한화투자증권

2023년 04월 19일
기업분석

엘앤에프 (066970)

De-rating 해소의 초입

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 500,000원

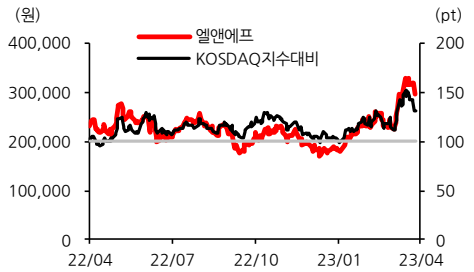
현재 주가(4/17)	325,500원
상승여력	▲ 53.6%
시가총액	117,240억 원
발행주식수	36,018천주
52 주 최고가 / 최저가	329,500 / 171,400원
90 일 일평균 거래대금	3,289.41억원
외국인 지분율	23.5%
주주 구성	
새로닉스 (외 15 인)	23.9%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리사주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	38.3	67.9	60.0	32.2
상대수익률(KOSDA	19.1	40.9	26.7	34.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	971	3,887	6,876	10,724
영업이익	44	266	332	602
EBITDA	65	297	384	693
지배주주순이익	-113	270	230	444
EPS	-3,249	8,364	7,112	13,761
순차입금	176	856	955	1,487
PER	-68.5	20.7	44.2	22.8
PBR	12.5	4.9	7.5	5.8
EV/EBITDA	122.3	23.9	31.9	18.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-27.4	28.3	16.5	25.7

주가 추이



엘앤에프의 약점으로 꼽혔던 1) LGES x Tesla 향 높은 의존도와 2) 상대적으로 부족했던 업스트림 투자가 해소될수록 경쟁사와 크게 벌어진 밸류에이션 괴리율도 좁혀질 것으로 예상합니다.

1분기 영업이익 539억 원 전망

동사의 1분기 실적은 매출액 1.2조 원, 영업이익 539억 원(OPM 4.4%)으로 영업이익 기준 컨센서스(718억 원)를 하회할 것으로 전망한다. 출하량은 QoQ +6%, 판가는 전분기와 비슷한 수준으로 추정된다. 한편, 사급받는 리튬 가격을 판가에 반영하는 시점이 기존 3월에서 5월로 연기되며, 판가는 2분기부터 상향 조정했다. 2분기부터는 구지 2공장 phase2(연 3만 톤) 물량이 본격 반영되며 출하량은 QoQ 16% 증가할 것으로 전망한다. 반면, 모든 양극재 업체와 마찬가지로 리튬 가격 하락으로 수익성은 2분기를 바닥으로 3분기부터 재차 회복할 것으로 전망한다. 17일 미 재부무에서 발표한 전기차 보조금 지급 대상 차량에 테슬라 모델이 다수 포함된 것도 동사에게 긍정적이다.

고객사 다변화 & 업스트림 투자 기대

그동안 동사의 약점으로 꼽혔던 부분은 1) LGES x Tesla향 높은 의존도와 2) 경쟁사 대비 부족했던 업스트림 투자였다. 그러나 최근 고객사 다변화 기대감이 커지고 있다. 테슬라와는 직납 계약도 발표하며 우호적인 관계를 유지해 나갈 전망이다. LGES/SKon x 현대기아 미국 JV, LGES x 포드 유럽 JV 논의도 구체화되면 새로운 기회로 작용할 것으로 기대된다. 한편, 양극재 업스트림 투자가 중요해졌으며, 밸류체인을 잘 갖춘 업체 위주로 주가도 급등했다. 동사는 자회사 JH케미칼 통해 전구체를 조달받고 있지만, 턱없이 부족한 물량이다. 그러나, IRA 발표 이후 높아진 중요도만큼 전구체에 대한 투자도 진행될 것으로 예상된다.

목표주가 50만 원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 50만 원으로 상향한다. 지난 2월 동사가 자사주를 활용해 최대 5,000억 원 규모의 EB를 발행한다는 내용이 기사화됐다. 발행 시, 자금에도 여유 생기며 지역별 투자 계획도 구체화할 것으로 예상된다. 최근 경쟁사와의 밸류에이션 괴리율이 크게 벌어졌으나, 고객사 확대 및 업스트림 투자가 구체화될수록 괴리율은 좁혀질 것으로 판단한다.

