



KB 증권



더 많은 리포트 보기

엘앤에프 (066970)

사야 되는 이유가 차고 넘친다

2023년 2월 24일

스마트폰 / 2차전지 소재 Analyst 이창민
02-6114-2917 cm.lee@kbfq.com

투자 의견 Buy,
목표주가 370,000원 유지

엘앤에프에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 370,000원을 유지한다. 목표주가는 DCF 방식 (현금흐름방식)으로 산출되었고, WACC은 9.29% (COE 9.67%, 세후 COD 5.63%, 60개월 조정 Beta 1.12)를 적용했다. 목표주가에 대한 Implied 12M Fwd P/E는 39.6배, P/B는 8.11배이며, 2월 23일 종가 기준 상승여력은 63%다.

전분기 대비 P 유지, Q 20% 증가 전망

엘앤에프의 2023년 1분기 실적은 매출액 1조 4,208억원 (+157% YoY), 영업이익 710억원 (+34%, 영업이익률 5.0%)으로 추정된다. ① P: 1월까지 하락세가 완연했던 원/달러 환율이 2월 들어 재차 상승한 가운데, 니켈 가격도 상승해 ASP는 전분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 전망된다. ② Q: 구지 2공장 2단계 (연산 3만톤 Capa) 가동이 2월부터 시작됨에 따라 전분기 대비 출하량이 20% 증가할 것으로 예상된다. ③ 수익성의 경우 신규 라인 초기 가동 관련 비용 (인건비, 감가비 증가 등 고정비 부담 확대)으로 인해 다소 부진할 것으로 추정되나, 2분기부터는 구지 2공장 전 라인이 본격 가동됨에 따라 회복될 것으로 전망 (2Q23E OPM 6.3% 추정)된다.

매력적인 밸류에이션, 테슬라 직납,
파나소닉향 신규 공급 등 기대

엘앤에프를 2차전지 업종 Top pick으로 제시한다. ① 경쟁 양극재 업체들 대비 밸류에이션 매력력이 부각 (2023년 P/E 엘앤에프 26.3배 vs. 포스코케미칼 56.7배 / 에코프로비엠 37.8배)되고 있다. ② 테슬라는 오는 3월 1일 (현지시각)로 예정된 인베스터 데이 행사에서 4680 배터리의 자체 생산 계획을 업데이트 할 것으로 예상되는데, 엘앤에프는 테슬라에 양극재를 직납 할 유력 후보이므로 관련 수혜주로 분류될 전망이다. ③ 파나소닉향 신규 공급 가능성도 존재한다. 파나소닉의 기존 테슬라향 배터리 양극재 공급 업체는 일본 SMM인데, 아직 니켈 비중 90% 이상 양극재 양산 능력을 갖추지 못하고 있는 것으로 파악된다. 테슬라가 4680 배터리를 통해 지향하는 수준의 원가를 절감하기 위해서는 니켈 비중이 90% 이상인 양극재가 필수적이므로 이를 공급할 수 있는 엘앤에프의 수혜가 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) 370,000

Dividend yield* (%)	0.2
Total return (%)	63.2
현재가 (2/23, 원)	227,000
Consensus target price (원)	351,263
시가총액 (조원)	8.2

* Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	68.0
거래대금 (3m, 십억원)	117.7
외국인 지분율 (%)	24.6
주요주주 지분율 (%)	새로닉스 외 14 인 23.9

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.9	10.5	-1.3	18.4
시장대비 상대수익률	15.4	1.6	-2.0	31.4

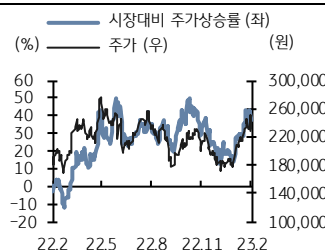
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021A	2022P	2023E	2024E
매출액 (십억원)	971	3,884	6,561	10,073
영업이익 (십억원)	44	266	416	618
지배주주순이익 (십억원)	-113	270	311	466
EPS (원)	-3,526	7,512	8,629	12,943
증감률 (%)	적지	흑전	14.9	50.0
P/E (x)	N/A	23.1	26.3	17.5
EV/EBITDA (x)	117.3	21.4	17.4	12.6
P/B (x)	12.5	4.9	5.2	4.1
ROE (%)	-27.4	28.4	21.9	26.0
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.2	0.2

