

Company Brief

2023-05-11

엘앤에프(066970)

하반기 수익성 개선 기대

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	320,000 원(상향)
증가(2023/05/10)	243,500 원
상승여력	31.4 %

Stock Indicator	
자본금	18십억원
발행주식수	3,602만주
시가총액	8,770십억원
외국인지분율	22.9%
52주 주가	171,400~337,000원
60일평균거래량	1,470,803주
60일평균거래대금	409.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-23.3	5.6	5.1	8.2
상대수익률	-15.6	-1.8	-8.3	12.4



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	3,887	6,462	8,382	12,165
영업이익(십억원)	266	266	402	623
순이익(십억원)	270	9	343	506
EPS(원)	7,526	252	9,516	14,042
BPS(원)	35,530	35,353	44,440	58,053
PER(배)	23.1	964.8	25.6	17.3
PBR(배)	4.9	6.9	5.5	4.2
ROE(%)	42.2	0.7	23.9	27.4
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	23.4	31.7	21.3	14.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

1Q23 환율 하락으로 선매입 원재료 원가 부담 상승하며 실적 부진

동사의 1Q23 실적은 매출액 1.4 조원(YoY: +146%, QoQ: +11%), 영업이익 404 억원(YoY: -24%, QoQ: -24%), 영업이익률 3.0%로 시장 기대치(매출액 1.4 조원, 영업이익 683 억원, 영업이익률 4.9%)를 크게 하회했다. 최근 동사의 양극재 공장이 위치한 대구 지역의 양극재 수출입 자료에 근거한 1Q23 출하량은 계절적 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 10% 가량 증가했을 것으로 보인다. ESS 향 NCM523 양극재 판매는 부진했지만 전기차향 NCMA90 양극재 수요가 뚜렷한 회복세를 보였기 때문이다. 1Q23 달러 기준 양극재 판가는 지난해 하반기 원재료 가격 변화를 반영해 약 4~5% 인상된 것으로 추정된다. 그러나 원-달러 환율 하락으로 실질적인 판가 상승 효과는 제한적이었다. 특히 환율로 인해 선제적으로 확보했던 원재료 재고의 매입 대비 높은 매출원가 반영으로 영업이익률이 전분기 대비 크게 하락했다. 당기순이익은 회계상 증가 상승에 따른 전환사채 파생상품평가손실(약 622 억원)이 발생하며 -161 억원을 기록했으나 이를 제외한 실질순이익은 461 억원을 나타냈다.

2Q23 뚜렷한 매출 증가세 예상되나 재고자산평가손실 발생으로 수익성 개선 제한적

지난 4월 Telsa의 중국 생산 모델 3/Y 출하량(수출+내수)은 약 7.6만대를 기록하며 전년 동기 대비 큰 폭의 성장세를 기록했다. 전분기 대비로는 약 15% 감소한 수치이나 Tesla의 판매량이 통상적으로 분기말에 크게 증가한다는 점을 감안할 때 2Q23 출하량도 견조한 증가세를 보일 것으로 예상되어 동사 NCMA90 양극재 출하가 확대될 전망이다. 특히 NCMA90 양극재 판가는 지난해 하반기 원재료 가격 상승분 소급 적용으로 15% 가량 인상될 예정이다. 다만 ESS 향 NCM523 양극재는 수요 둔화와 판가 하락이 예상된다. 또한 1Q23 원재료 가격 급락으로 인해 재고자산평가손실이 발생할 가능성이 높아 영업이익률 개선폭은 제한적일 전망이다. 이를 반영한 2Q23 매출액과 영업이익은 각각 1.6 조원(YoY: +80%, QoQ: +14%), 544 억원(YoY: -11%, QoQ: +34%)을 기록할 것으로 추정된다.

