

2019. 1. 17



▲ 핸드셋/전기전자  
Analyst **주민우**  
02. 6098-6677  
minwoo.ju@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **45,000 원**

현재주가 (1.16) **36,450 원**

상승여력 **23.5%**

KOSDAQ 693.38pt

시가총액 9,024억원

발행주식수 2,476만주

유동주식비율 55.55%

외국인비중 11.33%

52주 최고/최저가 54,500원/31,350원

평균거래대금 105.5억원

주요주주(%)

새로닉스 외 14 인 29.35

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 10.1 -31.2 -16.9

상대주가 5.8 -18.1 8.0

### 주가그래프



# 엘앤에프 066970

## 눈높이를 낮추자

- ✓ 4Q18 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 -5%, -35% 하회할 전망
- ✓ 19년 출하량은 30%, 판가는 14% 하락하며 연간 매출액 성장률은 10%에 그칠 전망
- ✓ 19년에 대한 눈높이는 낮출 필요 있음 (컨센 6,570억원 vs 메리츠 5,636억원)
- ✓ 코발트 가격은 광산업체들의 재고조정 시기가 마무리되는 1월 이후 안정화 예상
- ✓ 중장기적으로 주요 고객사향 EV 배터리 양극재 공급에 기반한 성장 기대 유호

### 4Q18 매출 1,262억원(-2.9% QoQ), 영업이익 47억원(-36.3% QoQ) 예상

4Q18 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 -5.1%, -35.7% 하회할 전망이다. 양극재 출하량은 소폭 증가했으나, 코발트 가격의 하락폭이 컸기 때문이다.

### 19년 눈높이는 낮추되, 20년을 기대

18년 연말기준 Capa는 17,000톤으로 추정되며, 19년 생산효율화 작업을 통해 동 Capa는 10% 확장된 18,700톤 규모에 이를 전망이다. 신규라인(12,000톤)은 고객사 인증시점에 따라 가동시점이 달라질 수 있지만, 연말부터 본가동에 들어가리라 예상된다. 즉 19년 출하량은 18년 대비 30% 증가를 예상한다. 반면, 판가(ASP)는 코발트 가격의 변동성 확대가 예상됨에 따라 전년대비 14%의 하락을 예상한다. 결국 19년 매출액 성장률은 신규 공장 가동시점이 연말에 집중됨에 따라 10%에 그칠 전망이다. 신공장이 본격적으로 가동되기 시작하는 20년에는 62%의 매출 성장을 기대한다. 다만 단기적으로 19년에 대한 눈높이(컨센서스 매출 6,570억원 vs 메리츠 추정5,636억원)는 낮출 필요가 있다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 45,000원으로 하향

19년 추정치 하향조정을 반영해 엘앤에프 적정주가를 기존대비 13.5% 하향 조정한다. 최근 코발트 가격의 변동성 확대로 실적 변동성 또한 커질 전망이지만, 1월 코발트 광산업체들의 재고조정 시기가 마무리되면 안정을 찾으리라 예상된다. 단기적인 실적 모멘텀은 제한적이지만, 중장기적으로 주요 고객사향 EV 배터리 양극재 공급에 기반한 성장 스토리는 여전히 유효하다고 판단한다. 신규라인 12,000톤 또한 중대형전지용인 것으로 판단된다. 중장기적인 관점에서 투자의견 Buy, 적정주가 45,000원을 제시한다.

(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
2018E	512.8	30.0	19.7	796	-2.4	5,768	45.8	6.3	19.2	15.0	138.0
2019E	563.6	30.0	18.4	742	-6.8	6,536	49.2	5.6	19.1	12.2	172.7
2020E	915.6	50.1	32.3	1,304	75.9	7,846	27.9	4.6	12.6	18.4	195.5
2021E	1,185.1	65.7	42.3	1,708	31.0	9,566	21.3	3.8	10.1	19.9	210.3

표1 엘앤에프 4Q18 preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	126.2	118.8	6.3%	130.0	-2.9%	133.0	-5.1%
영업이익	4.7	7.1	-34.2%	7.3	-36.3%	7.3	-35.7%
세전이익	1.0	-1.1	nm	7.0	-85.1%	7.1	-85.5%
지배주주 순이익	1.9	4.5	-57.6%	5.5	-65.2%	7.0	-72.7%
영업이익률 (%)	3.7%	6.0%		5.6%		5.5%	
지배주주순이익률 (%)	1.5%	3.8%		4.2%		5.2%	

자료: 메리츠증권리서치센터

표2 엘앤에프 실적 추정치 변경

비교 (십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	126	513	564	130	517	667	-2.9%	-0.7%	-15.5%
영업이익	5	30	30	7	32	51	-31.1%	-6.6%	-41.5%
영업이익률 (%)	3.7%	5.9%	5.3%	5.2%	6.2%	7.7%			
세전이익	1	26	25	5	30	47	-80.0%	-13.7%	-47.6%
순이익	2	20	18	5	24	37	-60.6%	-17.2%	-50.7%

