



기업분석 | 전기전자

Analyst

주재호

02 3779 8768

jhjoo@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	45,000 원
현재주가	34,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (1/31)	716.86 pt
시가총액	8,455 억원
발행주식수	24,758 천주
52 주 최고가/최저가	54,500 / 31,350 원
90 일 일평균거래대금	101.95 억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(18.12E)	0.3%
BPS(18.12E)	5,723 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -12.3%
	6 개월 -25.5%
	12 개월 -12.3%
주주구성	(주)새로닉스외 13 인 29.4%

Stock Price



엘앤에프 (066970)

코발트 가격 하락은 단기적 이슈

4Q18 Preview: 매출액 1,271억, OPM 4.6% 예상

엘앤에프의 4Q18 매출액 및 영업이익은 각각 1,271억원(YoY +7.0%), 59억(YoY -17.1%)을 기록할 것으로 추정된다. 영업이익은 3Q18(73억원)과 비교시 원재료인 코발트 가격이 분기대비 14%하락한 요인으로 재고손상차손이 30억 정도 매출원가에 발생했을 것으로 예상된다. 지난 3분기 코발트 가격이 분기 평균 25% 하락했을 때 매출과 영업이익이 각각 -3%, -26%를 기록한 점을 미루어 봤을 때 4분기 탑라인의 영향은 -2%대로 예상된다.

호재로 악재를 덮는다

동사는 지난 25일 2차전지용 양극활 물질 신규 공장 증설을 추가로 발표했다. 규모는 1만 2천톤으로 기존 10월 완공될 대구 신공장 증설에 이은 2차 증설 발표였다. 기존 최대 고객사인 LG화학의 내재화 이슈로 추가 증설에 대한 우려의 시선을 씻어내었다. 국내 신규 고객사 확보뿐 아니라 중국 배터리셀 업체와도 원통형 811배터리에 탑재될 양극재를 납품 중으로 기존 고객사의 출하량 증가와 신규 고객사 개발로 2019년 매출은 5,996억원 영업이익은 365억원을 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 45,000원 하향

엘앤에프에 대한 투자의견을 BUY를 유지하며, 목표주가는 45,000원으로 기존 대비 22% 하향조정한다. 하향조정의 이유는 2018년 영업이익 예상치가 기존대비 10% 하향조정된 점에 근거한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS 2,498원에 목표 P/E 18배를 적용했다. 코발트 가격 변동성이 아직 상존하고 그 영향이 내년 상반기까지 이어질 것으로 볼 때 상저하의 주가 흐름을 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	250	403	514	600	1,067
영업이익	14	29	31	36	83
세전계속사업손익	7	19	29	31	81
순이익	5	21	22	23	61
EPS (원)	269	824	855	953	2,498
증감률 (%)	n/a	205.9	3.7	11.5	162.1
PER (x)	55.5	51.9	39.9	35.8	13.7
PBR (x)	4.0	8.7	6.0	5.2	3.8
EV/EBITDA (x)	18.2	28.9	22.4	18.5	9.0
영업이익률 (%)	5.6	7.3	6.1	6.1	7.7
EBITDA 마진 (%)	9.4	9.7	8.1	8.4	9.7
ROE (%)	8.2	19.0	16.0	15.4	31.9
부채비율 (%)	132.0	115.3	138.4	129.2	116.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

코발트 가격 변화로 인한 불안정한 상태 지속 되지 않을 것

동사의 매출은 2014년부터 18년 2분기까지 코발트가격과 매우 유사한 흐름을 보여준다. 코발트 가격의 하락과 상승에 따라 매출이 in-line하게 움직였으나, 작년 2분기부터 분기평균 대비 51%하락했음에도 매출은 5%내외의 변동만 보여 괴리율을 보일 것으로 전망된다. 그 이유는 가장 크게 제품 믹스의 변화로 볼 수 있는데, 상대적으로 코발트가격 영향이 큰 LCO 비중이 줄어들고 있고 고용량 고밀도 배터리에 탑재될 High-nickel NCM 비중을 높임으로써 체질 개선을 해나가고 있기 때문이다. 2020년 6월부터 Capa가 현재대비 2배로 성장하는 시기에 맞춰 중대형 向 매출 비중은 40%까지 성장하고, LCO 매출 비중은 1%내외로 전망되어 OPM의 상승과 함께, 현재와 같이 코발트 가격 변화로 매출 변화의 불안정한 상태가 2020년까지 지속되지는 않을 것으로 예상된다.

