

엘앤에프 (066970)

이차전지



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	34,000원 (D)
현재주가 (5/21)	24,150원
상승여력	41%

시가총액	5,979억원
총발행주식수	24,758,729주
60일 평균 거래대금	83억원
60일 평균 거래량	267,437주
52주 고	54,500원
52주 저	24,150원
외인지분율	10.14%
주요주주	새로닉스 외 13 인 28.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.8)	(33.6)	(44.4)
상대	(16.4)	(29.5)	(31.0)
절대(달러환산)	(26.5)	(37.4)	(49.4)

2020년을 겨냥한 하반기 움직임에 주목

상반기는 부진, 3분기부터 실적 개선세 진입

엘앤에프(이하 동사)의 1분기 실적은 매출액 877억원(YoY -28%), 영업적자 -15억원(적자전환)으로, 1) 코발트 가격 급락과, 2) ESS 출하 부진에 따른 가동률 하락이 주된 원인으로 작용하였다. 동사 내에 중대형 비중이 10~15% 정도에 불과하기 때문에, 출하량 부진보다는 코발트 가격이 결국 가장 중요한 변수였다. 2분기의 경우, ESS 출하부진이 지속되면서, 1분기 대비 출하량이 감소하며, 코발트가격이 올해 1분기에도 QoQ로 약 -40%가까이 하락했기 때문에, 올해 2분기 실적도 쉽지 않을 전망이다. 다만 현재 환율에 동사에게 우호적으로 작용하고 있기 때문에, 이러한 효과를 일부 상쇄할 것으로 예상된다.

2019년말 CAPA 19,000 톤 → 2020년말 42,000톤

현재 시점에서 냉정하게 본다면, 2분기 실적에 대한 불확실성과, 이차전지 산업 투자 심리 악화에 따른 멀티플 하향 조정 추세가 부담인 상황이다. 그러나, 산업을 보는 중장기 관점에서 볼 때, 2020년부터 동사의 전체적인 주요 변수들이 턴어라운드하는 방향으로 전환될 것으로 예상된다. 1) 출하물량(고객사 EV 가동률 본격화), 2) 수익성(메탈가격 바닥구간 형성), 3) 기술력(High-N), 4) CAPA 확보 규모(올해말 대비 내년 2배 이상 증가) 모두 올해보다 내년에 개선되는 흐름으로 진행될 것으로 보인다. 내년에는 ESS와 EV향 가동률 회복에 따른 출하물량(Q) 증가와 함께, 코발트 가격 바닥구간 형성에 따른 수익률 정상화 구간에 진입할 것으로 판단된다. 또한 NCM 8시리즈 출하에 따른 내년 이익률 개선 또한 긍정적이다.

산업분석에서도 언급하였듯, 기본적으로 배터리 셀 업체들 또한 올해 출하 물량의 상당부분이 ESS이기에 가동률이 부진하였으나, 내년부터는 본격적인 EV 물량 반영에 따른 가동률 상승이 동반될 수밖에 없을 것으로 보인다. 현재 시점에서 LG화학의 수주잔고는 110조원 수준으로 판단되는데, LG화학은 SKI와 달리 2020년부터 시작되는 프로젝트들 또한 많기 때문에, (SKI는 2021년 이후 3세대 EV 프로젝트들 중심으로 수주를 확보) LG화학의 내년 EV향 물량 증가는 매우 필연적이다. 또한 보수적인 CAPA 증설을 해왔던 동사의 특성상, 이번 1, 2차 CAPA 증설밸리는 물량확보에 대한 어느 정도의 확신으로 해석된다. 올해 고객사 비중은 LG화학 70%, SDI 30% 수준으로 예상되며, 내년에도 비슷한 비중을 차지할 것으로 보인다. 올해 중대형 부분 비중은 10~15% 수준으로, 대부분 ESS로 형성되어 있으나, 내년에는 중대형 비중이 40%까지 상승하면서, 대부분 EV쪽으로 구성될 것으로 보인다.

긴 그림의 산업 방향성을 봐야 할 것

코발트 가격 급락에 따른 단기 실적 부진을 반영하여 목표주가를 하향 조정하나, 결국 2020년을 겨냥한 올해 하반기부터의 선매수 전략이 이뤄질 것으로 판단된다. 목표주가는 2020F EPS에 과거 CAPA 램프업이 가파르게 이뤄지고 실적이 급격하게 증가한 2017년 평균 P/E 31x를 적용하였다.

