



엘앤에프 (066970)

예상된 부진, 하반기 모멘텀에 주목하자

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 500,000원

현재 주가(8/3)	244,000원
상승여력	▲ 104.9%
시가총액	88,425억원
발행주식수	36,240천주
52 주 최고가 / 최저가	337,000 / 171,400원
90 일 일평균 거래대금	2,686.64억원
외국인 지분율	21.4%
주주 구성	
새로닉스 (외 15 인)	23.7%
자사주 (외 1 인)	7.6%
엘앤에프우리스주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.2	-4.1	14.0	-0.9
상대수익률(KOSDAQ)	-5.7	-13.3	-6.0	-13.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	971	3,887	5,803	9,536
영업이익	44	266	148	511
EBITDA	65	297	199	600
지배주주순이익	-113	270	127	381
EPS	-3,249	7,495	3,830	11,442
순차입금	176	856	908	1,155
PER	-68.5	23.1	63.7	21.3
PBR	12.5	4.9	6.3	5.0
EV/EBITDA	122.3	23.9	49.1	16.6
배당수익률	n/a	0.3	0.2	0.2
ROE	-27.4	28.3	9.5	24.2

주가 추이



엘앤에프의 2 분기 실적은 낮아진 기대치도 대폭 하회했습니다. 다만, 실적 부진은 주가에 이미 반영된 것으로 판단합니다. 수익성 부진이 구조적 문제가 아니라 4 분기에는 회복될 것이라 보면, 1) 코스피 이전 상장, 2) 대규모 수주 등이 주가 상승 트리거로 작용할 것이라 판단합니다.

낮아진 시장 기대치도 대폭 하회한 실적

엘앤에프의 2분기 실적은 매출액 1.4조 원, 영업이익 30억 원으로 최근 대폭 낮아진 컨센서스도 대폭 하회했습니다. 출하량과 판가는 각각 전분기 대비 1%, 2%씩 감소한 것으로 추정됩니다. 1) 테슬라와의 사급 계약 구조 변경으로 4월 일회성 비용(150억 원) 발생과 2) 비싼 메탈 가격이 반영된 재고 인식으로 원가가 크게 올라간 것으로 파악됩니다. 다만 이를 감안해도, 매우 저조한 수익성을 기록했기에 이 같은 수익 구조가 지속될지에 대한 의구심이 많습니다. 동사는 메탈가 하락 영향 제외 시 700억 원대 영업이익을 기록했을 것이라 언급했습니다.

3분기까지 부진한 실적(영업이익 302억 원) 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 1.4조 원, 영업이익 302억 원(OPM 2.1%)으로 3분기에도 큰 폭의 수익성 개선은 어려울 것으로 전망합니다. 3분기는 1) 테슬라 공장 업그레이드로 동사의 출하량 증가세도 제한적일 전망이며, 2) 양극재 판가-원가 스프레드도 악화되는 시기이고, 3) 동사는 높은 원가의 양극재 재고도 3분기까지 인식해 나갈 것으로 예상됩니다. 다만, 비싼 재고 인식이 해소된 4분기에는 영업이익 739억 원(OPM 4.5%)으로 수익성이 정상화될 것으로 기대합니다.

투자의견 BUY, 목표주가 50만 원 유지

부진한 실적으로 주가는 급락 이후 반등하며 마감했습니다. 기대치는 하회했지만 실적 부진은 어느정도 예상되었고, 오히려 하반기 모멘텀을 기대하는 모습입니다. 동사는 1) 코스피 이전에 대해 긍정적으로 검토 중이라 밝혔으며, 2) 연내 유상증자는 고려하지 않고 있고, 3) 주 고객사와의 대규모 수주도 조만간 발표될 것으로 기대됩니다. 현재의 부진한 실적이 일시적 문제이며, 4분기에는 정상화될 것이라 본다면 긍정적인 이벤트가 발표될 때마다 주가에는 상승 트리거로 작용할 것이라 판단합니다. 동사의 24년 PER은 21배로 경쟁사(에코프로비엠 71배, 포스코퓨처엠 85배) 대비 현저히 저평가받고 있습니다.

