

Industry Indepth  
2018. 11.7

# 엘앤에프 066970

## NCM 전성시대

## ▲ 가전/전기전자

Analyst **주민우**  
02. 6098-6677  
minwoo.ju@meritz.co.kr

- ✓ 엘앤에프는 LG 화학 내 소형전지 양극재 first vendor
- ✓ New application 의 소형전지 수요는 지속 증가할 전망
- ✓ 전기차 시대에 가장 많이 쓰일 양극재는 NCM
- ✓ 엘앤에프는 LG 화학 내재화 Capa 를 제외한 글로벌 NCM Capa 기준 Top5
- ✓ 많은 Capa 를 보유한 업체가 고객사 확보 용이, Capa 와 레퍼런스가 경쟁력

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **52,000 원**  
 현재주가 (11.6) **38,850 원**  
 상승여력 **33.8%**

KOSDAQ	691.55pt
시가총액	9,618억원
발행주식수	2,476만주
유동주식비율	55.47%
외국인비중	10.51%
52주 최고/최저가	54,500원/31,450원
평균거래대금	132.1억원

주요주주(%)  
 새로닉스 외 14 인 29.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	4.3	7.0
상대주가	15.8	29.1	8.9

## 주가그래프



## 투자포인트 1: 소형전지의 반란

2011~16 년 소형전지는 한정된 전방시장에 막혀 거의 성장하지 못했다. 모바일 수요증가에 의존해왔지만, 17 년부터 전동공구와 전기자전거 향 전지수요가 가파르게 증가하면서 전체 소형전지의 성장을 견인 중이다. 17년 기준 글로벌 소형전지 점유율은 삼성 SDI 가 21%로 1위, LG 화학이 17%로 3위를 기록하고 있다. 이중 LG 화학 내 소형전지 양극활 물질 first vendor 가 엘앤에프다. 전동공구와 전기자전거 등 New application 의 전지 수요가 이어지며 엘앤에프의 소형전지 양극활물질 매출은 안정적으로 성장할 전망이다.

## 투자포인트 2: NCM 전성시대

전기차 판매대수는 18 년부터 25 년까지 연평균 34% 성장이 예상된다. 전기차 시대가 본격 개화되면 가장 많이 쓰일 양극활물질이 NCM이다. 전기차 판매증가에 따라 엘앤에프가 생산하는 NCM 수요 또한 가파르게 성장할 전망이다. 엘앤에프는 LG 화학 내재화 Capa 를 제외한 글로벌 NCM Capa 기준 Top5다. 많은 Capa 를 보유한 만큼 전기차 시대가 개화했을 때 고객사를 확보하기도 용이하다. Capa 와 레퍼런스가 곧 경쟁력이다.

## 투자의견 Buy, 적정주가 52,000 원

적정주가는 19 년 예상 EPS 에 34 배의 멀티플을 부여해 도출했다. 34 배는 전기차 시장 개화 및 New application 향 소형전지 매출 성장 기대감이 반영됐던 16,17 년 평균 멀티플이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	249.7	13.9	5.7	262	흑전	4,038	45.2	2.9	13.8	8.2	132.0
2017	403.0	29.4	19.9	815	210.8	4,974	31.8	5.2	18.2	19.0	115.3
2018E	516.6	32.9	24.4	986	20.9	5,952	39.4	6.5	18.3	18.3	134.0
2019E	667.0	52.0	37.7	1,524	54.6	7,420	25.5	5.2	17.5	23.1	144.8
2020E	1,038.7	91.5	67.4	2,722	78.7	10,104	14.3	3.8	19.0	31.5	142.0

### 기업개요: NCM>LCO>LMO 양극재 생산기업

엘엔에프는 NCM, LCO, LMO를 생산하는 양극재 생산업체다. 18년 기준 각각의 생산비중은 79%,20%,1%로 추정된다. NCM 내에서는 NCM523, NCM622, NCM71.51.5를 각각 70%, 15%, 15%의 비중으로 생산하고 있다. 주요 고객사는 LG화학과 삼성SDI로 비중은 각각의 비중은 대략 70%, 30%로 추정된다. 해외 고객사향 매출은 샘플매출만 비정기적으로 발생하고 있다.

