

엘앤에프 066970

가이던스 상향으로 저평가 요인이 해소되는 중

중장기 가이던스 상향에 이어 관건은 업스트림 전략

엘앤에프에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 38만원을 유지한다. 최종고객사의 견조한 수요로 중장기 가이던스를 상향했다. 미국 진출이 예상보다 지연 중이지만 IRA 세부 법안 영향에 따라 업종 내 공통사항이고 국내 CAPA를 우선적으로 확대 중이다. 경쟁사 대비 저평가 요인이었던 CAPA 속도, 업스트림 전략 등이 점진적으로 해소되는 중이고 24년 PER은 17배에 불과하다. 양극재 최선호주로 제시한다.

4Q22 매출액/영업이익 -1%/-46% QoQ, 1Q23 매출액 +17% 예상

2022년 4분기 매출액/영업이익은 1,22조원(+222% YoY)/532억원(+88%), 영업이익률 4.3%(-3.1%p)로 기대치(OP 995억원)을 하회했다. 전분기 대비로는 1%/46% 감소했다. 환율 하락에 따른 스프레드 축소와 채용 증가에 따른 인건비 증가가 수익성에 부정적이었다. 당초 예상(+5~10% QoQ)과 달리 출하량은 고객사의 연말 물량 조정으로 전분기 수준을 유지했다. 1Q23 매출액/영업이익은 17%/26% 증가한 1,43조원/671억원을 예상한다. 환율이 부정적이나 물량 증가와 전분기 낮은 기저로 수익성은 소폭 개선될 전망이다. 2023년 매출액/영업이익 증가율은 67%/39%다.

컨콜 내용: 26년 CAPA 42만톤, 매출액 26조원 목표

이전 CAPA 목표 24년 22만톤을 유지하면서 26년 40~42만톤을 제시했다. 국내 28~30만톤, 해외는 10~13만톤으로 가정한 것이다. IRA 법안 세부요건에 따라 해외 투자비용은 상향 여지가 존재한다. 고객사의 현지생산 요청은 존재하나 CAPEX 부담을 최소화하기 위해 국내 생산 확대를 우선적으로 검토 중이다. 매출액 가이던스는 23년 7조원, 24년 11조원, 26년 26조원이다. 전기차 수요에 대해서는 리딩업체의 가격 인하에 따라 수요 촉진이 나타나고 있다고 밝혔다. 최종고객사향 지역별 출하 비중은 유럽 비중이 높을 것으로 추정된다고 밝혔다. 양극재 기업의 마진은 고정계약으로 고객사 내 출하 비중을 높이는 방향을 추구한다. 중장기 마진은 미드-하이싱글을 전망 중이다. 자금조달에 관해서는 기본적으로 자사주를 활용할 예정이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	356	971	3,884	6,501	9,117
영업이익	1	44	266	371	605
영업이익률(%)	0.4	4.6	6.9	5.7	6.6
세전이익	-18	-126	340	319	577
지배주주지분순이익	-15	-113	270	243	440
EPS(원)	-520	-3,249	8,675	7,615	13,394
증감률(%)	적지	적지	흑전	-12.2	75.9
ROE(%)	-9.4	-27.4	32.6	19.8	23.8
PER (배)	-132.2	-68.5	26.8	30.5	17.4
PBR (배)	9.9	12.5	8.2	6.0	4.0
EV/EBITDA (배)	143.0	122.3	25.4	18.0	11.7

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷
02-709-2337
gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2023.02.14

BUY(유지)

목표주가(유지)	380,000원
현재주가(02/13)	232,500원
상승여력	63.4%

Stock Data

KOSDAQ	772.6pt
시가총액(보통주)	8,374십억원
발행주식수	36,018천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	491천주
60일 평균거래대금	99,366백만원
외국인 지분율	24.0%
52주 최고가	279,000원
52주 최저가	165,300원
주요주주	
새로닉스(외 15인)	23.9%
자사주(외 1인)	7.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	24.3	15.8
3M	0.4	-5.3
6M	-1.9	5.2