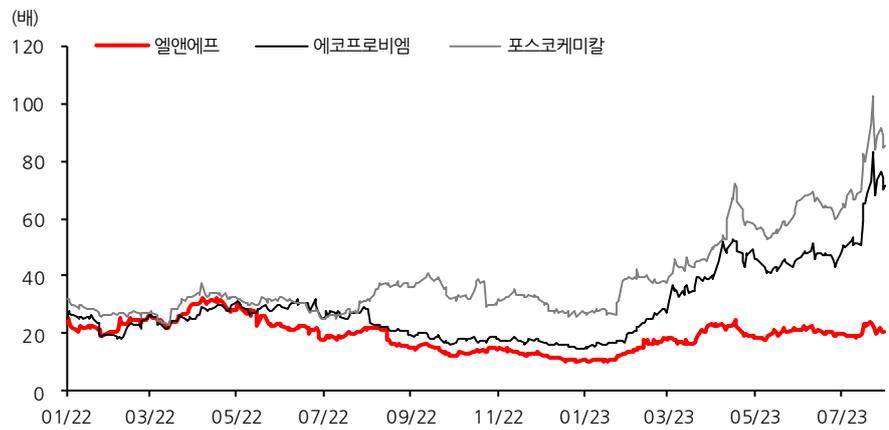
[표1] 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %, 톤)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,224.9	1,362.9	1,368.2	1,439.9	1,631.7	970.8	3,883.8	5,802.7	9,535.6
EV	426.1	676.5	1,001.7	1,014.9	1,192.3	1,161.5	1,211.8	1,377.2	561.6	3,119.2	4,942.8	8,601.9
ESS	92.4	134.2	158.3	136.1	103.6	133.9	165.4	184.5	243.9	521.0	587.4	734.2
IT	35.1	52.0	82.5	74.0	67.0	72.8	62.7	70.0	165.3	243.7	272.5	199.5
영업이익	53.0	61.3	98.7	53.3	40.4	3.0	30.2	73.9	44.3	266.3	147.6	511.3
영업이익률	9.6%	7.1%	7.9%	4.4%	3.0%	0.2%	2.1%	4.5%	4.6%	6.9%	2.5%	5.4%
양극재 출하량(톤)	15,411	17,719	21,636	20,700	23,764	23,500	25,250	27,250	34,990	75,465	99,764	162,500
QoQ/YoY	27%	15%	22%	-4%	15%	-1%	7%	8%	136%	116%	32%	63%

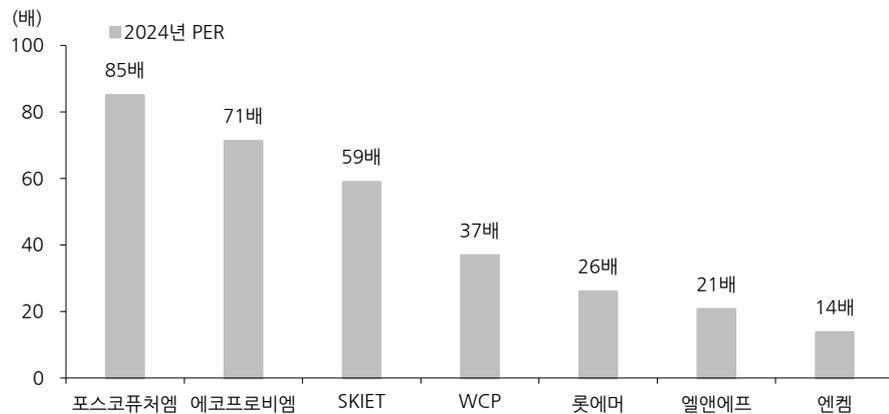
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2024E PER: 경쟁사와의 밸류에이션 차이는 역대 최대 수준