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	860	-36.0	-2.0	1,174	-26.8
영업이익	-11	적전	적지	66	-117.5
세전계속사업이익	-14	적전	적지	25	-157.0
지배순이익	-10	적전	적지	26	-140.0
영업이익률 (%)	-1.3	적전	적지	5.6	-6.9%pt
지배순이익률 (%)	-1.2	적전	적지	2.2	-3.4%pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		4,030	5,057	3,957	7,188
영업이익		294	270	40	379
지배순이익		199	194	-4	264
PER		31.8	53.0	-1,380.3	22.7
PBR		4.4	6.2	3.7	3.1
EV/EBITDA		18.3	31.0	3.2	14.0
ROE		19.0	14.8	-0.3	17.6

자료: 유안타증권

[표 1] 엘앤에프 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019	2020E
매출액	1,223	1,343	1,300	1,190	877	860	999	1,220	5,056	3,957	7,188
yoy(%)	79%	34%	12%	0%	-28%	-36%	-23%	3%	25%	-22%	82%
영업이익	80.8	99.3	73.3	16.7	-15.2	-11.5	27.3	39.8	270	40	379
% YoY	88%	32%	-30%	-77%	적자전환	적자전환	-63%	139%	-8%	-85%	837%
영업이익률 (%)	6.6%	7.4%	5.6%	1.4%	-1.7%	-1.3%	2.7%	3.3%	5.3%	1.0%	5.3%

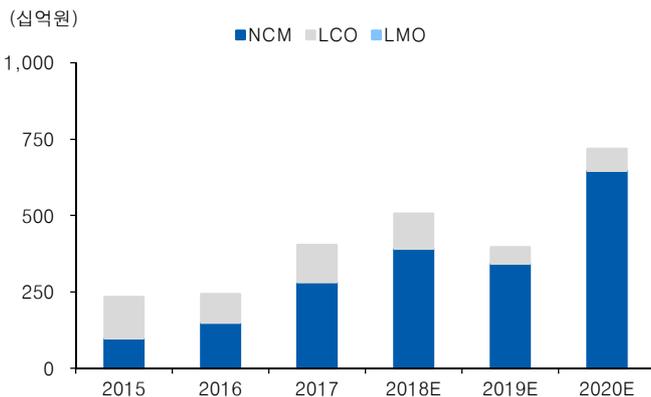
[표 2] 엘앤에프 밸류에이션 Table

(단위: 배)

	2015	2016	2017	2018	2019F
P/E(High)	-	73.1	59.2	70.7	
P/E(Low)	-	25.8	16.7	39.2	
P/E(Avg)	-	45.3	31.8	53.0	
EPS	-249	262	815	786	-18
EPS Growth(%)		흑자전환	211%	-4%	-102%
Target P/E (x)					31.8
2020F EPS					1,067

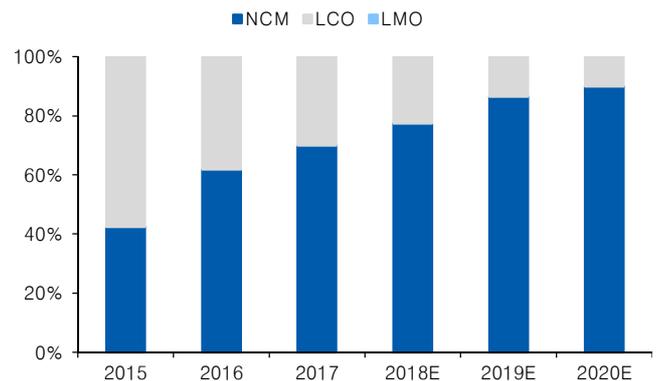
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 엘앤에프 매출액 및 수주 상황 요약



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 엘앤에프 제품별 매출 비중



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 엘앤에프 12M Fwd P/B 추이



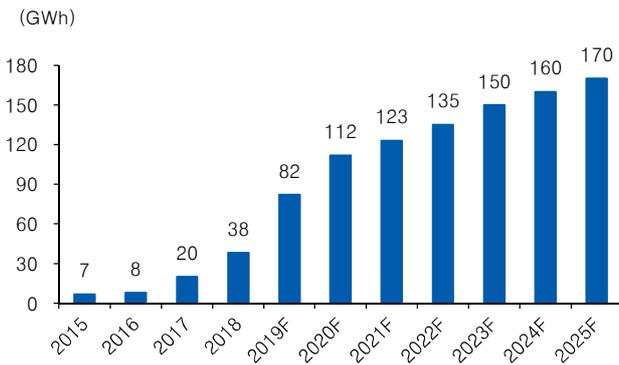
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 일진머티리얼즈 12M Fwd P/E 추이