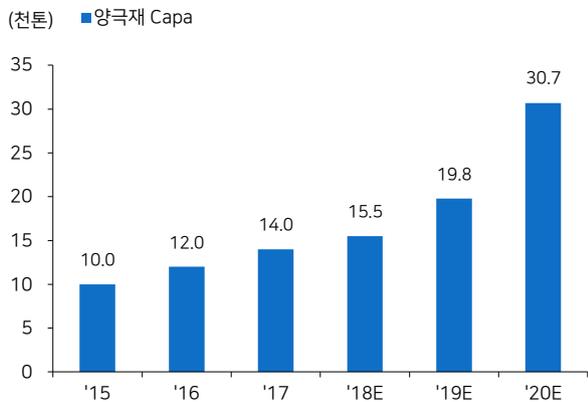
2018년 기준 NCM이 양극재에서 차지하는 비중은 중량기준 47%로 가장 많다. NCA가 15%로 그 뒤를 잇고 있다. 전기차용으로 봐도 NCM의 비중은 47% 수준에 이르렀다. LFP가 22%로 그 뒤를 잇고 있다. 전기차 판매는 각국의 규제와 보조금, 그리고 기술진보와 함께 연평균 34% 증가할 전망이다. 증가하는 수요에 대응하기 위해 엘엔에프는 Capa 투자를 진행하고 있다. 17년 실질 capa 14,000톤은 18년 15,500톤, 19년 19,700톤, 20년 30,700톤으로 늘어날 전망이다. 전기차 매출비중 증가로 주가와 전기차 판매량간의 동행성은 더욱 뚜렷해질 전망이다.

**표37 양극재 종류별 특성 비교**

구분	LCO	NCM	NCA	LMP	LFP
분자식	LiCoO2	Li(Ni, Co, Mn)O2	Li(Ni, Co, Al)O2	LiMn2O4	LiFePO4
성분	리튬/코발트	리튬/니켈/코발트/망간	리튬/니켈/코발트/알루미늄	리튬/망간	리튬/철/인
구조	층상구조	층상구조	층상구조	스피넬 구조	올리빈 구조
전지용량(mAh/g)	145	120	160	100	150
작동전압(V)	3.7	3.6	3.6	4.0	3.2
안정성	높음	다소 높음	낮음	높음	매우 높음
수명	높음	중간	높음	낮음	높음
난이도	쉬움	다소 어려움	어려움	다소 어려움	어려움
용도	소형	소형, 중대형	중형	중대형	중대형
국내업체	엘엔에프, 코스모신소재	엘엔에프, 코스모신소재	에코프로	포스코	
해외업체	Shanshan, Umicore	Umicore, Nichia	Sumitomo, BASF	Quindao, Mitsui	Pulead

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**그림156 엘엔에프 양극재 실질 Capa (전구체 제외)**



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**그림157 주가 vs 전기차 판매량 동행**



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표38 엘앤에프 실적테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
<b>매출액</b>	<b>122.3</b>	<b>134.3</b>	<b>130.0</b>	<b>130.0</b>	<b>140.9</b>	<b>153.0</b>	<b>168.6</b>	<b>204.6</b>	<b>403.0</b>	<b>516.6</b>	<b>667.0</b>
(%, QoQ)	3.0%	9.8%	-3.2%	0.0%	8.4%	8.5%	10.2%	21.4%			
(%, YoY)	79.2%	33.9%	12.3%	9.5%	15.2%	13.9%	29.7%	57.4%	61.4%	28.2%	29.1%
<b>영업이익</b>	<b>8.1</b>	<b>9.9</b>	<b>7.3</b>	<b>7.5</b>	<b>10.3</b>	<b>11.5</b>	<b>13.2</b>	<b>17.0</b>	<b>29.4</b>	<b>32.9</b>	<b>52.0</b>
(%, QoQ)	13.6%	23.0%	-26.1%	2.6%	36.4%	11.7%	15.1%	29.0%			
(%, YoY)	87.9%	32.2%	-29.7%	5.9%	27.1%	15.5%	80.0%	126.4%	111.9%	12.0%	58.1%
영업이익률(%)	6.6%	7.4%	5.6%	5.8%	7.3%	7.5%	7.8%	8.3%	7.3%	6.4%	7.8%
세전이익	7.5	10.6	7.0	5.9	9.4	9.6	11.6	16.8	18.6	30.9	47.4
지배주주순이익	5.6	6.7	6.6	5.5	7.0	7.2	9.2	14.4	19.9	24.4	37.7
지배주주순이익률(%)	4.6%	5.0%	5.0%	4.2%	4.9%	4.7%	5.4%	7.0%	4.9%	4.7%	5.7%