목표주가 320,000 원으로 상향, 매수 투자 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 32 만원으로 상향하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 최근 높아진 국내 양극재 업종 평균 P/E에 30% 할인한 22.2 배를 적용해 산출했다. 경쟁사들 대비 광물 조달 체계, 원재료 리사이클링 등 Closed loop 구축에 다소 속도가 뒤처진다는 점을 밸류에이션 할인 요인으로 반영했다. 그럼에도 불구하고 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 P/E 17.3 배로 양극재 소재 업종 내 밸류에이션 매력도가 가장 높다. 동사는 지난 1Q23 컨퍼런스 콜을 통해 유럽, 미국 진출에 대한 강한 의지를 보였다. 특히 테슬라는 상하이, 베를린, 텍사스 기가팩토리의 생산 능력을 빠르게 확장하고 있으며 4680 배터리 생산 설비 내재화도 추진 중이다. 이에 따라 2170에서 4680으로 이어지는 원통형 배터리용 하이-니켈 양극재 수요 역시 크게 증가할 것으로 예상된다. 향후 배터리 리사이클-전구체-양극재로 이어지는 생산 수직계열화 구축과 고객사 다변화 및 포트폴리오 강화가 구체화되면서 추가 밸류에이션 할인 요인이 점차 해소될 것으로 판단되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

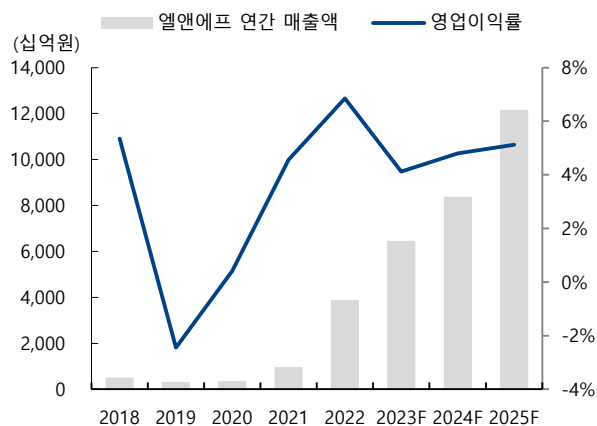
표 1. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022E	2023F	2024F
출하량 가정(천t)	16	19	24	25	28	29	33	36	37	83	125	168
매출액	554	863	1,243	1,228	1,363	1,557	1,717	1,826	971	3,887	6,462	8,382
YoY 증감률	283%	320%	416%	223%	146%	80%	38%	49%	173%	300%	66%	30%
QoQ 증감률	46%	56%	44%	-1%	11%	14%	10%	6%				
매출원가	483	783	1,120	1,150	1,304	1,479	1,611	1,715	893	3,536	6,109	7,887
매출원가율	87%	91%	90%	94%	96%	95%	94%	94%	93%	90%	95%	94%
매출총이익	71	80	123	78	59	77	106	111	78	351	353	495
매출총이익률	13%	9%	10%	6%	4%	5%	6%	6%	7%	10%	5%	6%
판매비 및 관리비	18	18	24	25	19	23	22	24	34	85	87	93
판매비율	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	4%	2%	1%	1%
영업이익	53	61	99	53	40	54	85	87	44	266	266	402
영업이익률	10%	7%	8%	4%	3%	3%	5%	5%	5%	7%	4%	5%
YoY 증감률	흑전	967%	630%	89%	-24%	-11%	-14%	63%	2910%	502%	0%	51%
QoQ 증감률	88%	16%	61%	-46%	-24%	34%	56%	3%				
세전이익	100	84	118	38	-231	60	90	93	-126	341	12	434
당기순이익	71	66	91	43	-161	36	66	68	-112	271	9	344
당기순이익률	13%	8%	7%	4%	-12%	2%	4%	4%	-12%	7%	0%	4%
YoY 증감률	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	-46%	-27%	57%	적지	흑전	-97%	3671%
QoQ 증감률	흑전	-8%	38%	-52%	적전	흑전	85%	4%				