표1 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	68.2	100.3	115.8	118.7	122.3	134.3	130.0	127.1	403.0	513.7	599.6	1,066.5
YoY	39.7	72.4	64.6	64.1	79.2	33.9	12.3	7.0	61.4	27.5	16.7	77.9
QoQ	-5.7	47.0	15.4	2.6	3.0	9.8	-3.2	-2.2				
영업이익	4.3	7.5	10.4	7.1	8.1	9.9	7.3	5.9	29.4	31.3	36.5	82.5
YoY(%)	흑전	117.3	105.9	7.8	88.0	32.1	-29.7	-17.1	111.9	6.4	16.7	126.1
QoQ(%)	-34.9	74.9	38.9	-31.9	13.7	22.9	-26.1	-19.7				
영업이익률	6.3	7.5	9.0	6.0	6.6	7.4	5.6	4.6	7.3	6.1	6.1	7.7
순이익	4.0	4.5	7.7	4.4	5.9	6.7	5.9	3.2	20.6	21.7	23.4	61.4
YoY(%)	흑전	125.6	460.8	21.5	45.3	48.3	-23.0	-27.1	295.0	5.2	7.9	162.1
QoQ(%)	11.6	12.8	69.1	-42.9	33.4	15.1	-12.2	-46.0				
순이익률	5.9	4.5	6.6	3.7	4.8	5.0	4.6	2.5	5.1	4.2	3.9	5.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 엘앤에프 실적추정치 변경 전후

(십억원, 원)	New		Old		차이(% , %p)		컨센서스		차이(% , %p)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	513.7	599.6	513.7	647.3	0.0	-7.4	516.6	621.0	-0.6	-3.4
영업이익	31.3	36.5	34.9	47.9	-10.4	-23.8	32.2	43.1	-2.8	-15.4
영업이익률(%)	6.1	6.1	6.8	7.4	-0.7	-1.3	6.2	6.9	-0.1	-0.9
순이익	21.7	23.4	22.6	32.7	-4.0	-28.4	23.9	34.1	-9.2	-31.3

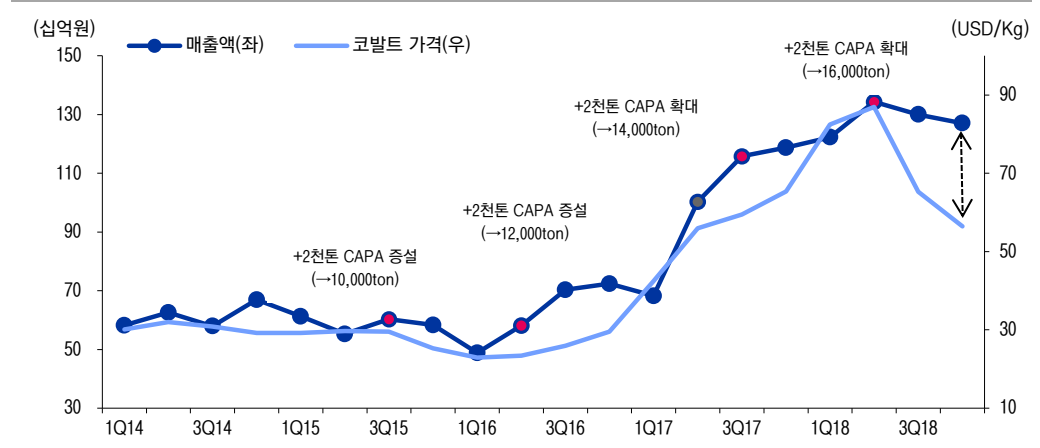
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	2,498	2020년 예상 EPS
2020년 순이익(십억원)	61	
적용 PER(배)	18.0	2020년 글로벌 양극재 기업 평균 P/E 적용
적정가치	44,964	
목표주가	45,000	
현주가	34,150	1월 31일 종가 기준
상승여력(%)	31.7%	

