

Analyst 김인필 · 02)6923-7351 · ipkim01@capefn.com

엘앤에프 (066970KQ | Buy 유지 | TP 35,000원 하향)

단기적 코발트 하락보다 장기 성장성에 주목

코발트 가격 하락이 지속되고 있어 엘앤에프의 실적은 1Q19에 이어 2Q19도 불확실한 상황입니다. 그러나 주요 고객사 Capa 증설에 따른 중대형 배터리향 출하량 증가로 '20년부터는 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 판단합니다. 중장기 성장성은 분명하나 단기 실적 우려를 감안, 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 35,000원으로 하향합니다.

NCM, LCO, LMO 양극재 전문 업체. 3Q18 코발트 가격 하락에도 선방

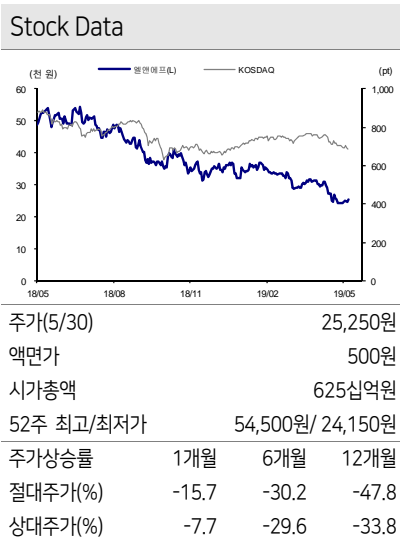
- 엘앤에프는 NCM, LCO, LMO 양극재 전문 업체. NCM이 주력제품으로 NCM 523, NCM 622, NCM71.5, 5.5 생산. LG화학, 삼성SDI 등으로 납품. 주요 고객사별 매출비중은 1H18 기준 LG화학 70%, 삼성SDI 30%로 구성
- 1Q19 매출액 877억원(-28%, YoY), 영업이익 -15억원(적전, YoY) 기록하며 적자전환. 실적 부진의 가장 큰 원인은 1) 급격한 코발트 가격 하락과 2) ESS향 출하량 감소 때문. 특히 코발트 가격은 1분기에만 전분기 대비 약 40% 가량 하락

단기적 부진보다 장기 성장 그림에 주목

- 코발트 가격 하락세가 지속되고 있고 동사의 경우 중대형 배터리향 매출비중이 10~15% 수준에 불과해 올해 실적에 대한 불확실성은 지속될 전망이다. 그러나 단기적인 부진보다 장기적인 성장 방향성에 주목하는 것이 타당
- 올해를 저점으로 '20년부터 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 판단. '20년 말까지 연산 42,000톤 규모의 양극재 Capa를 확보 가능. 주요 고객사들의 Capa도 내년부터 큰 폭으로 증가하는 만큼 동사의 출하량도 동반해 늘어날 전망이다. LG화학은 90GWh, 삼성SDI는 50GWh까지 확대 예정. 또한 중대형 배터리향 매출비중이 증가하면서 수익성 개선에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 35,000원으로 하향

- 코발트 가격 하락에 의한 단기 실적 우려를 반영하여 목표주가 35,000원으로 하향하나, '20년 이후 중장기 성장성을 감안하여 긍정적 시각 유지



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	403	506	445	723	1,000
영업이익	(십억원)	29	27	20	47	80
영업이익률	(%)	7.3	5.3	4.5	6.5	8.0
지배주주순이익	(십억원)	20	19	13	34	61
EPS	(원)	815	786	512	1,383	2,447
증감률	(%)	211.2	-3.6	-34.9	170.1	77.0
PER	(배)	52.5	46.3	48.1	17.8	10.1
PBR	(배)	8.0	6.0	3.8	3.2	2.4
ROE	(%)	19.6	14.9	8.7	20.6	28.6
EV/EBITDA	(배)	28.9	27.6	18.4	10.5	6.3
순차입금	(십억원)	83	120	100	55	-14
부채비율	(%)	115.3	131.5	111.9	93.3	78.7

