



# 엘앤에프 (066970)

## 변화의 시작

▶ Analyst 김준환 joonh.kim@hanwha.com 02-3772-7473

# Not Rated

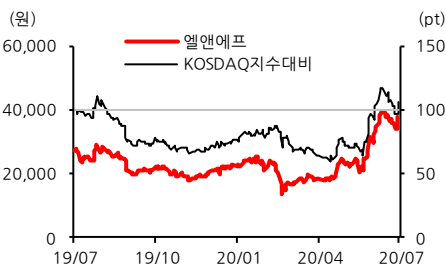
현재 주가(7/29)	38,000원
상승여력	-
시가총액	10,662억원
발행주식수	28,059천주
52 주 최고가 / 최저가	39,950 / 13,303원
90 일 일평균 거래대금	284.24억원
외국인 지분율	11.9%
주주 구성	
새로닉스 (외 13 인)	28.6%
자사주 (외 1 인)	13.3%
이병희 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	24.0	106.4	70.6	40.0
상대수익률(KOSDAQ)	13.9	81.1	50.0	9.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	250	403	506	313
영업이익	14	29	27	-8
EBITDA	24	39	37	4
지배주주순이익	6	20	19	-9
EPS	257	788	758	-350
순차입금	81	83	120	236
PER	56.0	52.3	46.3	-60.4
PBR	4.0	8.7	6.4	4.2
EV/EBITDA	18.2	28.9	27.5	219.3
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.2
ROE	8.2	19.0	14.8	-6.7

### 주가 추이



엘앤에프는 2021년부터 본격적인 실적 성장 사이클에 진입할 것으로 전망합니다. EV향 하이니켈 양극재 생산 및 고객사 다변화를 통해 회사의 체질 개선이 점진적으로 이루어질 전망입니다.

### 2차전지 양극재 업체

엘앤에프는 2000년 설립되어 2차전지 양극활물질을 생산하는 업체이다. 동사는 ESS 화재 및 원재료 가격 하락으로 부진한 2019년을 보였으나, 2020년 하반기부터 하이니켈 양극재 생산을 시작하며 실적 턴어라운드 가 예상된다.

### EV용 하이니켈 양극재 업체로 재평가 필요

동사는 글로벌 양극재 업체 중 유일하게 니켈 비중 90%의 NCMA 양극재 양산을 시작한 것으로 파악된다. NCMA는 비싼 코발트 비중을 낮추고 알루미늄을 첨가해 배터리 가격 인하가 가능한 동시에, 니켈 함량을 늘려서 에너지 출력을 높일 수 있는 차세대 양극재 기술이다. 동사가 향후 신규 증설하는 캐파는 NCMA 생산에 집중할 계획이며, 2021년부터 본격적인 양산 및 글로벌 전기차 업체로 납품을 통해 실적 개선에 기여할 전망이다. 또한 SK이노베이션 EV향 공급 확대로 고객사 다변화가 이뤄지고 있으며, 결과적으로 현재 15% 수준의 EV향 매출 비중은 2021년에 약 40%로 증가할 것으로 판단한다.

### 중장기 투자 매력도 높음

신규 증설 효과가 본격적으로 실적에 반영되기까지 단기 실적의 불확실성은 존재한다. 그러나 ESS 물량 회복 및 SK이노베이션향 납품 확대로 2020년에는 전년대비 40% 이상의 매출액 성장 및 이익 턴어라운드 가 가능하다는 판단이다. 향후 지속적인 하이니켈 캐파 증설 및 EV향 매출 확대로 2021년 하반기부터 실적 개선의 폭은 더욱 가팔라질 것으로 전망한다. 경쟁사 대비 낮은 EV 매출 비중, 소극적인 캐파 증설, 재무구조 취약 등의 이유로 국내 양극재 업종 대비 저평가를 받았으나, 향후 실적 성장을 통해 기업 가치는 점진적으로 재평가될 것으로 전망한다.

