



엘앤에프 (066970)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated
목표주가	N/A
현재주가 (8/31)	42,000원
상승여력	-

주가 (08/31)	42,000원		
자본금	124억원		
시가총액	11,785억원		
주당순자산	6,157원		
부채비율	215.73		
총발행주식수	28,058,729주		
60일 평균 거래대금	411억원		
60일 평균 거래량	1,129,246주		
?주 고			
1개월	3개월	12개월	
절대	3.7	84.6	48.7
상대	(0.3)	55.3	7.0
절대(달러환산)	4.3	93.1	52.1

NCMA로 도약

다변화된 고객사가 장점인 양극재 업체

엘앤에프는 NCM 시리즈를 주력 생산하는 양극재 업체. 국내 주요 양극재 업체들 중 유일하게 국내 셀 3사(LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션)와 모두 거래중. LG화학과 SK이노베이션은 중대형, 삼성SDI는 소형전지향 위주로 공급 중인 것으로 파악. 지난해 국내 ESS 수요 감소, Capex 확대에 따른 고정비 증가 부담 등의 영향으로 실적 역성장 및 적자전환 했으나, 최근 LG화학향 NCMA 양극재 양산 공급 소식으로 재부각. 지난해 기준 어플리케이션별 매출비중은 EV 6%, ESS 33%, 소형전지 61% 수준인 것으로 추정

NCMA 공급물량 확대로 도약

NCMA(Ni, Co, Mn, Al)는 기존 NCM(Ni, Co, Mn) 구조에서 AI 도팡트를 첨가하여 출력을 보다 개선한 소재로 니켈 함량을 90% 수준까지 높인 것으로 파악. 4Q20부터 LG화학향으로 양산 공급 예정. EV용 배터리에 적용될 예정으로 초기 공급 물량은 월 70~100톤 수준이지만 내년부터 연 10,000톤(월 환산 833톤) 수준으로 급증할 전망. 이는 배터리 셀 기준 약 7.5GWh를 대응할 수 있는 물량으로 LG화학 내년 예상 EV배터리 판매량의 약 12%를 차지. 그 외 SK이노베이션향 EV용 배터리 NCM 소재 공급량도 지속 증가 추세. 현재는 NCM523 위주로 공급중이나 내년부터 하이니켈 소재 공급 가능성도 존재

EV향 양극재 공급 증가에 맞춰 증설 진행중. 동사의 생산능력은 지난해 말 연 20,000톤 수준이었으나 현재 30,000톤까지 증가하였으며 '21년 40,000톤, '22년 50,000톤으로 확대될 전망. 이에 따라 동사의 EV향 매출비중도 지난해 6% 수준에서 올해 13%, 내년 49%로 확대될 전망. 최근 유상증자를 통해 모집된 자금 대부분이 시설자금으로 활용될 예정

본격적인 성장은 내년부터

내년 예상실적은 매출액 7,000억원(+55.6%, YoY), 영업이익 300억원(+200%, YoY)으로 NCMA 양극재 공급물량이 내년부터 확대됨에 따라 본격 증익 구간에 진입할 것으로 판단. 현 주가는 내년 실적기준 P/E 58.9X에서 거래중이나 단기적 Valuation 부담보다는 높은 실적 성장성에 주목할 때

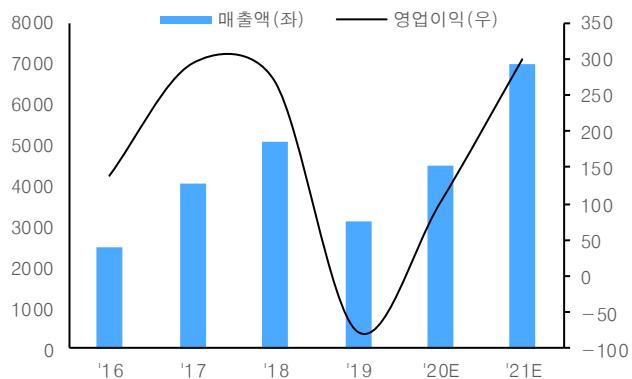
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	506	313	450	700
영업이익	27	-8	10	30
지배순이익	19	-9	6	20
PER	53.1	N/A	196.4	58.9
PBR	7.3	4.3	-	-
EV/EBITDA	31.0	259.7	-	-
ROE	14.8	-6.7	-	-

