

엘앤에프 (066970)

성장통이 끝나가는 구간

성장통이 끝나가는 구간, P/E는 EPSG의 함수

2차전지 소재 업체들의 성장통이 끝나가고 있다. 엘앤에프에 대한 목표주가를 40,000원(기준 61,000원)으로 하향하지만, 단기 실적 우려보다는 1) 하반기 ESS 수요 회복, 2) 20년 증설 라인 가동에 따른 실적 성장에 초점을 맞춰야 한다고 판단한다. 동사의 20년 매출액은 +67% YoY, 영업이익은 +259.1% 성장할 것으로 예상한다. 19년 기준 높은 멀티플은 20년의 높은 이익 성장으로 정당화될 것이다. P/E는 EPSG(이익성장률)의 함수이다.

상반기 P, Q 모두 부진

동사의 상반기 실적은 시장 예상대비 부진할 것으로 판단한다. 판가 하락(코발트 가격)과 물량 감소(ESS 화재)가 불가피하기 때문이다.

1분기 말 기준 코발트 가격은 전분기 말 대비 -45.9% 하락하였다. 동사의 LCO 및 NCM 판가는 원재료인 코발트 가격에 연동되기 때문에, 제품 가격 하락과 이에 따른 매출 감소가 불가피하다. 동사의 1Q19 양극재 판가는 -13% 하락한 것으로 추정한다.

Q의 경우, ESS 화재에 따른 고객사 재고 조정의 영향이 불가피하다. 동사의 1Q19 양극재 출하량은 -15% 감소한 것으로 추정한다.

하반기 P, Q 모두 회복

동사의 하반기 1) P는 점진적 회복, 2) Q는 가파른 회복이 가능할 것으로 판단한다.

코발트 가격이 안정화 국면에 진입하였다. 5월 말 현재 코발트 가격은 34,000달러/ton 수준으로 1분기 말 대비 +13% 상승하였다. 원재료 가격이 판가에 연동되는 시차가 3개월 수준임을 감안하면, 3분기부터는 정상적인 판가 수준으로의 회복이 기대된다.

Q는 가파른 회복이 예상된다. ESS 화재 조사가 6월 초 마무리되며, 3분기부터 수요 회복될 것으로 판단한다. 국내뿐만 아니라 미국, 유럽, 호주 등 해외 시장 ESS 수요가 증가하고 있는 상황이다. 특히 **동사의 높은 재고자산에 주목**한다. 상반기 업황 부진에도 불구하고 동사는 높은 가동률을 유지하며 재고자산을 축적하였다. **ESS 수요 회복이 가파를 경우, 상반기 높았던 재고자산이 하반기 매출액으로 인식될 가능성이 높다는 판단**이다.

20년 증설 레버리지의 시작

상반기 실적 우려가 주가에 충분히 반영되었다는 판단이다. 19년 상반기 실적 부진은 불가피하지만, 2H19~20년 말까지의 실적 성장의 가시성은 높다. 20년 실적 기준 P/E는 19.7배 수준으로 업황 호조 구간의 저점 수준이다. 길고 길었던 1년 간의 성장통이 끝나가고 있다는 판단이다

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	235	250	403	506	462	772
영업이익 (십억원)	-2	14	29	27	13	46
영업이익률 (%)	-0.9	5.6	7.2	5.3	2.8	6.0
순이익 (십억원)	-4	6	20	19	9	32
EPS (원)	-249	262	815	786	362	1,293
ROE (%)	-6.7	8.2	19.0	14.8	6.2	19.7
P/E (배)	-	57.1	52.5	46.3	69.8	19.5
P/B (배)	2.6	3.6	8.0	6.0	4.0	3.3
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엑애피미래에셋대운 리서치센터

표 1. 엘앤에프 Valuation table

		비고
2020F EPS (원)	1,293	
현재 P/E (x)	19.7	
적정 P/E (x)	31.0	동사의 17.6~18.12(배터리 호황기) 평균 P/E 적용
목표주가 (원)	40.000	
현재주가 (원)	25,250	
상승여력 (%)	58%	

