

엘앤에프 (066970)

전자/부품



이안나

02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

| | |
|-------------|---------------------|
| 투자 의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 450,000원 (U) |
| 현재주가 (3/31) | 313,500원 |
| 상승여력 | 44% |

| | |
|-------------|-----------------------|
| 시가총액 | 112,917억원 |
| 총발행주식수 | 36,018,316주 |
| 60일 평균 거래대금 | 2,560억원 |
| 60일 평균 거래량 | 1,042,474주 |
| 52주 고 | 313,500원 |
| 52주 저 | 171,400원 |
| 외인지분율 | 23.77% |
| 주요주주 | 새로닉스 외 14 인 23.87% |

| | | | |
|----------|------|------|------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 19.7 | 80.7 | 38.8 |
| 상대 | 11.8 | 44.8 | 54.7 |
| 절대(달러환산) | 21.6 | 75.5 | 29.3 |

높은 밸류에이션 매력도+수주 모멘텀까지

미국 IRA 세부 법안 발표로 양극화물질 기업 주가 상승 예상

2차전지 주가 급등세로 밸류 부담이 지속되는 가운데, 반도체 섹터 하반기 실적 기대감 등으로 주도 섹터 체인지에 대한 고민 발생. 빠른 주가 상승으로 단기 주가 조정 가능성은 있으나, 대표적인 성장 산업이고 코스피, 코스닥 상위 시가총액 섹터이기 때문에 조정 기간 길지 않을 것. 3월 31일(국내 시간) 발표된 미국 IRA 세부 법안에서 양극화물질이 핵심 광물로 포함되며 양극재 기업들의 지역에 대한 불확실성 해소. 따라서 증설 발표 이어질 것으로 예상되어 다시 양극재 소재로의 관심이 집중될 것으로 보임

2023년 외형성장 및 수주 모멘텀 기대

동사의 2023년 연간 실적은 매출액 6조원(가이던스 7조원, +52% yoy), 영업이익 3,364억원(+26% yoy)으로 2022년에 이어 큰 폭의 외형성장이 기대됨. 동사는 2023년 2분기 구지 2 공장 Phase 2 양산이 시작되며, 하반기에는 세계 최초 90% 이상 단결정 양극재 양산이 시작될 것으로 예상. 뿐만 아니라 고객사 다변화를 위한 노력이 지속되고 있으며 이에 대한 가시성(수주 등)이 증대되고 있음. 테슬라향 2년간 3.8조원 수주 외에도 최근 LG에너지솔루션의 미국 애리조나주 단독 공장 투자 결정으로 관련 수주 모멘텀도 기대되는 상황. LG에너지솔루션의 2170원통형 고객사는 테슬라, 루시드 등일 가능성이 높으며, 이 중 대부분 테슬라향으로 예상되기 때문

동사에 대한 목표주가 450,000원으로 상향

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 450,000원으로 상향. 이는 2024년 EBITDA에 국내 양극재 기업 2024E 평균 EV/EBITDA 20배를 적용한 것. 동사는 양극재 기업 중 가장 밸류에이션 매력도가 높으며 미국 내 국내 셀 기업들의 성장성으로 인해 추가 증설 및 수주 모멘텀이 기대됨. 따라서 국내 양극재 3사 중 투자 매력도가 가장 높다는 판단

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

| | 1Q23E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------|
| 매출액 | 12,857 | 132.2 | 4.7 | 14,225 | -9.6 |
| 영업이익 | 729 | 37.5 | 36.9 | 743 | -1.8 |
| 세전계속사업이익 | 677 | -32.0 | 76.5 | 718 | -5.7 |
| 지배순이익 | 540 | -23.7 | 23.6 | 575 | -6.2 |
| 영업이익률 (%) | 5.7 | -3.9 %pt | +1.4 %pt | 5.2 | +0.5 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 4.2 | -8.6 %pt | +0.6 %pt | 4.0 | +0.2 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,708 | 38,873 | 59,071 | 89,386 |
| 영업이익 | 443 | 2,663 | 3,558 | 5,691 |
| 지배순이익 | -1,131 | 2,700 | 2,923 | 4,447 |
| PER | -34.4 | 28.4 | 38.6 | 25.4 |
| PBR | 6.2 | 5.6 | 6.7 | 5.3 |
| EV/EBITDA | 63.6 | 28.3 | 19.7 | 14.0 |
| ROE | -27.4 | 28.3 | 20.6 | 25.1 |