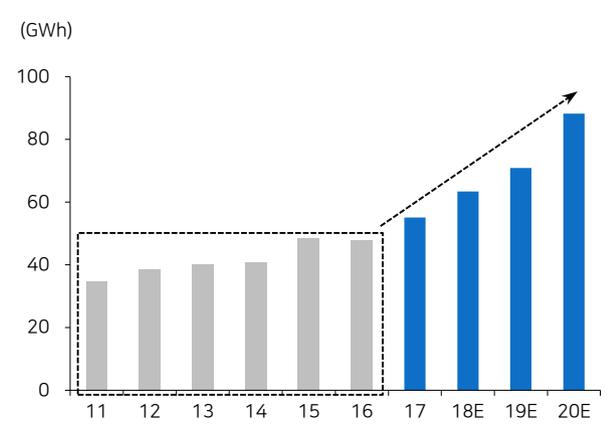
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 투자포인트 1: 소형전지의 반란

2011~16년까지 소형전지 시장은 용량기준으로 거의 성장하지 못했다. 오랜 생산 경험으로 대부분 업체들은 안전성에 대한 레퍼런스를 어느 정도 확보하고 있었고, 한정된 전망시장으로 가격은 매년 하락해왔다. 즉 소형전지는 차별화가 안되는 Commodity였다. 17년부터 소형전지 시장은 성장하기 시작했다. 기존에는 모바일 향 용량과 수량 증가에만 의존해왔지만, 17년부터 전동공구와 전기자전거 향 전지 수요가 가파르게 증가하면서 전체 소형전지 시장의 성장을 견인 중이다.

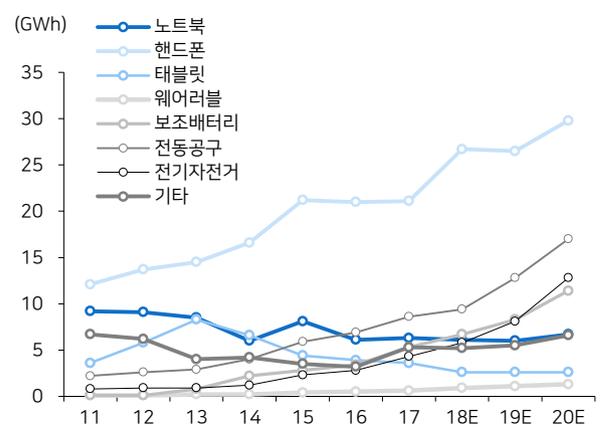
17년 기준 글로벌 소형배터리 점유율은 삼성SDI가 21%로 1위, LG화학이 17%로 3위를 기록하고 있다. 이중 LG화학 내 소형전지 양극활물질 first vendor가 엘엔에프다. 과거 LG화학의 소형전지 매출과 엘엔에프의 양극활물질 매출은 높은 상관관계를 나타냈다. 전동공구와 전기자전거 등 New application의 배터리 수요가 지속되며 엘엔에프의 소형전지 양극활물질 매출은 안정적으로 성장할 전망이다.

그림158 소형 배터리 용량 기준 시장 추이



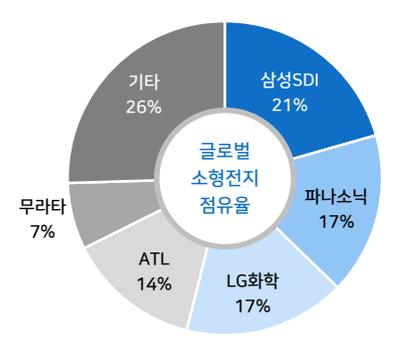
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림159 어플리케이션 별 소형 배터리 용량 추이



