

엘앤에프 (066970)

전황현

changhyun.jeon@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

400,000

하향

현재주가

180,600

(23.09.22)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

3분기 아쉬운 실적, 24년 사이버트럭향 공급 기대

- 3분기 Q Flat, P 하락으로 부진한 실적 전망
- 단기 실적 부진 아쉬우나, 24년 TESLA 사이버트럭향 공급 기대
- 이익 추정치 조정에 따라 목표주가 하향하나, 매수 접근 여전히 유효

투자 의견 매수, 목표주가 40만원으로 하향(-20%)

목표주가는 24년 예상 EPS(6,332원)에 타겟 PER 63.6배(24~26년 평균 EPS 증가율 적용 PEG 0.8배 기준) 적용하여 산출. 최근 양극재 판가 하락과 전방 수요 증가율 둔화에 반영하여 이익 추정치 조정에 따라 목표주가 하향

단기 실적 부진 아쉬우나, 이에 대한 주가 선반영과 24년 TESLA 사이버트럭향 신규 공급 기대감 고려시 매수 접근 유효

3분기 실적 눈높이 낮출 필요

3Q23 매출액 1,23조(YoY-1%), 영업이익 112억원(YoY-89%, OPM 0.9%)으로 시장 기대치(473억)를 크게 하회할 예상

3분기 TESLA의 공장 개선 작업 및 EV 생산량 감소 영향으로 양극재 출하량은 전분기 대비 Flat 예상. 판가는 리튬 등 메탈 가격 하락 반영되며 QoQ-10% 하락. 수익성은 판가 하락과 재고자산 평가손실 추가 반영으로 전분기에 이어 부진 지속될 전망

4분기 TESLA의 공장 가동 정상화 및 모델3 페이스리프트 신규모델 출시 효과로 양극재 출하량 확대 기대. 4Q23 영업이익 300억(QoQ+167%, OPM 2.2%) 예상

24년 TESLA 사이버트럭향 공급 기대

동사의 24년 TESLA향 직납 공급 규모는 2만톤 수준으로 텍사스 공장에서 생산 될 모델Y 및 사이버트럭(픽업트럭)향 물량으로 추정. 배터리는 TESLA 자체 생산 4680 원통형으로 에너지밀도 극대화를 위해 니켈 함량이 높은 N90 이상 NCMA 양극재 채용될 것으로 예상

사이버트럭의 배터리 용량은 100~150kWh 수준으로 추정되며, 24년 연간 6만대 판매 가정시 배터리 물량 6~9GWh에 해당되고, 이에 소요될 양극재 수요는 0.8~1.3만톤 수준으로 추정됨(배터리 1GWh당 양극재 1,400톤 소요 가정). 향후 사이버트럭 예상 판매량 상향될 경우 양극재 공급 규모 확대 가능성 존재

관련하여 올해 2월 동사는 TESLA향 24~25년 2년간 3.8조원(전체 7만톤 추정) 규모의 공급계약 체결 공시

공급 확대를 위한 신규 캐파 증설. 구지 3공장(전체 8만톤) 가동은 2Q~3Q24부터 순차적으로 양산 개시할 것으로 예상. 양산 제품은 N95, 단결정 NCMA 양극재이며, 주요 공급 대상은 TESLA향일 것으로 추정

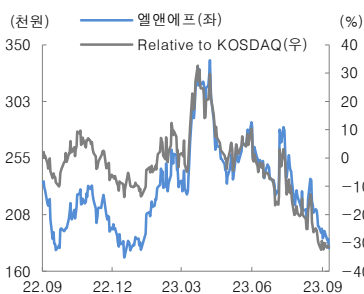
(단위: 십억원 %)

구분	3Q22	2Q23	직전추정	당사추정	3Q23(F)			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,243	1,368	1,373	1,225	-1.4	-10.4	1,427	1,359	10.7	10.9
영업이익	99	3	48	11	-88.6	274.0	47	30	-43.7	167.1
순이익	91	-8	30	-1	작전	적지	55	15	-65.4	흑전

자료: 엘앤에프, FrnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	857.35
시가총액	6,545십억원
시가총액비중	1.60%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	337,000원 / 171,400원
120일 평균거래대금	2,766억원
외국인지분율	18.74%
주요주주	새로닉스 외 15 인 23.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.2	-27.1	-21.0	-16.6
상대수익률	-12.4	-25.8	-26.3	-26.8