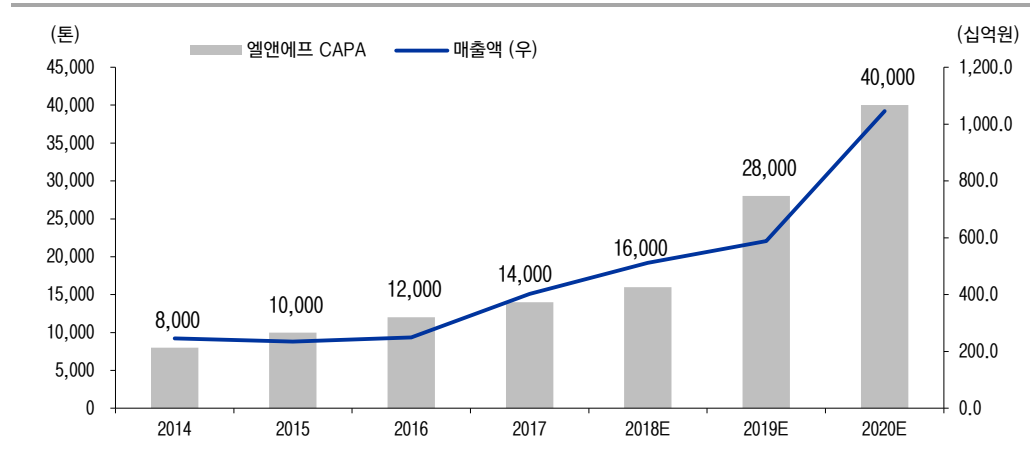
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 매출액 및 코발트 가격 추이



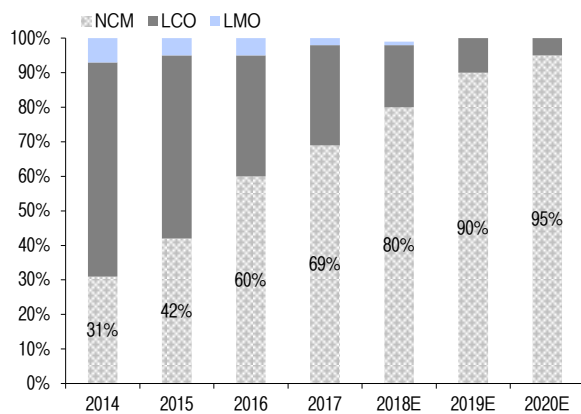
자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 CAPA 추이 및 매출액 추이



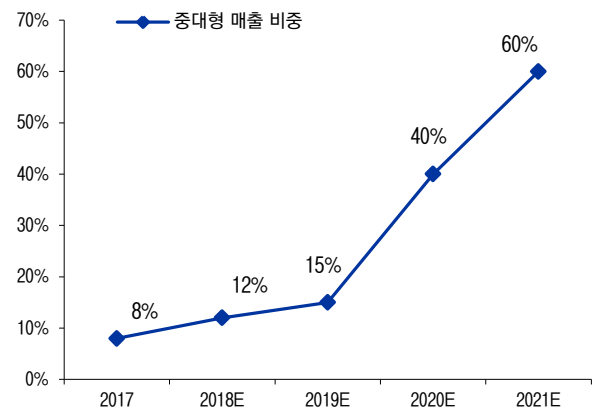
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 판매 제품별 비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 중대형 배터리 매출 비중 추이



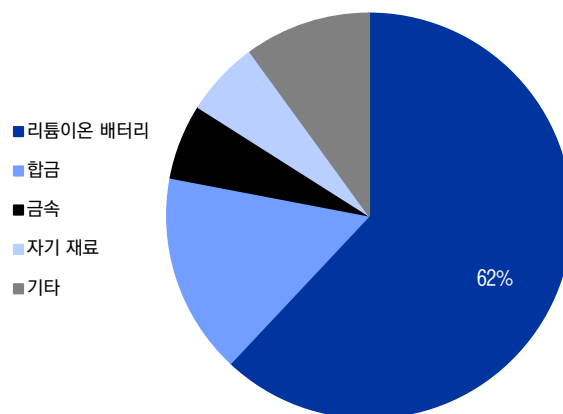
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 코발트 가격 추이 (분기평균 QoQ -14% 하락)



