



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(2/13): 232,500원

시가총액: 83,743억원



이차전지 Analyst 김준수
wkddud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/13)	772.55pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	276,600 원	168,500원	
최고/최저가 대비 등락율	-15.9%	38.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	24.3%	14.6%
	6M	-1.9%	5.6%
	1Y	30.4%	48.1%

Company Data

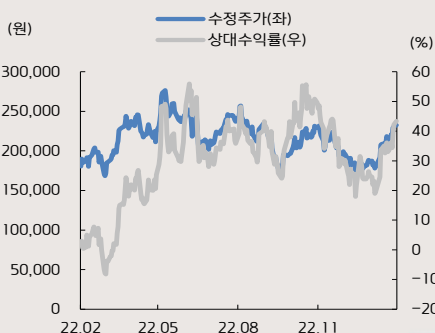
발행주식수	36,018 천주
일평균 거래량(3M)	484천주
외국인 지분율	24.2%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	27,600원
주요 주주	새로비스 외 14인
	23.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	356.1	970.8	3,883.8	6,583.7
영업이익	1.5	44.3	266.2	365.4
EBITDA	15.3	64.7	296.4	424.5
세전이익	-17.9	-125.6	340.4	385.0
순이익	-15.0	-112.3	271.2	302.9
지배주주지분순이익	-15.2	-113.1	273.2	305.1
EPS(원)	-550	-3,526	7,597	8,471
증감률(%YoY)		적지	적지	흑전
PER(배)	-125.1	-63.1	22.8	27.4
PBR(배)	10.34	12.49	6.29	6.45
EV/EBITDA(배)	142.5	117.3	21.3	20.8
영업이익률(%)	0.4	4.6	6.9	5.6
ROE(%)	-9.4	-27.4	33.6	26.6
순부채비율(%)	84.8	-24.5	6.9	34.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

엘앤에프 (066970)

높은 실적 성장 가능성 여전히 유효



4Q22 영업이익 532억원으로 시장 컨센서스를 하회. 구지 2공장 Phase 2 조기가동 비용과 인건비 증가, 환율 하락에 따른 마진 스프레드 축소로 수익성 악화. 1Q23 영업이익 684억원 전망. Tesla의 수요 회복에 따른 판매량 확대와 1분기 신규 공장(3만톤/년) 가동으로 양극재 판매량은 전 분기 대비 크게 증가할(+22%QoQ) 것으로 전망. 금번 실적발표 통해 판매량(Q)의 증가, 미국 시장 진출 의지, 중장기 고객 비중 다변화 등 높은 성장성 재차 확인. 투자의견 'BUY', 목표주가 300,000원 유지함.

>>> 4Q22 영업이익 532억원, 시장 컨센서스 하회

엘앤에프의 4Q22 실적은 매출액 1.2조원(-1%QoQ, +222%YoY), 영업이익 532억원(-46%QoQ, +88%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 995억원). 전방 고객사의 수요 둔화에 따른 재고조정 우려가 있었으나 원통형 EV 출하량의 경우 전분기와 유사한 수준을 기록한 것으로 추정된다. 다만, 춘절 가동중단 영향으로 12월 판매량은 감소했으며 프로젝트 성격을 지닌 ESS도 재고조정 영향으로 출하량이 줄어들었다. 구지 2공장 Phase 2 조기가동 비용과 인건비 증가, 환율 하락에 따른 마진 스프레드 축소로 수익성은 크게 악화됐다.

>>> 1Q23 영업이익 684억원(+29%YoY) 전망

4Q22 실적은 매출액 1.4조원(+16%QoQ, +158%YoY), 영업이익 684억원(+29%QoQ, +29%YoY)을 기록할 전망이다. Tesla의 수요 회복과 1분기 신규 공장(3만톤/년) 가동으로 양극재 판매량은 전 분기 대비 크게 증가할(+22%QoQ) 것으로 전망한다. 특히 동사의 양극재는 최종 지역 기준 유럽향 출하량이 많은 것으로 추정되기 때문에 단기적으로 중국 시장 수요 둔화 우려가 있으나 그 영향이 적을 것으로 예상한다(춘절로 인한 판매량 감소, NEV 보조금 종료 영향 등). 수익성의 경우 환율 요인이 부정적으로 작용할 것으로 보이나 일회성 비용 제거 및 출하량 증가에 따른 가동률 상승으로 전분기 대비 개선될 것으로 예상한다(+0.5%p).

