

엘앤에프(066970)

Not rated

주가(3/14, 원)	14,750
시가총액(십억원)	360
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	18,900/7,900
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,671
유동주식비율(%)	53.0
외국인지분율(%)	6.7
주요주주(%)	새로닉스 외 15 인 31.7

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	246	1	(1)	(105)	NM	10	NM	15.7	1.4	(2.8)	0.4
2015A	235	(2)	(4)	(253)	NM	7	NM	32.0	2.6	(6.7)	0.2
2016F	250	14	4	200	NM	24	74.8	17.9	5.6	6.7	0.1
2017F	296	22	14	687	243.4	33	21.5	12.9	5.0	21.9	0.1

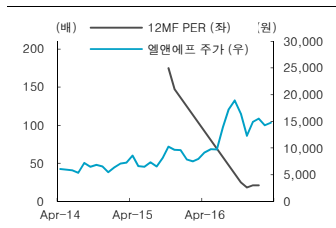
주: 순이익은 지분법적용 순이익

중국 삼원계 투자 확대의 수혜

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.3	(11.7)	82.1
상대주가(%p)	(2.5)	(18.4)	73.9

12MF PBR 추이



NCM 계열 2차전지 소재 생산 업체: 엘앤에프는 NCM(Nickel-Cobalt-Manganese Oxide), LCO(Lithium-Cobalt-Oxide), LMO(Lithium-Manganese-Oxide) 계열 2차전지 양극활 소재를 생산하는 업체다. 양극활 물질은 리튬 배터리 원가의 약 40% 이상을 차지하며 배터리의 성능을 좌우하는 핵심 소재다. 2015년 시장 점유율은 8.3%로 3위이다. LG화학, 삼성SDI 등을 주요 고객사로 두고 있다. 2016년 수요처 별 매출 비중은 IT 55%, 전동공구/전기차 35% 등으로 파악된다. 주요 자회사는 JH화학공업(전구체 생산, 지분율 64.9%)과 광미래신재료유한공사(2차전지 소재 제조/판매, 지분율 57.4%)가 있다.

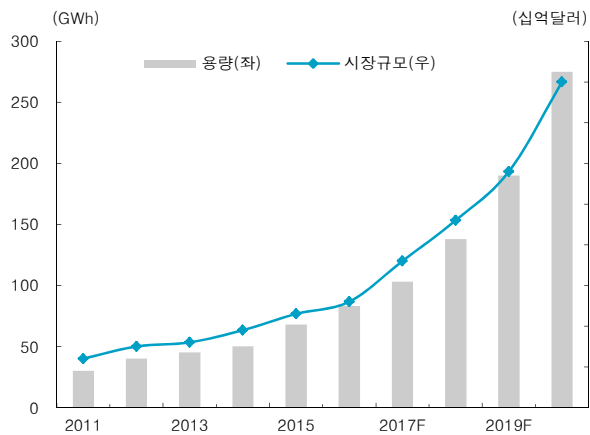
핵심은 수요 증가, 고객사 다변화, 고부가가치 제품 비중 확대: 전동공구와 전기차를 중심으로 NCM 계열 배터리 탑재 수요가 빠르게 증가하고 있다. NCM 매출 비중은 2015년 약 40%에서 2016년 70%로 상승한 것으로 파악된다. 전동공구의 배터리 고용량화와 적용 기기의 확대로 NCM 매출 비중은 계속해서 높아질 것으로 예상된다. 전기차의 경우 출력 및 주행거리 확대에 대한 수요가 커지며 622~811 등의 고부가가치 제품 판매가 늘어나며 P와 이익률 상승이 가능할 전망이다. 특히 중국 정부가 에너지 밀도, 주행거리 등 기술적 요인에 대한 특혜를 확대, 삼원계 배터리 탑재가 늘어나며 Q의 증가가 가속화 될 전망이다. 2016년 2분기부터 중국 로컬 업체에 납품을 시작해 고객사도 다변화되고 있다. 2016년 중국 업체들의 매출 비중은 5% 수준인데 향후 급격하게 상승할 것으로 예상된다. NCM은 NCA에 비해 충방전 횟수에서 경쟁력이 있고 다양한 전기차종에 적용되고 있어 삼원계 배터리 시장 성장의 수혜가 더욱 클 것이다.