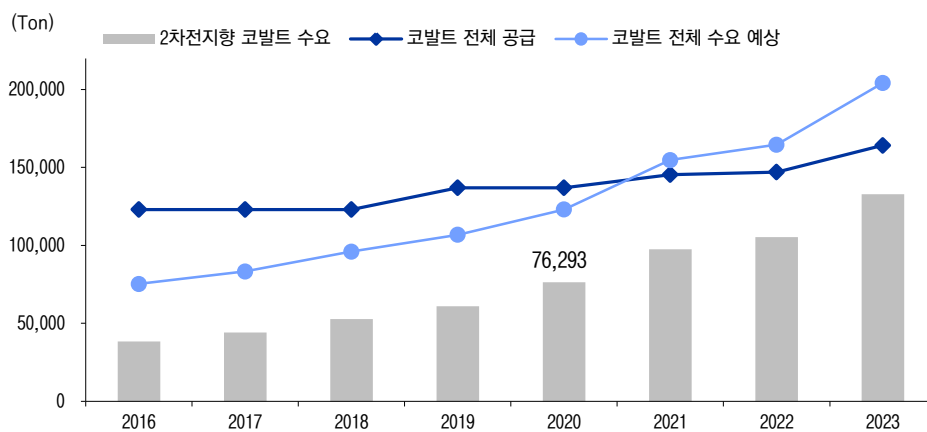
자료: LME, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 코발트 수요처별 분류 (2020년 배터리 向 62%)



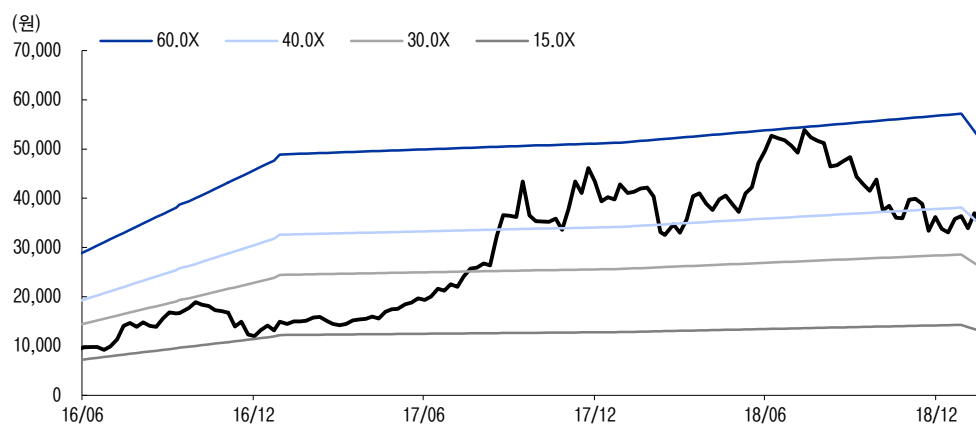
자료: Benchmark mineral intelligence, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 코발트 수요 추이 및 전망



자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 엘앤에프 P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	107	161	221	246	333
현금 및 현금성자산	7	22	69	72	68
매출채권 및 기타채권	31	49	57	79	156
재고자산	64	85	86	86	100
기타유동자산	5	5	9	9	10
비유동자산	96	105	123	133	153
관계기업투자등	0	0	1	1	1
유형자산	85	97	114	125	144
무형자산	10	6	6	6	5
자산총계	203	265	344	379	486
유동부채	81	104	148	161	209
매입채무 및 기타채무	14	23	35	49	96
단기금융부채	63	76	107	107	107
기타유동부채	4	5	5	5	5
비유동부채	34	38	52	52	52
장기금융부채	27	33	48	48	48
기타비유동부채	7	5	4	4	4
부채총계	115	142	200	213	261
지배주주지분	88	121	142	163	222
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	66	78	80	80	80
이익잉여금	9	28	47	68	127
비지배주주지분(연결)	0	2	3	3	3
자본총계	87	123	144	165	224

