

2019. 3. 27



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 41,000 원

현재주가 (3.26) 32,050 원

상승여력 27.9%

KOSDAQ 736.81pt

시가총액 7,935억원

발행주식수 2,476만주

유동주식비율 55.56%

외국인비중 10.33%

52주 최고/최저가 54,500원/31,350원

평균거래대금 101.8억원

주요주주(%)

새로닉스 외 14 인 29.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	-22.8	-24.4
상대주가	-6.9	-13.2	-12.4

주가그래프



엘앤에프 066970

1Q19 preview: 마지막 터널을 지나는 중

- ✓ 1Q19 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 -10.9%, -25.3% 하회할 전망
- ✓ 코발트 가격 하락과 고객사들의 국내 ESS향 배터리 공급 차질이 주요 원인
- ✓ 메리츠는 2019년 영업이익을 243억원 (컨센서스 321억원)으로 예상. 추가적인 컨센서스 하향 조정이 이루어 질 수 있으나, 주가 측면에서는 연초 코발트 가격 하락을 경험하며 이러한 가능성들이 대부분 반영되어 있다고 판단.
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 41,000원으로 하향

1Q19 매출 1,057억원(-11.2% QoQ), 영업이익 40억원(+142.1% QoQ) 예상

1Q19 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 -10.9%, -25.3% 하회할 전망이다.

1) 1월과 2월 코발트 가격이 전월 대비 각각 -29%, -18% 하락했고, 2) 고객사들의 국내 ESS향 배터리 공급에 일시적인 차질이 생겼기 때문이다.

끝나가는 2019년 눈높이 조정 + 서서히 드러나는 2020년 성장성

메리츠는 2019년 영업이익을 243억원 (컨센서스 321억원)으로 예상한다. 추가적인 컨센서스 하향 조정이 이루어 질 수 있으나, 주가 측면에서는 연초 코발트 가격 하락을 경험하며 이러한 가능성들이 대부분 반영되어 있다고 판단한다. 결국 2019년 눈높이가 소폭 하향되더라도, 주가측면에서의 영향은 제한적일 전망이다. 오히려 신공장 증설효과와 LCO 비중 축소(18년 20% → 19년 15%)에 따른 2020년 성장성에 주목해야 한다. 대구 1,2차 신공장 증설 효과로 엘앤에프의 양극재 Capa는 2018년말 17,000톤에서 2019년말 30,000톤, 2020년말 42,000톤으로 증가할 전망이다. 이에 따라 매출액은 2019년 5,146억원(+1.8% YoY), 2020년 8,857억원(+72.1% YoY)으로 성장이 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 41,000원으로 하향

2019, 2020년 추정치 하향조정을 반영해 엘앤에프 적정주가를 기존대비 8.9% 하향 조정한다. 광산업체들의 재고조정과 춘절이 겹치면서 1,2월 코발트 가격이 급하게 하락했으나, 톤당 30,000달러 수준은 지켜지고 있다. 1) 코발트 재고조정이 마무리되었고, 2) 코발트 수요의 53%를 차지하는 EV와 IT향 배터리 수요가 연초를 지나 계절적으로 회복될 전망임에 따라 코발트 가격은 단기적인 바닥을 확인했다고 판단한다. 2019년 눈높이 조정이 마무리 되는 시점을 기회로 삼아야 한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	403.0	29.4	19.9	815	210.8	4,974	31.8	5.2	18.2	19.0	115.3
2018	505.7	27.0	19.4	786	-3.5	5,692	40.8	5.6	26.5	14.8	131.5
2019E	514.6	24.3	18.3	737	-6.2	6,333	43.5	5.1	22.0	12.3	215.2
2020E	885.7	46.7	32.1	1,296	75.8	7,507	24.7	4.3	12.9	18.8	254.3
2021E	1,279.3	67.9	45.9	1,856	43.2	9,242	17.3	3.5	9.3	22.2	270.7

표1 엘앤에프 1Q19 Preview

(십억원)	1Q19E	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	105.7	122.3	-13.6%	119.1	-11.2%	118.7	-10.9%
영업이익	4.0	8.1	-50.3%	1.7	142.1%	5.4	-25.3%
세전이익	2.9	7.5	-61.0%	0.9	224.2%	4.6	-36.6%
지배주주 순이익	2.2	5.6	-60.6%	1.6	36.3%	3.0	-26.0%
영업이익률 (%)	3.8%	6.6%		1.4%		4.5%	
지배주주순이익률 (%)	2.1%	4.6%		1.4%		2.5%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 엘앤에프 실적 추정치 변경