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	5,316	7,608	10,806
영업이익	44	266	85	336	550
세전순이익	-126	341	37	271	468
총당기순이익	-112	271	31	229	387
자배지분순이익	-113	270	31	228	386
EPS	-3,526	7,526	852	6,332	10,708
PER	NA	23.1	211.2	28.4	16.8
BPS	19,668	35,673	35,920	41,790	52,036
PBR	11.3	4.9	5.0	4.3	3.4
ROE	-27.4	28.3	2.4	16.3	22.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	5,691	8,947	5,316	7,608	-6.6	-15.0
판매비와 관리비	84	164	78	139	-6.7	-15.0
영업이익	160	488	85	336	-47.1	-31.1
영업이익률	2.8	5.5	1.6	4.4	-1.2	-1.0
영업외손익	-48	-65	-48	-65	적자유지	적자유지
세전순이익	112	423	37	271	-67.3	-35.9
자배지분순이익	94	356	31	228	-67.3	-35.9
순이익률	1.7	4.0	0.6	3.0	-1.1	-1.0
EPS(자배지분순이익)	2,605	9,879	852	6,332	-67.3	-35.9

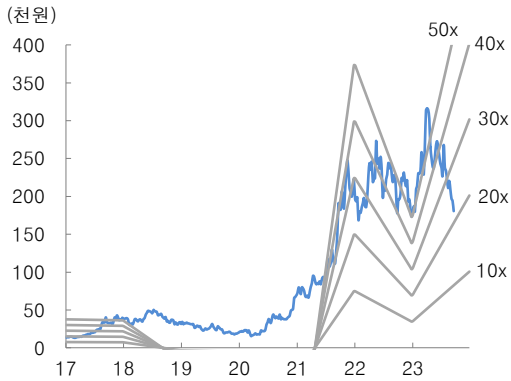
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

표 1. 엘앤에프 목표주가 산출(PER)

	적정가치	
EPS(원)	6,332	24년 예상치
Target PER(배)	63.6	24~26년 EPS(g)적용 PEG 0.8 배 기준
적정주가(원)	402,409	
목표주가(원)	400,000	
현재주가(원)	180,600	9.22 기준
Upside(%)	121.5%	

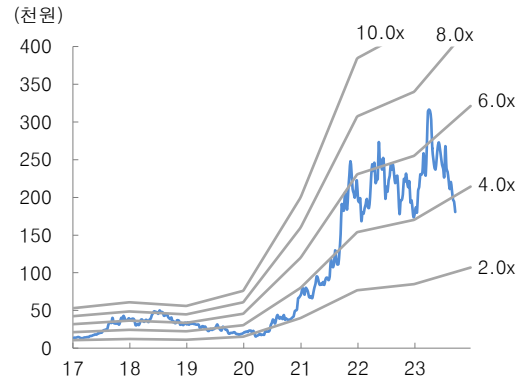
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 엘앤에프 12MF PER 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 엘앤에프 12MF PBR 차트



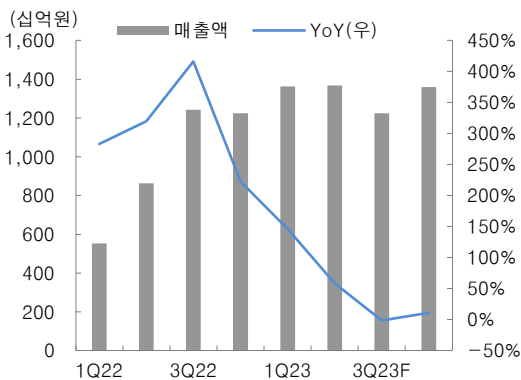
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	554	863	1,243	1,225	1,363	1,368	1,225	1,359	3,884	5,316	7,608
YoY	283%	320%	416%	222%	146%	59%	-1%	11%	300%	37%	43%
QoQ	46%	56%	44%	-1%	11%	0%	-10%	11%			
매출원가	483	783	1,120	1,147	1,304	1,344	1,196	1,309	3,533	5,153	7,133
%Sales	87.2%	90.8%	90.1%	93.6%	95.7%	98.2%	97.6%	96.3%	91.0%	96.9%	93.7%
매출총이익	71	80	123	78	59	24	29	50	351	163	476
GPM(%)	12.8%	9.2%	9.9%	6.4%	4.3%	1.8%	2.4%	3.7%	9.0%	3.1%	6.3%
판매비	18	18	24	25	19	21	18	20	85	78	139
%Sales	3.2%	2.1%	1.9%	2.0%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	2.2%	1.5%	1.8%
영업이익	53	61	99	53	40	3	11	30	266	85	336
YoY	흑전	967%	630%	88%	-24%	-95%	-89%	-44%	502%	-68%	297%
QoQ	88%	16%	61%	-46%	-24%	-93%	274%	167%			
OPM(%)	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	3.0%	0.2%	0.9%	2.2%	6.9%	1.6%	4.4%

