

2023. 11. 7



▲ 이차전지/석유화학
Analyst 노우호
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	370,000 원
현재주가 (11.6)	187,700 원
상승여력	97.1%
KOSDAQ	839.45pt
시가총액	68,037억원
발행주식수	3,625만주
유동주식비율	68.19%
외국인비중	18.41%
52주 최고/최저가	337,000원/129,400원
평균거래대금	1,073.7억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 15 인	23.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.1	-26.2	-15.1
상대주가	14.8	-25.8	-29.8

주가그래프



엘앤에프 066970

3Q23 Review & 2024년 전망

- ✓ 3Q23 Review: 매출액 1.2조원, 영업이익 148억원으로 낮아진 기대치에 다소 부합
- ✓ 2024년 Preview: 매출액 5.1조원, 영업이익 1,603억원으로 분기별 수익성 개선
- ✓ 출하량(Q)/단가(P) 하향은 현 주가에 다소 반영 → 2024년 신규 이벤트에 집중
- ✓ 2024년 동사의 사업 포트폴리오 전략 구체화 및 수익성 정상화 시점으로 판단
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 연간 추정치 하향(P)으로 37만원을 제시

3Q23 Review: 낮아질만큼 충분히 낮아진 실적 기대치

동사는 3Q23 매출액 1.2조원, 영업이익 148억원으로 낮아진 시장 기대치에 다소 부합한 실적을 발표했다. 실적 추정치 하향 배경은 (1) 투입 원재료 가격 약세 장기화 부작용(판매단가 하락/저가법 손실 발생), (2) 주력 고객사향 출하량 감소(당분기 Tesla Giga Shanghai 주요 제품의 생산라인 교체 등) 영향이다. KITA 월간 수출 Data 기준 대구시 양극재 수출중량/단가는 각각 -9.6% QoQ/-7.8% QoQ 변화했다. 국내 양극재 경쟁기업들(에코프로비엠, 포스코퓨처엠) 대비 동사의 EV/EBITDA 멀티플은 3개년간 -45%, -59%, -56% 수준으로 Discount 반영 중이다. 올 연간의 수익성 불확실성은 다소 반영된 주가, 현 시점은 향후 Upside에 집중할 시점이다.

주력 고객사가 선제적으로 제시한 힌트: 신규 원통형 전지 사업규모 확대

향후 동사만의 주가 Momentum 변수는 (1) Tesla/LGES 4680 전지향 하이니켈 양극재 납품 개시, (2) 다소 지연된 신규 수주건 확정 등이다. 주력 고객사 LGES가 국내 오창 4680 전지 양산 시점 구체화(2H23), 미국 Arizona 4680 전지 양산규모를 상향(총 36Gwh)한 점은 동사에 낙관적 출하량 전망을 뒷받침 가능하다. 또한 2024년 음극재(일본 Mitsubishi JV)와 LFP 양산설비 구축 투자가 구체화되겠다. 국내 부지에서 LFP 양극재 양산으로 포트폴리오 다변화, Mitsubishi의 음극재 기술이전을 통한 흑연 음극재 양산으로 LFP/음극재 분야 Ex-China 전략 실행이 가능하다.

2024년 사업영역 확대/포트폴리오 강화되며 다수의 Event 발생 예상

2023년 낮아진 기대치/주가만큼의 현재 기저효과(Low)는 2024년 신규 Event 발생에 따른 주가 재평가 여력이 높아질 점에 주목한다. 투자의견 Buy 의견 유지한다. 단, 2023~24년 판매단가 하락/출하량 정체(NCM 523) 변수를 추정치에 반영, 이에 맞춰 적정주가는 37만원으로 하향 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	970.8	44.3	-113.1	-3,588	적지	17,799	-62.0	12.5	121.9	-27.4	141.2
2022	3,887.3	266.3	270.0	7,543	흑전	35,530	23.0	4.9	23.8	28.3	135.3
2023E	4,982.0	66.9	92.4	2,555	-66.3	38,322	73.5	4.9	67.2	6.9	208.6
2024E	5,122.7	160.3	41.3	1,140	-55.0	38,999	164.7	4.8	38.1	2.9	333.4
2025E	6,969.2	311.0	84.6	2,333	104.7	40,870	80.5	4.6	24.0	5.8	399.0