주가차트

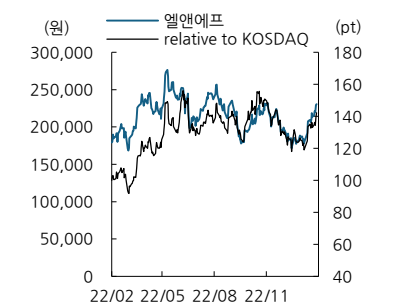


표1 엘앤에프의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022P	2023F	2024F
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,224.9	1,430.2	1,560.2	1,625.2	1,885.2	3,883.8	6,500.9	9,117.4
EV	442.9	693.7	1,012.6	1,035.5	1,230.0	1,357.4	1,430.2	1,638.2	3,184.7	5,655.7	8,023.4
ESS	88.6	120.8	174.0	160.4	171.6	171.6	162.5	209.3	543.7	715.1	911.7
IT/전동공구	22.1	48.3	55.9	29.0	28.6	31.2	32.5	37.7	155.4	130.0	182.3
영업이익	53.0	61.3	98.7	53.2	67.1	88.4	94.2	120.8	266.1	370.5	604.7
지배지분순이익	70.7	64.4	91.2	43.8	42.0	57.2	61.6	82.5	270.1	243.2	439.8
Margin											
영업이익률	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	4.7%	5.7%	5.8%	6.4%	6.9%	5.7%	6.6%
순이익률	12.8%	7.5%	7.3%	3.6%	2.9%	3.7%	3.8%	4.4%	7.0%	3.7%	4.8%
YoY											
매출액	283%	320%	416%	222%	158%	81%	31%	54%	300%	67%	40%
EV	801%	724%	665%	295%	178%	96%	41%	58%	503%	78%	42%
ESS	25%	51%	158%	51%	94%	42%	-7%	30%	67%	32%	28%
IT/전동공구	-10%	18%	37%	154%	29%	-35%	-42%	30%	4%	2%	2%
영업이익	흑전	967%	630%	88%	27%	44%	-4%	127%	501%	39%	63%
지배지분순이익	흑전	흑전	흑전	흑전	-41%	-11%	-32%	88%	흑전	-10%	81%

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 엘앤에프의 4Q22 실적 VS. 컨센서스

(십억원, %)	4Q22 실적	YoY	QoQ	4Q22 DS 추정	차이 (%)	4Q22 컨센서스	차이 (%)
매출액	1,225	222	(1)	1,364	(10)	1,366	(10)
영업이익	53	88	(46)	111	(52)	100	(47)

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 엘앤에프의 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	5,992	9,583	6,501	9,117	8	(5)
영업이익	505	842	371	605	(27)	(28)

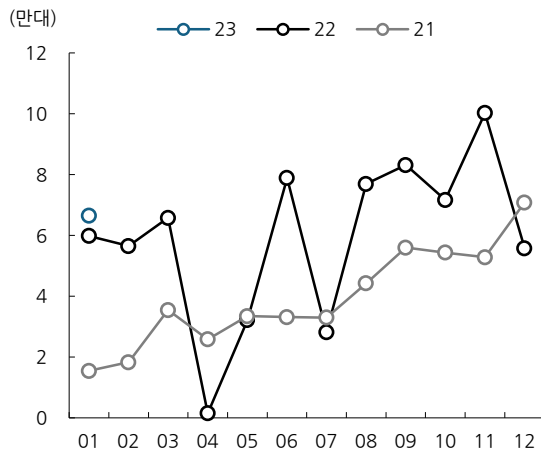
자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 엘앤에프의 목표주가 산정방식

(십억원, 천주)	실적	배수	비고
지배주주순이익	606.5	23	2023~2025년 순이익 CAGR +58%에 PEG 0.4배 적용
적정 시가총액	14,113		
주식수	35,930	천주	
목표주가	380,000		
현재주가	232,500		
업사이드	63		

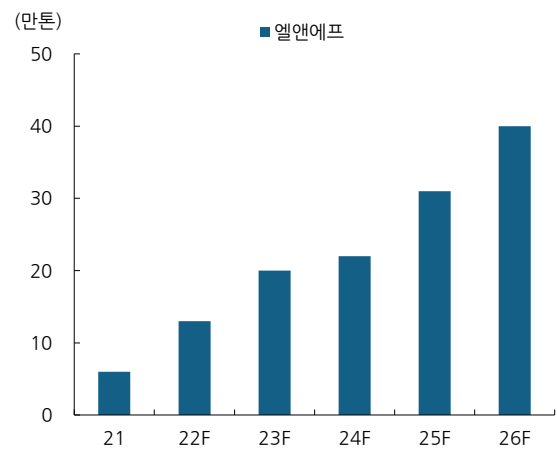
자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 테슬라의 중국 전기차 판매량 추이