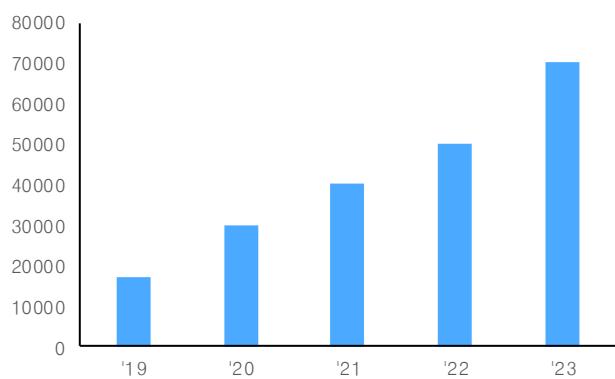
자료: 유안타증권

그림 1. 엘앤에프 연도별 매출액 및 영업이익 추이



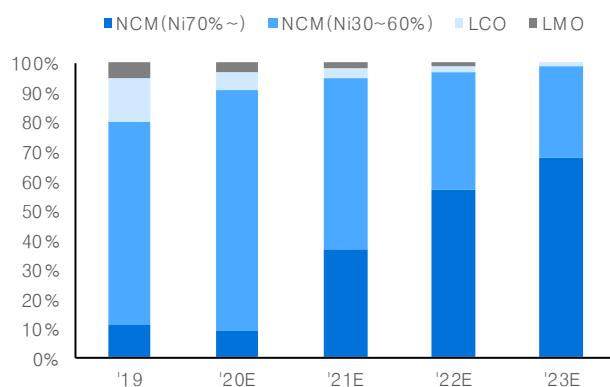
자료: 유인타증권 리서치센터

그림 2. 엘앤에프 양극재 Capa 추이



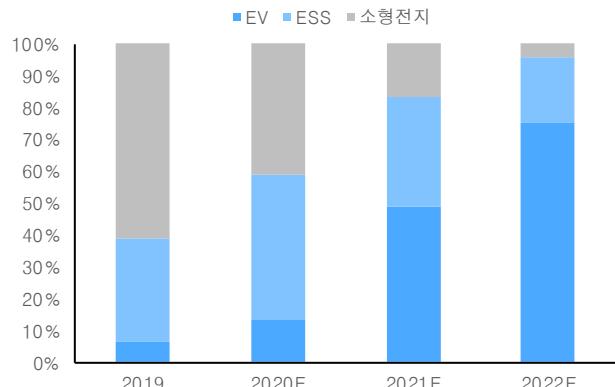
자료: 엘앤에프, 유인타증권 리서치센터

그림 3. 제품별 매출비중



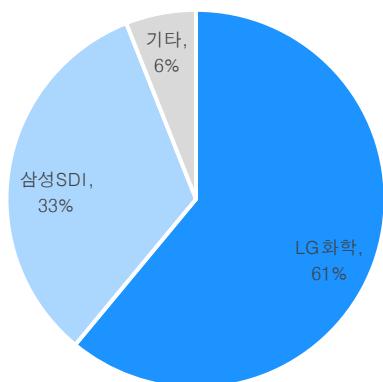
자료: 엘앤에프, 유인타증권 리서치센터

그림 4. 전방시장 어플리케이션별 매출비중



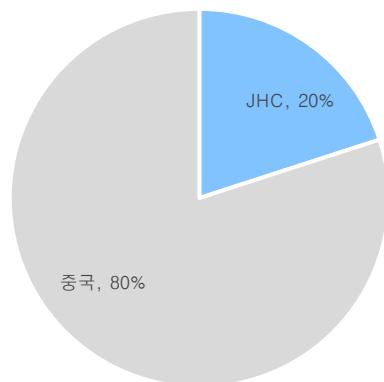
자료: 엘앤에프, 유인타증권 리서치센터

그림 5. 고객사별 매출비중(‘19년)