[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	**553.6**	**862.8**	**1,242.5**	**1,224.9**	**1,234.4**	**1,635.4**	**1,986.5**	**2,020.2**	**970.8**	**3,887.3**	**6,876.5**	**10,723.9**
EV	426.1	676.5	1,001.7	1,014.9	1,067.4	1,393.5	1,700.3	1,734.0	561.6	3,119.2	5,895.3	9,673.8
ESS	92.4	134.2	158.3	136.1	101.3	156.7	207.5	207.5	243.9	521.0	673.1	825.7
IT	35.1	52.0	82.5	74.0	65.6	85.2	78.7	78.7	165.3	243.7	308.2	224.4
영업이익	**53.0**	**61.3**	**98.7**	**53.3**	**53.9**	**67.7**	**100.0**	**110.3**	**44.3**	**266.3**	**332.0**	**602.1**
영업이익률	9.6%	7.1%	7.9%	4.4%	4.4%	4.1%	5.0%	5.5%	4.6%	6.9%	4.8%	5.6%
양극재 출하량(톤)	**15,411**	**17,719**	**21,636**	**20,700**	**22,000**	**25,500**	**29,500**	**30,000**	**34,990**	**75,465**	**107,000**	**162,500**
QoQ/YoY	27%	15%	22%	-4%	6%	16%	16%	2%	136%	116%	42%	52%

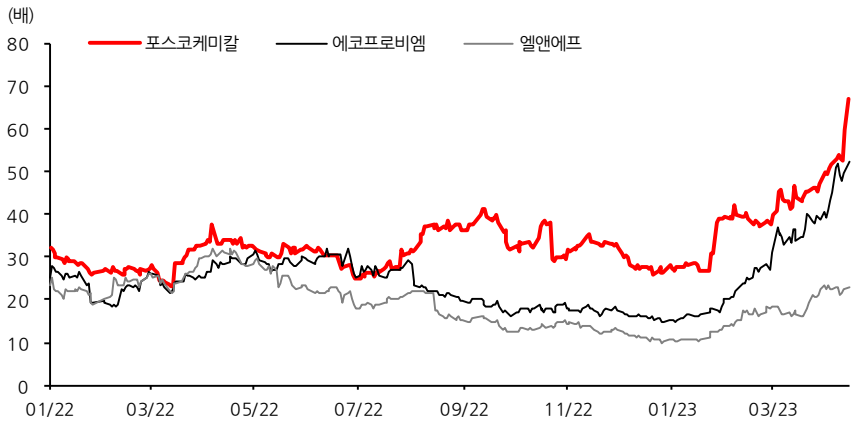
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 엘앤에프 밸류에이션

구분		비고
EPS(원)	12,355	2024년 EPS
Target P/E(배)	40	2024년 동종 업체 P/E 30% 할인
주당 적정가치	494,220	
목표 주가	500,000	
현재 주가	325,500	
상승 여력	53.6%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2024 년 PER: 연초 이후 경쟁사와 크게 벌어진 밸류에이션은 좁혀질 것으로 전망



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	356	971	3,887	6,876	10,724
매출총이익	23	78	351	472	821
영업이익	1	44	266	332	602
EBITDA	15	65	297	384	693
순이자손익	-6	-12	-17	-40	-42
외화관련손익	-3	4	24	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-126	341	296	564
당기순이익	-15	-112	271	230	444
지배주주순이익	-15	-113	270	230	444
증가율(%)					
매출액	13.7	172.6	300.4	76.9	56.0
영업이익	흑전	2,910.3	501.8	24.7	81.4
EBITDA	330.2	323.5	359.6	29.2	80.2
순이익	적지	적지	흑전	-15.3	93.5
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	8.0	9.0	6.9	7.7
영업이익률	0.4	4.6	6.9	4.8	5.6
EBITDA 이익률	4.3	6.7	7.7	5.6	6.5
세전이익률	-5.0	-12.9	8.8	4.3	5.3
순이익률	-4.2	-11.6	7.0	3.3	4.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	2,303	3,055	3,813
현금성자산	38	485	122	473	341
매출채권	63	272	801	1,414	1,890
재고자산	105	262	1,228	1,010	1,418
비유동자산	254	462	721	1,221	1,833
투자자산	8	25	4	4	4
유형자산	237	427	710	1,207	1,817
무형자산	9	10	8	10	12
자산총계	466	1,532	3,024	4,277	5,646
유동부채	158	398	1,288	1,860	2,386
매입채무	47	226	644	1,212	1,733
유동성이자부채	110	166	535	535	535
비유동부채	110	499	451	901	1,302
비유동이자부채	107	494	443	893	1,293
부채총계	269	897	1,739	2,762	3,687
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	665	665	665
이익잉여금	18	-99	572	801	1,245
자본조정	2	18	25	25	25
자기주식	-10	-10	-7	-7	-7
자본총계	198	635	1,285	1,515	1,959

