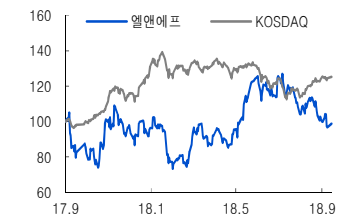


## 엘앤에프 (066970)

### 2020년 매출액 1조원, Q 성장의 시작

#### 2차전지

투자 의견(유지)	매수		
목표주가(12M, 하향)	▼ 61,000원		
현재주가(18/09/27)	42,350원		
상승여력	44%		
영업이익(18F, 십억원)	31		
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	40		
EPS 성장률(18F, %)	10.3		
MKT EPS 성장률(18F, %)	13.5		
P/E(18F, x)	47.1		
MKT P/E(18F, x)	9.1		
KOSDAQ	833.01		
시가총액(십억원)	1,048		
발행주식수(백만주)	25		
유동주식비율(%)	55.5		
외국인 보유비중(%)	11.0		
베타(12M) 일간수익률	0.84		
52주 최저가(원)	31,450		
52주 최고가(원)	54,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.9	2.5	14.0
상대주가	-16.2	5.7	-11.2



[디스플레이/2차전지]  
김철중  
02-3774-1464  
chuljoong@miraeasset.com

#### 3Q18 Preview: 시장 예상치 하회할 것

엘앤에프의 3Q18 매출액은 1,262억원(-6.0% QoQ, +9.0% YoY), 영업이익은 62억원(-37.4% QoQ, -40.4% YoY)을 기록할 것으로 예상된다.

**예상 대비 부진한 실적은 코발트 가격 하락 때문이다.** 동사는 원재료인 코발트 가격에 매출액이 연동되는 구조이다. 최근 코발트 가격은 3월 말 이후 30% 수준 하락한 상황이다. 특히 코발트 함유 비중이 높은 LCO의 경우, 판가 하락에 따른 매출액 감소가 불가피 할 것으로 예상된다. 매출 감소에 따라 수익성도 전분기 대비 부진할 것으로 예상된다.

#### 코발트 가격, 안정화 구간 진입

8월 말 이후 코발트 가격이 안정화되기 시작하였다. 앞서 산업 보고서에서 언급하였듯이, **중장기적으로 코발트 가격은 급격한 수요 증가로 인해 점진적으로 우상향 할 것으로** 예상된다. 코발트 가격이 안정화되면, 2019년 안정적인 매출 성장과 수익성 개선이 예상된다.

#### 선발 업체에 우호적 환경 지속, 내년부터 본격적인 Q 증가 시작

2차전지 소재에서 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.

동사의 생산 능력은 연말 기준으로 18F 1.7만톤 → 19F 년 말 기준 2.8만톤으로 증가할 것으로 판단된다. 매년 최소 1~2회의 생산능력 증설이 필요한 업황이다. **추가 1.0만톤 증설이 가시화될 경우, 동사의 2020년 매출액은 1조원 수준일 것으로** 추정된다.

#### 충분히 반영된 단기 실적 우려, 20F P/E 13.7배 수준에서 거래 중

동사에 대한 목표주가를 61,000원으로 소폭 하향 조정한다(기존 65,000원). 19년 예상 EPS를 기준 대비 -7.5% 하향 조정하였다. 그러나 단기 실적 우려는 주가에 충분히 반영되었다고 판단된다. **향후 동사의 실적은 1) 안정적인 코발트 가격, 2) 19년부터 매년 증설되는 신규 라인에 따라 성장을 지속할 것으로** 판단된다. 동사는 2차전지 소재 업체 중 매출액 성장률이 가장 높은 업체이다. 단기 실적 우려에 따른 주가 하락은 매수 기회라고 판단된다. 긴 그림은 변하지 않았다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	235	250	403	511	670	1,041
영업이익 (십억원)	-2	14	29	31	49	100
영업이익률 (%)	-0.9	5.6	7.2	6.1	7.3	9.6
순이익 (십억원)	-4	6	20	22	36	76
EPS (원)	-249	262	815	899	1,461	3,087
ROE (%)	-6.7	8.2	19.0	16.9	22.7	35.8
P/E (배)	-	57.1	52.5	47.1	29.0	13.7
P/B (배)	2.6	3.6	8.0	7.4	6.0	4.2
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