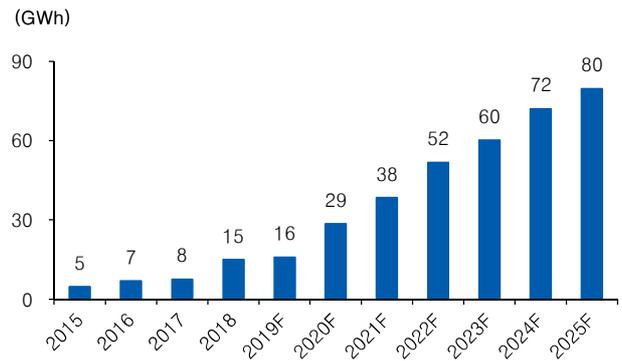
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] LG 화학 중대형 배터리 CAPA 추정



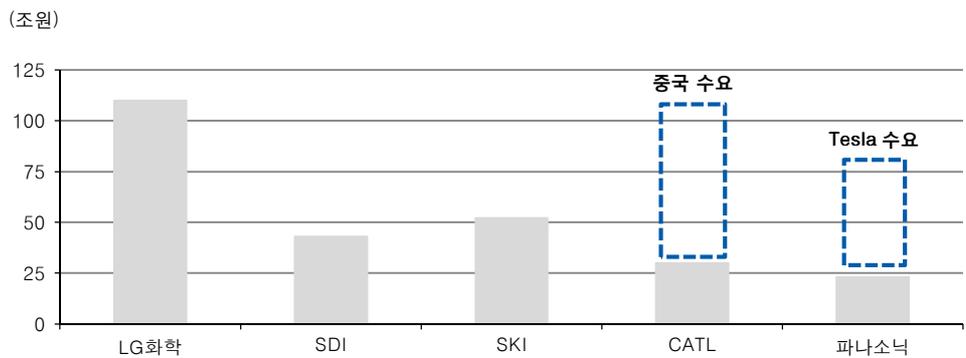
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 삼성 SDI 중대형 배터리 CAPA 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 글로벌 Top 5 개사 수주 규모 비교 (2019.05 업데이트, 유안타증권 추정)



자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 (066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	2,497	4,030	5,057	3,957	7,188
매출원가	2,220	3,579	4,573	3,733	6,502
매출총이익	277	451	484	224	686
판매비	138	157	214	183	307
영업이익	139	294	270	40	379
EBITDA	235	393	371	2,039	406
영업외손익	-71	-108	-11	-47	-22
외환관련손익	7	-18	24	0	0
이자손익	-32	-44	-36	-41	-48
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-46	-46	1	-6	26
법인세비용차감전순이익	68	186	259	-7	357
법인세비용	15	-21	60	2	71
계속사업순이익	52	206	199	-9	286
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	52	206	199	-9	286
지배지분순이익	57	199	194	-4	264
포괄순이익	49	248	203	-3	292
지배지분포괄이익	53	241	199	-1	292

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	1,069	1,609	1,990	4,411	5,657
현금및현금성자산	71	223	114	1,324	2,277
매출채권 및 기타채권	312	489	577	1,648	1,679
재고자산	638	846	1,213	1,364	1,626
비유동자산	958	1,046	1,320	143	176
유형자산	848	965	1,218	60	100
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	2	13	0	0
자산총계	2,027	2,655	3,310	4,555	5,834
유동부채	810	1,043	1,408	2,409	3,294
매입채무 및 기타채무	158	255	439	1,126	2,114
단기차입금	382	565	718	1,028	926
유동성장기부채	103	192	192	165	165
비유동부채	343	379	472	745	895
장기차입금	272	326	422	699	850
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,153	1,422	1,880	3,154	4,189
지배지분	877	1,214	1,406	1,382	1,625
자본금	116	123	124	124	124
자본잉여금	660	781	799	800	800
이익잉여금	87	283	461	436	679
비지배지분	-4	19	24	19	19
자본총계	874	1,233	1,430	1,401	1,644
순차입금	761	830	1,195	568	-336
총차입금	856	1,082	1,333	1,893	1,941

