

# 엔캠 (348370)

양지환

Jihwan.yang@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

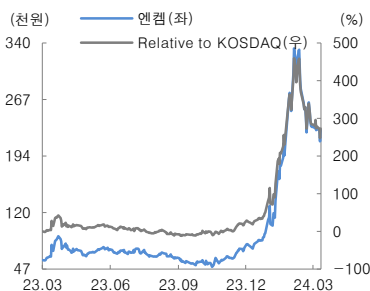
(24.03.27)

227,000

업종

KOSDAQ	911.25
시가총액	4,160십억원
시가총액비중	1.02%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	333,000원 / 50,000원
120일 평균거래대금	1,390억원
외국인지분율	7.04%
주요주주	오정강 외 3 인 25.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.5	196.7	297.5	258.6
상대수익률	-35.8	180.0	266.9	225.7



## 2024년 본격 성장 개시

- 2023년 업황 둔화로 부진. 2024년 북미 중심 외형 확대 전망
- 북미 현지 진출로 시장 선점. 중장기 성장동력으로 작용 예상
- 원재료 수직 계열화에 따른 안정적인 SCM 구축으로 경쟁력 확보

### 2023년 부진한 실적 시현했으나, 2024년부터 매출 큰 폭 증가 전망

23년 매출액 4,247억(YoY-17%), 영업이익 30억(YoY-80%, OPM 0.7%) 기록. 중국 시장 중심 전방 EV 수요 둔화 영향으로 전년 대비 외형 및 수익성 감소 (22년 OPM 3%). 전해액 생산/판매량은 증가했으나, 판가 하락, 원재료 래깅, 신규 증설 고정비 부담 영향으로 수익성 부진

24년은 매출액 가이드스 1조원 이상 목표 제시. 북미(매출비중 50% 추정) 중심 외형 확대 계획. 전년대비 판가/원재료/고정비 악영향 완화되며 수익성은 회복될 것으로 추정

### 24년부터 Capacity 증설 효과 본격화

전해액은 제품의 특성상(유통기한, 화학물질) 현지조달/공급이 권장되며, 보통 배터리 공장 인근에 위치. 동사 또한 배터리 고객사들과 함께 현지 동반 진출. 동사의 25~26년 전해액 명목캐파 규모는 100만톤 이상으로 확대 예상되며, 지역별 비중은 북미(40%), 중국(30%), 유럽(30%) 수준으로 추정

중국 시장에서는 현지 전해액 벤더들(Tinci, Capchem)과의 경쟁구도 속에서 CATL과 중국 배터리사들을 대상으로 시장 진입 및 점유율 확대 추진. 유럽은 폴란드/헝가리 중심으로 LGES/SKon 현지 물량 대응 예상. 미국에서는 경쟁사 대비 선제적인 현지 진출로 국내 배터리사(LGES/SKon) 및 신규고객사 중심 현지 메인벤더 지위 선점할 예상

특히, 북미에서는 IRA 규제요건(FEOC, 중국산 공급시 세액공제 제한)으로 인해 중국 전해액 기업들의 부재 속 사실상 유일한 전해액 벤더가 될 것으로 전망. 국내 경쟁사들 또한 현지진출 계획 중에 있으나, 인허가/인력관리/운영노하우 측면에서 시행착오가 예상되는 바, 원활한 현지 공급은 25년 이후로 추정. 동사는 기존 조지아 공장에서의 안정적인 양산이력을 바탕으로 현지 고객사 물량 적극 대응 가능할 전망부진

### 원재료 수직 계열화에 따른 안정적인 조달 가능할 전망

전해액의 원가구조 내 원재료의 차지 비중은 70%임. 원재료의 원가 구조는 리튬염(45%), 첨가제(30%), 유기용매(25%) 수준. 따라서 전해액은 원재료 가격 변동에 수익성이 크게 흔들리는 사업구조임. 동사는 국내 새만금에서 이디엘(엔캠-중앙첨단소재 JV)을 통해 리튬염(LiPF6) 생산능력 확보 예정(5~10만톤, 25년부터 양산 목표)

특히, 북미 시장에서 탈중국 기조 거세지는 가운데, 이와 같은 수직계열화/국산화 전략은 IRA 요건 충족 필요한 배터리 고객사들로부터 사업 파트너로서의 매력도 높아질 유인. 중장기적 관점에서 지속적인 수주 확대 및 북미 시장 지배력 강화될 전망

