

투자요건(유지)

매수

목표주가(12M, 유지) **61,000원**

현재주가(18/10/25) **37,350원**

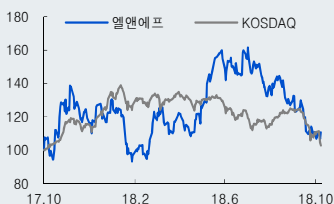
상승여력 **63%**

영업이익(18F, 십억원) 32
Consensus 영업이익(18F, 십억원) 36

EPS 성장률(18F, %) 22.6
MKT EPS 성장률(18F, %) 13.3
P/E(18F, x) 37.4
MKT P/E(18F, x) 8.2
KOSDAQ 686.84

시가총액(십억원) 925
발행주식수(백만주) 25
유동주식비율(%) 55.5
외국인 보유비중(%) 10.8
베타(12M) 일간수익률 0.77
52주 최저가(원) 31,450
52주 최고가(원) 54,500

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -10.0 -1.1 12.0
상대주가 8.5 25.3 12.4



[디스플레이]

김철중
02-3774-1464
chuljoong.kim@miraeasset.com

엘앤에프 (066970)

우려 끝, 성장 시작

3Q18 Review: 당사 추정치 상회

엘앤에프의 3Q18 매출액은 1,300억원(-3.2% QoQ, +12.3% YoY), 영업이익은 73억원(-26.1% QoQ, -29.7% YoY)을 기록하였다. 코발트 가격 하락에도 불구하고, 당사 예상치 보다 양호한 매출액과 수익성을 기록하였다.

전분기 대비 실적이 하락한 것은 코발트 가격 하락 때문이다. 최근 코발트 가격은 3월 말 이후 35% 수준 하락한 상황이다. 특히 코발트 함유 비중이 높은 LCO의 경우, 판가 하락에 따른 매출액 감소가 불가피하다. 반면 NCM의 경우에는 상대적으로 코발트 함유량이 낮아 판가 및 수익성에 미치는 영향이 미미한 것으로 추정된다.

8월 말 이후 코발트 가격이 안정화되기 시작하였다. 코발트 가격 하락은 4분기까지 일정 부분 매출액 및 수익성에 영향을 줄 것으로 예상된다. 그러나 점진적으로 코발트 가격이 안정화되면, 정상적인 수익성으로 회복할 것으로 판단된다. 동사의 적정 영업이익률은 6%~8% 수준인 것으로 추정된다.

2023년 양극재 생산능력 6.5만톤 확보

동사의 생산 능력은 연말 기준으로 18F 1.7만톤 → 19F 2.9만톤 → 23F 6.5만톤 수준으로 급격히 증가할 것으로 예상된다. 후발 업체들의 진입이 예상되는 2020년부터 연간 10%의 판가 인하를 가정하더라도 1.8조원 수준의 매출액이 가능한 생산 능력이다. 신규 라인이 증설될 경우, 수익성 레버리지 역시 일정 수준 가능할 것으로 예상된다. 4Q18부터 매출액 및 수익성이 새로운 구간에 진입할 것으로 예상된다.

2차전지 소재 산업에서 선발 업체에 우호적인 환경이 지속되고 있다. 안전성에 대한 레퍼런스가 확실한 선발 소재 업체는 다수의 배터리 업체와 중장기 공급 계약을 체결하고 있다. 동사 역시 안정적인 고객사 확보를 기반으로 증설을 지속하고 있다. 공급 과잉을 논하기에는 아직 시장이 개화조차 하지 않았다.

19년은 ESS, 20년부터는 전기차

주요 고객사의 연간 생산 능력에 대한 목표치가 지속 상향되고 있다. 특히 예상치 못했던 ESS 수요 증가로 ESS 용 라인에 대한 투자가 본격화되고 있다. 동사는 19년부터 본격적으로 ESS 용 배터리 향 NCM 공급이 예정되어 있다. 관련 매출 증가가 예상된다.

가장 부진한 구간 영업이익률 5.6%, 이제는 성장만 남았다

엘앤에프에 대한 목표주가 61,000원을 유지한다. 가장 부진할 것으로 예상된 구간에서 5.6%라는 양호한 영업이익률을 기록하였다. 향후 Q 성장에 따라 성장하는 일만 남았다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	235	250	403	517	637	1,011
영업이익 (십억원)	-2	14	29	32	45	92
영업이익률 (%)	-0.9	5.6	7.2	6.2	7.1	9.1
순이익 (십억원)	-4	6	20	25	36	75
EPS (원)	-249	262	815	1,000	1,436	3,020
ROE (%)	-6.7	8.2	19.0	18.6	22.1	34.9
P/E (배)	-	57.1	52.5	37.4	26.0	12.4
P/B (배)	2.6	3.6	8.0	6.4	5.2	3.7
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

