



BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원(하향)

주가(2/1): 152,900원

시가총액: 55,423억원



이차전지 Analyst 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/1)	2,542.46pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	337,000 원	129,400원	
최고/최저가 대비 등락율	-54.6%	18.2%	
수익률	절대	상대	
	1M	-25.0%	-21.7%
	6M	-38.2%	-35.2%
	1Y	-27.5%	-30.2%

Company Data

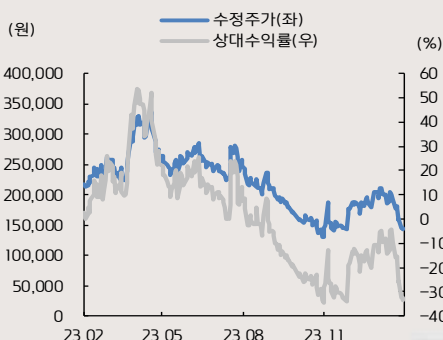
발행주식수	36,248 천주
일평균 거래량(3M)	773천주
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(23E)	0.2%
BPS(23E)	28,996원
주요 주주	새로비스 외 15인 23.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	970.8	3,887.3	4,644.1	3,507.7
영업이익	44.3	266.3	-222.3	-24.5
EBITDA	64.7	297.5	-170.7	63.7
세전이익	-125.6	340.5	-300.2	-197.4
순이익	-112.3	271.0	-209.7	-174.5
지배주주지분순이익	-113.1	270.0	-209.6	-174.4
EPS(원)	-3,526	7,526	-5,782	-4,811
증감률(%YoY)	적지	흑전	적전	적지
PER(배)	-63.1	23.1	-35.3	-29.8
PBR(배)	12.49	4.88	7.04	6.07
EV/EBITDA(배)	117.3	23.5	-52.8	103.2
영업이익률(%)	4.6	6.9	-4.8	-0.7
ROE(%)	-27.4	28.3	-18.0	-18.3
순부채비율(%)	-24.5	58.2	153.4	157.9

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엘앤에프 (066970)

낮아진 24년 실적 눈높이



4Q23 영업손실 2,804억원으로 시장 컨센서스 하회. 원재료 가격 하락에 따른 재고 평가손실이 대규모로 발생(-2,508억원)했으며, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 상승으로 적자폭 확대. 1Q24 영업손실 864억원 전망. 고정비 부담, 재고평가손실 발생 및 ASP 하락 지속으로 1분기도 적자 불가피할 것으로 예상. 올해 Q 성장을 기대치가 낮아진 만큼, 24년 실적 추정치 하향 조정. 실적 추정치 변경을 반영하여 목표주가는 250,000원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성 관점에서 투자의견은 'BUY' 유지함.

>>> 4Q23 영업손실 2,804억원, 시장 컨센서스 하회

엘앤에프의 4Q23 실적은 매출액 6,576억원(-48%QoQ, -47%YoY), 영업손실 2,804억원(적자전환 QoQ, 적자전환 YoY)으로, 시장 컨센서스(영업이익 69억원) 및 당사 추정치(영업이익 99억원)를 하회했다. Tesla의 연말 재고조정(NCMA 90%) 및 전방 수요 둔화(NCM 523)로 전분기 대비 출하량이 크게 감소했으며(-43%QoQ 추정), 메탈 가격 약세에 따른 ASP 하락 및 원재료 역래깅 영향으로 수익성이 크게 악화됐다. 특히 원재료 가격 하락에 따른 재고평가손실이 대규모로 발생(-2,508억원)했으며, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 상승으로 적자폭이 확대됐다. 한편, 주가 변동에 따른 교환 및 전환사채 관련 파생상품평가손실(-696억원)이 반영되며 순손실 2,995억원을 기록했다.

>>> 1Q24 영업손실 864억원(적자전환 YoY) 전망

1Q24 실적은 매출액 6,802억원(+3%QoQ, -50%YoY), 영업손실 864억원(적자지속 QoQ, 적자전환 YoY)을 기록할 전망이다. 전방 수요 둔화로 미드니켈(NCM523) 제품의 경우 판매량 감소가 예상되나, Tesla의 재고 Restocking 수요로 전분기 대비 전체 판매량은 +19%QoQ 증가할 것으로 전망한다. 수익성의 경우 고정비 부담과 1분기도 리튬 가격 하락 영향의 지속으로 재고평가손실 발생 및 ASP 하락이 예상됨에 따라 적자지속이 불가피할 것으로 보인다.