자료: 엘앤에프, 유인타증권 리서치센터

그림 6. 전구체 조달



자료: 엘앤에프, 유인타증권 리서치센터

표1. 엘앤피 유상증자 주요 사항

구분	주요내용	
발행방법	주주배정 유상증자	
발행주식수	3,300,000주	
모집금액	826.6억원	
확정 발행가	25,050원	
용도	시설자금	690억원
	운영자금	129.3억원
	발행제비용	7.3억원
상장일	2020.08.31	

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

표2. 엘앤피 생산 Site 현황

위치	기존		신규			
	왜관	대구	구지 Ph1	구지 Ph2	구지 Ph3	구지 Ph4
Capa	연 5,000톤	연 15,000톤	연 10,000톤	연 10,000톤	미정	미정
생산제품	NCM523, LCO	Nickel 50~70% NCM	High-Nickel NCM	High-Nickel NCM	High-Nickel NCM	High-Nickel NCM
완공 시기	-	-	1Q20	20년말	미정	미정
Capex	-	-	770억	849억		

자료: 엘앤피, 유안타증권 리서치센터

엘앤에프 (066970) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 십억원)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액		235	250	403	506	313
매출원가		225	222	358	457	298
매출총이익		10	28	45	48	15
판관비		12	14	16	21	23
영업이익		-2	14	29	27	-8
EBITDA		7	24	39	37	4
영업외손익		-3	-7	-11	-1	-3
외환관련손익		1	1	-2	2	1
이자손익		-3	-3	-4	-4	-4
관계기업관련손익		0	0	0	0	0
기타		-1	-5	-5	0	0
법인세비용차감전순손익		-5	7	19	26	-11
법인세비용		0	2	-2	6	-2
계속사업순손익		-5	5	21	20	-9
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		-5	5	21	20	-9
지배지분순이익		-4	6	20	19	-9
포괄순이익		-4	5	25	20	-9
지배지분포괄이익		-3	5	24	20	-9

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

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동 현금흐름		12	-9	7	-3	-25
당기순이익		-5	5	21	20	-9
감가상각비		8	8	8	9	10
외환손익		0	0	1	0	0
증속, 관계기업관련손익		0	0	0	0	0
자산부채의 증감		2	-34	-31	-36	-28
기타현금흐름		7	12	9	4	1
투자활동 현금흐름		-22	-17	-18	-33	-88
투자자산		0	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-15	-11	-15	-31	-86
유형자산 감소		0	0	0	0	1
기타현금흐름		-7	-6	-3	-2	-3
재무활동 현금흐름		10	27	27	25	103
단기차입금		-1	2	18	15	67
사채 및 장기차입금		18	1	14	10	38
자본		1	22	0	0	0
현금배당		0	0	-1	-2	-2
기타현금흐름		-7	2	-4	2	0
연결범위변동 등 기타		0	0	-1	0	0
현금의 증감		0	1	15	-11	-11
기초 현금		6	6	7	22	11
기말 현금		6	7	22	11	1
NOPLAT		-2	11	33	21	-6
FCF		-6	-24	-4	-36	-109

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

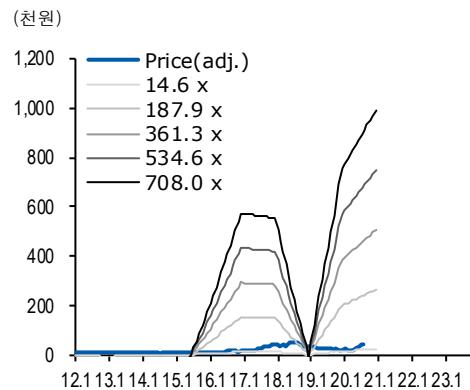
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
유동자산		70	107	161	199	206
현금및현금성자산		6	7	22	11	1
매출채권 및 기타채권		23	31	49	58	58
재고자산		37	64	85	121	139
비유동자산		98	96	105	132	210
유형자산		83	85	97	122	197
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0	0
기타투자자산		1	1	0	1	2
자산총계		168	203	265	331	416
유동부채		57	81	104	141	187
매입채무 및 기타채무		13	16	25	44	40
단기차입금		36	38	56	72	139
유동성장기부채		3	10	19	19	8
비유동부채		53	34	38	47	97
장기차입금		33	27	33	42	87
사채		10	0	0	0	4
부채총계		109	115	142	188	284
지배지분		50	88	121	141	129
자본금		7	12	12	12	12
자본잉여금		31	66	78	80	80
이익잉여금		4	9	28	46	35
비지배지분		9	0	2	2	2
자본총계		59	87	123	143	132
순차입금		78	76	83	120	236
총차입금		86	86	108	133	239

