



엘앤에프 (066970)

수주 기대감 UP: 밸류에이션 디레이팅 해소 필요

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(유지): 330,000원

현재 주가(2/13)	232,500원
상승여력	▲ 41.9%
시가총액	83,743억원
발행주식수	36,018천주
52 주 최고가 / 최저가	276,600 / 168,500원
90 일 일평균 거래대금	1,026.35억원
외국인 지분율	24.0%
주주 구성	
새로닉스 (외 15 인)	23.9%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리스주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	24.3	0.4	-1.9	30.4
상대수익률(KOSDAQ)	15.8	-5.3	5.2	42.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	971	3,884	6,965	10,601
영업이익	44	266	346	626
EBITDA	65	299	405	724
지배주주순이익	-113	270	248	468
EPS	-3,249	8,385	7,702	14,549
순차입금	176	307	903	1,344
PER	-68.5	21.8	30.2	16.0
PBR	12.5	5.2	5.5	4.2
EV/EBITDA	122.3	23.0	22.9	13.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-27.4	28.3	17.7	26.7

주가 추이



엘앤에프는 중장기 캐파 가이드를 상향하며 고객사 비중을 제시했습니다. 주요 고객사와의 공급 논의가 상당 부분 진행된 것으로 추정됩니다. 단결정 양극재 개발로 고객사 다변화 가시성도 높다고 판단합니다. 디레이팅 받을 이유가 없습니다. 최선호주 의견을 유지합니다.

4분기 실적 하회의 주된 요인은 1) 환율, 2) ESS

동사의 4분기 실적은 매출액 1.2조 원, 영업이익 532억 원으로 낮아진 시장 기대치를 하회했다. 출하량은 테슬라 춘절 가동 중단 및 ESS 비수기 진입에 따라 기대치를 소폭 하회했다. 한편, 영업이익의 큰 낙폭은 1) 10월 이후 급락한 환율, 2) ESS 재고조정, 3) 2공장 Phase2의 초기 가동비용, 4) 판가-원가 스프레드 감소가 주된 원인이다. 그나마, 경쟁사 대비 스프레드 축소 폭이 작은 것으로 추정되는 부분이 긍정적이다. 리튬 가격 하락 시기에 수익성 하락 폭이 상대적으로 작다는 것을 의미하기 때문이다. 동사는 올해 리튬 사급 비중을 80% 수준으로 언급했다.

판가 계약 변경으로 매출 UP, 수익성 DOWN

1분기 실적으로 매출액 1.5조 원, 영업이익 704억 원을 전망한다. 1분기부터 리튬 사급 관련 계약구조 변경으로 판가가 상승한다. 이에 따라 매출액은 큰 폭 성장하지만, 가공비는 고정이기 때문에 수익성은 연간 4~5% 수준이 예상된다. 분기별 출하량 증가에 따른 절대 이익 증가세는 변함 없으며, 판가-원가 스프레드도 정상화될 것으로 기대되는 3분기부터는 1,000억 원 수준의 영업이익을 회복할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 33만 원 유지

동사는 26년 캐파 가이드를 40만 톤(국내 28~30, 해외 10~13)으로 상향했고, 25년 고객사별 매출 비중을 LGES 50%, 글로벌 OEM 30%, SKon 20%로 제시했다. 25년 생산량을 30만 톤으로 가정하면, 각각 107/64/43GWh에 해당하는 물량이다. 경쟁사와 마찬가지로 대규모 수주를 기대해 볼 수 있다. 더불어, 단결정 양극재 개발이 완료되면 파워 배터리에도 적용될 수 있어, 현재 테슬라 향 높은 매출 비중(80% 이상 추정)이 다변화될 가능성도 높아졌다. 단결정 양극재는 올해 하반기 양산을 목표로 하고 있다. 이중 하나라도 가시화된다면 경쟁사 대비 디레이팅(vs. 24E PER: 포스코케미칼 40배, 에코프로비엠 24배, 엘앤에프 16배)은 빠르게 해소될 것이라 판단한다. 최선호주 의견을 유지한다.

