

엘앤에프 (066970)

2차전지



최영산

02 3770 5728

yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	45,000원 (I)
현재주가 (3/6)	33,700원
상승여력	34%

시가총액	8,343억원
총발행주식수	24,758,729주
60일 평균 거래대금	103억원
60일 평균 거래량	295,571주
52주 고	54,500원
52주 저	31,350원
외인지분율	10.07%
주요주주	새로닉스 외 14 인 29.35%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.5)	(3.9)	4.9
상대	(7.5)	(9.9)	18.5
절대(달러환산)	(4.0)	(4.8)	0.8

모든 악재가 반영된 지금이 기회

악재는 모두 반영, 지금 담아두면 편할 수밖에 없다

엘앤에프(이하 동사)에 대해 목표주가 45,000원을 제시하며(12M Fwd EPS에 Target P/E 39x(17~18년 평균 P/E)를 적용) 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 2019년 매출액은 5,286억 원(YoY +5%), 영업이익 296억원(YoY +10%) 수준을 예상한다.

동사는 18년 5월, 올해 10월 가동을 목표로 2차전지 중대형용으로 1만톤 규모의 CAPA 증설을 발표한 이후, 올해 1월 다시금 2020년 2분기 가동을 목표로 70~80% 이상의 하이니켈 EV용 CAPA 1만 2천톤 증설 발표를 하였다. 결국 4Q19부터 본격적인 CAPA 램프업이 기존 1만 8천톤에서 4Q20 4만 2천톤까지 매우 빠른 속도로 증가할 것으로 예상된다. 올해 하반기와 2020년 성장에 대해서는 의구심을 가질 수가 없어 보인다. **올해 상반기는 코발트 가격의 반등 혹은 하락 마무리로 인해 주가 추가 하락폭은 상당히 제한적으로** 보이며, 하반기부터 시작될 밸리를 대비한 저점 매수 전략이 매우 유효하다는 판단이다.

CAPA 램프업 속도에 대해서도 시장의구심이 많으나, 올해 4분기에 램프업하는 신규 CAPA 1만톤의 본격 가동시기는 원래 올해 4분기를 목표로 한 상황에서 증설했다는 점에 초점을 맞출 필요가 있다. 즉, CAPA 계획도 예정대로고, 2020년 CAPA 발표까지 예정대로 진행되고 있는 상황이다. 단지 코발트와 원재료 가격이 빠르게 급락하면서 올해 상반기 실적이 slow해졌고(EPS 하향), 내재화 이슈 및 포스코켄텍 등의 벤더 진입을 우려하는 시장의 시각(멀티플 하향)으로, 주가는 크게 조정 받았다.

그러나 정작 회사 자체적으로만 보자면, CAPA 플랜도 예정대로 진행되고 있고, 코발트 가격이 빠진 것 외에는 큰 변화가 없는 상황으로 봐야 한다. **당사는 1) 코발트 가격이 바닥을 다졌다고 판단되는 현 시점과, 2) 1분기 실적 저점과 4Q19부터 시작되는 가파른 이익 사이클 진입, 3) 계속 높아지는 LGC의 CAPA 확장 속도에 주목할 필요가 있다는 판단이다.**

상저하고 전략 플레이를 하기에 그 어떤 종목보다 강할 것

동사 주가는 다른 IT 중소형주들이 1~2월 아주 강력한 모멘텀을 뽐낼 때 시장의 관심을 전혀 받지 못했다. 그러나 이익 growth는 2020년으로 갈 때 그 어떤 업체보다 강할 것으로 예상되기 때문에, 현재 시장의 관심이 낮아진 상황에서의 매수 전략이 매우 유효해 보인다. 상저하고 플레이를 할 수 있는 IT 중소형주 중에서 매우 강한 모습을 보여줄 것이라 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,190	0.2	-8.5	1,281	-7.1
영업이익	17	-76.0	-76.7	58	-70.5
세전계속사업이익	10	흑전	-86.1	10	-3.0
지배순이익	12	-72.7	-77.6	19	-35.4
영업이익률 (%)	1.4	-4.6 %pt	-4.2 %pt	4.5	-3.1 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	-2.8 %pt	-3.2 %pt	1.5	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,030	5,056	5,286	9,436
영업이익	294	271	297	543
지배순이익	199	190	235	422
PER	31.8	47.4	35.8	20.0
PBR	4.4	5.5	4.4	3.6
EV/EBITDA	18.3	20.8	14.2	13.5
ROE	19.0	14.6	15.6	23.3