>>> 목표주가 300,000원, 투자의견 'BUY'유지

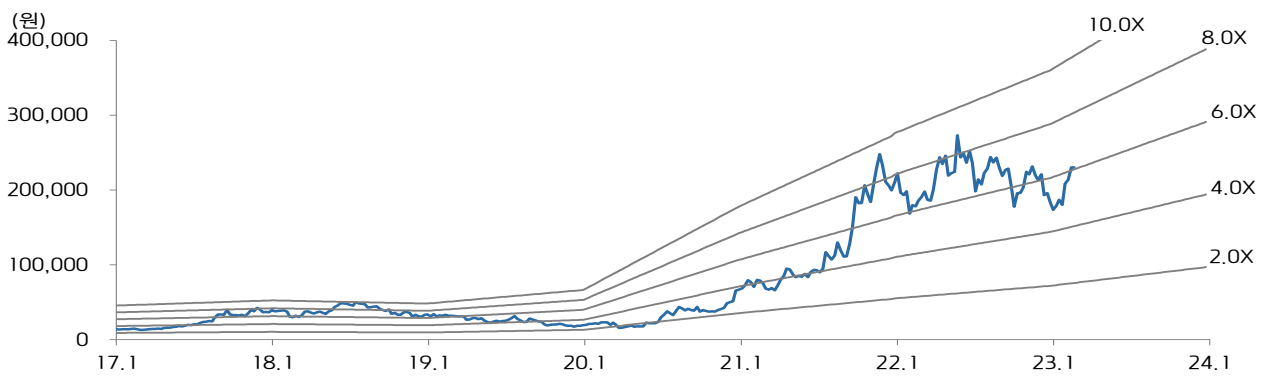
엘앤에프의 주가는 미국 시장 진출 불확실성과 지난 연말에 불거진 전방 고객사의 수요 부진 우려로 기간 조정을 보여왔다. 그러나 금번 실적발표를 통해 1) 판매량(Q)의 증가, 2) 미국 시장 진출 의지 재확인, 3) 중장기 고객 비중 다변화를 강조하는 등 높은 성장 가능성을 확인시켜주었다. 중장기 CAPA를 23년 13만톤 → 24년 22만톤 → 26년 40~43만톤으로 확대할 예정이며, 그에 따른 매출 가이드선도 24년 10~11조원, 26년 26조원으로 제시했다. 미국 투자에 대한 세부 전략은 IRA 시행령 이후 공개할 예정이나 기존대로 Redwood와의 진출은 계속 유효하다. 또한 동사는 완성차 OEM 대상 마케팅 활동을 강화하여 25년에는 고객사 내 비중을 약 30%까지 확대할 계획으로, 향후 신규 고객사 확보를 통한 실적 기대감이 큰 상황이다. 투자의견 'BUY', 목표주가 300,000원을 유지한다.

엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
매출액	144.5	205.4	240.7	380.1	553.6	862.8	1,242.5	1,224.9
영업이익	-3.3	5.7	13.5	28.3	53.0	61.3	98.7	53.2
영업이익률(%)	-2.3	2.8	5.6	7.4	9.6	7.1	7.9	4.3
세전이익	-3.9	-6.8	-7.1	-107.9	99.6	84.2	118.4	38.2
순이익	-3.6	-3.7	-11.6	-93.3	71.3	65.6	90.7	43.6
지배주주순이익	-4.0	-3.9	-11.7	-93.5	70.7	64.4	91.2	46.9

