



엘앤에프 (066970)

너무 저렴한 양극재 기업

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(유지): 330,000원

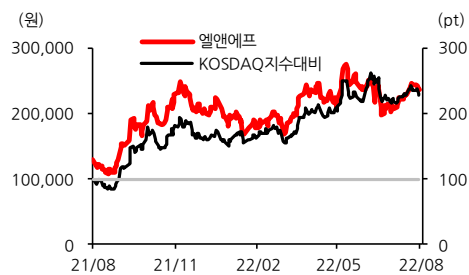
현재 주가(8/16)	243,800원
상승여력	▲ 35.4%
시가총액	87,596억원
발행주식수	35,930천주
52 주 최고가 / 최저가	276,600 / 108,600원
90 일 일평균 거래대금	1,629.45억원
외국인 지분율	22.6%
주주 구성	
새로닉스 (외 15 인)	23.9%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리스주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.5	5.4	28.4	87.8
상대수익률(KOSDAQ)	8.0	7.9	33.3	107.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	971	4,129	6,212	9,524
영업이익	44	291	442	757
EBITDA	65	327	500	851
지배주주순이익	-113	269	332	569
EPS	-3,249	8,370	10,328	17,668
순차입금	176	246	427	608
PER	-68.5	29.1	23.6	13.8
PBR	12.5	8.0	6.2	4.4
EV/EBITDA	122.3	27.6	18.4	11.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-27.4	31.3	26.4	33.3

주가 추이



엘앤에프는 2분기 일회성 비용 및 이연된 실적을 감안하면 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했습니다. 2022년 연간 실적은 기존 추정치에 부합할 것으로 전망합니다. 당사는 실적발표에서 중장기 캐파 가이드를 상향했습니다. 이를 반영한 2024년 PER은 15.4배로 양극재 업체 중 밸류에이션 매력도가 가장 높습니다. 최선호주 의견을 유지합니다.

일회성 비용 제외 시 2분기 실적은 컨센서스 부합

동사의 2분기 실적은 매출액 8,628억 원 영업이익 613억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(714억 원)를 14% 하회했다. 판가와 판매량이 각각 30%, 15% 상승한 것으로 추정된다. 반기 마감 전 재고조정으로 매출 인식 시점이 3분기로 이연된 부분(영업이익 기준 80~100억 원)과 전방 OEM 고객사의 7월 공장 중단 효과로 출하량이 예상치를 하회했다. 더불어 연초 경영계획 대비 호실적 달성으로 임직원 인센티브(30억 원)가 반영됐다. 이를 제외하면, 컨센서스에 부합하는 실적을 달성했다.

3분기 매출액 1.46조 원, 영업이익 924억 원 전망

동사의 3분기 실적으로 매출액 1.46조 원, 영업이익 924억 원을 전망한다. 판가와 판매량이 각각 13%, 46% 상승할 것으로 추정된다. 이연된 물량(매출액 기준 약 650억 원)과 2분기 조기 가동한 구지 2공장(연 4만 톤)이 온기로 반영될 예정이다. 3분기 들어서는 환율도 1,300 원으로 높은 수준이 유지되고 있다. 4분기에는 판가 하락 및 일회성으로 이연된 물량 효과가 사라지며 전분기 대비 실적은 소폭 감소하지만, 연간 실적은 기존 추정치와 유사할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 33만 원 유지

엘앤에프는 하이니켈 양극재의 견조한 수요를 감안하여 중장기 캐파 계획을 상향했다. 24년 초 22만 톤(기존 20만 톤), 26년에는 28~30만 톤의 캐파를 확보할 계획이다. 레드우드와의 JV 캐파는 제외한 규모다. 레드우드는 25년 배터리 100GWh(약 13만 톤), 30년 500GWh(약 65만 톤)에 해당하는 양극재 캐파를 목표하고 있기에 동사의 캐파 계획은 추가 상향 조정될 것으로 판단한다. 이에 따라 24년 예상 영업이익은 7,572억 원으로 기존 대비 26% 상향 조정했다. 이를 감안한 동사의 24년 PER은 15.4배로 에코프로비엠(22.1배) 대비 30% 할인받고 있기 때문에 과도한 저평가라고 판단된다. 최선호주 의견을 유지한다.