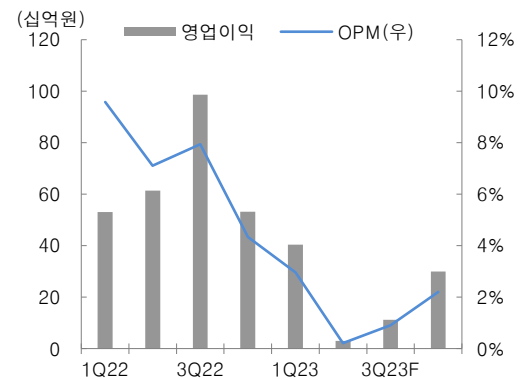
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 3. 매출액 및 YoY 추이



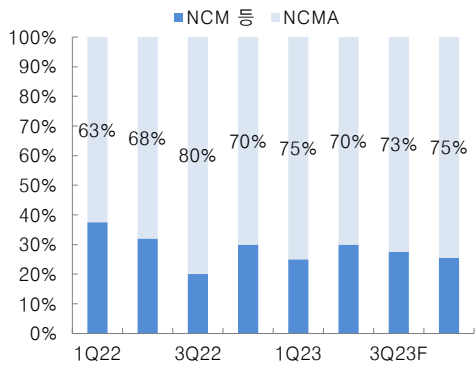
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



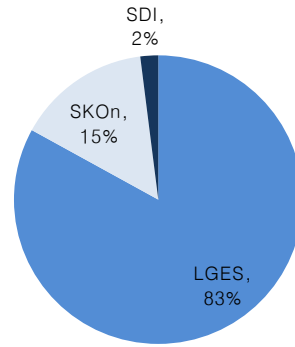
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 5. 제품별 매출 비중 추이



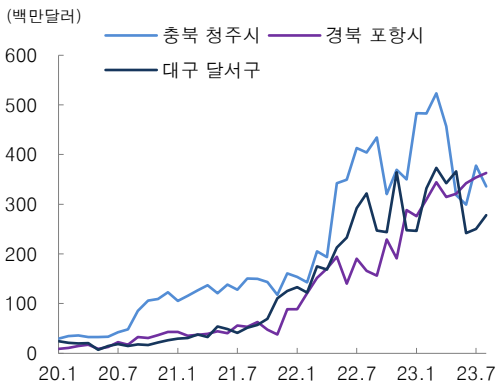
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 6. 고객사별 매출 비중



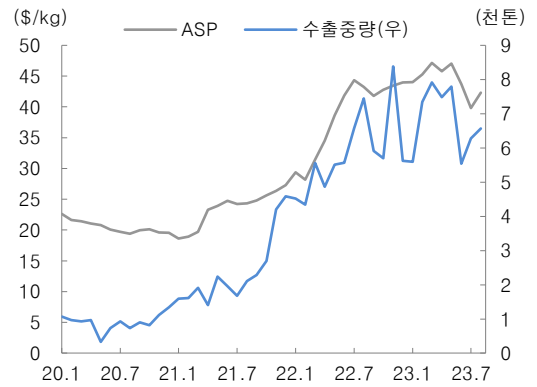
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center / 23년 기준 추정