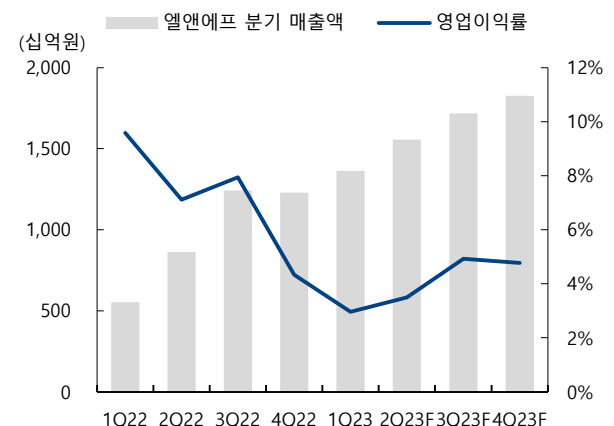
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 1. 엘앤에프 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 2. 엘앤에프 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



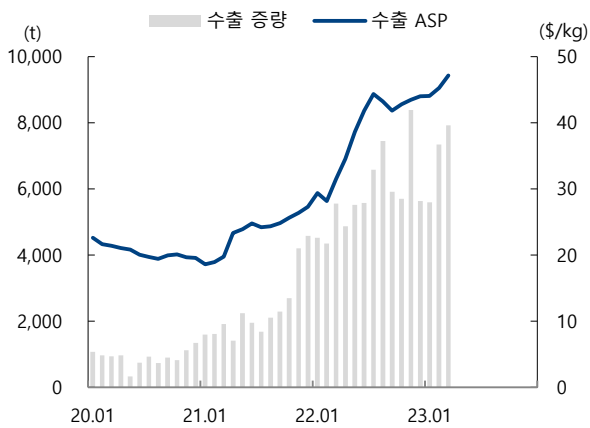
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 3. 중국 생산 Tesla 모델 3/Y 출하량 월별 추이(수출+내수)