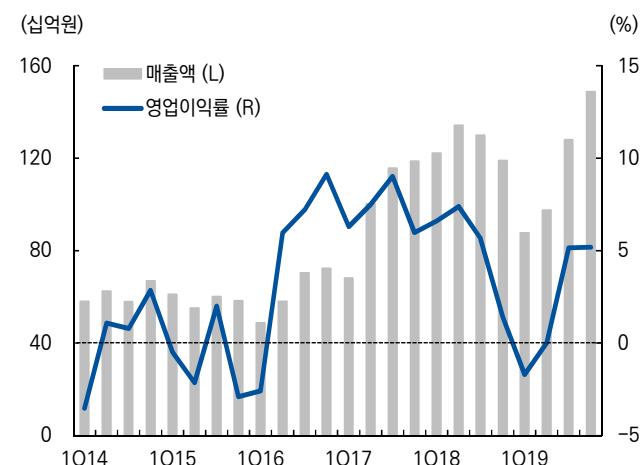
자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	87.7	97.5	128.0	148.8	170.9	171.7	191.8	237.2	505.7	462.0	771.6
영업이익	-1.5	0.0	6.6	7.7	9.9	9.8	10.3	16.1	27.0	12.8	46.1
세전이익	-1.9	-0.2	6.2	7.3	9.0	8.9	9.4	15.2	25.9	11.3	42.5
당기순이익	-1.9	-0.2	4.9	5.8	6.9	6.8	7.2	11.7	19.9	8.7	32.6
영업이익률	-1.7	0.0	5.2	5.2	5.8	5.7	5.4	6.8	5.3	2.8	6.0
세전이익률	-2.2	-0.2	4.8	4.9	5.3	5.2	4.9	6.4	5.1	2.4	5.5
순이익률	-2.1	-0.2	3.8	3.9	4.0	4.0	3.8	4.9	3.9	1.9	4.2
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-26.4	11.2	31.3	16.2	14.9	0.5	11.7	23.7	25.5	-8.6	67.0
영업이익	적전	흑전	237,758	16.9	27.8	-0.8	5.7	55.7	-8.0	-52.5	259.1
세전이익	적전	적지	흑전	17.9	23.9	-0.9	5.9	61.2	39.7	-56.5	277.1
당기순이익	적전	적지	흑전	17.9	18.7	-0.9	5.9	61.2	-3.8	-56.4	275.9

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 엘앤에프 재고 자산 추이



자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

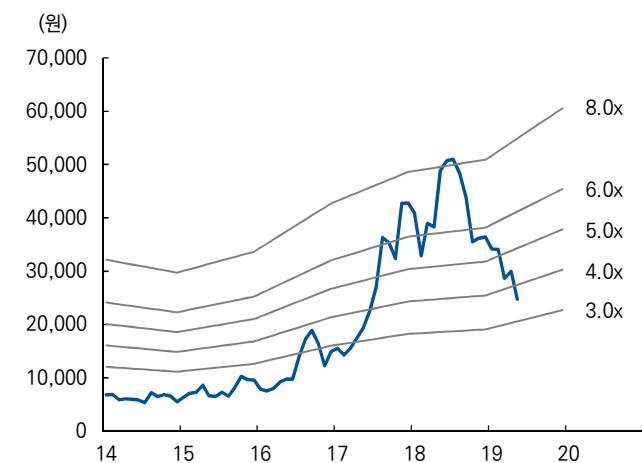
Global Peer Valuation

표 3. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA			
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F		
엘엔에프	625	462	772	13	46	9	32	6.2	19.7	69.8	19.5	4.0	3.3	31.6	12.8		
일진마티리얼즈	1,607	634	780	69	101	57	81	10.2	12.9	28.3	19.9	2.7	2.4	15.3	10.8		
코스모신소재	255	504	719	14	26	9	20	9.2	18.6	29.8	12.8	2.6	2.2	13.9	8.5		
포스코케미칼	3,269	1,556	2,266	112	167	122	154	15.3	16.9	26.5	21.3	3.9	3.3	23.5	16.3		
에코프로비엠	1,271	839	1,300	71	108	51	79	23.0	20.3	22.3	16.0	22.3	3.3	13.4	8.3		
천보	776	163	212	36	41	29	33	23.8	21.3	26.1	23.6	5.5	4.5	14.6	12.1		
유미코아	8,691	4,539	5,154	711	860	422	503	12.4	14.1	19.9	16.5	2.4	2.2	10.2	8.7		
베이징 이스프링	1,794	717	1,031	78	109	68	92	10.9	13.3	26.5	18.7	2.8	2.4	18.3	12.9		
재료과학기술																	
남보 산산	2,277	1,953	2,342	176	206	159	183	7.6	8.2	13.5	11.8	1.1	1.0	14.3	11.3		
평균										13.2	16.1	29.2	17.8	5.3	2.7	17.2	11.3

