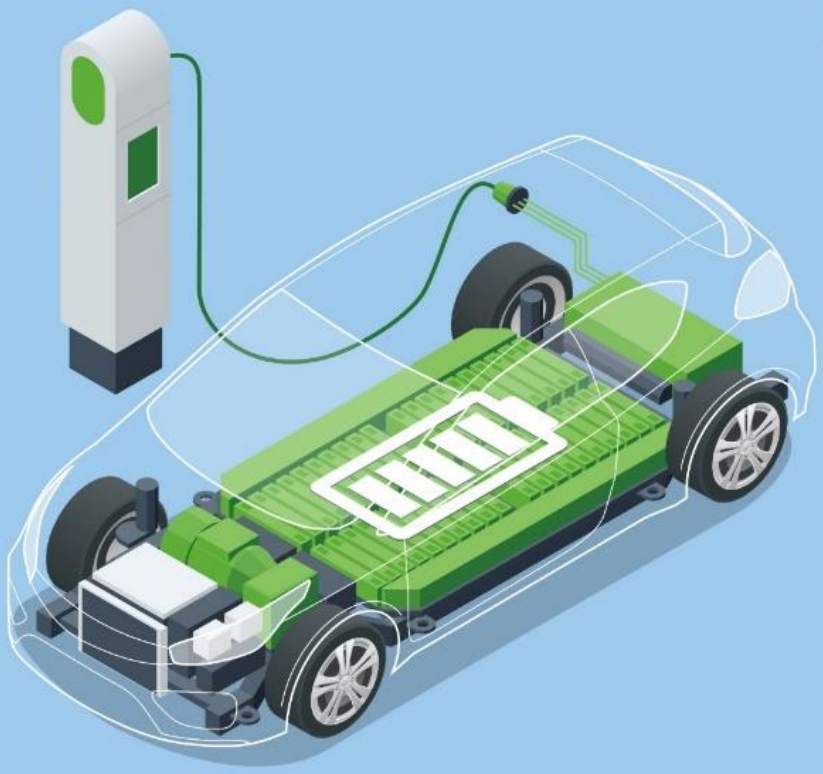


엘앤에프

Bloomberg Code (066970 KS) | Reuters Code (066970.KQ)

2023 년 5 월 11 일

잠깐의 아쉬움

[2차전지]

정용진 연구위원
☎ 02-3772-1591
✉ yjjung86@shinhan.com

매수	현재주가 (5 월 10 일)	목표주가	상승여력
(유지)	243,500 원	330,000 원 (유지)	35.5%

- 1Q23 영업이익 404억원(-24% YoY, -24% QoQ)으로 부진
- 2Q23 OPM 4.7%로 개선 기대
- 본격적인 회복은 일회성 이슈 소멸 + 가동률 개선 본격화인 하반기

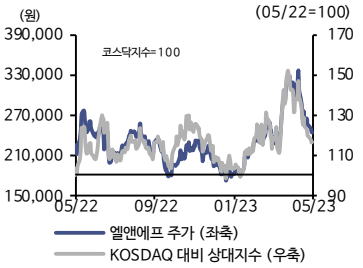
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

시가총액	8,770.5 십억원
발행주식수	36.0 백만주
유동주식수	24.5 백만주 (68.0%)
52 주 최고가/최저가	337,000 원/171,400 원
일평균 거래량 (60 일)	1,470,993 주
일평균 거래액 (60 일)	409,605 백만원
외국인 지분율	22.86%
주요주주	
새로닉스 외 14 인	23.87%

절대수익률	
3 개월	5.6%
6 개월	9.4%
12 개월	11.7%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-1.7%
6 개월	-6.6%
12 개월	15.3%

주가



1Q23 영업이익 404억원(-24% YoY, -24% QoQ)으로 부진

1Q23 실적은 매출 1.4조원(+146% YoY, +11% QoQ), 영업이익 404억원(-24% YoY, -24% QoQ)을 기록했다. 시장 기대치(683억원) 대비 41% 부진한 실적이다. 영업이익률이 3%로 낮아진 이유는 1) 환율의 이연 효과와 2) 출하량 부진의 영향이다. 주요 고객사의 1월 가동 중단으로 예상보다 분기 출하량이 감소했다. 당사 추정치 대비 7% 가량 줄어든 것으로 추정된다. 관련 물량은 2분기 판매량으로 만회할 전망이다.

