

Initiation

# 엘앤에프 (066970)

이원주 wonju.lee@daisin.com

투자이견 **BUY**  
매수, 신규

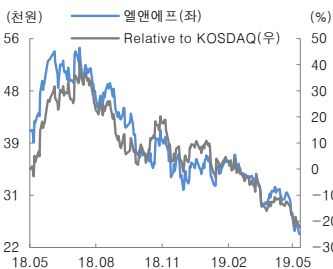
6개월 목표주가 **36,000**  
신규

현재주가 **24,150**  
(19.05.21)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

4차 산업혁명/안전등급	■ Sky Blue
KOSDAQ	703.98
시가총액	598십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	54,500원 / 24,150원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	10.12%
주요주주	새로닉스 외 13 인 28.42%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.8	-33.6	-34.5	-44.4
상대수익률	-16.4	-29.5	-35.2	-31.0



## 2019년이 살 기회

투자이견 매수, 목표주가 36,000원 제시

- 1) 2020년 OP YoY 상승률 111% 전망됨에도 불구하고, ESS 문제에 대한 우려로 밸류에이션 26배까지 하락한 점과, 2) 국내 1위 배터리 업체로 매출 비중 높은 점이 투자 포인트
- 목표주가 3만 6천원은 12m fwd eps에 목표 multiple 37배(2019년 p/e 평균) 적용, ESS 관련 우려는 '19년 6월 정부의 ESS 안전기준 발표로 해소될 것이나 코발트 가격 하락은 지속될 전망, 과거와 같은 고밸류에이션은 힘들어도 '20년 실적 성장률에 주목할 필요

2020년 양극재 Capa 4만 2천톤으로 증가(2018년 1만 8천톤)

- 2020년에 배터리 업체들 생산능력 크게 확대, LG화학 2020년 90GWh(2018년 40GWh), 삼성SDI 2020년 50GWh(2018년 15GWh)
- 동사 역시 2020년 양극재 Capa 4만 2천톤 증설 완료할 예정, 이에 따라 2020년 제품 출하량은 YoY 84% 상승 가능
- 당사 커버리지 업체 중 2차전지 소재 向 매출 비중 가장 큰 만큼 단기간 실적 상승 속도 가장 빠름

코발트 가격 하락 vs 양극재 규모의 경제 시현

- 전기차 판매량 증가 → 코발트 가격 상승 → 양극재 업체 Q, 마진 호재보다는 코발트 가격 하락 → 전기차 판매량 증가 → 양극재 업체 Q 상승 가능성을 높게 봄
- 코발트 가격 하락세는 동사의 수익성에 악영향 끼칠 것으로 예상되나 향후 빠른 Capa 증설 속도 감안할 시 규모의 경제 효과로 해당 악영향을 상쇄할 수 있을 것으로 전망
- 2020~2023년간 6% 수준의 영업이익률 유지 가능할 것으로 예상

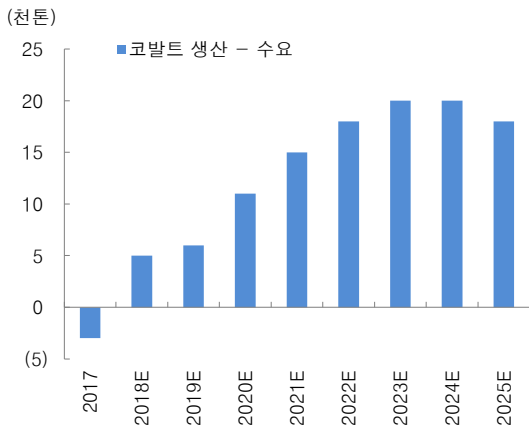
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	403	506	489	883	1,175
영업이익	29	27	25	52	70
세전순이익	19	26	22	46	62
총당기순이익	21	20	17	35	47
지배지분순이익	20	19	16	34	46
EPS	815	786	655	1,388	1,855
PER	52.5	46.3	36.9	17.4	13.0
BPS	4,974	5,691	6,250	7,553	9,323
PBR	8.6	6.4	3.8	3.1	2.5
ROE	19.0	14.8	11.0	20.1	22.0

