COMPANY ANALYSIS

엘앤에프 (066970)

비밀번호 TSLA

2020.12.1

매수
(유지)

목표가: 71,000원 ▲
상승여력: 32.0%

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com

목표주가 71,000원으로 상향

Tesla 향 공급 가시성 확보, 목표주가 상향

- 목표주가 71,000원으로 상향 조정, Tesla 향 NCMA 21년 하반기 공급 본격화 전망
- 22년 예상 EPS +21% 상향 조정
- Target P/E 30배로 상향 조정(기존 25배) → 포스코케미칼 등 Peer 멀티플 상승 반영
- 최근 몇 년간 경쟁사 대비 늦었던 증설로 인하여 상대적으로 저평가 받았으나
- 최근 2,100억원(3만톤) 투자를 통해 글로벌 Top-Tier 수준의 생산능력 보유하게 될 것

Tesla 향 NCMA 21년 공급 본격화될 것으로 전망

Tesla의 출시 스케줄 감안 시, 베를린 공장 대응 용일 가능성 높음

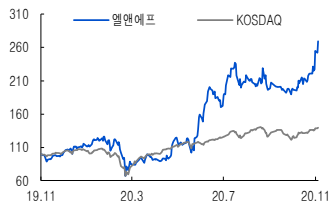
- Tesla 21년 하반기 베를린 공장 가동 시작 → 모델 Y 및 모델 3 생산 시작
- 베를린 공장 초기 생산 차량은 LG화학이 수주할 가능성이 높은 상황이며, 동사는 LG화학을 통해 NCMA 공급할 것으로 예상 → NCMA 라인 가동 2분기 말 시작 전망
- 베를린 공장에서 생산 예정인 모델 Y 및 모델 3 출하 전망치 역산 시,
- Tesla 향 NCMA 매출액 21년 3,400억원 수준, 21년 전사 매출 중 51% 차지할 전망
- 국내외 모든 배터리 소재 업체 중, Tesla 향 매출 노출도가 가장 높을 것으로 예상되며,
- Tesla의 신규 공장 가동 및 신제품 출시에 따른 매출 성장 21년부터 본격화될 것

자사주 매각 등으로 중장기 성장을 위한 자금 조달 가능

보통주 주가 50,000원 기준, 1,870억원 수준 자사주 보유

- 3분기 말 기준 자사주 3.7백만주 보유, 주가 50,000원 가정 시 1,870억원 수준
- 21년, 22년 예상 EBITDA 각각 500억원, 1,190억원 예상
- 자사주 매각 등 중장기 성장을 위한 자금 조달 방안 다양하게 진행될 것으로 판단

Key data



현재주가(20/12/1,원)	53,800	시가총액(십억원)	1,510
영업이익(20F,십억원)	4	발행주식수(백만주)	28
Consensus 영업이익(20F,십억원)	5	유동주식비율(%)	57.1
EPS 성장률(20F,%)	-	외국인 보유비중(%)	15.2
P/E(20F,x)	3,425.3	베타(12M) 일간수익률	1.05
MKT P/E(20F,x)	-	52주 최저가(원)	13,303
KOSDAQ	891.29	52주 최고가(원)	53,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	37.4	129.2	175.6
상대주가	22.2	89.2	95.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	403	506	313	367	671	1,321
영업이익 (십억원)	29	27	-8	4	26	86
영업이익률 (%)	7.2	5.3	-2.6	1.1	3.9	6.5
순이익 (십억원)	20	19	-9	0	17	67
EPS (원)	786	758	-350	16	594	2,376
ROE (%)	19.0	14.8	-6.7	0.2	7.6	25.7
P/E (배)	52.5	46.3	-	3,425.3	90.5	22.6
P/B (배)	8.0	6.0	3.9	6.8	6.4	5.0
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1