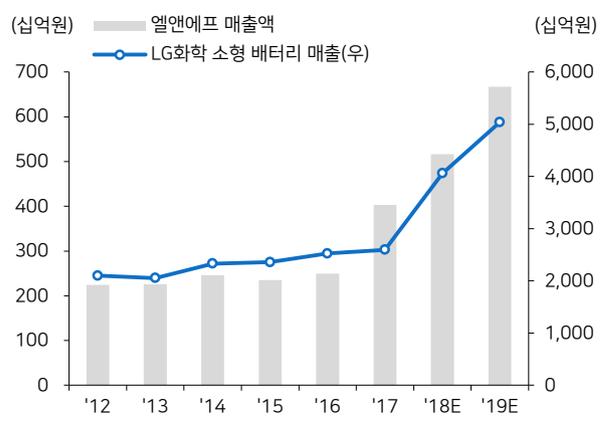
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림160 글로벌 소형배터리 점유율 (17년기준)



자료: B3, 메리츠증권 리서치센터

그림161 엘엔에프와 LG화학 매출액 상관관계



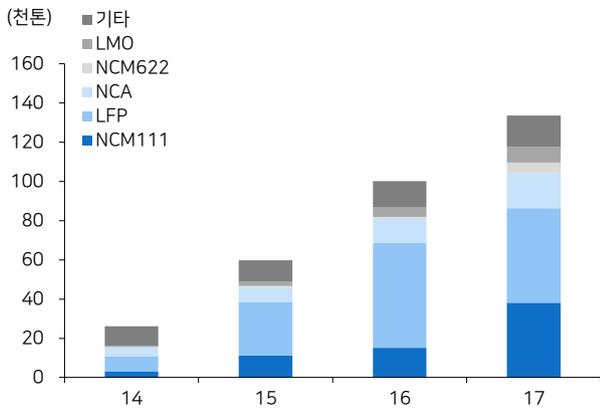
자료: 메리츠증권 리서치센터

### 투자포인트 2: NCM 전성시대

전기차 시대에 가장 많이 쓰이는 양극재는 단연 NCM이다. 2016년까지만 해도 LFP가 중국 배터리 업체들의 채택을 증가에 힘입어 가장 많이 쓰이는 양극재였다. LFP는 안전하다는 장점이 있지만, 철이 함유되어 있어 무겁고 에너지 밀도가 낮아 배터리 부피가 커진다. 승용차보다는 큰 트럭이나 버스에 적합하다.

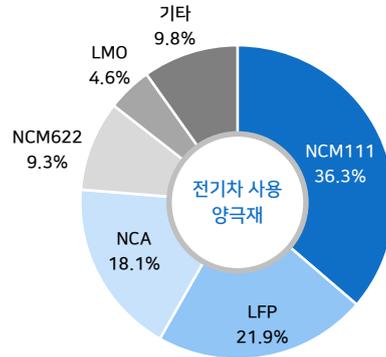
중국을 제외한 유럽, 미국은 삼원계 배터리를 탑재하고 있다. 결국 중국도 이들 시장에서 경쟁을 하기 위해서는 삼원계 배터리를 쓸 수밖에 없다. 삼원계 중에서도 NCA는 고출력을 필요로 하는 스포츠카 혹은 스포츠세단에 주로 탑재된다. 반면, 일반 승용차는 NCM을 주로 사용한다. 수량으로 보면 일반 승용차가 훨씬 많다. 결국 전기차 시대에 가장 많이 쓰일 양극활물질은 NCM이다. 엘엔에프는 LG화학 내재화 Capa를 제외한 글로벌 NCM Capa 기준 Top5다. NCM 523이상의 양극활 물질 Capa로 본다면 순위는 더 올라간다. 많은 Capa와 레퍼런스를 보유한 만큼 전기차 시대가 개화할 때 고객사를 확보하기 용이하다. Capa와 레퍼런스가 곧 경쟁력이다.