그림 7. 지역별 양극재 수출금액



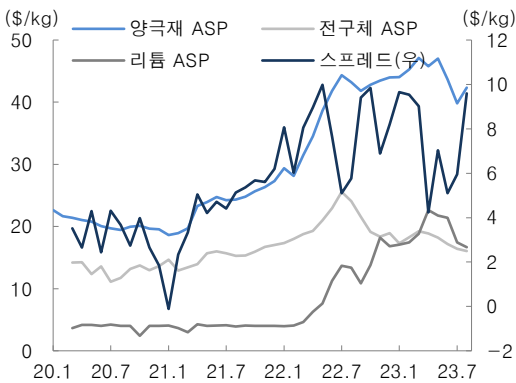
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 8. 대구 달서구 수출 ASP 및 중량



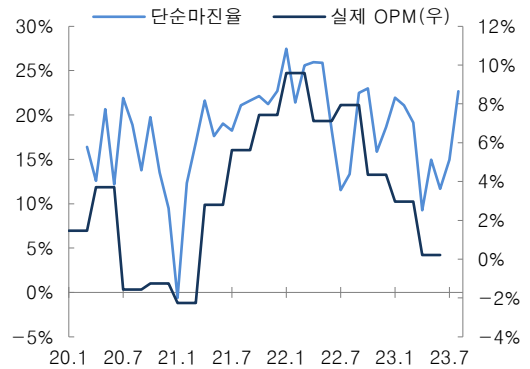
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 9. 대구 양극재(수출) - 전구체/리튬(수입) 스프레드



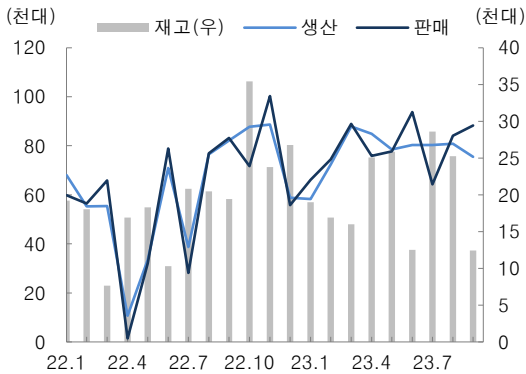
자료: KITA, 대신증권 Research Center / 전구체/리튬 2개월 래깅 투입 가정

그림 10. 대구 양극재 스프레드 마진율 vs 실제 OPM



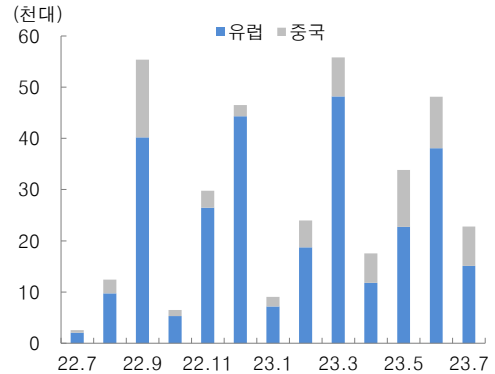
자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 11. 상해 테슬라 생산 vs 판매 vs 재고



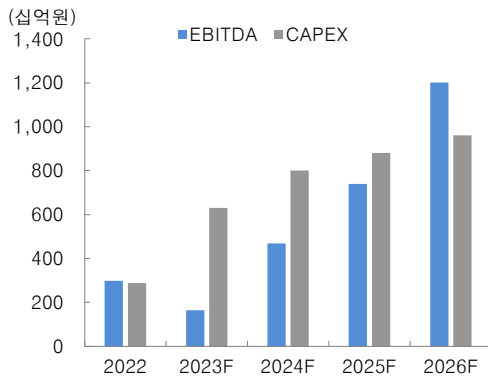
자료: CPCA, 산업자료, 대신증권 Research Center / 중국내수+유럽수출 합산

그림 12. LGES 배터리 탑재 유럽/중국향 테슬라 EV 판매량



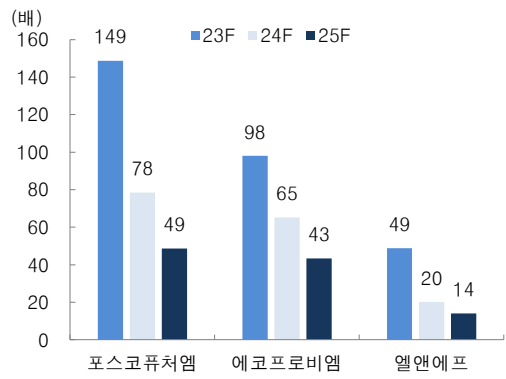
자료: SNER, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV 기준