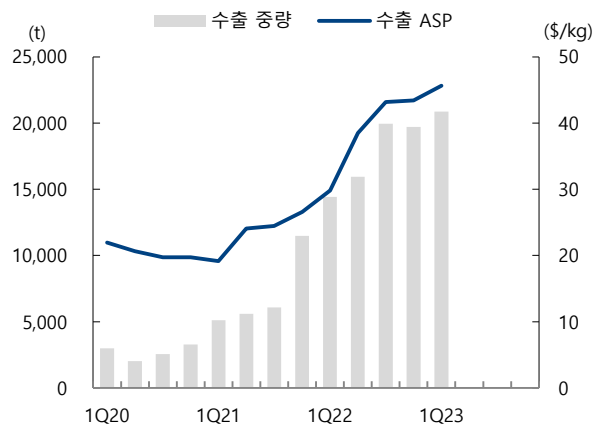
자료: InsideEVs, 하이투자증권

그림 4. 대구 양극재 수출량과 ASP 월별 추이



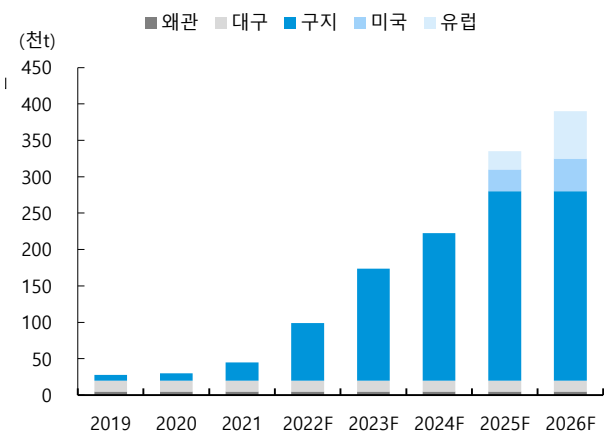
자료: KITA, 하이투자증권

그림 5. 대구 양극재 수출량과 ASP 분기별 추이



자료: KITA, 하이투자증권

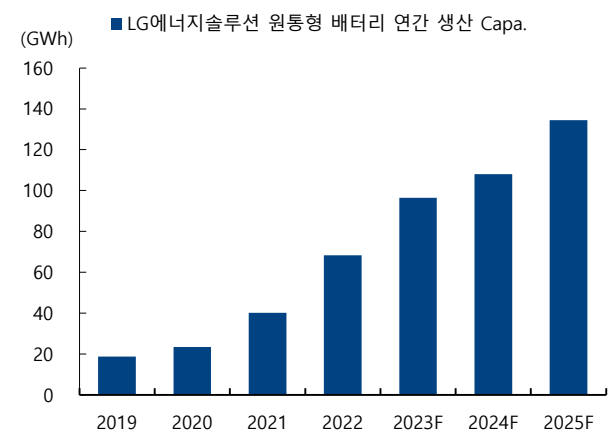
그림 6. 엘앤에프 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