상기한 이슈로 영업 재고가 일시적으로 확대된 상황에서 환율이 급락했다(-6% QoQ). 판매 가격에는 즉시 반영되지만 투입 원가에는 시차를 두고 환율 하락이 반영된다. 결과적으로 환율의 이연 효과로 수익성이 낮아졌다.

2Q23 OPM 4.7%로 개선 기대

출하량과 환율 영향은 일시적이거나 회계적인 이슈로 2~3분기 실적에서는 만회할 것으로 기대된다. 높은 원가로 제조된 재고의 소진 속도가 실적 개선의 속도를 결정하겠다. 핵심 고객사의 EV 판매가 견조하게 이어지고 있어 재고의 소진 속도가 빨라질 전망이다. 2Q23 실적은 매출 1.6조원(+88% YoY, +19% QoQ), 영업이익 763억원(+24% YoY, +89% QoQ)으로 전망한다.

목표주가 330,000원, 투자의견 매수 유지

목표주가 330,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 25F EV/EBITDA 14배를 적용했다. 지난해 말부터 환율, 리튬 가격, 고객사 생산 중단 등의 대외적인 이슈로 실적의 변동성이 커졌다. 이에 밸류에이션은 국내 경쟁사들 대비 지나친 저평가 구간으로 주가의 하방 리스크는 제한됐다. 다시 구조적으로 높은 성장성과 고마진이 확인될 시점은 구지 2공장 2단계 물량이 본격화되는 하반기다. 하반기 실적 회복의 눈높이가 향후 주가의 업사이드를 결정할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	970.8	44.3	(113.1)	(3,526)	17,799	(63.1)	121.9	12.5	(27.4)	22.1
2022	3,887.3	266.3	270.0	7,526	35,530	23.1	23.8	4.9	28.3	63.6
2023F	6,452.8	345.5	207.3	5,755	40,823	42.3	27.5	6.0	15.1	113.6
2024F	9,620.2	655.6	472.9	13,131	53,492	18.5	16.3	4.6	27.8	153.5
2025F	13,861.4	984.2	713.0	19,797	72,827	12.3	11.5	3.3	31.3	144.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	13,578	14,917	15,806	A=B*C
EBITDA	382	725	1,109	B
목표 EV/EBITDA	35.6	20.6	14.3	C
(+) 자산가치	0	0	0	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	1,692	3,031	3,920	E (25년 예상치)
사업가치	11,886	11,886	11,886	F=A+D-E
현 시가총액	8,770	8,770	8,770	2023-05-10
Upside (%)	35.5	35.5	35.5	
목표주가	330,000	330,000	330,000	

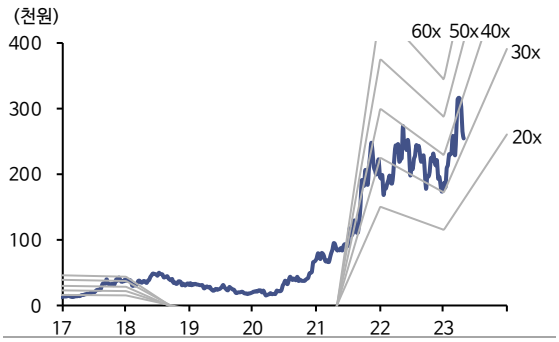
자료: 신한투자증권 추정

글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

(십억원, x, %)		2023F				2024F			
회사명	시가총액	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
포스코케미칼	23,704	90.5	8.7	50.9	9.8	55.4	7.6	30.9	14.3
에코프로비엠	22,641	59.8	13.0	32.8	24.5	43.5	10.1	23.3	26.4
엘앤에프	8,770	27.7	5.7	20.1	22.4	17.3	4.2	12.4	27.8
유미코아	10,476	15.0	1.8	8.0	13.2	15.4	1.7	7.8	11.2
SMM	14,397	8.8	0.9	8.2	10.7	10.7	0.8	9.5	7.3
베이징 이스프링	5,104	11.7	2.0	8.9	17.8	9.6	1.7	7.0	18.2
닝보 샨샨	6,485	10.1	1.3	8.5	13.1	8.3	1.1	7.2	14.0

