



KB 증권



더 많은 리포트 보기

엔캠 (348370)

고래 싸움에 감춰지지 않는 미소

2023년 2월 28일

스몰캡 Analyst 한제윤

02-6114-2944 jghan_smallcap@kbfq.com

기업개요: 글로벌 톱티어 전해액 생산 기업

엔캠은 2차전지 핵심 소재로 분류되는 전해액을 생산, 판매하는 기업이다. 생산 CAPA 기준 글로벌 4위의 지위를 확보하고 있다. 최근에는 추가 성장 동력 확보를 위해 2차전지 제조 시 발생하는 폐 NMP (양극재 바인더 용매) 리사이클링 사업에도 진출했다.

3Q22 기준 누적 실적은 매출액 3,692억원 (+66% YoY), 영업이익 36억원 (흑전)으로 흑자 전환에 성공

엔캠의 3Q22 기준 누적 실적은 매출액 3,692억원 (+66% YoY), 영업이익 35.6억원 (흑전)으로 흑자를 기록하는데 성공했다. 분기 매출액 1,500억원을 넘어서며 규모의 경제효과가 나타난 것이 흑자 전환의 주요 배경인 것으로 추정된다.

체크포인트

1) 공격적인 증설에 따른 가파른 매출 성장

고성장을 이어가는 2차전지 업종 내에서도 엔캠의 성장성에 주목한다.

1) 2023년부터 시작되는 엔캠의 가파른 성장 속도에 주목할 필요가 있다. 현재 CAPA 및 향후 증설 계획 기준, 2022년 매출액은 5천억원을 초과 할 것으로 추정되며, 2023년 1조원, 2024년 2조원까지 도전 가능할 것으로 보인다. 2022년 엔캠의 CAPA는 7만 톤 가량이나, 2023년 34만 톤, 2024년 88만 톤으로 가파른 상승이 예상된다. 공격적인 투자와 글로벌 정책 변화의 영향으로 북미&유럽 지역에서는 중국 업체를 넘어서는 영향력이 확보될 것으로 기대한다.

2) 미국의 IRA, 유럽의 원자재법 모두 수혜 예상

2) 전방 업체의 증설은 대부분 미국과 유럽에 집중되어 있다. 이는 IRA와 원자재법의 영향이 큰 것으로 추정된다. 반면, 톱티어 전해액 기업은 대부분 미국과 유럽 진출이 제한적일 것으로 예상되는 중국 기업이다. 즉, 향후 비중국 연합에서 글로벌 4위 CAPA를 확보하고 있으면서도 공격적인 증설을 이어가고 있는 엔캠의 시장 장악이 기대된다. 중국산 배터리 밀어내기의 최대 수혜 업체가 될 가능성이 높은 것이다.

리스크요인: 경기 침체에 따른 전방 수요 부진

엔캠의 증설은 셀 업체와 달리 바인딩되어 있는 계약에 기반한 것은 아니다. 글로벌 경기 침체가 2023년의 주요 이슈가 되고 있는 상황이기 때문에 전방 수요 부진에 따른 영향이 있을 수 있다.

Not Rated

목표주가 (원)	N/A
Dividend yield* (%)	N/A
Total return (%)	N/A
현재가 (2/28, 원)	60,800
Consensus target price (원)	N/A
시가총액 (억원)	9,614

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	74.9
거래대금 (3m, 십억원)	7.8
외국인 지분율 (%)	2.3
주요주주 지분율 (%)	오정강 외 2인 22.5
	브라운피에스창인신기술사업투자조합제1호 16.0

Share price performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-6.9	4.6	-29.7
시장대비 상대수익률	-4.2	-13.1	6.8	-22.1

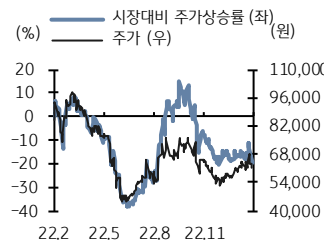
Forecast earnings & valuation

계산기말	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액 (십억원)	37	88	139	214
영업이익 (십억원)	3	15	13	-26
지배주주순이익 (십억원)	-2	-2	1	-19
EPS (원)	-315	-295	52	-1,469
증감률 (%)	N/A	적지	흑전	적전
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B (x)	N/A	N/A	N/A	7.0
ROE (%)	78.4	-16.1	0.7	-11.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Risk & Total Return (Annualized over 3 Years)



