

# 엘앤에프 (066970) 실적 회복은 3분기, 추가 회복은 2분기

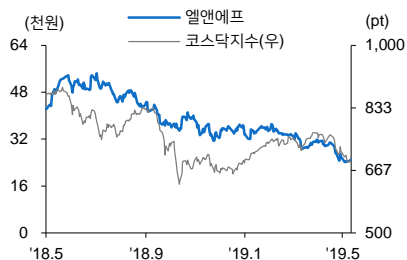
Analyst 주민우 02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	35,000원
현재주가 (5.28)	25,000원
상승여력	40.0%
KOSDAQ	702.76pt
시가총액	6,190억원
발행주식수	2,476만주
유동주식비율	56.48%
외국인비중	10.32%
52주 최고/최저가	54,500원/24,150원
평균거래대금	73.8억원
주요주주(%)	
새로닉스 외 13 인	28.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.7	-27.3	-49.1
상대주가	-11.1	-27.6	-36.3

### 주가그래프



## 2Q19 OP -10억원(적자지속 QoQ), 2019년 OP 103억원(-61% YoY), 2020년 OP 429억원(+316% YoY)

- 2Q19 OP는 1) 1Q19부터 지속된 국내 ESS향 출하 부진과 2) 코발트 가격 하락영향으로 적자 지속 불가피
- 2019년 OP는 1H19 실적부진 영향으로 전년대비 큰 폭의 역성장 불가피 ▶ 주가에 선반영

## 실적회복은 3분기, 추가회복은 2분기

- 국내 ESS향 출하가 6월 이후부터 재개되며 출하량 회복 예상
- 매출의 약 80%를 차지하는 소형전지향 매출의 계절성은 상저하고 (3분기로 가면서 물동량 증가)
- 4월부터 반등한 코발트 가격 덕분에 가격 조정만 없다면 3분기 실적에 미치는 영향은 제한적
- 2020년부터 가동될 신규라인은 대부분 EV향으로 추정되며, 정상 가동될 경우 전체 출하량의 40% 예상
- ▶ 본격적인 전기차 배터리 소재업체로서의 지위를 인정받는 과정에서 멀티플 리레이팅 예상

## 투자의견 Buy, 적정주가 35,000원으로 14.6% 하향

- 2020년 예상 EPS(1,252원)에 2차전지 성장 기대감 반영되던 15~17년 평균멀티플을 10% 할인한 28배 적용 (코발트 가격 변동에 따른 실적 변동성이 높다는 점을 반영해 디스카운트 적용)
- 1) 국내 ESS향 공급 정상화, 2) 3분기 실적 턴어라운드, 3) 하반기 신공장 준공 모멘텀이 겹치며 주가는 2분기 선제적인 반등을 시도하리라 예상

(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	31.8	4.4	26.5	14.8	131.5
2019E	450.2	10.3	6.9	280	-64.4	5,796	89.4	4.3	37.1	4.9	193.3
2020E	862.8	42.9	31.0	1,252	347.9	6,987	20.0	3.6	14.1	19.6	235.7
2021E	1,205.4	59.5	40.3	1,628	30.0	8,539	15.4	2.9	10.7	21.0	272.4