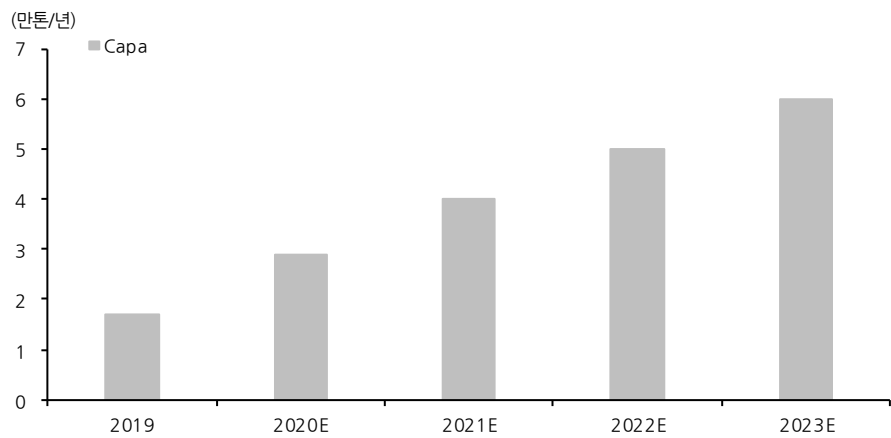
[표1] 엘앤에프 실적 추이(컨센서스 기준)

(단위: 십억 원, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출합계	506	313	456	700	1,077
영업이익	27	-8	10	34	54
영업이익률	5.3%	-2.4%	2.2%	4.9%	5.1%
순이익(지배)	19	-9	5	23	39
순이익률	3.8%	-2.9%	1.0%	3.3%	3.6%

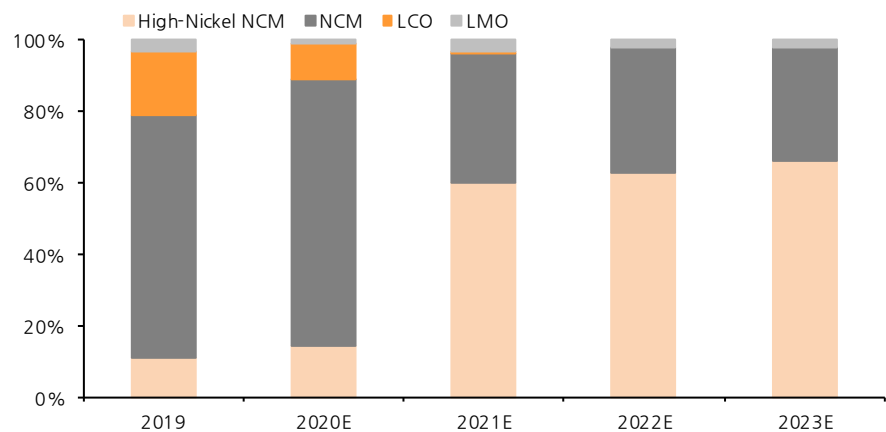
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 엘앤에프 양극재 캐파 계획



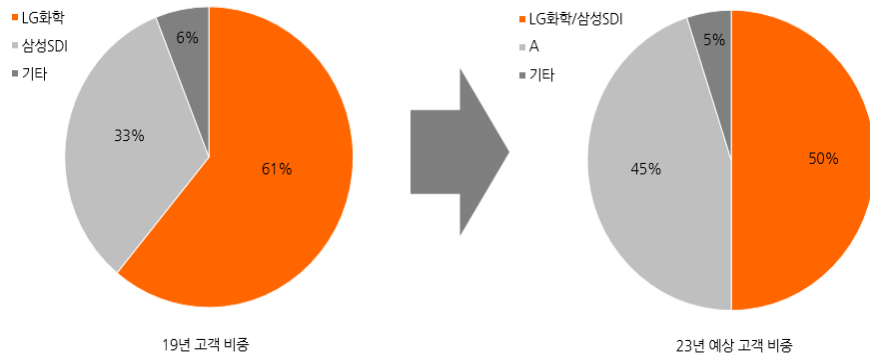
자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 엘앤에프 양극재 제품 판매 비중 변화



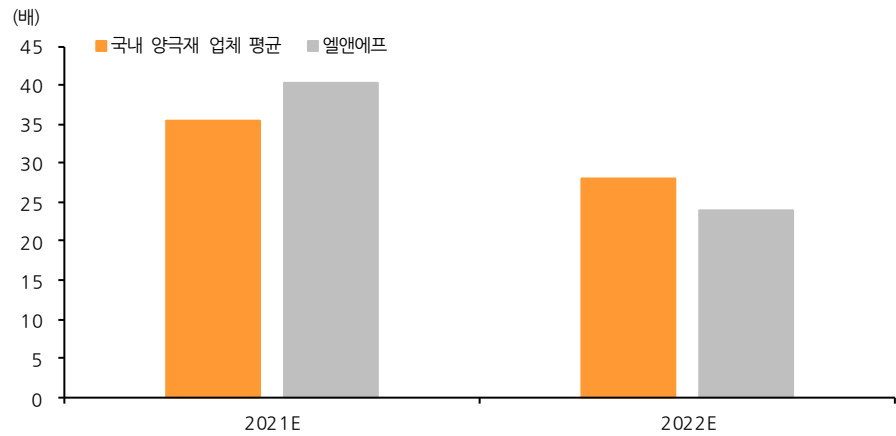
자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 엘앤에프 고객사 비중 변화



