한화투자증권

2018년 10월 26일
기업분석

엘앤에프 (066970)

전기차향 양극재에서는 여전히 선두

▶Analyst 김정현 Jeonghyeon@hanwha.com 3772-7639

BUY (유지)

목표주가(유지): 60,000원

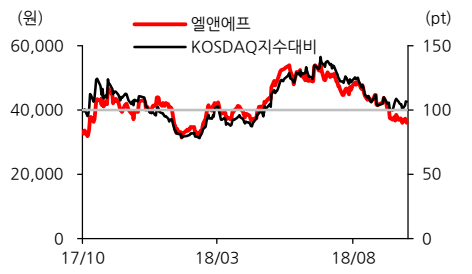
현재 주가(10/25)	37,350원
상승여력	▲ 60.6%
시가총액	9,247억원
발행주식수	24,758천주
52 주 최고가 / 최저가	54,500 / 31,450원
90 일 일평균 거래대금	131.31억원
외국인 지분율	10.7%
주주 구성	
(주)새로닉스(외 13 인)	29.4%
엘앤에프 자사주 펀드	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.0	-24.8	-1.1	12.0
상대수익률(KOSDAQ)	7.0	-16.5	20.0	12.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	250	403	522	678
영업이익	14	29	33	50
EBITDA	24	39	44	64
지배주주순이익	6	20	25	41
EPS	267	818	994	1,671
순차입금	81	83	53	44
PER	56.0	52.3	37.6	22.4
PBR	4.0	8.7	5.8	4.7
EV/EBITDA	18.2	28.9	22.1	15.2
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3
ROE	8.2	19.0	17.5	23.1

주가 추이



동사의 3 분기 실적은 메탈 가격 급락 때문에 부진했습니다. 하지만, 우리는 동사의 성장 가능성이 여전히 높다고 판단합니다. 전기차향 양극재 분야에서 기술적으로 가장 앞서 있고, 앞으로 고객사의 수요에 맞춰 캐파 증설이 이뤄질 것이기 때문입니다. 긍정적인 투자의견을 유지합니다.

3분기 영업이익 73억 원 기록

동사의 3분기 영업이익은 73억 원으로 컨센서스를 13% 하회했다. NCM과 LCO의 출하량은 전분기대비 5% 늘었지만, 주 원재료인 리튬과 코발트 가격 하락이 부정적인 영향을 미쳤다. 리튬과 코발트 가격이 3~4월 고점 대비 각각 50%, 35% 가량 하락하면서 양극재 평균판매가격(ASP)도 전분기대비 약 11% 하락한 것으로 추정된다. 일부 제품의 경우 원재료 구입 시점과 제품 판매 시점 차이가 크게 나면서 비용이 더 크게 반영된 것으로 판단된다.

돋보이는 NCM 양극재 경쟁력

우리는 동사의 2019년 실적으로 매출액 6783억 원, 영업이익 500억 원을 전망한다. 현재 동사는 글로벌 양극재 업체 중 유일하게 NCM 7 시리즈(니켈 함량 70% 이상)를 양산하는 것으로 추정되며, 전기차향 양극재 양산 경험을 바탕으로 3세대 전기차가 등장하는 2021년에는 국내 업체 중 가장 큰 수혜가 기대된다. 앞으로 동사는 매년 올해 같은 수준의 캐파 증설이 필요할 것으로 예상한다. 현재 배터리 업체들이 3~4배 이상 캐파 증설을 진행중이며, 국내 주요 소재 업체들도 이에 맞춰 2~3배 이상 캐파 증설에 들어갔기 때문이다.