Price & Relative Performance



자료: 엔캠

I. 기업개요

글로벌 톱티어 전해액 생산 기업

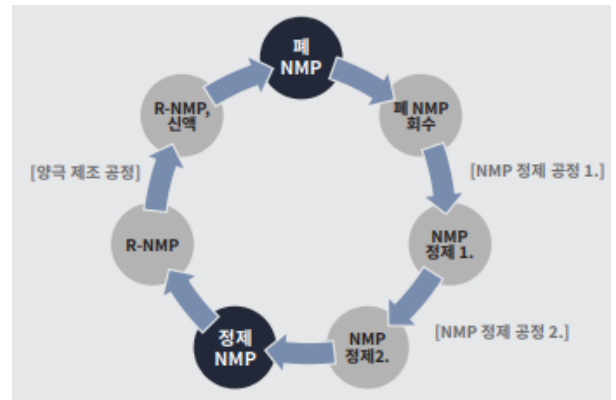
엔켐은 2차전지 핵심 소재로 분류되는 전해액을 생산, 판매하는 기업이다. 생산 CAPA 기준 글로벌 4위의 지위를 확보하고 있다. 최근에는 추가 성장 동력 확보를 위해 2차전지 제조 시 사용된 폐 NMP를 리사이클링 하는 사업에도 진출했다.

그림 1. 엔켐 주요 사업(전해액)



자료: 엔켐, KB증권

그림 2. 엔켐 미래 성장 동력(NMP 리사이클링)

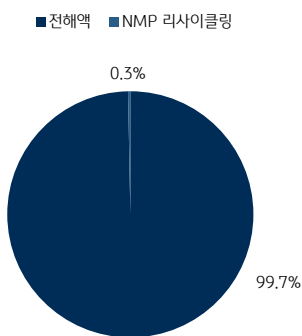


자료: 엔켐, KB증권

주요 주주 구성

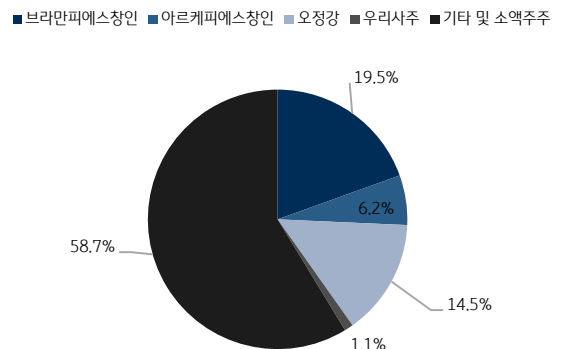
3Q22 기준 주요 주주 구성은 브라만피에스창인 신기술사업투자조합 제 1호 19.5%, 아르케피에스창인 신기술사업투자조합 제 2호 6.2%, 대표이사 오정강 14.5%, 우리사주 1.1%, 기타 및 소액주주 42.0%로 구성되어 있다.

그림 3. 3Q22 기준 매출 비중



자료: 엔켐, KB증권

그림 4. 주요 주주 구성



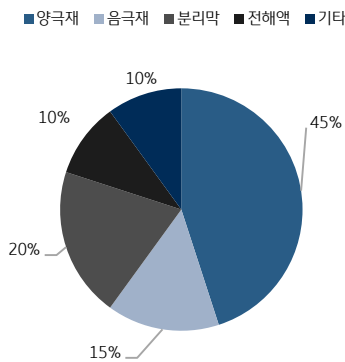
자료: 엔켐, KB증권

II. Business model

2차전지 원가 중 낮은 비중, 그러나 무시할 수 없는 절대적인 시장 규모

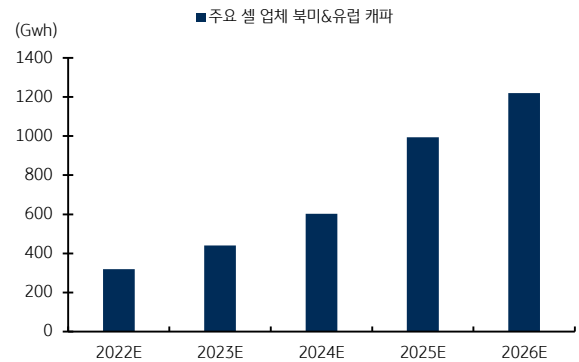
전해액이 2차전지 원가에서 차지하는 비중은 약 15% 전후로, 4대 소재 (양극재, 음극재, 분리막, 전해액) 중 가장 낮은 비중으로 알려져있다. 그러나 금액을 기준으로 한 절대적인 규모는 절대 작지 않다. 2차전지 1Gwh 당 필요한 전해액은 1천톤으로 추정되며, 이를 금액으로 환산하면 약 100~130억원 규모이다. 현재 공격적인 증설이 진행되고 있는 북미와 유럽 지역의 2차전지 셀 CAPA는 2025년 약 950Gwh 이상으로 전망되며, 이를 토대로 한 북미&유럽의 전해액 시장 규모는 10~13조원 수준으로 추정된다.