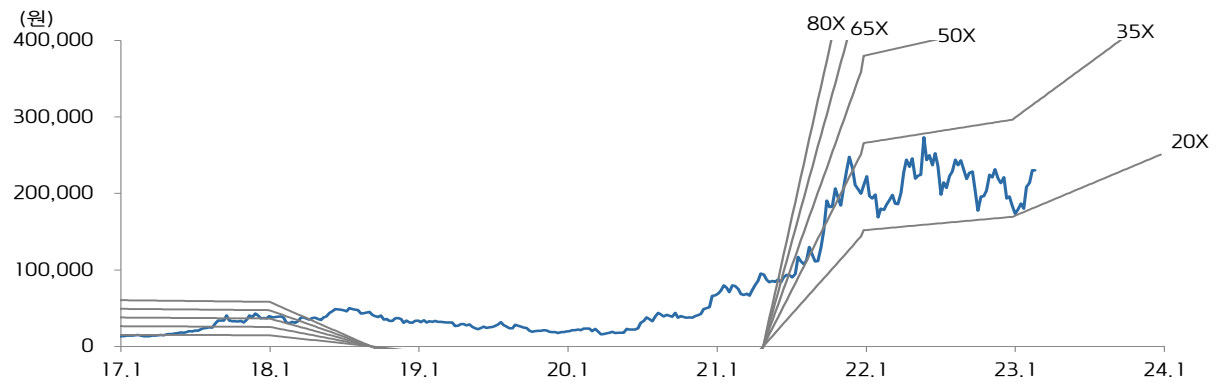
자료: 키움증권 리서치센터

엘앤에프 12M Fwd. P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

엘앤에프 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	356.1	970.8	3,883.8	6,583.7	9,908.0
매출원가	332.8	892.6	3,532.5	6,077.5	9,078.7
매출총이익	23.3	78.1	351.3	506.2	829.2
판매비	21.8	33.9	85.1	140.8	211.9
영업이익	1.5	44.3	266.2	365.4	617.3
EBITDA	15.3	64.7	296.4	424.5	701.9
영업외손익	-19.4	-169.9	74.3	19.6	-39.6
이자수익	0.1	1.5	1.4	1.1	1.3
이자비용	5.7	13.6	20.3	31.5	40.8
외환관련이익	6.2	14.7	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	9.1	10.6	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-38.8	0.0	0.0
기타	-10.9	-161.9	132.0	50.0	-0.1
법인세차감전이익	-17.9	-125.6	340.4	385.0	577.8
법인세비용	-2.9	-13.4	69.2	82.2	129.1
계속사업손익	-15.0	-112.3	271.2	302.9	448.7
당기순이익	-15.0	-112.3	271.2	302.9	448.7
지배주주순이익	-15.2	-113.1	273.2	305.1	452.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.7	172.6	300.1	69.5	50.5
영업이익 증감율	흑전	2,853.3	500.9	37.3	68.9
EBITDA 증감율	330.7	322.9	358.1	43.2	65.3
지배주주순이익 증감율	흑전	644.1	-341.6	11.7	48.1
EPS 증감율	적지	적지	흑전	11.5	48.1
매출총이익율(%)	6.5	8.0	9.0	7.7	8.4
영업이익률(%)	0.4	4.6	6.9	5.6	6.2
EBITDA Margin(%)	4.3	6.7	7.6	6.4	7.1
지배주주순이익률(%)	-4.3	-11.7	7.0	4.6	4.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	212.0	1,070.6	1,968.3	2,910.8	4,128.5
현금 및 현금성자산	21.2	271.8	227.4	144.4	198.4
단기금융자산	17.1	248.2	248.2	248.2	248.2
매출채권 및 기타채권	63.5	271.7	892.7	1,513.3	2,277.3
재고자산	105.3	261.5	582.6	987.6	1,387.1
기타유동자산	4.9	17.4	17.4	17.3	17.5
비유동자산	254.2	461.6	706.4	922.3	1,087.7
투자자산	2.4	3.4	3.4	3.4	3.4
유형자산	237.4	427.1	673.5	890.8	1,057.3
무형자산	8.9	9.5	7.9	6.6	5.5
기타비유동자산	5.5	21.6	21.6	21.5	21.5
자산총계	466.2	1,532.2	2,674.7	3,833.1	5,216.2
유동부채	158.1	398.3	1,179.5	1,736.7	2,422.7
매입채무 및 기타채무	46.6	226.0	827.2	1,384.4	2,070.4
단기금융부채	110.4	166.2	346.2	346.2	346.2
기타유동부채	1.1	6.1	6.1	6.1	6.1
비유동부채	110.5	498.7	498.7	798.7	1,048.7
장기금융부채	95.4	197.9	197.9	497.9	747.9
기타비유동부채	15.1	300.8	300.8	300.8	300.8
부채총계	268.6	897.0	1,678.2	2,535.4	3,471.5
지배지분	194.4	630.8	994.1	1,297.6	1,747.9
자본금	14.0	17.4	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	160.3	693.9	783.2	783.2	783.2
기타자본	-11.9	-5.4	-5.4	-5.4	-5.4
기타포괄손익누계액	14.1	23.5	24.0	22.3	20.6
이익잉여금	17.9	-98.6	174.6	479.7	931.7
비지배지분	3.2	4.4	2.4	0.2	-3.2
자본총계	197.6	635.2	996.5	1,297.7	1,744.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	45.3	-138.1	130.7	63.7	225.8
당기순이익	-15.0	-112.3	271.2	302.9	448.7
비현금항목의 가감	32.2	191.9	288.4	341.6	423.2
유형자산감가상각비	12.3	19.0	28.6	57.8	83.5
무형자산감가상각비	1.5	1.5	1.6	1.3	1.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.4	171.4	258.2	282.5	338.6
영업활동자산부채증감	32.6	-212.7	-340.9	-468.3	-477.6
매출채권및기타채권의감소	-4.0	-204.4	-621.0	-620.6	-764.1
재고자산의감소	30.3	-156.3	-321.0	-405.0	-399.6
매입채무및기타채무의증가	9.6	164.3	601.2	557.2	686.1
기타	-3.3	-16.3	-0.1	0.1	0.0
기타현금흐름	-4.5	-5.0	-88.0	-112.5	-168.5
투자활동 현금흐름	-70.8	-413.6	-274.9	-274.9	-249.9
유형자산의 취득	-54.1	-179.4	-275.0	-275.0	-250.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	-2.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	-1.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-14.6	-231.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	46.4	801.9	320.5	350.9	300.9
차입금의 증가(감소)	-32.8	257.4	180.0	300.0	250.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	81.9	494.8	89.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1.1	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타	-1.6	50.9	50.9	50.9	50.9
기타현금흐름	-0.4	0.3	-220.6	-222.8	-222.8
현금 및 현금성자산의 순증가	20.4	250.6	-44.3	-83.1	54.0
기초현금 및 현금성자산	0.8	21.2	271.8	227.5	144.4
기말현금 및 현금성자산	21.2	271.8	227.5	144.4	198.4