자료: 메리츠증권리서치센터

표3 엘앤에프 실적테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율	1,072	1,079	1,122	1,128	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,100	1,090
<b>매출액</b>	<b>122.3</b>	<b>134.3</b>	<b>130.0</b>	<b>126.2</b>	<b>117.9</b>	<b>135.7</b>	<b>145.1</b>	<b>164.8</b>	<b>403.0</b>	<b>512.8</b>	<b>563.6</b>
(% QoQ)	3.0%	9.8%	-3.2%	-2.9%	-6.6%	15.1%	6.9%	13.5%			
(% YoY)	79.2%	33.9%	12.3%	6.3%	-3.6%	1.1%	11.7%	30.6%	61.4%	27.2%	9.9%
<b>영업이익</b>	<b>8.1</b>	<b>9.9</b>	<b>7.3</b>	<b>4.7</b>	<b>5.6</b>	<b>7.1</b>	<b>8.2</b>	<b>9.1</b>	<b>29.4</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>
(% QoQ)	13.6%	23.0%	-26.2%	-36.3%	20.1%	26.8%	14.7%	11.4%			
(% YoY)	87.9%	32.2%	-29.7%	-34.2%	-30.5%	-28.3%	11.3%	94.5%	111.9%	2.3%	-0.1%
영업이익률(%)	6.6%	7.4%	5.6%	3.7%	4.8%	5.2%	5.6%	5.5%	7.3%	5.9%	5.3%
세전이익	7.5	10.6	7.0	1.0	4.6	5.1	6.3	8.6	18.6	26.1	24.5
지배주주순이익	5.6	6.7	5.5	1.9	3.0	3.5	4.8	7.0	19.9	19.7	18.4
지배주주순이익률(%)	4.6%	5.0%	4.2%	1.5%	2.6%	2.6%	3.3%	4.3%	4.9%	3.8%	3.3%

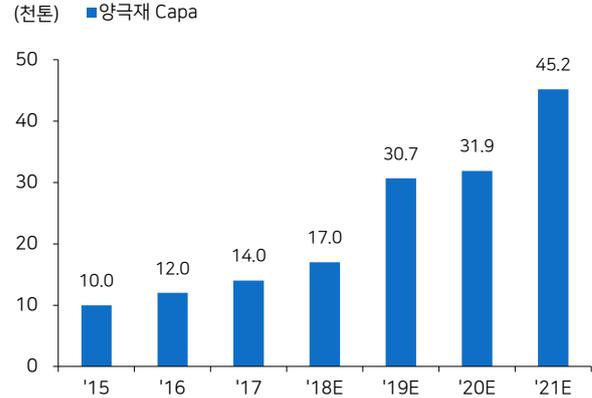
자료: 메리츠증권리서치센터

그림1 코발트 가격 추이



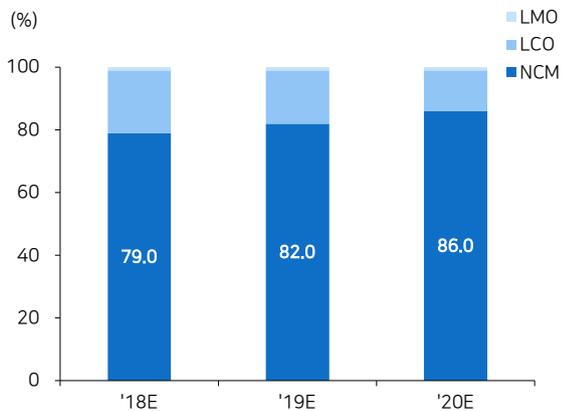
자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 엘앤에프 Capa 전망 (연말기준)



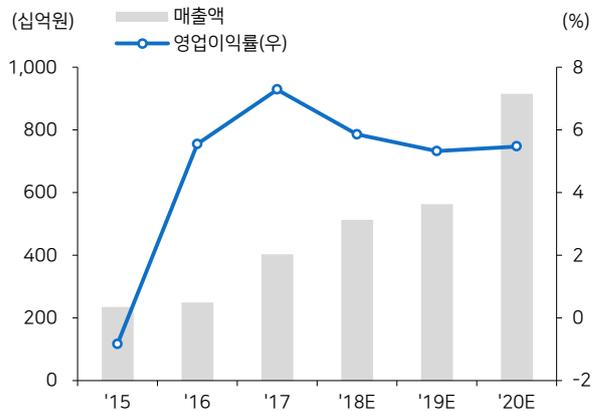
자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 제품 믹스 비중



