엘앤에프 (066970)

내년을 기약하며

3Q23 영업이익 148억원으로 시장 컨센서스 하회. 메탈 가격 약세에 따른 ASP 하락 및 원재료 역래깅 영향, 재고평가손실(-100억원)로 수익성 크게 악화. 4Q23 영업이익 99억원 전망. 4분기에도 재고자산평가손실 및 원재료 역래깅 영향이 수익성을 악화시킬 것으로 예상. 1) 전구체(LS)/음극재(미쓰비시)에 대한 투자 지속, 2) 제품 포트폴리오 확대(고전압 미드니켈/LFP 양극재), 3) 고객사 다변화(25년 LGES 50%/OEM 30%/SK온 20%) 등 중장기 성장 모멘텀 유효하다고 판단. 투자 의견 'BUY' 유지하나, 실적 추정치 조정 반영하여 목표주가는 310,000원으로 하향 조정함.

>>> 3Q23 영업이익 148억원, 시장 컨센서스 하회

엘앤에프의 3Q23 실적은 매출액 1.26조원(-8%QoQ, +1%YoY), 영업이익 148억원(+393%QoQ, -85%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 211억원). Tesla의 3분기 공장 업그레이드 작업 및 전방 수요 둔화로 전분기 대비 출하량이 감소한 것으로 추정되며(-7%QoQ), 메탈 가격 약세에 따른 ASP 하락 및 원재료 역래깅 영향으로 수익성이 크게 악화됐다. 특히 원재료 가격 하락에 따른 재고평가손실이 크게 발생(-100억원)한 것도 실적 부진의 요인이다. 한편, 전분기 대비 주가 하락으로 교환사채 및 전환사채에 대한 파생상품평가이익(545억원)이 반영되며 순이익은 565억원을 기록했다.

>>> 4Q23 영업이익 99억원(-82%YoY) 전망

4Q23 실적은 매출액 9,248억원(-26%QoQ, -25%YoY), 영업이익 99억원(-33%QoQ, -82%YoY)을 기록할 전망이다. 전기차 시장을 중심으로 한 수요 둔화 및 주요 고객사의 연말 재고 조정이 예상됨에 따라 출하량은 전분기 대비 약 -20%QoQ 감소할 것으로 판단한다. 또한 메탈 가격 하락으로 Blended ASP는 약 -7%QoQ 하락할 것으로 보이며, 4분기에도 재고자산평가손실 및 원재료 역래깅 영향이 수익성을 악화시킬 것으로 예상한다.

>>> 목표주가 310,000원, 투자의견 'BUY'유지

메탈 가격 하락, 높은 재고자산, 전방 고객사 수요 둔화 우려로 단기적인 실적 불확실성은 불가피 한 것으로 판단된다. 특히 높은 단일 고객사 및 사급 비중으로 인해 상대적으로 낮아진 수익성은 단기적으로는 리스크 요인으로 작용할 것으로 보인다. 최근 감지되고 있는 전방 OEM업체들의 속도조절로 동사도 중장기 CAPA(26년 40만톤) 증설 시점의 조정 가능성을 시사했다. 다만, 1) 전구체(LS)/음극재(미쓰비시)에 대한 투자 지속, 2) 제품 포트폴리오 확대(고전압 미드니켈/LFP 양극재), 3) 고객사 다변화(25년 LGES 50%/OEM 30%/SK온 20%)라는 목표는 그대로 유지해 중장기 성장 모멘텀은 유효해 보인다. 또한, 내년부터는 Tesla 향 직납 물량 납품(3.8조원, 24.01~25.12)이 예정되어 있어 출하량 및 수익성 회복도 기대된다. 투자 의견 'BUY' 유지하나, 실적 추정치 조정 반영하여 목표주가는 310,000원으로 하향 조정한다.