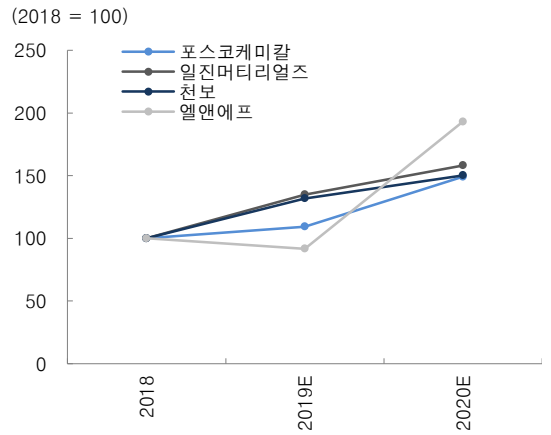
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 공급과잉 예상되는 코발트



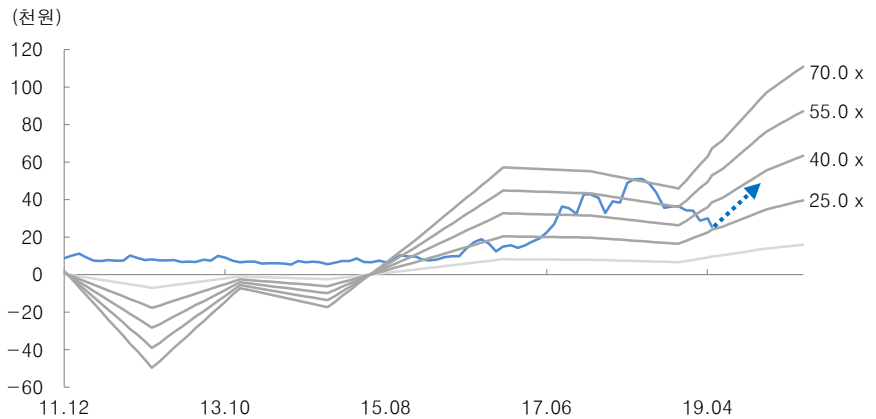
자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. '18년~' 20년 2차전지 소재 업체 실적 비교



자료: 각사, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 엘앤에프 12m fwd p/e band chart



자료: 엘앤에프, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 엘앤에프 실적표

	(단위)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
연결 매출액	(십억원)	122.3	134.3	130.0	119.1	87.7	104.5	138.8	158.3	505.7	489.4
QoQ	(%)	3.0%	9.8%	-3.2%	-8.4%	-26.3%	19.1%	32.8%	14.0%		
YoY	(%)	79.2%	33.9%	12.3%	0.3%	-28.3%	-22.2%	6.8%	33.0%	25.5%	-3.2%
연결 영업이익	(십억원)	8.1	9.9	7.3	1.7	(1.5)	6.4	9.2	10.6	27.0	24.8
QoQ	(%)	13.7%	22.9%	-26.1%	-77.4%	-191.3%	-524.6%	43.7%	14.7%		
YoY	(%)	88.0%	32.1%	-29.7%	-76.7%	-118.7%	-35.3%	25.9%	538.8%	-8.0%	-8.4%
OPM	(%)	6.6%	7.4%	5.6%	1.4%	-1.7%	6.2%	6.7%	6.7%	5.3%	5.1%

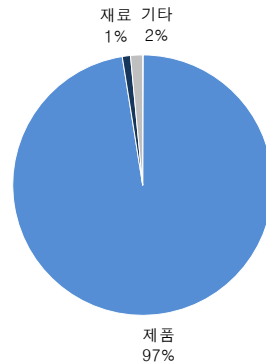
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

- 대표이사는 숭새로닉스 대표이사 허제홍
- 2018년 연결 매출액 5,057억원, 연결 영업이익 270억원 기록
- 2018년 자산은 3,310억원, 부채는 1,880억원, 자본은 1,430억원
- 발행주식 수: 24,757,675주 (자기주식수: 3,738,705주)