2년간의 capa 증설 빛을 바라다: 수요가 늘어나는 가운데 capa 증설 효과가 커질 전망이다. 2015년 신규 공장을 완공해 capa가 연간 10,000톤으로 늘었다. 2016년 2,000톤, 2017년 상반기 중 2,000톤이 추가 증설되면 연간 총 14,000톤의 생산 capa를 보유하게 된다. 연간 약 3,000억원 이상의 매출이 가능한 규모다.

계단식 이익 증가 예상: 2017년 매출액, 영업이익은 전년 대비 각각 18.5%, 60.2% 증가할 전망이다. 영업이익률은 7.5%로 전년 대비 1.9%p 상승할 전망이다. 전기차를 중심으로 전방산업의 고성장세가 지속되는 가운데 그 동안 연결 실적에 부담으로 작용한 JH화학의 실적이 개선(2016년 흑자전환)될 것으로 예상되기 때문이다. JH화학은 양극활 물질의 원재료인 전구체를 생산해 전방산업의 성장 수혜가 더욱 클 것이다. 2016년은 턴어라운드의 초입으로 전방산업의 성장에 힘입어 2017년 이후에도 고성장세가 예상된다. 2017년 PER은 21.5배로 valuation 부담이 낮아졌다. 이익이 계단식으로 증가해 멀티플이 빠르게 하락할 전망이다.