BUY(Maintain)

목표주가: 310,000원(하향)

주가(11/6): 187,700원

시가총액: 68,037억원

이차전지 Analyst 권준수

wkdud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/6)		839.45pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	337,000 원	129,400원
최고/최저가 대비 등락율	-44.3%	45.1%
수익률	절대	상대
1M	18.1%	14.8%
6M	-26.2%	-25.8%
1Y	-13.5%	-27.8%

Company Data

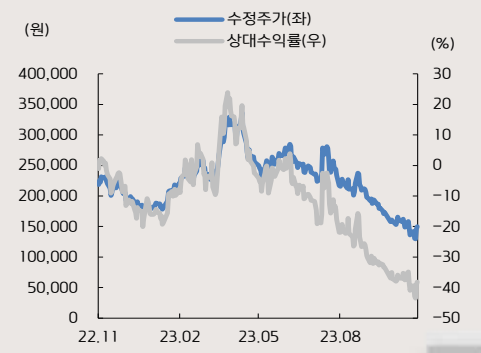
발행주식수		36,248 천주
일평균 거래량(3M)		538천주
외국인 지분율		18.4%
배당수익률(23E)		0.3%
BPS(23E)		36,613원
주요 주주	새로닉스 외 15인	23.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	970.8	3,887.3	4,911.3	6,380.5
영업이익	44.3	266.3	68.0	314.3
EBITDA	64.7	297.5	119.6	402.5
세전이익	-125.6	340.5	74.7	283.1
순이익	-112.3	271.0	66.8	250.1
지배주주지분순이익	-113.1	270.0	66.5	249.1
EPS(원)	-3,526	7,526	1,839	6,873
증감률(%YoY)	적지	흑전	-75.6	273.8
PER(배)	-63.1	23.1	81.5	21.8
PBR(배)	12.49	4.88	4.09	3.49
EV/EBITDA(배)	117.3	23.5	57.6	17.3
영업이익률(%)	4.6	6.9	1.4	4.9
ROE(%)	-27.4	28.3	5.1	17.3
순부채비율(%)	-24.5	58.2	108.5	97.7

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



엘앤에프 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,228.4	1,362.9	1,368.2	1,255.4	924.8
영업이익	53.0	61.3	98.7	53.3	40.4	3.0	14.8	9.9
영업이익률(%)	9.6	7.1	7.9	4.3	3.0	0.2	1.2	1.1
세전이익	99.6	84.2	118.4	38.4	-23.1	57.7	45.1	-5.0
순이익	71.3	65.6	90.7	43.4	-16.1	49.4	56.5	-23.0
지배주주순이익	70.7	64.4	91.2	43.7	-15.1	49.6	55.5	-23.4

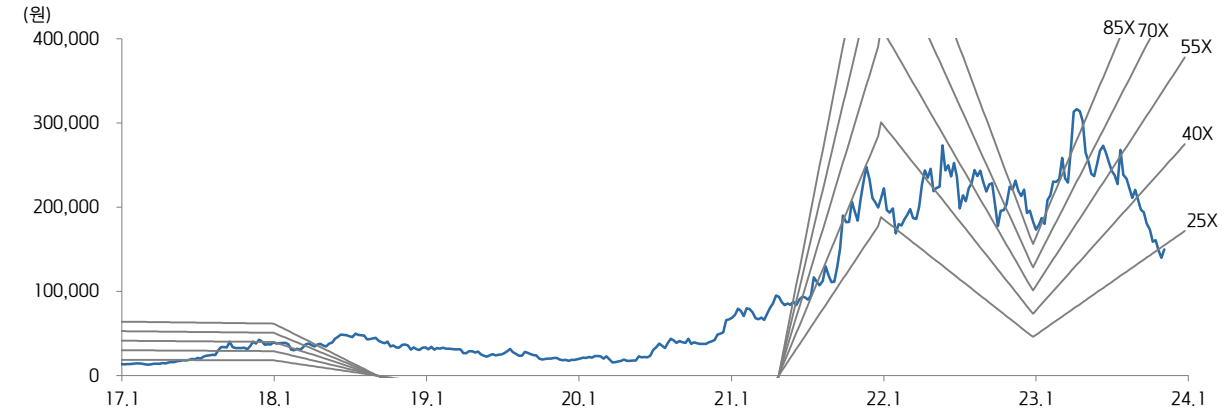
자료: 키움증권 리서치센터

엘앤에프 목표주가 310,000원 제시

EPS(원)	6,873 원	24 년 EPS
Target PER(배)	45 배	에코프로비엠 24 년 P/E 30% 할인
목표주가(원)	309,285 원	