(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,362.9	1,368.2	1,255.4	995.5	954.4	1,120.0	1,412.2	1,636.2	4,982.0	5,122.7	6,969.2
영업이익	40.4	3.0	14.8	8.7	10.1	29.8	53.5	67.0	66.9	160.3	311.0
%OP	3.0%	0.2%	1.2%	0.9%	1.1%	2.7%	3.8%	4.1%	1.3%	3.1%	4.5%
세전이익	-23.1	57.7	45.1	3.2	2.5	1.2	21.9	19.0	82.9	44.6	91.7
순이익(지배주주)	-15.1	49.6	55.5	2.5	2.2	1.1	21.1	16.9	92.4	41.3	84.6
%YoY											
매출액	146.2	58.6	1.0	-19.0	-30.0	-18.1	12.5	64.4	28.2	2.8	36.0
영업이익	-23.8	-95.1	-85.0	-83.6	-75.1	894.6	261.2	667.5	-74.9	139.5	94.1
세전이익	적전	-31.5	-61.9	-91.7	흑전	-97.9	-51.4	493.7	-75.7	-46.2	105.8
순이익(지배주주)	적전	-23.0	-39.2	-94.3	흑전	-97.8	-62.0	582.5	-65.8	-55.3	104.7
%QoQ											
매출액	10.9	0.4	-8.2	-20.7	-4.1	17.3	26.1	15.9			
영업이익	-24.2	-92.6	394.4	-41.0	15.2	196.0	79.6	25.3			
세전이익	적전	흑전	-21.9	-92.9	-21.4	-52.8	1,748.5	-13.4			
순이익(지배주주)	적전	흑전	11.8	-95.5	-9.9	-50.2	1,792.7	-19.7			

자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	기존 매출액 추정	신규 매출액 추정	변화율	기존 영업이익 추정	신규 영업이익 추정	변화율	기존 순이익 추정	신규 순이익 추정	변화율
2023E	6,913.7	4,982.0	-27.9	369.5	66.9	-81.9	225.0	92.4	-58.9
2024E	10,255.2	5,122.7	-50.0	736.3	160.3	-78.2	452.5	41.3	-90.9
2025E	16,120.9	6,969.2	-56.8	1,236.5	311.0	-74.8	612.4	84.6	-86.2

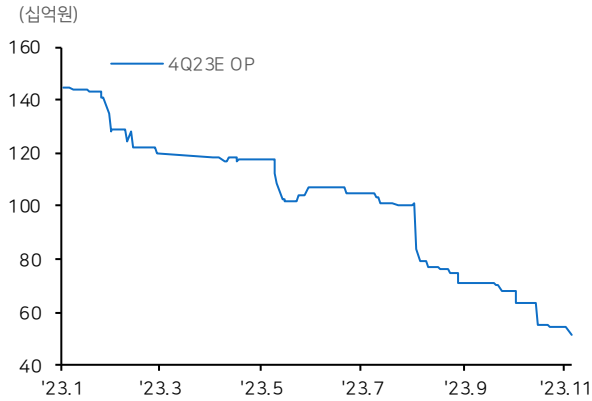
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 엘앤에프의 적정주가 Valuation Table

사업가치 (A)	2025년 기준 EBITDA	Fair Value	Multiple
	419	15,089	36
기업가치		15,089	
순차입금/보증 (B)		3,226	
적정 시가총액 (A-B)		11,862	
발행 주식수(천주)		31,700	
적정주가(원)		370,000	

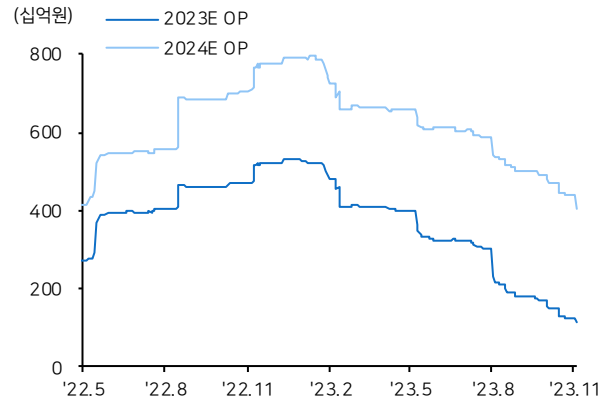
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 엘앤에프 4분기 영업이익 컨센서스 추이