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

표 15. 엘앤에프 분기 실적 추정

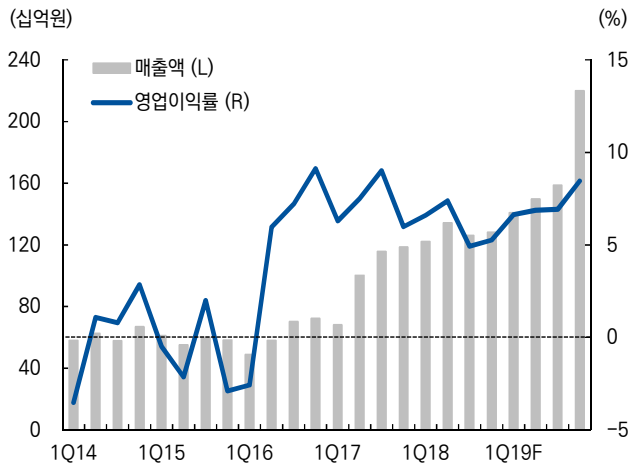
(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	122.3	134.3	126.2	128.2	141.0	149.8	159.0	220.1	403.0	511.0	669.9
영업이익	8.1	9.9	6.2	6.8	9.4	10.3	11.0	18.6	29.4	31.0	49.3
세전이익	7.5	10.6	6.4	6.9	9.5	10.4	11.2	18.7	18.6	31.3	49.9
당기순이익	5.9	8.5	5.1	5.5	7.6	8.4	8.9	15.0	20.7	24.9	39.9
영업이익률	6.6	7.4	4.9	5.3	6.6	6.9	6.9	8.5	7.3	6.1	7.4
세전이익률	6.1	7.9	5.0	5.4	6.7	7.0	7.0	8.5	4.6	6.1	7.4
순이익률	4.8	6.3	4.0	4.3	5.4	5.6	5.6	6.8	5.1	4.9	6.0
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	3.0	9.8	-6.0	1.6	9.9	6.3	6.1	38.4	61.4	26.8	31.1
영업이익	13.6	22.9	-37.4	8.6	38.8	10.0	6.9	68.8	111.6	5.5	59.2
세전이익	흑전	41.4	-39.9	8.4	38.1	9.8	6.8	68.0	174.0	68.8	59.3
당기순이익	32.4	44.7	-39.9	8.4	38.1	9.8	6.8	68.0	295.6	20.6	60.1

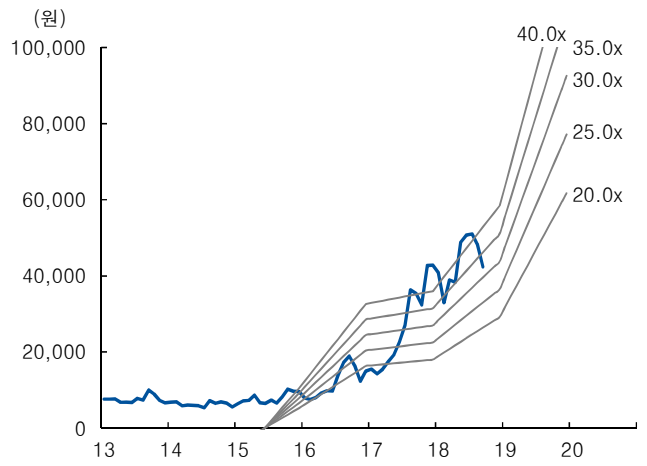
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 엘앤에프 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망

그림 59. 엘앤에프 12개월 선행 P/E Band



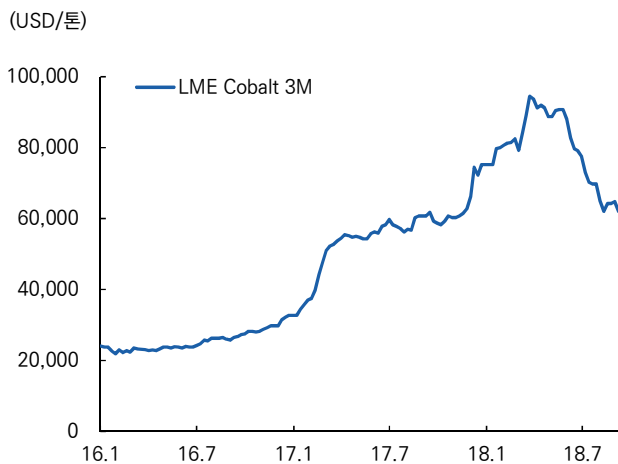
자료: 미래에셋대우 리서치센터



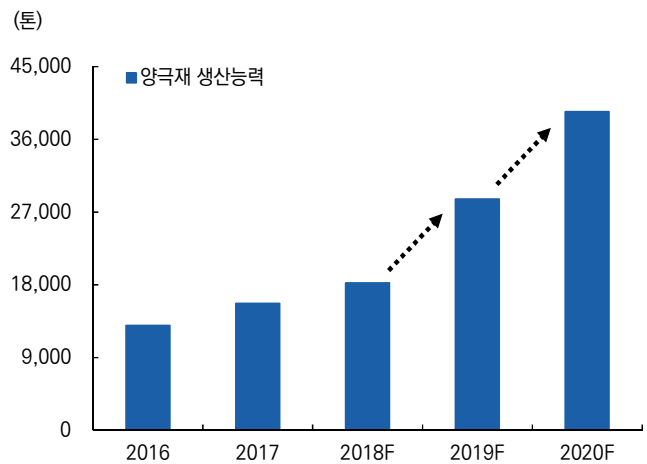
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 60. 코발트 가격 추이