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-10	7	33	29	40
당기순이익(손실)	5	21	22	23	61
비현금수익비용가감	22	21	22	14	22
유형자산감가상각비	8	8	9	12	20
무형자산상각비	2	2	1	2	1
기타현금수익비용	1	1	11	0	0
영업활동 자산부채변동	-35	-31	-2	-8	-43
매출채권 감소(증가)	-9	-18	-10	-22	-77
재고자산 감소(증가)	-26	-21	-1	0	-14
매입채무 증가(감소)	2	9	13	13	48
기타자산, 부채변동	-2	-2	-5	0	0
투자활동 현금	-17	-18	-29	-24	-41
유형자산처분(취득)	-10	-15	-27	-22	-40
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
기타투자활동	-4	0	0	0	0
재무활동 현금	28	27	43	-2	-2
차입금의 증가(감소)	4	32	43	0	0
자본의 증가(감소)	21	-6	-2	-2	-2
배당금의 지급	0	1	2	2	2
기타재무활동	2	1	2	0	0
현금의 증가	1	15	46	3	-4
기초현금	6	7	22	69	72
기말현금	7	22	69	72	68

자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	250	403	514	600	1,067
매출원가	222	358	462	538	941
매출총이익	28	45	52	61	126
판매비 및 관리비	14	16	21	25	43
영업이익	14	29	31	36	83
(EBITDA)	24	39	42	50	104
금융손익	-2	-6	-1	0	0
이자비용	3	4	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-5	-1	-6	-2
세전계속사업이익	7	19	29	31	81
계속사업법인세비용	2	-2	8	7	19
계속사업이익	5	21	22	23	61
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	21	22	23	61
지배주주	6	20	21	23	61
총포괄이익	5	24	22	23	61
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	10.1	10.2	11.8
영업이익률 (%)	5.6	7.3	6.1	6.1	7.7
EBITDA마진률 (%)	9.4	9.7	8.1	8.4	9.7
당기순이익률 (%)	2.1	5.1	4.2	3.9	5.8
ROA (%)	3.1	8.5	6.9	6.5	14.2
ROE (%)	8.2	19.0	16.0	15.4	31.9
ROIC (%)	7.0	11.4	10.7	11.7	22.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	55.5	51.9	39.9	35.8	13.7
P/B	4.0	8.7	6.0	5.2	3.8
EV/EBITDA	18.2	28.9	22.4	18.5	9.0
P/CF	11.7	25.2	19.5	22.7	10.2
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	6.2	61.4	27.5	16.7	77.9
영업이익	흑전	111.9	6.4	16.7	126.1
세전이익	흑전	174.8	57.4	5.4	162.1
당기순이익	흑전	295.0	5.2	7.9	162.1
EPS	흑전	205.9	3.7	11.5	162.1
안정성 (%)					
부채비율	132.0	115.3	138.4	129.2	116.6
유동비율	132.0	154.3	149.4	152.3	159.3
순차입금/자기자본(x)	92.6	67.3	58.8	49.5	38.2
영업이익/금융비용(x)	4.3	6.6	37.6	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	90	108	156	156	156
순차입금 (십억원)	81	83	85	82	86
주당지표(원)					
EPS	269	824	855	953	2,498
BPS	3,783	4,938	5,723	6,570	8,949
CFPS	1,280	1,696	1,753	1,506	3,350
DPS	50	100	100	100	100

엘앤에프 목표주가 추이

(원)

70,000

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

17/02

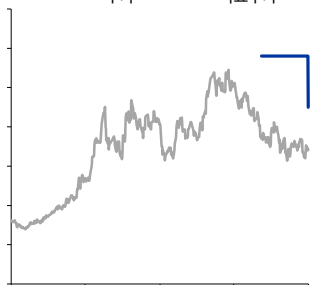
17/08

18/02

18/08

주가

목표주가



투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최저 대비	최고 대비	평균 대비				최저 대비	최고 대비	평균 대비
2018.10.08	변경	주재호									
2018.10.08	Buy	58,000	-29.1		-38.2						
2019.02.01	Buy	45,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 주재호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)