자료: 유안타증권

[표 1] 엘앤에프 분기별 실적 추이 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,223	1,343	1,300	1,190	1,179	1,230	1,295	1,582	4,030	5,056	5,286
yoy(%)	79%	34%	12%	0%	-40%	-40%	-25%	-25%	61%	25%	5%
영업이익	80.8	99.3	73.3	17.1	43.5	65.5	82.7	104.9	293.7	270.6	296.6
% YoY	88%	32%	-30%	-76%	-46%	-34%	13%	514%	112%	-8%	10%
영업이익률 (%)	6.6	7.4	5.6	1.4	3.7	5.3	6.4	6.6	7.3	5.4	5.6

자료: 유안타증권 리서치센터

내재화보다 LGC의 CAPA 확장속도가 훨씬 강한 Factor

동사의 주요 고객사인 LGC의 누적 수주가 거의 80조원에 육박하는 가운데, 2020년 CAPA를 110GWh 수준까지 확대할 것으로 예상된다. 이는 곧 양극재 22만톤 정도를 필요로 하게 되는데, 시장이 우려하는 LGC의 내재화 비율을 50%까지 올린다고 본다면, 결국 11만톤을 자체 내재화, 11만톤을 양극재 업체로부터 조달받을 것으로 보인다.

동사의 2018년 양극재 매출의 약 70% 정도가 LGC이기 때문에, 해당 비율을 유지하고 2020년 CAPA 4만톤 중에서 가동률과 수율을 감안한 실제 예상 출하량 약 32,000톤(100% NCM 가정) 중 약 70% 수준인 2만 2천톤만 LGC에게 공급한다 가정한다면, LGC 전체 양극재 필요량 22만톤 내에 동사의 점유율은 10%에 불과할 것으로 보인다. 물론 LGC도 112GWh의 CAPA를 전부 출하할 것이라는 가정은 쉽지 않으나, 핵심은 그걸 고려하더라도 경쟁사 진입으로 인한 동사의 추가 CAPA 확장 지연이나 낮은 가동률에 의구심을 갖기는 쉽지 않다는 점이다.

또한 2020년 SDI의 내재화 비율이 10%, LGC의 내재화 비율이 50%라 할지라도, SDI의 CAPA가 30GWh, LGC는 112GWh 수준임을 감안할 때, SDI와 LGC는 이론적으로 각각 27GWh, 56GWh를 외부에서 조달할 것으로 보인다. 즉, 내재화를 비율은 LGC가 더 높지만, CAPA 확장력의 차이가 크기 때문에, LGC 벤더 업체들이 디스카운트 받을만한 논리는 설득력이 약하다. 물론 작년 중반 이차전지 소재 업종의 멀티플이 최고점에 도달한 상황에서는 충분히 멀티플을 하향 시킬만한 논리였으나, 현재 거의 바닥구간을 다지고 있는 주가 상황에서는 내재화율보다 LGC의 CAPA 확장과 동사의 CAPA 램프업 속도에 더욱 주목해야 하는 시점이라 판단된다. 왜냐하면 LGC의 CAPA 확장속도를 감안할 때, LGC 자체적으로 내재화율을 50%까지 올리지 않으면 아예 물량 생산 대응 자체가 어렵기 때문이다.

다른 업체들이 연이어 빠르게 CAPA 발표를 하고 작년 4분기에 다소 무리하게 CAPA를 늘려나갈 때, 동사는 과거의 경험이 있었기 때문에 급하지 않았다. 차근차근 올해 4분기와 내년 2분기를 목표로 CAPA를 고객사 수요에 발맞추어 준비하고 있으며, 이는 곧 내년 실적에 대한 높은 가시성을 의미한다고 판단한다. 악재보다 호재에 민감한 구간이다. 하반기로 갈수록 EPS와 Target 멀티플이 높아지는 구간에 접근할 것으로 예상된다. 하반기로 갈수록 목표주가는 상향조정될 가능성이 매우 커 보인다.