Risk & Total Return (annualized over three years)

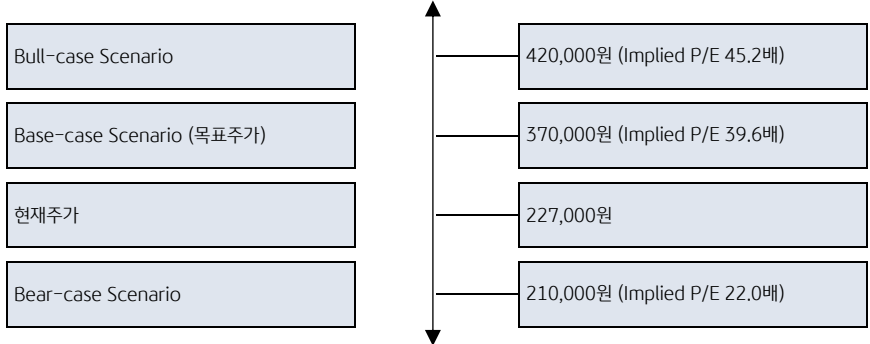


Stock Price & Relative Performance



자료: 엘앤에프, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 등인

- 1) 향후 10년간 Capa CAGR 40%
- 2) 향후 10년간 평균 가동률 80%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 향후 10년간 Capa CAGR 43%
- 2) 향후 10년간 평균 가동률 80%

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 향후 10년간 Capa CAGR 31%
- 2) 향후 10년간 평균 가동률 80%

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022P	2023E	2022P	2023E	2022P	2023E
매출액	3,884	6,532	3,884	6,561	0.0	0.5
영업이익	266	405	266	416	0.0	2.5
지배주주순이익	270	303	270	311	0.0	2.6

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

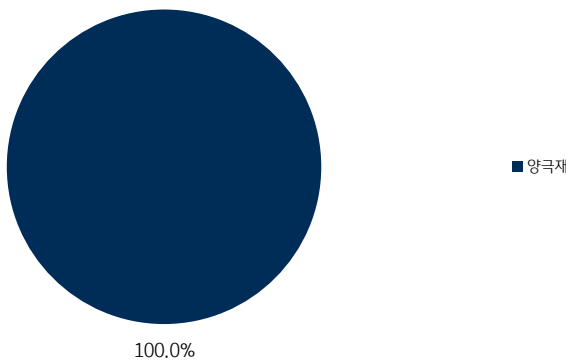
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022P	2023E	2022P	2023E	2022P	2023E
매출액	3,884	6,561	3,884	6,569	0.0	-0.1
영업이익	266	416	266	410	0.0	1.4
지배주주순이익	270	311	270	315	0.0	-1.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 9.29%, 영구성장률 3.46% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 420,000원 ~ 210,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: Implied P/E 39.6배, P/B 8.11배

매출액 구성 (2021년, %)



자료: 엘앤에프, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2022P	2023E
환율 1% 상승 시	+1.1	+1.0
금리 1%p 상승 시	-1.1	-0.2

PEER 그룹 비교

(백만달러, x, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
엘앤에프	6,294	26.31	N/A	5.29	21.87	17.67	174.33
에코프로비엠	11,815	37.80	78.77	8.60	25.82	22.91	100.52
Umicore	8,352	15.36	-16.69	1.79	9.99	8.96	-5.87
ShanShan	5,951	8.83	11.80	1.33	15.53	6.30	23.76

자료: Bloomberg 컨센서스, 엘앤에프는 KB증권 추정

표 1. 1분기 실적 Preview

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E		증감률 (% , %p)		차이
					KB 추정	컨센서스	YoY	QoQ	컨센서스 대비
매출액	554	863	1,243	1,225	1,421	1,443	156.6	16.0	-1.5
영업이익	53	61	99	53	71	77	33.9	33.6	-7.8
세전이익	100	84	118	38	71	74	-28.7	85.8	-4.0
순이익	71	66	91	44	55	58	-22.2	27.1	-3.6
영업이익률	9.6	7.1	7.9	4.3	5.0	5.3	-4.6	0.7	-0.3
세전이익률	18.0	9.8	9.5	3.1	5.0	5.1	-13.0	1.9	-0.1
순이익률	12.9	7.6	7.3	3.6	3.9	4.0	-9.0	0.3	-0.1

