

# 엘앤에프

# BUY(유지)

066970 기업분석 |

목표주가(유지)	360,000원	현재주가(12/29)	173,500원	Up/Downside	+107.5%
----------	----------	-------------	----------	-------------	---------

2023. 01. 02

## 과도한 우려, 성장성에 주목

### News

**여전히 견조한 양극재 출하량, 다만 환율과 일회성 비용의 변수:** 엘앤에프의 4Q22E 매출액은 1조 3,880억원(+11.7%QoQ), 영업이익은 918억원(-6.9%QoQ)으로 시장 영업이익 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 엘앤에프가 위치한 대구의 22.10월과 11월 합산 양극재 수출량은 1.4만톤으로 3Q22 수출량의 약 71% 수준을 달성했으며, 수출 가격 또한 22.10~11월 합산 평균 \$43.2/kg으로 전 분기와 유사한 수준을 유지하고 있다. 다만 수익성의 경우 11월 이후 급락한 원달러 환율(평균 환율 22.10월 1,426원/달러→22.11월 1,358원/달러→22.12월 1,295원/달러) 영향과 가파른 실적 성장에 따른 연말 성과급 반영으로 전 분기 대비 소폭 하락할 것으로 전망한다.

### Comment

**23년에도 성장은 지속될 것:** 엘앤에프의 23E 매출액은 6,3조원(+55.6%YoY), 영업이익은 4,223억원(+38.5%YoY)을 전망한다. 4Q22 증설이 완료된 연산 4만톤 규모의 신규 설비는 23년 출하량 성장에 본격 기여할 것으로 예상되며, 4Q22 니켈 가격 급등과 높은 리튬 가격 지속에 판가 또한 높은 수준을(23년 평균 판가 \$38.8/kg, 상고하자 가정) 유지할 것으로 전망한다. 수익성의 경우 환율 및 중장기 메탈 가격 하향 안정화 가정에 따라 소폭 하락할 것으로 전망되나, 수익성이 높은 단결정 하이니켈 양극재 판매 개시에 따른 개선 여지 또한 충분히 남아있다.

### Action

**매력적인 밸류에이션, 비중확대 추천:** 전기차 수요 둔화와 Tesla 가동률 하락에 따른 양극재 수요 둔화 우려가 커지고 있는 상황이지만, 탄소 중립을 위한 글로벌 주요국 정책 방향성은 바뀐게 없다. 또한 산자부 심의 불승인으로 우려가 커졌던 엘앤에프의 미국 진출 계획은 1H23 관련 절차와 의사결정이 마무리 될 것으로 예상된다. 최근 주식 시장 부진과 2차전지 업종에 대한 투자심리 위축으로 주가 부진이 심화되고 있지만 엘앤에프의 24E P/E는 11.8배 수준으로 한국 양극재 업체 중 가장 저평가되어 있는 상황이다. 목표주가 36만원, 투자이견 Buy를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원 원 배 %)							
FYE Dec	2020	2021	2022E	2023E	2024E	52주 최저/최고	168,500/276,600원
매출액	356	971	4,047	6,296	8,937	KOSDAQ /KOSPI	679/2,236pt
(증가율)	13.7	172.6	316.9	55.6	42.0	시가총액	62,492억원
영업이익	1	44	305	422	630	60일-평균거래량	505,167
(증가율)	흑전	2,910.3	588.9	38.5	49.2	외국인지분율	22.0%
지배주주순이익	-15	-113	241	344	527	60일-외국인지분율변동추이	+1.1%p
EPS	-550	-3,588	6,745	9,605	14,733	주요주주	새로닉스 외 14 인 23.9%
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	25.7	18.1	11.8	(천원)	
PBR (H/L)	11.2/1.9	14.3/3.3	7.2	5.1	3.6	500	
EV/EBITDA (H/L)	143.6/34.3	136.3/30.5	19.9	14.0	9.3	0	
영업이익률	0.4	4.6	7.5	6.7	7.0	0	
ROE	-9.4	-27.4	32.1	32.9	35.6	0	

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-20.0	-5.1	-22.1
상대기준	-14.4	-5.7	18.0