목표주가 6만 원, 투자의견 BUY 유지

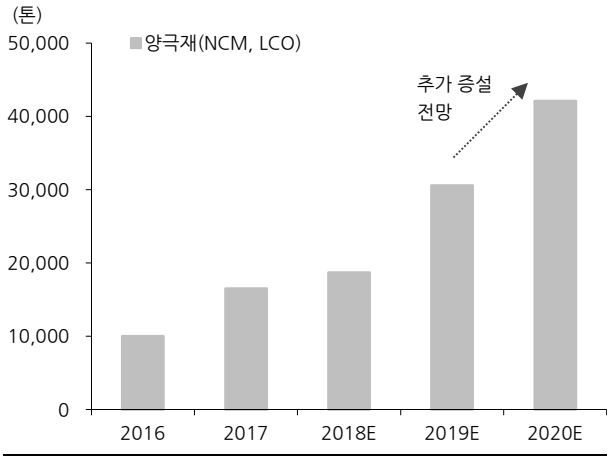
동사에 대한 목표주가와 투자의견을 그대로 유지한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 과거 동사의 밸류에이션 상단 수준인 PER 35배를 적용했다. 중장기적으로 경쟁사들과 동일한 수준의 캐파 증설이 확인되면 밸류에이션 재평가가 나타날 것으로 기대한다. 신규 경쟁사들의 전기차향 양극재 시장 진입이 늦어질수록 전기차향 High-Nickel 양극재 양산 경험이 있는 동사가 한층 더 주목을 받을 것이다. 최근 주요 양극재 업체들의 주가가 메탈 가격 급락으로 인해 조정 받았지만, 메탈 가격이 점차 하향 안정화되면 실적 변동 리스크 해소와 함께 재차 반등이 기대된다.

[표1] 엘앤에프의 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억 원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	**122.3**	**134.3**	**130.0**	**135.9**	**141.6**	**149.0**	**159.6**	**228.0**	**403.0**	**522.5**	**678.3**
제품별 비중(%)											
NCM	75	75	80	80	85	85	85	85	70	78	85
LCO	25	25	20	20	15	15	15	15	30	23	15
영업이익	**8.1**	**9.9**	**7.3**	**7.6**	**9.0**	**11.1**	**11.9**	**18.0**	**29.4**	**33.0**	**49.9**
영업이익률(%)	6.6	7.4	5.6	5.6	6.3	7.4	7.4	7.9	7.3	6.3	7.4

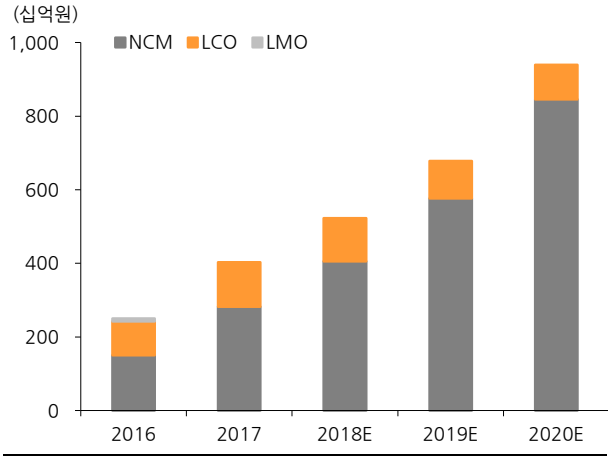
자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 엘앤에프의 양극재 캐파 전망



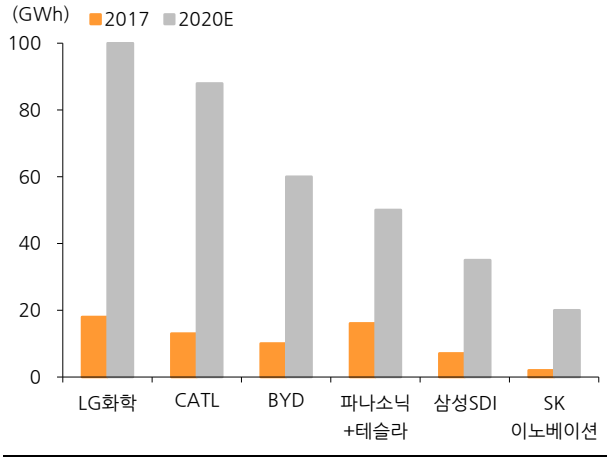
자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 엘앤에프의 양극재 매출액 전망



