

엘앤에프

066970

May 20, 2021

Buy

유지

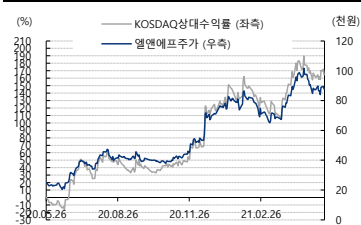
TP 130,000 원

유지

Company Data

현재가(05/18)	87,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	101,600 원
52 주 최저가(보통주)	19,232 원
KOSPI (05/18)	3,173.05p
KOSDAQ (05/18)	969.10p
자본금	140 억원
시가총액	24,597 억원
발행주식수(보통주)	2,808 만주
발행주식수(우선주)	63 만주
평균거래량(60 일)	64.1 만주
평균거래대금(60 일)	598 억원
외국인지분(보통주)	15.48%
주요주주	
새로닉스 외 13 인	28.22%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.3	101.8	355.5
상대주가	-6.5	77.4	224.7



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com


KYOBO 교보증권

중장기 성장 재원 마련

4,771억원 규모 유상증자 결의

- 엘앤에프는 5월 18일 주주배정 후 실권주 일반공모를 통한 유상증자 발표.
- 신주 650만주를 73,400원에 발행될 예정이며 이를 통해 4,771억원의 자금조달 예상. 증자비용은 22.64%, 발행가액은 전일(5/18) 종가대비 19% 할인.
- 자금조달의 목적은 공장 증설 및 시설자금 2,300억원, 운영자금으로 2,471억원 사용될 계획.
- 신주배정기준일 6월 7일, 구주청약 21년 7월 8~9일, 일반공모청약은 7월 13~14일, 신주상장은 7월 30일.

유상증자로 2차전지 소재 추가 증설, 재무구조 개선 효과

- 2차전지 소재 증설 및 투자: '22년말 기준 8.5만톤에서 12만톤으로 확대
- 실적 추정치 상향: '22년 매출액 2.6조원, 영업이익 1,369억원 전망
- 재무구조 개선: 부채비율은 유상증자 이전 21F 267%에서 82%로 낮아짐

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 유지

최근 매크로 환경의 불확실성에 따라 금번 동사의 대규모 유상증자로 단기적인 주가 변동성이 우려되나 그동안 2차전지 기업들의 자금조달은 성장의 발판이라는 점에서 호재로 작용하였음. 금번 유상증자는 목적이 분명한 자금조달이며 중장기적 성장의 재원을 마련하여 긍정적으로 해석함. ①장기공급계약과 관련된 증설 계획 ②증설에 따른 실적 추정치 상향 ③향후 T사향 물량 증가, 자사주 활용을 통한 추가재원 확보, 지속될 증설, 고객사와의 JV 및 해외진출 등의 끊임없는 호재는 관전 포인트라고 판단. 유상증자로 인해 주주 가치는 약 22.6% 희석되나 앞서 언급된 Capa 증설 및 매출액 성장에 따라 '22년 EPS값은 기존대비 +22.5% 상향 조정한 3,609원을 반영하여 목표주가 130,000원, 투자의견 BUY 유지.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12E	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	313	356	1,085	2,605	3,389
YoY(%)	-38.0	13.7	204.6	140.2	30.1
영업이익(십억원)	-8	1	25	137	205
OP 마진(%)	-2.6	0.3	2.3	5.3	6.0
순이익(십억원)	-9	-15	9	101	158
EPS(원)	-363	-573	337	3,650	5,699
YoY(%)	적전	적지	흑전	983.7	56.1
PER(배)	-60.4	-124.9	260.1	24.0	15.4
PCR(배)	64.0	112.0	48.6	15.4	10.7
PBR(배)	4.2	10.3	3.6	3.2	2.6
EV/EBITDA(배)	220.0	143.2	61.0	18.2	12.8
ROE(%)	-6.7	-9.4	2.1	14.1	18.7

3분기 이후 가파른 실적 상승에 주목

엘앤에프의 1분기 매출액 1,445억원(YoY +41.7%, QoQ +39.8%), 영업이익 -33억원(YoY 적자, QoQ 적자확대)를 기록했으며 예상보다 저조했던 실적의 원인은 시가동, 사양산으로 인한 재료비 증가와 신규라인감가상각비와 신규직원 채용으로 고정비 증가로 인함.

2분기 매출액 2,072억원 (YoY +199.8%, QoQ +5.0%), 영업이익 4억원 (YoY -84.1%, QoQ 흑전), 2021년 매출액 1조 847억원 (YoY +202.4%), 영업이익 254억원 (YoY +1741.7%)을 전망. 1분기 예상치 대비 하회한 영업이익에 따라 기존대비 매출액은 +9% 상향 조정, 영업이익은 -22% 하향 조정. 구지 1단계와 2단계 증설 완료에 따라 1Q21 시가동 2Q21부터 점진적인 가동률 상승이 이어질 것. 니켈 90% NCMA 양극재의 출하량의 증가로 3Q20부터 본격적인 실적 상승을 전망함.

