

희석보다 더 큰 추정치 상향, 목표가 상향

매수
(유지)

목표가: 155,000원 ▲
상승여력: 76.9%

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com

유상증자가 불러오는 나비효과

대규모 유상증자에도 목표주가 기존 대비 24% 상향 조정

- 보통주 650만주, 주당 모집 예정가액 73,400원, 모집 예정 총액 4,771억원
- 기존 주식수 대비 희석 22.64%, 할인율 15%, 주주배정 후 실권주 일반 공모
- 대규모 유상증자에도 목표주가는 기존 대비 24% 상향 조정(23년 EPS +24% 상향)
- 희석 영향보다 이익 추정치 상향 조정폭 더 큰 상황(추정치 변경 세부 내용 표3 참고)
- 22년 및 23년 연말 기준 생산능력 각각 12만톤, 16만톤으로 상향 조정
- 작년부터 지속된 대규모 수주 계약에도 불구하고, 동사의 가장 큰 리스크는 자금조달이었음
- 금번 자금조달을 통해 향후 나올 수 있는 Risk는 대부분 제거된 상황이며, 향후 추가 증설을 위한 자금 조달은 차입으로 충분히 가능한 상황(증자 후 부채비율 65% 수준)
- 대규모 유증에 따라 단기 주가 하락 가능성 있으나, 저가 매수 기회로 판단

테슬라, SK이노베이션 온고잉

테슬라는 여전히 잘 팔리고, SK이노베이션은 사업 불확실성 제거된 상황

- 최근 테슬라 주가 하락에도 불구하고, 월별 테슬라 생산량 및 판매량은 견조
- LG화학-테슬라 향 NCMA 양극재(M50)의 물량 증가 5월부터 본격화되고 있는 상황
- SK이노베이션 유럽 공장 향 수주는 기 공시, 미국 사업 확장에 따른 추가 수주 기대
- 테슬라 자체 배터리 셀 생산 시, 동사의 NCMA 채택 가시성 여전히 높은 상황
- 4월 양극재 수출 판가 상승 시작(+8% MoM), 하반기 수익성 개선 본격화

니켈 비중 93% NCMA, 좁혀지지 않는 기술 격차

니켈 비중 93% NCMA, 좁혀지지 않는 기술 격차

- NCMA 레시피 압도적 글로벌 1위, 좁혀지지 않는 NCMA 레시피 기술 격차
- 니켈 비중 93% NCMA, 테슬라 배터리 차기 제품(M53) 탑재 가능성 높다고 판단

Key data



현재주가(21/5/18,원)	87,600	시가총액(십억원)	2,460
영업이익(21F,십억원)	21	발행주식수(백만주)	29
Consensus 영업이익(21F,십억원)	28	유동주식비율(%)	57.3
EPS 성장률(21F,%)	-	외국인 보유비중(%)	15.5
P/E(21F,x)	276.6	베타(12M) 일간수익률	1.31
MKT P/E(21F,x)	11.9	52주 최저가(원)	19,232
KOSDAQ	969.10	52주 최고가(원)	101,600

Share performance

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

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	506	313	356	1,024	2,526	3,522
영업이익 (십억원)	27	-8	1	21	160	244
영업이익률 (%)	5.3	-2.6	0.3	2.1	6.3	6.9
순이익 (십억원)	19	-9	-15	10	116	183
EPS (원)	758	-350	-573	317	3,291	5,189
ROE (%)	14.8	-6.7	-9.4	2.2	14.8	19.6
P/E (배)	46.3	-	-	276.6	26.6	16.9
P/B (배)	6.0	3.9	9.8	4.2	3.6	3.0
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엘앤에프 Valuation Table