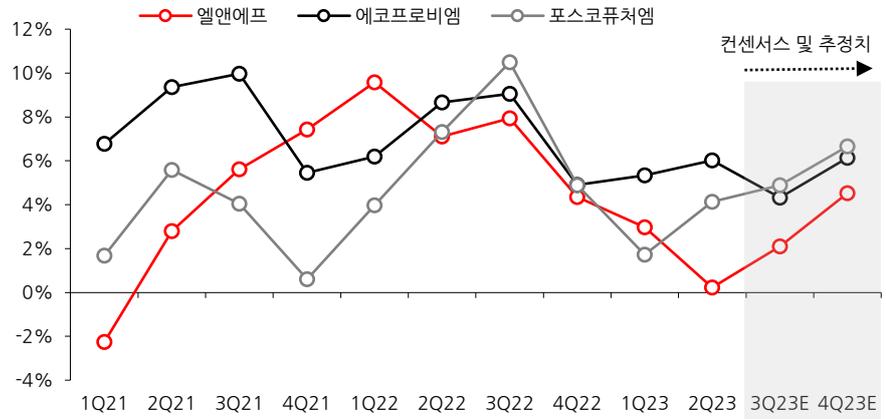
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2024 PER: 2 차전지 기타 소재 업체와 비교해도 저평가



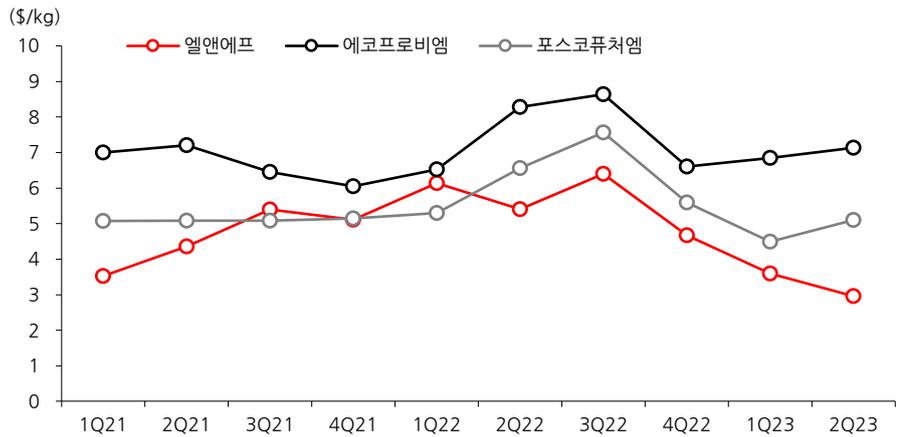
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 엘앤에프의 영업이익률은 경쟁사 대비 열위 지속



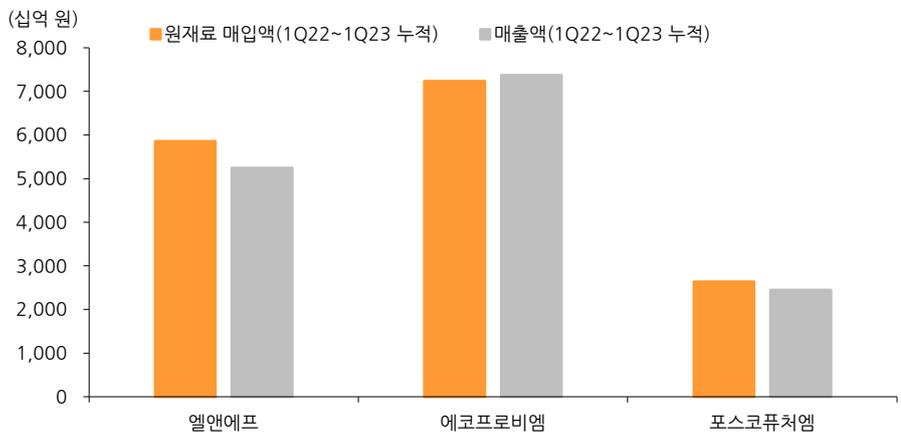
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 판가원가 스프레드도 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 것으로 추정