2022년 매출액 2조 6,050억원 (YoY +140.2%), 영업이익 2,047억원 (YoY +49.5%)을 전망. 기존 '22년 연말기준 Capa 8.5만톤에서 12만톤으로 계획을 확대하며 고객사의 물량 요청에 따라 실적 성장이 동반 이루어 질 것을 예상함.

[도표 1] 엘앤에프 부분별 실적 추이 및 전망

(단위:억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	1,020	691	842	1,033	1,445	2,072	3,007	4,324	3,586	10,847	26,050
% YoY	16%	0%	18%	22%	42%	200%	257%	318%	14%	202%	140%
% QoQ	20%	-32%	22%	23%	40%	5%	22%	38%			
영업이익	15	26	-13	-14	-33	4	114	169	14	254	1,369
% OPM	1.5%	3.8%	-1.5%	-1.4%	-2.3%	0.2%	3.8%	3.9%	0.4%	2.3%	5.3%
% YoY	-200%	-174%	-32%	77%	-318%	-84%	흑전	흑전	-118%	1742%	438%
% QoQ	-288%	73%	-150%	9%	130%	흑전	2657%	48%			

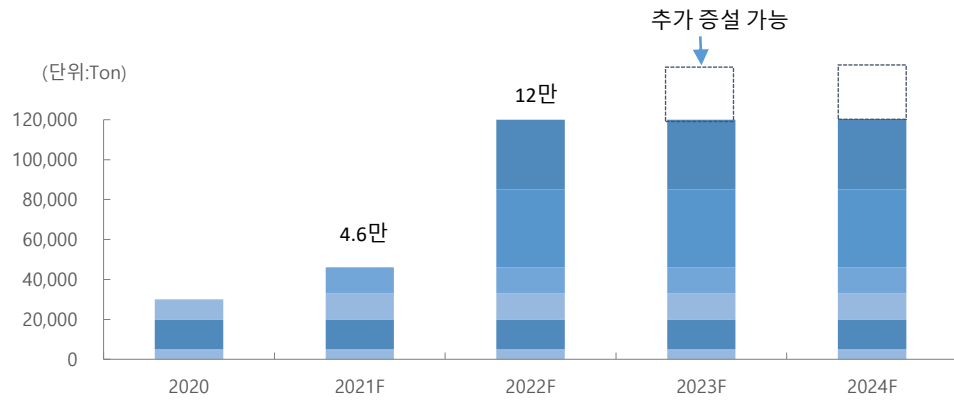
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 실적 추정치 변경

(단위:억원)	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	9,986	19,221	10,847	26,050	9%	36%
영업이익	326	1,158	254	1,369	-22%	18%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] Capa 증설 전망 수정



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 공모개요

신주의 종류와 수	보통주, 6,500,000 주
증자전 주식수	28,707,522
증자전 주식수 대비	22.64%
예정 모집가액	73,400 원
전일종가	87,600 원
할인율	15.00%
모집(매출)총액	477,100,000,000 원
증자방식	주주배정후 실권주 일반공모

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 자금의 사용 목적

자금용도	세부 내용	자금 사용시기	금 액 (단위: 억원)
시설자금	이차전지용 양극활물질 제조설비	2021 년 08 월 ~ 2022 년 10 월	2,300
운영자금	원재료 구입(리튬, 니켈 복합물)	2021 년 07 월 ~ 2021 년 12 월	2,471
합계			4,771

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 공모일정 등에 관한 사항

날짜	업 무 내 용
2021 년 05 월 18 일	이사회결의
2021 년 05 월 18 일	신주발행 및 기준일 공고
2021 년 05 월 18 일	증권신고서 제출
2021 년 06 월 02 일	1 차 발행가액 확정
2021 년 06 월 04 일	권리락
2021 년 06 월 07 일	신주배정 기준일(주주확정)
2021 년 06 월 16 일	신주배정 통지
2021 년 06 월 23 일 ~29 일	신주인수권증서 상장 거래기간
2021 년 06 월 30 일	신주인수권증서 상장 폐지
2021 년 07 월 05 일	확정 발행가액 산정
2021 년 07 월 06 일	확정 발행가액 공고
2021 년 07 월 08 일 ~ 09 일	구주주 청약 및 초과청약
2021 년 07 월 12 일	일반공모 청약 공고
2021 년 07 월 13 일 ~ 14 일	일반공모 청약
2021 년 07 월 16 일	환불 및 배정 공고
2021 년 07 월 16 일	주금 납입
2021 년 07 월 30 일	신주유통 개시일
2021 년 07 월 30 일	신주상장 예정일

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 공모방법 (주주 배정후 실권주 일반공모)

모 집 대 상	주 수	(%)	비 고
우리사주조합 청약	195,000 주	3.00%	
구주주 청약	6,305,000 주	97.00%	구주 1 주당 신주 배정비율 : 1 주당 0.2525140163 주
초과청약			초과청약비율 : 배정신주(신주인수권증서) 1 주당 0.2 주, 신주인수권 거래로 초과청약
일반모집 청약			우리사주조합 및 구주주 청약 후 발생하는 단수주 및 실권주에 대해 배정됨
합계	6,500,000 주	100%	