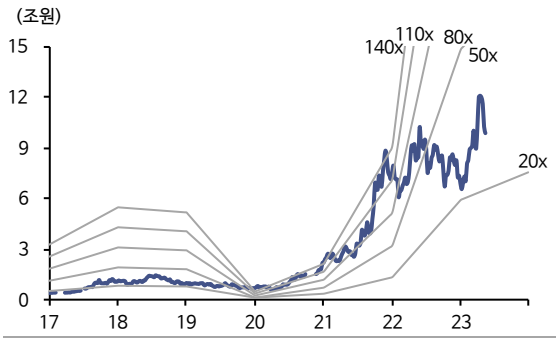
자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권

분기 실적 요약

(십억원, %)	1Q23P	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	신한(기존)	컨센서스
매출액	1,363	554	146.2	1,228	10.9	1,398	1,383
영업이익	40	53	(23.8)	53	(24.2)	67	68
세전이익	(23)	100	적자전환	38	적자전환	62	65
순이익	(15)	71	적자전환	44	적자전환	48	53
영업이익률	3.0	9.6		4.3		4.8	4.9
순이익률	(1.1)	12.8		3.6		3.4	3.9

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지주주 기준

수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	6,191	8,879	12,142	6,453	9,620	13,861	4.2	8.4	14.2
영업이익	369	610	795	345	656	984	(6.3)	7.4	23.7
세전이익	348	567	734	264	611	921	(24.1)	7.6	25.3
순이익	266	433	561	207	473	713	(22.0)	9.1	27.1
영업이익률	6.0	6.9	6.6	5.4	6.8	7.1			

자료: 신한투자증권 추정

실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
Capa (천톤)		55	90	90	110	110	125	155	200	110	200	255	340
	국내 구공장	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
	국내 신공장	35	70	70	90	90	105	135	180	90	180	210	240
	해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	80
매출		554	863	1,243	1,228	1,363	1,626	1,798	1,666	3,887	6,453	9,620	13,861
	EV	462	752	1,108	1,112	1,267	1,516	1,653	1,565	3,435	6,001	9,129	13,313
	ESS	62	67	84	85	66	67	94	59	278	286	318	365
	IT	29	43	51	32	31	43	51	41	155	166	174	183
매출 증감		283.1	320.0	416.2	223.2	146.2	88.5	44.7	35.6	300.4	66.0	49.1	44.1
(YoY)	EV	966.9	771.6	737.0	317.9	173.9	101.5	49.2	40.8	550.4	74.7	52.1	45.8
	ESS	(13.8)	(13.7)	38.8	(11.0)	5.6	0.0	12.0	(29.7)	(9.1)	3.0	11.0	15.0
	IT	0.0	5.6	5.6	67.7	5.6	0.0	0.0	29.0	13.0	7.0	5.0	5.0
영업이익		53	61	99	53	40	76	114	115	266	345	656	984
	OPM	9.6	7.1	7.9	4.3	3.0	4.7	6.3	6.9	6.9	5.4	6.8	7.1
	YoY	흑전	967.2	629.7	88.6	(23.8)	24.5	15.6	115.1	501.8	29.7	89.8	50.1
순이익		71	64	91	44	(15)	55	84	83	270	207	473	713
	NIM	12.8	7.5	7.3	3.6	(1.1)	3.4	4.7	5.0	6.9	3.2	4.9	5.1
	YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	(14.0)	(7.4)	89.2	흑전	(23.2)	128.2	50.8