자료: 메리츠증권리서치센터

그림4 엘앤에프 매출 및 영업이익률



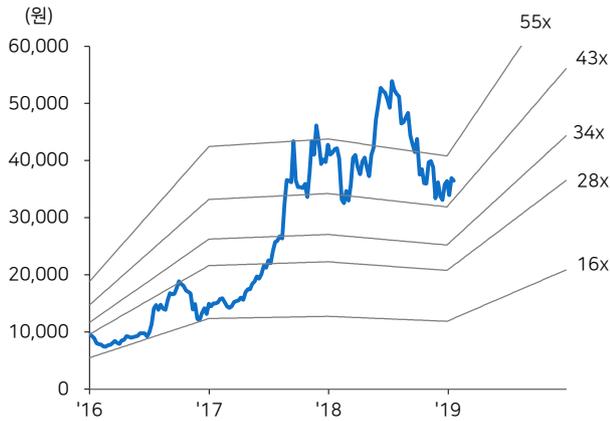
자료: 메리츠증권리서치센터

표4 엘앤에프 피어그룹 밸류에이션

(십억원)	P/E(배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액		영업이익	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
<b>엘앤에프</b>	<b>45.8</b>	<b>49.2</b>	<b>6.3</b>	<b>5.6</b>	<b>-2.4</b>	<b>-6.8</b>	<b>15.0</b>	<b>12.2</b>	<b>513</b>	<b>564</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
ShanShan	13.5	13.7	1.45	1.32	21	-0	10.7	9.8	1,508	1,896	191	211
Nichia	7.9	7.7	1.07	0.98	6	4	14.0	13.2	1,878	1,888	205	210
Umicore	25.7	21.4	3.11	2.90	-30	21	14.6	14.2	3,906	4,562	584	686
Easpring	39.9	29.2	3.71	3.40	-2	34	11.7	13.1	546	710	49	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

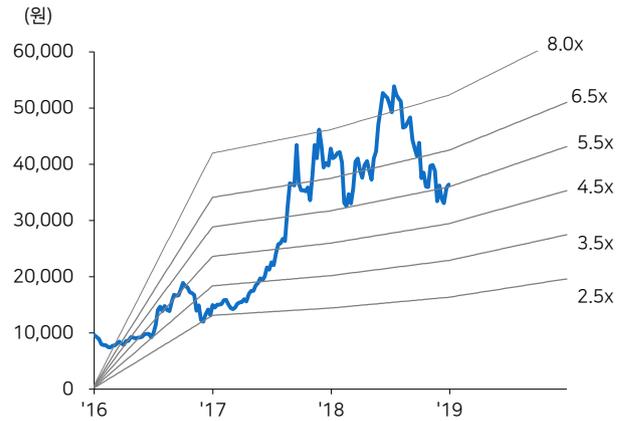
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림5 엘앤에프 PER 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림6 엘앤에프 PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

표5 엘앤에프 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
EPS	1,304	Capa 증가에 의한 성장이 본격화 되는 2020년 EPS 적용
적정배수 (배)	34.5	16,17년 평균멀티플
적정가치	44,952	
<b>적정주가</b>	<b>45,000</b>	
현재주가	36,450	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>23.5%</b>	

자료: 메리츠증권리서치센터

표6 엘앤에프 밸류에이션 테이블

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주가 (원)</b>						
High	12,050	19,150	48,250	54,500		
Low	5,350	6,750	13,600	31,350		
Average	7,639	11,855	25,898	41,588		
<b>확정치 기준 PER (배)</b>						
High	nm	73.0	59.2	68.5		
Low	nm	25.7	16.7	39.4		
Average	nm	45.2	31.8	52.3		
EPS (원)	-249	262	815	796	742	1,304
EPS Growth (%)	141.0	-205.3	210.8	-2.4	-6.8	75.9
<b>컨센서스 기준 PER (배)</b>						
High	nm	57.2	62.5	55.9		
Low	nm	20.1	17.6	32.2		
Average	nm	35.4	33.5	42.7		
EPS (원)	0	335	772	975	1,479	2,674
EPS growth (%)	-100.0	-234.5	194.3	19.6	51.7	80.8

