

# 엘앤에프 (066970)

## 고PER 매수

### 2021년 2분기~3분기 중 본격적인 수익성 개선 전망

2020년 3분기 실적은 ESS 수요 대응 위한 신규 CAPA 2만톤(기존CAPA 2만톤) 고정비 반영 불구 고객사 ESS 프로젝트 물량 상당 부분이 2021년으로 이연되며 수익성이 일시적으로 악화됐다. 4분기에는 ESS 수요 회복과 함께 본격적인 EV 양극재 공급이 시작되면서 전사 실적은 매출 YoY +78% 증가 전망된다(ESS 매출 YoY +106%). 특히 분기 기준 EV 양극재 매출 비중이 처음으로 20%까지 상승하며 외형 성장 견인할 전망이다. 한편, 신규 CAPA 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과 확인 가능한 시기는 2021년 2분기 중으로 예상된다. 이에 따라 2021년 3분기부터 본격적인 수익성 개선이 가능할 전망이다.

### EV 매출 비중 급상승

2021년 실적은 매출 7,142억원(YoY +76%), 영업이익 380억원(YoY +874%), 지배지분 순이익 212억원(YoY +2,745%)로 가파른 성장이 전망된다. 현재 2만톤 수준인 CAPA는 2022년부터 7만톤이 가동되며 이에 따라 매출은 최소 1.2조원 이상 달성 가능할 전망이다(2022년 매출 YoY +73%). 매출 증가 과정에서 수익성 역시 정상화되며 영업이익률은 2020년 0.2%, 2021년 5.3%, 2022년 8%로 상승 전망한다. EV 소재 매출 비중은 2019년 0%, 2020년 11%, 2021년 66%, 2022년 73%로 상승할 전망이다.

### 목표주가 56,000원으로 상향

목표주가를 56,000원으로 10% 상향한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS에 소재 업체 평균 PER을 50% 할인한 20배를 적용하여 산출하였다. 향후 2년간 연평균 매출 성장 70% 이상 예상되는 상황에서 신규 CAPA 가동률 상승에 따른 고정비 부담 감소, 영업 및 재무 레버리지 효과 맞물리며 EPS는 2020년 29원, 2021년 756원, 2022년 2,835원으로 가파른 상승이 전망된다. 유상증자는 이미 완료된 상황에서 추가 자금조달에 대한 차입 계획이 세워져 있는 것 역시 긍정적이다. EV 양극재 매출 비중 및 수익성 상승 과정에서 멀티플 역시 정상화될 것으로 판단한다. 전형적인 성장주로서 고PER에 매수해 저PER에 매도하는 전략이 필요한 시점이라고 판단된다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

TP(12M): 56,000원(상향) | CP(11월23일): 44,100원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	873.29
52주 최고/최저(원)	47,300/13,303
시가총액(십억원)	1,237.4
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	28,058.7
60일 평균 거래량(천주)	602,209.7
60일 평균 거래대금(십억원)	25.2
20년 배당금(예상, 원)	48
20년 배당수익률(예상, %)	0.11
외국인지분율(%)	13.41
주요주주 지분율(%)	
새로닉스 외 12 인	28.37

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	453.8	623.6
영업이익(십억원)	11.2	26.2
순이익(십억원)	4.9	24.0
EPS(원)	298	628
BPS(원)	5,436	6,205

#### Stock Price



주가상승률	1M	6M	12M
절대	11.9	86.0	128.7
상대	3.6	50.9	66.0

#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	505.7	313.3	406.3	714.2	1,235.2
영업이익	십억원	27.0	(7.7)	3.9	38.0	99.1
세전이익	십억원	25.9	(10.7)	(0.1)	22.9	85.8
순이익	십억원	19.4	(9.0)	0.8	21.2	79.5
EPS	원	758	(350)	29	756	2,835
증감율	%	(3.56)	적전	흑전	2,506.90	275.00
PER	배	46.29	(60.46)	1,520.69	58.33	15.56
PBR	배	5.99	3.90	8.89	7.77	5.21
EV/EBITDA	배	27.58	219.99	87.97	30.39	14.02
ROE	%	14.83	(6.66)	0.60	15.22	42.19
BPS	원	5,860	5,424	4,960	5,674	8,467
DPS	원	96	48	48	48	48