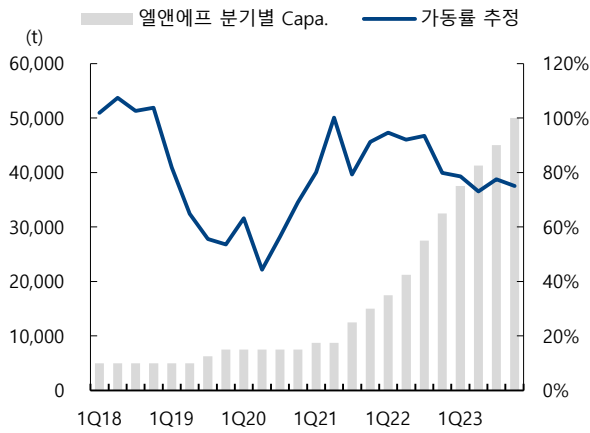
주: 현재 협의 중인 대규모 해외 공장 증설분 제외

그림 7. LG 에너지솔루션 원통형 배터리 연간 Capa. 추이 및 전망



자료: LG 에너지솔루션, 하이투자증권

그림 8. 엘앤에프 분기별 가동률 추정치



자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 9. 엘앤에프 양극재 ASP 추정치



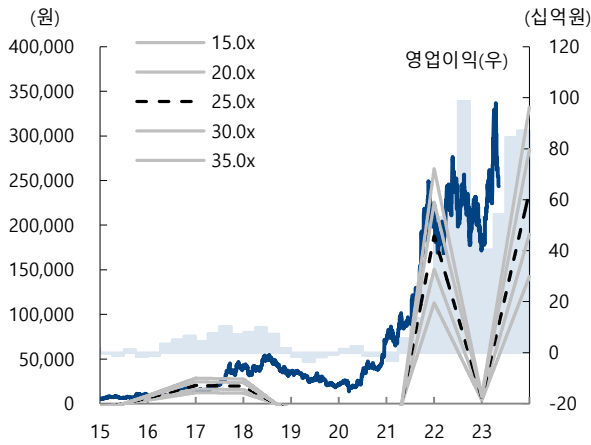
자료: 하이투자증권

표 2. 엘앤에프 목표주가 산출

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	비고
EPS(원)	-363	-573	-3,526	7,526	252	9,516	14,042	지배주주순이익 기준
BPS(원)	5,228	6,930	17,799	35,530	35,353	44,440	58,053	
고점 P/E	-50.6	-24.1	-18.5	36.8	1,335.3			최근 3년간 평균: -
평균 P/E	-76.3	-58.4	-35.3	28.5	967.8			최근 3년간 평균: -
저점 P/E	-102	-125	-70.7	22.4	687.5			최근 3년간 평균: -
고점 P/B	6.0	9.0	12.5	7.8	9.5			최근 3년간 평균: 9.7
평균 P/B	4.5	4.2	6.3	6.0	6.9			최근 3년간 평균: 5.8
저점 P/B	3.0	1.7	3.3	4.7	4.9			최근 3년간 평균: 3.7
ROE	-6.4%	-9.1%	-27.0%	28.2%	0.7%	23.8%	27.4%	
적용 EPS					14,042			2025년 예상 EPS 적용
Target P/E(배)					22.2			25년 국내 양극재 업종 평균 P/E x 30% 할인
적정 주가(원)					312,027			
목표 주가(원)					320,000			25년 기준 P/E 22.8배, P/B 5.5배
전일 증가(원)					243,500			25년 기준 P/E 17.3배, P/B 4.2배
상승 여력					31.4%			

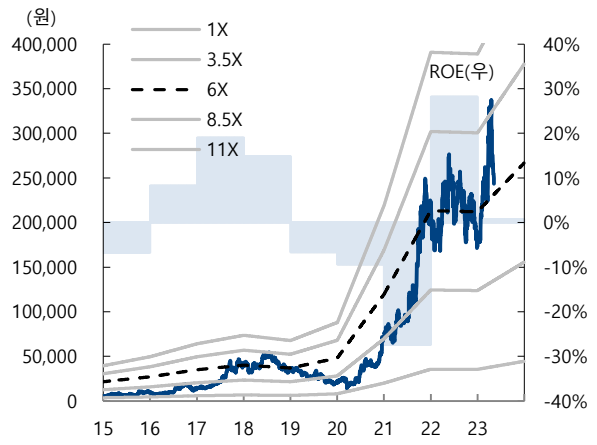
자료: 엘앤에프, 하이투자증권

그림 10. 엘앤에프 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 11. 엘앤에프 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업종 Peer valuation table

