

엘앤에프

BUY(유지)

066970 기업분석 |

목표주가(유지)	360,000원	현재주가(03/29)	288,500원	Up/Downside	+24.8%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2023. 03. 30

수익성 회복은 2Q23부터

News

1Q23E 영업이익 580억원, 시장 컨센서스 하회 예상: 엘앤에프의 1Q23E 매출액은 1조 2,565억원(+2.3%QoQ), 영업이익은 580억원(+8.9%QoQ, OPM 4.6%)으로 시장 컨센서스 매출액 1조 4,333억원과 영업이익 753억원을 하회할 것으로 전망한다. 출하량은 ESS용 양극재 재고조정 지속과 일부 고객사의 EV 양극재 재고조정이 예상되기에 전 분기와 유사한 수준을 시현할 것으로 전망한다. 수익성은 원달러 환율 하락과 원재료 비용 부담 영향이 지속되며 전년 동기 대비 둔화될 것으로 예상되지만 일회성 비용 제거에 따라 전 분기 대비 소폭 개선될 것으로 전망한다.

Comment

2Q23E 영업이익 1,036억원, 출하량 상승에 따른 수익성 개선 전망: 엘앤에프의 2Q23E 매출액은 1조 6,081억원(+28.0%QoQ), 영업이익은 1,036억원(+78.6%QoQ, OPM 6.4%)으로 출하량 상승에 따른 실적 개선을 전망한다. 22년말부터 이어진 양극재 재고조정은 1Q23 대부분 마무리될 것으로 예상되며, 구지 2공장 2단계 설비 실적 기여 본격화 및 양극재 계약 구조 변경에 따른 ASP 상승이 외형성장을 이끌 것으로 전망한다. 수익성의 경우 원달러 환율 변동성 완화 가정 및 출하량 상승에 따라 1분기 대비 큰 폭 개선될 것으로 전망한다.

Action

여전히 저평가, 더욱 높아지는 중장기 성장성: 22년말~23년초에 지속된 재고조정과 환율 변동성 심화로 단기 실적은 기대치를 하회할 것으로 예상되나, Tesla향 양극재 직납, 미국 현지 증설 및 국내 추가 투자, 차세대 및 LFP 양극재 출시 계획 등을 감안할 경우 중장기 성장성은 더욱 높아질 것으로 기대된다. 또한 엘앤에프는 24E P/E 17.8배 수준으로 peer 대비 현저히 저평가되어 있어 밸류에이션 매력도가 높다고 판단하며 비중확대를 추천한다. 투자의견 Buy, 목표주가 36만원, 업종 top-picks를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원, 원 배 %)							
FYE Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E	52주 최저/최고	171,400/297,000원
매출액	971	3,887	6,722	9,370	13,905	KOSDAQ /KOSPI	844/2,444pt
(증가율)	172.6	300.4	72.9	39.4	48.4	시가총액	103,913억원
영업이익	44	266	413	692	1,037	60일-평균거래량	993,196
(증가율)	2,910.3	501.8	55.0	67.6	50.0	외국인지분율	24.2%
지배주주순이익	-113	270	336	585	789	60일-외국인지분율변동추이	+2.5%p
EPS	-3,588	7,543	9,317	16,230	21,900	주요주주	새로닉스 외 14 인 23.9%
PER (H/L)	NA/NA	37.0/20.8	31.0	17.8	13.2	(천원)	
PBR (H/L)	14.3/3.3	7.9/4.4	6.5	4.8	3.5	500	
EV/EBITDA (H/L)	136.3/30.5	36.2/22.5	22.7	13.3	8.8	0	
영업이익률	4.6	6.9	6.1	7.4	7.5		
ROE	-27.4	28.3	23.3	31.1	30.9		
						주가상승률	
						절대기준	
						상대기준	
						1M	3M
						10.1	66.3
						3.3	33.8
						38.8	54.2

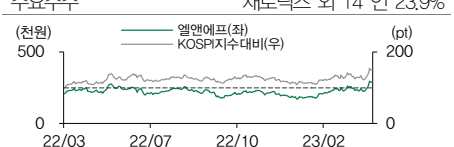


도표 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
연결 매출액	553.6	862.8	1,242.5	1228.4	1,256.5	1,608.1	1,751.7	2,105.6
%YoY	283.1	320.0	416.2	223.2	127.0	86.4	41.0	71.4
%QoQ	45.6	55.9	44.0	-1.1	2.3	28.0	8.9	20.2
하이니켈(추정)	332.0	606.6	963.7	1,461.7	1,040.3	1,391.9	1,544.0	1,908.4
이외	171.1	259.1	278.8	235.8	216.2	216.2	207.7	197.1
연결 영업이익	53.0	61.3	98.7	53.3	58.0	103.6	117.5	133.6
%YoY	흑전	967.2	629.7	88.6	9.3	68.9	19.1	150.8
%QoQ	87.8	15.6	60.8	-46.0	8.9	78.6	13.4	13.8
영업이익률	9.6	7.1	7.9	4.3	4.6	6.4	6.7	6.3