# 엘앤에프 실적테이블

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 13  
2차전지\_대세를 향한 마지막 파도

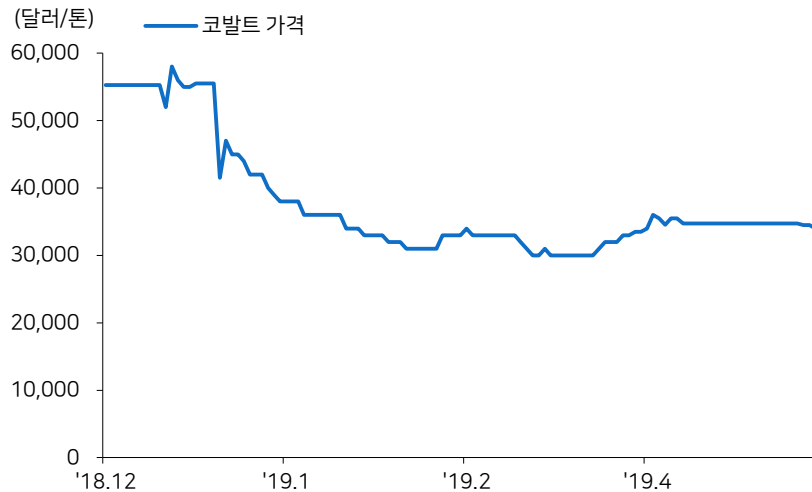
(십억원)	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율	1,125	1,171	1,170	1,150	1,135	1,125	1,115	1,110	1,154	1,121	1,100
매출액	87.7	99.2	126.8	136.5	184.8	198.4	232.3	247.3	450.2	862.8	1,205.4
(%, QoQ)	-26.3%	13.1%	27.8%	7.6%	35.4%	7.3%	17.1%	6.5%			
(%, YoY)	-28.3%	-26.1%	-2.4%	14.6%	110.7%	100.0%	83.2%	81.2%	-11.0%	91.6%	39.7%
영업이익	-1.5	-1.0	6.9	5.8	8.1	10.4	12.8	11.6	10.3	42.9	59.5
(%, QoQ)	-191.6%	-37.3%	-827.9%	-15.9%	39.2%	28.2%	22.6%	-9.0%			
(%, YoY)	-118.8%	-109.6%	-5.4%	251.5%	-634.4%	-1191.8%	83.8%	99.0%	-61.9%	316.4%	38.8%
영업이익률 (%)	-1.7%	-1.0%	5.5%	4.3%	4.4%	5.2%	5.5%	4.7%	2.3%	5.0%	4.9%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 실적회복은 3분기, 주가회복은 2분기

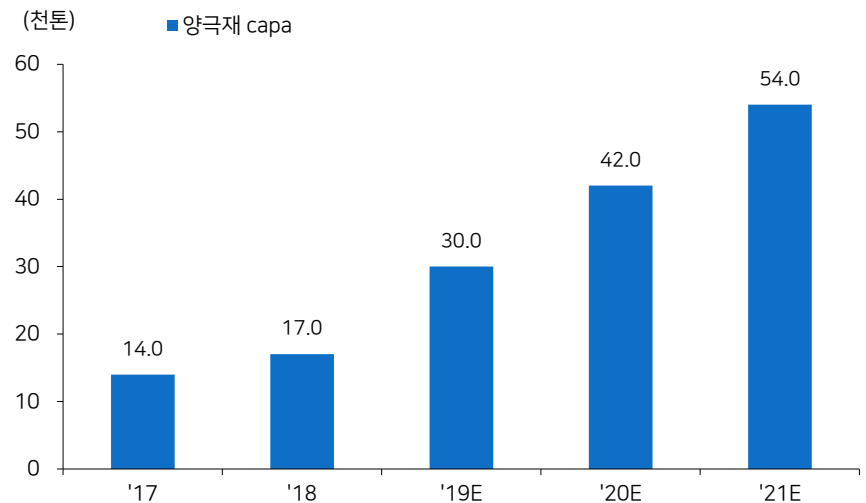
- 2Q19 OP는 1) 1Q19부터 지속된 국내 ESS향 출하 부진과 2) 코발트 가격 하락영향으로 적자 지속 불가피
- 3Q19부터는 실적 회복 예상 1) 국내 ESS향 출하가 6월 이후부터 재개되며 출하량 회복이 예상되고, 2) 매출의 약 80%를 차지하는 소형전지향 매출의 계절성으로 3분기로 가면서 물동량 증가하며, 3) 4월부터 반등한 코발트 가격 덕분에 가격 조정만 없다면 3분기 실적에 미치는 영향은 제한적이기 때문
- 2020년부터 가동될 신규라인은 대부분 EV향으로 추정되며, 정상 가동될 경우 전체 출하량의 40% 예상 ▶ 본격적인 전기차 배터리 소재업체로서의 지위를 인정받는 과정에서 멀티플 리레이팅 예상

## 최근 6개월 코발트 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권증권 리서치센터

## 엘앤에프 양극재 Capa 증설 계획 (연말기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

- 1H19 국내 ESS향 출하 부진과 코발트 가격 하락에 따른 상반기 적자 반영해 추정치 하향 조정

## 엘앤에프 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E
매출액	99.2	450.2	862.8	111.7	514.6	885.7	-11.2%	-12.5%	-2.6%
영업이익	-1.0	10.3	42.9	5.4	24.3	46.7	nm	-57.6%	-8.1%
영업이익률 (%)	-1.0%	2.3%	5.0%	4.8%	4.7%	5.3%			
세전이익	-2.7	7.8	37.8	3.3	21.0	37.9	nm	-62.9%	-0.2%
순이익	-3.1	6.9	31.0	2.6	18.3	32.1	nm	-62.2%	-3.4%