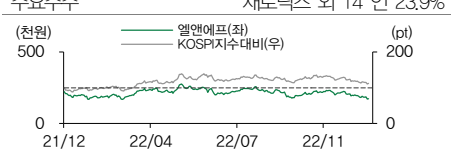
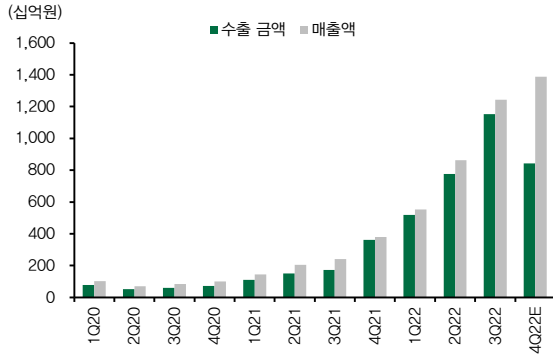
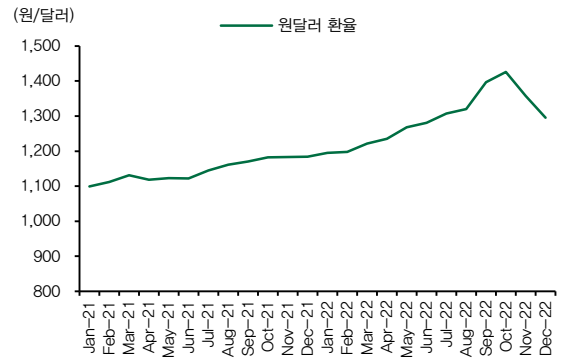


도표 1. 대구 양극재 수출액 vs. 엘앤에프 매출액



자료: KITA, Bloomberg, DB금융투자  
\*4Q22E 수출액은 22.10 월과 11 월 확정치의 합산

도표 2. 월평균 원/달러 환율



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
<b>연결 매출액</b>	<b>553.6</b>	<b>862.8</b>	<b>1,242.5</b>	<b>1,388.0</b>	<b>1,552.9</b>	<b>1,481.6</b>	<b>1,440.7</b>	<b>1,820.6</b>
%YoY	283.1	320.0	416.2	265.2	180.5	71.7	16.0	31.2
%QoQ	45.6	55.9	44.0	11.7	11.9	-4.6	-2.8	26.4
하이니켈	332.0	606.6	963.7	1,136.9	1,334.2	1,279.4	1,244.6	1,629.4
이외	171.1	259.1	278.8	251.1	218.7	202.2	196.1	191.2
<b>연결 영업이익</b>	<b>53.0</b>	<b>61.3</b>	<b>98.7</b>	<b>91.8</b>	<b>103.9</b>	<b>102.9</b>	<b>100.2</b>	<b>115.3</b>
%YoY	흑전	967.2	629.7	225.0	95.8	67.7	1.6	25.6
%QoQ	87.8	15.6	60.8	-6.9	13.1	-1.0	-2.6	15.1
<b>영업이익률</b>	<b>9.6</b>	<b>7.1</b>	<b>7.9</b>	<b>6.6</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>

자료: 엘앤에프, DB금융투자

도표 4. 엘앤에프 연간 실적 추이 및 전망 &amp; 주요 밸류에이션 지표

(단위: 십억원 %, 원 배)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>연결 매출액</b>	<b>313.3</b>	<b>356.1</b>	<b>970.8</b>	<b>4,046.9</b>	<b>6,295.7</b>	<b>8,937.2</b>	<b>10,856.1</b>	<b>15,253.4</b>
%YoY	-38.0	13.7	172.6	316.9	55.6	42.0	21.5	40.5
<b>연결 영업이익</b>	<b>-7.7</b>	<b>1.5</b>	<b>44.3</b>	<b>304.8</b>	<b>422.3</b>	<b>629.9</b>	<b>749.0</b>	<b>1,074.8</b>
%YoY	적전	후전	2,910.3	588.9	38.5	49.2	18.9	43.5
<b>영업이익률</b>	<b>-2.4</b>	<b>0.4</b>	<b>4.6</b>	<b>7.5</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>6.9</b>	<b>7.0</b>
<b>생산능력(연말 기준)</b>								
전체 생산능력	15	39	49	131	221	221	321	441
증가율	-	156.7	27.3	167.3	68.7	0.0	45.2	37.4
구지	-	18	28	110	110	110	110	110
추가증설	-	-	-	-	90	90	90	160
해외	-	-	-	-	-	-	100	150
이외	15	21	21	21	21	21	21	21
<b>Valuation</b>								
EPS	-336	-550	-3,375	6,745	9,605	14,733	15,793	22,943
P/E	적자	적자	적자	<b>25.9</b>	<b>18.2</b>	<b>11.8</b>	<b>11.0</b>	<b>7.6</b>
BPS	4,840	6,655	17,799	24,224	33,769	48,409	64,102	86,900
P/B	4.2	10.3	12.5	7.2	5.2	3.6	2.7	2.0
EV/EBITDA	220.0	143.2	99.3	20.0	14.1	9.3	7.3	5.0