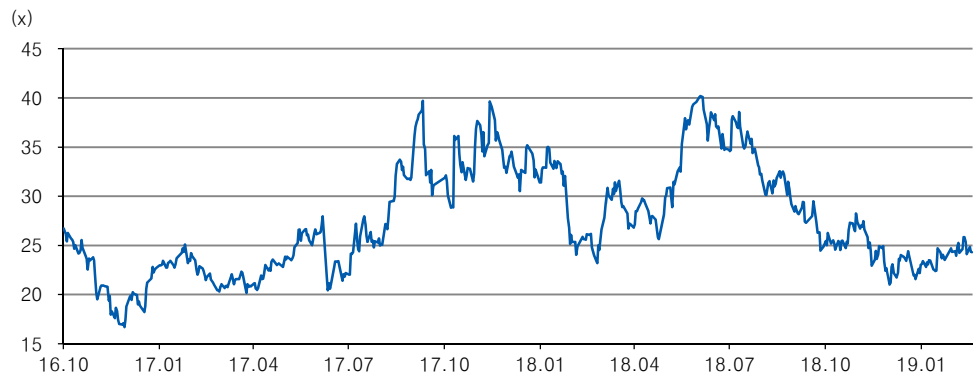
[표 2] 엘앤에프 밸류에이션 Table

(단위: 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
P/E(High)	-	73.1	59.2		
P/E(Low)	-	25.8	16.7		
P/E(Avg)	-	45.3	31.8	47.4	35.8
EPS	-249	262	815	905	950
EPS Growth(%)		흑자전환	211%	11%	5%
BPS	3,591	4,510	5,824	6,806	7,818
BPS Growth(%)		26%	29%	17%	15%
ROE (%)	-6.7	8.2	19.0	16.9	16.2
Target P/E (x)					39.0
12M Fwd EPS					1,150
Target Price					45,000

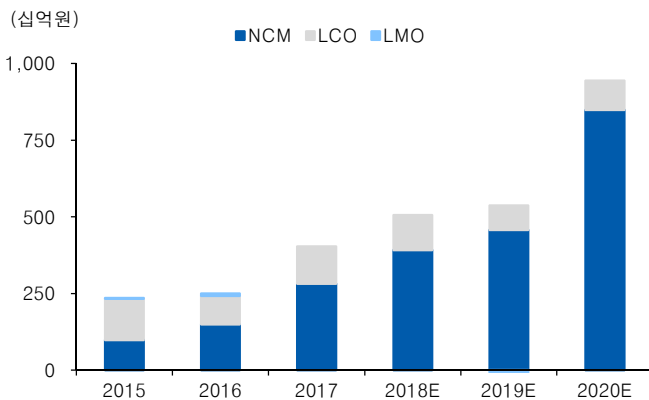
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 엘앤에프 12M Fwd P/E 추이



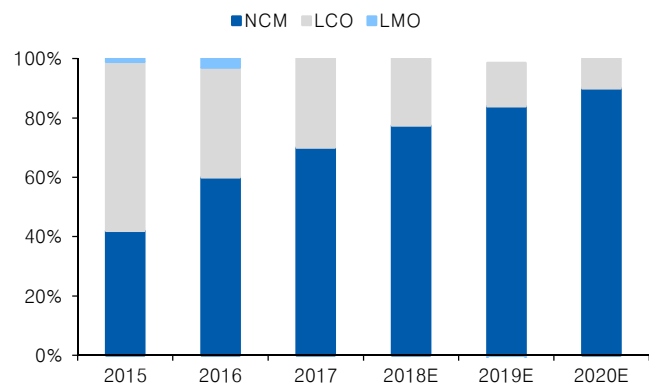
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 엘앤에프 매출액 및 수주 상황 요약



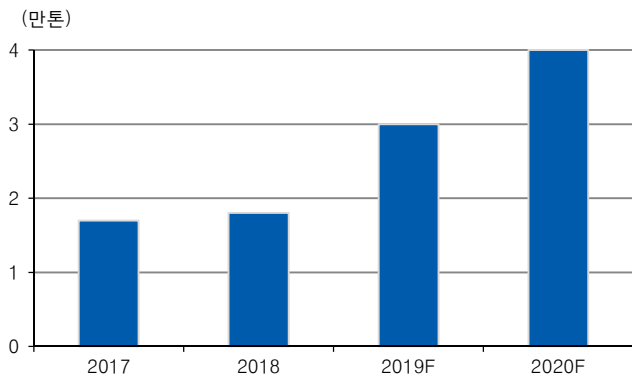
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 엘앤에프 제품별 매출 비중