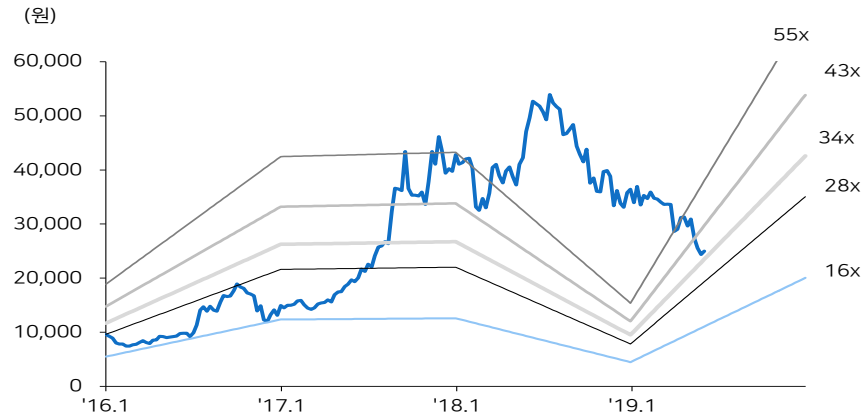
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 엘앤에프 밸류에이션 테이블

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 13  
2차전지\_ 대세를 향한 마지막 파도

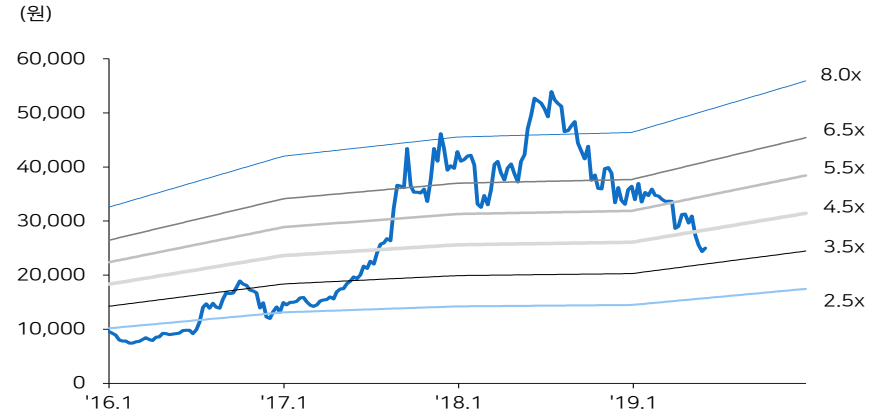
(배)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
주가 (원)	High	12,050	19,150	48,250	55,600		
	Low	5,350	6,750	13,600	30,800		
	Average	7,639	11,855	25,898	41,687		
확정치 기준 PER	High	nm	73.0	59.2	70.7		
	Low	nm	25.7	16.7	39.2		
	Average	nm	45.2	31.8	53.0		
	확정치 EPS (원)	-249	262	815	786	280	1,252
컨센서스 기준 PER	EPS Growth (%)	141.0	-205.3	210.8	-3.5	-64.4	347.9
	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		
	컨센서스 EPS (원)	306	335	772	877	572	1,410
	EPS growth (%)			194.3	7.6	-34.8	146.5

## 엘앤에프 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 엘앤에프 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 엘앤에프(066970)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>403.0</b>	<b>505.7</b>	<b>450.2</b>	<b>862.8</b>	<b>1,205.4</b>
매출액증가율(%)	61.4	25.5	-11.0	91.6	39.7
매출원가	357.9	406.3	418.8	782.6	1,092.7
매출총이익	45.1	48.4	31.5	80.2	112.6
판매비와관리비	15.7	21.4	21.2	37.3	53.1
<b>영업이익</b>	<b>29.4</b>	<b>27.0</b>	<b>10.3</b>	<b>42.9</b>	<b>59.5</b>
영업이익률(%)	7.3	5.3	2.3	5.0	4.9
금융손익	-5.3	-3.6	-5.6	-8.0	-13.3
충속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.5	2.5	3.0	3.0	2.9
세전계속사업이익	18.6	25.9	7.8	37.8	49.2
법인세비용	-2.1	6.1	1.4	6.8	8.8
<b>당기순이익</b>	<b>20.6</b>	<b>19.9</b>	<b>6.4</b>	<b>31.0</b>	<b>40.3</b>
지배주주지분 순이익	19.9	19.4	6.9	31.0	40.3

