

엘앤에프 (066970)

2차전지



이안나

02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	294,000원 (M)
현재주가 (2/13)	232,500원
상승여력	26%

시가총액	83,743억원
총발행주식수	36,018,316주
60일 평균 거래대금	972억원
60일 평균 거래량	484,357주
52주 고	276,600원
52주 저	168,500원
외인지분율	24.16%
주요주주	새로닉스 외 14 인 23.87%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.3	0.4	30.4
상대	14.6	(5.0)	48.1
절대(달러환산)	20.8	3.6	22.4

높은 밸류에이션 매력도+수주 기대감까지

4Q22 Review: 컨센서스 대비 하회하는 실적 기록

동사는 2022년 4분기 매출액 1.2조원(-1.4% qoq, +222.3% yoy), 영업이익 532억원(-46.1% qoq, +88.2% yoy)으로 컨센서스 대비 하회하는 실적 기록

이는 1) 구지 2공장 Phase 2 가동 준비로 인한 인건비 증가, 2) 3분기 높은 원재료 반영으로 인한 스프레드 축소, 3) 프로젝트 성향이 강한 ESS용 양극재 물량 재조정으로 인한 것. 다만, 4분기 리튬 가격 하락에 따른 ASP 하락 우려가 있었으나 높은 리튬 사급 비중으로 인해 전분기와 유사한 ASP를 기록

2023년 외형성장 + 수주 모멘텀 기대

동사는 2023년 1분기 매출액 1.3조원(+7.5% qoq, +137.9% yoy), 영업이익 813억원(+52.9% qoq, +53.5% yoy)이 예상됨. 이는 중국항 테슬라 양극재 출하량 확대로 인한 것. 다만, 환율 하락, 구지 2공장 Phase 2 초기 가동비 증가 등의 영향으로 영업이익률은 약 6%대에 머무를 것으로 예상

동사는 2023년 2분기부터 본격적인 외형성장이 기대됨. 동사의 2023년 연간 실적은 매출액 6조원(가이던스 7조원, +53% yoy), 영업이익 3,678억원(+38% yoy)으로 2022년에 이어 큰 폭의 외형성장이 기대됨. 2023년 2분기 구지 2공장 Phase 2 양산이 시작되며, 하반기에는 세계 최초 90% 이상 단결정 양극재 양산이 시작될 것으로 예상. 뿐만 아니라 고객사 다변화를 위한 노력이 지속되고 있으며 이에 대한 가시성(수주 등)이 증대되고 있음

투자 의견 Buy 및 목표주가 유지

동사에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 294,000원을 유지. 동사는 국내 양극재 기업 중 가장 밸류에이션 매력도가 높음. 최근 중국 중심 테슬라 수요 증가로 2023년 Q 증가가 기대되며, 고객사 다변화 가시성이 높아지고 있는 만큼 수주 모멘텀도 기대

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,249	222.3	-1.4	13,664	-10.4
영업이익	532	88.2	-46.1	995	-46.6
세전계속사업이익	382	흑전	-67.7	1,099	-65.2
지배순이익	438	흑전	-52.0	789	-44.5
영업이익률 (%)	4.3	-3.1 %pt	-3.6 %pt	7.3	-3.0 %pt
지배순이익률 (%)	3.6	흑전	-3.7 %pt	5.8	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022P	2023F
매출액	3,561	9,708	38,838	59,255
영업이익	15	443	2,662	3,678
지배순이익	-152	-1,131	2,701	3,078
PER	-57.8	-34.4	30.8	27.1
PBR	4.1	6.2	6.0	4.9
EV/EBITDA	69.5	63.6	29.7	22.9
ROE	-9.4	-27.4	28.4	21.5

자료: 유안타증권

[표 1] 4Q22 Review

(단위: 십억원)

구분	4Q21	3Q22	4Q22P	% qoq	% yoy	당사 추정치	차이	consensus	차이
매출액	380	1,243	1,225	-1%	222%	1,316	-91	1,366	-141
EV	312	1,069	1,068	0%	242%	1,141	-73		
ESS	35	124	107	-14%	207%	134	-27		
전동공구	33	50	50	1%	52%	41	9		
영업이익	28	99	53	-46%	88%	80	-27	100	-46
영업이익률	7.4%	7.9%	4.3%	-3.6%p	-3.1%p	6.1%	-1.7%p	7.3%	-3.0%p