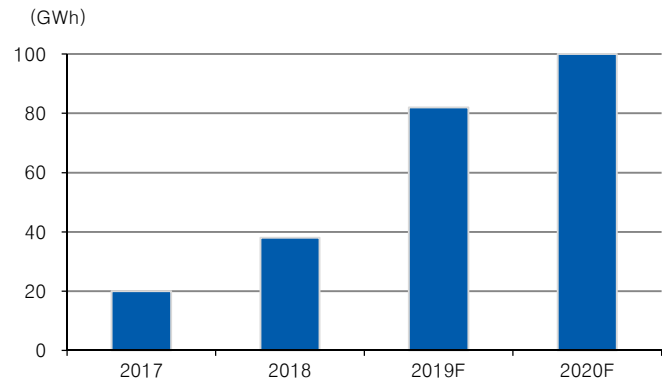
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 엘앤에프 양극재 CAPA 현황



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] LG 화학 중대형 배터리 CAPA 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] LGC 내재화 용량과 L&F MS 예상

	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
LGC CAPA	20.0	38.0	82.0	112.0	147.0	170.0
양극재 필요량(만톤)	4	7.6	16.4	22.4	29.4	34
내재화 비율(%)	20%	30%	40%	50%	50%	50%
내재화 용량(만톤)	0.8	2.28	6.56	11.2	14.7	17
내재화 제외한 물량	3.2	5.32	9.84	11.2	14.7	17
엘앤에프 출하량(만톤)	1.4	1.6	1.8	3.2	4.0	5.0
LGC 매출액 비중	50%	55%	70%	70%	70%	65%
LGC 공급량(만톤)	0.7	0.88	1.26	2.24	2.8	3.25
전체 양극재 필요량 내 L&F MS	17.5%	11.6%	7.7%	10.0%	9.5%	9.6%
LGC 내재화 제외한 물량 내 L&F MS	21.9%	16.5%	12.8%	20.0%	19.0%	19.1%

주: 2021년 이후로는 동사의 LGC 비중이 점점 감소할 것으로 가정, 2020년부터는 NCM이 96% 이상 양산될 것

자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 (066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	2,497	4,030	5,056	5,286	9,436
매출원가	2,220	3,579	4,557	4,678	8,384
매출총이익	277	451	499	608	1,052
판매비	138	157	229	311	510
영업이익	139	294	271	297	543
EBITDA	235	393	465	713	868
영업외손익	-71	-108	-11	17	20
외환관련손익	7	-18	0	0	0
이자손익	-32	-44	-54	-58	-92
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-46	-46	44	74	112
법인세비용차감전순이익	68	186	260	313	563
법인세비용	15	-21	62	69	124
계속사업순이익	52	206	198	244	439
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	206	198	244	439
지배지분순이익	57	199	190	235	422
포괄순이익	49	248	195	236	430
지배지분포괄이익	53	241	188	228	416

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,069	1,609	3,033	4,864	7,346
현금및현금성자산	71	223	478	1,080	367
매출채권 및 기타채권	312	489	1,477	2,320	4,252
재고자산	638	846	989	1,375	2,639
비유동자산	958	1,046	1,170	1,094	969
유형자산	848	965	1,095	1,027	908
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	2	0	0	0
자산총계	2,027	2,655	4,203	5,958	8,315
유동부채	810	1,043	2,122	2,807	3,684
매입채무 및 기타채무	158	255	827	1,290	2,399
단기차입금	382	565	1,031	1,253	1,020
유동성장기부채	103	192	195	195	195
비유동부채	343	379	658	1,514	2,593
장기차입금	272	326	597	1,453	2,532
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,153	1,422	2,780	4,321	6,277
지배지분	877	1,214	1,397	1,611	2,012
자본금	116	123	124	124	124
자본잉여금	660	781	799	799	799
이익잉여금	87	283	453	667	1,068
비지배지분	-4	19	26	26	26
자본총계	874	1,233	1,423	1,637	2,039
순차입금	761	830	1,344	1,820	3,379
총차입금	856	1,082	1,822	2,900	3,747

