

엘앤에프(066970)

매수(신규) / TP: 54,000원

주가(10/10, 원)	37,850
시가총액(십억원)	937
발행주식수(백만)	25
52주 최고/최저가(원)	54,500/31,450
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	15,510
유동주식비율(%)	55.5
외국인지분율(%)	10.9
주요주주(%)	새로닉스 외 14 인 29.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	250	14	6	312	NM	24	47.9	17.4	3.6	8.2	0.3
2017A	403	29	20	963	208.7	39	44.4	28.9	8.0	19.0	0.2
2018F	515	33	20	947	(1.7)	45	40.0	22.8	6.1	15.0	0.3
2019F	678	55	36	1,736	83.3	69	21.8	15.1	4.9	22.5	0.3
2020F	963	89	61	2,906	67.5	105	13.0	10.1	3.7	28.7	0.3

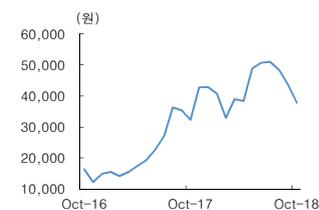
주: 순이익은 지분법적용 순이익

상위업체의 수혜 폭이 가장 크다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.4)	0.8	1.5
상대주가(%p)	(4.0)	15.6	(12.7)

주가추이



선두업체로서 당연한 프리미엄: 매수 의견과 목표주가 54,000원으로 분석을 개시한다. 2019년 예상 EPS에 국내 양극재 업체들의 2019년 PER을 30% 할증했다. 최근 주가는 원재료 가격 하락에 따른 평가하락 우려로 고점대비 32.1% 하락하며 밸류에이션 부담이 많이 완화된 상태다. 통상적으로 2차전지 소재업체들의 가장 높은 진입장벽은 2차전지 업체와의 관계다. 전기차에 탑재될 소재에 대한 테스트는 최소 2년이상의 많은 시간과 비용이 소요되기 때문이다. 따라서 샘플 테스트도 우호적인 관계의 소재 업체 위주로 진행될 가능성이 높다. 엘앤에프는 2차전지 업체와의 관계도 우호적일뿐더러 전기차향 납품 이력도 보유하고 있기 때문에 이미 높은 진입장벽을 넘은 셈이다. 프리미엄 부여는 타당하다.

대세는 NCM, NCM시장 국내 선두: 양극활물질 시장에서는 그 동안 주를 이뤘던 LCO 계열보다 대용량 이차전지에 적합한 삼원계(NCM·NCA) 혹은 사원계(NCMA)가 주목받고 있다. 중대형 배터리 시장의 확대에 의해 2017년 이후 NCM의 수요는 평균 43.7%, NCA 54.2%로 급성장할 것으로 예상된다. 특히 NCM이 전체 양극활물질 시장에서 차지하는 비중은 17년 37.5%, 20년 55%, 25년 62%까지 높아져 양극재 시장의 주류가 될 전망이다. 특히 중국의 전기차용 양극재 재료 변화가 가장 크게 기여할 것이다. 2차전지 소재의 원가 내 가장 비중이 높은 양극재다. 양극재 중에서도 가장 비중이 높아질 NCM에 대한 높은 기술력과 생산능력을 보유하고 있는 엘앤에프의 수혜폭이 타 소재업체들 대비 가장 클 것이다.

증설은 곧 실적: 양극활물질에 대한 증설이 단계적으로 이루어지고 있다. 엘앤에프의 생산능력은 15년 10,000톤에서 16년 12,700톤, 17년 14,500톤으로 매년 확대됐다. 올해도 증설과 꾸준한 개보수를 통해 연말 기준 생산능력은 19,000톤에 이를 것이다. 단위 캐파당 생산성은 업계 최고수준이다. 19년말에는 지난 5월 공시한 770억원 규모의 1단계 투자가 완료돼 12,000톤 규모의 생산능력이 추가된다. 20년부터 온기 반영되며 총 생산능력은 31,000톤에 달할 전망이다. 이번 투자는 1단계에 불과해 향후에도 비슷한 규모의 2단계, 3단계 투자가 지속될 것이다. 이에 따라 20년 말에는 43,000톤의 생산능력을 보유하게 된다.

조민영

minyong@truefriend.com

타 소재 업체보다 엘앤에프의 생산능력 증설 계획이 다소 소극적으로 보일 수 있으나 고객사 확보 여부에 맞춰 무리한 증설은 지양하고 있는 상황이다. 이에 따라 엘앤에프의 실적은 생산능력 증설과 안정적으로 비례하게 늘어날 것이다.