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>160.9</b>	<b>199.0</b>	<b>226.9</b>	<b>318.8</b>	<b>446.3</b>
현금및현금성자산	22.3	11.4	22.2	6.5	12.8
매출채권	44.0	49.1	53.6	96.9	120.1
재고자산	84.6	121.3	139.5	193.1	278.1
비유동자산	104.6	132.0	198.7	267.0	346.3
유형자산	96.5	121.8	188.7	252.7	327.7
무형자산	6.2	6.2	7.9	9.9	12.0
투자자산	0.2	1.3	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>265.5</b>	<b>331.0</b>	<b>425.6</b>	<b>585.8</b>	<b>792.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>104.3</b>	<b>140.8</b>	<b>148.7</b>	<b>160.7</b>	<b>198.7</b>
매입채무	21.2	34.2	29.6	56.3	68.7
단기차입금	56.5	71.8	76.3	60.0	70.0
유동성장기부채	19.2	19.2	23.3	21.8	20.5
비유동부채	37.9	47.2	131.9	250.5	381.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	32.6	42.2	125.5	240.3	366.3
<b>부채총계</b>	<b>142.2</b>	<b>188.0</b>	<b>280.5</b>	<b>411.2</b>	<b>579.8</b>
자본금	12.3	12.4	12.4	12.4	12.4
자본잉여금	78.1	79.9	80.0	80.0	80.0
기타포괄이익누계액	14.1	14.1	13.9	14.4	14.5
이익잉여금	28.3	46.1	48.9	77.8	116.0
비지배주주지분	1.9	2.4	1.9	1.9	1.9
<b>자본총계</b>	<b>123.3</b>	<b>143.0</b>	<b>145.1</b>	<b>174.5</b>	<b>212.9</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>6.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>8.3</b>	<b>-17.7</b>	<b>-24.5</b>
당기순이익(손실)	20.6	19.9	6.4	31.0	40.3
유형자산감가상각비	8.4	9.1	10.0	11.0	12.2
무형자산상각비	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
운전자본의 증감	-31.5	-23.4	-12.2	-71.4	-88.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-17.7</b>	<b>-32.5</b>	<b>-96.7</b>	<b>-91.9</b>	<b>-91.9</b>
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>27.4</b>	<b>24.8</b>	<b>90.2</b>	<b>94.9</b>	<b>132.7</b>
차입금증감	32.5	25.0	91.8	96.9	134.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>15.2</b>	<b>-11.0</b>	<b>10.8</b>	<b>-15.7</b>	<b>6.3</b>
기초현금	7.1	22.3	11.4	22.2	6.5
기말현금	22.3	11.4	22.2	6.5	12.8

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	16,518	20,465	18,185	34,848	48,686
EPS(지배주주)	815	786	280	1,252	1,628
CFPS	624	-444	436	-633	253
EBITDAPS	1,610	1,756	861	2,217	2,939
BPS	4,974	5,692	5,796	6,987	8,539
DPS	100	100	100	100	0
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	31.8	31.8	89.4	20.0	15.4
PCR	41.5	-56.3	57.3	-39.5	98.7
PSR	1.6	1.2	1.4	0.7	0.5
PBR	5.2	4.4	4.3	3.6	2.9
EBITDA	39	43	21	55	73
EV/EBITDA	18.2	26.5	37.1	14.1	10.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	19.0	14.8	4.9	19.6	21.0
EBITDA이익률	50.6	44.8	32.5	56.5	55.4
부채비율	115.3	131.5	193.3	235.7	272.4
금융비용부담률	1.1	0.7	0.7	0.8	0.9
이자보상배율(x)	6.6	7.4	3.3	6.2	5.2
매출채권회전율(x)	11.1	10.9	8.8	11.5	11.1
재고자산회전율(x)	4.8	3.9	3.2	4.7	4.6