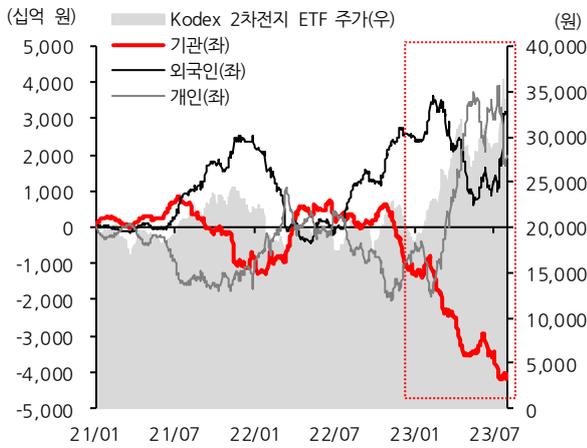
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 현재의 낮은 수익성은 작년 고점 당시 높았던 원재료 매입에 기인한 것으로 추정



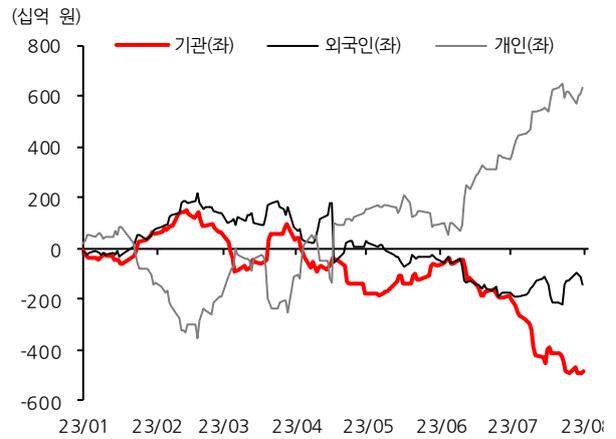
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2차전지 업종 수급 및 2차전지 ETF 주가 추이



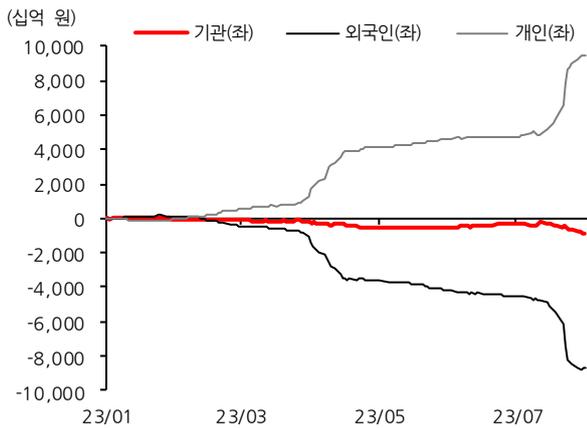
주: 투자자별 수급은 2차전지 셀 + 소재 주요 종목 합산 기준
 자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 엘앤에프의 수급 추이



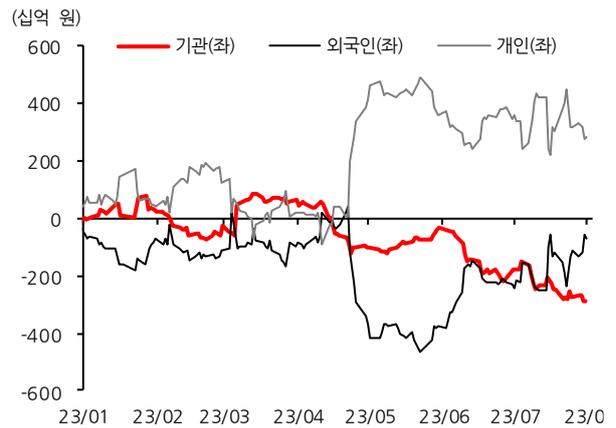
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 포스코홀딩스의 수급 추이