비교	New			Old			차이(%)		
(십억원)	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E
매출액	111.7	514.6	885.7	135.7	563.6	915.6	-17.7%	-8.7%	-3.3%
영업이익	5.4	24.3	46.7	7.1	30.0	50.1	-24.7%	-19.1%	-6.7%
영업이익률 (%)	4.8%	4.7%	5.3%	5.2%	5.3%	5.5%			
세전이익	3.3	21.0	37.9	5.1	24.5	41.5	-35.6%	-14.2%	-8.7%
순이익	2.6	18.3	32.1	3.5	18.4	32.3	-27.2%	-0.6%	-0.6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 엘앤에프 실적테이블

(십억원)	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
환율	1,100	1,100	1,085	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075	1,100	1,090	1,075
매출액	105.7	111.7	126.6	170.6	184.1	191.2	216.2	294.1	505.7	514.6	885.7
(%, QoQ)	-11.2%	5.6%	13.4%	34.8%	7.9%	3.8%	13.1%	36.0%			
(%, YoY)	-13.6%	-16.9%	-2.6%	43.3%	74.2%	71.2%	70.8%	72.4%	25.5%	1.8%	72.1%
영업이익	4.0	5.4	6.9	8.0	9.6	10.3	12.3	14.5	27.0	24.3	46.7
(%, QoQ)	142.1%	33.5%	28.3%	16.1%	20.0%	7.8%	19.0%	18.0%			
(%, YoY)	-50.3%	-46.0%	-6.2%	381.4%	138.6%	92.7%	78.7%	81.6%	-8.0%	-10.2%	92.7%
영업이익률(%)	3.8%	4.8%	5.4%	4.7%	5.2%	5.4%	5.7%	4.9%	5.3%	4.7%	5.3%
세전이익	2.9	3.3	5.0	9.9	7.0	7.1	9.0	14.8	25.9	21.0	37.9
지배주주순이익	2.2	2.6	4.3	9.2	5.6	5.6	7.6	13.3	19.4	18.3	32.1
지배주주순이익률(%)	2.1%	2.3%	3.4%	5.4%	3.0%	2.9%	3.5%	4.5%	3.8%	3.5%	3.6%

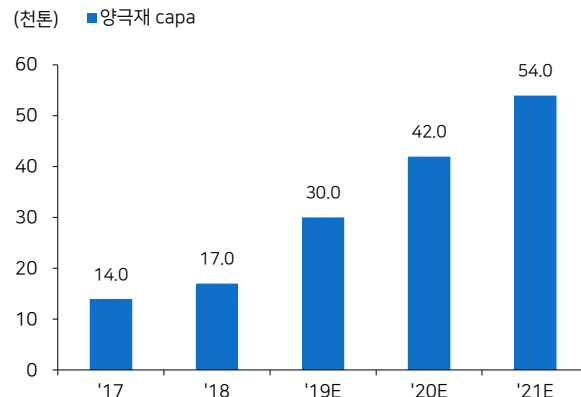
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 코발트 가격 추이



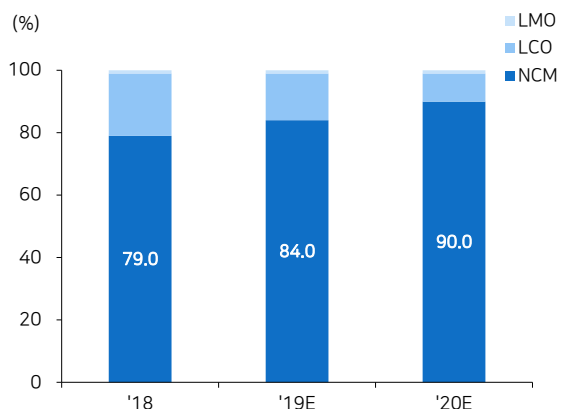
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 엘앤에프 Capa 전망 (연말기준)