>>> 24년 실적 추정치 하향 조정, 낮아진 기대치

2024년 실적은 매출액 3조 5,077억원(-25%YoY), 영업손실 245억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 최근 Tesla의 4Q23 컨퍼런스 콜을 통해 한층 낮아진 서플라이 체인 업체들의 Q 성장을 기대치가, 금번 엘앤에프 실적 발표를 통해 재확인되었다. 무엇보다 올해 Tesla의 관심사가 전기차 판매량 극대화보다는 25년 차세대 플랫폼 개발에 집중되어 있어, 금년 하이니켈 양극재 판매량은 전년비 소폭 줄어들 전망이다. 실적 측면에서는, 4Q23이 저점일 것으로 보이나 높은 재고자산, 낮아진 가동률, 리튬 가격 추이 등을 감안 시 올해까지는 뚜렷한 실적 개선이 어려울 것으로 판단한다. 다만, 주가 측면에서는 최근 지연되고 있는 신규 수주 확보 및 고객사 다변화 확정 시 상승 여력 유효하다고 판단한다. 실적 추정치 변경을 반영하여 목표주가는 250,000원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성 관점에서 투자의견은 'BUY' 유지한다.

엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	657.6	680.2	810.3	1,033.5	983.8
영업이익	40.4	3.0	14.8	-280.4	-86.4	1.8	32.3	27.8
영업이익률(%)	3.0	0.2	1.2	-42.6	-12.7	0.2	3.1	2.8
세전이익	-23.1	57.7	45.1	-379.9	-119.9	-44.7	-14.2	-18.6
순이익	-16.1	49.4	56.5	-299.5	-115.5	-38.5	-8.0	-12.5
지배주주순이익	-15.1	49.6	55.5	-299.5	-115.1	-39.2	-7.8	-12.2

자료: 키움증권 리서치센터

엘앤에프 목표주가 250,000원 제시

EPS(원)	5,103 원	25년 EPS
Target PER(배)	49.5 배	에코프로비엠 25년 P/E
목표주가(원)	252,598 원	

자료: 키움증권 리서치센터

Tesla 분기별 생산량/인도량(1Q22~4Q23)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023
Model S/X 생산량	14,218	16,411	19,935	20,613	71,177	19,437	19,489	13,688	18,212	70,826
Model 3/Y 생산량	291,189	242,169	345,988	419,088	1,298,434	421,371	460,211	416,800	476,777	1,775,159
전체 생산량	305,407	258,580	365,923	439,701	1,369,611	440,808	479,700	430,488	494,989	1,845,985
Model S/X 인도량	14,724	16,162	18,672	17,147	66,705	10,695	19,225	15,985	22,969	68,874
Model 3/Y 인도량	295,324	238,533	325,158	388,131	1,247,146	412,180	446,915	419,074	461,538	1,739,707
전체 인도량	310,048	254,695	343,830	405,278	1,313,851	422,875	466,140	435,059	484,507	1,808,581