### 매출 비중



### 주가 변동요인

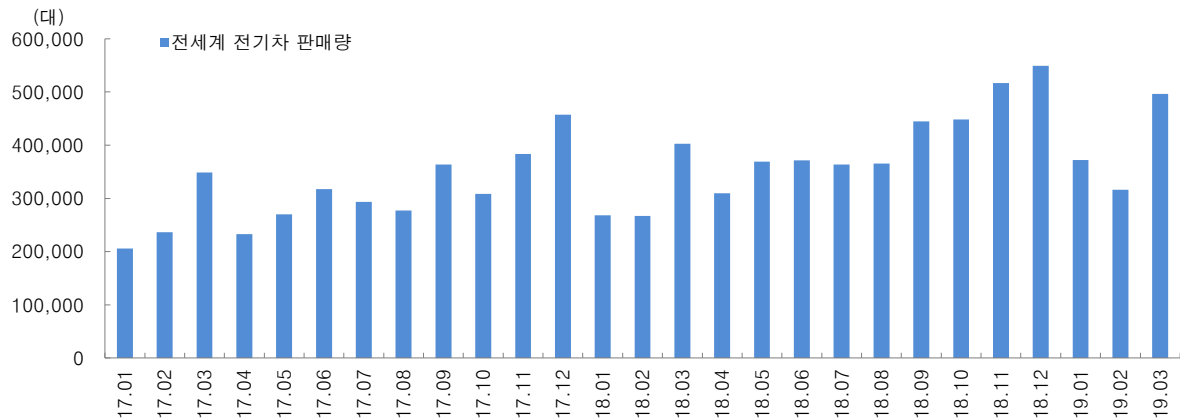
- 2차전지 양극활물질 가격의 변동, 원/달러 환율 변동

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research&Strategy본부

주: 2018년 기준  
자료: 엘앤에프, 대신증권 Research&Strategy본부

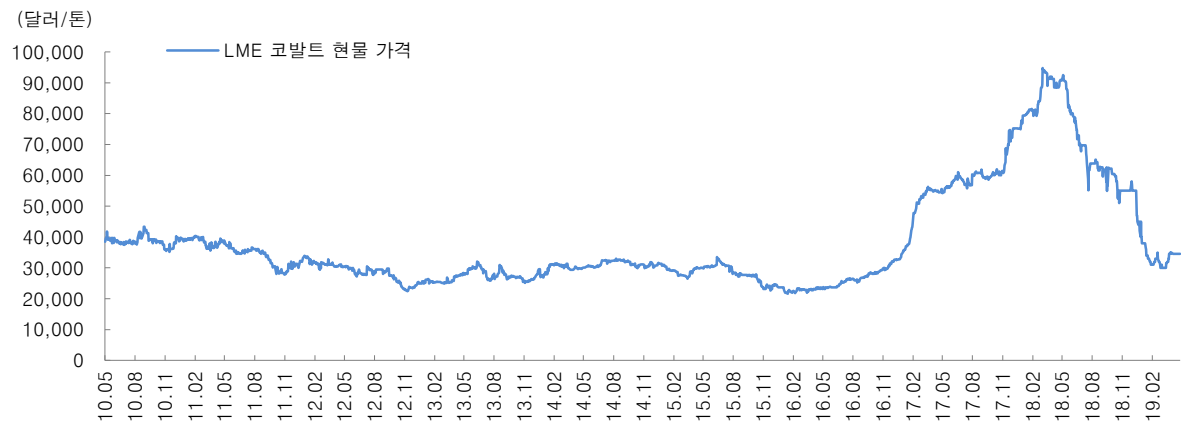
## 2. Earnings Driver

### 세계 전기차 판매량 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

### LME 코발트 가격 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	403	506	489	883	1,175
매출원가	358	457	436	779	1,037
매출총이익	45	48	54	104	138
판매비와관리비	16	21	29	52	69
영업이익	29	27	25	52	70
영업외수익	7.3	5.3	5.1	5.9	5.9
EBITDA	39	37	45	78	98
영업외손익	-11	-1	-3	-6	-8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	3	6	6	6	6
금융비용	-5	-4	-6	-9	-10
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-5	2	2	2	2
법인세비용감전순이익	19	26	22	46	62
법인세비용	2	-6	-5	-11	-14
계속사업순이익	21	20	17	35	47
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	20	17	35	47
당기순이익	5.1	3.9	3.4	4.0	4.0
비자비전분순이익	1	0	1	1	1
자비전분순이익	20	19	16	34	46
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	25	20	17	36	48
비자비전분포괄이익	1	0	1	1	1
자비전분포괄이익	24	20	17	35	46

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	815	786	655	1,388	1,855
PER	52.5	46.3	36.9	17.4	13.0
BPS	4,974	5,691	6,250	7,553	9,323
PBR	8.6	6.4	3.8	3.1	2.5
EBITDAPS	1,610	1,501	1,816	3,146	3,960
EV/EBITDA	28.9	27.6	17.6	11.7	9.8
SPS	16,518	20,465	19,765	35,670	47,452
PSR	2.6	1.8	1.3	0.7	0.5
CFPS	1,691	1,722	1,931	3,261	4,075
DPS	100	100	100	100	100

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	61.4	25.5	-3.2	80.5	33.0
영업이익 증감률	111.9	-8.0	-8.4	110.7	33.5
순이익 증감률	295.0	-3.7	-15.9	111.9	33.7
수익성					
ROIC	17.0	8.7	6.2	9.4	9.7
ROA	12.5	9.1	6.6	10.4	10.7
ROE	19.0	14.8	11.0	20.1	22.0
안정성					
부채비율	115.3	131.5	163.8	207.9	207.1
순차입금비율	67.3	83.6	121.1	162.0	154.8
이자보상비율	6.6	7.4	4.5	6.1	6.7

자료: 엘앤에프, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	161	199	193	320	433
현금및현금성자산	22	11	11	5	20