그림162 전기차 향 양극재 탑재량 추이



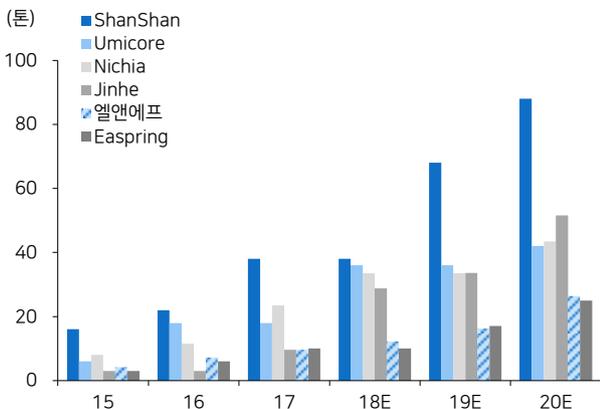
자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림163 전기차 사용 양극재 (18년 누적 기준)



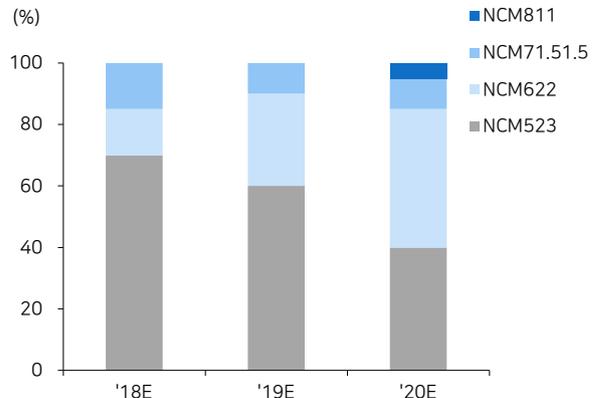
자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림164 NCM 양극재 Capa 보유한 상위 6개 업체



자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림165 엘엔에프 NCM 생산비중



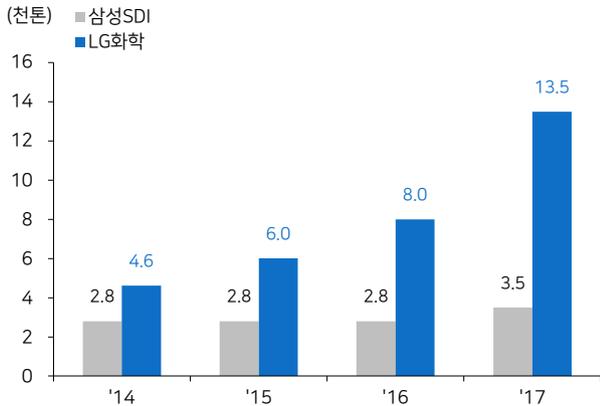
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 리스크: 주요 고객사 내재화 물량 증가

엘엔에프의 리스크는 주요 고객인 LG화학의 NCM 양극재 내재화 비중이 50%를 넘어섰다는 점이다 (양극재 전체 수요량 대비 비중은 35%). LG화학은 중국시장 진출에 차질을 겪고 있지만 유럽과 미국 완성차 업체향 공급을 준비하기 위해 공격적인 Capa 증설을 단행하고 있다. 18년 기준 40GWh인 LG화학의 중대형 전지 Capa는 19년 70GWh, 20년 100GWh에 이를 전망이다. 18~20년까지 Capa가 2.5배 늘어나는 반면, LG화학으로 NCM을 공급하는 소재업체들의 Capa 증설 계획을 보면, 같은 기간 2.0배 증가가 예상된다. 21년 이후 확대될 전기차 수요 성장에 대응하기 위한 선행투자가 LG화학이 원하는 만큼 이루어지지 않고 있기 때문에 스스로 투자하고 내재화 물량을 키워온 셈이다.

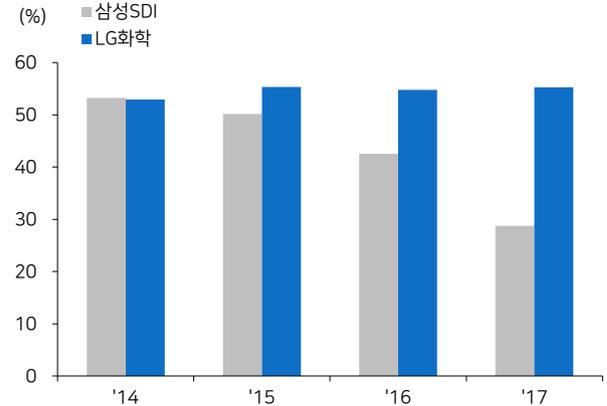
LG화학의 양극재 내재화 비율은 현재 35% 수준으로 파악된다. LG화학은 리튬과 화유코발트 등 원재료 공급업체와 협업해 21년까지 내재화 비율은 50%까지 확대될 전망이다. 21년 50%를 달성하고 나면 어느정도 안정적인 공급망이 확보되기 때문에 내재화율을 더 높일 가능성은 낮다고 판단한다.