자료: 엘앤에프, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2022P				2023E				2021	2022P	2023E
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	554	863	1,243	1,225	1,421	1,702	1,720	1,718	971	3,884	6,561
YoY	283.1	320.0	416.2	222.3	156.6	97.3	38.4	40.2	172.6	300.1	68.9
매출원가	483	783	1,120	1,147	1,322	1,562	1,566	1,571	893	3,533	6,020
YoY	241.9	307.3	413.2	236.4	173.8	99.5	39.8	37.0	168.2	295.7	70.4
매출원가율	87.2	90.8	90.1	93.6	93.0	91.8	91.0	91.5	92.0	91.0	91.8
매출총이익	71	80	123	78	99	140	155	147	78	351	541
YoY	2,049.7	505.0	445.0	99.4	40.1	75.8	26.2	87.7	235.9	349.6	53.9
매출총이익률	12.8	9.2	9.9	6.4	7.0	8.2	9.0	8.5	8.0	9.0	8.2
판매비와관리비	18	18	24	25	28	33	32	32	34	85	125
YoY	171.3	147.8	166.5	128.5	58.5	78.9	35.9	26.5	55.5	151.1	47.2
판매비율	3.2	2.1	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	3.5	2.2	1.9
영업이익	53	61	99	53	71	107	122	115	44	266	416
YoY	흑전	967.2	629.7	88.2	33.9	74.8	23.8	116.5	2,910.3	501.6	56.1
영업이익률	9.6	7.1	7.9	4.3	5.0	6.3	7.1	6.7	4.6	6.9	6.3
세전이익	100	84	118	38	71	107	122	102	-126	340	402
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-28.7	27.3	3.2	166.7	적지	흑전	18.2
세전이익률	18.0	9.8	9.5	3.1	5.0	6.3	7.1	5.9	-12.9	8.8	6.1
당기순이익	71	66	91	44	55	83	93	79	-112	271	309
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-22.2	25.9	2.3	80.1	적지	흑전	14.1
순이익률	12.9	7.6	7.3	3.6	3.9	4.9	5.4	4.6	-11.6	7.0	4.7

자료: 엘앤에프, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022P (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
매출액	356	971	3,884	6,561	10,073
매출원가	333	893	3,533	6,020	9,262
매출총이익	23	78	351	541	811
판매비와관리비	22	34	85	125	194
영업이익	1	44	266	416	618
EBITDA	15	65	301	487	715
영업외손익	-19	-170	74	-13	-14
이자수익	0	2	2	2	2
이자비용	6	14	14	15	15
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-14	-158	87	0	0
세전이익	-18	-126	340	402	604
법인세비용	-3	-13	69	93	140
당기순이익	-15	-112	271	309	464
지배주주순이익	-15	-113	270	311	466
수정순이익	-15	-113	270	311	466

성장성 및 수익성 비율 (%)	2020A	2021A	2022P	2023E	2024E
매출액 성장률	13.7	172.6	300.1	68.9	53.5
영업이익 성장률	흑전	2,910.2	501.6	56.1	48.7
EBITDA 성장률	330.4	323.6	364.6	62.0	46.7
지배기업순이익 성장률	적지	적지	흑전	15.1	50.0
매출총이익률	6.5	8.1	9.0	8.2	8.1
영업이익률	0.4	4.6	6.9	6.3	6.1
EBITDA이익률	4.3	6.7	7.7	7.4	7.1
세전이익률	-5.0	-12.9	8.8	6.1	6.0
지배기업순이익률	-4.3	-11.7	7.0	4.7	4.6