자료: 유안타증권

[표 1] 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| 구분 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | 2022 | 2023E | 2024E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 554 | 863 | 1,243 | 1,228 | 1,286 | 1,444 | 1,550 | 1,627 | 1,937 | 2,086 | 2,384 | 2,532 | 3,887 | 5,907 | 8,939 |
| (% QoQ) | 46 | 56 | 44 | -1 | 5 | 12 | 7 | 5 | 19 | 8 | 14 | 6 | | | |
| (% YoY) | 283 | 320 | 416 | 223 | 132 | 67 | 25 | 32 | 51 | 44 | 54 | 56 | 300 | 52 | 51 |
| 매출원가 | 483 | 783 | 1,120 | 1,150 | 1,194 | 1,327 | 1,410 | 1,498 | 1,767 | 1,898 | 2,164 | 2,304 | 3,536 | 5,429 | 8,133 |
| 매출총이익 | 71 | 80 | 123 | 78 | 91 | 118 | 139 | 129 | 170 | 188 | 219 | 228 | 351 | 478 | 805 |
| 판매비 | 18 | 18 | 24 | 25 | 30 | 34 | 37 | 41 | 52 | 56 | 61 | 66 | 85 | 141 | 236 |
| 영업이익 | 53 | 61 | 99 | 53 | 61 | 84 | 102 | 89 | 118 | 131 | 158 | 162 | 266 | 336 | 569 |
| 영업이익률 | 10% | 7% | 8% | 4% | 5% | 6% | 7% | 5% | 6% | 6% | 7% | 6% | 7% | 6% | 6% |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 목표주가 450,000 원으로 상향

| 사업부문 | 단위 | 2024E | 내용 |
|-----------------------|----------|----------------|--------------------------------|
| EBITDA | 십억원 | 893 | |
| Target EV/EBITDA | x | 20 | ← 국내 양극재 기업 2024E 평균 EV/EBITDA |
| Total EV(기업가치) (1) | 십억원 | 17,404 | |
| 순차입금 (2) | 십억원 | 1,251 | |
| 순 기업가치 (1)-(2) | 십억원 | 16,153 | |
| 보통주 발행 주식수 (3) | 백만주 | 36 | |
| 주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3) | 원 | 448,688 | |
| 목표주가 | 원 | 450,000 | |
| 현재주가(03/31) | 원 | 313,500 | |
| Upside | % | 44 | |