자료: 유안타증권 리서치센터

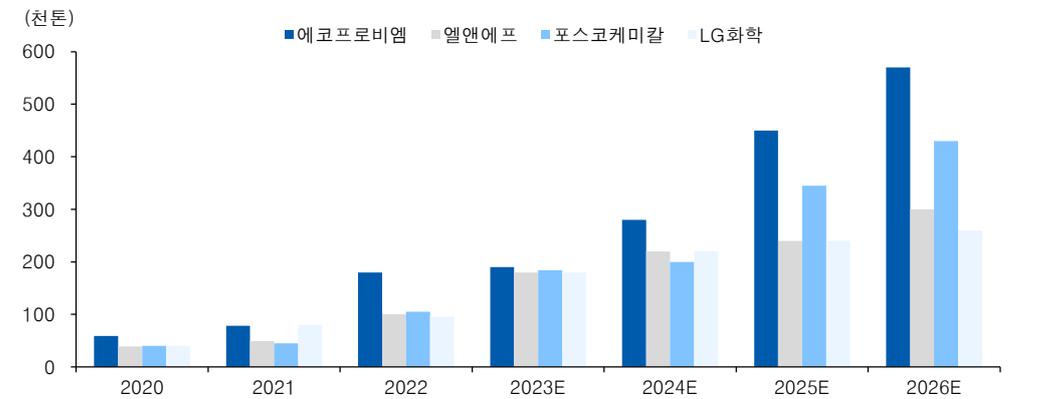
[표 2] 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	144	205	241	380	554	863	1,243	1,225	1,317	1,440	1,545	1,623	3,884	5,926	8,913
(%, QoQ)	43	42	17	58	46	56	44	-1	8	9	7	5			
(%, YoY)	42	197	186	277	283	320	416	222	138	67	24	32	300	53	50
EV	49	84	132	312	443	690	1,069	1,068	1,146	1,238	1,329	1,460	3,270	5,174	7,755
ESS	71	80	67	35	44	129	124	107	125	158	170	130	405	583	891
전동공구	25	41	41	33	66	43	50	50	46	43	46	32	209	168	267
영업이익	-3	6	14	28	53	61	99	53	81	89	102	96	266	368	567
(%, QoQ)	적지	흑전	135	109	88	16	61	-46	53	9	15	-6			
(%, YoY)	적전	125	흑전	흑전	흑전	967	630	88	53	45	3	80	502	38	54
영업이익률(%)	-2	3	6	7	10	7	8	4	6	6	7	6	7	6	6
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
EV	34	41	55	82	80	80	86	87	87	86	86	90	84	87	87
ESS	49	39	28	9	8	15	10	9	10	11	11	8	10	10	10
전동공구	17	20	17	9	12	5	4	4	4	3	3	2	5	2	3

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 양극재 기업 Capacity 현황 및 계획



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 (066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	3,561	9,708	38,838	59,255	89,133
매출원가	3,328	8,926	35,325	54,159	81,102
매출충이익	233	781	3,513	5,096	8,031
판매비	218	339	851	1,419	2,356
영업이익	15	443	2,662	3,678	5,675
EBITDA	153	647	3,010	4,126	6,854
영업외손익	-194	-1,699	742	1	-597
외환관련손익	-30	41	60	60	60
이자손익	-56	-121	-156	-275	-83
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-108	-1,619	838	216	-575
법인세비용차감전순손익	-179	-1,256	3,404	3,678	5,077
법인세비용	-29	-134	692	600	829
계속사업순손익	-150	-1,123	2,712	3,078	4,249
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-150	-1,123	2,712	3,078	4,249
지배지분순이익	-152	-1,131	2,701	3,078	4,249
포괄순이익	-157	-1,043	2,719	3,089	4,259
지배지분포괄이익	-159	-1,054	2,705	3,089	4,259

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	453	-1,381	-10,319	-2,296	643
당기순이익	-150	-1,123	2,712	3,078	4,249
감가상각비	123	190	334	437	1,170
외환손익	7	-3	-182	-60	-60
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	326	-2,127	-13,587	-5,738	-4,699
기타현금흐름	146	1,682	405	-13	-16
투자활동 현금흐름	-708	-4,136	-6,811	-2,566	-3,496
투자자산	0	-350	-33	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-541	-1,794	-6,782	-3,100	-3,500
유형자산 감소	0	0	10	6	6
기타현금흐름	-167	-1,992	-6	528	-2
재무활동 현금흐름	464	8,019	7,076	6,265	3,801
단기차입금	-422	326	3,418	3,901	1,801
사채 및 장기차입금	94	2,248	1,252	2,400	2,000
자본	819	4,948	0	0	0
현금배당	-11	-12	0	0	0
기타현금흐름	-17	509	2,406	-36	0
연결범위변동 등 기타	-4	3	9,552	2,764	111
현금의 증감	204	2,506	-502	4,167	1,059
기초 현금	8	212	2,718	2,216	6,383
기말 현금	212	2,718	2,216	6,383	7,442
NOPLAT	15	443	2,662	3,678	5,675
FCF	-89	-3,174	-17,101	-5,396	-2,857