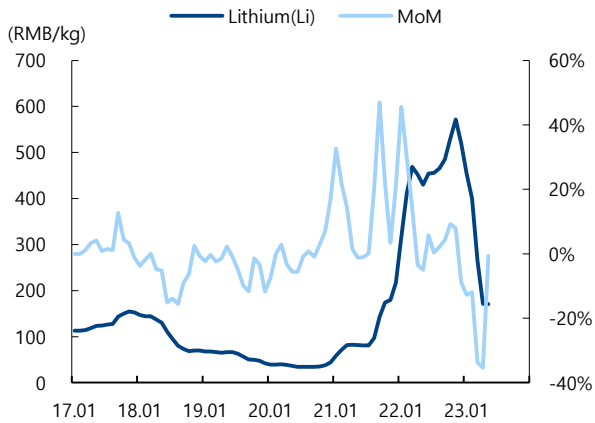
소재	업체명	주가 (원) (5/10)	시가총액 (십억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			지배주주순이익 증가			ROE (%)		
				22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
셀	LGES	566,000	132,444	139	62.7	39.7	5.7	6.4	5.5	37.2	24.8	16.1	-3%	175%	58%	5.8	10.7	14.9
	삼성SDI	672,000	46,210	21.7	22.8	18.8	2.4	2.4	2.1	10.4	13.0	10.5	67%	6%	21%	12.5	11.9	12.8
양극재	에코프로비엠	231,500	22,641	107	61.5	42.8	18.7	12.5	9.6	23.6	34.3	24.1	130%	58%	44%	24.3	23.2	25.4
	포스코퓨처엠	306,000	23,704	96.5	90.9	54.1	4.6	8.2	7.0	67.1	56.1	33.4	-12%	121%	68%	4.9	9.7	13.9
	엘앤에프	243,500	8,770	28.5	28.8	17.7	5.6	5.2	3.9	18.0	20.5	13.0	흑전	13%	63%	28.3	21.5	27.4
	코스모신소재	164,000	5,027	57.0	112	71.8	6.3	N/A	N/A	30.8	N/A	N/A	54%	62%	56%	12.1	N/A	N/A
분리막	SKIET	81,900	5,839	-230	307	49.8	3.1	2.7	2.5	35.7	33.3	18.9	적전	흑전	517%	-1.4	0.9	5.2
	더블유씨피	52,100	1,756	24.5	27.0	20.0	1.7	1.8	1.6	11.1	14.8	12.6	흑전	18%	35%	8.3	6.8	8.5
전지박	SKC	97,400	3,688	-72.1	356	18.6	2.6	2.0	1.8	10.3	19.4	9.8	-131%	-115%	1814%	-3.7	0.6	11.3
	롯데에너지머티	60,500	2,790	81.7	33.1	22.7	2.5	2.2	2.0	13.6	13.2	10.2	-30%	92%	46%	3.6	6.1	9.2
	솔루스첨단소재	37,200	1,306	-199	-198	52.1	4.3	2.9	2.7	74.9	30.4	13.1	적전	흑전	-669%	-2.7	-1.1	5.9
전해액/ 전해질	천보	186,000	1,860	67.9	48.2	20.8	7.4	4.9	4.0	38.2	25.5	12.6	-15%	3%	131%	11.9	10.7	21.1
	후성	13,310	1,256	16.7	16.5	12.3	4.5	N/A	N/A	6.3	8.3	6.4	330%	-22%	34%	31.6	N/A	N/A
	동화기업	47,100	952	37.5	200	21.5	2.0	1.3	1.2	11.5	18.1	9.8	-3%	-88%	832%	5.9	0.7	6.3
실리콘 음극재	한솔케미칼	214,000	2,426	16.0	16.9	13.9	3.1	2.6	2.2	9.0	10.2	8.6	5%	-6%	21%	21.4	17.6	18.2
	대주전자재료	89,300	1,382	1331	129	44.9	10.7	10.1	8.2	75.9	50.4	24.5	-96%	975%	187%	0.8	8.6	21.1
도전재	나노신소재	133,400	1,447	46.5	85.3	46.3	4.6	8.4	7.2	33.6	52.6	30.5	158%	0%	84%	12.8	9.8	17.1
	제이오	26,150	819	N/A	92	33.3	N/A	8.6	6.8	N/A	45.9	21.7	적지	흑전	178%	N/A	N/A	24.5
부품	신흥에스이씨	44,800	348	25.1	9.1	7.7	1.6	1.1	1.0	7.6	5.5	4.6	-26%	130%	18%	6.6	13.4	13.6
평균				88.6	78.9	32.0	5.1	4.9	4.1	28.6	26.5	15.6	31%	89%	186%	10.2	9.4	15.1