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-89	66	-28	1,532	1,042
당기순이익	52	206	199	-9	286
감가상각비	80	84	91	1,990	20
외환손익	0	5	1	-1	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-338	-315	-357	-476	706
기타현금흐름	117	85	39	29	30
투자활동 현금흐름	-170	-177	-325	-881	-71
투자자산	-12	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-106	-150	-309	-850	-60
유형자산 감소	3	0	1	1	0
기타현금흐름	-57	-27	-17	-32	-11
재무활동 현금흐름	268	273	248	550	38
단기차입금	24	183	154	310	-103
사채 및 장기차입금	9	142	97	250	151
자본	215	0	0	0	0
현금배당	-3	-10	-21	-21	-21
기타현금흐름	22	-42	19	11	11
연결범위변동 등 기타	0	-10	-4	10	-57
현금의 증감	8	152	-110	1,210	953
기초 현금	63	71	223	114	1,324
기말 현금	71	223	114	1,324	2,277
NOPLAT	139	326	270	55	379
FCF	-240	-39	-358	727	977

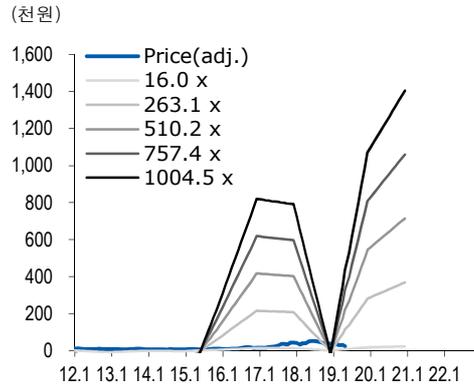
자료: 유안타증권

- 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

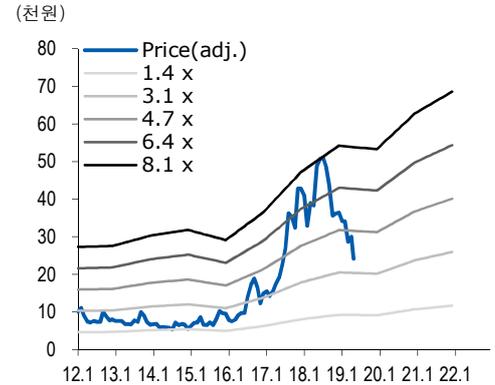
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	262	815	786	-18	1,067
BPS	4,510	5,824	6,690	6,576	7,733
EBITDAPS	1,083	1,610	1,501	8,235	1,640
SPS	11,499	16,518	20,465	15,981	29,034
DPS	50	100	100	100	100
PER	45.2	31.8	53.0	-1,380.3	22.7
PBR	2.6	4.4	6.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	14.2	18.3	31.0	3.2	13.9
PSR	1.0	1.6	2.0	1.5	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.2	61.4	25.5	-21.8	81.7
영업이익 증가율 (%)	흑전	111.9	-8.0	-85.0	836.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	249.6	-2.3	적전	-6,171.3
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	9.6	5.7	9.5
영업이익률 (%)	5.6	7.3	5.3	1.0	5.3
지배순이익률 (%)	2.3	4.9	3.8	-0.1	3.7
EBITDA 마진 (%)	9.4	9.7	7.3	51.5	5.6
ROIC	6.7	17.0	8.8	2.4	18.3
ROA	3.1	8.5	6.5	-0.1	5.1
ROE	8.2	19.0	14.8	-0.3	17.6
부채비율 (%)	132.0	115.3	131.5	225.1	254.8
순차입금/자기자본 (%)	86.8	68.4	85.0	41.1	-20.7
영업이익/금융비용 (배)	4.3	6.6	7.4	0.9	6.7

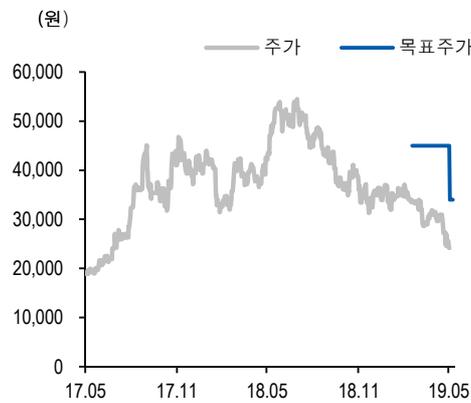
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-22	BUY	34,000	1년		
2019-03-07	BUY	45,000	1년	-32.90	-24.44

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)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-19

※ 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.