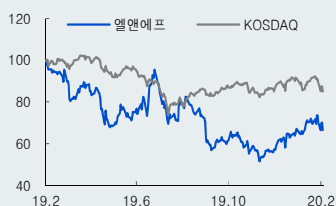


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 30,000원
현재주가(20/02/27)	23,700원
상승여력	27%

영업이익(19F,십억원)	-8
Consensus 영업이익(19F,십억원)	-8
EPS 성장률(19F,%)	-
MKT EPS 성장률(19F,%)	-35.1
P/E(19F,x)	-
MKT P/E(19F,x)	14.7
KOSDAQ	638.17

시가총액(십억원)	587
발행주식수(백만주)	25
유동주식비율(%)	56.5
외국인 보유비중(%)	8.3
배타(12M) 일간수익률	1.40
52주 최저가(원)	18,350
52주 최고가(원)	34,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.8	-13.7	-32.0
상대주가	6.5	-20.4	-19.8



[디스플레이/배터리]

김철중
02-3774-1464
chuljoong.kim@miraeasset.com

차유미
02-3774-1770
yumi_cha@miraeasset.com

엘앤에프 (066970)

중장기 방향성은 OK, 밸류에이션은 부담

목표주가 30,000원으로 하향 조정, 방향성은 OK!, 밸류에이션은 부담

엘앤에프에 대한 목표주가를 30,000원으로 하향 조정한다. 20년과 21년 예상 EPS를 각각 -58%, -42% 하향 조정하였다. 큰 폭의 이익 하향 조정은 1) 국내 ESS 사업 불확실성 확대에 따른 출하량 부진, 2) 작년 10월 이후 부진한 모습을 보이고 있는 LCO 및 NCM 가격에 기인한다.

목표주가 산정은 21년 예상 EPS에 Target P/E 30배를 적용하였다. 21년 예상 실적을 선반영하여 목표주가를 산정한 것은 21년부터 전기차 배터리 향 NCM 공급이 본격화될 것으로 예상되기 때문이다. 글로벌 양극재 업체 평균 P/E(22.5배) 대비 할증을 적용한 것은, 글로벌 1위 OEM 업체의 원통형 NCM 811 채택으로 인한 성장 가능성을 반영하였다.

높은 밸류에이션은 아직까지 부담이다. 현재 동사의 주가는 20년 예상 실적 기준 P/E 50배로 글로벌 배터리 소재 업체 평균인 30배 대비 고평가되어 있는 상황이다. 글로벌 1위 양극재 업체인 Umicore의 20년 실적 기준 예상 P/E는 26배 수준이다. **단기 밸류에이션 부담이 있는 바, 중장기 관점에서의 접근이 필요할 것으로 판단한다.**

상반기까지 실적 부진 → 2H20부터 불확실성 해소 국면 진입

동사의 실적은 상반기까지 부진할 것으로 예상된다. 1) 국내 ESS 업황 부진이 지속되고 있으며, 2) 코로나19 이슈로 중국 자회사 및 주요 고객사들의 가동률 부진이 예상되기 때문이다. 메탈 가격 변동성이 줄어들며, 수익성은 점진적으로 안정화 될 것으로 예상된다. 엘앤에프의 2020년 예상 매출액은 4,540억원(+45% YoY), 영업이익은 160억원(흑자전환 YoY)를 기록할 것으로 판단한다.

전기차 시장 확대에 따라 중장기 실적 성장 가시성은 높아졌다. 특히 동사는 소형 배터리 용 하이니켈 NCM 생산이 가능한 업체이다. **NCM 원통형 시장 개화에 따른 매출 반영이 하반기부터 시작될 것으로 예상된다.**

배터리 소재, 고 밸류에이션 정당화의 조건

동사를 포함한 배터리 소재 업체들의 밸류에이션은 글로벌 평균 대비 고평가되어 있는 상황이다. **경쟁사 대비 고 밸류에이션이 정당화 될 수 있는 조건은 다음과 같다.**