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

글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

표 1. Tesla 베를린 신규 라인 출하량에 따른 엘앤에프 NCAM 중장기 매출 전망

	2021F	2022F	2023F	2024F
베를린 모델 Y 출하량(대)	45,000	100,000	160,000	240,000
6개월 롤링(대)	72,500	130,000	200,000	270,000
대당 용량(Kwh)	75	75	75	75
총 용량(Gwh)	5	10	15	20
양극재 사용량(톤) / Gwh	1,300	1,300	1,300	1,300
NCMA 양극재 사용량	7,069	12,675	19,500	26,325
판가(달러)/kg	26	25	24	23
매출 가정(십억원) -(1)	202	349	515	666
	2021F	2022F	2023F	2024F
베를린 모델 3 출하량(대)	35,000	80,000	100,000	120,000
6개월 롤링(대)	57,500	90,000	110,000	130,000
대당 용량(kwh)	65	65	65	65
총 용량	4	6	7	8
양극재 사용량(톤) / Gwh	1,300	1,300	1,300	1,300
NCMA 양극재 사용량	4,859	7,605	9,295	10,985
판가(달러)/kg	26	25	24	23
매출 가정(십억원) -(2)	139	209	245	278
베를린 모델 Y + 모델 3 NCMA 매출액 예상	**341**	**558**	**760**	**944**

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 엘앤에프 Valuation Table

		비고
2022F EPS (십억원)	2,376	
Target P/E (x)	30.0	에코프로비엠과 포스코케미칼 22년 평균 P/E 적용
목표주가 (원)	71,000	
현재주가 (원)	53,800	
상승여력 (%)	32.0%	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 엘앤에프 분기 실적 추정 (십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	19	20	21F
매출액	102.1	69.1	84.3	111.4	114.9	158.9	180.4	217.2	313.3	366.8	671.4
영업이익	1.5	2.6	-1.3	1.7	2.0	5.9	7.7	10.0	-7.7	4.5	25.6
세전이익	2.9	-1.3	-3.2	0.7	2.0	3.9	5.7	8.0	-10.0	-0.9	19.6
당기순이익	2.8	0.6	-3.5	0.7	1.7	3.3	4.9	6.8	-7.5	0.6	16.7
영업이익률	1.5	3.7	-1.6	1.6	1.7	3.7	4.3	4.6	-2.4	1.2	3.8
세전이익률	2.8	-1.9	-3.8	0.7	1.7	2.4	3.2	3.7	-3.2	-0.2	2.9
순이익률	2.7	0.9	-4.2	0.7	1.4	2.1	2.7	3.1	-2.4	0.2	2.5
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	20.1	-32.3	22.0	32.2	3.2	38.3	13.5	20.4	-38.0	17.1	83.1
영업이익	흑전	70.7	적전	흑전	13.1	200.8	31.5	29.3	적전	흑전	472.9
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	167.9	98.7	47.8	39.5	적전	적지	흑전
당기순이익	흑전	-78.3	적전	흑전	127.7	98.7	47.8	39.5	적전	흑전	2,782.3