그림 5. 2차전지 원가 비중



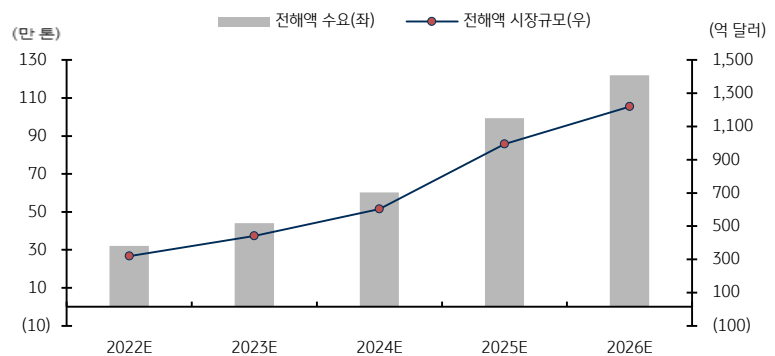
자료: KB증권

그림 6. 주요 셀 업체의 북미&유럽 CAPA 전망



자료: 엔켐, KB증권 추정

그림 7. 북미&유럽 배터리 수요 기반 전해액 시장 규모 전망

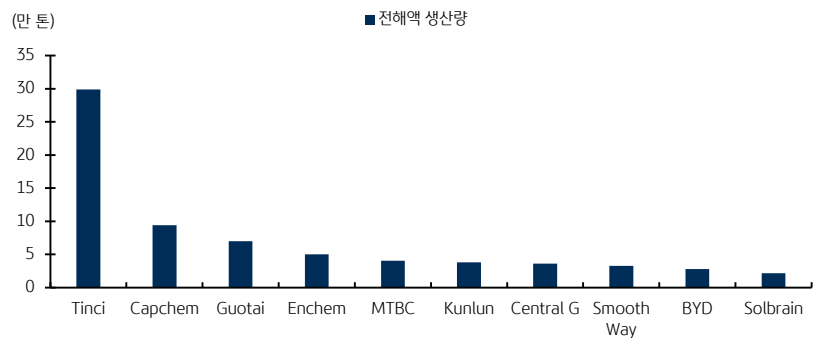


자료: 엔켐, 언론종합, KB증권 추정

중국의 영향력이 절대적인 소재이지만, 미국과 유럽의 정책으로 여타 업체의 수혜 기대

2차전지 전해액은 중국의 영향력이 절대적인 소재이다. 글로벌 톱 3위까지를 모두 중국 기업이 차지하고 있으며 톱 10 중 5개 기업이 중국 기업이다. Tinci, Capchem, RTX (Guotai)가 순서대로 1~3위를 구성하고 있으며 점유율 기준 위 3개 업체가 50%에 가까운 점유율을 차지하고 있다. 전체로 보면, 시장의 50% 이상을 중국 기업이 장악하고 있어 지금까지는 중국의 영향력이 절대적인 시장이다. 그러나 이러한 시장 구조는 미국의 IRA, 유럽의 원자재법 시행으로 여타 업체들에게는 기회 요인이 될 전망이다. 중국 업체가 미국이나 유럽으로 진출하기 어려워졌기 때문이다. 그 동안 중국 업체에 가로막혀 성장과 수익성에 제한을 겪던 업체들이 미국과 유럽으로 진출하며 새로운 성장 동력을 확보할 것으로 기대된다.