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

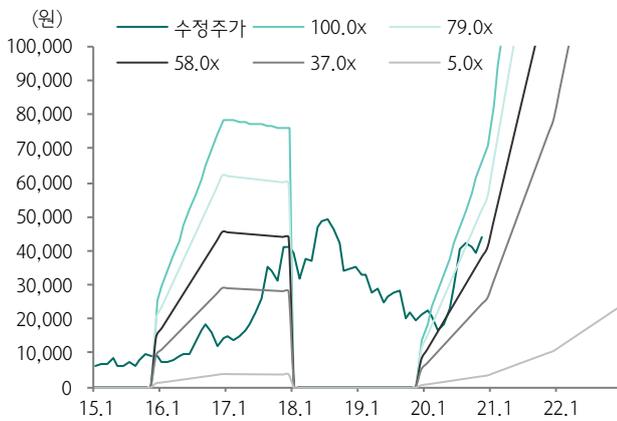
표 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>102.1</b>	<b>69.1</b>	<b>84.2</b>	<b>151.0</b>	<b>164.3</b>	<b>171.4</b>	<b>178.6</b>	<b>200.0</b>	<b>313.3</b>	<b>406.3</b>	<b>714.2</b>	<b>1,235.2</b>
EV	3.2	3.5	9.3	28.8	62.4	77.1	91.1	240.8	-	44.7	471.4	901.7
ESS	40.8	27.6	36.2	70.0	37.8	62.3	63.1	-	125.3	174.7	142.8	247.0
IT 및 전동공구	58.1	38.0	38.8	52.1	64.1	32.0	24.4	20.3	188.0	186.9	100.0	86.5
								20.5				
<b>영업이익</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>3.5</b>	<b>4.7</b>	<b>12.3</b>	<b>17.5</b>	<b>-7.7</b>	<b>3.9</b>	<b>38.0</b>	<b>99.1</b>
영업이익률	1.5%	3.7%	-1.6%	0.8%	2.1%	2.8%	6.9%	8.8%	-2.4%	1.0%	5.3%	8.0%
<b>지배순이익</b>	<b>3.0</b>	<b>0.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.6</b>	<b>1.1</b>	<b>7.8</b>	<b>11.7</b>	<b>-9.0</b>	<b>0.7</b>	<b>21.2</b>	<b>79.5</b>
순이익률	2.9%	0.3%	-4.2%	0.7%	0.3%	0.6%	4.4%	5.9%	-2.9%	0.2%	3.0%	6.4%
<b>YoY</b>												
매출액	16%	0%	18%	78%	61%	148%	112%	32%	-38%	30%	76%	73%
EV	-	-	-	-	1873%	2134%	883%	736%	-	-	-	-
ESS	16%	0%	27%	106%	-7%	125%	74%	-129%	-48%	39%	-18%	73%
IT 및 전동공구	10%	-9%	-10%	2%	10%	-16%	-37%	-139%	60%	46%	14%	7%
영업이익	-199%	-173%	-28%	-253%	131%	85%	-1030%	1402%	-128%	-151%	874%	161%
지배순이익	-321%	-108%	68%	-135%	-81%	453%	-321%	1001%	-146%	-108%	2745%	275%