- 1) 테슬라 향 공급 가능 여부이다. Q(판매량) 증가가 확실한 고객사이다. 상하이/유럽/브라질 등 신규 공장의 설립이 예정되어 있어, 테슬라를 고객사로 확보할 경우 중장기 매출 성장 가시성이 높아진다.
- 2) 고객사(배터리 셀) 다변화 수준이다. 후발 고객사인 SK이노베이션 향 공급 여부도 중장기 매출 성장에 있어 중요한 요소이다.
- 3) 소재 별 수급 상황, Specialty 제품의 생산 여부 역시 고 밸류에이션을 정당화할 수 있는 기준이라고 판단한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	250	403	506	313	454	687
영업이익 (십억원)	14	29	27	-8	16	36
영업이익률 (%)	5.6	7.2	5.3	-2.6	3.5	5.2
순이익 (십억원)	6	20	19	-9	12	24
EPS (원)	262	815	786	-355	473	989
ROE (%)	8.2	19.0	14.8	-6.5	8.6	15.9
P/E (배)	57.1	52.5	46.3	-	50.2	24.0
P/B (배)	3.6	8.0	6.0	3.9	3.9	3.3
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	-	0.2	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프

중장기 방향성은 OK, 밸류에이션은 부담

표 1. 엘앤에프 Valuation table

		비고
2021F EPS (원)	989	
21년 실적 기준 P/E (x)	24.0	
적정 P/E (x)	30.0	글로벌 Peer 평균 22.5배에 할증 적용: 원통형 NCM 시장 성장 시작
목표주가 (원)	30,000	
현재주가 (원)	23,700	
상승여력 (%)	27%	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

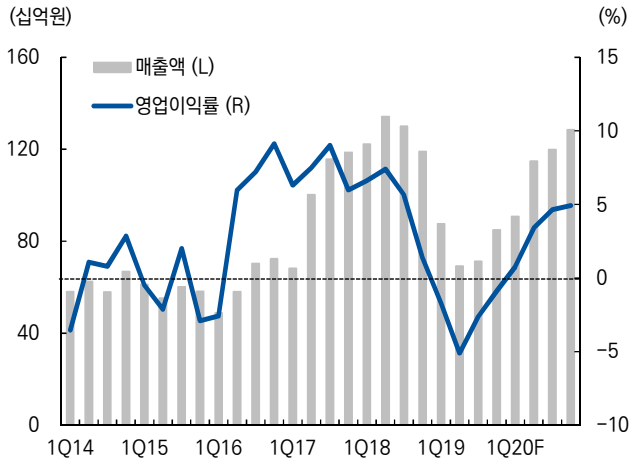
표 2. 엘앤에프 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	87.7	69.2	71.4	85.0	90.8	114.8	120.0	128.5	505.7	313.3	454.1
영업이익	-1.5	-3.5	-1.9	-0.8	0.7	3.9	5.6	6.3	27.0	-7.7	16.5
세전이익	-1.9	-4.3	-2.4	-1.4	0.1	3.3	5.0	5.7	25.9	-10.0	14.1
당기순이익	-1.9	-2.1	-2.2	-1.2	0.1	2.6	3.9	4.5	19.9	-7.5	11.1
영업이익률	-1.7	-5.1	-2.6	-0.9	0.8	3.4	4.6	4.9	5.3	-2.4	3.6
세전이익률	-2.2	-6.2	-3.4	-1.6	0.1	2.9	4.1	4.5	5.1	-3.2	3.1
순이익률	-2.2	-3.1	-3.1	-1.5	0.1	2.3	3.3	3.5	3.9	-2.4	2.4
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-26.3	-21.1	3.2	19.1	6.9	26.4	4.5	7.1	25.5	-38.0	45.0
영업이익	적전	적지	적지	적지	흑전	466.1	42.6	13.9	-8.0	적전	흑전
세전이익	적전	적지	적지	적지	흑전	3,090.4	51.6	15.4	39.7	적전	흑전
당기순이익	적전	적지	적지	적지	흑전	3,090.4	51.6	15.4	-3.8	적전	흑전