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-550	-3,526	7,597	8,471	12,550
BPS	6,653	17,799	27,600	36,025	48,528
CFPS	620	2,482	15,562	17,894	24,207
DPS	50	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-125.1	-63.1	22.8	27.4	18.5
PER(최고)	-135.1	-72.3	36.7		
PER(최저)	-23.0	-16.8	20.7		
PBR	10.34	12.49	6.29	6.45	4.79
PBR(최고)	11.16	14.33	10.11		
PBR(최저)	1.90	3.33	5.69		
PSR	5.34	7.35	1.61	1.27	0.85
PCFR	111.0	89.6	11.1	13.0	9.6
EV/EBITDA	142.5	117.3	21.3	20.8	12.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-3.4	-11.2	12.9	9.3	9.9
ROE	-9.4	-27.4	33.6	26.6	29.7
ROIC	-0.2	4.2	20.2	17.1	20.4
매출채권회전율	5.8	5.8	6.7	5.5	5.2
재고자산회전율	2.9	5.3	9.2	8.4	8.3
부채비율	135.9	141.2	168.4	195.4	199.0
순차입금비율	84.8	-24.5	6.9	34.8	37.1
이자보상배율	0.3	3.3	13.1	11.6	15.1
총차입금	205.9	364.0	544.0	844.0	1,094.0
순차입금	167.6	-155.9	68.4	451.5	647.5
NOPLAT	15.3	64.7	296.4	424.5	701.9
FCF	-10.3	-350.3	-373.6	-396.8	-163.6

Compliance Notice

- 당사는 2월 13일 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.

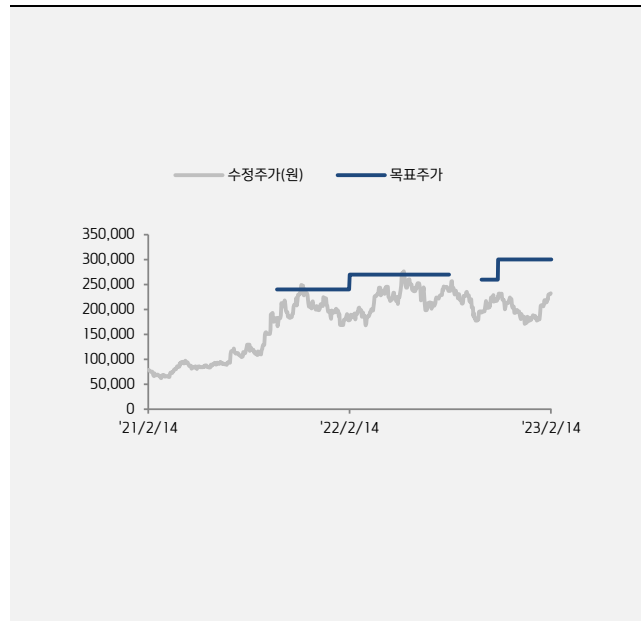
고지사항

- 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 (066970)	2021-10-05	Buy(Initiate)	240,000원	6개월	-15.66	3.88
	2022-02-14	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-17.52	2.44
*담당자 변경	2022-10-11	Buy(Reinitiate)	260,000원	6개월	-18.73	-12.00
	2022-11-10	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-33.43	-22.73
	2023-02-14	Buy(Maintain)	300,000원	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 (2022/01/01~2022/12/31)

매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%