

엘앤에프 066970

실적모멘텀은 지연되나 방향성은 유효

단기 수익성보다 주목할 것은 준비 중인 업스트림 전략과 고객다변화

엘앤에프에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 37만원으로 조정한다. 단기 추정치 하향과 최종고객사의 수요 둔화 우려를 반영하여 목표주가를 조정한다. 동사는 기술경쟁력을 기반으로 미국 전기차 고객사향으로 9시리즈 양극재를 공급 중이고 IRA 세부법안으로 해외진출의 시급성도 낮아진 상황이다. 하반기 가시화되는 리튬/니켈 관련 업스트림 전략과 고객사 확장으로 저평가 요인이 해소될 전망이다.

1Q23 매출액/영업이익 +11%/-24% QoQ, 2Q23 매출액 +12% 예상

2023년 1분기 매출액/영업이익은 각각 1,36조원(+146% YoY)/404억원(-24%), 영업이익률 3.0%(-6.6%p)로 시장기대치(OP 680억원)을 하회했다. 전분기 대비로는 +11%/-24% 변동했다. 예상보다 NCMA 물량 증가폭이 적었고 분기별 환율하락이 부정적이었으며 고객사와의 원료 구매 계약 변경도 영향을 주었다. 당초 예상(+20% QoQ)과 달리 출하량은 춘절 가동 중단으로 +10% 증가했다. 2Q23 매출액/영업이익은 12%/59% QoQ 증가한 1,53조원/644억원, 영업이익률 4.2%(+1.2%p)를 예상한다. NCMA 판가가 메탈가 반영으로 상승할 전망이다. 환율이 전분기 대비 개선되는 가운데 물량이 10%대로 증가하면서 수익성은 소폭 개선될 전망이다.

컨콜 내용: 2023년 매출 가이드스 조정. 업스트림 전략 하반기 본격화

2023년 매출액 가이드스를 7조원에서 6.2~6.6조원으로 조정했다. 물량은 변동 없지만 메탈가/환율하락으로 ASP하락을 가정한 것이다. CAPA에 대해서는 26년 40만톤 목표를 유지했다. IRA 세부법안 발표로 미국 진출의 시급성은 적어진 상황이나 OEM들의 요청으로 진출할 예정이다. IRA로 인해 미국보다 유럽의 진출이 빠를 수 있다고 밝혔다. 업스트림 전략에 대해서 탈중국화를 추구하고 하반기에 가시화될 전망이다. 전구체는 국내 제련 기업과 협력해 자금유을 높일 계획이다. 리튬도 업스트림 기술의 내재화를 추진해서 중장기 수익성 개선을 목표로 하고 있다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	356	971	3,887	6,388	8,520
영업이익	1	44	266	270	430
영업이익률(%)	0.4	4.6	6.9	4.2	5.0
세전이익	-18	-126	341	147	391
지배주주지분순이익	-15	-113	270	114	298
EPS(원)	-520	-3,249	8,364	3,531	8,956
증감률(%)	적지	적지	흑전	-57.8	153.6
ROE(%)	-9.4	-27.4	28.3	8.1	15.7
PER (배)	-132.2	-68.5	20.7	66.1	26.1
PBR (배)	9.9	12.5	4.9	5.5	4.0
EV/EBITDA (배)	143.0	122.3	23.9	26.6	16.0

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷
02-709-2337
gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2023.05.12

매수(유지)

목표주가(하향)	370,000원
현재주가(05/11)	233,500원
상승여력	58.5%

Stock Data

KOSDAQ	824.5pt
시가총액(보통주)	8,410십억원
발행주식수	36,018천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	1,462천주
60일 평균거래대금	406,396백만원
외국인 지분율	22.9%
52주 최고가	349,500원
52주 최저가	168,700원
주요주주	
새로닉스(외 15인)	23.9%
자사주(외 1인)	7.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-26.5	-18.2
3M	1.3	-5.4
6M	0.8	-11.9