기술 경쟁력 우위 유지: 엘앤에프의 양극활물질 매출중 NCM523, 622, 니켈 함량 70%의 하이니켈 양극재의 비중이 80%가 넘어 대부분을 차지한다. 향후 고출력, 고밀도의 성능개선을 위해선 니켈 비중이 80%에 달하는 NCM811의 개발은 필수적이다. NCM111에서부터 622까지 개발되는 과정에서 선두업체는 항상 후발업체와의 기술격차를 유지해왔다. 엘앤에프는 하이니켈계 NCM에 대한 특허를 보유하고 있으며 국내 소재업체들 중 NCM 양극활물질 특허가 가장 많다. 이에 따라 NCM811 개발에 있어서도 선발업체의 기술 경쟁력 우위는 계속 유지될 것이다.

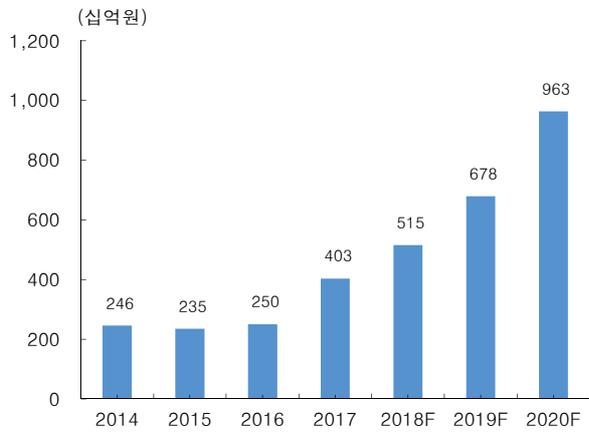
실적 전망: 2018년 매출액과 영업이익은 5,149억원, 334억원으로 전년대비 각각 27.8%, 13.8% 성장률을 기록해 시장 예상치를 하회할 전망이다. 주된 이유는 메탈 등 원재료가격 하락에 기인한다. 주요 원재료인 코발트는 8월 이후 하락세를 이어왔다. 원재료 가격 하락으로 인한 판가하락과 하반기 재고평가 손실에 따른 영업이익률 감소가 불가피하다. 하지만 수요증가로 인한 원재료 가격 안정세와 코발트 비중이 낮은 하이니켈계 NCM 매출 비중의 상승으로 영업이익률은 19년부터 본격적으로 개선될 전망이다. 영업이익률은 18년 6.5%, 19년 8.0% 20년 9.2%로 점진적으로 상승할 것이다. 단기 실적 악화에 대한 우려는 이미 주가에 반영됐다. 장기적으로 2차전지와 NCM 양극재 수요가 견조한 가운데 일시적인 실적 부진이 예상되는 3분기 실적발표 전후는 매수 적기라 판단한다.

〈표 27〉 엘앤에프 목표주가 산출내역

항목	2018F	2019F	비고
순이익(십억원)	19.9	36.5	
유통주식수(천주)	24,758	24,758	국내 2차전지 소재 업체들의 2019년평균 PER에 30% 할증
EPS(원)	946.9	1,735.7	
Target PER(배)	31	31	
주당가치(원)	29,354	53,807	
목표주가(원)		54,000	

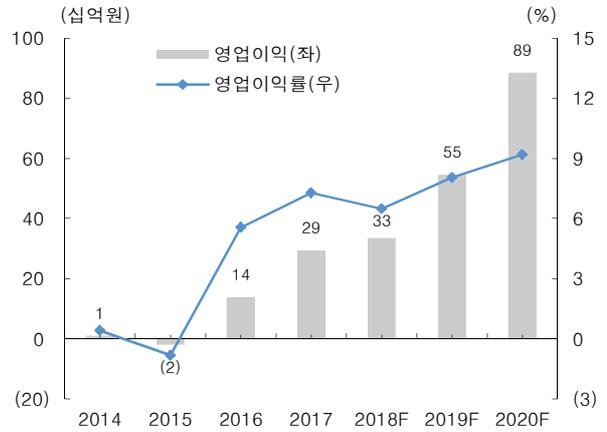
주: 10월 8일 종가 기준
자료: 한국투자증권

[그림 93] 매출액 추이



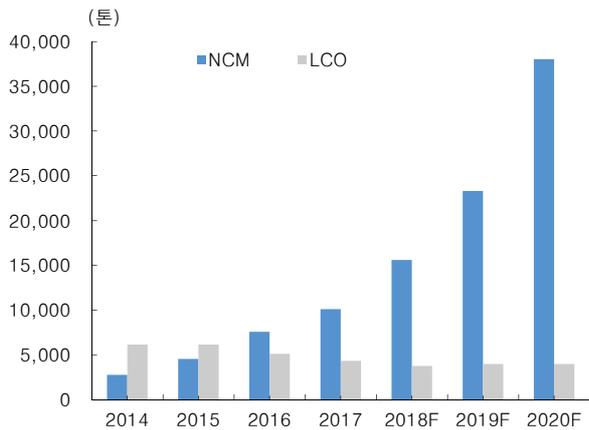
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 94] 영업이익 및 영업이익률