그림166 주요 고객사 NCM 양극재 내재화 물량



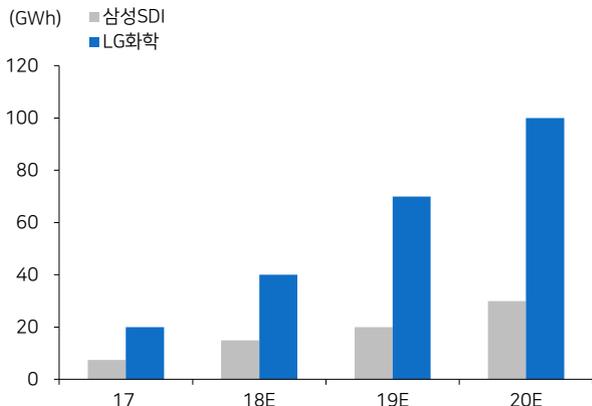
자료: 메리츠증권리서치센터

그림167 주요 고객사 NCM 양극재 내재화 비중



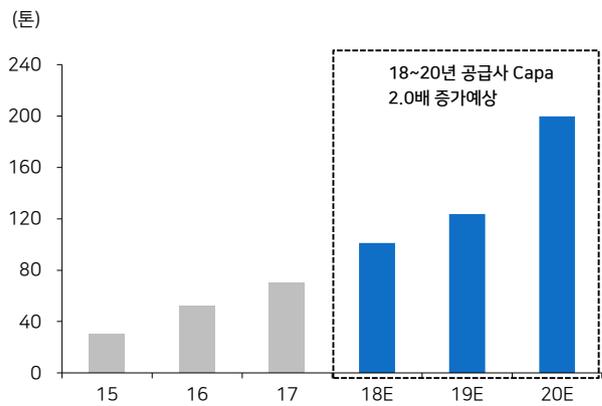
자료: 메리츠증권리서치센터

그림168 주요 고객사 중대형 전지 Capa 전망



자료: SNE리서치, 메리츠증권리서치센터

그림169 LG화학 제외한 NCM 공급사 Capa 증설 계획



자료: SNE리서치, 메리츠증권리서치센터

## 투자의견 Buy, 적정주가 52,000 원 제시

엘엔에프에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 52,000원을 제시한다. 적정주가는 19년 예상 EPS에 34배의 멀티플을 부여해 도출했다. 34배는 전기차 시장 개화 및 New application향 소형전지 매출 성장 기대감이 반영됐던 16,17년 평균 멀티플이다.

전기차 판매대수는 18년부터 25년까지 연평균 34% 성장이 예상된다. 전기차 시대가 본격 개화되면 가장 많이 쓰일 양극활물질이 NCM이다. 전기차 판매증가에 따라 엘엔에프가 생산하는 NCM 수요 또한 가파르게 성장할 전망이다. 이에 더해 New application의 NCM 양극재 수요도 함께 증가하며 19년과 20년 영업이익은 각각 58%, 76% 성장이 예상된다. 3년연속 평균멀티플이 30배 중반 이상을 유지했다는 점은 NCM 성장성에 대한 확신이다.

LG화학의 양극재 내재화 비중이 21년 50%까지 증가한다는 사실이 부담스럽기는 하나, LG화학이 소비하는 전체 양극재 시장 파이도 커진다는 점을 생각해야 한다. LG화학의 벤더 레퍼런스를 바탕으로 해외 고객사를 추가로 확보할 가능성도 고려해야 한다. 엘엔에프의 멀티플은 지난 3년간 30배 중반이상을 유지해왔다. LG화학의 소형전지 양극재 first vendor지위가 중대형 전지 양극재에서도 지속될 수 있다는 시장의 기대가 반영됐기 때문이다. 19년에도 이러한 기대(멀티플)는 유지될 전망이다.