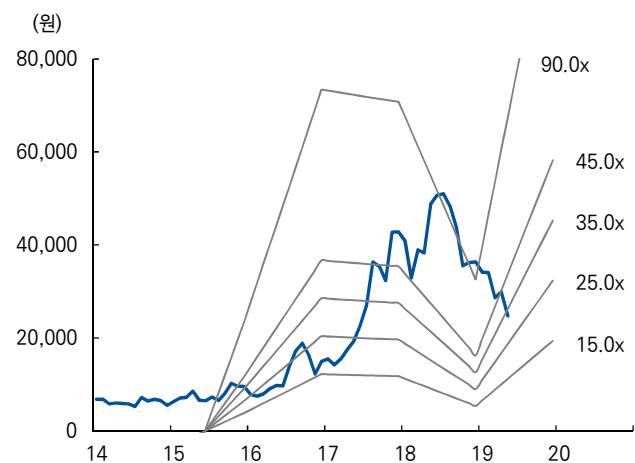
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 엘엔에프 12개월 선행 P/B



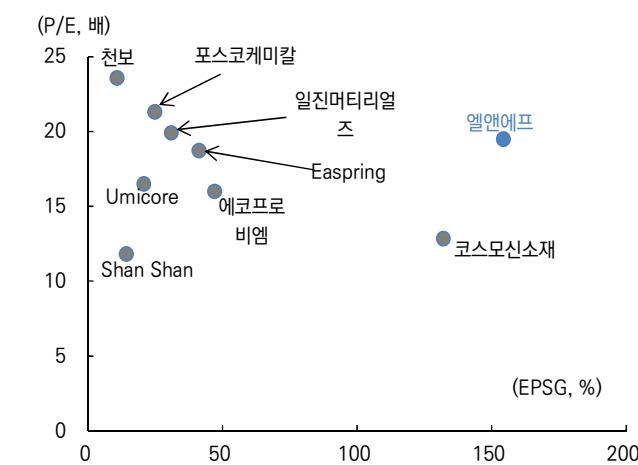
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 엘엔에프 12개월 선행 P/E



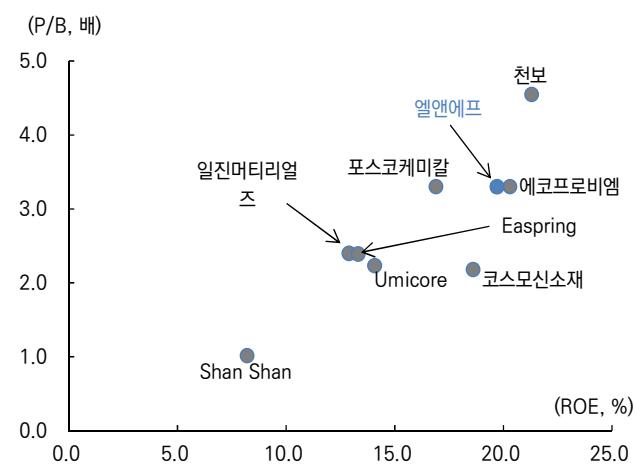
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 글로벌 2차전지 소재 업체 PE-EPSG (20F)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 글로벌 2차전지 소재 업체 PB-ROE (20F)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	403	506	462	772
매출원가	358	457	428	696
매출총이익	45	49	34	76
판매비와관리비	16	21	21	30
조정영업이익	29	27	13	46
영업이익	29	27	13	46
비영업손익	-10	-1	-2	-4
금융손익	-4	-4	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	2	2
세전계속사업손익	19	26	11	42
계속사업법인세비용	-2	6	3	10
계속사업이익	21	20	9	33
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	20	9	33
지배주주	20	19	9	32
비지배주주	1	0	0	1
총포괄이익	25	20	9	33
지배주주	24	20	8	30
비지배주주	1	0	1	3
EBITDA	39	37	25	67
FCF	-8	-34	-43	-54
EBITDA 마진율 (%)	9.7	7.3	5.4	8.7
영업이익률 (%)	7.2	5.3	2.8	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	3.8	1.9	4.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	161	199	245	316
현금 및 현금성자산	22	11	25	6
매출채권 및 기타채권	49	58	72	115
재고자산	85	121	133	173
기타유동자산	5	9	15	22
비유동자산	105	132	177	217
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	97	122	166	206
무형자산	6	6	6	5
자산총계	265	331	423	534
유동부채	104	141	182	219
매입채무 및 기타채무	23	41	51	82
단기금융부채	76	91	120	120
기타유동부채	5	9	11	17
비유동부채	38	47	91	135
장기금융부채	33	42	85	125
기타비유동부채	5	5	6	10
부채총계	142	188	273	354
지배주주자분	121	141	148	177
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	78	80	80	80
이익잉여금	28	46	53	83
비지배주주자분	2	2	2	3
자본총계	123	143	150	180