자료: 교보증권 리서치센터

[엘앤에프 066970]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	313	356	1,085	2,605	3,389
매출원가	298	333	1,010	2,371	3,031
매출총이익	15	23	75	234	357
매출총이익률 (%)	4.9	6.5	6.9	9.0	10.5
판매비와관리비	23	22	50	98	153
영업이익	-8	1	25	137	205
영업이익률 (%)	-2.4	0.4	2.3	5.3	6.0
EBITDA	4	15	40	151	220
EBITDA Margin (%)	1.1	4.3	3.6	5.8	6.5
영업외손익	-3	-19	-15	-16	-17
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	5	1	1
금융비용	-5	-17	-17	-16	-15
기타	1	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	-11	-18	11	120	188
법인세비용	-2	-3	2	19	30
계속사업순이익	-9	-15	9	101	158
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-15	9	101	158
당기순이익률 (%)	-2.8	-4.2	0.8	3.9	4.7
비지배지분순이익	0	0	0	-1	-2
지배지분순이익	-9	-15	9	102	160
지배순이익률 (%)	-2.9	-4.3	0.9	3.9	4.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	-9	-16	8	100	157
비지배지분포괄이익	0	0	0	-1	-2
지배지분포괄이익	-9	-16	9	102	159

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-25	45	-129	-217	79
당기순이익	-9	-15	9	101	158
비현금항목의 가감	18	32	35	56	67
감가상각비	10	12	13	13	14
외환손익	0	1	2	2	2
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	7	19	20	40	51
자산부채의 증감	-28	33	-170	-350	-111
기타현금흐름	-6	-5	-4	-24	-35
투자활동 현금흐름	-88	-71	-103	-113	-124
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-86	-54	-99	-109	-120
기타	-2	-17	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	103	46	692	318	321
단기차입금	67	-42	194	290	290
사채	5	0	0	0	0
장기차입금	52	18	18	18	18
자본의 증가(감소)	0	82	474	0	0
현금배당	-2	-1	-1	-1	-1
기타	-20	-10	8	11	15
현금의 증감	-11	20	459	-21	270
기초 현금	11	1	21	480	459
기말 현금	1	21	480	459	729
NOPLAT	-6	1	21	115	172
FCF	-109	-6	-233	-329	-44

자료: 엘앤에프, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	206	212	917	1,406	1,869
현금및현금성자산	1	21	480	459	729
매출채권 및 기타채권	58	63	92	149	109
재고자산	139	105	321	770	1,002
기타유동자산	8	22	24	27	29
비유동자산	210	254	337	431	535
유형자산	197	237	323	419	524
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	2	2	0	0	0
기타비유동자산	11	14	13	12	11
자산총계	416	466	1,253	1,836	2,404
유동부채	187	158	438	901	1,289
매입채무 및 기타채무	40	47	123	283	365
차입금	139	97	290	581	871
유동성채무	8	14	23	36	52
기타유동부채	1	1	1	1	1
비유동부채	97	110	128	146	163
차입금	87	91	108	126	143
사채	4	5	5	5	5
기타비유동부채	6	15	15	15	16
부채총계	284	269	566	1,046	1,453
지배지분	129	194	676	778	936
자본금	12	14	14	14	14
자본잉여금	80	160	634	634	634
이익잉여금	35	18	26	127	286
기타자본변동	-12	-12	-12	-12	-12
비지배지분	2	3	11	13	15
자본총계	132	198	687	790	951
총차입금	239	218	438	759	1,083

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-363	-573	337	3,650	5,699
PER	-60.4	-124.9	260.1	24.0	15.4
BPS	5,228	6,930	24,103	27,710	33,365
PBR	4.2	10.3	3.6	3.2	2.6
EBITDAPS	143	575	1,436	5,393	7,828
EV/EBITDA	220.0	143.2	61.0	18.2	12.8
SPS	12,197	13,408	38,160	80,946	105,297
PSR	1.8	5.3	2.3	1.1	0.8
CFPS	-4,391	-242	-8,482	-11,721	-1,559
DPS	50	50	50	50	50

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-38.0	13.7	204.6	140.2	30.1
영업이익 증가율	적전	흑전	1,630.2	438.1	49.5
순이익 증가율	적전	적지	흑전	1,005.7	56.1
수익성					
ROIC	-2.0	0.3	4.3	13.6	14.6
ROA	-2.4	-3.4	1.1	6.6	7.5
ROE	-6.7	-9.4	2.1	14.1	18.7
안정성					
부채비율	215.7	135.9	82.3	132.4	152.7
순차입금비율	57.4	46.7	35.0	41.3	45.1
이자보상배율	-1.8	0.3	4.4	24.0	36.5

엘앤에프 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.12.01	매수	65,000	(14.77)	10.00					
2020.12.17	매수	85,000	(9.39)	1.76					
2021.02.15	매수	106,000	(27.25)	(6.79)					
2021.04.19	매수	130,000	(30.08)	(21.85)					
2021.05.20	매수	130,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2021.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.1	3.3	1.6	0.0

[업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과이익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하