표39 엘엔에프 적정주가 산정표

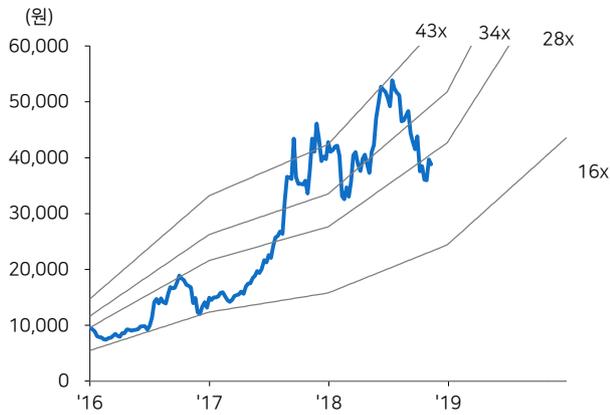
(원)	2019E	비고
EPS	1,524	
적정배수 (배)	34.5	16,17년 평균멀티플
적정가치	52,522	
<b>적정주가</b>	<b>52,000</b>	
현재주가	38,850	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>33.8%</b>	

표40 엘엔에프 피어그룹 밸류에이션

	P/E		P/B		EPS 증가율(%)		ROE		매출액		영업이익	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
<b>엘엔에프</b>	<b>39.4</b>	<b>25.5</b>	<b>6.5</b>	<b>5.2</b>	<b>21</b>	<b>55</b>	<b>18.3</b>	<b>23.1</b>	<b>517</b>	<b>667</b>	<b>33</b>	<b>52</b>
ShanShan	15.3	12.6	1.4	1.3	4	20	10.1	10.6	1,617	2,056	180	223
Nichia	10.0	9.7	1.4	1.3	11	3	14.9	13.9	1,890	1,906	207	215
Umicore	27.5	22.8	3.5	3.2	-26	22	15.4	15.2	15,451	15,508	601	721
Easpring	35.0	25.0	3.6	3.2	-6	40	11.4	13.6	552	713	47	66
코스모신소재	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

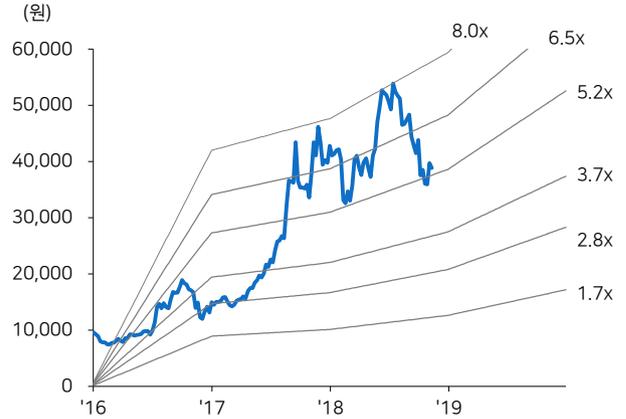
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림170 엘앤에프 PER 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림171 엘앤에프 PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

표41 엘앤에프 밸류에이션 테이블

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주가 (원)</b>						
High	12,050	19,150	48,250	54,500		
Low	5,350	6,750	13,600	31,450		
Average	7,639	11,855	25,898	42,635		
<b>확정치 기준 PER (배)</b>						
High	nm	73.0	59.2			
Low	nm	25.7	16.7			
Average	nm	45.2	31.8			
EPS (원)	-249	262	815	986	1,524	2,722
EPS Growth (%)	141.0	-205.3	210.8	20.9	54.6	78.7
<b>컨센서스 기준 PER (배)</b>						
High	nm	57.2	62.5	55.9		
Low	nm	20.1	17.6	32.3		
Average	nm	35.4	33.5	43.7		
EPS (원)	0	335	772	975	1,496	2,575
EPS growth (%)	-100.0	-234.5	194.3	19.6	53.4	72.1

자료: 메리츠증권리서치센터

## 엘앤에프 (066970)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	249.7	403.0	516.6	667.0	1,038.7
매출액증가율 (%)	6.2	61.4	28.2	29.1	55.7
매출원가	222.0	357.9	461.3	584.7	902.3
매출총이익	27.7	45.1	55.3	82.3	136.4
판매관리비	13.8	15.7	22.9	30.3	44.9
<b>영업이익</b>	<b>13.9</b>	<b>29.4</b>	<b>32.9</b>	<b>52.0</b>	<b>91.5</b>
영업이익률	5.5	7.3	6.4	7.8	8.8
금융손익	-3.8	-5.3	-4.0	-4.9	-7.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-5.5	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	6.8	18.6	30.9	47.4	84.4
법인세비용	1.5	-2.1	6.2	9.5	16.9
<b>당기순이익</b>	<b>5.2</b>	<b>20.6</b>	<b>24.8</b>	<b>37.9</b>	<b>67.6</b>
지배주주지분 순이익	5.7	19.9	24.4	37.7	67.4