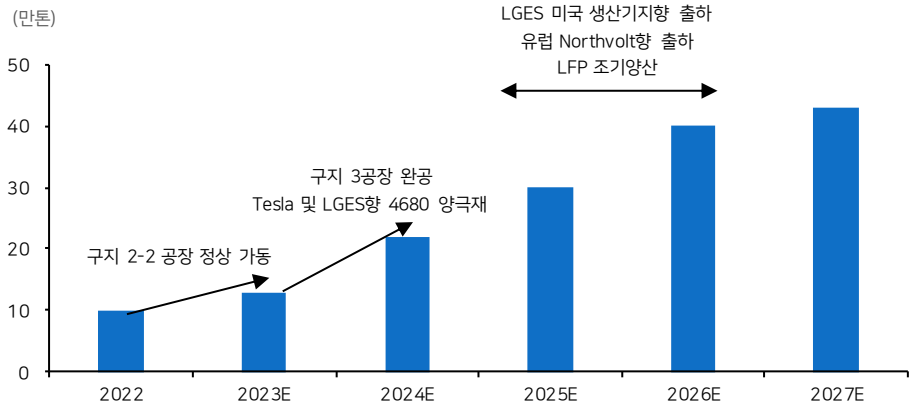
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엘앤에프 연간 영업이익 컨센서스 추이



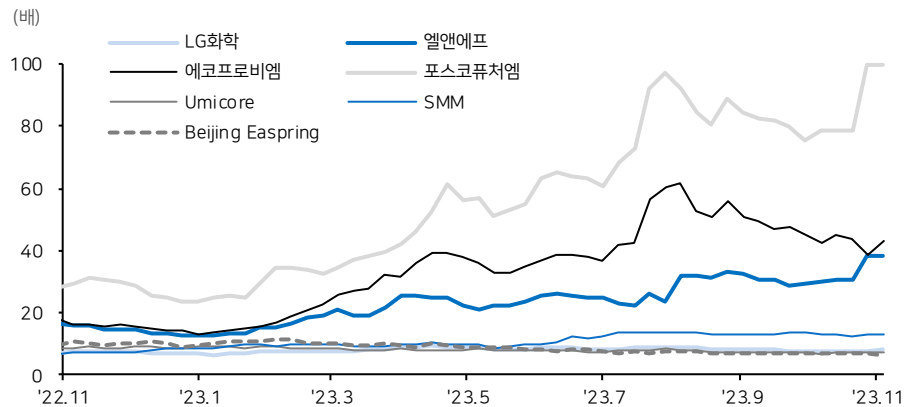
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 엘앤에프의 연간 생산Capa 추이