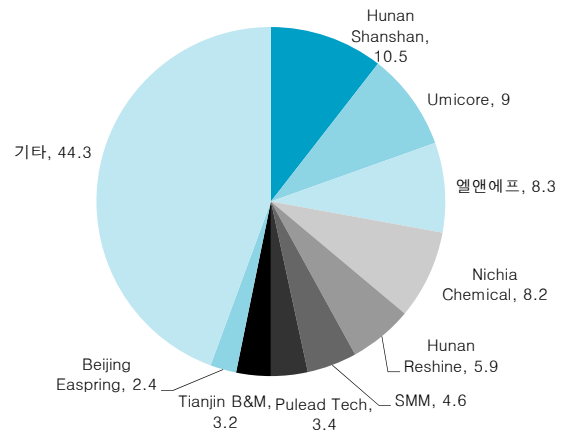
한상웅 3276-4563
sangung@truefriend.com

[그림 75] 리튬이온전지 시장규모 추이와 전망



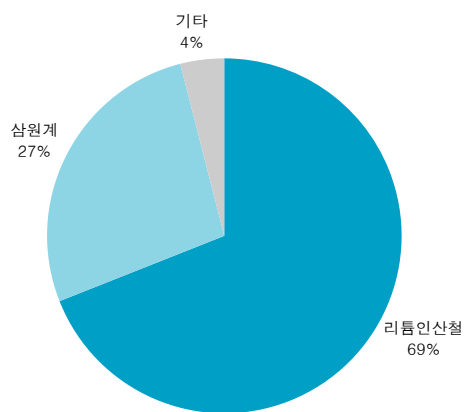
자료: SNE리서치

[그림 76] 글로벌 NCM 시장 점유율



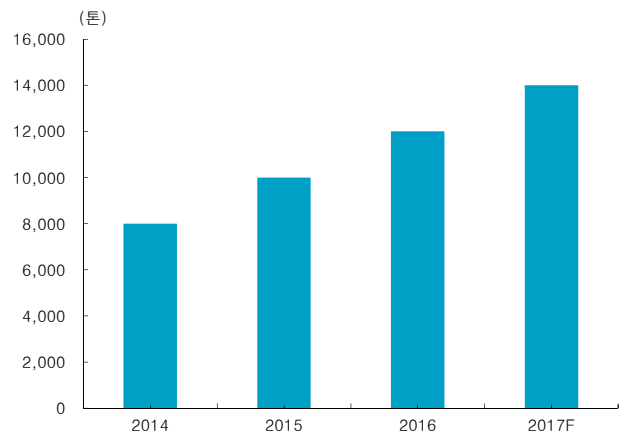
자료: B3, 업계자료

[그림 77] 중국 내 양극재 소재별 점유율



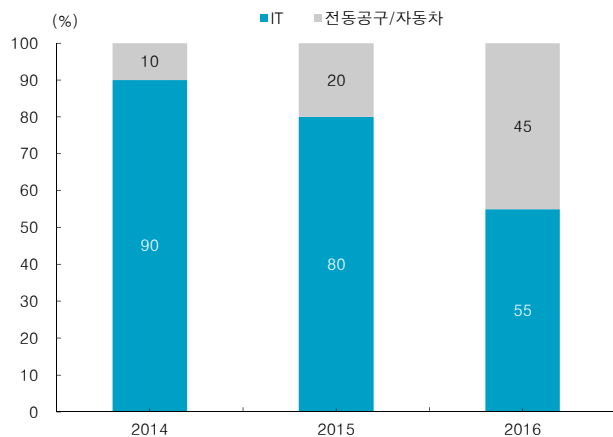
자료: CIAPS, 업계 자료

[그림 78] Capa 추이

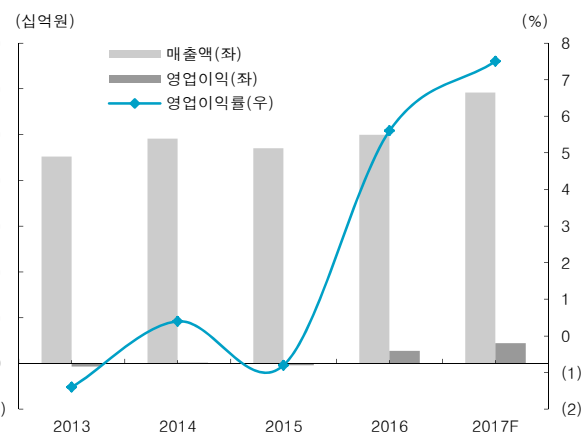


자료: 엘앤에프

[그림 79] 부문별 매출 비중 추이

주: 매출 비중은 한국투자증권 추정 기준
자료: 한국투자증권

[그림 80] 실적 추이와 전망



자료: 엘앤에프, 한국투자증권

〈표 39〉 중국 Top-10 베스트셀링 전기차 판매대수(2016)

(단위: 대, 달러, km, mi, kWh)

브랜드	모델	판매대수	가격	주행거리(km)	주행거리(mi)	배터리용량	효율성
Beijing	Senova	38,035	34.69	210	130	38	5.5
BYD	e6	20,605	36.98	400	249	61.4	6.5
Emgrand	EC7	17,181	10.18	253	157	45.3	5.6
Zotye	Cloud 100	16,417	15.98	200	124	22	9.1
BYD	e5	15,639	24.98	305	190	48	6.4
Chery	QQ	14,936	5.28	200	124	22.3	9
Zotye	E200	13,154	7	200	124	24.5	8.2
ZD	D1	11,201	10.88	180	112	15.1	11.9
BYD Auto	Qin EV300	10,656	15.08	300	186	37.7	8
JMC	E100	9,569	6.5	150	93	15	10

주: 중국의 실제 주행거리는 발표된 수치의 1/3정도로 추정됨
 자료: Marklines, 한국투자증권

〈표 40〉 향후 출시 예정 주요 전기차

(단위: km(mi), kWh)