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-89	66	-161	-131	-1,345
당기순이익	52	206	198	244	439
감가상각비	80	84	184	408	318
외환손익	0	5	1	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-338	-315	-595	-809	-2,126
기타현금흐름	117	85	51	26	23
투자활동 현금흐름	-170	-177	-325	-334	-194
투자자산	-12	0	-11	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-106	-150	-314	-340	-200
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-57	-27	0	6	6
재무활동 현금흐름	268	273	726	1,057	823
단기차입금	24	183	466	222	-232
사채 및 장기차입금	9	142	274	856	1,079
자본	215	0	0	0	0
현금배당	-3	-10	-21	-21	-21
기타현금흐름	22	-42	7	0	-2
연결범위변동 등 기타	0	-10	15	10	3
현금의 증감	8	152	255	602	-713
기초 현금	63	71	223	478	1,080
기말 현금	71	223	478	1,080	367
NOPLAT	139	326	271	297	543
FCF	-240	-39	-509	-502	-1,577

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

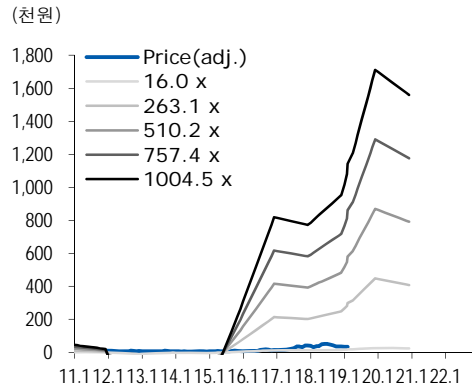
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

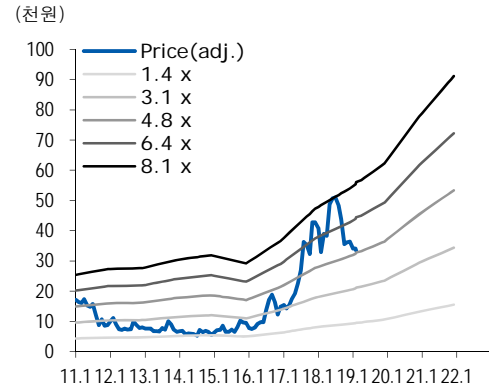
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	262	815	769	950	1,705
BPS	4,510	5,824	6,646	7,665	9,573
EBITDAPS	1,083	1,610	1,880	2,879	3,506
SPS	11,499	16,518	20,421	21,349	38,115
DPS	50	100	100	100	100
PER	45.2	31.8	47.4	35.8	20.0
PBR	2.6	4.4	5.5	4.4	3.6
EV/EBITDA	14.2	18.3	20.8	14.2	13.5
PSR	1.0	1.6	1.8	1.6	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.2	61.4	25.4	4.5	78.5
영업이익 증가율 (%)	흑전	111.9	-7.8	9.6	82.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	249.6	-4.3	23.6	79.5
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	9.9	11.5	11.1
영업이익률 (%)	5.6	7.3	5.4	5.6	5.7
지배순이익률 (%)	2.3	4.9	3.8	4.4	4.5
EBITDA 마진 (%)	9.4	9.7	9.2	13.5	9.2
ROIC	6.7	17.0	8.4	7.3	9.4
ROA	3.1	8.5	5.5	4.6	5.9
ROE	8.2	19.0	14.6	15.6	23.3
부채비율 (%)	132.0	115.3	195.3	263.9	307.9
순차입금/자기자본 (%)	86.8	68.4	96.2	113.0	167.9
영업이익/금융비용 (배)	4.3	6.6	5.0	5.1	5.8

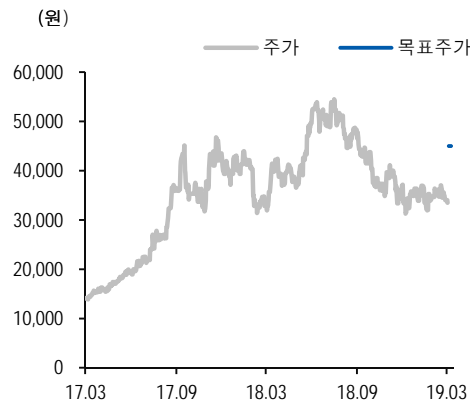
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-07	BUY	45,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	14.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.