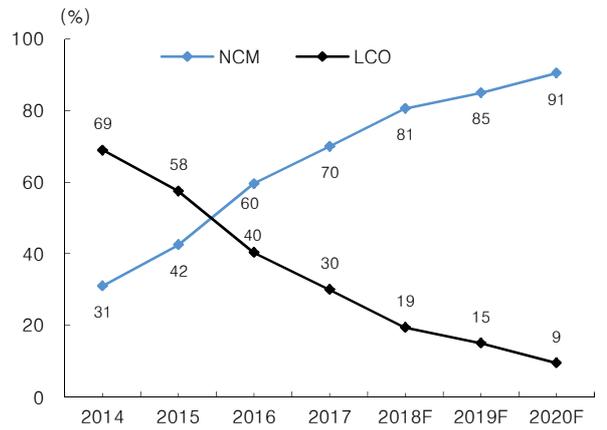
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 95] 양극활물질 생산능력



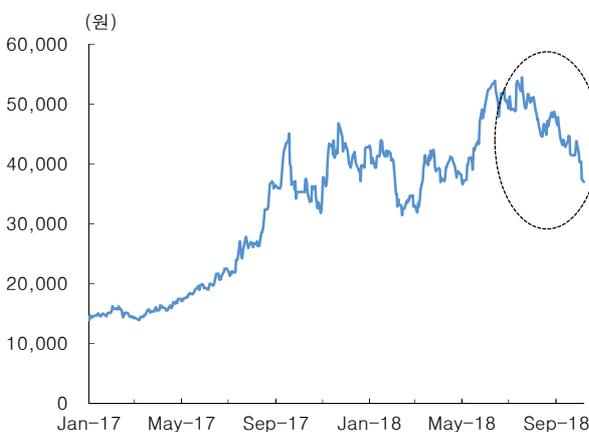
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 96] 양극활물질별 생산능력 비중



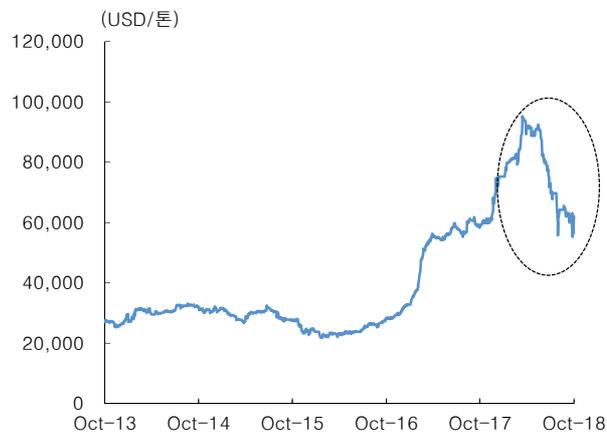
자료: 엘앤에프, 한국투자증권

[그림 97] 엘앤에프 주가 추이



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 98] 코발트 가격 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

〈표 28〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018F				2019F				2018F	2019F	2020F
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	122.3	134.3	127.9	130.3	145.5	148.4	160.3	224.2	514.9	678.4	963.0
매출원가	108.8	119.2	115.5	117.3	129.0	131.5	141.9	198.0	460.8	600.3	840.7
매출원가율	89.0	88.7	90.3	90.0	88.7	88.6	88.5	88.3	89.5	88.5	87.3
매출총이익	13.4	15.1	12.4	13.0	16.4	16.9	18.4	26.2	54.0	78.0	122.3
매출총이익률	11.0	11.3	9.7	10.0	11.3	11.4	11.5	11.7	10.5	11.5	12.7
판관비	5.4	5.2	4.8	5.2	5.6	5.7	5.9	6.2	20.6	23.4	33.7
판관비율	4.4	3.9	3.8	4.0	3.8	3.9	3.7	2.8	4.0	3.5	3.5
영업이익	8.1	9.9	7.6	7.8	10.9	11.2	12.5	20.0	33.4	54.6	88.6
영업이익률	6.6	7.4	5.9	6.0	7.5	7.5	7.8	8.9	6.5	8.0	9.2
매출액 비중	7.5	10.6	5.4	5.2	9.7	9.8	10.7	18.3	28.7	48.5	81.3
NCM	6.1	7.9	4.2	4.0	6.7	6.6	6.7	8.2	5.6	7.2	8.4
LCO	5.6	6.7	4.2	4.1	7.6	7.7	8.4	14.3	20.6	37.9	63.4