그림 8. 2022년 글로벌 전해액 기업 생산량



자료: 엔켐, 각 사, KB증권 추정

일반적인 마진 스프레드 사업과는 분명한 차이

화학 소재는 기본적으로 마진 스프레드(판가-원가)에 기반한 사업이다. 따라서 판가와 원가의 변동에 따라 이익 변동성이 리스크로 존재하는 사업이라고도 볼 수 있다. 그러나 전해액은 수요가 폭발적으로 증가하는 구간에 위치해 있다. 일반적으로 판가는 수요의 크기와 비례할 수밖에 없기 때문에 전해액의 추세적 판가 하락을 예상하기 힘들다. 또한, 이러한 수요 증가 구간에서는 원재료 가격 상승이 있더라도 결국 원가 상승분을 판가에 전이할 여력이 충분하다. 즉, 레깅 등 여러 요인에 의해 일시적인 이익 변동성이 나타날 수는 있으나, 규모의 경제가 확보되기 시작하면 마진 스프레드보다는 이익 레버리지가 실적에 미치는 영향이 더욱 크게 나타날 것으로 판단된다.

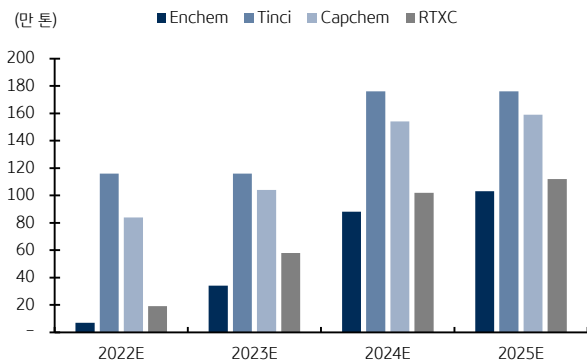
III. 체크 포인트

수요 확대에 기반한 증설과 매출 성장 가시성

2023년에는 상상을 초월하는 엔캠의 성장 속도에 주목할 필요가 있다. 현재 CAPA 및 증설 계획 기준, 엔캠의 2022년 매출액은 5천억원을 초과 할 것으로 추정되며, 2023년 1조원, 2024년 2조원까지 도전 가능할 것으로 보인다. 배터리 1Gwh 당 필요한 전해액 양은 1천 톤이며 전방 셀 업체의 증설 스케줄을 고려하면 매우 가파른 수요 증가가 예상되기 때문이다. 특히, 북미&유럽 지역에서의 증설이 매우 빠른 속도로 진행될 전망이며, 이를 기반으로 추정되는 북미&유럽 지역의 전해액 수요량은 2025년 약 100만 톤에 이를 것으로 보인다. 2022년 수요량 32만 톤에 비해 3배 수준의 수요 성장을 기대할 수 있는 것이다.

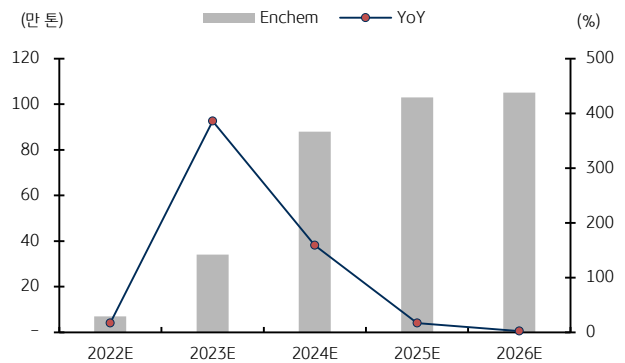
현재 엔캠은 이러한 전방의 가파른 수요 성장에 대응하기 위해 공격적인 증설 계획을 세우고 있다. 2022년 7만 톤에 불과한 CAPA는 2023년 34만 톤을 거쳐 2025년 100만톤까지 확대될 것으로 추정한다. 또한, 여타 전해액 업체와 증설 계획을 비교해보면 엔캠의 북미&유럽 내 점유율은 압도적일 것으로 기대된다. 2025년 기준 북미&유럽 시장 CAPA는 엔캠 총 40만 톤, Tinci 11만 톤, Capchem 19만 톤, RTX 12만 톤 수준을 형성할 것으로 예상되기 때문이다.

