

엘앤에프 (066970)

전창현 changhyun.jeon@daisin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

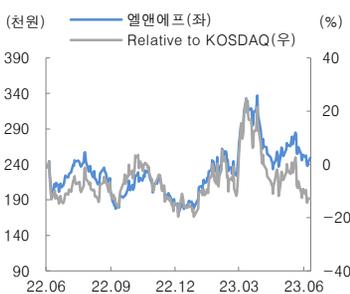
6개월 목표주가 **430,000**
유지

현재주가 **248,500**
(23.07.04)

2차전자/IT에너지 및 부품업종

KOSDAQ	890.00
시가총액	9,006십억원
시가총액비중	2.22%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	337,000원 / 171,400원
120일 평균거래대금	2,731억원
외국인지분율	20.89%
주요주주	새로닉스 외 14 인 23.72%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-23.9	35.4	25.7
상대수익률	-8.8	-26.9	2.7	3.1



양극재 탐픽

- 2분기 판가 상승 불구, 판가-원가 스프레드 축소로 실적 부진 예상
- 3분기 TESLA향 견조한 수요 예상
- 경쟁사 대비 주가 할인요소 해소 국면 돌입. 양극재 업종 내 최선호주

투자 의견 BUY, 목표주가 43만원 유지

목표주가는 12MF 예상 EPS(8,847원)에 타겟 PER 멀티플 48.5배(23~25년 평균 EPS 증가율 적용 PEG 1배 기준) 적용하여 산출
현재 주가 기준 25년 PER 13배 수준으로 국내 경쟁사(평균 34배) 대비 밸류에이션 부담 극히 제한적. 당사 목표주가를 적용해도 PER 22.4배 수준으로 높은 밸류에이션 매력도 보유

그간의 경쟁사 대비 받아왔던 주가 할인요소(원재료 내재화 및 탈중국화 부족)는 점진적 해소국면. 1) LS MnM과 국내 새만금에 전구체 JV 8만톤 캐파 구축(25년 양산 예상), 2) 시노리튬과 국내 수산화리튬 JV 캐파 구축, 3) 일본 미쓰비시케미칼과 협력하여 국내에 흑연 음극재 캐파 구축 추진

2분기 실적 컨센 하회 전망

2Q23 매출액 1.6조원(YoY+85%), 영업이익 652억원(YoY+6%, OPM 4.1%)으로 OP 기준 컨센 -9% 하회 전망. 메탈 가격(리튬 시급 등 반영) 연동 및 환율의 상승(QoQ+2.7%)으로 양극재 ASP는 QoQ+7% 상승 추정. 출하량은 기존 대비 소폭 하향 조정. 수익성은 판가-원가 간 부정적 레깅 효과 발생하며, 평년 수준(6~7%) 대비 다소 둔화된 마진율(OPM 4.1%) 지속될 예상

3분기 TESLA향 견조한 판매 전망

3Q23 매출액 1.7조(QoQ+6%), 영업이익 942억원(QoQ+45%, OPM 5.6%) 전망. 최근 End 고객사인 TESLA의 2분기 판매대수 호조 발표로(46,6만대, YoY+83%, QoQ+10%) 3분기 NCMA 양극재 구매 수요 견조할 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	6,384	9,266	13,105
영업이익	44	266	305	564	916
세전순이익	-126	341	257	501	839
총당순이익	-112	271	217	423	694
지배지분순이익	-113	270	216	422	692
EPS	-3,526	7,526	5,991	11,704	19,203
PER	-63.1	23.1	41.6	21.3	13.0
BPS	19,668	35,673	41,059	52,301	71,042
PBR	11.3	4.9	6.1	4.8	3.5
ROE	-27.4	28.3	15.6	25.1	31.1

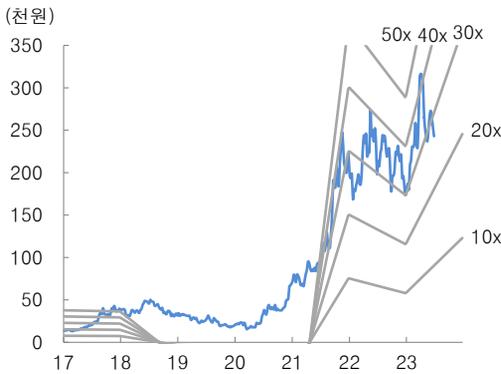
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 1. 엘앤에프 목표주가 산출(PER)