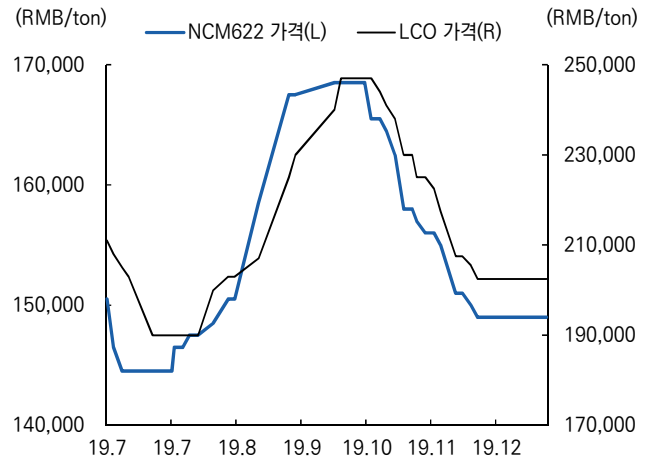
자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 엘앤에프 분기 실적 추이 및 전망



자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. LCO 및 NCM 가격 추이



자료: KOMIS, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프

중장기 방향성은 OK, 밸류에이션은 부담

표 3. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

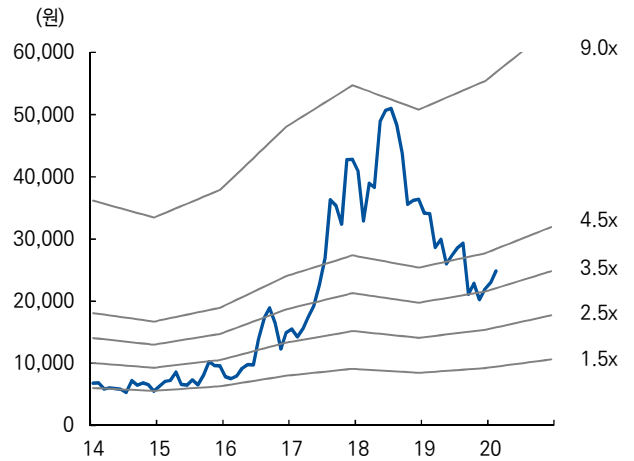
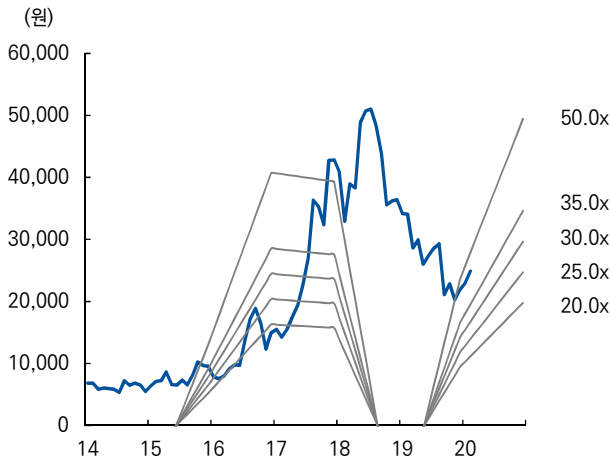
(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
일진머티리얼즈	2,310	668	866	91	135	78	112	12.3	15.3	29.7	20.7	3.4	2.9	15.4	10.2
엘앤에프	619	454	687	16	36	12	24	8.6	15.9	52.8	25.2	4.1	3.5	23.1	13.2
코스모신소재	297	342	457	10	17	9	16	6.2	9.6	31.6	18.9	1.9	1.7	12.6	8.4
포스코케미칼	3,690	1,976	2,522	131	178	107	164	11.2	14.4	34.8	26.1	3.6	3.1	20.0	15.2
에코프로비엠	1,809	667	1,145	72	118	50	87	12.3	17.3	36.8	21.4	4.0	3.4	17.1	10.8
천보	729	191	261	39	57	33	47	18.4	22.4	21.9	15.4	3.5	3.0	12.5	9.2
유미코아	13,286	4,750	5,346	749	861	446	524	13.4	14.6	26.1	22.5	3.5	3.2	12.8	11.3
Easpring	2,273	824	1,105	91	118	78	99	11.5	13.7	28.4	22.0	3.5	3.1	21.8	16.5
닝보 산산	2,737	1,785	2,082	149	175	102	118	5.2	5.5	24.3	21.1	1.3	1.2	15.3	14.1
SKC	2,072	3,117	3,426	274	337	175	160	10.1	9.2	12.2	12.4	1.2	1.1	8.5	7.2
평균								10.9	13.8	29.9	20.6	3.0	2.6	15.9	11.6