자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요

엘앤에프는 NCM 종류의 2차전지 양극활물질을 제조 및 판매하는 기업. 양극활물질의 경쟁력 제고와 재료의 안정적인 조달을 위한 수직계열화 일환으로 자회사 제이에이치화학공업(주)를 설립하였으며, 해당 종속회사에서 양극활물질과 관련된 소재를 양산하고 있음. 동사는 국내 순수자본 기업으로는 최초로 안정성이 탁월하고 가격이 저렴하지만 개발 및 양산이 매우 어려운 니켈복합계의 양산기술개발에 성공하였음. 매출 비중은 2018년 2분기 누적 기준 2차전지용 양극활물질 관련 제품 100%이고, 최대주주는 (주)새로닉스(16.29%).

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	107	161	211	278	385
현금성자산	7	22	31	41	48
매출채권및기타채권	31	49	65	86	122
재고자산	64	85	108	142	202
비유동자산	96	105	114	133	144
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	85	97	104	119	125
무형자산	10	6	8	10	15
자산총계	203	265	325	411	529
유동부채	81	104	134	173	216
매입채무및기타채무	16	25	33	43	61
단기차입금및단기사채	48	56	66	76	86
유동성장기부채	10	19	28	37	46
비유동부채	34	38	45	52	61
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	27	33	38	43	49
부채총계	115	142	179	225	278
지배주주지분	88	121	143	181	244
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	66	78	78	78	78
기타자본	(9)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	9	28	46	80	139
비지배주주지분	(0)	2	3	4	7
자본총계	87	123	146	186	251

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(9)	7	4	19	13
당기순이익	5	21	21	38	63
유형자산감가상각비	8	8	10	12	14
무형자산상각비	2	2	2	2	3
자산부채변동	(34)	(31)	(29)	(36)	(71)
기타	10	7	0	3	4
투자활동현금흐름	(17)	(18)	(17)	(30)	(26)
유형자산투자	(11)	(15)	(17)	(28)	(20)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(3)	(1)	4	4	4
무형자산순증	(2)	(2)	(3)	(5)	(7)
기타	(1)	0	(1)	(1)	(3)
재무활동현금흐름	27	27	21	21	20
자본의증가	22	1	0	0	0
차입금의순증	3	33	24	24	24
배당금지급	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	2	(6)	(1)	(1)	(2)
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	1	15	9	10	7

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	250	403	515	678	963
매출원가	222	358	461	600	841
매출총이익	28	45	54	78	122
판매관리비	14	16	21	23	34
영업이익	14	29	33	55	89
금융수익	1	0	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	4	5	4	4	4
이자비용	3	4	5	7	8
기타영업외손익	(3)	(5)	(1)	(2)	(3)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	7	19	29	49	81
법인세비용	2	(2)	8	11	18
연결당기순이익	5	21	21	38	63
지배주주지분순이익	6	20	20	36	61
기타포괄이익	(0)	4	4	4	4
총포괄이익	5	25	25	42	68
지배주주지분포괄이익	5	24	24	40	65
EBITDA	24	39	45	69	105

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	312	963	947	1,736	2,906
BPS	4,209	5,339	6,178	7,728	10,271
DPS	50	100	100	100	100
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.2	61.4	27.8	31.8	42.0
영업이익증가율	NM	111.9	13.8	63.4	62.3
순이익증가율	NM	249.6	(0.2)	83.7	67.5
EPS증가율	NM	208.7	(1.7)	83.3	67.5
EBITDA증가율	221.3	67.1	14.2	53.0	53.7
수익성(%)					
영업이익률	5.6	7.3	6.5	8.0	9.2
순이익률	2.3	4.9	3.9	5.4	6.3
EBITDA Margin	9.4	9.7	8.7	10.1	10.9
ROA	2.8	8.8	7.0	10.3	13.5
ROE	8.2	19.0	15.0	22.5	28.7
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
배당성향	17.1	10.5	10.6	5.8	3.4
안정성					
순차입금(십억원)	81	83	98	111	126
차입금/자본총계비율(%)	103.4	87.8	90.7	84.3	72.0
Valuation(X)					
PER	47.9	44.4	40.0	21.8	13.0
PBR	3.6	8.0	6.1	4.9	3.7
EV/EBITDA	17.4	28.9	22.8	15.1	10.1