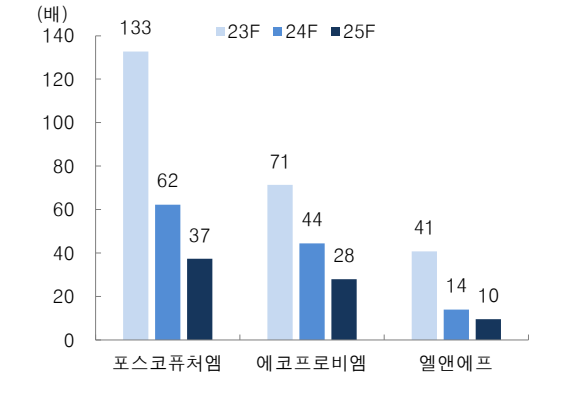
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 13. 부채비율 추이



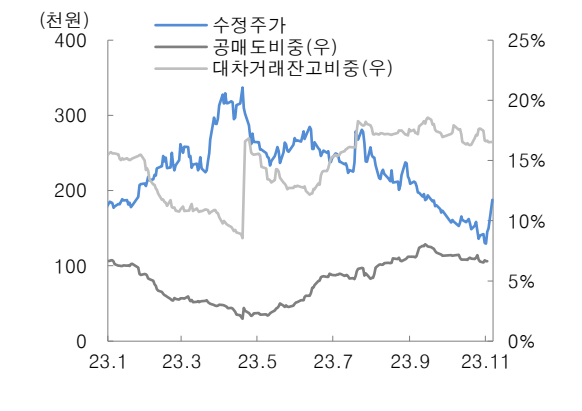
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 14. 주요 양극재 PER 비교



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center / 11.1 증가 기준

그림 15. 주가 vs 공매도 잔고비중



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 16. 수급 주체별 누적매수



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

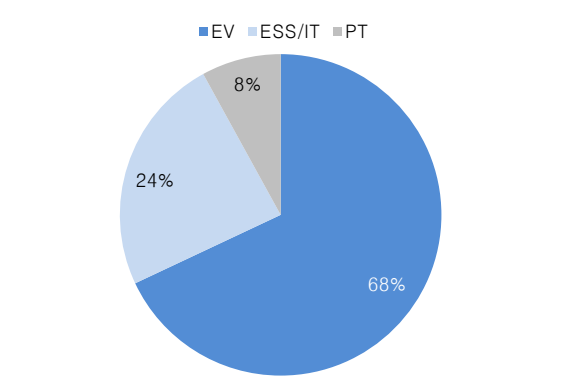
- 엘앤에프의 대표이사는 최수안
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 새로닉스 외 14인(23.7%), 자사주(7.6%)
- 2000년 설립, 2003년 코스닥 시장 상장
- 주요 사업은 2차전지 양극활물질과 그에 관련된 소재 제조 및 판매
- 22년말 기준 양극재 캐파 10만톤

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 양극재 수출 데이터
- 양극재 사업부문 실적 추이
- 양극재 캐파 증설 및 추가 수주
- 테슬라 EV 판매량

자료: 엘앤에프, 대산증권 Research Center

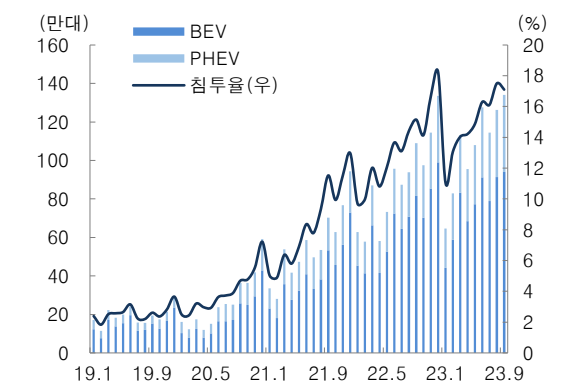
부문별 매출 비중(22년 기준)



자료: 엘앤에프, 대산증권 Research Center

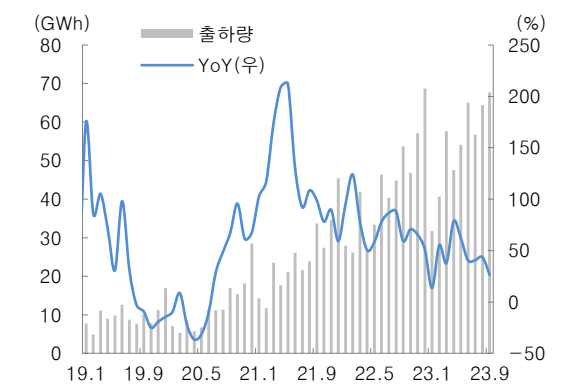
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량 및 침투율