자료: 미래에셋대우 리서치센터, Bloomberg

그림 3. 엘앤에프 12개월 선행 P/E 밴드

그림 4. 엘앤에프 12개월 선행 P/B 밴드

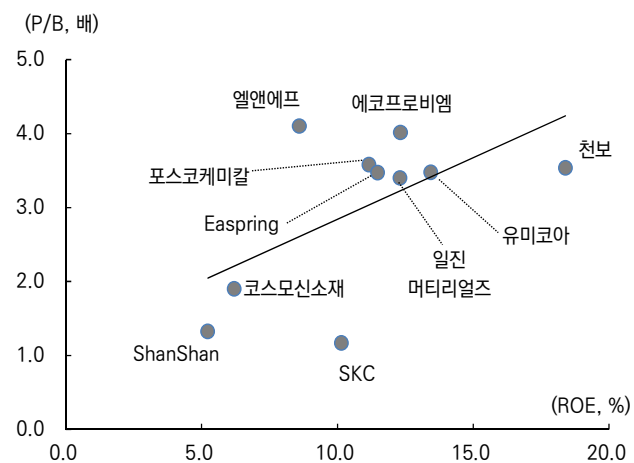
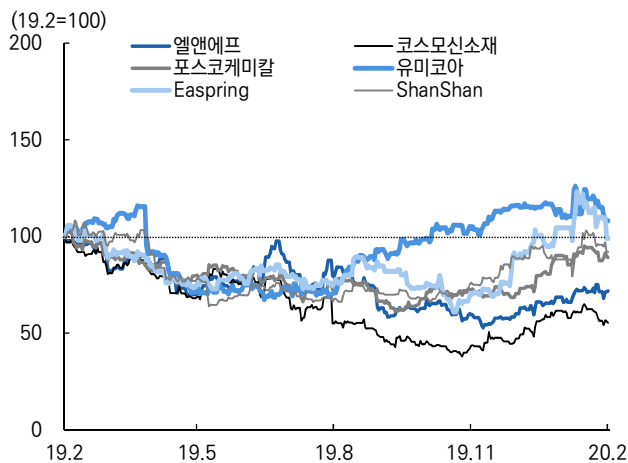