비고		
2023F EPS (십억원)	5,189	기존 대비 +24% 상향 조정
Target P/E (x)	30.0	Target P/E 30배 유지
목표주가 (원)	155,000	
현재주가 (원)	87,600	
상승여력 (%)	76.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	21F	22F	23F	
매출액	144.5	220.1	324.9	334.6	334.6	550.5	820.3	820.3	1,024.0	2,525.7	3,521.9	
영업이익	-3.3	3.6	10.5	10.5	11.8	29.9	59.4	58.9	21.2	160.0	243.7	
세전이익	-3.9	1.6	8.5	5.9	11.8	26.9	57.4	48.7	12.0	144.8	228.4	
당기순이익	-4.0	1.5	7.6	5.0	9.5	21.5	45.9	39.0	10.1	115.9	182.7	
영업이익률	-2.3	1.6	3.2	3.1	3.5	5.4	7.2	7.2	2.1	6.3	6.9	
세전이익률	-2.7	0.7	2.6	1.8	3.5	4.9	7.0	5.9	1.2	5.7	6.5	
순이익률	-2.8	0.7	2.4	1.5	2.8	3.9	5.6	4.7	1.0	4.6	5.2	
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	43.4	52.3	47.6	3.0	0.0	64.5	49.0	0.0	187.5	146.6	39.4	
영업이익	적지	흑전	194.4	-0.3	13.3	152.3	98.7	-0.9	1,334.6	653.6	52.3	
세전이익	적지	흑전	443.6	-30.9	102.3	127.0	113.4	-15.2	흑전	1,103.6	57.7	
당기순이익		적지	흑전	423.1	-34.8	90.4	127.0	113.4	-15.2	흑전	1,047.9	57.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

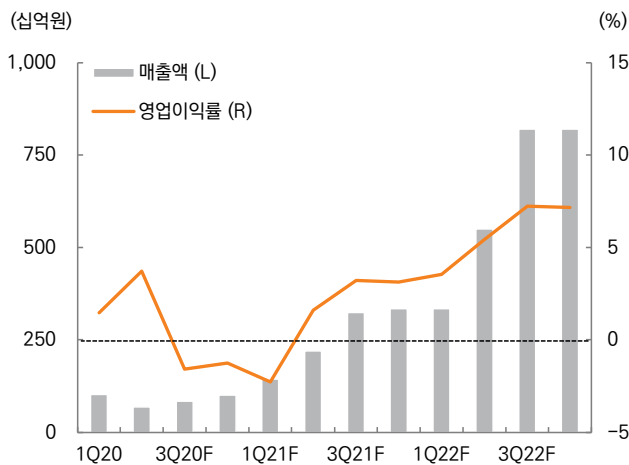
표 3. 엘앤에프 연간 실적 추정치 변경 세부내용

(십억원, 원, %)

	기존			신규			추정치 변경률		
	21F	22F	23F	21F	22F	23F	21F	22F	23F
매출액	729	1,679	2,366	1,024	2,526	3,522	+40	+50	+49
영업이익	25	110	161	21	160	244	-16	+45	+52
순이익	10	79	123	10	116	183	0	+47	+49
EPS	336	2,691	4,182	317	3,291	5,189	-6	+22	+24

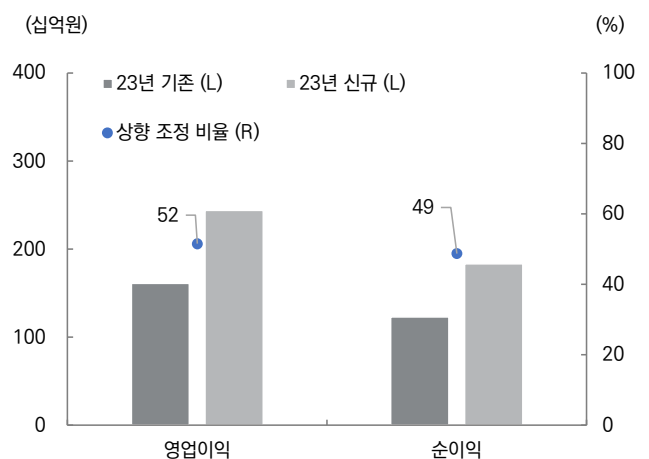
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 22년 실적 추정치 상향 조정 → 희석보다 큰 추정치 상향



자료: 미래에셋증권 리서치센터

유상증자 세부 내용 정리

표 4. 엘앤에프 유상증자 세부 사항

구분	내용	비고
모집예정 주식 종류	기명식 보통주	-
모집예정주식수	6,500,000주	-
현재 발행주식총수	28,707,522주	보통주: 28,078,729주 상환전환우선주: 628,793주
증자비율	22.64%	-
할인율	15%	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 공모자금 세부 사용 목적

(십억원)

순위	자금용도	세부 내용	자금 사용시기	금 액
1	시설자금	이차전지용 양극활물질 제조설비	2021년 08월 ~ 2022년 10월	230,000
2	운영자금	원재료(리튬, 니켈 복합물)	2021년 07월 ~ 2021년 12월	247,100
합계				477,100

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 시설자금 기간별 사용 계획

(백만원)