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**313**	**367**	**671**	**1,321**
매출원가	**298**	**339**	**620**	**1,202**
매출총이익	**15**	**28**	**51**	**119**
판매비와관리비	**23**	**23**	**26**	**33**
조정영업이익	**-8**	**4**	**26**	**86**
영업이익	**-8**	**4**	**26**	**86**
비영업손익	**-3**	**-5**	**-6**	**-8**
금융손익	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-11	-1	20	78
계속사업법인세비용	-2	-1	3	12
계속사업이익	-9	1	17	67
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-9**	**1**	**17**	**67**
지배주주	-9	0	17	67
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-9**	**1**	**17**	**67**
지배주주	-9	1	17	68
비지배주주	0	0	0	-1
EBITDA	4	19	50	119
FCF	-111	-35	-192	-47
EBITDA 마진율 (%)	1.3	5.2	7.5	9.0
영업이익률 (%)	-2.6	1.1	3.9	6.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.9	0.0	2.5	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**206**	**262**	**438**	**602**
현금 및 현금성자산	1	4	8	4
매출채권 및 기타채권	58	76	100	160
재고자산	139	154	300	395
기타유동자산	8	28	30	43
비유동자산	**210**	**233**	**329**	**387**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	197	219	316	375
무형자산	9	8	7	5
자산총계	**416**	**495**	**767**	**989**
유동부채	**187**	**169**	**220**	**314**
매입채무 및 기타채무	36	47	92	176
단기금융부채	147	116	116	116
기타유동부채	4	6	12	22
비유동부채	**97**	**112**	**319**	**380**
장기금융부채	92	106	306	356
기타비유동부채	5	6	13	24
부채총계	**284**	**282**	**538**	**695**
지배주주지분	**130**	**211**	**226**	**292**
자본금	12	14	14	14
자본잉여금	80	160	160	160
이익잉여금	35	34	50	115
비지배주주지분	**2**	**3**	**3**	**3**
자본총계	**132**	**214**	**229**	**295**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-25**	**3**	**-72**	**43**
당기순이익	-9	1	17	67
비현금수익비용가감	18	22	27	44
유형자산감가상각비	10	13	23	31
무형자산상각비	1	2	2	1
기타	7	7	2	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-28	-17	-113	-56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-68	-22	-58
재고자산 감소(증가)	-17	-15	-146	-95
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	37	36	68
법인세납부	-2	0	-3	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	**-88**	**-55**	**-123**	**-96**
유형자산처분(취득)	-85	-36	-120	-90
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-1	-3	-6
기타투자활동	-1	-17	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**103**	**56**	**199**	**49**
장단기금융부채의 증가(감소)	106	-23	200	50
자본의 증가(감소)	0	82	0	0
배당금의 지급	-2	-1	-1	-1
기타재무활동	-1	-2	0	0
현금의 증가	**-11**	**4**	**4**	**-4**
기초현금	11	1	4	8
기말현금	1	4	8	4

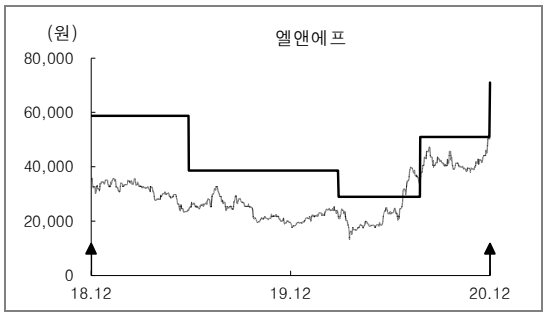
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	3,425.3	90.5	22.6
P/CF (x)	60.4	63.5	34.5	13.7
P/B (x)	3.9	6.8	6.4	5.0
EV/EBITDA (x)	220.0	91.3	38.2	16.5
EPS (원)	-350	16	594	2,376
CFPS (원)	350	847	1,561	3,941
BPS (원)	5,424	7,869	8,422	10,755
DPS (원)	48	48	48	48
배당성향 (%)	-11.9	202.7	7.0	1.8
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	-38.1	17.3	82.8	96.9
EBITDA증가율 (%)	-89.2	375.0	163.2	138.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	550.0	230.8
EPS증가율 (%)	-	-	3,612.5	300.0
매출채권 회전율 (회)	5.9	5.6	7.8	10.5
재고자산 회전율 (회)	2.4	2.5	3.0	3.8
매입채무 회전율 (회)	9.4	10.1	11.1	11.1
ROA (%)	-2.4	0.1	2.6	7.6
ROE (%)	-6.7	0.2	7.6	25.7
ROIC (%)	-2.0	-0.9	4.2	10.6
부채비율 (%)	215.7	131.9	235.1	235.8
유동비율 (%)	110.0	154.6	199.3	191.5
순차입금/자기자본 (%)	178.7	92.4	170.6	149.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.8	0.0	0.0	0.0

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프 (066970)				
2020.12.01	매수	71,000	-	-
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



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 주가하락이 예상		

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.