엘앤에프 | 단기적 코발트 하락보다 장기 성장성에 주목

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	199	200	226	294	매출액	506	445	723	1,000
현금및현금성자산	11	22	38	97	증가율(%)	25.5	-12.0	62.5	38.3
매출채권 및 기타채권	58	66	73	80	매출원가	457	401	651	890
재고자산	121	103	105	106	매출총이익	48	45	72	110
비유동자산	132	126	135	147	매출총이익률(%)	9.6	10.0	10.0	11.0
투자자산	1	1	2	3	판매비와 관리비	21	24	25	30
유형자산	122	117	126	138	영업이익	27	20	47	80
무형자산	6	5	4	4	영업이익률(%)	5.3	4.5	6.5	8.0
자산총계	331	326	361	441	EBITDA	37	39	64	95
유동부채	141	129	133	155	EBITDA M%	7.3	8.7	8.8	9.5
매입채무 및 기타채무	44	39	63	87	영업외손익	-1	-4	-3	-2
단기차입금	72	67	57	52	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	19	18	5	5	금융손익	-4	-4	-3	-2
비유동부채	47	44	41	39	기타영업외손익	2	0	0	0
사채 및 장기차입금	42	39	34	29	세전이익	26	16	44	78
부채총계	188	172	174	194	법인세비용	6	3	9	16
지배기업소유지분	141	151	183	242	당기순이익	20	13	35	62
자본금	12	12	12	12	지배주주순이익	19	13	34	61
자본잉여금	80	80	80	80	지배주주순이익률(%)	3.9	2.9	4.8	6.2
이익잉여금	46	57	89	147	비지배주주순이익	0	0	1	1
기타자본	2	2	2	2	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배지분	2	3	3	5	총포괄이익	20	13	35	62
자본총계	143	154	187	247	EPS 증가율(% , 지배)	-3.6	-34.9	170.1	77.0
총차입금	133	124	96	86	이자손익	-4	-4	-3	-2
순차입금	120	100	55	-14	총외화관련손익	2	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-3	34	73	99	총발행주식수(천주)	24,758	24,759	24,759	24,759
영업에서 창출된 현금흐름	7	41	85	117	시가총액(십억원)	901	609	609	609
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	36,400	24,600	24,600	24,600
이자 지급	-4	-4	-3	-3	EPS(원)	786	512	1,383	2,447
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	6,079	6,505	7,804	10,166
법인세부담액	-6	-3	-9	-16	DPS(원)	100	100	100	100
투자활동 현금흐름	-33	-12	-26	-28	PER(X)	46.3	49.3	18.3	10.3
유동자산의 감소(증가)	1	0	0	0	PBR(X)	6.0	3.9	3.2	2.5
투자자산의 감소(증가)	-1	0	-1	-1	EV/EBITDA(X)	27.6	18.9	10.8	6.5
유형자산 감소(증가)	-31	-13	-25	-27	ROE(%)	14.9	8.7	20.6	28.6
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	ROA(%)	6.7	3.9	10.2	15.5
재무활동 현금흐름	25	-11	-30	-12	ROIC(%)	8.4	6.2	15.1	26.6
사채및차입금증가(감소)	25	-9	-28	-10	배당수익률(%)	0.3	0.4	0.4	0.4
자본금및자본잉여금 증감	2	0	0	0	부채비율(%)	131.5	111.9	93.3	78.7
배당금 지급	-2	-2	-2	-2	순차입금/자기자본(%)	83.6	64.8	29.4	-5.6
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	141.4	155.8	170.1	189.3
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	7.4	5.1	14.1	29.1
현금증감	-11	10	17	59	총자산회전율	1.7	1.4	2.1	2.5
기초현금	22	11	22	38	매출채권 회전율	9.5	7.2	10.4	13.1
기말현금	11	22	38	97	재고자산 회전율	4.9	4.0	6.9	9.5
FCF	-34	22	48	72	매입채무 회전율	13.2	9.7	12.8	11.9

자료: 케이프투자증권

엘앤에프 | 단기적 코발트 하락보다 장기 성장성에 주목

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

엘앤에프(066970) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-11-30	2019-05-31				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	50,000원	35,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-11-30	Buy	50,000원	-35.42	-25.70
2019-05-30	Buy	35,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	* 기준일 2019.03.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.