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2023년 5월 10일 종가 기준

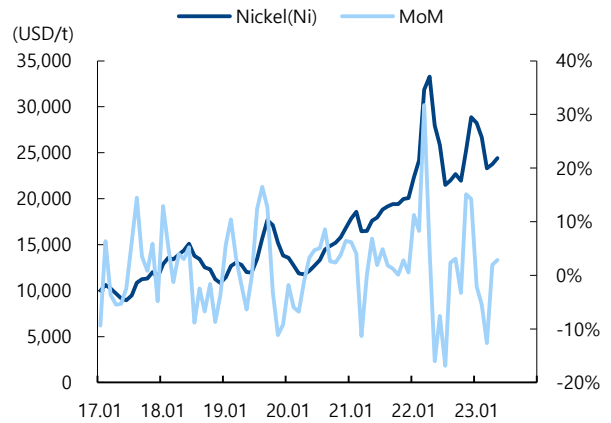
Appendix. 주요 원재료 가격 추이

그림 12. 리튬 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



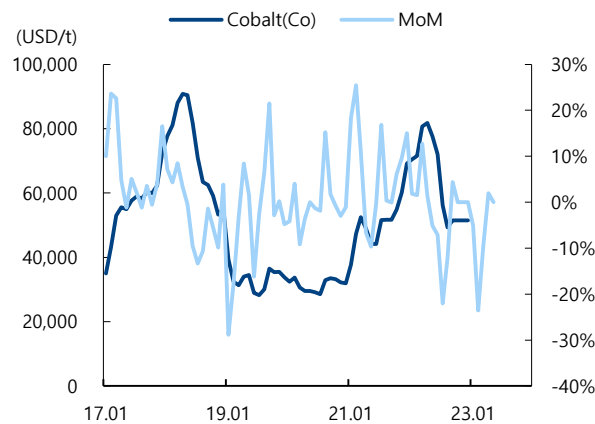
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 13. 니켈 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



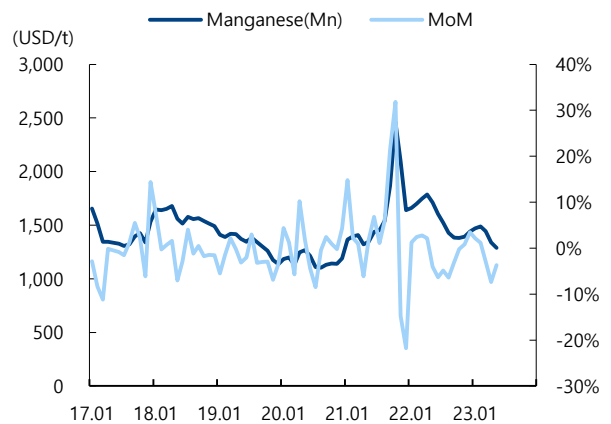
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 14. 코발트 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



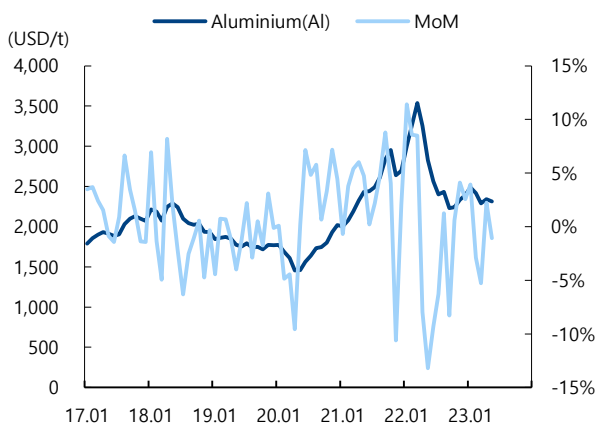
자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