자료: 엘앤에프, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	1,603	2,194	3,164
현금및현금성자산	21	272	118	141	208
매출채권및기타채권	63	272	509	703	1,280
재고자산	105	262	674	1,049	1,375
비유동자산	254	462	631	805	958
유형자산	237	427	598	773	927
무형자산	9	10	8	7	6
투자자산	2	3	3	3	3
자산총계	466	1,532	2,233	2,998	4,122
유동부채	158	398	758	1,179	1,775
매입채무및기타채무	47	226	585	1,007	1,603
단기차입금및단기차채	97	130	130	130	130
유동성장기부채	14	37	37	37	37
비유동부채	110	499	599	599	599
사채및장기차입금	95	173	273	273	273
부채총계	269	897	1,356	1,778	2,374
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	694	694	694
이익잉여금	18	-99	143	487	1,014
비지배주주지분	3	4	4	4	4
자본총계	198	635	877	1,221	1,748

손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356	971	4,047	6,296	8,937
매출원가	333	893	3,649	5,739	8,123
매출총이익	23	78	398	557	814
판매비	22	34	93	135	184
영업이익	1	44	305	422	630
EBITDA	15	65	335	473	708
영업외손익	-19	-170	-22	-24	-23
금융손익	-17	-175	-20	-22	-21
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	5	-2	-2	-2
세전이익	-18	-126	283	399	607
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-15	-112	241	344	527
지배주주지분순이익	-15	-113	241	344	527
비지배주주지분순이익	0	1	0	0	0
총포괄이익	-16	-104	241	344	527
총감률(%YoY)					
매출액	13.7	172.6	316.9	55.6	42.0
영업이익	흑전	2,910.3	588.9	38.5	49.2
EPS	적지	적지	흑전	42.4	53.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	45	-138	0	269	320
당기순이익	-15	-112	241	344	527
현금유출이없는비용및수익	32	192	91	127	179
영업및무형자산상각비	14	20	30	51	78
영업관련자산부채변동	33	-213	-147	-307	-307
매출채권및기타채권의감소	-4	-204	-238	-194	-577
재고자산의감소	30	-156	-413	-375	-326
매입채무및기타채무의증가	10	164	359	421	596
투자활동현금흐름	-71	-414	-218	-248	-248
CAPEX	-54	-179	-220	-250	-250
투자자산의순증	0	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	46	802	78	-24	-24
사채및차입금의 증가	-21	443	100	0	0
자본금및자본잉여금의증가	82	537	0	0	0
배당금지급	-1	-1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-14	25	19
현금의증가	20	251	-154	23	67
기초현금	1	21	272	118	141
기말현금	21	272	118	141	208

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당이익(원)					
EPS	-550	-3,588	6,745	9,605	14,733
BPS	6,653	17,799	24,224	33,769	48,409
DPS	48	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	25.7	18.1	11.8
P/B	10.3	12.5	7.2	5.1	3.6
EV/EBITDA	143.2	121.9	19.9	14.0	9.3
수익성(%)					
영업이익률	0.4	4.6	7.5	6.7	7.0
EBITDA마진	4.3	6.7	8.3	7.5	7.9
순이익률	-4.2	-11.6	6.0	5.5	5.9
ROE	-9.4	-27.4	32.1	32.9	35.6
ROA	-3.4	-11.2	12.8	13.1	14.8
ROC	0.3	6.8	25.4	25.8	30.4
안정성및기타					
부채비율(%)	135.9	141.2	154.7	145.6	135.8
이자보상배율(배)	0.3	3.3	13.9	17.9	26.8
배당성향(배)	-8.1	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 엘앤에프, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2022-10-01 기준) - 매수(94.1%) 중립(5.2%) 매도(0.7%)

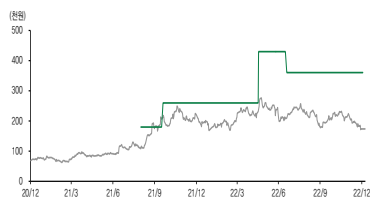
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엘앤에프 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
21/08/30	Buy	180,000	-11.9	18.4					
21/10/18	Buy	260,000	-20.4	-4.1					
22/05/17	Buy	430,000	-45.1	-35.7					
22/07/18	Buy	360,000	-	-					