주가차트

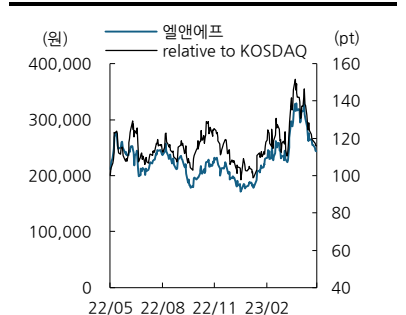


표1 엘앤에프의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,228.4	1,362.9	1,533.1	1,660.8	1,831.0	3,887.3	6,387.9	8,519.8
EV	442.9	693.7	1,012.6	1,038.4	1,172.1	1,333.8	1,461.5	1,462.2	3,187.6	5,429.7	7,071.5
ESS	88.6	120.8	174.0	160.9	163.5	168.6	166.1	204.4	544.2	702.7	852.0
IT/전동공구	22.1	48.3	55.9	29.1	27.3	30.7	33.2	164.4	155.5	255.5	596.4
영업이익	53.0	61.3	98.7	53.3	40.4	64.4	86.2	78.9	266.3	270.0	429.8
지배지분순이익	70.7	64.4	91.2	43.8	-15.1	34.3	50.2	44.8	270.1	114.2	297.8
Margin											
영업이익률	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	3.0%	4.2%	5.2%	4.3%	6.8%	4.2%	5.0%
순이익률	12.8%	7.5%	7.3%	3.6%	-1.1%	2.2%	3.0%	2.4%	6.9%	1.8%	3.5%
YoY											
매출액	283%	320%	416%	223%	146%	78%	34%	49%	300%	64%	33%
EV	801%	724%	665%	296%	165%	92%	44%	41%	504%	70%	30%
ESS	25%	51%	158%	51%	85%	40%	-5%	27%	68%	29%	21%
IT/전동공구	-10%	18%	37%	155%	23%	-37%	-41%	467%	32%	64%	133%
영업이익	흑전	967%	630%	88%	-24%	5%	-13%	59%	502%	3%	59%
지배지분순이익	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	-47%	-45%	2%	흑전	-58%	161%

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엘앤에프의 1Q23 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	1Q23 실적	YoY	QoQ	1Q23 DS 추정	차이 (%)	1Q23 컨센서스	차이 (%)
매출액	1,363	146	11	1,430	-5	1,383	-1
영업이익	40	-24	-24	67	-40	68	-41

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 엘앤에프의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	6,501	9,117	6,388	8,520	-2	-7
영업이익	371	605	270	430	-27	-29

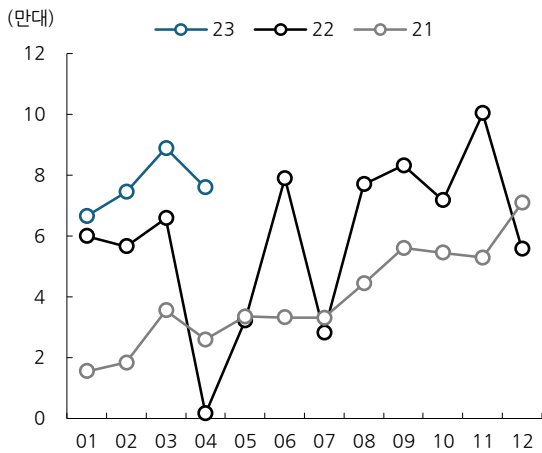
자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 엘앤에프의 목표주가 산정방식

(십억원, 천주)	실적	배수	비고
지배주주순이익	504.0	26	2023~2025년 순이익 CAGR +110%에 PEG 0.24배 적용
적정 시가총액	13,313		
주식수	35,930	(천주)	
목표주가 (원)	370,000		
현재주가 (원)	233,500		
업사이드 (%)	58		

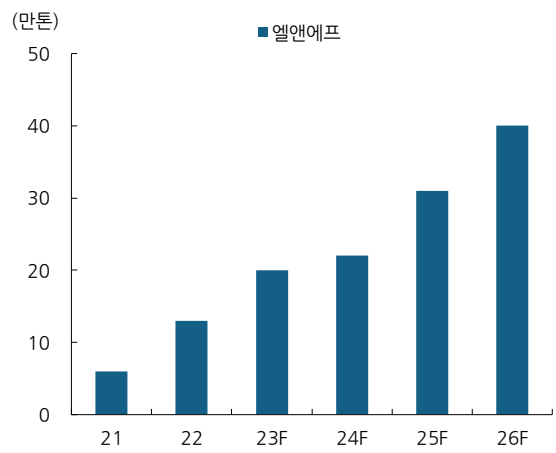
자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 테슬라의 중국 전기차 판매량 추이