그림 9. 글로벌 전해액 톱티어 기업 증설 전망



자료: 엔캠, KB증권 추정

그림 10. 엔캠 CAPA 추이 및 전망



자료: 엔캠, KB증권 추정

미국의 IRA, 유럽의 원자재법 모두 수혜 예상

전방 2차전지 셀 업체의 증설은 대부분 미국과 유럽에 집중되어 있다. 이는 IRA와 원자재법의 영향이 큰 것으로 추정되며, 배터리 소재 또한 이러한 정책 변화를 따라 갈 수밖에 없을 것으로 예상된다. 그러나 전해액의 경우 상위 업체가 대부분 중국에 집중되어 있어 미국과 유럽의 정책 변화에 쉽게 대응하지 못할 것으로 전망되고 있다. 이러한 관점에서 비중국 진영에 위치하고 있으며 글로벌 4위 CAPA를 확보하고 있고, 북미&유럽 내 공격적인 증설을 이어가고 있는 엔캠의 영향력 확대는 필연적일 것으로 전망된다. 중국산 배터리 밀어내기의 최대 수혜 업체가 될 가능성이 높은 것이다.

표 1. IRA 세부 규정

관련 규정	상세 내용
최종 조립 조건	법안 발효 즉시 전기차 최종 조립 북미에서 이루어져야 함
배터리 핵심 광물 조건	2023년 40%에서 매년 10%씩 상승시켜 2027년 이후 80%까지 미국 또는 미국의 FTA 체결국에서 추출, 처리되거나 북미에서 재활용된 경우에 한해 3,750달러 세액공제 혜택 해외우려집단에서 추출, 처리, 또는 재활용된 경우 2025년부터 세액공제 혜택 받을 수 없음
배터리 부품 조건	2023년 50% 이상 (비율 매년 증가하여 2029년 100%)이 북미에서 제조 또는 조립된 경우에 한해 3,750달러 세액공제 혜택. 해외우려집단에서 조달된 경우 2024년부터 세액공제 혜택 받을 수 없음 주요 부품(셀, 모듈, 전극활물질, 전기적 활물질) 외 부품인 경우 2024년 이전 50%에서 2029년 100%를 북미 지역에서 제조 또는 조립한 것이어야함
차종 가격 상한	밴, SUV, 픽업트럭은 8만 달러 이하, 나머지 승용 차량은 5.5만 달러 이하
구매자 소득 상한	연간 총 수입 부부 합산 30만 달러, 가장 22.5만 달러, 개인 15만 달러 이하 가구 대상
제조업체당 세액공제 적용대상 한도 폐지	제조업체당 총 20만 대로 제한되어 있었던 규정 폐지

자료: KIET, 한국무역협회, KB증권

IV. 리스크

경기 침체에 따른 전방 수요 부진 리스크 내재

엔캠의 증설은 셀 업체와 달리 바인딩되어 있는 계약에 기반한 것은 아니다. 글로벌 경기 침체가 2023년의 주요 이슈가 되고 있는 상황이기 때문에 전방 수요 부진에 따른 영향이 있을 수 있다.

포괄손익계산서					
(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
(적용기준)	(GAAP-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	N/A	37	88	139	214
매출원가	N/A	31	70	114	218
매출총이익	N/A	6	18	24	-3
판매비와관리비	N/A	3	6	12	23
영업이익	N/A	3	13	13	-26
EBITDA	N/A	4	15	16	-22
영업외손익	N/A	-5	-15	-11	1
이자수익	N/A	0	0	0	0
이자비용	N/A	4	10	5	3
지분법손익	N/A	0	0	0	8
기타영업외손익	N/A	-1	-5	-6	-3
세전이익	N/A	-2	-2	1	-25
법인세비용	N/A	0	0	1	-5
당기순이익	N/A	-2	-2	1	-19
지배주주순이익	N/A	-2	-2	1	-19
수정순이익	N/A	-2	-2	1	-19

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
매출액 성장률	N/A	N/A	138.9	57.7	54.3
영업이익 성장률	N/A	N/A	385.4	-1.1	적전
EBITDA 성장률	N/A	N/A	270.1	6.8	적전
지배기업순이익 성장률	N/A	N/A	적지	흑전	적전
매출총이익률	N/A	15.8	21.0	17.6	-1.6
영업이익률	N/A	7.1	14.4	9.0	-12.1
EBITDA이익률	N/A	10.7	16.6	11.3	-10.0
세전이익률	N/A	-5.6	-2.3	0.8	-11.6
지배기업순이익률	N/A	-5.4	-2.2	0.4	-9.1