브랜드	모델	주행거리	배터리용량	효율성	출시시기
Tesla Motors	Model 3	362(225)	65	5.6	2017
Opel/Vauxhall (GM)	Ampera-e	500(311)	60	8.3	2017
VW	e-Crafter	208(124)	43	4.8	2017
Nissan	Leaf	200(124.3)	60	3.3	2017
Audi (VW)	e-tron quattro concept	500(311)	95	5.3	2018
Jaguar	I-PACE Concept	354(220)	90	3.9	2018
GLM	G4	400(249)	-	-	2019
Porsche (VW)	Mission E	500(311)	-	-	2020
Mitsubishi	eX Concept	400(249)	45	8.9	2020
Mercedes-Benz	Urban eTruck	200(124.3)	212	0.9	2020
VW	I.D. BUZZ	600(373)	111	5.4	2020

자료: Marklines, 한국투자증권

[그림 81] 중국 전기차 산업체인 정책 재정비

구분	신규 정책	변경 내용
보조금	2016~2020 신규 재정지원책 2017년 1월 1일부터 시행	단계별 보조금 20% 삭감 (2017~2018 / 2019~2020)
보조금 지원 모델	2016년 리스트 폐지, 신규 리스트 발표(현재 1차 발표)	기술 요건 강화, 보조금 지원 모델 감소
배터리 기준	2017 배터리 산업 규범 (의견 수렴단계, 발표 예정)	생산 캐파 30~50억Wh 기술적 요건 강화
제조기업	신규 제조기업 및 제품 기준 발표, 2017년 7월 1일 시행	진입장벽 제고

자료: 한국투자증권

〈표 41〉 중국 전기차 배터리 관련 신규 정책 내용

발표일자	발표기관	신규 정책	발표 내용
2016.11	MIIT	전기차 배터리 산업 규범조건	리튬배터리 생산업체의 생산능력을 0.2Gwh → 8Gwh로 상향
2016.12	MIIT	신재생에너지 보조금 지급 정책(2017)	1. 전기 승용차의 경우: 배터리 에너지밀도가 최소 90wh/kg, 120wh/kg 이상일 경우 보조금의 1.1배 지급 2. 전기 버스의 보조금 지급 기준을 배터리 에너지밀도, 충전배수, 에너지절감률 등 지표 추가
2017.3.1	MIIT	전기차 배터리 산업발전행동 방안	1. 제품 가성비 제고: 단일 배터리 에너지밀도 300wh/kg이상; 시스템배터리 에너지밀도 260wh/kg 이상, 생산단가 1위안/wh 이하로 감소. 2. 대규모 보급이 가능토록 제품 안전성 확보 3. 2020년까지 생산능력100Gwh, 판매규모가 40Gwh 이상인 글로벌 배터리 선두기업 육성 4. 핵심 부품에서 기술력을 글로벌 수준으로 제고할 것 5. 2020년까지 배터리 생산라인 자동화를 통해 단가 인하할 것

자료: MIIT, 한국투자증권

〈표 42〉 Top 20 로컬 배터리기업의 생산캐파(2016년 말)

(단위: GWh)

회사명	전체 생산캐파	LFP	삼원계 전지
Optimum Nano	12.0	12.0	
BYD	10.0	10.0	
Tianneng Group	8.0	6.0	2.0
CATL	7.5	3.8	3.8
CBAK	6.0		6.0
Guo xuan	5.6	3.2	2.4
National Battery	5.0	5.0	
Wanxiang	4.0	4.0	
Zhuo neng	3.4		3.4
Farasis	3.0		3.0
Zhihang	2.9		2.9
Yinlong	2.8		
EVE	2.5	1.5	1.0
Phylion Battery	2.5		
First Battery	2.5		2.5
Aviation Lithium Battery	2.4	2.3	0.2
Chaowei	2.3	1.0	1.3
Great Power	2.2	2.2	
Luotuo	2.0	1.5	0.5
Lishen	2.0	1.3	0.7
합계	88.6	53.8	29.7