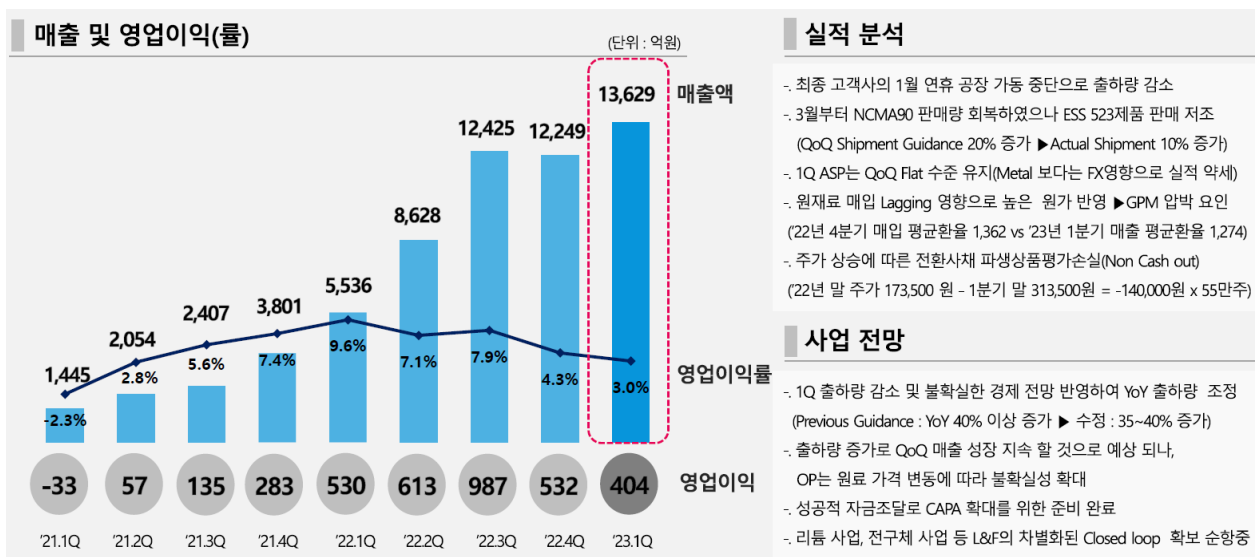
자료: CPCA, DS투자증권 리서치센터

그림2 엘앤에프의 예상 CAPA 추이



자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 엘앤에프의 실적 및 전망



자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

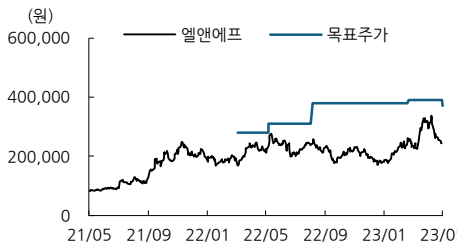
재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	212	1,071	2,303	2,125	2,319	매출액	356	971	3,887	6,388	8,520
현금 및 현금성자산	21	272	120	332	784	매출원가	333	893	3,536	6,038	7,990
매출채권 및 기타채권	63	272	801	623	532	매출총이익	23	78	351	350	530
재고자산	105	262	1,228	955	650	판매비 및 관리비	22	34	85	80	100
기타	22	266	154	214	353	영업이익	1	44	266	270	430
비유동자산	254	462	721	1,824	3,246	(EBITDA)	15	65	297	351	586
관계기업투자등	2	3	3	3	3	금융손익	-9	-8	8	0	0
유형자산	237	427	710	1,811	3,230	이자비용	6	14	21	0	0
무형자산	9	10	8	9	9	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	466	1,532	3,024	3,949	5,565	기타영업외손익	-11	-162	67	-123	-39
유동부채	158	398	1,288	1,747	2,266	세전계속사업이익	-18	-126	341	147	391
매입채무 및 기타채무	47	226	644	1,021	1,331	계속사업법인세비용	-3	-13	70	32	90
단기금융부채	110	166	535	635	735	계속사업이익	-15	-112	271	115	301
기타유동부채	1	6	109	90	201	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	110	499	451	644	1,044	당기순이익	-15	-112	271	115	301
장기금융부채	107	494	443	643	1,043	지배주주	-15	-113	270	114	298
기타비유동부채	3	4	8	1	1	총포괄이익	-15	-103	271	115	301
부채총계	269	897	1,739	2,391	3,311	매출총이익률 (%)	6.5	8.0	9.0	5.5	6.2
지배주주지분	194	631	1,280	1,552	2,248	영업이익률 (%)	0.4	4.6	6.9	4.2	5.0
자본금	14	17	18	18	19	EBITDA마진률 (%)	4.3	6.7	7.7	5.5	6.9
자본잉여금	160	694	665	824	1,223	당기순이익률 (%)	-4.2	-11.6	7.0	1.8	3.5
이익잉여금	18	-99	572	684	980	ROA (%)	-3.4	-11.3	11.9	3.3	6.3
비지배주주지분(연결)	3	4	6	6	6	ROE (%)	-9.4	-27.4	28.3	8.1	15.7
자본총계	198	635	1,285	1,558	2,254	ROIC (%)	0.3	5.4	14.4	9.1	11.6