자료: 미래에셋대우 리서치센터

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 글로벌 주요 양극재 업체 상대주가 추이

그림 6. 글로벌 배터리 소재 업체 20년 기준 PB-ROE



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프

중장기 방향성은 OK, 밸류에이션은 부담

엘앤에프 (066970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	506	313	454	687
매출원가	457	297	410	621
매출총이익	49	16	44	66
판매비와관리비	21	24	27	30
조정영업이익	27	-8	16	36
영업이익	27	-8	16	36
비영업손익	-1	-3	-4	-5
금융손익	-4	-5	-6	-7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	-11	12	31
계속사업법인세비용	6	-2	1	6
계속사업이익	20	-9	12	24
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	-9	12	24
지배주주	19	-9	12	24
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	20	-9	12	24
지배주주	20	-9	12	26
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	37	3	34	62
FCF	-34	-13	-27	-26
EBITDA 마진율 (%)	7.3	1.0	7.5	9.0
영업이익률 (%)	5.3	-2.6	3.5	5.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.8	-2.9	2.6	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	199	184	259	337
현금 및 현금성자산	11	47	61	91
매출채권 및 기타채권	58	41	62	93
재고자산	121	87	126	141
기타유동자산	9	9	10	12
비유동자산	132	182	180	214
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	122	169	167	202
무형자산	6	6	5	5
자산총계	331	366	438	551
유동부채	141	154	172	199
매입채무 및 기타채무	41	29	44	67
단기금융부채	91	118	118	118
기타유동부채	9	7	10	14
비유동부채	47	80	122	184
장기금융부채	42	76	116	176
기타비유동부채	5	4	6	8
부채총계	188	234	294	383
지배주주지분	141	130	143	166
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	80	80	80	80
이익잉여금	46	35	48	71
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	143	132	145	168

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-3	46	-12	34
당기순이익	20	-9	12	24
비현금수익비용가감	23	14	18	32
유형자산감가상각비	9	10	17	26
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	13	3	0	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-36	46	-41	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-18	-26
재고자산 감소(증가)	-37	35	-39	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	11	13	18
법인세납부	-6	-3	-1	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-33	-63	-16	-62
유형자산처분(취득)	-31	-58	-15	-60
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	1	-1	-2
기타투자활동	0	-5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	25	53	41	59
장단기금융부채의 증가(감소)	25	61	40	60
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	1	-1
기타재무활동	0	-6	0	0
현금의 증가	-11	36	13	31
기초현금	22	11	47	61
기말현금	11	47	61	91

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	46.3	-	50.2	24.0
P/CF (x)	21.1	94.9	19.4	10.3
P/B (x)	6.0	3.9	3.9	3.3
EV/EBITDA (x)	27.6	211.0	22.2	12.7
EPS (원)	786	-355	473	989
CFPS (원)	1,722	231	1,219	2,292
BPS (원)	6,079	5,644	6,154	7,092
DPS (원)	100	-44	59	123
배당성향 (%)	10.6	10.6	10.6	10.6
배당수익률 (%)	0.3	-	0.2	0.5
매출액증가율 (%)	25.6	-38.1	45.0	51.3
EBITDA증가율 (%)	-5.1	-91.9	1,033.3	82.4
조정영업이익증가율 (%)	-6.9	-	-	125.0
EPS증가율 (%)	-3.6	-	-	109.1
매출채권 회전을 (회)	10.9	7.4	10.3	10.4
재고자산 회전을 (회)	4.9	3.0	4.3	5.2
매입채무 회전을 (회)	16.5	10.1	13.4	13.5
ROA (%)	6.7	-2.5	2.9	4.9
ROE (%)	14.8	-6.5	8.6	15.9
ROIC (%)	8.7	-2.7	5.3	8.4
부채비율 (%)	131.5	177.0	203.0	228.2
유동비율 (%)	141.4	119.4	150.3	169.3
순차입금/자기자본 (%)	83.6	108.4	116.9	117.4
조정영업이익/금융비용 (x)	7.4	-1.5	2.7	5.1

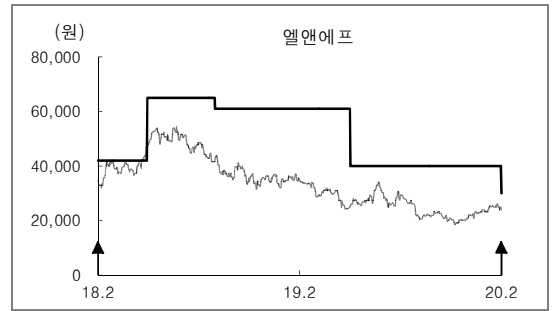
자료: 엘앤에프, 미래에셋대우 리서치센터

엘앤에프

중장기 방향성은 OK, 밸류에이션은 부담

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
엘앤에프(066970)				
2020.02.27	매수	30,000	-	-
2019.05.30	매수	40,000	-38.66	-15.00
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 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.