자료: 메리츠증권리서치센터

## 엘앤에프 (066970)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>403.0</b>	<b>512.8</b>	<b>563.6</b>	<b>915.6</b>	<b>1,185.1</b>
매출액증가율 (%)	61.4	27.2	9.9	62.5	29.4
매출원가	357.9	461.1	508.4	826.7	1,068.5
매출총이익	45.1	51.7	55.2	88.9	116.6
판매비와관리비	15.7	21.6	25.2	38.8	50.9
<b>영업이익</b>	<b>29.4</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>50.1</b>	<b>65.7</b>
영업이익률 (%)	7.3	5.9	5.3	5.5	5.5
금융수익	-5.3	-3.9	-5.5	-8.6	-12.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.6	26.1	24.5	41.5	53.7
법인세비용	-2.1	5.2	4.4	7.5	9.7
<b>당기순이익</b>	<b>20.6</b>	<b>20.9</b>	<b>20.1</b>	<b>34.0</b>	<b>44.1</b>
지배주주지분 순이익	19.9	19.7	18.4	32.3	42.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6.6</b>	<b>17.3</b>	<b>18.4</b>	<b>14.0</b>	<b>-9.7</b>
당기순이익(손실)	20.6	20.9	20.1	34.0	0.0
유형자산감가상각비	8.4	9.5	10.2	12.0	14.2
무형자산상각비	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
운전자본의 증감	-31.5	-17.9	-21.5	-47.9	-39.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-17.7</b>	<b>-31.0</b>	<b>-63.9</b>	<b>-51.3</b>	<b>-62.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-15.0	-28.1	-58.9	-46.4	-57.6
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-2.0	-3.6	-3.6	-3.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>27.4</b>	<b>34.4</b>	<b>64.4</b>	<b>62.1</b>	<b>72.7</b>
차입금증감	32.5	34.6	66.5	64.2	74.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	15.2	-6.5	9.7	7.2	15.7
기초현금	7.1	22.3	15.9	25.6	32.8
기말현금	22.3	15.9	25.6	32.8	48.5

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>160.9</b>	<b>190.5</b>	<b>234.7</b>	<b>323.1</b>	<b>416.6</b>
현금및현금성자산	22.3	15.9	25.6	32.8	48.5
매출채권	44.0	48.3	53.2	85.5	103.2
재고자산	84.6	115.2	142.6	184.4	238.4
<b>비유동자산</b>	<b>104.6</b>	<b>150.7</b>	<b>207.3</b>	<b>250.3</b>	<b>316.0</b>
유형자산	96.5	139.0	187.7	222.1	279.7
무형자산	6.2	8.3	12.0	15.6	19.3
투자자산	0.2	2.2	5.7	9.3	12.8
<b>자산총계</b>	<b>265.5</b>	<b>341.2</b>	<b>442.0</b>	<b>573.4</b>	<b>732.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>104.3</b>	<b>119.0</b>	<b>128.8</b>	<b>159.0</b>	<b>200.2</b>
매입채무	21.2	27.6	32.0	54.7	73.0
단기차입금	56.5	49.4	40.0	45.0	50.0
유동성장기부채	19.2	21.6	28.3	22.7	21.5
<b>비유동부채</b>	<b>37.9</b>	<b>78.8</b>	<b>151.1</b>	<b>220.3</b>	<b>296.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	32.6	71.8	141.0	205.8	276.8
<b>부채총계</b>	<b>142.2</b>	<b>197.8</b>	<b>279.9</b>	<b>379.3</b>	<b>496.5</b>
<b>자본금</b>	<b>12.3</b>	<b>12.4</b>	<b>12.4</b>	<b>12.4</b>	<b>12.4</b>
자본잉여금	78.1	79.9	79.9	79.9	79.9
기타포괄이익누계액	14.1	14.0	14.7	14.7	14.7
이익잉여금	28.3	46.4	64.4	96.4	138.4
비지배주주지분	1.9	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>자본총계</b>	<b>123.3</b>	<b>143.4</b>	<b>162.1</b>	<b>194.1</b>	<b>236.0</b>

### Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	16,518	20,714	22,766	36,984	47,871
EPS(지배주주)	815	796	742	1,304	1,708
CFPS	624	-261	392	291	635
EBITDAPS	1,610	1,657	1,685	2,570	3,291
BPS	4,974	5,768	6,536	7,846	9,566
DPS	100	100	100	100	0
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	31.8	45.8	49.2	27.9	21.3
PCR	41.5	-139.7	92.9	125.4	57.4
PSR	1.6	1.8	1.6	1.0	0.8
PBR	5.2	6.3	5.6	4.6	3.8
EBITDA	39	41	42	64	81
EV/EBITDA	18.2	19.2	19.1	12.6	10.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	19.0	15.0	12.2	18.4	19.9
EBITDA 이익률	50.6	48.0	44.0	50.8	51.9
부채비율	115.3	138.0	172.7	195.5	210.3
금융비용부담률	1.1	0.7	0.9	0.9	1.0
이자보상배율(x)	6.6	7.5	5.8	5.8	5.5
매출채권회전율(x)	11.1	11.1	11.1	13.2	12.6
재고자산회전율(x)	4.8	4.6	3.9	5.1	5.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민주)

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** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

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

**엘앤에프 (066970) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시장: 1년