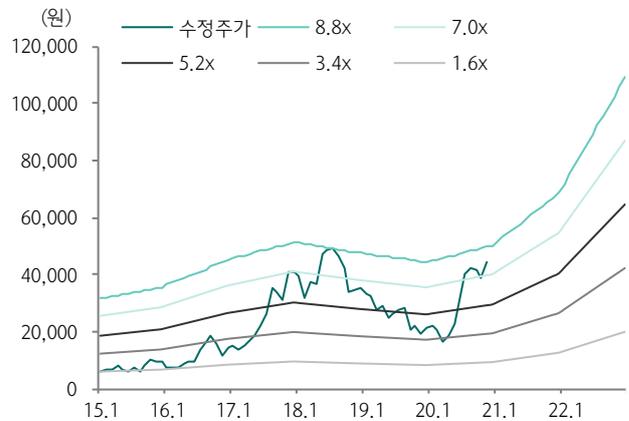
자료: 하나금융투자

그림 2. 엘앤에프 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 3. 엘앤에프 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>505.7</b>	<b>313.3</b>	<b>406.3</b>	<b>714.2</b>	<b>1,235.2</b>
매출원가	457.3	298.1	376.4	633.6	1,056.3
매출총이익	48.4	15.2	29.9	80.6	178.9
판매비	21.4	22.9	26.0	42.6	79.9
<b>영업이익</b>	<b>27.0</b>	<b>(7.7)</b>	<b>3.9</b>	<b>38.0</b>	<b>99.1</b>
금융손익	(3.6)	(4.5)	(9.0)	(15.1)	(13.3)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	1.5	5.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>25.9</b>	<b>(10.7)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>22.9</b>	<b>85.8</b>
법인세	6.0	(1.9)	(1.0)	1.7	6.2
계속사업이익	19.9	(8.8)	0.9	21.2	79.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>19.9</b>	<b>(8.8)</b>	<b>0.9</b>	<b>21.2</b>	<b>79.6</b>
비배주주지분 손익	0.5	0.2	0.1	0.0	0.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>19.4</b>	<b>(9.0)</b>	<b>0.8</b>	<b>21.2</b>	<b>79.5</b>
지배주주지분포괄이익	19.9	(9.2)	2.6	6.2	23.2
NOPAT	20.7	(6.3)	(32.6)	35.2	91.9
EBITDA	37.1	3.6	17.8	57.2	122.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	25.48	(38.05)	29.68	75.78	72.95
NOPAT증가율	(36.50)	적전	적지	흑전	161.08
EBITDA증가율	(5.60)	(90.30)	394.44	221.35	113.29
영업이익증가율	(8.16)	적전	흑전	874.36	160.79
(지배주주)순이익증가율	(2.51)	적전	흑전	2,550.00	275.00
EPS증가율	(3.56)	적전	흑전	2,506.90	275.00
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	9.57	4.85	7.36	11.29	14.48
EBITDA이익률	7.34	1.15	4.38	8.01	9.88
영업이익률	5.34	(2.46)	0.96	5.32	8.02
계속사업이익률	3.94	(2.81)	0.22	2.97	6.44

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>199.0</b>	<b>206.2</b>	<b>352.8</b>	<b>427.9</b>	<b>706.1</b>
금융자산	13.7	3.3	65.8	47.8	235.6
현금성자산	11.4	0.8	60.9	42.1	229.3
매출채권	49.1	57.4	86.1	107.6	139.9
재고자산	121.3	138.6	221.8	293.8	381.9
기타유동자산	14.9	6.9	(20.9)	(21.3)	(51.3)
<b>비유동자산</b>	<b>132.0</b>	<b>210.0</b>	<b>254.2</b>	<b>375.0</b>	<b>412.0</b>
투자자산	1.3	2.0	2.0	2.0	2.0
금융자산	1.3	2.0	2.0	2.0	2.0
유형자산	121.8	196.5	239.5	361.5	399.7
무형자산	6.2	8.5	8.0	6.8	5.7
기타비유동자산	2.7	3.0	4.7	4.7	4.6
<b>자산총계</b>	<b>331.0</b>	<b>416.2</b>	<b>607.0</b>	<b>802.8</b>	<b>1,118.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>140.8</b>	<b>187.5</b>	<b>231.3</b>	<b>254.3</b>	<b>322.5</b>
금융부채	91.1	146.9	160.7	160.7	160.7
매입채무	34.2	29.0	51.5	68.2	117.9
기타유동부채	15.5	11.6	19.1	25.4	43.9
<b>비유동부채</b>	<b>47.2</b>	<b>96.9</b>	<b>243.7</b>	<b>396.6</b>	<b>565.2</b>
금융부채	42.2	91.9	234.9	384.9	544.9
기타비유동부채	5.0	5.0	8.8	11.7	20.3
<b>부채총계</b>	<b>188.0</b>	<b>284.4</b>	<b>475.1</b>	<b>650.9</b>	<b>887.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>140.6</b>	<b>129.4</b>	<b>129.3</b>	<b>149.3</b>	<b>227.7</b>
자본금	12.4	12.4	12.4	12.4	12.4
자본잉여금	79.9	80.0	80.0	80.0	80.0
자본조정	(11.9)	(11.9)	(11.9)	(11.9)	(11.9)
기타포괄이익누계액	14.1	14.1	14.2	14.2	14.2
이익잉여금	46.1	34.8	34.6	54.6	133.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>143.0</b>	<b>131.8</b>	<b>131.9</b>	<b>151.9</b>	<b>230.4</b>
순금융부채	119.5	235.5	329.7	497.8	470.0