그림 13. EBITDA vs CAPEX



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

그림 14. 주요 양극재 PER 비교



자료: 블룸버그, 대신증권 Research Center / 8.31 증가 기준

기업개요

기업 및 경영진 현황

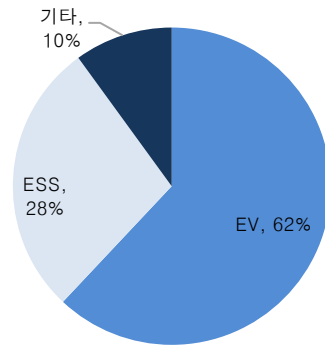
- 엘앤에프의 대표이사는 최수안
- 23년 7월 기준 주요 주주 구성은 새로닉스 외 14인(23.7%), 자사주(7.6%)
- 2000년 설립, 2003년 코스닥 시장 상장
- 주요 사업은 2차전지 양극활물질과 그에 관련된 소재 제조 및 판매
- 22년말 기준 양극재 캐파 10만톤

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 양극재 수출 데이터
- 양극재 사업부문 실적 추이
- 양극재 캐파 증설 및 추가 주주
- 테슬라 EV 판매량

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

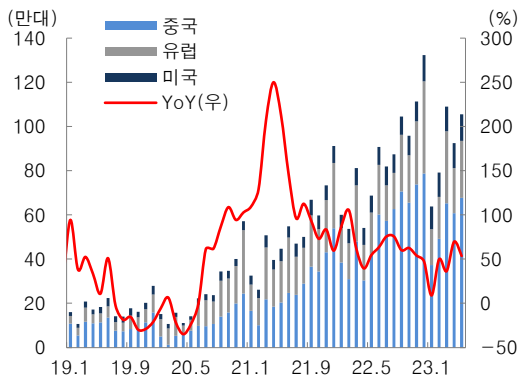
부문별 매출 비중(21년 기준)



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

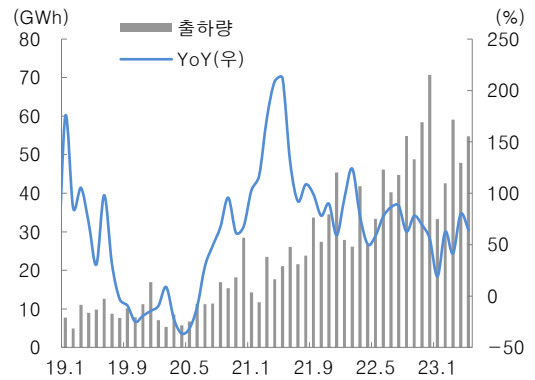
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



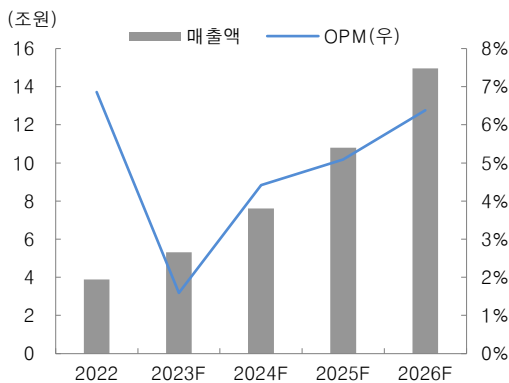
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



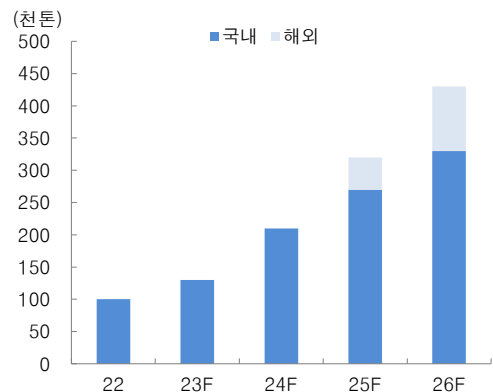
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