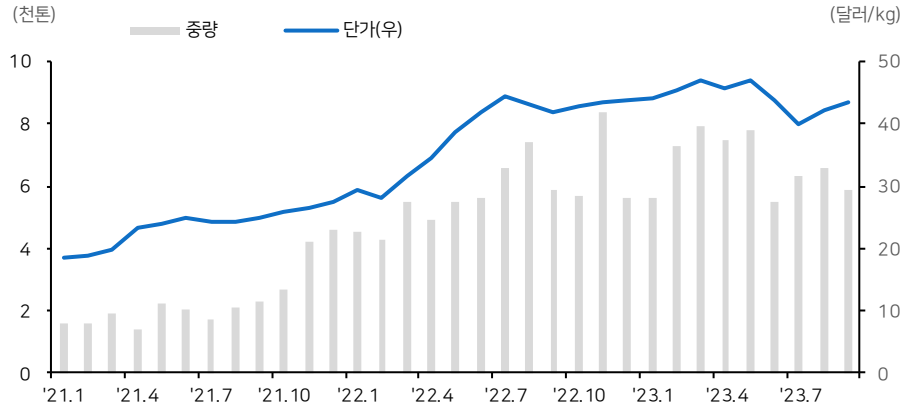
자료: 엘앤에프, 메리츠증권 리서치센터

그림4 양극재 기업 EV/EBITDA 추이



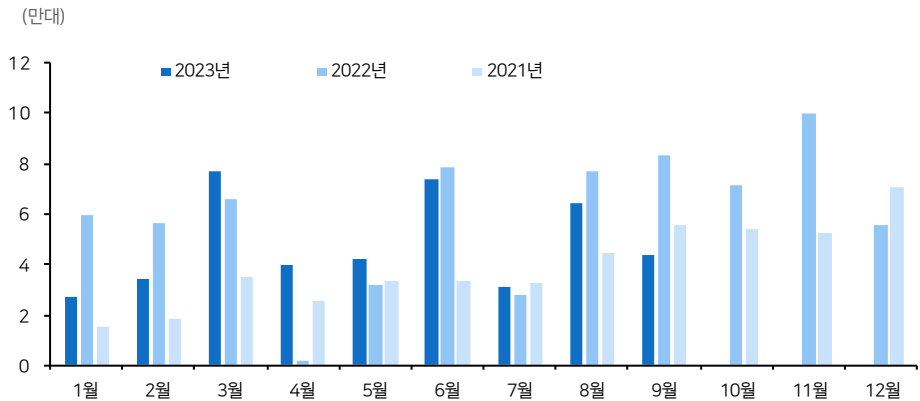
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 엘앤에프의 양극재 수출 Data 추이



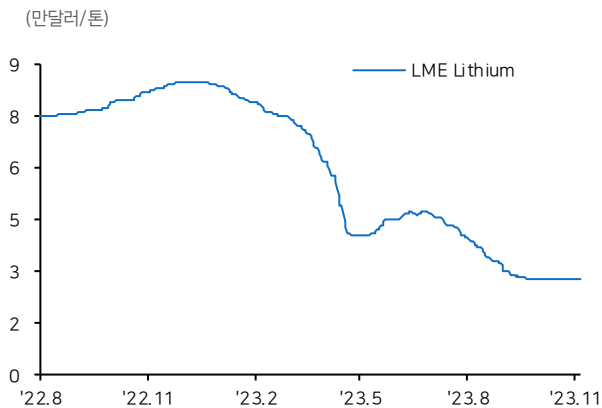
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Tesla의 중국 내 월간 판매량 변화