매출채권및기타채권	49	58	56	94	123
재고자산	85	121	117	212	282
기타유동자산	5	9	9	9	9
비유동자산	105	132	222	266	287
유형자산	97	122	212	257	279
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	8	10	9	9	8
자산총계	265	331	415	585	721
유동부채	104	141	190	318	379
매입채무및기타채무	25	44	43	69	89
차입금	56	72	132	232	272
유동상채무	19	19	10	11	12
기타유동부채	3	6	6	6	6
비유동부채	38	47	67	77	107
차입금	33	42	62	72	102
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	5	5	5	5
부채총계	142	188	258	395	486
자비전분	121	141	155	187	231
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	78	80	80	80	80
이익잉여금	28	46	60	93	136
기타자비전분	3	2	2	2	2
비자비전분	2	2	3	3	4
자본총계	123	143	157	190	235
순차입금	83	120	191	308	363

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	7	-3	37	-49	-7
당기순이익	21	20	17	35	47
비현금성항목의기감	21	23	31	45	54
감가상각비	10	10	20	26	28
외환손익	1	0	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	12	13	22	28
자산부채의증감	-31	-36	0	-110	-83
기타현금흐름	-3	-10	-11	-19	-25
투자활동 현금흐름	-18	-33	-111	-71	-51
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-15	-31	-110	-70	-50
기타	-3	-2	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	27	25	71	111	71
단기차입금	18	15	60	100	40
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	22	29	20	10	30
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-12	-17	-7	3	3
현금의증감	15	-11	0	-6	15
기초 현금	7	22	11	11	5
기말 현금	22	11	11	5	20
NOPLAT	33	21	19	40	53
FCF	25	-1	-71	-4	32

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4 차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (높음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이원주)

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

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**엘앤에프(066970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**

제시일자	19.05.22
투자의견	Buy
목표주가	36,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190519)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.6%	11.4%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상