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	106.9	160.9	189.5	238.0	350.3
현금및현금성자산	7.1	22.3	24.1	30.3	37.9
매출채권	28.6	44.0	49.7	66.0	103.3
재고자산	63.8	84.6	104.3	125.7	186.2
비유동자산	95.8	104.6	155.6	210.7	251.9
유형자산	84.8	96.5	144.7	194.2	229.4
무형자산	9.5	6.2	8.8	12.4	16.1
투자자산	0.5	0.2	0.8	1.7	2.6
<b>자산총계</b>	<b>202.7</b>	<b>265.5</b>	<b>345.1</b>	<b>448.7</b>	<b>602.2</b>
유동부채	81.0	104.3	117.3	141.7	170.6
매입채무	11.3	21.2	28.5	37.7	61.0
단기차입금	38.2	56.5	41.8	40.0	45.0
유동성장기부채	10.3	19.2	26.1	28.7	23.1
비유동부채	34.3	37.9	80.3	123.7	182.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
장기차입금	27.2	32.6	72.6	111.8	146.6
<b>부채총계</b>	<b>115.3</b>	<b>142.2</b>	<b>197.6</b>	<b>265.4</b>	<b>353.4</b>
자본금	11.6	12.3	12.4	12.4	12.4
자본잉여금	66.0	78.1	79.9	79.9	79.9
기타포괄이익누계액	10.5	14.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	8.7	28.3	50.8	86.6	152.0
비지배주주지분	-0.4	1.9	2.3	2.3	2.3
<b>자본총계</b>	<b>87.4</b>	<b>123.3</b>	<b>147.5</b>	<b>183.3</b>	<b>248.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-8.9</b>	<b>6.6</b>	<b>27.1</b>	<b>28.6</b>	<b>14.0</b>
당기순이익(손실)	5.2	20.6	24.8	37.9	67.6
유형자산상각비	8.0	8.4	8.6	9.4	11.1
무형자산상각비	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
운전자본의 증감	-33.8	-31.5	-6.0	-17.8	-72.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-17.0</b>	<b>-17.7</b>	<b>-27.9</b>	<b>-57.7</b>	<b>-45.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-10.6	-15.0	-28.1	-58.9	-46.4
투자자산의감소(증가)	-1.9	-0.1	-0.6	-0.9	-0.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>26.8</b>	<b>27.4</b>	<b>34.7</b>	<b>37.9</b>	<b>52.1</b>
차입금의 증감	-6.7	32.5	32.3	40.0	54.2
자본의 증가	21.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.8	15.2	1.7	6.2	7.6
기초현금	6.3	7.1	22.3	24.1	30.3
기말현금	7.1	22.3	24.1	30.3	37.9

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	11,513	16,518	20,880	26,960	41,984
EPS(지배주주)	262	815	986	1,524	2,722
CFPS	62	624	70	251	308
EBITDAPS	1,083	1,610	1,754	1,853	1,723
BPS	4,038	4,974	5,952	7,420	10,104
DPS	50	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	45.2	31.8	39.4	25.5	14.3
PCR	190.8	41.5	551.8	154.6	126.1
PSR	1.0	1.6	1.9	1.4	0.9
PBR	2.9	5.2	6.5	5.2	3.8
EBITDA	24	39	43	46	43
EV/EBITDA	13.8	18.2	18.3	17.5	19.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.2	19.0	18.3	23.1	31.5
EBITDA 이익률	24.2	50.6	56.2	82.2	158.0
부채비율	132.0	115.3	134.0	144.8	142.0
금융비용부담률	1.3	1.1	0.8	0.7	0.7
이자보상배율(x)	4.3	6.6	8.1	11.2	12.5
매출채권회전율(x)	10.2	11.1	11.0	11.5	12.3
재고자산회전율(x)	4.4	4.8	4.9	5.1	5.8