그림 15. 망간 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

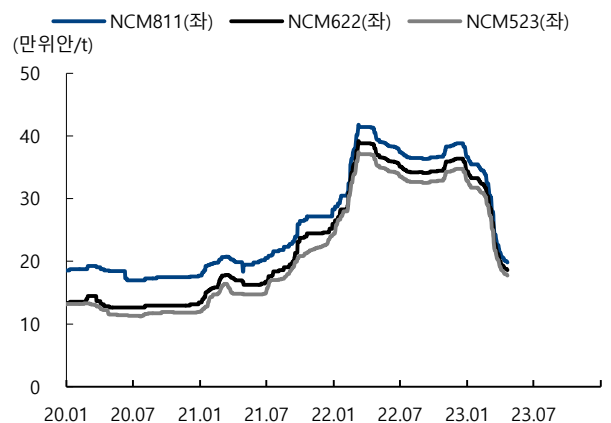
그림 16. 알루미늄 월별 가격 추이 및 MoM 증감률



자료: 한국자원정보서비스, 하이투자증권

주: 2023년 5월 10일 기준

그림 17. 주요 NCM 양극재 현물가 추이



자료: Iccsino, Xinyu Information, 하이투자증권

주: 2023년 4월 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

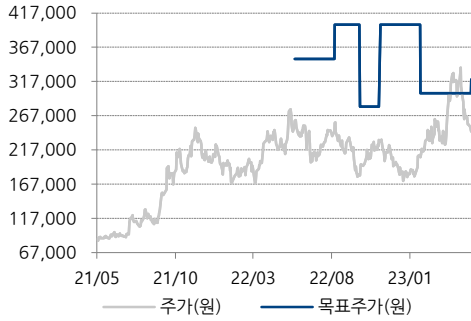
재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,303	3,203	3,907	4,889	매출액	3,887	6,462	8,382	12,165
현금 및 현금성자산	120	244	309	177	증가율(%)	-	66.2	29.7	45.1
단기금융자산	40	38	42	40	매출원가	3,536	6,109	7,887	11,438
매출채권	802	1,257	1,343	1,726	매출총이익	351	353	495	727
재고자산	1,228	1,607	2,129	2,905	판매비와관리비	85	87	93	104
비유동자산	721	981	1,195	1,390	연구개발비	33	62	76	113
유형자산	710	960	1,180	1,373	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8	6	5	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,024	4,184	5,102	6,279	영업이익	266	266	402	623
유동부채	1,288	1,754	2,043	2,727	증가율(%)	-	0.0	50.9	55.0
매입채무	601	1,166	1,404	2,117	영업이익률(%)	6.9	4.1	4.8	5.1
단기차입금	406	406	406	406	이자수익	5	5	8	4
유동성장기부채	59	50	54	52	이자비용	21	49	51	54
비유동부채	451	1,151	1,452	1,452	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	500	800	800	기타영업외손익	24	-228	33	39
장기차입금	412	612	612	612	세전계속사업이익	341	12	434	641
부채총계	1,739	2,905	3,494	4,179	법인세비용	70	2	90	134
자배주주지분	1,280	1,273	1,601	2,091	세전계속이익률(%)	8.8	0.2	5.2	5.3
자본금	18	18	18	18	당기순이익	271	9	344	508
자본잉여금	665	665	665	665	순이익률(%)	7.0	0.1	4.1	4.2
이익잉여금	572	564	890	1,379	지배주주귀속 순이익	270	9	343	506
기타자본항목	25	26	28	29	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	6	6	7	9	총포괄이익	272	10	345	509
자본총계	1,285	1,279	1,608	2,100	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-864	-307	10	122	주당지표(원)				
당기순이익	271	9	344	508	EPS	7,526	252	9,516	14,042
유형자산감가상각비	30	49	80	107	BPS	35,530	35,353	44,440	58,053
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	8,394	1,660	11,777	17,026
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-82	-300	-305	-300	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-287	-300	-300	-300	PER	23.1	964.8	25.6	17.3
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	4.9	6.9	5.5	4.2
금융상품의 증감	1	0	0	0	PCR	20.7	146.7	20.7	14.3
재무활동 현금흐름	795	673	287	-20	EV/EBITDA	23.4	31.7	21.3	14.3
단기금융부채의증감	242	-9	5	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	309	700	300	-	ROE	42.2	0.7	23.9	27.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	7.7	4.9	5.8	6.0
배당금지급	-	-17	-17	-17	부채비율	135.3	227.1	217.4	199.0
현금및현금성자산의증감	-152	124	64	-132	순부채비율	55.7	100.5	94.6	78.7
기초현금및현금성자산	272	120	244	309	매출채권회전율(x)	9.7	6.3	6.4	7.9
기말현금및현금성자산	120	244	309	177	재고자산회전율(x)	6.3	4.6	4.5	4.8

자료 : 엘앤에프, 하이투자증권 리서치본부

**엘앤에프**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2022-05-31	Buy	350,000	1년	-34.8%	-3.7%
2022-08-17	Buy	400,000	1년	-43.1%	-15.8%
2022-10-05	Buy	280,000	1년	-17.9%	20.4%
2022-11-14	Buy	400,000	1년	-41.6%	-15.8%
2023-01-31	Buy	300,000	1년	-12.6%	12.3%
2023-05-11	Buy	320,000	1년		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-