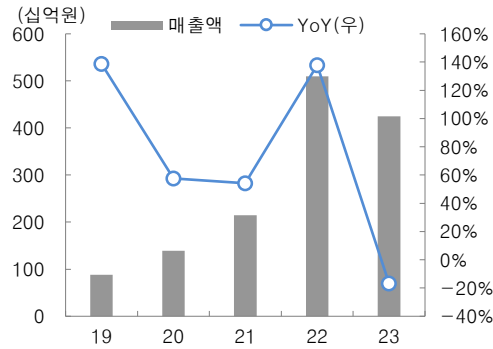
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	214	510	425	983	1,229
영업이익	-26	15	3	87	108
세전순이익	-25	26	-56	61	87
총당기순이익	-19	22	-50	55	78
지배지분순이익	-19	21	-49	53	76
EPS	-1,469	1,279	-2,733	2,855	4,057
PER	NA	41.1	NA	74.4	52.4
BPS	16,344	17,081	13,177	15,505	19,500
PBR	6.1	3.1	16.1	13.7	10.9
ROE	-11.6	8.5	-18.8	20.3	23.2

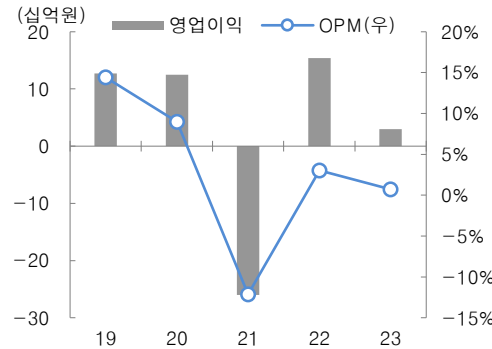
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 엔켐, 대신증권 Research Center

매출액 및 YoY 성장률 추이



자료: 엔켐, 대신증권 Research Center

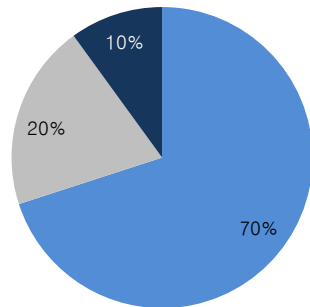
영업이익 및 OPM 추이



자료: 엔켐, 대신증권 Research Center

전해액 원가구조

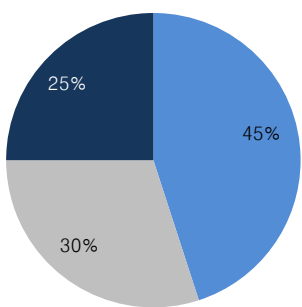
■원재료 ■감가비/인건비 ■이익



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

전해액 원재료 원가구조

■전해질 ■첨가제 ■유기용매



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center / 삼원계 배터리 기준

전해액 공정 과정



자료: 엔켐, 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	214	510	425	983	1,229
매출원가	218	459	375	828	1,035
매출총이익	-3	51	50	155	194
판매비와관리비	23	35	47	69	86
영업이익	-26	15	3	87	108
영업이익률	-12.1	3.0	0.7	8.8	8.8
EBITDA	-22	21	13	102	127
영업외손익	1	11	-59	-25	-21
관계기업손익	8	0	-4	-4	-4
금융수익	11	73	30	34	40
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-16	-62	-83	-54	-54
외환관련손실	5	23	2	2	2
기타	-2	1	-2	-2	-2
법인세비용차감전순손익	-25	26	-56	61	87
법인세비용	5	-4	6	-6	-9
계속사업순손익	-19	22	-50	55	78
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-19	22	-50	55	78
당기순이익률	-9.1	4.3	-11.8	5.6	6.3
비지배지분순이익	0	1	-2	2	2
지배지분순이익	-19	21	-49	53	76
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-4	-1	-1	0
포괄순이익	-18	18	-52	54	78
비지배지분포괄이익	0	0	-2	2	2
지배지분포괄이익	-18	18	-50	52	75