엘앤에프 중장기 실적 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center

엘앤에프 양극재 생산캐파 전망



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research Center / 연립기준

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	971	3,887	5,316	7,608	10,806
매출원가	893	3,536	5,153	7,133	10,078
매출총이익	78	351	163	476	728
판매비와관리비	34	85	78	139	178
영업이익	44	266	85	336	550
영업외수익	46	69	1.6	4.4	5.1
EBITDA	65	297	164	468	739
영업외손익	-170	74	-48	-65	-82
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	76	15	18	22
오환관련이익	15	215	69	90	116
금융비용	-181	-26	-72	-96	-119
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	5	24	9	13	15
법인세비용차감전순이익	-126	341	37	271	468
법인세비용	13	-70	-6	-42	-81
계속사업순이익	-112	271	31	229	387
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-112	271	31	229	387
당기순이익	-11.6	7.0	0.6	3.0	3.6
비재계분순이익	1	1	0	1	1
재계분순이익	-113	270	31	228	386
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	-104	272	34	233	390
비재계분포괄이익	1	1	0	1	1
재계분포괄이익	-105	271	34	232	388

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-3,526	7,526	862	6,332	10,708
PER	NA	23.1	211.2	28.4	16.8
BPS	19,668	35,673	35,920	41,790	52,036
PBR	11.3	4.9	5.0	4.3	3.4
EBITDAPS	2,018	8,292	4,550	13,002	20,523
EV/EBITDA	121.9	23.8	47.4	18.3	12.6
SPS	30,269	108,360	147,583	211,230	300,002
PSR	7.3	1.6	1.2	0.8	0.6
CFPS	2,482	9,763	4,202	12,510	19,844
DPS	0	500	500	500	500

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	1726	300.4	36.7	43.1	42.0
영업이익 증가율	2910.3	501.8	-68.2	297.5	63.4
순이익 증가율	적지	흑전	-88.6	643.0	69.1
수익성					
ROIC	68	145	30	9.1	10.9
ROA	4.4	11.7	2.5	7.7	10.0
ROE	-27.4	28.3	2.4	16.3	22.8
안정성					
부채비율	141.2	135.3	191.4	224.6	225.2
순차입금비율	22.1	63.6	97.3	135.9	147.3
이자보상비율	3.3	12.5	2.4	6.5	8.3

자료: 알앤에프, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,071	2,303	2,514	2,968	3,491
현금및현금성자산	272	120	277	190	74
매출채권 및 기타채권	272	801	841	1,091	1,444
재고자산	262	1,228	1,236	1,522	1,801
기타유동자산	266	154	160	166	172
비유동자산	462	721	1,272	1,940	2,630
유형자산	427	710	1,261	1,930	2,621
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	34	12	11	10	9
자산총계	1,532	3,024	3,786	4,908	6,122
유동부채	398	1,288	1,435	1,644	1,887
매입채무 및 기타채무	226	644	783	983	1,217
차입금	130	406	406	406	406
유동상채무	37	59	62	65	68
기타유동부채	6	179	185	190	196
비유동부채	499	451	1,051	1,752	2,352
차입금	156	412	1,012	1,712	2,312
전환증권	17	0	0	0	0
기타비유동부채	326	39	39	40	40
부채총계	897	1,739	2,487	3,396	4,239
자본부분	631	1,280	1,294	1,505	1,874
자본금	17	18	18	18	18
자본잉여금	694	665	665	665	665
이익잉여금	-99	572	586	797	1,166
기타자본변동	18	25	25	25	25
비자본부분	4	6	6	7	8
자본총계	635	1,285	1,299	1,512	1,882
순차입금	141	818	1,264	2,054	2,773