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	45	-138	-864	453	170
당기순이익	-15	-112	271	230	444
자산상각비	14	20	31	52	91
운전자본증감	33	-213	-1,199	171	-365
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-572	-614	-476
재고자산 감소(증가)	30	-156	-967	218	-408
매입채무 증가(감소)	10	164	428	569	521
투자현금흐름	-71	-414	-82	-552	-703
유형자산처분(취득)	-54	-179	-287	-550	-700
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-15	-231	207	0	0
재무현금흐름	46	802	795	450	400
차입금의 증가(감소)	-33	257	552	450	400
자본의 증가(감소)	81	494	248	0	0
배당금의 지급	1	1	0	0	0
총현금흐름	17	80	350	282	535
(-)운전자본증가(감소)	-36	228	1,074	-171	365
(-)설비투자	54	179	287	550	700
(+)자산매각	-2	-2	-1	-2	-2
Free Cash Flow	-2	-330	-1,013	-99	-532
(-)기타투자	4	-14	126	0	0
잉여현금	-6	-316	-1,138	-99	-532
NOPLAT	1	32	212	258	474
(+) Dep	14	20	31	52	91
(-)운전자본투자	-36	228	1,074	-171	365
(-)Capex	54	179	287	550	700
OpFCF	-3	-354	-1,118	-69	-501

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

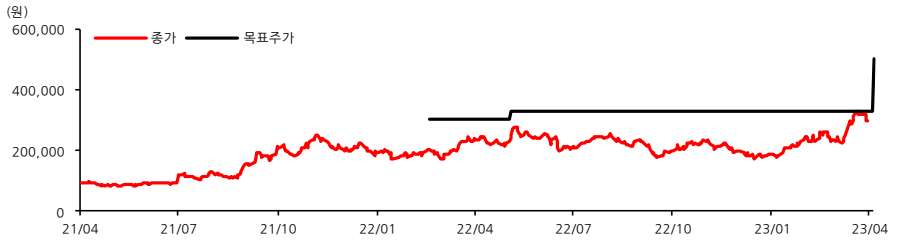
12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-520	-3,249	8,364	7,112	13,761
BPS	6,930	17,799	35,530	41,904	54,236
DPS	48	0	0	0	0
CFPS	587	2,246	9,724	7,837	14,853
ROA(%)	-3.4	-11.3	11.9	6.3	9.0
ROE(%)	-9.4	-27.4	28.3	16.5	25.7
ROIC(%)	0.3	5.4	14.4	11.2	16.0
Multiples(x,%)					
PER	-132.2	-68.5	20.7	44.2	22.8
PBR	9.9	12.5	4.9	7.5	5.8
PSR	5.6	8.1	1.6	1.6	1.1
PCR	117.2	99.0	17.8	40.1	21.1
EV/EBITDA	143.0	122.3	23.9	31.9	18.5
배당수익률	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	135.9	141.2	135.3	182.3	188.2
Net debt/Equity	90.8	27.7	66.6	63.0	75.9
Net debt/EBITDA	1,174.6	271.5	287.7	248.4	214.7
유동비율	134.1	268.8	178.8	164.2	159.8
이자보상배율(배)	0.3	3.3	12.5	7.4	13.0
자산구조(%)					
투하자본	89.0	61.3	94.4	83.8	90.9
현금+투자자산	11.0	38.7	5.6	16.2	9.1
자본구조(%)					
차입금	52.4	51.0	43.2	48.5	48.3
자기자본	47.6	49.0	56.8	51.5	51.7

[Compliance Notice] (공표일: 2023 년 04 월 19 일)

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

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.07	2022.05.17	2022.07.15	2022.08.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	300,000	300,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2022.09.15	2022.10.12	2022.10.18	2022.11.10	2023.01.26	2023.02.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2023.04.19					
투자의견	Buy					
목표가격	500,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.03	Buy	300,000	-28.31	-18.07
2022.05.17	Buy	330,000	-31.61	-0.15
2023.04.19	Buy	500,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2023 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%