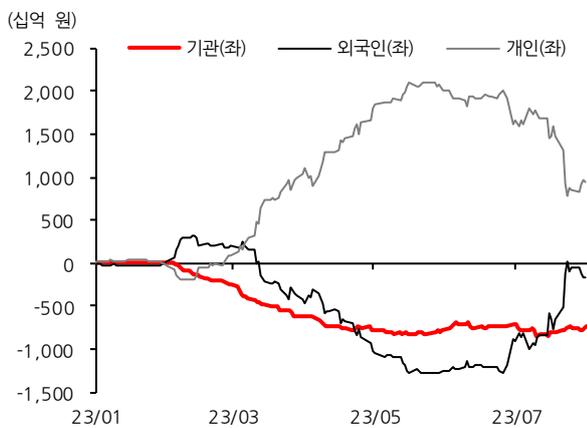
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 포스코퓨처엠의 수급 추이



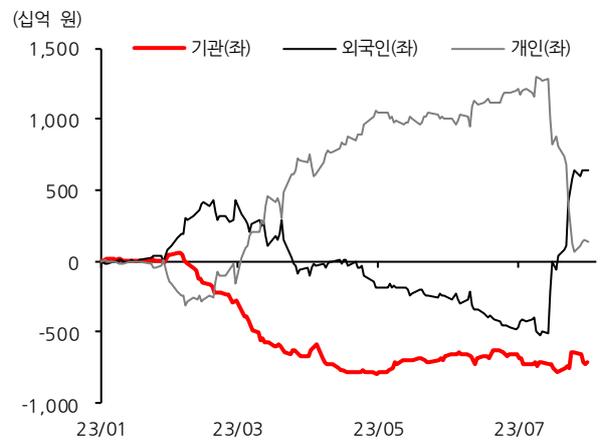
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 에코프로의 수급 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 에코프로비엠의 수급 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	356	971	3,887	5,803	9,536
매출총이익	23	78	351	227	641
영업이익	1	44	266	148	511
EBITDA	15	65	297	199	600
순이자손익	-6	-12	-17	-35	-44
외화관련손익	-3	4	24	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-126	341	145	488
당기순이익	-15	-112	271	127	381
지배주주순이익	-15	-113	270	127	381
증가율(%)					
매출액	13.7	172.6	300.4	49.3	64.3
영업이익	흑전	2,910.3	501.8	-44.6	246.5
EBITDA	330.2	323.5	359.6	-33.2	202.2
순이익	적지	적지	흑전	-53.3	201.0
이익률(%)					
매출총이익률	6.5	8.0	9.0	3.9	6.7
영업이익률	0.4	4.6	6.9	2.5	5.4
EBITDA 이익률	4.3	6.7	7.7	3.4	6.3
세전이익률	-5.0	-12.9	8.8	2.5	5.1
순이익률	-4.2	-11.6	7.0	2.2	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	45	-138	-864	519	366
당기순이익	-15	-112	271	127	381
자산상각비	14	20	31	51	89
운전자본증감	33	-213	-1,199	344	-104
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-572	-329	-467
재고자산 감소(증가)	30	-156	-967	412	-257
매입채무 증가(감소)	10	164	428	217	620
투자현금흐름	-71	-414	-82	-492	-596
유형자산처분(취득)	-54	-179	-287	-519	-594
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-15	-231	207	0	0
재무현금흐름	46	802	795	194	483
차입금의 증가(감소)	-33	257	552	194	500
자본의 증가(감소)	81	494	248	-17	-17
배당금의 지급	1	1	0	17	17
총현금흐름	17	80	350	231	470
(-)운전자본증가(감소)	-36	228	1,074	-302	104
(-)설비투자	54	179	287	519	594
(+)자산매각	-2	-2	-1	0	-1
Free Cash Flow	-2	-330	-1,013	14	-229
(-)기타투자	4	-14	126	-70	1
잉여현금	-6	-316	-1,138	84	-230
NOPLAT	1	32	212	129	399
(+) Dep	14	20	31	51	89
(-)운전자본투자	-36	228	1,074	-302	104
(-)Capex	54	179	287	519	594
OpFCF	-3	-354	-1,118	-37	-211