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

표 1. 엘앤에프 2018년 3분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	3Q17	2Q18	3Q18P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	115.8	134.3	130.0	126.2	135.6	12.3	-3.2
영업이익	10.4	9.9	7.3	6.2	8.4	-29.7	-26.1
영업이익률	9.0	7.4	5.6	4.9	6.2	-3.4	-1.8
세전이익	9.8	10.6	7.0	6.4	8.7	-29.1	-34.3
순이익	7.6	6.7	-	5.1	-	-	-

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

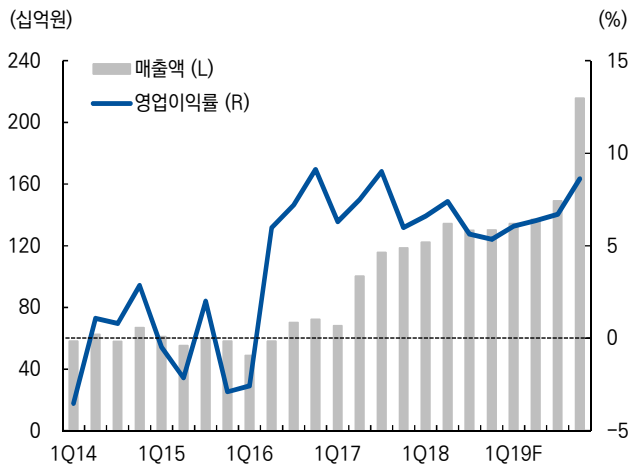
(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	122.3	134.3	130.0	130.1	134.3	137.2	149.2	215.9	403.0	516.7	636.6
영업이익	8.1	9.9	7.3	7.0	8.1	8.7	10.0	18.6	29.4	32.3	45.5
세전이익	7.5	10.6	7.0	7.1	8.3	8.9	10.2	18.8	18.6	32.1	46.1
당기순이익	5.9	6.7	5.4	7.0	6.5	6.9	7.9	14.6	20.7	25.1	36.0
영업이익률	6.6	7.4	5.6	5.3	6.1	6.4	6.7	8.6	7.3	6.2	7.1
세전이익률	6.1	7.9	5.4	5.5	6.2	6.5	6.8	8.7	4.6	6.2	7.2
순이익률	4.8	5.0	4.2	5.4	4.8	5.0	5.3	6.8	5.1	4.9	5.7
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	3.0	9.8	-3.2	0.1	3.2	2.2	8.8	44.7	61.4	28.2	23.2
영업이익	13.6	22.9	-26.3	-4.9	17.0	7.1	14.8	86.0	111.6	9.9	40.9
세전이익	흑전	41.4	-34.1	2.0	16.6	6.9	14.6	84.7	174.0	73.3	43.4
당기순이익	32.4	15.0	-19.2	29.5	-8.1	6.9	14.6	84.7	295.6	21.4	43.5

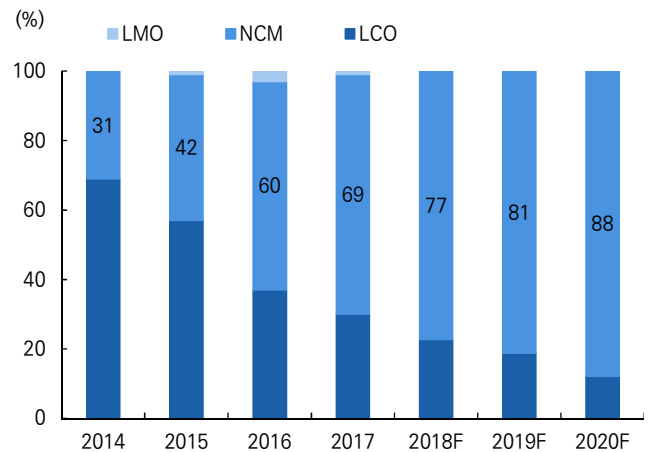
자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망

