

엘앤에프 (066970)

전자/부품



이안나

02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	450,000원 (M)
현재주가 (4/10)	319,000원
상승여력	41%

시가총액	114,898억원
총발행주식수	36,018,316주
60일 평균 거래대금	3,114억원
60일 평균 거래량	1,193,833주
52주 고	329,500원
52주 저	171,400원
외인지분율	23.12%
주요주주	새로닉스 외 14 인 23.87%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	36.0	75.6	30.7
상대	20.8	37.6	37.7
절대(달러환산)	36.5	65.6	21.4

수주 모멘텀 본격화될 것

양극재 기업들 증설 및 수주 발표 이어질 것

미국향 양극재 생산능력은 기 확보된 셀 기업들의 수주 대응하기에도 부족한 상태. 2025년 기준, 파나소닉을 제외한 미국 내 셀 생산능력은 404GWh이며, 이에 필요한 양극활물질 규모는 최소 81만톤 수준. 국내 양극활물질 기업들의 미국향 생산능력은 73만톤 수준으로 공급이 부족한 상황. 그동안 양극활물질 기업들은 미국 IRA 세부 법안 발표 전까지 증설 지역에 대한 불확실성으로 인해 증설 발표를 지연시켜옴. 3월 31일(국내 시간) 발표된 미국 IRA 세부 법안 발표로 증설 계획이 이어질 것으로 예상되며 공급이 부족한 만큼 추가 수주 계약도 이어질 것

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 투자 의견 및 목표주가 유지

동사에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 450,000원을 유지. 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	14,038	-8.4
영업이익	614	15.7	15.2	724	-15.2
세전계속사업이익	561	-43.6	46.4	702	-20.0
지배순이익	447	-36.7	2.5	547	-18.3
영업이익률 (%)	4.8	-4.8 %pt	+0.5 %pt	5.2	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	-9.3 %pt	-0.1 %pt	3.9	-0.4 %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	3,364	5,691
지배순이익	-1,131	2,700	2,766	4,445
PER	-34.4	28.4	41.5	25.9
PBR	6.2	5.6	6.9	5.4
EV/EBITDA	63.6	28.3	20.7	14.3
ROE	-27.4	28.3	19.6	25.3

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] 미국향 양극활물질 수급 전망

구분	단위	2025E	2030E	2030E
World xEV	만대	2,130	5,400	5,400
U.S.A.	만대	320	1,080	1,350
글로벌 MS 가정	%	15	20	25
대당 배터리 용량	KWh	75	85	85
미국 내 배터리 수요	GWh	240	918	1,148
미국 내 셀 생산능력 (1)	GWh	515	676	676
미국 내 셀 생산능력 (파나소닉 제외) (2)	GWh	404	496	496
(1)에 필요한 양극활물질	만톤	103	135	135
(2)에 필요한 양극활물질	만톤	81	99	99
국내 양극활물질 기업 생산능력	만톤	73	73	73
에코프로비엠(헝가리 공장 제외)	만톤	27	27	27
포스코퓨처엠(얼티엄셀즈향: 국내+캐나다)	만톤	15	15	15
LG 화학(테네시)	만톤	12	12	12
엘앤에프(구지3공장)	만톤	9	9	9
코스모신소재	만톤	10	10	10

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	54,293	81,333	117,932	
매출충이익	781	3,514	4,778	8,054	11,678	
판매비	339	851	1,414	2,363	3,426	
영업이익	443	2,663	3,364	5,691	8,251	
EBITDA	647	2,975	5,915	8,929	8,541	
영업외손익	-1,699	742	97	-130	-138	
외환관련손익	41	241	141	191	317	
이자손익	-121	-165	-242	-386	-600	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-1,619	666	198	65	145	
법인세비용차감전순손익	-1,256	3,405	3,462	5,560	8,113	
법인세비용	-134	695	692	1,112	1,623	
계속사업순손익	-1,123	2,710	2,769	4,448	6,491	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-1,123	2,710	2,769	4,448	6,491	
지배지분순이익	-1,131	2,700	2,766	4,445	6,485	
포괄순이익	-1,043	2,722	2,769	4,448	6,491	
지배지분포괄이익	-1,054	2,712	2,770	4,450	6,494	

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	2,347	-2,280	2,374	
당기순이익	-1,123	2,710	2,769	4,448	6,491	
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	-2,468	-9,439	-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	2,678	-67	231	
기초 현금	212	2,718	1,202	3,880	3,813	
기말 현금	2,718	1,202	3,880	3,813	4,044	
NOPLAT	443	2,663	3,364	5,691	8,251	
FCF	-3,174	-11,518	-7,842	-13,823	-9,169	