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	7	-3	14	6
당기순이익	21	20	9	33
비현금수익비용가감	21	23	17	31
유형자산감가상각비	8	9	12	20
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	11	13	4	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	-36	-7	-47
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-18	-9	-38	-37
재고자산 감소(증가)	-21	-37	-12	-40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	14	26	25
법인세납부	0	-6	-3	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	-33	-64	-63
유형자산처분(취득)	-15	-31	-57	-60
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-1	-1	-3
기타투자활동	-1	0	-6	0
재무활동으로 인한 현금흐름	27	25	64	38
장단기금융부채의 증가(감소)	18	25	64	40
자본의 증가(감소)	13	2	0	0
배당금의 지급	-1	-2	0	-2
기타재무활동	-3	0	0	0
현금의 증가	15	-11	13	-18
기초현금	7	22	11	25
기말현금	22	11	25	6

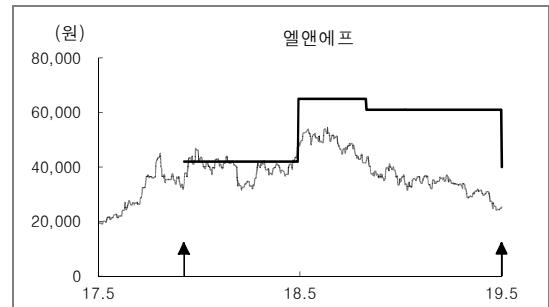
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	52.5	46.3	69.8	19.5
P/CF (x)	25.3	21.1	24.3	9.9
P/B (x)	8.0	6.0	4.0	3.3
EV/EBITDA (x)	28.9	27.6	31.6	12.8
EPS (원)	815	786	362	1,293
CFPS (원)	1,691	1,722	1,038	2,556
BPS (원)	5,339	6,079	6,361	7,570
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	10.1	10.6	24.5	6.5
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	61.2	25.6	-8.7	67.1
EBITDA증가율 (%)	62.5	-5.1	-32.4	168.0
조정영업이익증가율 (%)	107.1	-6.9	-51.9	253.8
EPS증가율 (%)	211.1	-3.6	-53.9	257.2
매출채권 회전율 (회)	11.1	10.9	8.4	9.7
재고자산 회전율 (회)	5.4	4.9	3.6	5.0
매입채무 회전율 (회)	22.1	16.5	11.1	12.5
ROA (%)	8.8	6.7	2.3	6.8
ROE (%)	19.0	14.8	6.2	19.7
ROIC (%)	16.9	8.7	3.3	9.6
부채비율 (%)	115.3	131.5	182.4	196.3
유동비율 (%)	154.3	141.4	135.1	144.7
순차입금/자기자본 (%)	67.3	83.6	115.2	127.2
조정영업이익/금융비용 (x)	6.6	7.4	0.0	0.0

자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프(066970)				
2019.05.30	매수	40,000	-	-
2018.09.27	매수	61,000	-44.69	-28.20
2018.05.27	매수	65,000	-24.86	-16.15
2017.11.01	매수	42,000	-5.65	12.14



* 고리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률을 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.