구분	2021년 8월	2021년 9월	2021년 4분기	2022년 1분기	2022년 2분기	2022년 3분기	2022년 4분기	합계
건축	6,200	800	12,500	8,900	0	0	0	28,400
소성로, 분체설비 등	9,400	2,800	40,800	34,500	23,400	9,000	56,800	176,700
유틸리티	800	1,200	15,300	2,800	0	4,800	0	24,900
합계	16,400	4,800	68,600	46,200	23,400	12,800	56,800	230,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

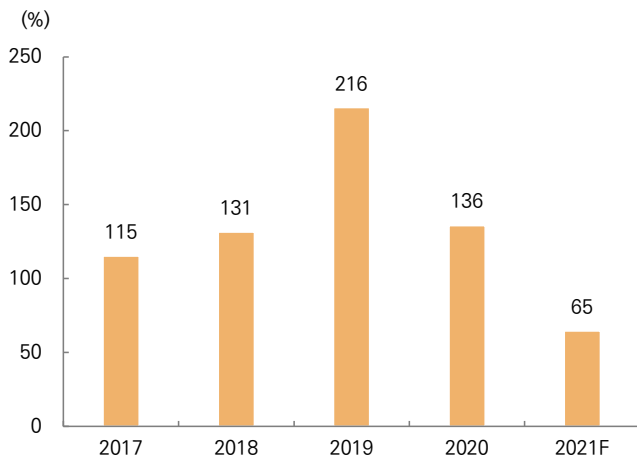
표 7. 운영자금 기간별 사용 계획

(백만원)

원재료	2021년 2분기	2021년 3분기	2021년 4분기	2022년 1분기	2022년 2분기	2022년 3분기	2022년 4분기	합계
리튬	10,000	11,240	11,400	14,600	16,600	17,400	17,600	98,840
니켈 복합수산화물	15,000	16,860	17,100	21,900	24,900	26,100	26,400	148,260
합계	25,000	28,100	28,500	36,500	41,500	43,500	44,000	247,100

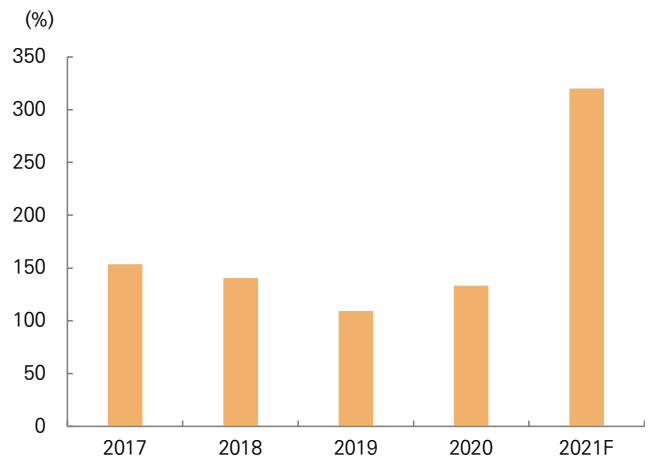
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 엘앤에프 부채비율 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 엘앤에프 유동비율 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