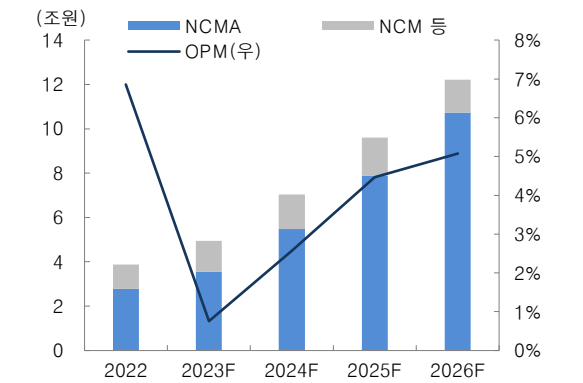
자료: SNE리서치, 대산증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



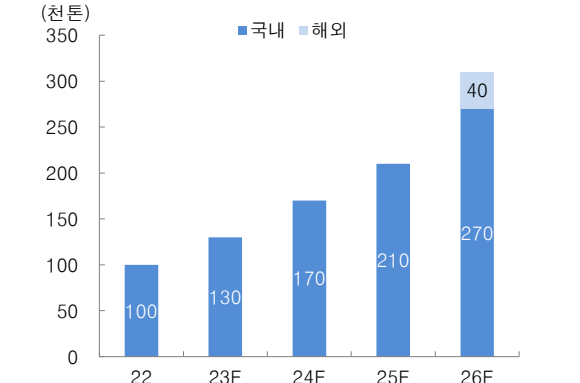
자료: SNE리서치, 대산증권 Research Center

엘앤에프 연간 실적 전망



자료: 엘앤에프, 대산증권 Research Center

엘앤에프 양극재 생산캐파 전망



자료: 엘앤에프, 대산증권 Research Center / 연말기준

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	4,948	7,038	9,608
매출원가	893	3,536	4,836	6,727	9,018
매출총이익	78	351	111	311	590
판매비와관리비	34	85	74	130	161
영업이익	44	266	37	181	430
영업외수익	46	6.9	0.8	2.6	4.5
EBITDA	65	297	117	313	619
영업외손익	-170	74	-48	-65	-82
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	76	15	18	22
외환관련이익	15	215	69	90	116
금융비용	-181	-26	-72	-96	-119
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	5	24	9	13	15
법인세비용차감전순이익	-126	341	-11	116	348
법인세비용	13	-70	2	-18	-60
계속사업순이익	-112	271	-9	98	288
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	-9	98	288
당기순이익률	-11.6	7.0	-0.2	1.4	3.0
비자비자분순이익	1	1	0	0	1
자비자분순이익	-113	270	-9	97	287
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	-104	272	-6	102	290
비자비자분포괄이익	1	1	0	0	1
자비자분포괄이익	-105	271	-6	101	289

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-3,526	7,526	-248	2,701	7,959
PER	NA	23.1	NA	69.5	23.6
BPS	19,668	35,673	34,820	37,059	44,556
PBR	11.3	4.9	5.4	5.1	4.2
EBITDAPS	2,018	8,292	3,240	8,684	17,189
EV/EBITDA	121.9	23.8	68.7	28.5	15.5
SPS	30,269	108,360	137,363	195,399	266,755
PSR	7.3	1.6	1.4	1.0	0.7
CFPS	2,482	9,763	2,891	8,192	16,510
DPS	0	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	1726	300.4	27.3	42.2	36.5
영업이익 증가율	2,910.3	501.8	-86.0	383.3	137.6
순이익 증가율	적지	흑전	적전	흑전	194.7
수익성					
ROIC	6.8	14.5	1.4	5.1	8.9
ROA	4.4	11.7	1.1	4.3	8.3
ROE	-27.4	28.3	-0.7	7.5	19.5
안정성					
부채비율	141.2	135.3	193.3	248.1	254.9
순차입금비율	22.1	63.6	96.2	156.7	174.6
이자보상비율	3.3	12.5	1.1	3.5	6.5

자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,071	2,303	2,423	2,726	3,091
현금및현금성자산	272	120	330	143	32
매출채권 및 기타채권	272	801	783	1,009	1,285
재고자산	262	1,228	1,151	1,408	1,601
기타유동자산	266	154	160	166	172
비유동자산	462	721	1,272	1,940	2,630
유형자산	427	710	1,261	1,930	2,621
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	34	12	11	10	9
자산총계	1,532	3,024	3,695	4,666	5,721
유동부채	398	1,288	1,384	1,574	1,757
매입채무 및 기타채무	226	644	731	912	1,086
차입금	130	406	406	406	406
유동상채무	37	59	62	65	68
기타유동부채	6	179	185	190	196
비유동부채	499	451	1,051	1,752	2,352
차입금	156	412	1,012	1,712	2,312
전환증권	17	0	0	0	0
기타비유동부채	326	39	39	40	40
부채총계	897	1,739	2,435	3,325	4,109
자비자분	631	1,280	1,254	1,335	1,605
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	546	627	897
기타자비자분	18	25	25	25	25
비자비자분	4	6	5	6	7
자본총계	635	1,285	1,260	1,341	1,612
순차입금	141	818	1,211	2,100	2,815