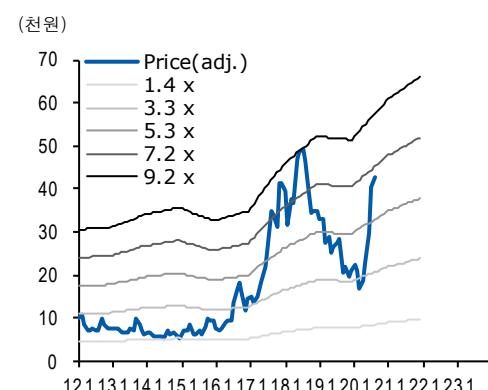
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
EPS		-240	253	786	758	-350
BPS		3,461	4,348	5,614	6,450	5,936
EBITDAPS		515	1,083	1,610	1,501	143
SPS		15,953	11,086	15,924	19,728	12,197
DPS		19	48	96	96	48
PER		-30.6	45.2	31.8	53.0	-76.1
PBR		2.1	2.6	4.4	6.2	4.5
EV/EBITDA		26.8	14.2	18.3	31.0	259.7
PSR		0.5	1.0	1.6	2.0	2.2

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액 증가율 (%)		-4.3	6.2	61.4	25.5	-38.0
영업이익 증가율 (%)		-294.9	-809.7	111.9	-8.0	-128.4
지배순이익 증가율 (%)		154.2	-260.6	249.6	-2.3	-146.3
매출총이익률 (%)		4.3	11.1	11.2	9.6	4.9
영업이익률 (%)		-0.8	5.6	7.3	5.3	-2.4
지배순이익률 (%)		-1.5	2.3	4.9	3.8	-2.9
EBITDA 마진 (%)		3.1	9.4	9.7	7.3	1.1
ROIC		-1.4	6.7	17.0	8.8	-2.0
ROA		-2.1	3.1	8.5	6.5	-2.4
ROE		-6.7	8.2	19.0	14.8	-6.7
부채비율 (%)		185.0	132.0	115.3	131.5	215.7
순차입금/자기자본 (%)		132.8	87.1	67.3	83.6	178.7
영업이익/금융비용 (배)		-0.6	4.3	6.6	7.4	-1.8

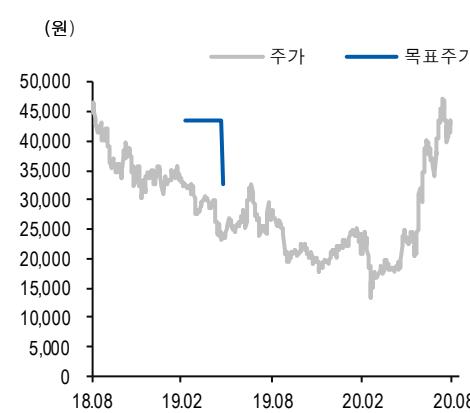
P/E band chart



P/B band chart



엘앤에프 (066970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-01	Not Rated	-	1년		
	담당자변경				
2020-05-22			1년 경과 이후	3.81	44.31
2019-05-22	BUY	32,776	1년	-23.31	44.31
2019-03-07	BUY	43,380	1년	-42.92	-24.45

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	86.7
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-29

※ 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: 김광진)
- 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 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자의 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 투자의 투자 의사 결정은 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.