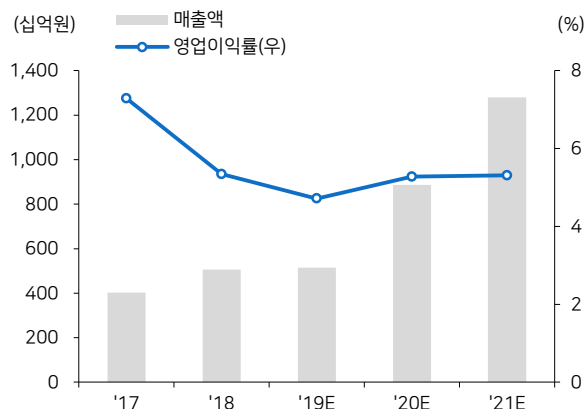
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 제품 믹스 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 엘앤에프 매출 및 영업이익률



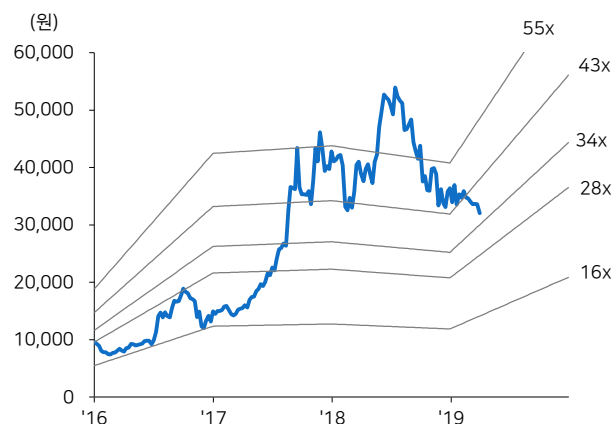
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 엘앤에프 피어그룹 밸류에이션

(십억원)	P/E		P/B		EPS 증가율(%)		ROE		매출액		영업이익	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
엘앤에프	43.5	24.7	5.1	4.3	-6.2	75.8	12.3	18.8	515	886	24	47
에코프로비엠	32.2	16.1	3.3	2.6	6.0	100.1	18.2	22.9	909	1,742	69	134
ShanShan	15.0	16.3	1.5	1.4	25.2	-6.8	11.2	9.1	1,507	1,912	218	213
Nichia	9.2	8.9	1.2	1.1	6.6	2.5	14.1	13.2	1,891	1,896	205	205
Umicore	26.3	21.2	3.5	3.2	9.0	24.5	13.9	15.8	4,191	4,862	644	790
Easpring	42.7	31.6	4.2	3.8	0.7	33.3	11.3	12.6	528	684	51	67
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

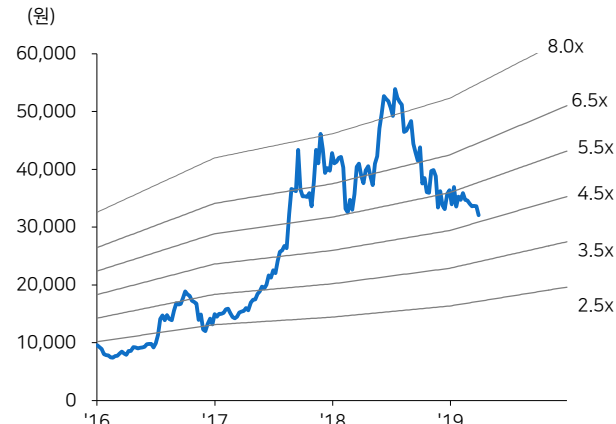
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 엘앤에프 PER 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림6 엘앤에프 PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

표5 엘앤에프 적정주가 산정표

(원)	2020E 비교
EPS	1,296 Capa 증가에 의한 성장이 본격화 되는 2020년 EPS 적용
적정배수 (배)	31.3 성장 초입구간인 15,16,17년 평균멀티플
적정가치	40,564
적정주가	41,000
현재주가	32,050
상승여력 (%)	27.9%

표6 엘앤에프 밸류에이션 테이블

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
주가 (원)						
High	12,050	19,150	48,250	55,600		
Low	5,350	6,750	13,600	30,800		
Average	7,639	11,855	25,898	41,687		
확정치 기준 PER (배)						
High	nm	73.0	59.2	70.7		
Low	nm	25.7	16.7	39.2		
Average	nm	45.2	31.8	53.0		
EPS (원)	-249	262	815	786	737	1,296
EPS Growth (%)	141.0	-205.3	210.8	-3.5	-6.2	75.8
컨센서스 기준 PER (배)						
High	39.4	57.2	62.5	63.4		
Low	17.5	20.1	17.6	35.1		
Average	25.0	35.4	33.5	47.5		
EPS (원)	306	335	772	877	1,041	2,103
EPS growth (%)			194.3	7.6	18.7	102.0