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138	-864	230	-104	142
당기순이익	-112	271	-9	98	288
비환급항목의가감	192	79	113	197	307
감가상각비	20	31	79	132	190
외환손익	0	17	-14	-20	-25
자본법정손익	0	0	0	0	0
기타	172	31	48	85	142
자산부채의증감	-213	-1,199	160	-329	-327
기타현금흐름	-5	-15	-34	-70	-126
투자활동 현금흐름	-414	-82	-631	-801	-881
투자자산	-35	-3	0	0	0
유형자산	-179	-287	-630	-800	-880
기타	-199	209	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	802	795	612	716	619
단기차입금	33	278	0	0	0
사채	139	0	0	0	0
장기차입금	96	309	600	700	600
유상증자	537	-204	0	0	0
현금배당	-1	0	-17	-17	-17
기타	-1	412	28	32	36
현금의증감	251	-152	209	-186	-111
기초 현금	21	272	120	330	144
기말 현금	272	120	330	144	32
NOPLAT	40	212	32	153	356
FCF	-121	-46	-519	-515	-335

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

엘앤에프

통합 ESG 등급

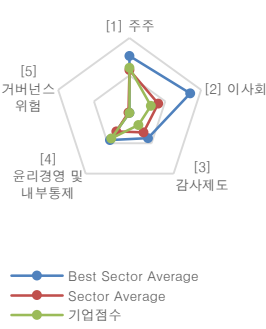
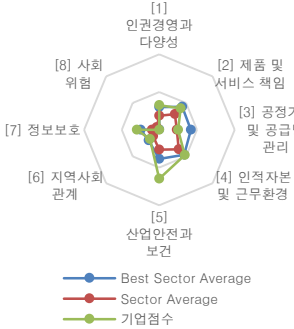
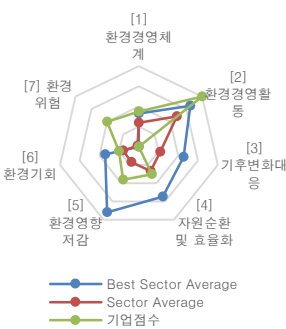
직전 대비 변동

최근 2평가 기간

B⁺	전체순위	303	E 점수	9.41	<p>(최근 2평가 기간)</p> <p>2022. 상 2023-1차</p>	
	산업순위	17/70	S 점수	24.92		
			G 점수	-2.93		

영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■■■■■	인권경영과 다양성	■■■	주주	■■■
환경경영활동	■■■	제품 및 서비스 책임	■■■■■	이사회	■■
기후변화대응	■	공정거래 및 공급망 관리	■■	감사제도	■
자원순환 및 효율화	■■	인적자본 및 근무환경	■■■■■	윤리경영 및 내부통제	■■■■
환경영향 저감	■■■	산업안전과 보건	■■■■■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■■■	지역사회 관계	■■■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■■■■■		
		사회 위험	■■■■■		



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.
* 환경/사회/거버넌스 위험은 0에 가까울수록 리스크가 낮음

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대산경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

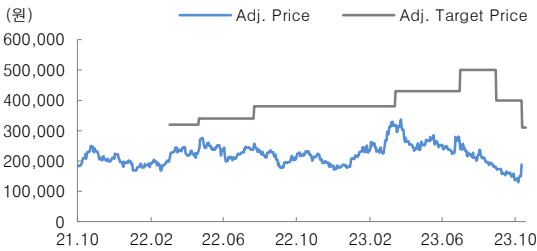
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전창현)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엘앤에프(066970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.07	23.09.25	23.07.27	23.04.10	23.02.17	22.08.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	310,000	400,000	500,000	430,000	380,000	380,000
과다율(평균%)		(61.35)	(57.62)	(39.01)	(30.90)	(45.13)
과다율(최대/최소%)		(53.08)	(48.50)	(21.63)	(13.29)	(32.37)

제시일자	22.05.17	22.03.29
투자의견	Buy	Buy
목표주가	340,000	320,000
과다율(평균%)	(30.87)	(28.54)
과다율(최대/최소%)	(18.65)	(23.19)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231104)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.1%	8.9%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장주익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장주익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장주익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장주익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장주익률)
: 향후 6개월간 시장주익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장주익률 하회)
: 향후 6개월간 시장주익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상