	적정가치	
EPS(원)	8,847	12MF 예상치
Target PER(배)	48.5	23~25년 EPS(g)적용 PEG 1 배 기준
적정주가(원)	428,809	
목표주가(원)	430,000	
현재주가(원)	248,500	7.4 기준
Upside(%)	73.0%	

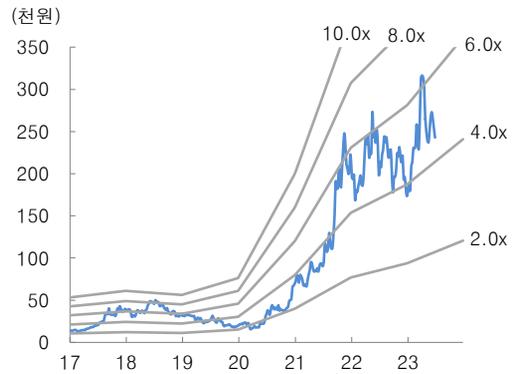
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 엘앤에프 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 엘앤에프 12MF PBR 차트



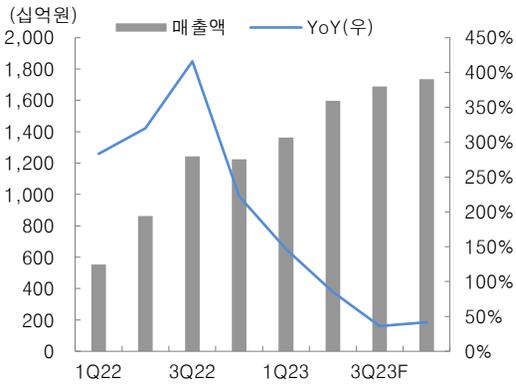
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	554	863	1,243	1,225	1,363	1,597	1,689	1,735	3,884	6,384	9,266
YoY	283%	320%	416%	222%	146%	85%	36%	42%	300%	64%	45%
QoQ	46%	56%	44%	-1%	11%	17%	6%	3%			
매출원가	483	783	1,120	1,147	1,304	1,504	1,569	1,602	3,533	5,979	8,528
%Sales	87.2%	90.8%	90.1%	93.6%	95.7%	94.2%	92.9%	92.3%	91.0%	93.7%	92.0%
매출총이익	71	80	123	78	59	92	120	133	351	405	738
GPM(%)	12.8%	9.2%	9.9%	6.4%	4.3%	5.8%	7.1%	7.7%	9.0%	6.3%	8.0%
판매비	18	18	24	25	19	27	26	28	85	100	174
%Sales	3.2%	2.1%	1.9%	2.0%	1.4%	1.7%	1.5%	1.6%	2.2%	1.6%	1.9%
영업이익	53	61	99	53	40	65	94	105	266	305	564
YoY	흑전	967%	630%	88%	-24%	6%	-4%	98%	502%	15%	85%
QoQ	88%	16%	61%	-46%	-24%	61%	45%	12%			
OPM(%)	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	3.0%	4.1%	5.6%	6.1%	6.9%	4.8%	6.1%

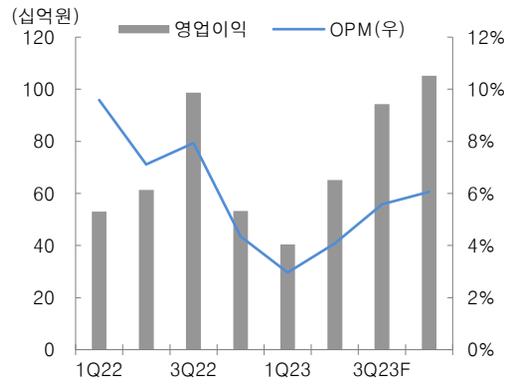
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 3. 매출액 및 YoY 추이



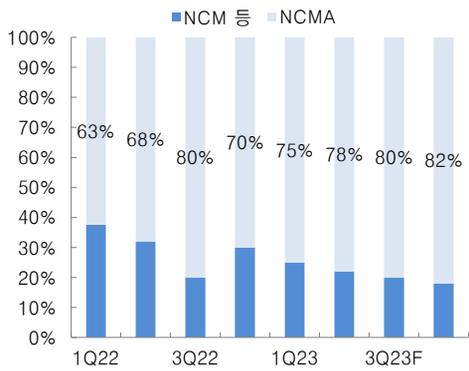
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



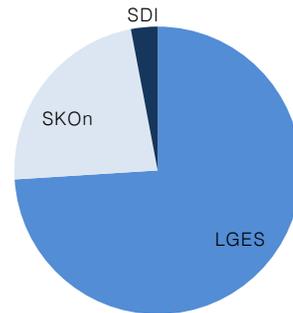
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