자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	**1,532.2**	**3,023.9**	**4,486.2**	**6,397.6**	**8,454.7**
유동자산	1,070.6	2,302.6	2,949.1	3,659.6	4,854.7
현금및현금성자산	271.8	120.2	370.2	146.4	314.8
매출채권	268.2	797.1	939.1	1,275.6	1,506.4
재고자산	261.5	1,227.7	1,440.0	1,921.9	2,617.2
비유동자산	461.6	721.4	1,537.1	2,738.0	3,600.0
유형자산	427.1	709.6	1,526.8	2,728.9	3,591.8
무형자산	9.5	7.6	6.2	5.0	4.0
투자자산	3.4	2.7	2.7	2.7	2.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**897.0**	**1,738.6**	**2,997.1**	**4,422.2**	**5,737.6**
유동부채	398.3	1,287.5	1,443.2	1,810.5	2,119.2
단기차입금	129.6	406.1	406.1	406.1	406.1
매입채무	200.3	600.8	704.7	940.5	1,102.8
유동성장기부채	36.6	58.7	58.7	58.7	58.7
비유동부채	498.7	451.1	1,553.9	2,611.6	3,618.3
사채	16.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	477.4	443.1	1,543.1	2,593.1	3,593.1
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**635.2**	**1,285.3**	**1,489.1**	**1,975.5**	**2,717.1**
자본금	17.4	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	693.9	664.9	664.9	664.9	664.9
기타자본	(5.4)	1.7	1.7	1.7	1.7
기타포괄이익누계액	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
이익잉여금	(98.6)	571.6	762.2	1,218.6	1,915.0
지배주주지분	**630.8**	**1,279.7**	**1,470.3**	**1,926.7**	**2,623.1**
비지배주주지분	4.4	5.6	18.8	48.8	94.0
*총차입금	660.5	978.3	2,103.0	3,220.5	4,279.1
*순차입금(순현금)	140.5	817.8	1,692.1	3,031.5	3,919.9

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**970.8**	**3,887.3**	**6,452.8**	**9,620.2**	**13,861.4**
증감률 (%)	172.6	300.4	66.0	49.1	44.1
매출원가	**892.6**	**3,535.9**	**5,996.8**	**8,796.4**	**12,634.3**
매출총이익	**78.1**	**351.4**	**456.0**	**823.9**	**1,227.1**
매출총이익률 (%)	8.0	9.0	7.1	8.6	8.9
판매관리비	**33.9**	**85.1**	**110.5**	**168.2**	**242.9**
영업이익	**44.3**	**266.3**	**345.5**	**655.6**	**984.2**
증감률 (%)	2,910.3	501.8	29.7	89.8	50.1
영업이익률 (%)	4.6	6.9	5.4	6.8	7.1
영업외손익	(169.9)	74.2	(81.4)	(45.0)	(63.6)
금융손익	(175.1)	50.4	(22.5)	(45.0)	(63.6)
기타영업외손익	5.2	23.8	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	(59.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	**(125.6)**	**340.5**	**264.0**	**610.6**	**920.6**
법인세비용	(13.4)	69.5	43.6	107.7	162.3
계속사업이익	(112.3)	271.0	220.4	503.0	758.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(112.3)**	**271.0**	**220.4**	**503.0**	**758.3**
증감률 (%)	적지	흑전	(18.7)	128.2	50.8
순이익률 (%)	(11.6)	7.0	3.4	5.2	5.5
(지배주주)당기순이익	(113.1)	270.0	207.3	472.9	713.0
(비지배주주)당기순이익	0.8	1.0	13.2	30.0	45.3
총포괄이익	(104.3)	272.2	220.4	503.0	758.3
(지배주주)총포괄이익	(105.4)	271.2	222.6	508.0	765.8
(비지배주주)총포괄이익	1.1	1.0	(2.2)	(5.0)	(7.5)
EBITDA	**64.7**	**297.5**	**381.5**	**725.0**	**1,108.8**
증감률 (%)	323.5	359.6	28.3	90.0	52.9
EBITDA 이익률 (%)	6.7	7.7	5.9	7.5	8.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**(138.1)**	**(864.3)**	**(5.8)**	**(52.5)**	**114.9**
당기순이익	(112.3)	271.0	220.4	503.0	758.3
유형자산상각비	19.0	29.7	34.6	68.2	123.7
무형자산상각비	1.5	1.5	1.5	1.2	1.0
외화환산손실(이익)	(0.3)	16.9	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(212.7)	(1,199.1)	(262.3)	(624.9)	(768.1)
(법인세납부)	0.0	(7.6)	(43.6)	(107.7)	(162.3)
기타	166.7	23.2	43.6	107.7	162.3
투자활동으로인한현금흐름	**(413.6)**	**(82.1)**	**(852.2)**	**(1,272.3)**	**(988.3)**
유형자산의증가(CAPEX)	(179.4)	(287.5)	(851.8)	(1,270.3)	(986.7)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(35.0)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(197.0)	210.1	(0.4)	(2.0)	(1.6)
FCF	(311.8)	(1,115.5)	(792.4)	(1,293.5)	(826.1)
재무활동으로인한현금흐름	**801.9**	**795.3**	**1,108.1**	**1,100.9**	**1,041.9**
차입금의 증가(감소)	257.4	551.8	1,124.7	1,117.5	1,058.5
자기주식의처분(취득)	0.0	244.4	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.2)	0.0	(16.6)	(16.6)	(16.6)
기타	545.7	(0.9)	(0.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.3	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**250.6**	**(151.6)**	**250.1**	**(223.9)**	**168.4**
기초현금	21.2	271.8	120.2	370.3	146.4
기말현금	271.8	120.2	370.3	146.4	314.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