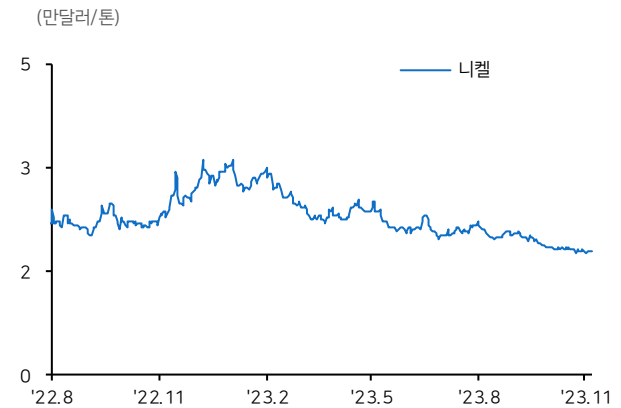
자료: CNEVPOST, 메리츠증권 리서치센터

그림7 수산화리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 니켈 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	970.8	3,887.3	4,982.0	5,122.7	6,969.2
매출액증가율(%)	172.6	300.4	28.2	2.8	36.0
매출원가	892.6	3,535.9	4,838.7	4,863.7	6,510.8
매출총이익	78.1	351.4	143.3	259.1	458.4
판매관리비	33.9	85.1	76.4	98.8	147.4
영업이익	44.3	266.3	66.9	160.3	311.0
영업이익률(%)	4.6	6.9	1.3	3.1	4.5
금융손익	-175.1	50.4	41.3	-176.0	-322.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	-22.9	60.3	103.3
기타영업외손익	5.2	23.8	-2.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	-125.6	340.5	82.9	44.6	91.7
법인세비용	-13.4	69.5	-9.4	2.9	6.5
당기순이익	-112.3	271.0	92.3	41.6	85.2
지배주주지분 손이익	-113.1	270.0	92.4	41.3	84.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-138.1	-864.3	169.9	-690.3	-196.8
당기순이익(손실)	-112.3	271.0	92.3	41.6	85.2
유형자산상각비	19.0	29.7	47.6	76.7	106.3
무형자산상각비	1.5	1.5	2.6	2.6	1.8
운전자본의 증감	-212.7	-1,199.1	103.5	-886.9	-446.8
투자활동 현금흐름	-413.6	-82.1	-458.4	-555.7	-696.7
유형자산의증가(CAPEX)	-179.4	-287.5	-369.7	-480.0	-640.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	0.8	-74.9	-75.7	-56.7
재무활동 현금흐름	801.9	795.3	1,403.4	1,466.5	1,015.2
차입금의 증감	442.7	317.8	1,402.4	1,483.2	1,032.0
자본의 증가	537.0	-28.4	40.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.6	-151.6	1,122.9	220.4	121.7
기초현금	21.2	271.8	120.2	1,243.1	1,463.5
기말현금	271.8	120.2	1,243.1	1,463.5	1,585.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,070.6	2,302.6	3,252.4	4,711.8	5,457.7
현금및현금성자산	271.8	120.2	1,243.1	1,463.5	1,585.3
매출채권	268.2	797.1	0.0	0.0	0.0
재고자산	261.6	1,227.7	1,190.8	1,957.1	2,343.1
비유동자산	461.6	721.4	1,079.0	1,479.8	2,011.7
유형자산	427.1	709.6	1,004.9	1,408.2	1,942.0
무형자산	9.5	7.6	9.1	6.5	4.7
투자자산	3.4	2.7	41.7	41.7	41.7
자산총계	1,532.2	3,023.9	4,331.3	6,191.5	7,469.4
유동부채	398.3	1,287.5	2,391.1	3,982.3	5,029.6
매입채무	200.4	600.8	0.0	0.0	0.0
단기차입금	129.6	406.1	789.9	969.9	1,069.9
유동성장기부채	36.6	58.7	262.5	862.5	1,342.5
비유동부채	498.7	451.1	536.6	780.8	942.9
사채	16.9	0.0	100.0	340.0	500.0
장기차입금	156.0	412.1	401.1	401.1	401.1
부채총계	897.0	1,738.6	2,927.7	4,763.1	5,972.4
자본금	17.4	18.0	18.1	18.1	18.1
자본잉여금	693.9	664.9	705.2	705.2	705.2
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	-98.6	571.6	647.4	672.0	739.8
비지배주주지분	4.4	5.6	14.5	14.8	15.5
자본총계	635.2	1,285.3	1,403.6	1,428.5	1,496.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,795	108,610	137,743	141,325	192,266
EPS(지배주주)	-3,588	7,543	2,555	1,140	2,333
CFPS	2,526	9,786	5,631	11,863	17,080
EBITDAPS	2,053	8,311	3,240	6,607	11,563
BPS	17,799	35,530	38,322	38,999	40,870
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-62.0	23.0	73.5	164.7	80.5
PCR	88.1	17.7	33.3	15.8	11.0
PSR	7.2	1.6	1.4	1.3	1.0
PBR	12.5	4.9	4.9	4.8	4.6
EBITDA(십억원)	64.7	297.5	117.2	239.5	419.1
EV/EBITDA	121.9	23.8	67.2	38.1	24.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-27.4	28.3	6.9	2.9	5.8
EBITDA 이익률	6.7	7.7	2.4	4.7	6.0
부채비율	141.2	135.3	208.6	333.4	399.0
금융비용부담률	1.4	0.5	0.4	4.5	5.2
이자보상배율(x)	3.3	12.5	3.1	0.7	0.9
매출채권회전율(x)	5.9	7.3	12.5		
재고자산회전율(x)	5.3	5.2	4.1	3.3	3.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

엘엔에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