자료: 유안타증권

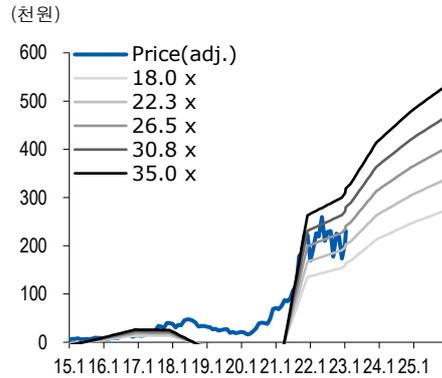
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,120	10,706	21,960	30,225	37,464
현금및현금성자산	212	2,718	2,216	6,383	7,442
매출채권 및 기타채권	635	2,717	8,166	10,142	15,256
재고자산	1,053	2,615	8,166	10,818	11,884
비유동자산	2,542	4,616	11,062	13,708	16,022
유형자산	2,374	4,271	10,956	13,614	15,938
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	24	34	24	24	24
자산총계	4,662	15,322	33,022	43,932	53,486
유동부채	1,581	3,983	14,296	18,034	21,316
매입채무 및 기타채무	466	2,260	7,746	7,433	8,913
단기차입금	968	1,296	4,752	8,654	10,455
유동성장기부채	137	366	418	418	418
비유동부채	1,105	4,987	5,909	9,979	11,979
장기차입금	905	1,560	2,734	5,134	7,134
사채	47	169	7	7	7
부채총계	2,686	8,970	20,205	28,013	33,295
지배지분	1,944	6,308	12,744	15,832	20,081
자본금	140	174	180	180	180
자본잉여금	1,603	6,939	6,594	6,594	6,594
이익잉여금	179	-986	5,703	8,781	13,030
비지배지분	32	44	73	87	110
자본총계	1,976	6,352	12,817	15,919	20,191
순차입금	1,795	1,405	6,242	10,606	13,348
총차입금	2,178	6,605	10,988	18,989	22,790

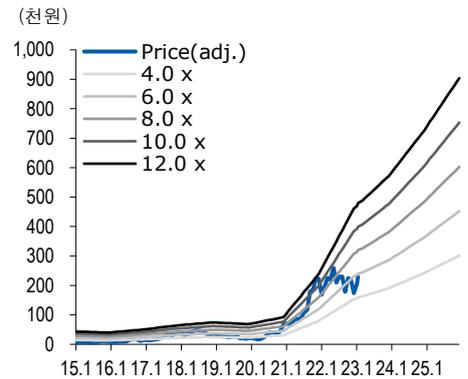
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-550	-3,588	7,518	8,567	11,825
BPS	7,676	19,899	38,395	47,701	60,502
EBITDAPS	575	2,018	8,377	11,485	19,077
SPS	12,872	30,269	108,095	164,920	248,077
DPS	48	0	0	0	0
PER	-57.8	-34.4	30.8	27.1	19.7
PBR	4.1	6.2	6.0	4.9	3.8
EV/EBITDA	69.5	63.6	29.7	22.9	14.2
PSR	2.5	4.1	2.1	1.4	0.9

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	13.7	172.6	300.1	52.6	50.4
영업이익 증가율 (%)	혹전	2,910.3	501.6	38.2	54.3
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	혹전	13.9	38.0
매출총이익률 (%)	6.5	8.0	9.0	8.6	9.0
영업이익률 (%)	0.4	4.6	6.9	6.2	6.4
지배순이익률 (%)	-4.3	-11.6	7.0	5.2	4.8
EBITDA 마진 (%)	4.3	6.7	7.8	7.0	7.7
ROIC	0.3	7.0	15.9	13.4	15.7
ROA	-3.4	-11.3	11.2	8.0	8.7
ROE	-9.4	-27.4	28.4	21.5	23.7
부채비율 (%)	135.9	141.2	157.6	176.0	164.9
순차입금/자기자본 (%)	92.3	22.3	49.0	67.0	66.5
영업이익/금융비용 (배)	0.3	3.3	16.8	12.9	63.0

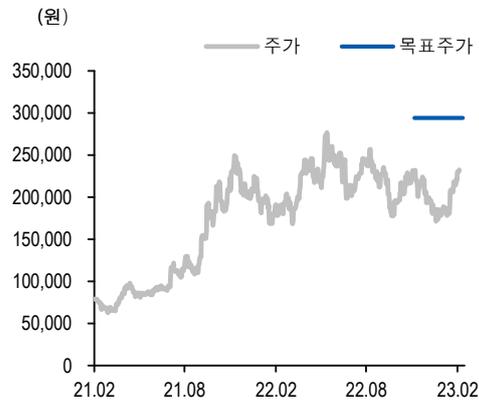
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-02-14	BUY	294,000	1년		
2022-11-15	BUY	294,000	1년		
2021-09-01	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2020-09-01	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.2
Hold(중립)	6.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-02-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.