그림 5. 제품별 매출 비중 추이



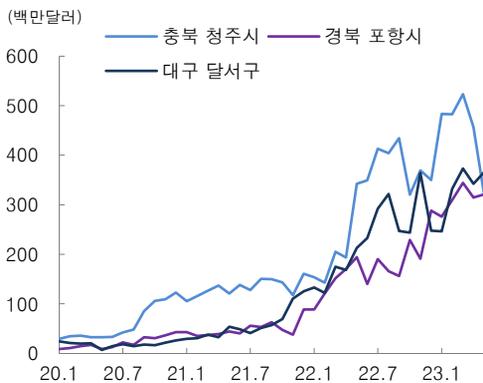
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

그림 6. 고객사별 매출 비중



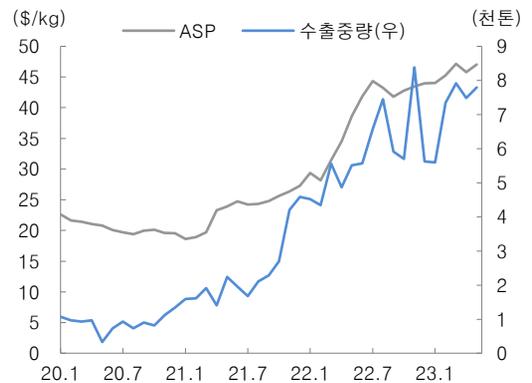
자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center / 22년 기준 추정

그림 7. 지역별 양극재 수출금액



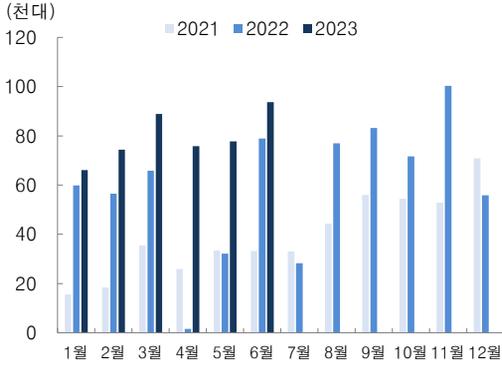
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 8. 대구 달서구 수출 ASP 및 중량



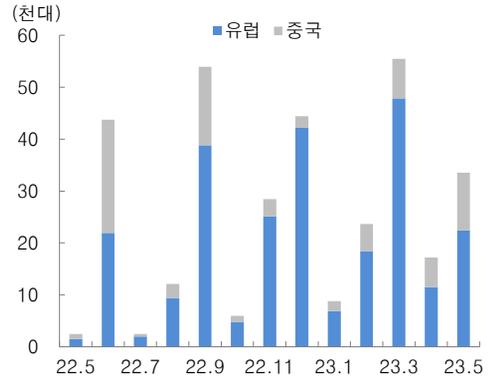
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 9. 상해 테슬라 판매량 추이



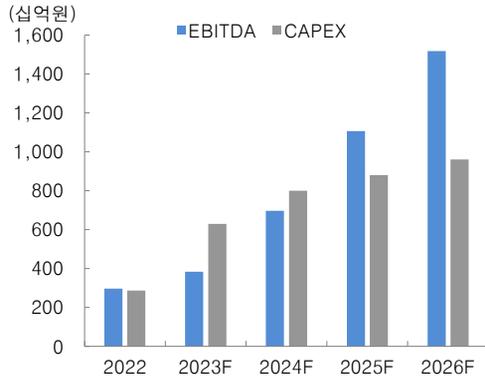
자료: CPCA, CnEVPost, 대신증권 Research Center / 중국내수+유럽수출 합산

그림 10. LGES 배터리 탑재 유럽/중국향 테슬라 EV 판매량



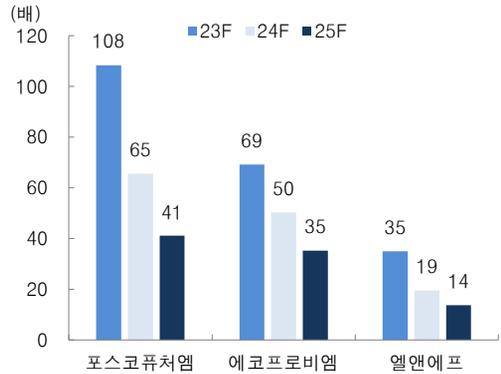
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 11. EBITDA vs CAPEX