자료: 유안타증권

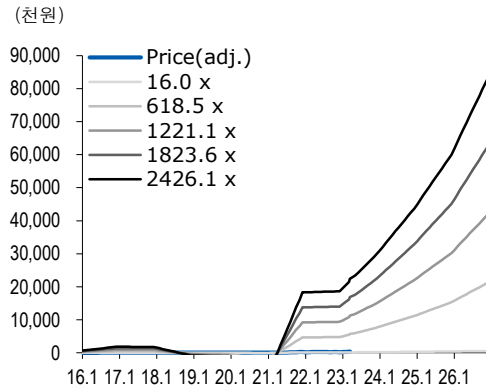
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
유동자산	10,706	23,026	28,773	41,171	51,132	
현금및현금성자산	2,718	1,202	3,880	3,813	4,043	
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	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	34	27	27	27	27	
자산총계	15,322	30,239	37,622	51,524	72,736	
유동부채	3,983	12,875	16,440	22,142	33,135	
매입채무 및 기타채무	2,260	6,436	8,000	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	22,151	31,752	46,646	
지배지분	6,308	12,797	15,397	19,676	25,994	
자본금	174	180	180	180	180	
자본잉여금	6,939	6,649	6,649	6,649	6,649	
이익잉여금	-986	5,716	8,316	12,594	18,913	
비지배지분	44	56	74	96	96	
자본총계	6,352	12,853	15,471	19,771	26,090	
순차입금	1,405	7,483	7,274	12,510	20,180	
총차입금	6,605	9,088	11,557	16,726	24,626	

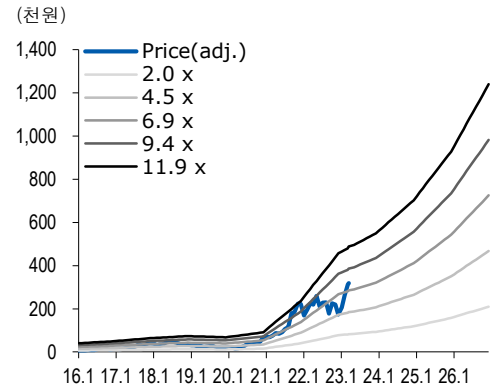
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	-3,588	7,543	7,681	12,340	18,005	
BPS	19,899	38,454	46,267	59,122	78,109	
EBITDAPS	2,018	8,292	16,421	24,789	23,714	
SPS	30,269	108,360	164,003	248,169	359,845	
DPS	0	500	500	500	500	
PER	-34.4	28.4	41.5	25.9	17.7	
PBR	6.2	5.6	6.9	5.4	4.1	
EV/EBITDA	63.6	28.3	20.7	14.3	15.8	
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	26.3	69.1	45.0	
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	2.5	60.7	45.9	
매출총이익률 (%)	8.0	9.0	8.1	9.0	9.0	
영업이익률 (%)	4.6	6.9	5.7	6.4	6.4	
지배순이익률 (%)	-11.6	6.9	4.7	5.0	5.0	
EBITDA 마진 (%)	6.7	7.7	10.0	10.0	6.6	
ROIC	7.0	14.8	12.1	16.1	16.5	
ROA	-11.3	11.9	8.2	10.0	10.4	
ROE	-27.4	28.3	19.6	25.3	28.4	
부채비율 (%)	141.2	135.3	143.2	160.6	178.8	
순차입금/자기자본 (%)	22.3	58.5	47.2	63.6	77.6	
영업이익/금융비용 (배)	3.3	12.5	10.5	12.3	12.1	

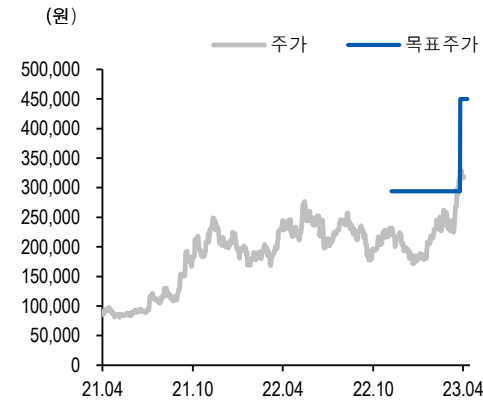
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-11	BUY	450,000	1년		
2023-04-03	BUY	450,000	1년		
2022-11-15	BUY	294,000	1년	-25.99	6.63
	담당자변경				
2021-09-01	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)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-08

※해외 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 투자결정은 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.