자료: Tesla IR, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	970.8	3,887.3	4,644.1	3,507.7	6,443.6
매출원가	892.6	3,535.9	4,782.8	3,468.7	5,921.7
매출총이익	78.1	351.4	-138.7	39.0	521.9
판관비	33.9	85.1	83.6	63.5	114.3
영업이익	44.3	266.3	-222.3	-24.5	407.7
EBITDA	64.7	297.5	-170.7	63.7	527.9
영업외손익	-169.9	74.2	-78.0	-172.9	-195.9
이자수익	1.5	4.7	7.9	27.3	9.0
이자비용	13.6	21.3	44.2	53.6	58.3
외환관련이익	14.7	214.7	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	10.6	190.6	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-161.9	66.7	-41.7	-146.6	-146.6
법인세차감전이익	-125.6	340.5	-300.2	-197.4	211.8
법인세비용	-13.4	69.5	-90.5	-22.9	26.7
계속사업손익	-112.3	271.0	-209.7	-174.5	185.1
당기순이익	-112.3	271.0	-209.7	-174.5	185.1
지배주주순이익	-113.1	270.0	-209.6	-174.4	185.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	172.6	300.4	19.5	-24.5	83.7
영업이익 증감율	2,913.6	501.1	-183.5	-89.0	-1,764.1
EBITDA 증감율	323.4	359.8	-157.4	-137.3	728.7
지배주주순이익 증감율	흑전	-338.7	-177.6	-16.8	-206.1
EPS 증감율	적지	흑전	적전	적지	흑전
매출총이익율(%)	8.0	9.0	-3.0	1.1	8.1
영업이익률(%)	4.6	6.9	-4.8	-0.7	6.3
EBITDA Margin(%)	6.7	7.7	-3.7	1.8	8.2
지배주주순이익률(%)	-11.7	6.9	-4.5	-5.0	2.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,070.6	2,302.6	2,806.7	2,521.8	2,881.4
현금 및 현금성자산	271.8	120.2	229.4	888.3	267.4
단기금융자산	248.2	40.3	40.3	40.3	40.3
매출채권 및 기타채권	271.7	800.6	956.5	722.4	1,198.2
재고자산	261.5	1,227.7	1,466.7	757.0	1,261.8
기타유동자산	17.4	113.8	113.8	113.8	113.7
비유동자산	461.6	721.4	1,019.8	1,281.7	1,511.4
투자자산	3.4	2.7	2.7	2.7	2.7
유형자산	427.1	709.6	1,009.2	1,272.0	1,502.6
무형자산	9.5	7.6	6.5	5.5	4.6
기타비유동자산	21.6	1.5	1.4	1.5	1.5
자산총계	1,532.2	3,023.9	3,826.5	3,803.5	4,392.8
유동부채	398.3	1,287.5	1,336.9	1,107.7	1,331.1
매입채무 및 기타채무	226.0	643.6	693.0	463.7	687.2
단기금융부채	166.2	465.7	465.7	465.7	465.7
기타유동부채	6.1	178.2	178.2	178.3	178.2
비유동부채	498.7	451.1	1,433.1	1,833.1	2,033.1
장기금융부채	197.9	443.1	1,425.1	1,825.1	2,025.1
기타비유동부채	300.8	8.0	8.0	8.0	8.0
부채총계	897.0	1,738.6	2,770.0	2,940.8	3,364.2
지배지분	630.8	1,279.7	1,051.1	857.4	1,023.2
자본금	17.4	18.0	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	693.9	664.9	664.9	664.9	664.9
기타지분	-5.4	1.7	1.7	1.7	1.7
기타포괄손익누계액	23.5	23.5	21.0	18.5	16.1
이익잉여금	-98.6	571.6	345.3	154.1	322.3
비지배지분	4.4	5.6	5.4	5.3	5.4
자본총계	635.2	1,285.3	1,056.5	862.7	1,028.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138.1	-864.3	-568.1	563.8	-516.0
당기순이익	-112.3	271.0	-209.7	-174.5	185.1
비현금항목의 가감	191.9	79.2	-66.9	27.3	131.9
유형자산감가상각비	19.0	29.7	50.4	87.2	119.4
무형자산감가상각비	1.5	1.5	1.2	1.0	0.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	171.4	48.0	-118.5	-60.9	11.7
영업활동자산부채증감	-212.7	-1,199.1	-345.6	714.5	-757.1
매출채권및기타채권의감소	-204.4	-572.0	-155.9	234.0	-475.8
재고자산의감소	-156.3	-967.2	-239.0	709.7	-504.7
매입채무및기타채무의증가	164.3	427.8	49.4	-229.2	223.4
기타	-16.3	-87.7	-0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-5.0	-15.4	54.1	-3.5	-75.9
투자활동 현금흐름	-413.6	-82.1	-351.8	-351.8	-351.8
유형자산의 취득	-179.4	-287.5	-350.0	-350.0	-350.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.2	-1.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	0.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-231.1	207.9	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	-1.9	-1.8	-1.8	-1.8
재무활동 현금흐름	801.9	795.3	964.6	382.4	182.4
차입금의 증가(감소)	257.4	551.8	982.0	400.0	200.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	494.8	0.0	0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	244.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1.2	0.0	-16.6	-16.8	-16.8
기타	50.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
기타현금흐름	0.3	-0.5	64.5	64.5	64.5
현금 및 현금성자산의 순증가	250.6	-151.6	109.2	658.9	-620.9
기초현금 및 현금성자산	21.2	271.8	120.2	229.4	888.3
기말현금 및 현금성자산	271.8	120.2	229.4	888.3	267.4