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 12. 주요 양극재 PER 비교



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center / 7.3 증가 기준

기업개요

기업 및 경영진 현황

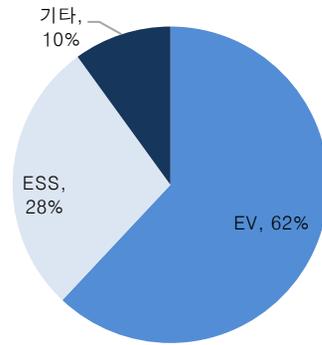
- 엘앤에프의 대표이사는 최수안
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 새로닉스 외 14인(23.7%), 자사주(7.6%)
- 2000년 설립, 2003년 코스닥 시장 상장
- 주요 사업은 2차전지 양극활물질과 그에 관련된 소재 제조 및 판매
- 22년말 기준 양극재 캐파 10만톤

주가 변동요인

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

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

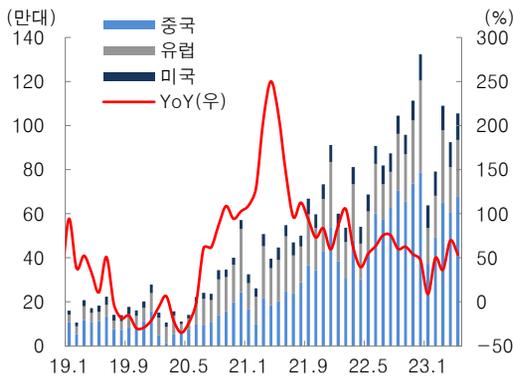
부문별 매출 비중(21년 기준)



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

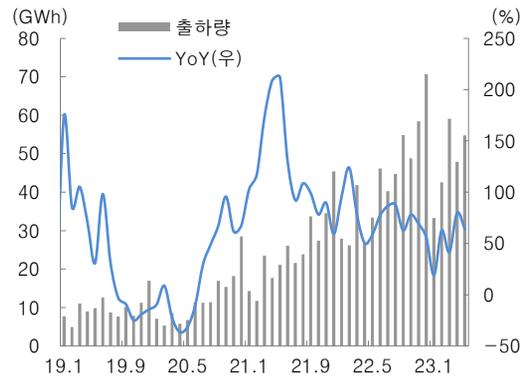
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



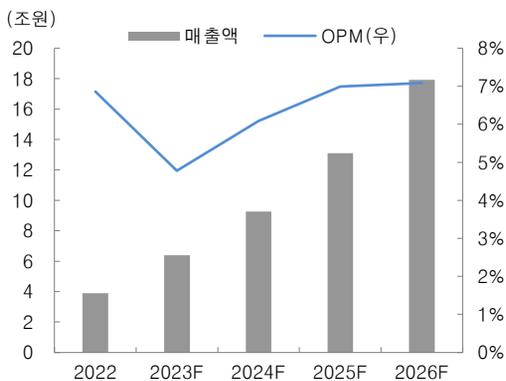
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



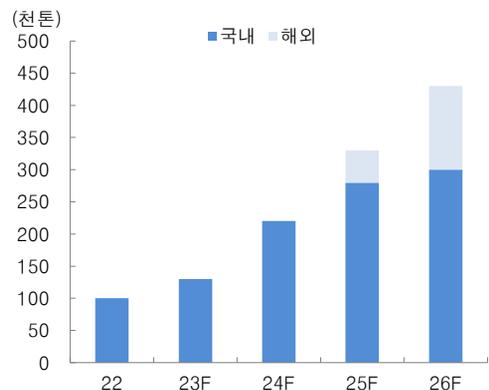
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

엘앤에프 증장기 실적 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

엘앤에프 양극재 생산캐파 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center / 연말기준

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	6,384	9,266	13,105
매출원가	893	3,536	5,979	8,528	11,963
매출총이익	78	351	405	738	1,141
판매비용포함비	34	85	100	174	225
영업이익	44	266	305	564	916
영업외수익	46	6.9	4.8	6.1	7.0
EBITDA	65	297	384	696	1,106
영업외손익	-170	74	-48	-63	-77
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	76	15	18	22
오환관련이익	15	215	69	90	116
금융비용	-181	-26	-72	-94	-114
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	5	24	9	13	15
법인세비용차감전순이익	-126	341	257	501	839
법인세비용	-13	70	40	78	145
계속사업순이익	-112	271	217	423	694
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	217	423	694
당기순이익률	-11.6	7.0	3.4	4.6	5.3
비재계분순이익	1	1	1	2	3
재계분순이익	-113	270	216	422	692
매도가능금융자산변화	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	-104	272	219	427	697
비재계분포괄이익	1	1	1	2	3
재계분포괄이익	-105	271	219	426	694