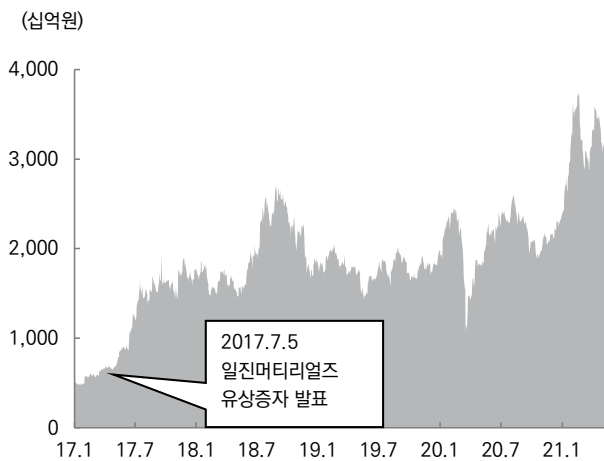
업황 호황기 배터리 업체 유상증자는 저가 매수 기회

표 8. 업황 호황기, 성장을 위한 배터리 소재 업체들의 유상증자는 대부분 저가매수 기회로 작용

	일진머티리얼즈	상신이디피	포스코케미칼	엘앤에프
유증 전 주식 수	39,200,000	11,295,050	60,988,220	28,707,522
신규 상장 주식 수	6,800,000	1,370,000	16,475,000	6,500,000
주식 수 희석 비율(%)	17	12	27	23
유상증자 발표 당일 종가(원)	31,200	11,700	83,900	87,600
유상증자 예정발행가(원)	23,300	8,740	71,500	73,400
종가 기준 할인율(%)	-25	-25	-15	-16
유상증자 발표 다음 날 주가	-8% 하락 후 종가 보합으로 마감	-9% 하락 후 종가 +2.6%로 마감	-4% 하락 후 종가 -2.5%로 마감	
유증 이후 6개월 내 주가 고점	45,100	18,300	167,500	
6개월 고점 대비 주가 수익률(%)	+45	+56	+100	

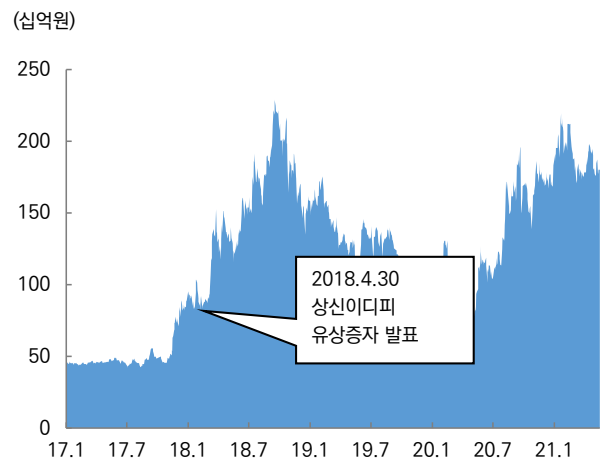
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 일진머티리얼즈 시가총액 추이



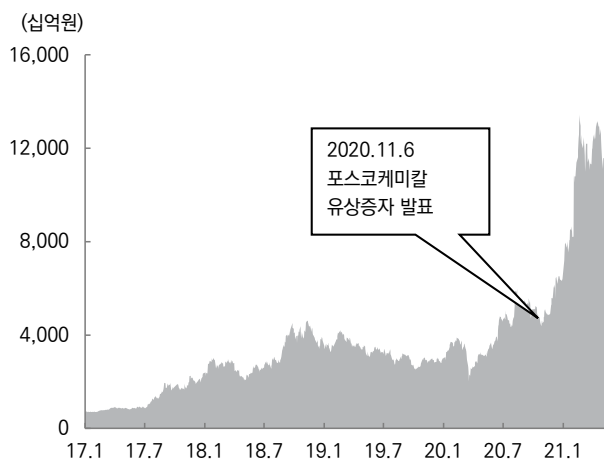
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상신이디피 시가총액 추이



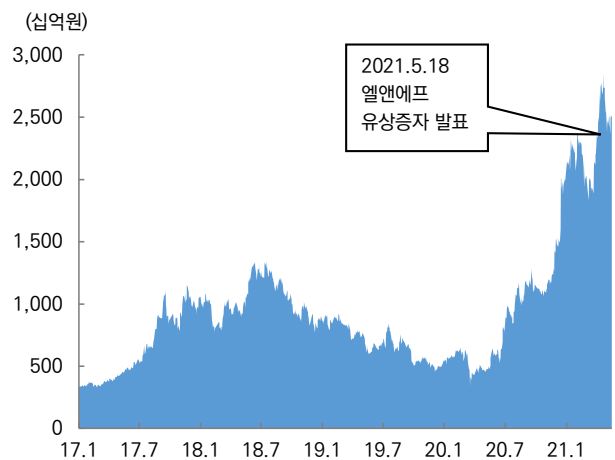
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 포스코케미칼 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 엘앤에프 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	356	1,024	2,526	3,522
매출원가	333	973	2,324	3,227
매출총이익	23	51	202	295
판매비와관리비	22	30	42	51
조정영업이익	1	21	160	244
영업이익	1	21	160	244
비영업손익	-19	-9	-15	-16
금융손익	-6	-3	-7	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	12	145	228
계속사업법인세비용	-3	2	29	46
계속사업이익	-15	10	116	183
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-15	10	116	183
지배주주	-15	10	116	183
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-16	10	116	183
지배주주	-16	10	116	182
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	15	56	222	326
FCF	-9	-396	-259	-72
EBITDA 마진율 (%)	4.2	5.5	8.8	9.3
영업이익률 (%)	0.3	2.1	6.3	6.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	1.0	4.6	5.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	212	862	1,249	1,601
현금 및 현금성자산	21	229	61	29
매출채권 및 기타채권	63	275	601	744
재고자산	105	333	562	802
기타유동자산	23	25	25	26
비유동자산	254	339	412	389
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	237	324	398	376
무형자산	9	8	6	5
자산총계	466	1,202	1,661	1,990
유동부채	158	269	499	591
매입채무 및 기타채무	43	142	348	431
단기금융부채	110	110	110	110
기타유동부채	5	17	41	50
비유동부채	110	203	318	374
장기금융부채	107	192	292	342
기타비유동부채	3	11	26	32
부채총계	269	472	817	965
지배주주지분	195	726	840	1,021
자본금	14	18	18	18
자본잉여금	160	680	680	680
이익잉여금	18	27	141	322
비지배주주지분	3	4	4	4
자본총계	198	730	844	1,025