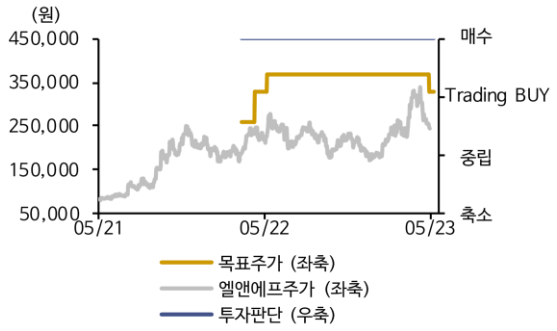
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(3,500)	7,555	6,120	13,964	21,053
EPS (지배순이익, 원)	(3,526)	7,526	5,755	13,131	19,797
BPS (자본총계, 원)	17,923	35,685	41,344	54,846	75,437
BPS (지배지분, 원)	17,799	35,530	40,823	53,492	72,827
DPS (원)	0	500	500	500	500
PER (당기순이익, 배)	(63.5)	23.0	39.8	17.4	11.6
PER (지배순이익, 배)	(63.1)	23.1	42.3	18.5	12.3
PBR (자본총계, 배)	12.4	4.9	5.9	4.4	3.2
PBR (지배지분, 배)	12.5	4.9	6.0	4.6	3.3
EV/EBITDA (배)	121.9	23.8	27.5	16.3	11.5
배당성향 (%)	0.0	6.2	8.0	3.5	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	6.7	7.7	5.9	7.5	8.0
영업이익률 (%)	4.6	6.9	5.4	6.8	7.1
순이익률 (%)	(11.6)	7.0	3.4	5.2	5.5
ROA (%)	(11.2)	11.9	5.9	9.2	10.2
ROE (지배순이익, %)	(27.4)	28.3	15.1	27.8	31.3
ROIC (%)	4.2	16.7	11.0	13.3	14.0
안정성					
부채비율 (%)	141.2	135.3	201.3	223.9	211.2
순차입금비율 (%)	22.1	63.6	113.6	153.5	144.3
현금비율 (%)	68.2	9.3	25.7	8.1	14.9
이자보상배율 (배)	3.3	12.5	11.0	11.5	12.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.4	4.6	4.2	4.9	5.2
재고자산회수기간 (일)	69.0	69.9	75.4	63.8	59.8
매출채권회수기간 (일)	61.5	50.0	49.1	42.0	36.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

엘앤에프(066970)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 03월 22일	매수	260,000	(14.0)	(6.2)
2022년 04월 20일	매수	330,000	(31.7)	(25.5)
2022년 05월 17일	매수	370,000	(39.1)	(25.2)
2022년 11월 18일		6개월경과	(36.8)	(8.9)
2023년 05월 09일	매수	330,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정용진)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 09일 기준)

매수 (매수)	94.98%	Trading BUY (중립)	3.34%	중립 (중립)	1.67%	축소 (매도)	0.00%