자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 (066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 억원) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 9,708 | 38,873 | 59,071 | 89,386 | 129,610 |
| 매출원가 | 8,926 | 35,359 | 54,099 | 81,333 | 117,932 |
| 매출총이익 | 781 | 3,514 | 4,972 | 8,054 | 11,678 |
| 판매비 | 339 | 851 | 1,414 | 2,363 | 3,426 |
| 영업이익 | 443 | 2,663 | 3,558 | 5,691 | 8,251 |
| EBITDA | 647 | 2,975 | 6,109 | 8,929 | 8,541 |
| 영업외손익 | -1,699 | 742 | 100 | -127 | -135 |
| 외환관련손익 | 41 | 241 | 141 | 191 | 317 |
| 이자손익 | -121 | -165 | -239 | -383 | -597 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,619 | 666 | 198 | 65 | 145 |
| 법인세비용차감전순손익 | -1,256 | 3,405 | 3,658 | 5,563 | 8,116 |
| 법인세비용 | -134 | 695 | 732 | 1,113 | 1,623 |
| 계속사업순손익 | -1,123 | 2,710 | 2,927 | 4,451 | 6,493 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -1,123 | 2,710 | 2,927 | 4,451 | 6,493 |
| 지배지분순이익 | -1,131 | 2,700 | 2,923 | 4,447 | 6,488 |
| 포괄순이익 | -1,043 | 2,722 | 2,927 | 4,451 | 6,493 |
| 지배지분포괄이익 | -1,054 | 2,712 | 2,927 | 4,453 | 6,496 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 억원) | | | | | |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | -1,381 | -8,643 | 2,482 | -2,254 | 2,377 |
| 당기순이익 | -1,123 | 2,710 | 2,927 | 4,451 | 6,493 |
| 감가상각비 | 190 | 297 | 2,537 | 3,227 | 281 |
| 외환손익 | -3 | 169 | -141 | -191 | -317 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -2,127 | -11,991 | -2,491 | -9,416 | -3,754 |
| 기타현금흐름 | 1,682 | 172 | -350 | -324 | -327 |
| 투자활동 현금흐름 | -4,136 | -821 | -10,192 | -11,547 | -11,547 |
| 투자자산 | -350 | -33 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -1,794 | -2,875 | -10,189 | -11,543 | -11,543 |
| 유형자산 감소 | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 기타현금흐름 | -1,992 | 2,086 | -5 | -6 | -6 |
| 재무활동 현금흐름 | 8,019 | 7,953 | 2,308 | 5,013 | 7,744 |
| 단기차입금 | 326 | 2,775 | 1,189 | 1,189 | 4,000 |
| 사채 및 장기차입금 | 2,248 | 2,742 | 1,280 | 3,980 | 3,900 |
| 자본 | 4,948 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -12 | 0 | -166 | -166 | -166 |
| 기타현금흐름 | 509 | 2,435 | 6 | 11 | 11 |
| 연결범위병동 등 기타 | 3 | -5 | 8,214 | 8,746 | 1,659 |
| 현금의 증감 | 2,506 | -1,516 | 2,812 | -42 | 234 |
| 기초 현금 | 212 | 2,718 | 1,202 | 4,014 | 3,973 |
| 기말 현금 | 2,718 | 1,202 | 4,014 | 3,973 | 4,206 |
| NOPLAT | 443 | 2,663 | 3,558 | 5,691 | 8,251 |
| FCF | -3,174 | -11,518 | -7,707 | -13,797 | -9,167 |

자료: 유안타증권

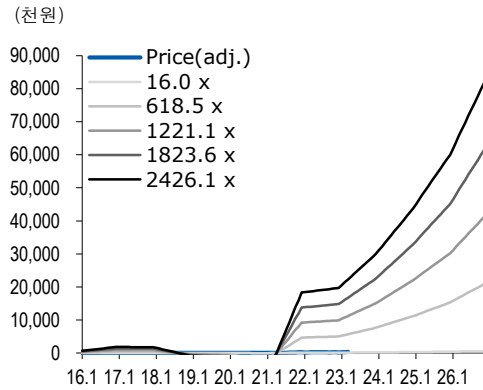
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (단위: 억원) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 10,706 | 23,026 | 28,907 | 41,331 | 51,295 |
| 현금및현금성자산 | 2,718 | 1,202 | 4,014 | 3,973 | 4,206 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,717 | 8,006 | 9,603 | 14,926 | 15,278 |
| 재고자산 | 2,615 | 12,277 | 13,710 | 20,842 | 30,221 |
| 비유동자산 | 4,616 | 7,214 | 8,850 | 10,353 | 21,604 |
| 유형자산 | 4,271 | 7,096 | 8,745 | 10,259 | 21,519 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자자산 | 34 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 자산총계 | 15,322 | 30,239 | 37,757 | 51,684 | 72,899 |
| 유동부채 | 3,983 | 12,875 | 16,417 | 22,142 | 33,135 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,260 | 6,436 | 7,977 | 12,032 | 19,026 |
| 단기차입금 | 1,296 | 4,061 | 5,250 | 6,439 | 10,439 |
| 유동성장기부채 | 366 | 587 | 667 | 747 | 747 |
| 비유동부채 | 4,987 | 4,511 | 5,711 | 9,611 | 13,511 |
| 장기차입금 | 1,560 | 4,121 | 5,321 | 9,221 | 13,121 |
| 사채 | 169 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 8,970 | 17,386 | 22,128 | 31,752 | 46,646 |
| 지배지분 | 6,308 | 12,797 | 15,554 | 19,835 | 26,156 |
| 자본금 | 174 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 자본잉여금 | 6,939 | 6,649 | 6,649 | 6,649 | 6,649 |
| 이익잉여금 | -986 | 5,716 | 8,473 | 12,754 | 19,075 |
| 비지배지분 | 44 | 56 | 75 | 97 | 97 |
| 자본총계 | 6,352 | 12,853 | 15,629 | 19,932 | 26,253 |
| 순차입금 | 1,405 | 7,483 | 7,140 | 12,350 | 20,017 |
| 총차입금 | 6,605 | 9,088 | 11,557 | 16,726 | 24,626 |