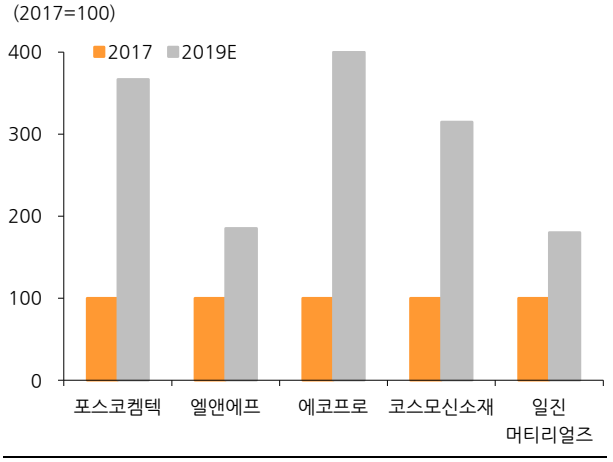
자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 배터리 업체들의 중대형 전지 생산 캐파 확대



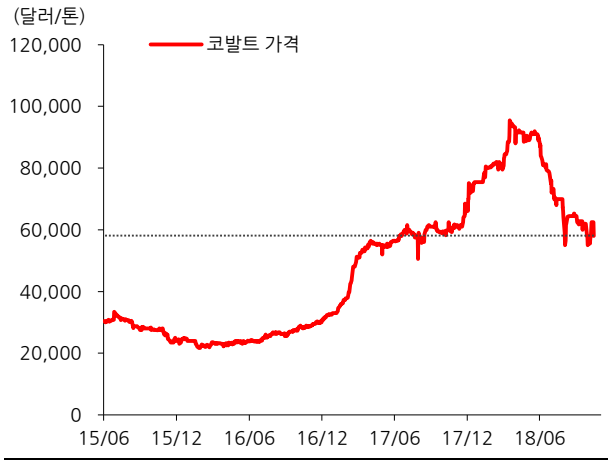
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 주요 소재 업체들의 캐파 증가(2017년 캐파=100)



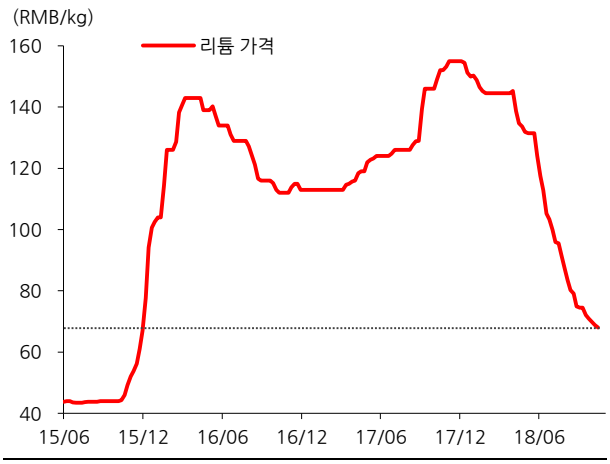
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 코발트 가격 추이



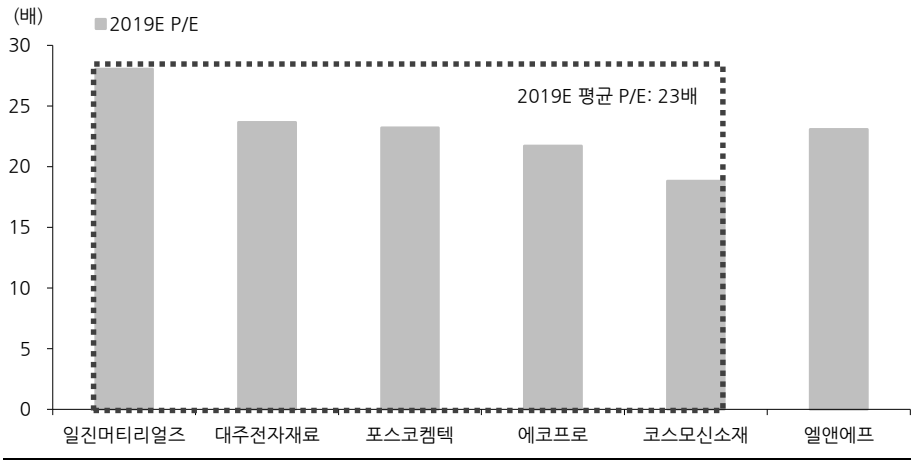
자료: LME, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 리튬 가격 추이