자료: 엘앤에프, DB금융투자

도표 2. 엘앤에프 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %, 원 배)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
연결 매출액	313.3	356.1	970.8	3,887.3	6,721.8	9,369.9	13,904.6	18,597.2
%YoY	-38.0	13.7	172.6	300.4	72.9	39.4	48.4	33.7
연결 영업이익	-7.7	1.5	44.3	266.3	412.7	691.7	1,037.2	1,422.1
%YoY	적전	흑전	2,910.3	501.8	55.0	67.6	50.0	37.1
영업이익률	-2.4	0.4	4.6	6.9	6.1	7.4	7.5	7.6
생산능력 (연말기준)								
전체생산능력	15	39	49	131	221	221	371	431
증가율	0.0	156.7	27.3	167.3	68.7	0.0	67.9	16.2
구지 (하이니켈)		18	28	110	110	110	110	110
추가증설 (하이니켈)					90	90	170	170
해외증설							70	130
이외	15	21	21	21	21	21	21	21
Valuation								
EPS	-336	-550	-3,588	7,543	9,288	16,168	21,867	30,249
P/E	적자	적자	적자	38.2	31.1	17.8	13.2	9.5
BPS	4,840	6,655	17,799	35,530	44,356	60,062	81,467	111,254
P/B	4.2	10.3	12.5	8.1	6.5	4.8	3.5	2.6
EV/EBITDA	220.0	143.2	162.7	22.7	23.5	14.0	9.0	6.9

자료: 엘앤에프, DB금융투자

대차대조표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
12월 결산실역원					
유동자산	1,071	2,303	3,010	4,457	5,367
현금및현금성자산	272	120	948	1,481	1,294
매출채권및기타채권	272	801	750	1,342	1,742
재고자산	262	1,228	1,120	1,442	2,139
비유동자산	462	721	940	1,127	1,289
유형자산	427	710	930	1,118	1,281
무형자산	10	8	6	5	4
투자자산	3	3	3	3	3
자산총계	1,532	3,024	3,950	5,584	6,656
유동부채	398	1,288	1,695	2,561	2,772
매입채무및기타채무	226	644	1,051	1,917	2,129
단기차입금및단기차채	130	407	407	407	407
유동상장기부채	37	59	59	59	59
비유동부채	499	451	651	851	851
사채및차입금	173	412	412	412	412
부채총계	897	1,739	2,346	3,412	3,624
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	891	1,458	2,231
비지배주주지분	4	6	6	6	93
자본총계	635	1,285	1,604	2,172	3,032

손익계산서

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
12월 결산실역원					
매출액	971	3,887	6,722	9,370	13,905
매출원가	893	3,536	6,161	8,474	12,571
매출총이익	78	351	561	896	1,334
판매비	34	85	148	204	296
영업이익	44	266	413	692	1,037
EBITDA	65	297	466	772	1,197
영업외손익	-170	74	-23	-19	-19
금융손익	-175	50	-20	-16	-16
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	5	24	-3	-3	-3
세전이익	-126	341	389	673	1,018
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	336	585	876
지배주주지분순이익	-113	270	336	585	789
비지배주주지분순이익	1	1	0	0	88
총포괄이익	-104	272	336	585	876
증감률(%YoY)					
매출액	172.6	300.4	72.9	39.4	48.4
영업이익	2,910.3	501.8	55.0	67.6	50.0
EPS	적지	흑전	23.5	74.2	34.9

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

현금흐름표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	-138	-864	974	634	167
당기순이익	-112	271	336	585	876
현금유출이없는비용및수익	192	79	127	184	318
유형및무형자산상각비	20	31	53	80	160
영업관련자산부채변동	-213	-1,199	565	-47	-985
매출채권및기타채권의감소	-204	-572	50	-592	-400
재고자산의감소	-156	-967	107	-321	-698
매입채무및기타채무의증가	164	428	407	866	212
투자활동현금흐름	-414	-82	-292	-283	-280
CAPEX	-179	-287	-300	-300	-300
투자자산의순증	-1	1	0	0	0
재무활동현금흐름	802	795	155	150	-52
사채및차입금의 증가	443	318	200	200	0
자본금및자본잉여금의증가	537	-28	0	0	0
배당금지급	-1	0	-17	-17	-17
기타현금흐름	0	0	-10	32	-22
현금의증가	251	-152	827	534	-187
기초현금	21	272	120	948	1,481
기말현금	272	120	948	1,481	1,294

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당주요지표(원)					
EPS	-3,588	7,543	9,317	16,230	21,900
BPS	17,799	35,530	44,385	60,153	81,590
DPS	0	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	NA	23.0	31.0	17.8	13.2
P/B	12.5	4.9	6.5	4.8	3.5
EV/EBITDA	121.9	23.8	22.7	13.3	8.8
수익성(%)					
영업이익률	4.6	6.9	6.1	7.4	7.5
EBITDA마진	6.7	7.7	6.9	8.2	8.6
순이익률	-11.6	7.0	5.0	6.2	6.3
ROE	-27.4	28.3	23.3	31.1	30.9
ROA	-11.2	11.9	9.6	12.3	14.3
ROC	6.8	14.4	18.0	31.4	34.9
안정성및기타					
부채비율(%)	141.2	135.3	146.2	157.1	119.5
이자보상배율(배)	3.3	12.5	14.8	20.9	29.0
배당성향(배)	0.0	6.1	5.0	2.8	1.9

자료: 엘엔에프, 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 언급된 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 기재된 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 것이거나 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 투자이건 비율 (2023-01-04 기준) - 매수(96.92%) 중립(2.31%) 매도(0.77%)

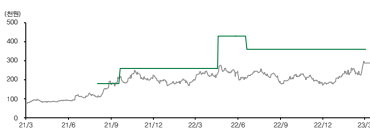
기업 투자이건은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이건은 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

엘엔에프 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이건 및 목표주가 변경

일자	투자이건	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이건	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	-	-					