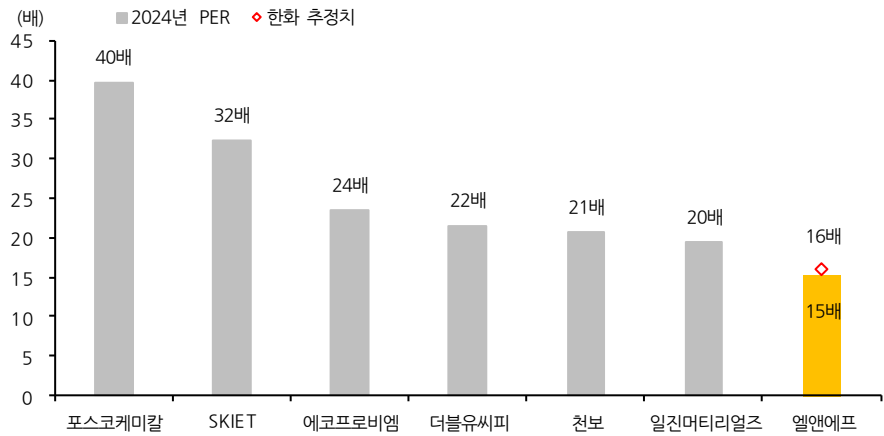
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,224.9	1,524.4	1,686.5	1,838.4	1,915.9	970.8	3,883.8	6,965.1	10,601.4
EV	426.1	676.5	1,001.7	1,014.9	1,324.3	1,443.8	1,564.9	1,642.4	561.6	3,119.2	5,975.4	9,560.6
ESS	92.4	134.2	158.3	136.1	121.5	157.3	198.3	198.3	243.9	521.0	675.3	826.4
IT	35.1	52.0	82.5	74.0	78.6	85.5	75.2	75.2	165.3	243.7	314.5	214.4
영업이익	53.0	61.3	98.7	53.2	70.4	77.8	97.2	100.3	44.3	266.2	345.7	626.3
영업이익률	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	4.6%	4.6%	5.3%	5.2%	4.6%	6.9%	5.0%	5.9%
양극재 출하량(톤)	15,411	17,719	21,636	20,700	24,000	27,750	30,250	31,525	34,990	75,465	113,525	178,000
QoQ/YoY	27%	15%	22%	-4%	16%	16%	9%	4%	136%	116%	50%	57%

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 경쟁사 대비 밸류에이션 디레이팅 해소 필요



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356	971	3,884	6,965	10,601
매출총이익	23	78	351	488	842
영업이익	1	44	266	346	626
EBITDA	15	65	299	405	724
순이자손익	-6	-12	-6	-32	-36
외화관련손익	-3	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-126	340	319	595
당기순이익	-15	-112	271	248	468
지배주주순이익	-15	-113	270	248	468
증가율(%)					
매출액	13.7	172.6	300.1	79.3	52.2
영업이익	흑전	2,910.3	501.6	29.9	81.2
EBITDA	330.2	323.5	362.0	35.3	78.9
순이익	적지	적지	흑전	-8.6	88.9
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	8.0	9.0	7.0	7.9
영업이익률	0.4	4.6	6.9	5.0	5.9
EBITDA 이익률	4.3	6.7	7.7	5.8	6.8
세전이익률	-5.0	-12.9	8.8	4.6	5.6
순이익률	-4.2	-11.6	7.0	3.6	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	45	-138	-210	-44	260
당기순이익	-15	-112	271	248	468
자산상각비	14	20	33	59	98
운전자본증감	33	-213	-520	-351	-306
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-480	-545	-409
재고자산 감소(증가)	30	-156	-474	-223	-354
매입채무 증가(감소)	10	164	492	415	454
투자현금흐름	-71	-414	-374	-560	-710
유형자산처분(취득)	-54	-179	-417	-550	-700
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-15	-231	45	-8	-9
재무현금흐름	46	802	543	450	400
차입금의 증가(감소)	-33	255	303	450	400
자본의 증가(감소)	81	494	244	0	0
배당금의 지급	1	1	0	0	0
총현금흐름	17	80	324	307	567
(-)운전자본증가(감소)	-36	228	393	351	306
(-)설비투자	54	179	418	550	700
(+)자산매각	-2	-2	0	-2	-2
Free Cash Flow	-2	-330	-488	-596	-441
(-)기타투자	4	-14	127	0	0
잉여현금	-6	-316	-616	-596	-441
NOPLAT	1	32	212	268	493
(+) Dep	14	20	33	59	98
(-)운전자본투자	-36	228	393	351	306
(-)Capex	54	179	418	550	700
OpFCF	-3	-354	-567	-574	-416