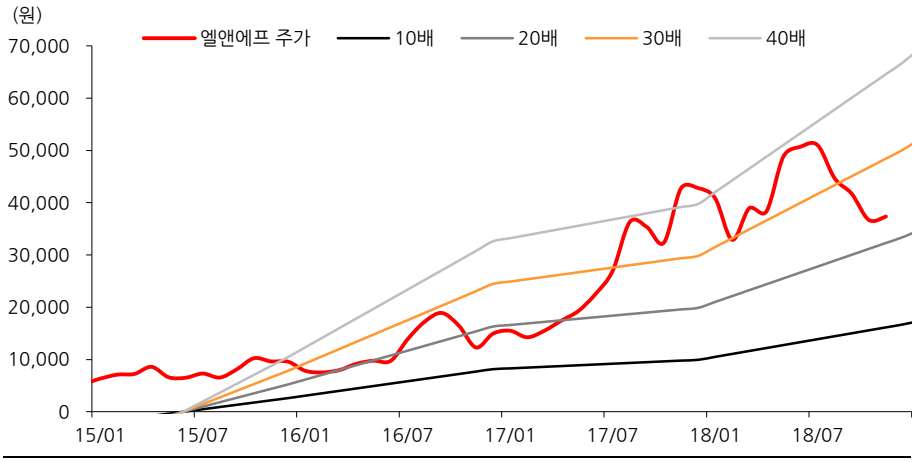
자료: LME, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2 차전지 소재 업체들의 밸류에이션은 최근 지수 하락과 함께 15% 이상 낮아져



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 앨엔에프의 12 개월 예상실적 기준 PER



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	235	250	403	522	678
매출총이익	10	28	45	56	79
영업이익	-2	14	29	33	50
EBITDA	7	24	39	44	64
순이자손익	-3	-3	-4	-1	0
외화관련손익	1	1	-2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-5	7	19	32	53
당기순이익	-5	5	21	25	41
지배주주순이익	-4	6	20	25	41
증가율(%)					
매출액	-4.3	6.2	61.4	29.6	29.8
영업이익	적전	흑전	111.9	12.4	51.1
EBITDA	-27.5	221.3	67.1	12.9	43.8
순이익	적지	흑전	295.0	20.2	66.7
이익률(%)					
매출총이익률	4.3	11.1	11.2	10.6	11.6
영업이익률	-0.8	5.6	7.3	6.3	7.4
EBITDA 이익률	3.1	9.4	9.7	8.5	9.4
세전이익률	-2.1	2.7	4.6	6.1	7.8
순이익률	-2.1	2.1	5.1	4.7	6.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	70	107	161	206	246
현금성자산	8	9	25	78	87
매출채권	23	31	49	45	62
재고자산	37	64	85	74	87
비유동자산	98	96	105	126	146
투자자산	2	1	2	2	2
유형자산	83	85	97	118	138
무형자산	13	10	6	6	6
자산총계	168	203	265	332	392
유동부채	57	81	104	136	157
매입채무	11	14	23	30	50
유동성이자부채	42	63	76	101	101
비유동부채	53	34	38	34	35
비유동이자부채	47	27	33	30	30
부채총계	109	115	142	171	191
자본금	7	12	12	12	12
자본잉여금	31	66	78	80	80
이익잉여금	4	9	28	51	90
자본조정	8	1	3	16	16
자기주식	-2	-10	-10	0	0
자본총계	59	87	123	162	201