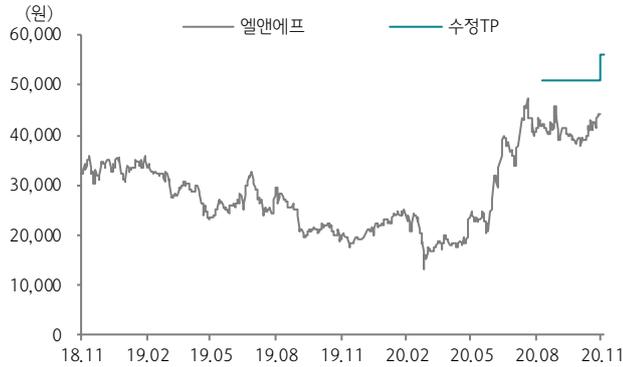
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	758	(350)	29	756	2,835
BPS	5,860	5,424	4,960	5,674	8,467
CFPS	1,660	350	953	2,038	4,348
EBITDAPS	1,447	138	672	2,038	4,348
SPS	19,728	12,197	15,298	25,455	44,022
DPS	96	48	48	48	48
<b>주가지표(배)</b>					
PER	46.29	(60.46)	1,520.69	58.33	15.56
PBR	5.99	3.90	8.89	7.77	5.21
PCFR	21.14	60.46	46.27	21.64	10.14
EV/EBITDA	27.58	219.99	87.97	30.39	14.02
PSR	1.78	1.73	2.88	1.73	1.00
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	14.83	(6.66)	0.60	15.22	42.19
ROA	6.51	(2.41)	0.15	3.01	8.28
ROIC	8.59	(1.98)	(7.83)	6.27	13.40
부채비율	131.47	215.73	360.26	428.44	385.35
순부채비율	83.59	178.69	250.03	327.64	204.00
이자보상배율(배)	7.40	(1.80)	0.53	1.93	3.50

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(2.8)</b>	<b>(25.3)</b>	<b>(27.6)</b>	<b>(26.9)</b>	<b>89.0</b>
당기순이익	19.9	(8.8)	0.9	21.2	79.6
조정	1	1	2	2	2
감가상각비	10.1	11.2	13.9	19.2	22.9
외환거래손익	0.1	0.4	0.6	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(9.2)	(10.6)	(12.5)	(17.2)	(20.9)
영업활동 자산부채 변동	(35.7)	(28.0)	(46.6)	(67.3)	(13.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(32.5)</b>	<b>(88.0)</b>	<b>(59.8)</b>	<b>(140.8)</b>	<b>(60.6)</b>
투자자산감소(증가)	(1.1)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(30.8)	(84.9)	(56.5)	(140.0)	(60.0)
기타	(0.6)	(2.4)	(3.3)	(0.8)	(0.6)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>24.8</b>	<b>102.7</b>	<b>147.8</b>	<b>148.8</b>	<b>158.8</b>
금융부채증가(감소)	25.0	105.6	150.7	150.0	160.0
자본증가(감소)	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.8)	(1.8)	0.0	0.0
배당지급	(2.1)	(2.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)
<b>현금의 증감</b>	<b>(11.0)</b>	<b>(10.5)</b>	<b>60.1</b>	<b>(18.8)</b>	<b>187.2</b>
Unlevered CFO	42.6	9.0	25.3	57.2	122.0
Free Cash Flow	(33.7)	(110.9)	(85.9)	(166.9)	29.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엘앤에프



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.23	BUY	56,000		
20.9.1	BUY	51,000	-19.88%	-10.39%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.97%	8.03%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 11월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 11월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.