자료: 화태증권, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
유동자산	74	70	88	101
현금성자산	6	6	7	8
매출채권및기타채권	29	23	37	44
재고자산	35	37	40	44
비유동자산	89	98	114	125
투자자산	1	1	1	2
유형자산	75	83	98	106
무형자산	12	13	14	17
자산총계	163	168	202	226
유동부채	69	57	76	96
매입채무및기타채무	14	13	14	16
단기차입금및단기사채	37	36	26	16
유동성장기부채	5	3	3	3
비유동부채	33	53	39	30
사채	0	10	0	0
장기차입금및금융부채	28	37	33	23
부채총계	102	109	115	126
지배주주지분	55	50	59	70
자본금	7	7	12	7
자본잉여금	31	31	31	31
기타자본	(0)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	7	4	7	21
비지배주주지분	6	9	28	31
자본총계	61	59	87	100

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
영업활동현금흐름	(3)	12	47	49
당기순이익	(2)	(5)	5	17
유형자산감가상각비	8	8	8	9
무형자산상각비	2	2	2	2
자산부채변동	(14)	2	12	18
기타	3	5	20	3
투자활동현금흐름	(6)	(22)	(25)	(21)
유형자산투자	(4)	(15)	(23)	(17)
유형자산매각	0	0	0	0
투자자산순증	2	(1)	1	1
무형자산순증	(3)	(2)	(3)	(5)
기타	(1)	(4)	0	0
재무활동현금흐름	5	10	(21)	(27)
자본의증가	12	1	4	(4)
차입금의순증	(8)	7	(24)	(20)
배당금지급	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	1	2	(1)	(3)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0
현금의증가	(5)	0	0	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	246	235	250	296
매출원가	231	225	223	258
매출총이익	15	10	27	38
판매관리비	14	12	13	15
영업이익	1	(2)	14	22
금융수익	1	0	0	0
이자수익	0	0	0	0
금융비용	5	5	5	4
이자비용	4	3	3	2
기타영업외손익	2	2	(3)	3
관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	(2)	(5)	7	21
법인세비용	0	0	2	5
연결당기순이익	(2)	(5)	5	17
지배주주지분순이익	(1)	(4)	4	14
기타포괄이익	(0)	1	1	1
총포괄이익	(2)	(4)	7	18
지배주주지분포괄이익	(2)	(3)	5	15
EBITDA	10	7	24	33

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F
주당지표(원)				
EPS	(105)	(253)	200	687
BPS	4,046	3,715	2,657	2,950
DPS	20	20	20	20
성장성(% YoY)				
매출증가율	8.7	(4.3)	6.2	18.5
영업이익증가율	NM	NM	NM	60.2
순이익증가율	NM	NM	NM	282.9
EPS증가율	NM	NM	NM	243.4
EBITDA증가율	70.4	(27.5)	225.9	38.8
수익성(%)				
영업이익률	0.4	(0.8)	5.6	7.5
순이익률	(0.6)	(1.5)	1.5	4.8
EBITDA Margin	4.1	3.1	9.6	11.2
ROA	(1.3)	(3.0)	2.8	7.8
ROE	(2.8)	(6.7)	6.7	21.9
배당수익률	0.4	0.2	0.1	0.1
배당성향	NM	NM	10.5	2.9
안정성				
순차입금(십억원)	75	81	57	36
차입금/자본총계비율(%)	133.3	150.5	74.4	45.2
Valuation(X)				
PER	NM	NM	74.8	21.5
PBR	1.4	2.6	5.6	5.0
EV/EBITDA	15.7	32.0	17.9	12.9

■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 15일 현재 한온시스템, S&T모티브, 우리산업, 엘앤에프, 에코프로, 피엔티 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 씨아이에스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사는 2017년 3월 15일 현재 씨아이에스 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.