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	2,059	2,685	3,410
현금성자산	38	485	438	292	251
매출채권	63	272	796	1,341	1,750
재고자산	105	262	735	958	1,312
비유동자산	254	462	849	1,341	1,945
투자자산	8	25	3	4	4
유형자산	237	427	837	1,328	1,931
무형자산	9	10	8	9	11
자산총계	466	1,532	2,908	4,026	5,355
유동부채	158	398	1,307	1,728	2,188
매입채무	47	226	735	1,150	1,604
유동성이자부채	110	166	433	433	433
비유동부채	110	499	321	771	1,171
비유동이자부채	107	494	312	762	1,162
부채총계	269	897	1,628	2,499	3,359
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	659	659	659
이익잉여금	18	-99	570	818	1,286
자본조정	2	18	26	26	26
자기주식	-10	-10	-7	-7	-7
자본총계	198	635	1,280	1,527	1,996

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-520	-3,249	8,385	7,702	14,549
BPS	6,930	17,799	35,446	42,347	55,382
DPS	48	0	0	0	0
CFPS	587	2,246	9,005	8,552	15,768
ROA(%)	-3.4	-11.3	12.2	7.2	10.0
ROE(%)	-9.4	-27.4	28.3	17.7	26.7
ROIC(%)	0.3	5.4	17.7	13.4	17.1
Multiples(x, %)					
PER	-132.2	-68.5	21.8	30.2	16.0
PBR	9.9	12.5	5.2	5.5	4.2
PSR	5.6	8.1	1.7	1.2	0.8
PCR	117.2	99.0	20.3	27.2	14.7
EV/EBITDA	143.0	122.3	23.0	22.9	13.4
배당수익률	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	135.9	141.2	127.2	163.6	168.3
Net debt/Equity	90.8	27.7	24.0	59.1	67.4
Net debt/EBITDA	1,174.6	271.5	102.7	223.1	185.7
유동비율	134.1	268.8	157.5	155.4	155.9
이자보상배율(배)	0.3	3.3	38.2	9.4	15.3
자산구조(%)					
투하자본	89.0	61.3	78.2	89.1	92.9
현금+투자자산	11.0	38.7	21.8	10.9	7.1
자본구조(%)					
차입금	52.4	51.0	36.8	43.9	44.4
자기자본	47.6	49.0	63.2	56.1	55.6

[Compliance Notice]

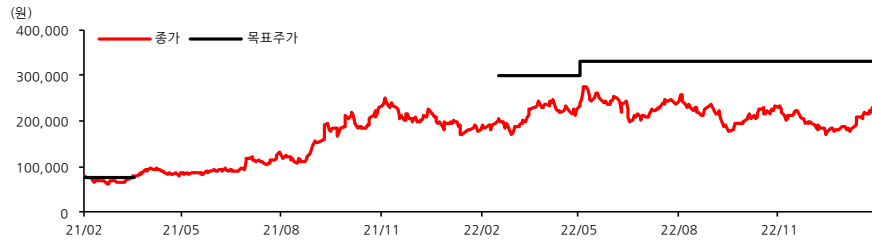
(공표일: 2023년 02월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.07	2022.05.17	2022.07.15	2022.08.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	300,000	300,000	330,000	330,000	330,000
일시	2022.09.15	2022.10.12	2022.10.18	2022.11.10	2023.01.26	2023.02.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.03	Buy	300,000	-28.31	-18.07
2022.05.17	Buy	330,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%