자료: 엘앤에프, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 양극재 업체 밸류에이션 비교



주: 국내 양극재 업체는 포스코케미칼, 예코프로비엠 기준  
 자료: Wsefn, 한화투자증권 리서치센터

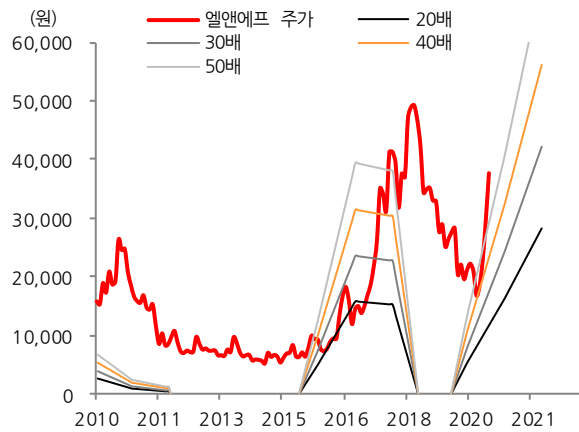
[표2] 밸류에이션 및 실적 (컨센서스 기준)

(단위: 십억 원, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>PER(12M Fwd)</b>											
최대	25.04	17.43	-	-	-	190.11	26.71	39.69	40.18	39.41	
평균	17.50	16.51	-	-	-	159.09	21.31	29.89	29.77	29.48	<b>64.90</b>
최소	9.10	15.77	-	-	-	133.30	16.68	21.43	21.03	21.58	
<b>PBR(12M Fwd)</b>											
최대	6.99	4.90	-	-	-	-	4.04	7.11	6.91	4.39	
평균	4.91	4.80	-	-	-	-	3.27	5.04	5.35	3.53	<b>5.18</b>
최소	3.75	4.67	-	-	-	-	2.75	3.43	3.67	2.61	
<b>ROE(%)</b>	4.75	3.19	1.42	(17.88)	(3.71)	(8.33)	7.14	19.60	14.93	(4.56)	<b>4.73</b>
<b>실적</b>											
매출액	112.8	210.9	224.2	226.0	245.7	235.1	249.7	403.0	505.7	313.3	<b>456.1</b>
YoY (%)	16.4	87.0	6.3	0.8	8.7	(4.3)	6.2	61.4	25.5	(38.0)	<b>45.6</b>
영업이익	2.4	4.5	2.7	(3.2)	1.0	(2.0)	13.9	29.4	27.0	(7.7)	<b>9.9</b>
YoY (%)	38.6	90.3	(40.4)	적전	흑전	적전	흑전	111.9	(8.0)	적전	<b>흑전</b>
순이익	1.8	0.6	0.3	(7.3)	(1.4)	(3.5)	5.7	19.9	19.4	(9.0)	<b>4.6</b>
YoY (%)	(16.8)	(67.4)	(55.2)	적전	적지▲	적지▼	흑전	249.6	(2.3)	적전	<b>흑전</b>
영업이익률 (%)	2.1	2.1	1.2	적자	0.4	적자	5.5	7.3	5.3	적자	<b>2.2</b>
순이익률 (%)	1.6	0.3	0.1	적자	적자	적자	2.3	4.9	3.8	적자	<b>1.0</b>