[표1] 엘앤에프 실적 추정치 변동 전후 비교

(단위: 십억 원, %)

	2022E			2023E			2024E		
	변동 전	변동 후	변동률	변동 전	변동 후	변동률	변동 전	변동 후	변동률
매출액	4,092.3	4,129.5	0.9%	6,186.7	6,211.9	0.4%	7,895.7	9,524.4	20.6%
영업이익	288.5	294.6	2.1%	443.4	442.2	-0.3%	601.1	757.2	26.0%
영업이익률	7.0%	7.1%	0.1%P	7.2%	7.1%	-0.0%P	7.6%	7.9%	0.3%P

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 실적 추정치와 컨센서스 비교

(단위: 십억 원, %)

	2022E			2023E			2024E		
	컨센서스	한화추정치	차이	컨센서스	한화추정치	차이	컨센서스	한화추정치	차이
매출액	3,571.7	4,129.5	15.6%	5,115.8	6,211.9	21.4%	6,893.5	9,524.4	38.2%
영업이익	288.3	294.6	2.2%	406.2	442.2	8.9%	557.9	757.2	35.7%
영업이익률	8.1%	7.1%	-0.9%P	7.9%	7.1%	-0.8%P	8.1%	7.9%	-0.1%P

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

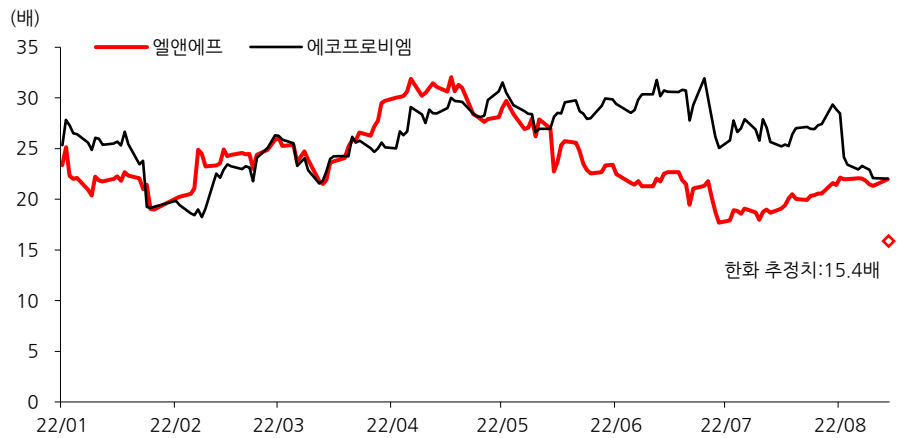
[표3] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
	매출액	144.5	205.4	240.7	380.1	553.6	862.8	1,459.1	1,254.0	970.8	4,129.5	6,211.9
EV	47.7	82.2	120.4	313.6	426.1	676.5	1,211.1	1,049.4	561.6	3,363.1	5,588.9	8,587.2
ESS	65.0	71.9	60.2	45.2	92.4	134.2	163.8	147.4	243.9	537.8	435.0	752.1
IT	31.8	51.4	60.2	21.3	35.1	52.0	84.2	57.2	165.3	228.6	188.1	185.1
영업이익	(3.3)	5.7	13.5	28.3	53.0	61.3	92.4	87.8	44.3	294.6	442.2	757.2
영업이익률	-2.3%	2.8%	5.6%	7.4%	9.6%	7.1%	6.3%	7.0%	4.6%	7.1%	7.1%	7.9%

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 엘앤에프의 2024년 예상 PER은 15.4배(한화 추정치)로 과도한 저평가



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	356	971	4,129	6,212	9,524
매출총이익	23	78	390	586	977
영업이익	1	44	291	442	757
EBITDA	15	65	327	500	851
순이자손익	-6	-12	0	0	0
외화관련손익	-3	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-126	361	443	758
당기순이익	-15	-112	270	332	569
지배주주순이익	-15	-113	269	332	569
증가율(%)					
매출액	13.7	172.6	325.4	50.4	53.3
영업이익	흑전	2,910.3	558.6	51.7	71.2
EBITDA	330.2	323.5	405.0	53.0	70.2
순이익	적지	적지	흑전	23.2	71.1
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	8.0	9.4	9.4	10.3
영업이익률	0.4	4.6	7.1	7.1	7.9
EBITDA 이익률	4.3	6.7	7.9	8.1	8.9
세전이익률	-5.0	-12.9	8.8	7.1	8.0
순이익률	-4.2	-11.6	6.5	5.4	6.0