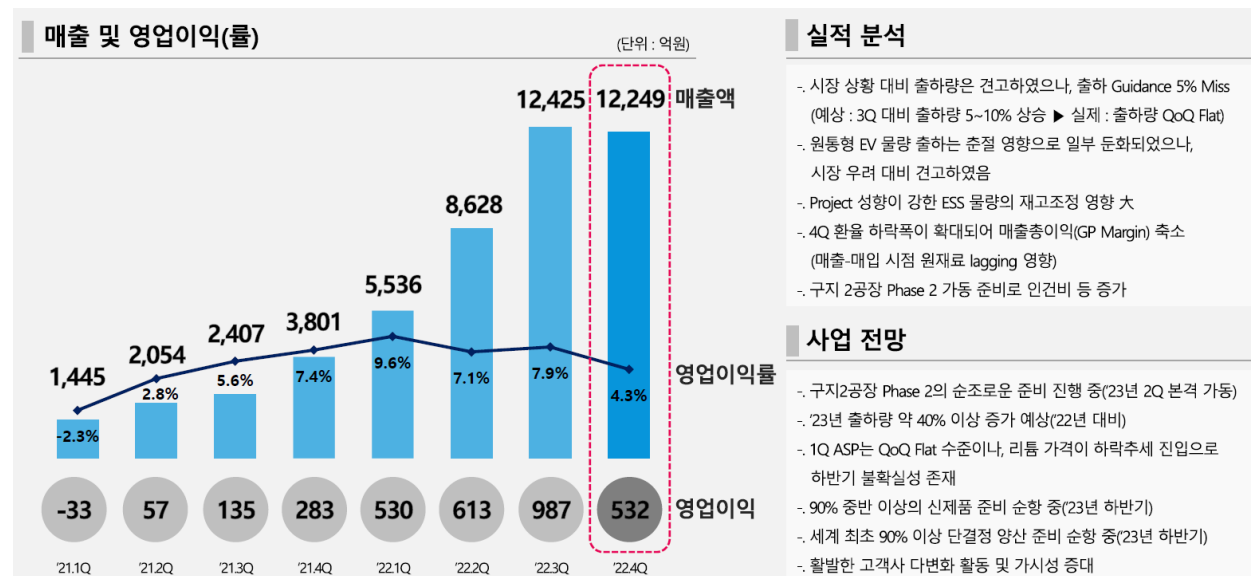
자료: CPCA, DS투자증권 리서치센터

그림2 엘앤에프의 예상 CAPA 추이



자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 엘앤에프의 실적 및 전망



자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

재무상태표						손익계산서					
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	212	1,071	1,513	1,449	1,629	매출액	356	971	3,884	6,501	9,117
현금 및 현금성자산	21	272	704	418	310	매출원가	333	893	3,533	5,952	8,271
매출채권 및 기타채권	63	272	353	459	597	매출총이익	23	78	351	549	846
재고자산	105	262	327	409	511	판매비 및 관리비	22	34	85	178	241
기타	22	266	129	164	212	영업이익	1	44	266	371	605
비유동자산	254	462	1,189	2,328	3,861	(EBITDA)	15	65	333	503	826
관계기업투자등	2	3	14	23	32	금융손익	-9	-8	0	0	0
유형자산	237	427	1,079	2,150	3,616	이자비용	6	14	0	0	0
무형자산	9	10	10	11	11	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	466	1,532	2,702	3,777	5,491	기타영업외손익	-11	-162	74	-51	-28
유동부채	158	398	776	1,246	1,718	세전계속사업이익	-18	-126	340	319	577
매입채무 및 기타채무	47	226	545	913	1,280	계속사업법인세비용	-3	-13	69	73	133
단기금융부채	110	166	216	316	416	계속사업이익	-15	-112	271	246	444
기타유동부채	1	6	14	17	22	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	110	499	894	1,097	1,500	당기순이익	-15	-112	271	246	444
장기금융부채	107	494	594	794	1,194	지배주주	-15	-113	270	243	440
기타비유동부채	3	4	300	303	306	총포괄이익	-15	-103	271	246	444
부채총계	269	897	1,670	2,343	3,219	매출총이익률 (%)	6.5	8.0	9.0	8.4	9.3
지배주주지분	194	631	1,028	1,429	2,267	영업이익률 (%)	0.4	4.6	6.9	5.7	6.6
자본금	14	17	18	18	19	EBITDA마진률 (%)	4.3	6.7	8.6	7.7	9.1
자본잉여금	160	694	854	1,013	1,412	당기순이익률 (%)	-4.2	-11.6	7.0	3.8	4.9
이익잉여금	18	-99	172	413	851	ROA (%)	-3.4	-11.3	12.8	7.5	9.5
비지배주주지분(연결)	3	4	4	4	4	ROE (%)	-9.4	-27.4	32.6	19.8	23.8
자본총계	198	635	1,032	1,434	2,272	ROIC (%)	0.3	5.4	22.1	17.9	16.7