자료: 메리츠증권리서치센터

엘앤에프 (066970)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	403.0	505.7	514.6	885.7	1,279.3
매출액증가율 (%)	61.4	25.5	1.8	72.1	44.4
매출원가	357.9	406.3	467.3	801.4	1,156.2
매출총이익	45.1	48.4	47.3	84.3	123.1
판매비와관리비	15.7	21.4	23.1	37.6	55.2
영업이익	29.4	27.0	24.3	46.7	67.9
영업이익률 (%)	7.3	5.3	4.7	5.3	5.3
금융수익	-5.3	-3.6	-5.7	-11.3	-15.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.5	2.5	2.5	2.4	2.4
세전계속사업이익	18.6	25.9	21.0	37.9	54.8
법인세비용	-2.1	6.1	3.8	6.8	9.9
당기순이익	20.6	19.9	17.3	31.1	44.9
지배주주지분 순이익	19.9	19.4	18.3	32.1	45.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	6.6	-2.8	18.7	-0.6	24.2
당기순이익(손실)	20.6	19.9	17.3	31.1	44.9
유형자산감가상각비	8.4	9.1	10.2	12.8	15.6
무형자산상각비	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
운전자본의 증감	-31.5	-23.4	-13.9	-56.6	-48.4
투자활동 현금흐름	-17.7	-32.5	-85.8	-80.9	-80.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-15.0	-30.9	-79.9	-75.0	-75.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	27.4	24.8	136.1	97.1	82.7
차입금증감	32.5	25.0	138.2	99.2	84.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	15.2	-11.0	-2.3	1.8	0.4
기초현금	7.1	22.3	11.4	9.1	10.8
기말현금	22.3	11.4	9.1	10.8	11.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	160.9	199.0	226.3	324.4	434.4
현금및현금성자산	22.3	11.4	9.1	10.8	11.3
매출채권	44.0	49.1	51.7	91.7	124.2
재고자산	84.6	121.3	148.7	195.9	264.0
비유동자산	104.6	132.0	274.4	341.2	421.0
유형자산	96.5	121.8	262.1	324.3	399.3
무형자산	6.2	6.2	8.3	10.4	12.5
투자자산	0.2	1.3	1.3	1.3	1.3
자산총계	265.5	331.0	500.8	665.5	855.4
유동부채	104.3	140.8	151.4	188.4	254.2
매입채무	21.2	34.2	37.0	67.0	103.7
단기차입금	56.5	71.8	60.0	70.0	80.0
유동성장기부채	19.2	19.2	30.1	24.5	23.2
비유동부채	37.9	47.2	190.5	289.3	370.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	32.6	42.2	181.4	276.1	352.1
부채총계	142.2	188.0	341.9	477.7	624.7
자본금	12.3	12.4	12.4	12.4	12.4
자본잉여금	78.1	79.9	79.9	79.9	79.9
기타포괄이익누계액	14.1	14.1	14.8	14.8	14.8
이익잉여금	28.3	46.1	61.3	90.3	133.2
비지배주주지분	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
자본총계	123.3	143.0	158.9	187.9	230.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	16,518	20,465	20,787	35,775	51,672
EPS(지배주주)	815	786	737	1,296	1,856
CFPS	624	-444	-93	72	17
EBITDAPS	1,610	1,756	1,432	2,445	3,413
BPS	4,974	5,692	6,333	7,507	9,242
DPS	100	100	100	100	0
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	40.8	43.5	24.7	17.3
PCR	41.5	-72.2	-345.0	447.1	1933.0
PSR	1.6	1.6	1.5	0.9	0.6
PBR	5.2	5.6	5.1	4.3	3.5
EBITDA	39	43	35	61	85
EV/EBITDA	18.2	26.5	22.0	12.9	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.0	14.8	12.3	18.8	22.2
EBITDA 이익률	50.6	44.8	51.5	53.0	54.4
부채비율	115.3	131.5	215.2	254.3	270.7
금융비용부담률	1.1	0.7	1.0	1.2	1.2
이자보상배율(x)	6.6	7.4	4.5	4.2	4.4
매출채권회전율(x)	11.1	10.9	10.2	12.4	11.8
재고자산회전율(x)	4.8	3.9	3.5	4.7	5.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 3 월 27 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 3 월 27 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 3 월 27 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