그림 2. 제품별 매출 비중 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

Global Peer Valuation

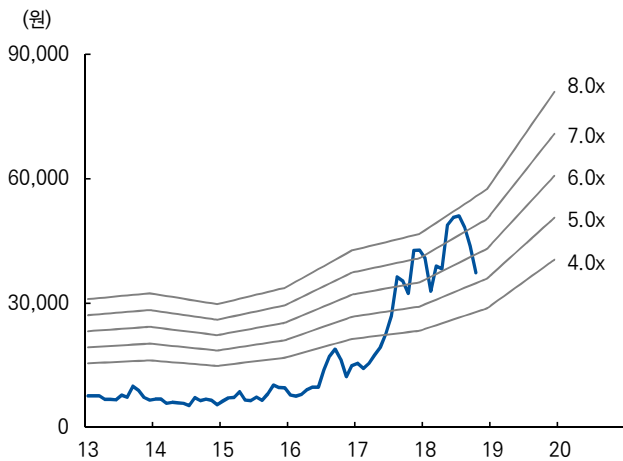
표 3. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F	18F	19F
일진머티리얼즈	2,183	510	635	55	95	59	86	10.8	14.8	37.3	25.5	4.0	3.6	24.9	15.7
엘앤에프	925	517	637	32	45	25	36	18.6	22.1	37.4	26.0	6.4	5.2	25.1	18.6
에코프로	951	632	882	55	83	33	43	20.0	21.5	29.4	22.4	5.4	4.4	14.7	10.5
코스모신소재	376	531	659	16	28	10	19	12.5	19.8	36.3	19.5	4.3	3.5	16.6	10.4
포스코캠텍	4,076	1,365	1,486	115	145	146	173	20.7	20.5	27.8	23.5	5.3	4.4	30.2	23.8
코스모화학	279	679	871	29	59	8	31	7.4	23.2	33.0	8.9	2.3	1.8	11.9	7.2
유미코아	12,922	17,484	17,548	667	807	453	562	15.4	15.2	28.0	23.2	3.5	3.3	13.9	11.7
이스프링	1,682	628	811	53	75	46	63	11.4	13.6	35.8	25.6	3.7	3.3	21.5	15.5
닝보 산산	2,407	1,819	2,313	203	251	160	185	10.1	10.6	15.4	12.7	1.4	1.3	13.6	10.9
								14.1	17.9	31.2	20.8	4.0	3.4	19.2	13.8

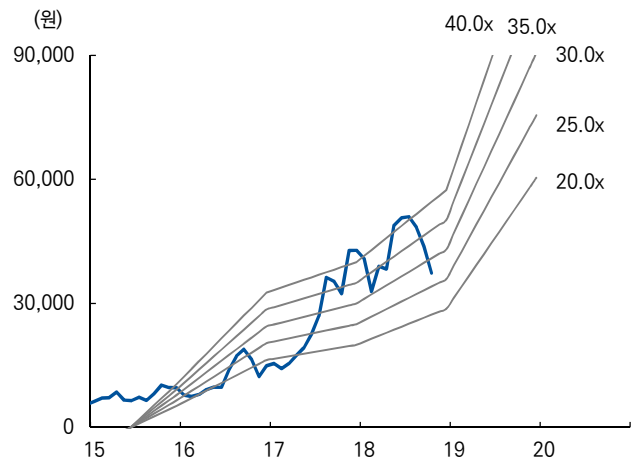
자료: 미래에셋대우 리서치센터, Bloomberg

그림 3. 엘앤에프 12개월 선행 P/B



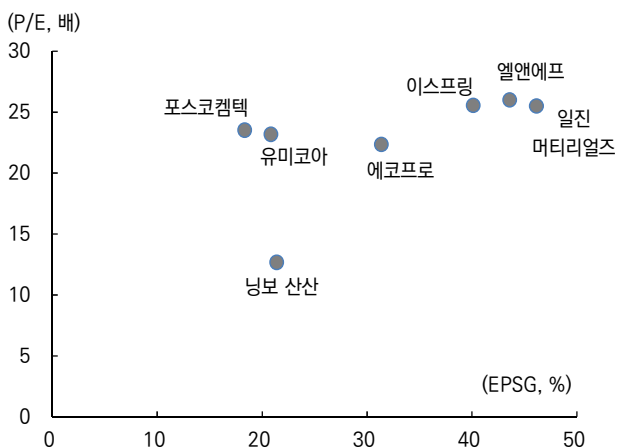
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 엘앤에프 12개월 선행 P/E