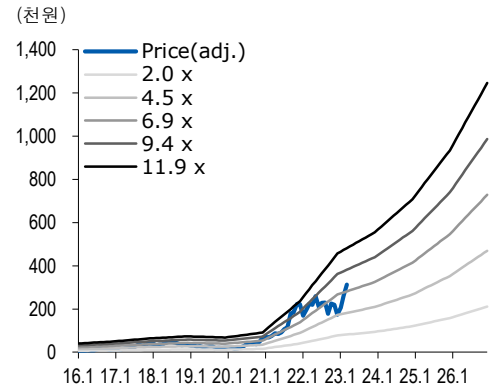
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| EPS | -3,588 | 7,543 | 8,116 | 12,347 | 18,013 |
| BPS | 19,899 | 38,454 | 46,738 | 59,601 | 78,596 |
| EBITDAPS | 2,018 | 8,292 | 16,960 | 24,789 | 23,714 |
| SPS | 30,269 | 108,360 | 164,003 | 248,169 | 359,845 |
| DPS | 0 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| PER | -34.4 | 28.4 | 38.6 | 25.4 | 17.4 |
| PBR | 6.2 | 5.6 | 6.7 | 5.3 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 63.6 | 28.3 | 19.7 | 14.0 | 15.6 |
| PSR | 4.1 | 2.0 | 1.9 | 1.3 | 0.9 |

| 재무비율 (단위: 배, %) | | | | | |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 증가율 (%) | 172.6 | 300.4 | 52.0 | 51.3 | 45.0 |
| 영업이익 증가율 (%) | 2,910.3 | 501.8 | 33.6 | 59.9 | 45.0 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적지 | 흑전 | 8.3 | 52.1 | 45.9 |
| 매출총이익률 (%) | 8.0 | 9.0 | 8.4 | 9.0 | 9.0 |
| 영업이익률 (%) | 4.6 | 6.9 | 6.0 | 6.4 | 6.4 |
| 지배순이익률 (%) | -11.6 | 6.9 | 4.9 | 5.0 | 5.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 6.7 | 7.7 | 10.3 | 10.0 | 6.6 |
| ROIC | 7.0 | 14.8 | 12.8 | 16.1 | 16.5 |
| ROA | -11.3 | 11.9 | 8.6 | 9.9 | 10.4 |
| ROE | -27.4 | 28.3 | 20.6 | 25.1 | 28.2 |
| 부채비율 (%) | 141.2 | 135.3 | 141.6 | 159.3 | 177.7 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 22.3 | 58.5 | 45.9 | 62.3 | 76.5 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 3.3 | 12.5 | 11.1 | 12.3 | 12.1 |

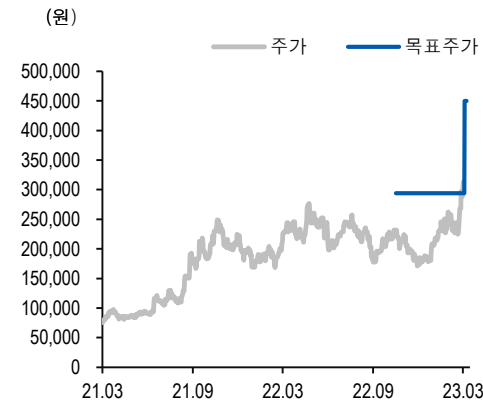
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------------------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2023-04-03 | BUY | 450,000 | 1년 | | |
| 2022-11-15 | BUY | 294,000 | 1년 | -25.99 | 6.63 |
| 2021-09-01 | 담당자변경 1년 경과 이후 | | 1년 | | - |
| 2020-09-01 | Not Rated | - | 1년 | | - |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0.0 |
| Buy(매수) | 91.9 |
| Hold(중립) | 8.1 |
| Sell(비중 축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2023-03-31

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.