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	-3,526	7,526	-5,782	-4,811	5,103
BPS	17,799	35,530	28,996	23,655	28,227
CFPS	2,482	9,763	-7,633	-4,063	8,745
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-63.1	23.1	-35.3	-29.8	28.1
PER(최고)	-72.3	37.1	-60.4		
PER(최저)	-16.8	20.9	-22.1		
PBR	12.49	4.88	7.04	6.07	5.08
PBR(최고)	14.33	7.85	12.05		
PBR(최저)	3.33	4.42	4.41		
PSR	7.35	1.60	1.59	1.48	0.81
PCFR	89.6	17.8	-26.7	-35.3	16.4
EV/EBITDA	117.3	23.5	-52.8	103.2	14.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	6.1	-8.0	-9.6	9.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3
ROA	-11.2	11.9	-6.1	-4.6	4.5
ROE	-27.4	28.3	-18.0	-18.3	19.7
ROIC	4.2	17.1	-6.6	-0.9	13.1
매출채권회전율	5.8	7.3	5.3	4.2	6.7
재고자산회전율	5.3	5.2	3.4	3.2	6.4
부채비율	141.2	135.3	262.2	340.9	327.1
순차입금비율	-24.5	58.2	153.4	157.9	212.2
이자보상배율	3.3	12.5	-5.0	-0.5	7.0
총차입금	364.0	908.8	1,890.8	2,290.8	2,490.8
순차입금	-155.9	748.3	1,621.1	1,362.2	2,183.1
NOPLAT	64.7	297.5	-170.7	63.7	527.9
FCF	-350.3	-1,218.0	-799.3	431.0	-630.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 1일 현재 '엘앤에프' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

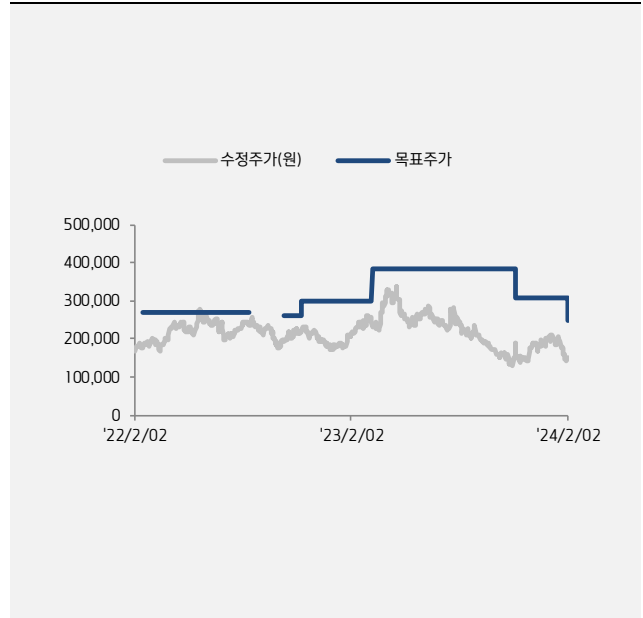
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
엘앤에프	2022-02-14	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-18.05	2.44
*담당자 변경	2022-10-11	Buy(Reinitiate)	260,000원	6개월	-18.73	-12.00
(066970)	2022-11-10	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-32.89	-22.50
	2023-02-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-30.17	-12.67
	2023-03-09	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-28.21	-12.47
	2023-05-12	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-31.73	-12.47
	2023-08-04	Buy(Maintain)	385,000원	6개월	-34.06	-12.47
	2023-11-07	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-51.75	-48.71
	2023-11-21	Buy(Maintain)	310,000원	6개월	-42.31	-31.77
	2024-02-02	Buy(Maintain)	250,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%