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	45	-138	-864	958	1,138	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-15	-112	271	115	301	P/E	-132.2	-68.5	20.7	66.1	26.1
비현금수익비용가감	32	192	79	73	153	P/B	9.9	12.5	4.9	5.5	4.0
유형자산감가상각비	12	19	30	79	154	P/S	5.6	8.1	1.6	1.3	1.0
무형자산상각비	1	1	1	1	1	EV/EBITDA	143.0	122.3	23.9	26.6	16.0
기타현금수익비용	18	171	-5	-7	-3	P/CF	117.2	99.0	17.8	44.8	19.0
영업활동 자산부채변동	33	-213	-1,199	770	685	배당수익률 (%)	0.1	n/a	0.0	0.0	0.0
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-572	178	90	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	30	-156	-967	272	306	매출액	13.7	172.6	300.4	64.3	33.4
매입채무 증가(감소)	10	164	428	378	309	영업이익	흑전	2,910.3	501.8	1.4	59.2
기타자산 부채변동	-3	-16	-88	-58	-21	세전이익	적지	적지	흑전	-57.0	166.5
투자활동 현금	-71	-414	-82	-1,204	-1,585	당기순이익	적지	적지	흑전	-57.7	162.5
유형자산처분(취득)	-54	-179	-287	-1,180	-1,574	EPS	적지	적지	흑전	-57.8	153.6
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-15	-231	207	-20	-8	부채비율	135.9	141.2	135.3	153.5	146.9
기타투자활동	0	-1	-1	-1	-1	유동비율	134.1	268.8	178.8	121.6	102.3
재무활동 현금	46	802	795	458	898	순차입금/자기자본(x)	90.8	27.7	66.6	59.3	42.8
차입금의 증가(감소)	-33	257	552	300	500	영업이익/금융비용(x)	0.3	3.3	12.5	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	81	494	248	158	398	총차입금 (십억원)	218	660	978	1,278	1,778
배당금의 지급	1	1	0	2	2	순차입금 (십억원)	179	176	856	923	964
기타재무활동	-2	50	-5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	20	251	-152	212	452	EPS	-520	-3,249	8,364	3,531	8,956
기초현금	1	21	272	120	332	BPS	6,930	17,799	35,530	42,162	57,922
기말현금	21	272	120	332	784	SPS	12,184	27,392	107,925	177,023	230,359
NOPLAT	1	32	212	211	331	CFPS	587	2,246	9,724	5,212	12,267
FCF	-21	-547	-931	-246	-447	DPS	48	n/a	50	50	100

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-03-14	담당자변경				
2022-03-14	매수	280,000	-22.2	-12.2	
2022-05-17	매수	310,000	-24.2	-10.8	
2022-05-27	매수	310,000	-25.4	-16.0	
2022-06-13	매수	310,000	-26.4	-18.6	
2022-07-18	매수	310,000	-25.1	-20.6	
2022-08-16	매수	380,000	-44.6	-31.1	
2022-09-19	매수	380,000	-45.6	-31.1	
2022-11-09	매수	380,000	-45.3	-31.1	
2023-02-14	매수	380,000	-36.9	-31.1	
2023-03-02	매수	390,000	-29.5	-13.6	
2023-05-12	매수	370,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	기준	산업	비고
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	산업	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	비중확대	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	중립	
		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2023.03.31

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.