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	45	-276	-124	-12
당기순이익	-15	10	116	183
비현금수익비용가감	32	39	99	137
유형자산감가상각비	12	33	61	82
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	5	37	54
영업활동으로인한자산및부채의변동	33	-324	-309	-286
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-212	-326	-142
재고자산 감소(증가)	30	-228	-229	-240
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	87	180	72
법인세납부	0	-2	-29	-46
투자활동으로 인한 현금흐름	-71	-115	-133	-57
유형자산처분(취득)	-54	-120	-135	-60
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-15	0	0	0
기타투자활동	0	5	2	3
재무활동으로 인한 현금흐름	46	599	89	37
장단기금융부채의 증가(감소)	-21	85	100	50
자본의 증가(감소)	82	523	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-2	-2
기타재무활동	-14	-8	-9	-11
현금의 증가	20	208	-168	-32
기초현금	1	21	229	61
기말현금	21	229	61	29

예상 주당가치 및 valuation (요약)

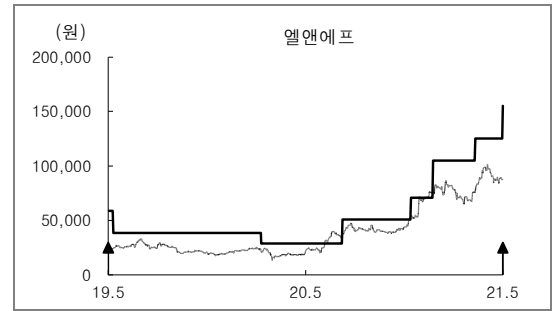
	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	276.6	26.6	16.9
P/CF (x)	110.8	56.5	14.4	9.7
P/B (x)	9.8	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA (x)	143.2	45.0	12.5	8.8
EPS (원)	-573	317	3,291	5,189
CFPS (원)	646	1,549	6,089	9,073
BPS (원)	7,281	20,913	24,160	29,306
DPS (원)	50	50	50	50
배당성향 (%)	-8.1	14.7	1.3	0.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	13.7	187.6	146.7	39.4
EBITDA증가율 (%)	275.0	273.3	296.4	46.8
조정영업이익증가율 (%)	-	2,000.0	661.9	52.5
EPS증가율 (%)	-	-	938.2	57.7
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.2	5.8	5.3
재고자산 회전율 (회)	2.9	4.7	5.6	5.2
매입채무 회전율 (회)	10.0	12.0	10.8	9.5
ROA (%)	-3.4	1.3	8.1	10.0
ROE (%)	-9.4	2.2	14.8	19.6
ROIC (%)	0.3	3.2	12.9	14.7
부채비율 (%)	135.9	64.6	96.7	94.1
유동비율 (%)	134.1	320.8	250.5	271.1
순차입금/자기자본 (%)	90.8	7.7	38.4	39.6
조정영업이익/금융비용 (x)	0.3	2.7	16.3	21.9

자료: 엘앤에프, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2021.05.20	매수	155,000	-	-
2021.03.30	매수	125,000	-27.61	-18.72
2021.01.11	매수	105,000	-28.33	-17.62
2020.12.01	매수	71,000	-8.83	7.75
2020.07.27	매수	51,000	-18.15	-0.20
2020.02.28	매수	28,920	-17.83	38.14
2019.05.30	매수	38,560	-38.67	-15.00
2018.09.27	매수	58,803	-44.69	-28.20

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엘앤에프 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.