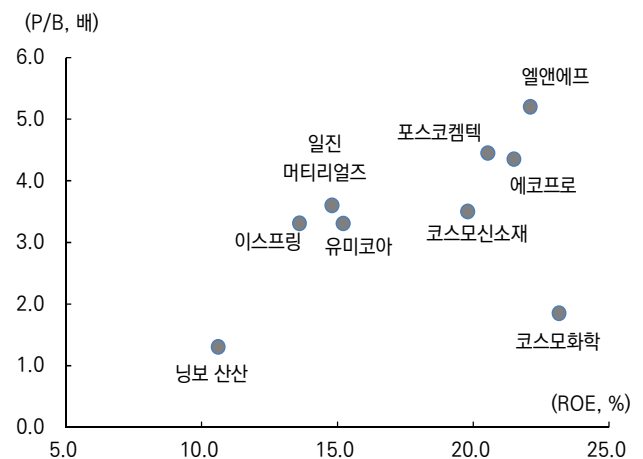
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 글로벌 2차전지 소재 업체 PE-EPSP (19F)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 글로벌 2차전지 소재 업체 PB-ROE (19F)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	403	517	637	1,011
매출원가	358	462	568	890
매출총이익	45	55	69	121
판매비와관리비	16	22	23	29
조정영업이익	29	32	45	92
영업이익	29	32	45	92
비영업손익	-10	0	1	5
금융손익	-4	2	5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	32	46	97
계속사업법인세비용	-2	7	10	21
계속사업이익	21	25	36	76
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	25	36	76
지배주주	20	25	36	75
비지배주주	1	0	0	1
총포괄이익	25	25	36	76
지배주주	24	25	36	75
비지배주주	1	0	0	1
EBITDA	39	42	57	110
FCF	-8	-48	3	34
EBITDA 마진율 (%)	9.7	8.1	8.9	10.9
영업이익률 (%)	7.2	6.2	7.1	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	4.8	5.7	7.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	161	193	252	334
현금 및 현금성자산	22	8	42	74
매출채권 및 기타채권	49	0	0	0
재고자산	85	115	136	175
기타유동자산	5	70	74	85
비유동자산	105	140	173	175
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	97	132	166	169
무형자산	6	6	5	4
자산총계	265	332	426	510
유동부채	104	149	190	199
매입채무 및 기타채무	23	26	42	49
단기금융부채	76	118	138	138
기타유동부채	5	5	10	12
비유동부채	38	36	55	57
장기금융부채	33	30	45	45
기타비유동부채	5	6	10	12
부채총계	142	186	245	255
지배주주지분	121	145	178	250
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	78	80	80	80
이익잉여금	28	50	83	156
비지배주주지분	2	2	3	4
자본총계	123	147	181	254

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	-3	48	54
당기순이익	21	25	36	76
비현금수익비용가감	21	18	17	34
유형자산감가상각비	8	9	11	17
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	11	8	5	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	-41	1	-40
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-18	-10	0	0
재고자산 감소(증가)	-21	-31	-21	-38
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	40	15	7
법인세납부	0	-6	-10	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	-45	-47	-21
유형자산처분(취득)	-15	-45	-45	-20
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	1	-2	-1
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	27	34	33	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	18	40	35	0
자본의 증가(감소)	13	2	0	0
배당금의 지급	-1	-3	-2	-2
기타재무활동	-3	-5	0	0
현금의 증가	15	-15	35	31
기초현금	7	22	8	42
기말현금	22	8	42	74

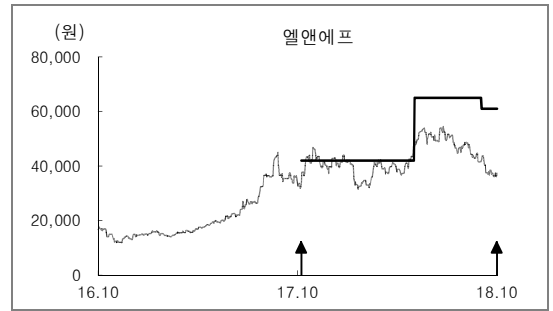
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	52.5	37.4	26.0	12.4
P/CF (x)	25.3	21.5	17.4	8.4
P/B (x)	8.0	6.4	5.2	3.7
EV/EBITDA (x)	28.9	25.1	18.6	9.4
EPS (원)	815	1,000	1,436	3,020
CFPS (원)	1,691	1,740	2,148	4,436
BPS (원)	5,339	5,835	7,186	10,121
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	10.1	8.4	5.8	2.8
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	61.2	28.3	23.2	58.7
EBITDA증가율 (%)	62.5	7.7	35.7	93.0
조정영업이익증가율 (%)	107.1	10.3	40.6	104.4
EPS증가율 (%)	211.1	22.7	43.6	110.3
매출채권 회전율 (회)	11.1	23.5	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	5.4	5.2	5.1	6.5
매입채무 회전율 (회)	22.1	20.8	18.4	21.3
ROA (%)	8.8	8.4	9.5	16.2
ROE (%)	19.0	18.6	22.1	34.9
ROIC (%)	16.9	10.1	11.7	20.6
부채비율 (%)	115.3	126.3	135.6	100.5
유동비율 (%)	154.3	128.8	132.8	168.0
순차입금/자기자본 (%)	67.3	94.1	75.8	41.5
조정영업이익/금융비용 (x)	6.6	-15.8	-9.7	-17.6

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프(066970)				
2018.09.27	매수	61,000	-	-
2018.05.27	매수	65,000	-24.86	-16.15
2017.11.01	매수	42,000	-5.65	12.14



* 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
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 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.