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	45	-138	367	170	420
당기순이익	-15	-112	270	332	569
자산상각비	14	20	35	58	94
운전자본증감	33	-213	78	-220	-243
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-146	-52	-248
재고자산 감소(증가)	30	-156	73	-247	-232
매입채무 증가(감소)	10	164	164	90	248
투자현금흐름	-71	-414	-451	-351	-601
유형자산처분(취득)	-54	-179	-445	-350	-600
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-15	-231	-5	0	0
재무현금흐름	46	802	12	200	0
차입금의 증가(감소)	-33	255	12	200	0
자본의 증가(감소)	81	494	0	0	0
배당금의 지급	1	1	0	0	0
총현금흐름	17	80	294	391	663
(-)운전자본증가(감소)	-36	228	144	220	243
(-)설비투자	54	179	444	350	600
(+)자산매각	-2	-2	-2	-1	-1
Free Cash Flow	-2	-330	-297	-181	-181
(-)기타투자	4	-14	-222	0	0
잉여현금	-6	-316	-75	-181	-181
NOPLAT	1	32	218	332	568
(+) Dep	14	20	35	58	94
(-)운전자본투자	-36	228	144	220	243
(-)Capex	54	179	444	350	600
OpFCF	-3	-354	-336	-181	-181

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	1,089	1,419	1,730
현금성자산	38	485	200	219	37
매출채권	63	272	414	466	714
재고자산	105	262	188	435	667
비유동자산	254	462	849	1,142	1,649
투자자산	8	25	7	7	7
유형자산	237	427	833	1,125	1,631
무형자산	9	10	8	9	11
자산총계	466	1,532	1,938	2,561	3,379
유동부채	158	398	582	672	921
매입채무	47	226	376	466	714
유동성이자부채	110	166	191	191	191
비유동부채	110	499	259	459	459
비유동이자부채	107	494	255	455	455
부채총계	269	897	841	1,132	1,381
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	484	484	484
이익잉여금	18	-99	570	902	1,471
자본조정	2	18	20	20	20
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	198	635	1,097	1,429	1,998

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-520	-3,249	8,370	10,328	17,668
BPS	6,930	17,799	30,382	39,635	55,465
DPS	48	0	0	0	0
CFPS	587	2,246	8,171	10,871	18,457
ROA(%)	-3.4	-11.3	15.5	14.8	19.2
ROE(%)	-9.4	-27.4	31.3	26.4	33.3
ROIC(%)	0.3	5.4	20.3	20.8	25.5
Multiples(x, %)					
PER	-132.2	-68.5	29.1	23.6	13.8
PBR	9.9	12.5	8.0	6.2	4.4
PSR	5.6	8.1	2.1	1.4	0.9
PCR	117.2	99.0	29.8	22.4	13.2
EV/EBITDA	143.0	122.3	27.6	18.4	11.0
배당수익률	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	135.9	141.2	76.7	79.2	69.1
Net debt/Equity	90.8	27.7	22.4	29.9	30.4
Net debt/EBITDA	1,174.6	271.5	75.2	85.3	71.4
유동비율	134.1	268.8	187.1	211.0	187.7
이자보상배율(배)	0.3	3.3	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	89.0	61.3	86.6	89.1	98.3
현금+투자자산	11.0	38.7	13.4	10.9	1.7
자본구조(%)					
차입금	52.4	51.0	28.9	31.1	24.4
자기자본	47.6	49.0	71.1	68.9	75.6

[Compliance Notice]

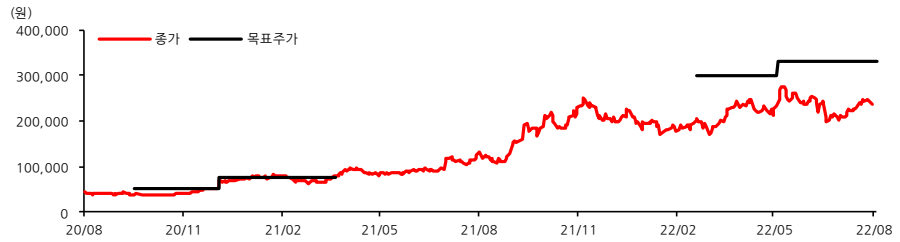
(공표일: 2022년 08월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2020.09.28	2020.09.28	2020.11.10	2020.12.16	2022.03.03	2022.03.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	김준환	52,000	52,000	80,000	이용욱	300,000
일시	2022.04.07	2022.05.17	2022.07.15	2022.08.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	300,000	330,000	330,000	330,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.09.28	Buy	50,012	-15.43	9.62
2020.12.16	Buy	76,942	52.30	224.01
2022.03.03	Buy	300,000	-28.41	-18.07
2022.05.17	Buy	330,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%