현금흐름표 (십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45	-138	-339	43	-224
당기순이익	-15	-112	271	309	464
유무형자산상각비	14	20	34	72	97
기타비현금손익 조정	18	171	14	93	140
운전자본증감	33	-213	-651	-337	-784
매출채권감소 (증가)	-4	-204	-444	0	0
재고자산감소 (증가)	30	-156	-639	-362	-810
매입채무증가 (감소)	10	164	484	0	0
기타운전자본증감	-3	-16	-52	25	25
기타영업현금흐름	-5	-5	-8	-93	-140
투자활동 현금흐름	-71	-414	-177	-163	-283
유형자산투자감소 (증가)	-54	-179	-222	-160	-280
무형자산투자감소 (증가)	-2	-2	-1	0	0
투자자산감소 (증가)	0	-35	-3	0	0
기타투자현금흐름	-15	-197	50	-3	-3
재무활동 현금흐름	46	802	546	-4	349
금융부채 증감	-33	301	306	12	366
자본의 증감	82	496	244	0	0
배당금 당기지급액	-1	-1	0	-17	-17
기타재무현금흐름	-2	7	-4	0	0
기타현금흐름	0	0	1	0	0
현금의 증가 (감소)	20	251	32	-124	-158
기말현금	21	272	304	179	22
잉여현금흐름 (FCF)	-9	-317	-561	-117	-504
순현금흐름	67	323	-322	-133	-520
순현금 (순차입금)	-168	156	-166	-299	-819

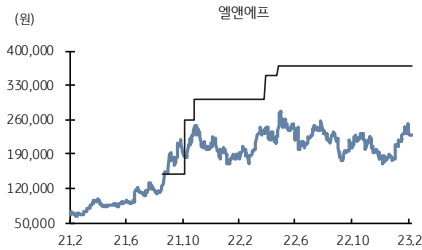
자료: 엘앤에프, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2020A (IFRS-C)	2021A (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)
자산총계	466	1,532	2,908	3,237	4,076
유동자산	212	1,071	2,256	2,497	3,152
현금 및 현금성자산	21	272	304	179	22
단기금융자산	17	248	205	208	212
매출채권	59	268	0	0	0
재고자산	105	262	900	1,262	2,071
기타유동자산	9	21	848	848	848
비유동자산	254	462	652	740	923
투자자산	2	3	2	2	2
유형자산	237	427	641	731	915
무형자산	9	10	7	6	5
기타비유동자산	6	21	1	1	1
부채총계	269	897	1,628	1,665	2,056
유동부채	158	398	1,307	1,344	1,382
매입채무	37	200	0	0	0
단기금융부채	110	166	436	449	461
기타유동부채	10	32	871	896	921
비유동부채	110	499	321	321	674
장기금융부채	95	198	238	238	591
기타비유동부채	15	301	83	83	83
자본총계	198	635	1,280	1,573	2,020
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	659	659	659
기타자본항목	-12	-5	3	3	3
기타포괄손익누계액	14	23	24	24	24
이익잉여금	18	-99	570	864	1,314
지배자본 계	194	631	1,274	1,568	2,018
비지배자본	3	4	6	4	2

주요투자지표 (X, %, 원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	23.1	26.3	17.5
P/B	10.3	12.5	4.9	5.2	4.1
P/S	5.3	7.3	1.6	1.2	0.8
EV/EBITDA	142.5	117.3	21.4	17.4	12.6
EV/EBIT	1,480.9	171.5	24.1	20.4	14.6
배당수익률	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2
EPS	-550	-3,526	7,512	8,629	12,943
BVPS	6,653	17,799	35,373	43,540	56,021
SPS (주당매출액)	12,872	30,269	108,005	182,158	279,677
DPS (주당배당금)	48	0	500	500	500
배당성향 (%)	0.0	0.0	6.2	5.4	3.6
수익성지표					
ROE	-9.4	-27.4	28.4	21.9	26.0
ROA	-3.4	-11.2	12.2	10.1	12.7
ROIC	-2.5	-14.3	19.3	15.5	18.1
안정성지표					
부채비율	135.9	141.2	127.2	105.9	101.8
순차입비율	84.8	순현금	13.0	19.0	40.6
유동비율	1.3	2.7	1.7	1.9	2.3
이자보상배율 (배)	0.3	3.3	18.8	28.3	40.0
활동성지표					
총자산회전율	0.8	1.0	1.8	2.1	2.8
매출채권회전율	6.1	5.9	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	10.7	8.2	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	2.9	5.3	6.7	6.1	6.1

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



엘앤에프 (066970)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-09-08	Buy	이창민	150,000	19.86	45.60
21-10-29	Buy	이창민	260,000	-18.85	-10.73
21-11-17	Buy	이창민	300,000	-32.15	-16.90
22-04-19	Buy	이창민	350,000	-35.38	-29.77
22-05-17	Buy	이창민	370,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.7	13.3	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과 Hold: 15% ~ -15% Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회 Neutral: 시장수익률 수준 Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.