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-1,469	1,279	-2,733	2,855	4,057
PER	NA	41.1	NA	74.4	52.4
BPS	16,344	17,081	13,177	15,505	19,500
PBR	6.1	3.1	16.1	13.7	10.9
EBITDAPS	-1,623	1,270	759	5,472	6,840
EV/EBITDA	NA	50.5	322.8	43.4	34.7
SPS	16,173	30,789	23,884	53,000	65,987
PSR	62	1.7	8.9	4.0	3.2
CFPS	-1,254	2,188	-1,813	4,441	6,214
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	54.3	137.9	-16.7	131.6	25.0
영업이익 증가율	적전	흑전	-80.1	2,734.8	25.0
순이익 증가율	적전	흑전	적전	흑전	42.7
수익성					
ROIC	-11.3	4.1	0.7	18.4	19.4
ROA	-8.6	2.8	0.4	8.1	7.9
ROE	-11.6	8.5	-18.8	20.3	23.2
안정성					
부채비율	88.1	131.9	286.6	305.2	309.3
순차입금비율	34.5	74.5	186.2	168.9	136.3
이자보상배율	-7.9	0.7	0.1	3.0	3.4

자료: 엔캠, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	242	342	352	535	785
현금및현금성자산	82	33	103	268	492
매출채권 및 기타채권	65	143	105	110	131
재고자산	63	128	106	118	123
기타유동자산	33	38	38	38	38
비유동자산	165	338	588	675	758
유형자산	114	195	267	335	399
관계기업투자금	30	67	133	159	185
기타비유동자산	21	76	187	180	173
자산총계	407	680	940	1,209	1,542
유동부채	140	252	534	711	913
매입채무 및 기타채무	30	121	104	99	119
차입금	29	45	76	146	216
유동성채무	1	0	1	1	1
기타유동부채	80	86	353	465	578
비유동부채	51	135	163	200	252
차입금	1	3	55	106	158
전환증권	47	52	55	55	55
기타비유동부채	3	80	53	39	39
부채총계	191	387	696	911	1,165
자배지분	217	283	234	288	363
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	238	285	285	285	285
이익잉여금	-29	-8	-56	-4	72
기타자본변동	0	-2	-2	-2	-2
비자배지분	0	11	9	11	14
자본총계	217	293	243	298	377
순차입금	75	219	452	504	513

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-112	-36	-26	14	55
당기순이익	-19	22	-50	55	78
비현금항목의 가감	3	14	18	28	38
감가상각비	4	6	10	15	19
외환손익	-4	4	-6	-6	-6
지분법평가손익	-8	0	4	4	4
기타	10	5	9	15	21
자산부채의 증감	-94	-67	37	-33	-19
기타현금흐름	-2	-5	-30	-36	-41
투자활동 현금흐름	-58	-169	-155	-115	-115
투자자산	-23	-79	-66	-26	-26
유형자산	-49	-83	-83	-83	-83
기타	14	-7	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	218	157	397	316	315
단기차입금	8	15	31	70	70
사채	120	0	272	152	152
장기차입금	-1	1	0	0	0
유상증자	114	47	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-22	93	94	93	93
현금의 증감	47	-48	69	165	224
기초 현금	34	82	33	103	268
기말 현금	82	33	103	268	492
NOPLAT	-20	13	3	77	97
FCF	-69	-66	-70	9	33

[Compliance Notice]

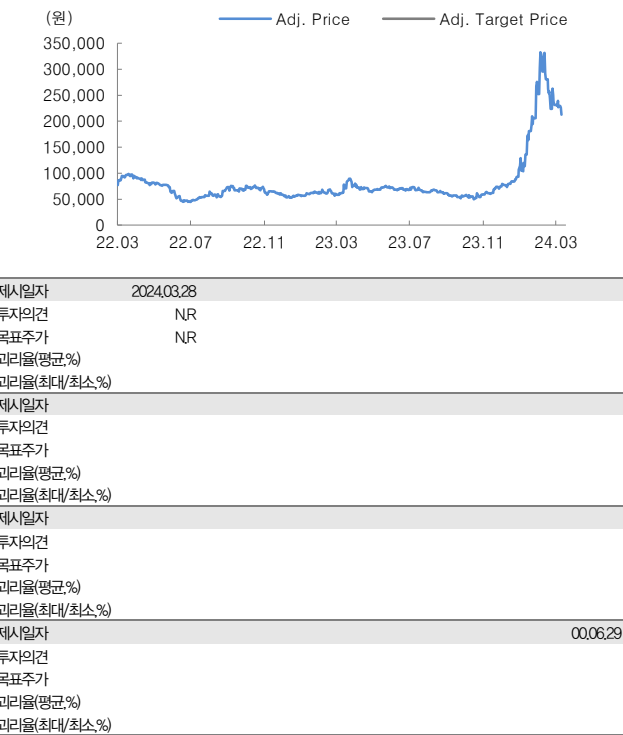
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:0)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엔켐(348370) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240325)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상