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	12	-10	7	68	45
당기순이익	-5	5	21	25	41
자산상각비	9	10	10	11	14
운전자본증감	2	-35	-31	16	-11
매출채권 감소(증가)	6	-9	-18	4	-18
재고자산 감소(증가)	-2	-26	-21	10	-13
매입채무 증가(감소)	-1	2	9	7	20
투자활동 현금	-22	-17	-18	-33	-33
유형자산처분(취득)	-15	-10	-15	-32	-32
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
재무현금흐름	10	28	27	18	-2
차입금의 증가(감소)	7	4	32	18	0
자본의 증가(감소)	1	21	-6	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
총현금흐름	12	27	41	59	55
(-)운전자본증가(감소)	-5	32	28	-15	11
(-)설비투자	15	11	15	32	32
(+)자산매각	-2	-2	-2	-1	-1
Free Cash Flow	-1	-17	-3	40	12
(-)기타투자	6	6	4	-1	0
잉여현금	-7	-23	-7	41	11
NOPLAT	-1	11	21	26	39
(+) Dep	9	10	10	11	14
(-)운전자본투자	-5	32	28	-15	11
(-)Capex	15	11	15	32	32
OpFCF	-2	-22	-11	20	10

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	-249	267	818	994	1,671
BPS	3,540	3,783	4,938	6,442	8,012
DPS	20	50	100	100	100
CFPS	845	1,280	1,696	2,371	2,239
ROA(%)	-2.1	3.1	8.5	8.2	11.4
ROE(%)	-6.7	8.2	19.0	17.5	23.1
ROIC(%)	-1.0	7.0	11.4	12.2	16.9
Multiples(x,%)					
PER	-38.4	56.0	45.7	37.6	22.4
PBR	2.7	4.0	7.6	5.8	4.7
PSR	0.6	1.3	2.3	1.8	1.4
PCR	11.3	11.7	22.0	15.8	16.7
EV/EBITDA	29.7	18.2	25.7	22.1	15.2
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	185.0	132.0	115.3	105.5	95.4
Net debt/Equity	137.5	92.6	67.3	32.8	22.0
Net debt/EBITDA	1,110.6	343.9	211.4	119.6	69.1
유동비율	123.6	132.0	154.3	151.1	157.0
이자보상배율	n/a	4.3	6.6	39.7	n/a
자산구조(%)					
투하자본	93.6	93.9	88.4	72.8	73.3
현금+투자자산	6.4	6.1	11.6	27.2	26.7
자본구조(%)					
차입금	60.1	50.8	46.7	44.7	39.5
자기자본	39.9	49.2	53.3	55.3	60.5

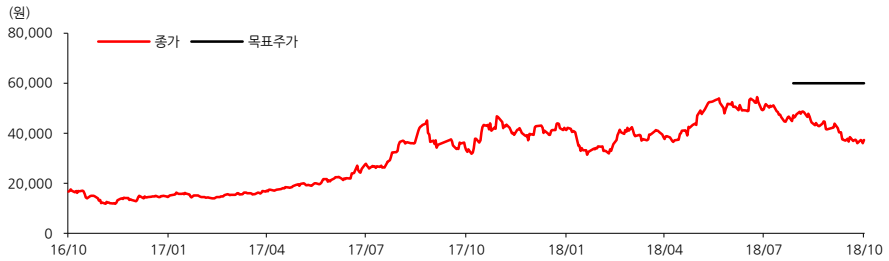
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2018 년 10 월 26 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김정현)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[엘앤에프 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2018.08.20	2018.08.21	2018.10.26			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표주가	김정현	60,000	60,000			
일 자						
투자의견						
목표주가						

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.08.21	Buy	60,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2018 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	86.6%	13.4%	0.0%	100.0%