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-138	-864	178	-5	137
당기순이익	-112	271	31	229	387
비유동자산처분이익	192	79	121	222	328
감가상각비	20	31	79	132	190
오환손익	0	17	-14	-20	-25
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	172	31	55	109	163
자산부채의 증감	-213	-1,199	68	-361	-431
기타현금흐름	-5	-15	-41	-94	-147
투자활동 현금흐름	-414	-82	-631	-801	-881
투자자산	-35	-3	0	0	0
유형자산	-179	-287	-630	-800	-880
기타	-199	209	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	802	795	612	716	619
단기차입금	33	278	0	0	0
사채	139	0	0	0	0
장기차입금	96	309	600	700	600
유상증자	537	-204	0	0	0
현금배당	-1	0	-17	-17	-17
기타	-1	412	28	32	36
현금의 증감	251	-152	157	-87	-116
기초 현금	21	272	120	277	190
기말 현금	272	120	277	190	74
NOPLAT	40	212	71	284	455
FCF	-121	-46	-479	-384	-235

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

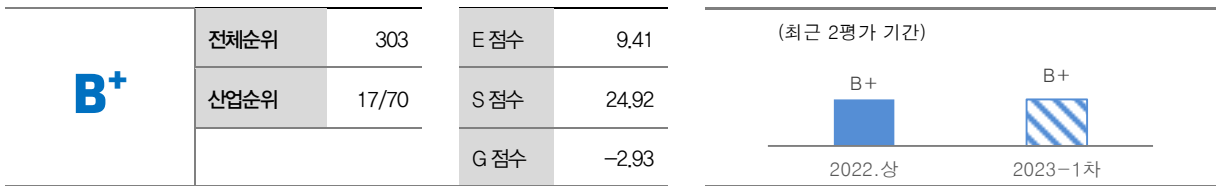
등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

엘앤에프

통합 ESG 등급

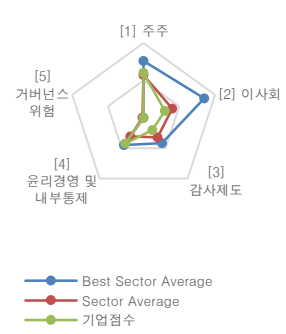
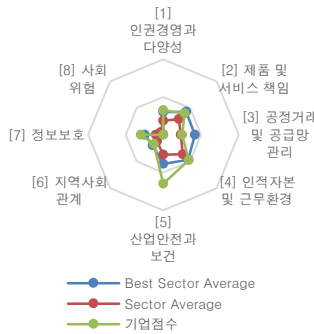
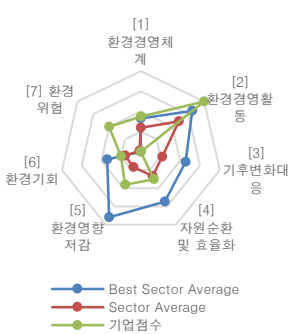
직전 대비 변동

최근 2평가 기간



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■■■■■	인권경영과 다양성	■■■	주주	■■■
환경경영활동	■■■	제품 및 서비스 책임	■■■■■	이사회	■■■
기후변화대응	■	공정거래 및 공급망 관리	■■■	감사제도	■
자원순환 및 효율화	■■■	인적자본 및 근무환경	■■■■■	윤리경영 및 내부통제	■■■■■
환경영향 저감	■■■	산업안전과 보건	■■■■■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■■■	지역사회 관계	■■■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■■■■■		
		사회 위험	■■■■■		



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

* 환경/사회/거버넌스 위험은 0에 가까울수록 리스크가 낮음

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공식자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대신경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

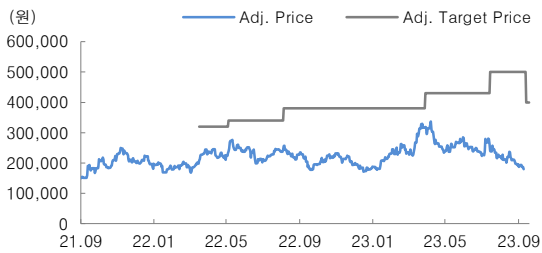
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전창현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엘앤에프(066970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.09.25	23.07.27	23.04.10	23.02.17	22.08.17	22.05.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	400,000	500,000	430,000	380,000	380,000	340,000
과다율(평균%)		(57.27)	(39.08)	(30.90)	(45.13)	(30.87)
과다율(최대/최소%)		(48.50)	(21.63)	(13.29)	(32.37)	(18.65)
제시일자	22.03.29					
투자의견	Buy					
목표주가	320,000					
과다율(평균%)	(28.54)					
과다율(최대/최소%)	(23.19)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230920)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상