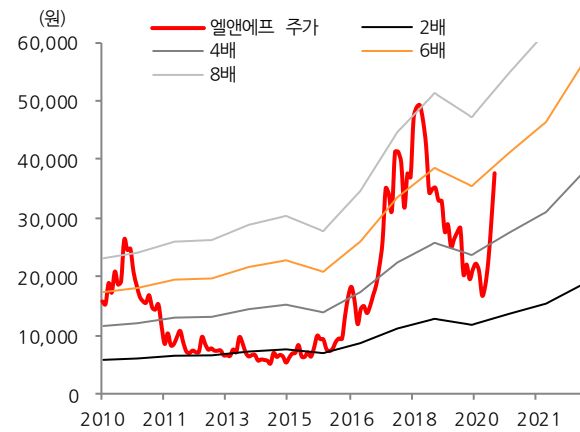
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 비에이치의 12개월 Forward PER 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 비에이치의 12개월 Forward PBR 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	235	250	403	506	313
매출총이익	10	28	45	48	15
영업이익	-2	14	29	27	-8
EBITDA	7	24	39	37	4
순이자손익	-3	-3	-4	-4	-4
외화관련손익	1	1	-2	2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-5	7	19	26	-11
당기순이익	-5	5	21	20	-9
지배주주순이익	-4	6	20	19	-9
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-4.3	6.2	61.4	25.5	-38.0
영업이익	적전	흑전	111.9	-8.0	적전
EBITDA	-27.5	221.3	67.1	-5.6	-90.4
순이익	적지	흑전	295.0	-3.7	적전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	4.3	11.1	11.2	9.6	4.9
영업이익률	-0.8	5.6	7.3	5.3	-2.4
EBITDA 이익률	3.1	9.4	9.7	7.3	1.1
세전이익률	-2.1	2.7	4.6	5.1	-3.4
순이익률	-2.1	2.1	5.1	3.9	-2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	12	-9	7	-3	-25
당기순이익	-5	5	21	20	-9
자산상각비	9	10	10	10	11
운전자본증감	2	-34	-31	-36	-28
매출채권 감소(증가)	6	-9	-18	-9	-2
재고자산 감소(증가)	-2	-26	-21	-37	-17
매입채무 증가(감소)	-1	2	9	14	-6
투자현금흐름	-22	-17	-18	-33	-88
유형자산처분(취득)	-15	-10	-15	-31	-85
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-1	-2
투자자산 감소(증가)	-1	-1	-1	1	0
재무현금흐름	10	27	27	25	103
차입금의 증가(감소)	7	4	32	26	106
자본의 증가(감소)	1	21	-6	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
총현금흐름	12	27	41	43	9
(-)운전자본증가(감소)	-5	32	28	28	27
(-)설비투자	15	11	15	31	86
(+)자산매각	-2	-2	-2	-1	-2
Free Cash Flow	-1	-17	-3	-18	-105
(-)기타투자	6	6	4	8	2
잉여현금	-7	-22	-7	-26	-107
NOPLAT	-1	11	21	21	-6
(+) Dep	9	10	10	10	11
(-)운전자본투자	-5	32	28	28	27
(-)Capex	15	11	15	31	86
OpFCF	-2	-22	-11	-29	-107

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	70	107	161	199	206
현금성자산	8	9	25	14	3
매출채권	23	31	49	58	58
재고자산	37	64	85	121	139
비유동자산	98	96	105	132	210
투자자산	2	1	2	5	5
유형자산	83	85	97	122	197
무형자산	13	10	6	6	9
<b>자산총계</b>	<b>168</b>	<b>203</b>	<b>265</b>	<b>331</b>	<b>416</b>
유동부채	57	81	104	141	187
매입채무	11	14	23	41	36
유동성이자부채	42	63	76	91	147
비유동부채	53	34	38	47	97
비유동이자부채	47	27	33	42	92
<b>부채총계</b>	<b>109</b>	<b>115</b>	<b>142</b>	<b>188</b>	<b>284</b>
자본금	7	12	12	12	12
자본잉여금	31	66	78	80	80
이익잉여금	4	9	28	46	35
자본조정	8	1	3	2	2
자기주식	-2	-10	-10	-10	-10
<b>자본총계</b>	<b>59</b>	<b>87</b>	<b>123</b>	<b>143</b>	<b>132</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-240	257	788	758	-350
BPS	3,413	3,647	4,760	5,476	5,039
DPS	20	50	100	100	50
CFPS	814	1,234	1,635	1,661	350
ROA(%)	-2.1	3.1	8.5	6.5	-2.4
ROE(%)	-6.7	8.2	19.0	14.8	-6.7
ROIC(%)	-1.0	7.0	11.4	8.9	-1.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-38.4	56.0	52.3	46.3	-60.4
PBR	2.7	4.0	8.7	6.4	4.2
PSR	0.6	1.3	2.6	1.8	1.7
PCR	11.3	11.7	25.2	21.1	60.4
EV/EBITDA	29.7	18.2	28.9	27.5	219.3
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	185.0	132.0	115.3	131.5	215.7
Net debt/Equity	137.5	92.6	67.3	83.6	178.7
Net debt/EBITDA	1,110.6	343.9	211.4	322.2	6,631.4
유동비율	123.6	132.0	154.3	141.4	110.0
이자보상배율(배)	n/a	4.3	6.6	7.4	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	93.6	93.9	88.4	93.2	97.8
현금+투자자산	6.4	6.1	11.6	6.8	2.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	60.1	50.8	46.7	48.2	64.4
자기자본	39.9	49.2	53.3	51.8	35.6

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2020년 07월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김준환)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%