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	45	-138	753	678	1,100	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-15	-112	271	246	444	P/E	-132.2	-68.5	26.8	30.5	17.4
비현금수익비용가감	32	192	364	275	562	P/B	9.9	12.5	8.2	6.0	4.0
유형자산감가상각비	12	19	65	130	219	P/S	5.6	8.1	2.1	1.3	0.9
무형자산감가상각비	1	1	2	2	2	EV/EBITDA	143.0	122.3	25.4	18.0	11.7
기타현금수익비용	17	169	297	142	341	P/CF	117.2	99.0	13.0	16.2	8.6
영업활동 자산부채변동	33	-213	118	157	94	배당수익률 (%)	0.1	n/a	0.0	0.0	0.0
매출채권 감소(증가)	-4	-204	-82	-106	-138	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	30	-156	-65	-82	-102	매출액	13.7	172.6	300.1	67.4	40.2
매입채무 증가(감소)	10	164	319	367	367	영업이익	흑전	2,910.3	501.4	39.2	63.2
기타자산, 부채변동	-3	-16	-54	-22	-34	세전이익	적지	적지	흑전	-6.2	80.8
투자활동 현금	-71	-414	-531	-1,222	-1,706	당기순이익	적지	적지	흑전	-9.4	80.8
유형자산처분(취득)	-54	-179	-718	-1,201	-1,684	EPS	적지	적지	흑전	-12.2	75.9
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-3	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-15	-231	189	-19	-19	부채비율	135.9	141.2	161.9	163.5	141.7
기타투자활동	0	-1	0	0	0	유동비율	134.1	268.8	195.0	116.3	94.8
재무활동 현금	46	802	210	258	498	순차입금/자기자본(x)	90.8	27.7	9.0	46.7	55.8
차입금의 증가(감소)	-33	255	50	100	100	영업이익/금융비용(x)	0.3	3.3	n/a	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	81	494	160	158	398	총차입금 (십억원)	218	660	810	1,110	1,610
배당금의 지급	-1	-1	0	2	2	순차입금 (십억원)	179	176	93	670	1,268
기타재무활동	-2	53	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	20	251	432	-286	-108	EPS	-520	-3,249	8,675	7,615	13,394
기초현금	1	21	272	704	418	BPS	6,930	17,799	28,355	38,585	58,079
기말현금	21	272	704	418	310	SPS	12,184	27,392	109,385	179,060	245,054
NOPLAT	1	32	212	285	466	CFPS	587	2,246	17,889	14,335	27,039
FCF	-21	-547	222	-545	-606	DPS	48	n/a	50	50	100

자료: 엘앤에프, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2022-03-14	담당자변경					
2022-03-14	Buy	280,000	-22.2	-12.2		
2022-05-17	Buy	310,000	-24.2	-10.8		
2022-05-27	Buy	310,000	-25.4	-16.0		
2022-06-13	Buy	310,000	-26.4	-18.6		
2022-07-18	Buy	310,000	-25.1	-20.6		
2022-08-16	Buy	380,000	-45.3	-32.4		
2022-09-19	Buy	380,000	-46.6	-39.0		
2022-11-09	Buy	380,000	-46.9	-39.0		
2023-02-14	Buy	380,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
BUY	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL
REDUCE	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

투자의견 비율

기준일 2022.12.31

BUY	NEUTRAL	REDUCE
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.