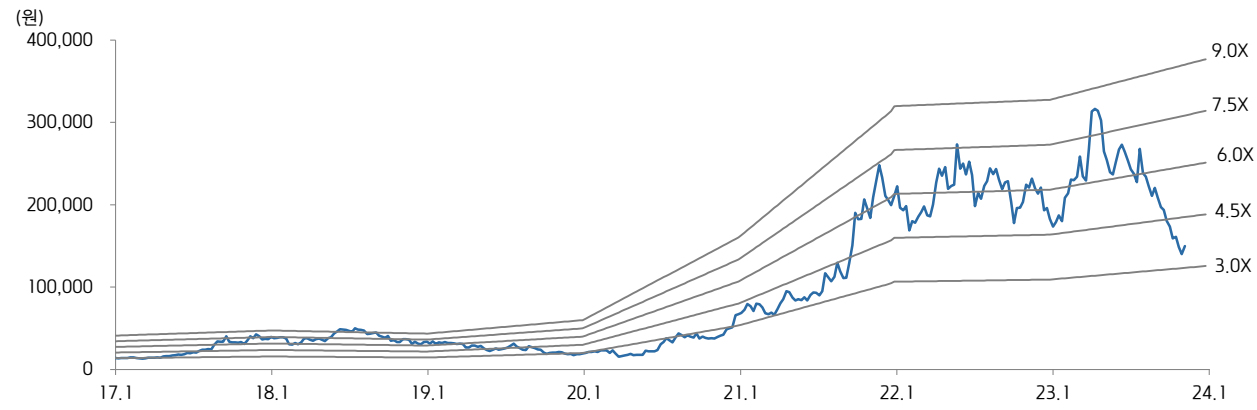
자료: 키움증권 리서치센터

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	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	970.8	3,887.3	4,911.3	6,380.5	8,976.1
매출원가	892.6	3,535.9	4,769.7	5,971.9	8,211.1
매출총이익	78.1	351.4	141.7	408.6	765.0
판관비	33.9	85.1	73.7	94.2	132.1
영업이익	44.3	266.3	68.0	314.3	632.9
EBITDA	64.7	297.5	119.6	402.5	753.2
영업외손익	-169.9	74.2	6.7	-31.3	-39.9
이자수익	1.5	4.7	12.5	21.9	17.9
이자비용	13.6	21.3	43.8	53.1	57.8
외환관련이익	14.7	214.7	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	10.6	190.6	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-161.9	66.7	38.0	-0.1	0.0
법인세차감전이익	-125.6	340.5	74.7	283.1	593.0
법인세비용	-13.4	69.5	8.0	33.0	75.0
계속사업순손익	-112.3	271.0	66.8	250.1	518.0
당기순이익	-112.3	271.0	66.8	250.1	518.0
지배주주순이익	-113.1	270.0	66.5	249.1	516.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	172.6	300.4	26.3	29.9	40.7
영업이익 증감율	2,913.6	501.1	-74.5	362.2	101.4
EBITDA 증감율	323.4	359.8	-59.8	236.5	87.1
지배주주순이익 증감율	흑전	-338.7	-75.4	274.6	107.1
EPS 증감율	적지	흑전	-75.6	273.8	107.1
매출총이익율(%)	8.0	9.0	2.9	6.4	8.5
영업이익률(%)	4.6	6.9	1.4	4.9	7.1
EBITDA Margin(%)	6.7	7.7	2.4	6.3	8.4
지배주주순이익률(%)	-11.7	6.9	1.4	3.9	5.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,070.6	2,302.6	3,101.6	3,548.7	4,149.7
현금 및 현금성자산	271.8	120.2	384.9	703.5	568.8
단기금융자산	248.2	40.3	40.3	40.3	40.3
매출채권 및 기타채권	271.7	800.6	1,011.5	1,314.1	1,669.1
재고자산	261.5	1,227.7	1,551.1	1,377.0	1,757.7
기타유동자산	17.4	113.8	113.8	113.8	113.8
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	4,121.4	4,830.4	5,661.1
유동부채	398.3	1,287.5	1,374.3	1,452.4	1,584.4
매입채무 및 기타채무	226.0	643.6	730.4	808.5	940.4
단기금융부채	166.2	465.7	465.7	465.7	465.7
기타유동부채	6.1	178.2	178.2	178.2	178.3
비유동부채	498.7	451.1	1,414.1	1,814.1	2,014.1
장기금융부채	197.9	443.1	1,406.1	1,806.1	2,006.1
기타비유동부채	300.8	8.0	8.0	8.0	8.0
부채총계	897.0	1,738.6	2,788.4	3,266.5	3,598.4
지배지분	630.8	1,279.7	1,327.1	1,557.1	2,053.9
자본금	17.4	18.0	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	693.9	664.9	664.9	664.9	664.9
기타자본	-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	621.4	853.8	1,353.0
비지배지분	4.4	5.6	5.9	6.8	8.8
자본총계	635.2	1,285.3	1,333.0	1,563.9	2,062.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138.1	-864.3	-393.6	223.5	-29.8
당기순이익	-112.3	271.0	66.8	250.1	518.0
비현금항목의 가감	191.9	79.2	26.5	88.1	170.9
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	-25.1	-0.1	50.7
영업활동자산부채증감	-212.7	-1,199.1	-447.6	-50.4	-603.8
매출채권및기타채권의감소	-204.4	-572.0	-210.9	-302.6	-355.1
재고자산의감소	-156.3	-967.2	-323.4	174.1	-380.7
매입채무및기타채무의증가	164.3	427.8	86.8	78.1	132.0
기타	-16.3	-87.7	-0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-5.0	-15.4	-39.3	-64.3	-114.9
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	945.6	382.4	182.4
차입금의 증가(감소)	257.4	551.8	963.0	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	264.7	318.6	-134.7
기초현금 및 현금성자산	21.2	271.8	120.2	384.9	703.5
기말현금 및 현금성자산	271.8	120.2	384.9	703.5	568.8