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	212	1,071	2,303	2,415	3,396
현금성자산	38	485	122	350	603
매출채권	63	272	801	1,142	1,609
재고자산	105	262	1,228	816	1,073
비유동자산	254	462	721	1,179	1,685
투자자산	8	25	4	21	21
유형자산	237	427	710	1,150	1,656
무형자산	9	10	8	8	8
자산총계	466	1,532	3,024	3,594	5,081
유동부채	158	398	1,288	1,751	2,374
매입채무	47	226	644	855	1,475
유동성이자부채	110	166	535	811	811
비유동부채	110	499	451	447	947
비유동이자부채	107	494	443	447	947
부채총계	269	897	1,739	2,197	3,321
자본금	14	17	18	18	18
자본잉여금	160	694	665	665	665
이익잉여금	18	-99	572	682	1,047
자본조정	2	18	25	26	26
자기주식	-10	-10	-7	-7	-7
자본총계	198	635	1,285	1,396	1,760

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-520	-3,249	7,495	3,830	11,442
BPS	6,930	17,799	35,530	38,631	48,742
DPS	48	0	500	500	500
CFPS	587	2,246	9,724	6,427	13,046
ROA(%)	-3.4	-11.3	11.9	3.9	8.8
ROE(%)	-9.4	-27.4	28.3	9.5	24.2
ROIC(%)	0.3	5.4	14.4	5.8	15.3
Multiples(x, %)					
PER	-132.2	-68.5	23.1	63.7	21.3
PBR	9.9	12.5	4.9	6.3	5.0
PSR	5.6	8.1	1.6	1.5	0.9
PCR	117.2	99.0	17.8	38.0	18.7
EV/EBITDA	143.0	122.3	23.9	49.1	16.6
배당수익률	0.1	n/a	0.3	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	135.9	141.2	135.3	157.4	188.6
Net debt/Equity	90.8	27.7	66.6	65.0	65.6
Net debt/EBITDA	1,174.6	271.5	287.7	457.1	192.3
유동비율	134.1	268.8	178.8	137.9	143.0
이자보상배율(배)	0.3	3.3	12.5	4.1	11.3
자산구조(%)					
투하자본	89.0	61.3	94.4	86.1	82.4
현금+투자자산	11.0	38.7	5.6	13.9	17.6
자본구조(%)					
차입금	52.4	51.0	43.2	47.4	50.0
자기자본	47.6	49.0	56.8	52.6	50.0

[Compliance Notice]

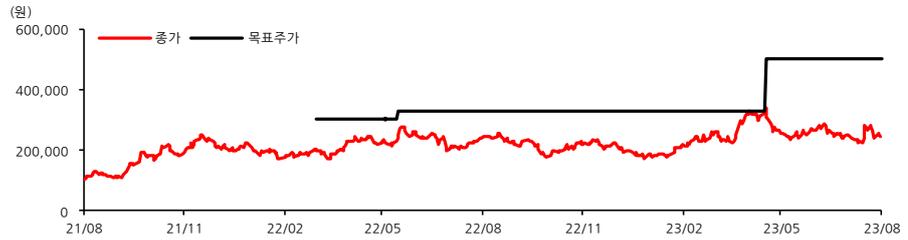
(공표일: 2023년 08월 04일)

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. (이용육)

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 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.07	2022.05.17	2022.07.15	2022.08.17
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	이용육	300,000	300,000	330,000	330,000	330,000
일시	2022.09.15	2022.10.12	2022.10.18	2022.11.10	2023.01.26	2023.02.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일시	2023.04.19	2023.05.16	2023.07.24	2023.08.04		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	500,000	500,000	500,000	500,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	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	-31.24	-0.15
2023.04.19	Buy	500,000		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자 의견]

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: 2023년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%