그림 61. 엘앤에프 생산능력 추이 및 전망(연말 기준)



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>403</b>	<b>511</b>	<b>670</b>	<b>1,041</b>
매출원가	358	458	596	910
매출총이익	45	53	74	131
판매비와관리비	16	22	25	31
조정영업이익	29	31	49	100
영업이익	29	31	49	100
비영업손익	-10	0	1	5
금융손익	-4	2	5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	31	50	105
계속사업법인세비용	-2	8	10	21
계속사업이익	21	23	40	84
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>40</b>	<b>84</b>
지배주주	20	22	36	76
비지배주주	1	1	4	8
<b>총포괄이익</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>40</b>	<b>84</b>
지배주주	24	23	40	84
비지배주주	1	0	0	1
EBITDA	39	41	61	116
FCF	-8	-49	4	49
EBITDA 마진율 (%)	9.7	8.0	9.1	11.1
영업이익률 (%)	7.2	6.1	7.3	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	4.3	5.4	7.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>161</b>	<b>190</b>	<b>256</b>	<b>361</b>
현금 및 현금성자산	22	7	42	88
매출채권 및 기타채권	49	0	0	0
재고자산	85	114	140	168
기타유동자산	5	69	74	105
<b>비유동자산</b>	<b>105</b>	<b>140</b>	<b>173</b>	<b>177</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	97	132	166	171
무형자산	6	6	5	4
<b>자산총계</b>	<b>265</b>	<b>330</b>	<b>429</b>	<b>538</b>
<b>유동부채</b>	<b>104</b>	<b>149</b>	<b>191</b>	<b>214</b>
매입채무 및 기타채무	23	25	43	62
단기금융부채	76	118	138	138
기타유동부채	5	6	10	14
<b>비유동부채</b>	<b>38</b>	<b>36</b>	<b>55</b>	<b>59</b>
장기금융부채	33	30	45	45
기타비유동부채	5	6	10	14
<b>부채총계</b>	<b>142</b>	<b>185</b>	<b>246</b>	<b>274</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>121</b>	<b>142</b>	<b>176</b>	<b>250</b>
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	78	80	80	80
이익잉여금	28	48	82	156
<b>비지배주주지분</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>15</b>
<b>자본총계</b>	<b>123</b>	<b>145</b>	<b>183</b>	<b>265</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>7</b>	<b>-4</b>	<b>49</b>	<b>69</b>
당기순이익	21	23	40	84
비현금수익비용가감	21	19	17	32
유형자산감가상각비	8	9	11	16
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	11	9	5	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	-40	-3	-31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-18	-10	0	0
재고자산 감소(증가)	-21	-29	-26	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	40	16	17
법인세납부	0	-7	-10	-21
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-18</b>	<b>-45</b>	<b>-47</b>	<b>-22</b>
유형자산처분(취득)	-15	-45	-45	-20
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	1	-2	-2
기타투자활동	-1	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>-2</b>
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
<b>현금의 증가</b>	<b>15</b>	<b>-15</b>	<b>35</b>	<b>45</b>
기초현금	7	22	7	42
기말현금	22	7	42	88

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	52.5	47.1	29.0	13.7
P/CF (x)	25.3	24.8	18.4	9.0
P/B (x)	8.0	7.4	6.0	4.2
EV/EBITDA (x)	28.9	28.9	19.5	9.9
EPS (원)	815	899	1,461	3,087
CFPS (원)	1,691	1,707	2,300	4,710
BPS (원)	5,339	5,735	7,111	10,112
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	10.1	9.1	5.3	2.5
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	61.2	26.8	31.1	55.4
EBITDA증가율 (%)	62.5	5.1	48.8	90.2
조정영업이익증가율 (%)	107.1	6.9	58.1	104.1
EPS증가율 (%)	211.1	10.3	62.5	111.3
매출채권 회전을 (회)	11.1	23.3	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	5.4	5.2	5.3	6.8
매입채무 회전을 (회)	22.1	20.8	19.2	19.0
ROA (%)	8.8	7.8	10.5	17.4
ROE (%)	19.0	16.9	22.7	35.8
ROIC (%)	16.9	9.2	13.0	23.1
부채비율 (%)	115.3	127.6	134.8	103.3
유동비율 (%)	154.3	127.6	133.8	168.7
순차입금/자기자본 (%)	67.3	95.9	75.1	34.1
조정영업이익/금융비용 (x)	6.6	-15.2	-10.5	-19.3

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터