현금흐름표					
(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
영업활동 현금흐름	N/A	-4	-12	8	-112
당기순이익	N/A	-2	-2	1	-19
유무형자산상각비	N/A	1	2	3	4
기타비현금손익 조정	N/A	5	15	13	-2
운전자본증감	N/A	-8	-26	-8	-94
매출채권감소 (증가)	N/A	-4	-21	-18	-20
재고자산감소 (증가)	N/A	-6	-12	-4	-46
매입채무증가 (감소)	N/A	4	6	15	10
기타운전자본증감	N/A	-3	0	-3	0
기타영업현금흐름	N/A	0	-1	-1	-2
투자활동 현금흐름	N/A	-11	-20	-45	-58
유형자산투자감소 (증가)	N/A	-11	-20	-29	-49
무형자산투자감소 (증가)	N/A	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	N/A	0	0	-2	-19
기타투자현금흐름	N/A	0	0	-14	10
재무활동 현금흐름	N/A	17	56	39	218
금융부채 증감	N/A	17	56	28	125
자본의 증감	N/A	0	0	11	92
배당금 당기지급액	N/A	0	0	0	0
기타재무현금흐름	N/A	0	0	0	0
기타현금흐름	N/A	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	N/A	2	24	2	47
기말현금	N/A	8	32	34	82
잉여현금흐름 (FCF)	N/A	-15	-32	-21	-161
순현금흐름	N/A	-35	-11	60	-35
순현금 (순차입금)	N/A	-35	-47	13	-22

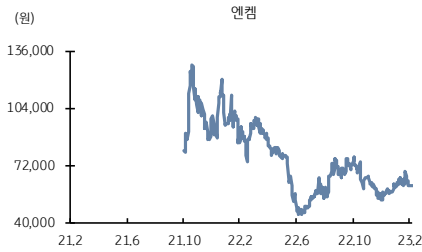
자료: 엔켐, KB증권

재무상태표					
(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
(적용기준)	(GAAP-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	N/A	57	131	199	407
유동자산	N/A	33	89	127	242
현금 및 현금성자산	N/A	8	32	34	82
단기금융자산	N/A	1	1	14	0
매출채권	N/A	7	26	42	63
재고자산	N/A	12	24	28	63
기타유동자산	N/A	4	5	8	34
비유동자산	N/A	25	42	72	165
투자자산	N/A	0	0	2	34
유형자산	N/A	24	42	68	114
무형자산	N/A	0	0	0	0
기타비유동자산	N/A	1	0	2	17
부채총계	N/A	62	102	79	191
유동부채	N/A	42	45	75	140
매입채무	N/A	7	11	29	24
단기금융부채	N/A	32	24	32	56
기타유동부채	N/A	3	10	14	61
비유동부채	N/A	20	57	4	51
장기금융부채	N/A	12	56	2	48
기타비유동부채	N/A	8	1	2	2
자본총계	N/A	-5	29	120	217
자본금	N/A	1	3	6	8
자본잉여금	N/A	2	37	126	238
기타자본항목	N/A	0	0	0	1
기타포괄손익누계액	N/A	0	0	-3	-1
이익잉여금	N/A	-8	-10	-10	-29
지배자분 계	N/A	-5	29	120	217
비지배자분	N/A	0	0	0	0

주요투자지표					
(X, %, 원)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Multiples					
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B	N/A	N/A	N/A	N/A	7.0
P/S	N/A	N/A	N/A	N/A	6.2
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	N/A	-315	-293	52	-1,469
BVPS	N/A	-762	4,351	9,337	14,254
SPS (주당매출액)	N/A	5,860	13,243	14,515	16,173
DPS (주당배당금)	N/A	0	0	0	0
배당성향 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	N/A	78.4	-16.1	0.7	-11.6
ROA	N/A	8.2	8.7	3.5	-5.3
ROIC	N/A	13.8	24.5	12.2	-16.8
안정성지표					
부채비율	N/A	-1,237.0	347.9	66.2	88.1
순차입비율	N/A	-702.6	160.3	순현금	10.2
유동비율	N/A	0.8	2.0	1.7	1.7
이자보상배율 (배)	N/A	0.9	1.4	3.0	-6.5
활동성지표					
총자산회전율	N/A	1.3	0.9	0.8	0.7
매출채권회전율	N/A	10.0	5.2	4.0	4.1
매입채무회전율	N/A	10.7	9.9	7.0	8.2
재고자산회전율	N/A	6.0	4.9	5.4	4.7

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

엔컴 (348370)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-02-28	Not Rated	한재윤			

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.7	13.3	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.