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-3,526	7,526	5,991	11,704	19,203
PER	NA	23.1	41.6	21.3	13.0
BPS	19,668	35,673	41,069	52,301	71,042
PBR	11.3	4.9	6.1	4.8	3.5
EBITDAPS	2,018	8,292	10,668	19,326	30,696
EV/EBITDA	121.9	23.8	27.1	15.9	10.5
SPS	30,269	108,360	177,232	257,258	363,836
PSR	7.3	1.6	1.4	1.0	0.7
CFPS	2,482	9,763	10,320	18,834	30,016
DPS	0	500	500	500	500

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	172.6	300.4	64.2	45.2	41.4
영업이익 증감률	2,910.3	501.8	14.5	85.0	62.4
순이익 증감률	647.5	-341.4	-20.1	95.4	64.1
수익성					
ROC	6.8	14.5	10.2	13.9	16.6
ROA	4.4	11.7	8.5	11.9	15.0
ROE	-27.4	28.3	15.6	25.1	31.1
안정성					
부채비율	141.2	135.3	177.4	185.0	166.9
순차입금비율	22.1	63.6	90.6	107.7	98.3
이자보상비율	3.3	12.5	8.6	11.4	14.9

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,071	2,303	2,848	3,453	4,229
현금및현금성자산	272	120	195	106	121
매출채권 및 기타채권	272	801	1,009	1,327	1,751
재고자산	262	1,228	1,485	1,853	2,184
기타유동자산	266	154	160	166	172
비유동자산	462	721	1,272	1,940	2,630
유형자산	427	710	1,261	1,930	2,621
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	34	12	11	10	9
자산총계	1,532	3,024	4,121	5,393	6,859
유동부채	398	1,288	1,584	1,849	2,137
매입채무 및 기타채무	226	644	931	1,188	1,466
차입금	130	406	406	406	406
유동상채무	37	59	62	65	68
기타유동부채	6	179	185	190	196
비유동부채	499	451	1,051	1,652	2,152
차입금	156	412	1,012	1,612	2,112
전환증권	17	0	0	0	0
기타비유동부채	326	39	39	40	40
부채총계	897	1,739	2,635	3,501	4,289
자본비율	631	1,280	1,479	1,884	2,559
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	771	1,176	1,851
기타자본변동	18	25	25	25	25
비자본비율	4	6	6	8	11
자본총계	635	1,285	1,485	1,892	2,570
순차입금	141	818	1,346	2,037	2,526

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138	-864	96	94	368
당기순이익	-112	271	217	423	694
비현금항목의 가감	192	79	155	255	387
감상차비	20	31	79	132	190
오환손익	0	17	-14	-20	-25
자본법령가산익	0	0	0	0	0
기타	172	31	90	143	222
자산처분의 증감	-213	-1,199	-200	-457	-507
기타현금흐름	-5	-15	-76	-128	-206
투자활동 현금흐름	-414	-82	-631	-801	-881
투자자산	-35	-3	0	0	0
유형자산					-179
기타	-199	209	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	802	795	612	616	519
단기차입금	33	278	0	0	0
사채	139	0	0	0	0
장기차입금	96	309	600	600	500
유상증자	537	-204	0	0	0
현금배당	-1	0	-17	-17	-17
기타	-1	412	28	32	36
현금의 증감	251	-152	75	-89	15
기초 현금	21	272	120	195	106
기말 현금	272	120	195	106	121
NOPLAT	40	212	257	476	758
FCF	-121	-46	-294	-192	68

자료: 일안테크, 대신증권 Research Center

[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: 진정현)

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.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	5.3%	0.0%

(기준일자: 20230705)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엘앤에프(066970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재사 일자	230706	230410	230217	220817	220517	220329
투자의견	Buy	Buy	6개월경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	430,000	430,000	380,000	380,000	340,000	320,000
과달률(평균%)		(38.07)	(30.90)	(45.13)	(30.87)	(28.54)
과달률(최대/최소%)		(21.63)	(13.29)	(32.37)	(18.65)	(23.19)
재사 일자						
투자의견						
목표주가						
과달률(평균%)						
과달률(최대/최소%)						
재사 일자						
투자의견						
목표주가						
과달률(평균%)						
과달률(최대/최소%)						
재사 일자						
투자의견						
목표주가						
과달률(평균%)						
과달률(최대/최소%)						