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	-3,526	7,526	1,839	6,873	14,236
BPS	17,799	35,530	36,613	42,956	56,661
CFPS	2,482	9,763	2,579	9,330	19,005
DPS	0	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	-63.1	23.1	81.5	21.8	10.5
PER(최고)	-72.3	37.1	190.1		
PER(최저)	-16.8	20.9	69.5		
PBR	12.49	4.88	4.09	3.49	2.64
PBR(최고)	14.33	7.85	9.55		
PBR(최저)	3.33	4.42	3.49		
PSR	7.35	1.60	1.10	0.85	0.60
PCFR	89.6	17.8	58.1	16.1	7.9
EV/EBITDA	117.3	23.5	57.6	17.3	9.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	6.1	25.1	6.7	3.2
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
ROA	-11.2	11.9	1.9	5.6	9.9
ROE	-27.4	28.3	5.1	17.3	28.6
ROIC	4.2	17.1	2.5	9.4	15.7
매출채권회전율	5.8	7.3	5.4	5.5	6.0
재고자산회전율	5.3	5.2	3.5	4.4	5.7
부채비율	141.2	135.3	209.2	208.9	174.5
순차입금비율	-24.5	58.2	108.5	97.7	90.3
이자보상배율	3.3	12.5	1.6	5.9	10.9
총차입금	364.0	908.8	1,871.8	2,271.8	2,471.8
순차입금	-155.9	748.3	1,446.6	1,528.0	1,862.7
NOPLAT	64.7	297.5	119.6	402.5	753.2
FCF	-350.3	-1,218.0	-685.3	-34.5	-280.6

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 6일 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

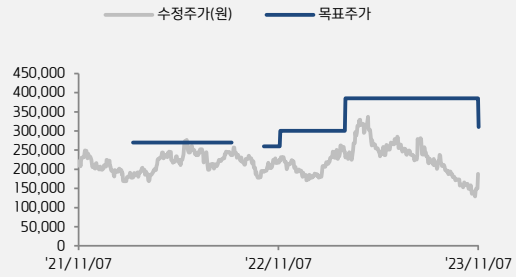
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
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		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%