

# 엔켐 (348370)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>Not Rated</b>
목표주가	-
현재주가 (1/14)	<b>109,900원</b>
상승여력	-

시가총액	16,700억원
총발행주식수	15,195,692주
60일 평균 거래대금	546억원
60일 평균 거래량	554,484주
52주 고	128,400원
52주 저	79,100원
외인지분율	1.28%
주요주주	브라만피에스창인신기 술사업투자조합제1호 외 1 인 29.03%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.3	0.0	0.0
상대	19.1	0.0	0.0
절대(달려환산)	14.9	0.0	0.0

## 중장기 Capa 대폭 상향 불가피

### 적정 시가총액 3.2조원

국내 1위 전해액 업체 엔켐의 적정 시가총액을 3.2조원 수준으로 제시. 이는 동사의 Capa 계획이 대폭 상향되는 '25년 예상 실적 기준 P/E Multiple 10.X 수준(이차전지 소재 업종 평균). 전해액은 배터리 핵심 소재로, 까다로운 인허가 절차로 인해 진입장벽 존재. 그럼에도 타 소재 대비 소외되어 적절한 평가를 받지 못하는 상황. 그 중에서도 엔켐은 경쟁업체들 대비 가장 공격적인 증설 계획을 보유하고 있고, 미국 내 33만평 수준의 인허가가 완료된 넓은 유희 부지를 보유한 만큼 가장 고평가를 받는 것이 타당

### '25년 증설 계획 22.5만톤 → 30.5만톤 이상 상향 필요

'25년 증설 계획 대폭 상향 전망. 미국 내 수요 증가 때문. 주력 고객사 SK On 증설에 근거. 동사는 SK on 전해액 메인벤더로, 조지아 공장에는 솔벤더로 참여. 중요한 것은 '25년부터 순차 가동될 블루오벌SK 공장. 동사가 F150 라이트닝 단독 전해액 공급사이며, 유희 부지를 확보한 점을 감안하면 **메인벤더 지위 유지 가능성 높음**. 인허가/켈 기간 감안 시 '25년까지 신규 벤더 진입은 현실적으로 불가능. 단독 벤더 가능성 유력하나 **보수적으로 현 수준 M/S인 70%를 가정해도 총 12만톤 Capa 필요. LGES 2만톤 합산 시 총 14만톤(기존 계획 6만톤)**. LGES 내 점유율 확대 가능성과 신규 고객사 추가 가능성 고려하면 이 또한 보수적인 추정

### 원재료 내재화도 빛을 발하기 시작

동사는 전해액 주요 원재료인 LiPF6 조달 안정성 확보 및 내재화를 위해 오랜 기간 공을 들여왔음. 다수의 LiPF6 장기 공급계약(최소 3년, 4~5건 추정)을 체결, 국내 전해액 업체들 중 **최다**. 또한 JV(Shida 합작)설립을 통해 LiPF6 생산 내재화(액상 솔트 10만톤, 용매+LiPF6) **추진 중**. LiPF6 스팟 가격 상승 지속되는 상황에서 장기계약을 통한 조달 및 내재화는 마진 확보 차원에서 중요. 동사는 4Q21 기준 장기계약을 통한 조달 비중이 80%를 넘어섰으며, 올해 하반기부터는 사실상 대부분 장기계약을 통한 조달 가능. 또한 JV를 통한 직접 생산은 '23년부터 가능할 것으로 예상. 비용 구조는 더욱 개선될 것

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	71	-	-	-	-
영업이익	6	-	-	-	-
세전계속사업이익	7	-	-	-	-
지배순이익	5	-	-	-	-
영업이익률 (%)	8.4	-	-	-	-
지배순이익률 (%)	7.0	-	-	-	-

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	139	222	590	1,049
영업이익	13	1	61	117
지배순이익	1	5	49	106
PER	-	379.0	34.1	15.7
PBR	-	6.4	5.7	4.1
EV/EBITDA	-	989.9	23.7	12.7
ROE	-	0.7	18.3	30.1

자료: 유안타증권

## 적정 시가총액 3.2조원

### 타 소재 대비 과도한 저평가. 기업가치에 대한 재평가 필요

국내 1위 전해액 업체 엔켐의 적정 시가총액을 3.2조원 수준으로 제시한다. 이는 동사의 Capa 계획이 대폭 상향 조정될 25년 예상 실적 기준 Target P/E Multiple 10.X 수준이다. 이차전지 소재 업종의 현 주가 수준이 25년 예상 실적 기준 P/E 10배 수준에 형성되어 있는 점을 감안하면 합리적인 Valuation 수준으로 판단된다.

전해액은 배터리 주요 4대 소재 중 하나로, 공정 진행 과정에서 유해물질(불산)이 사용되기 때문에 공장 인허가 절차가 까다로워 진입장벽이 존재하는 소재이다. 그럼에도 불구하고 타 소재 대비 상대적으로 소외되어 과도하게 저평가 되어있으며, 기업가치에 대한 재평가가 필요할 것으로 판단된다.

특히, 엔켐은 SK On, LGES, CATL 등 주요 메이저 배터리 셀 업체들을 고객사로 확보하고 있을 뿐만 아니라 국내 전해액 업체들 중 가장 공격적인 Capa 증설 계획을 보유하고 있다. 향후 미국 내 기 확보된 넓은 유희부지(33만평)를 기반으로 공격적인 점유율 확대와 차별화된 고품질 매출 성장(21~25년 CAGR 94%)이 가능할 것으로 판단된다. 이를 감안할 때 국내 전해액 업체들 중에서도 가장 고평가 받는 것이 타당해 보인다.

표1. 엔켐 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	Y2022E	Y2023E	Y2024E	Y2025E
매출액	106.9	127.2	162.8	193.4	219.5	246.9	274.4	308.6	590.3	1,049.4	1,750.8	3,144.6
YoY%	158%	154%	174%	172%	105%	94%	68%	60%	166%	78%	67%	80%
매출총이익	22.7	27.3	37.0	44.2	50.3	56.6	63.6	71.7	131.1	242.2	413.9	761.6
YoY%	236%	흑전	468%	202%	122%	107%	72%	62%	372%	85%	71%	84%
매출총이익율%	21%	21%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	22%	23%	24%	24%
영업이익	10.0	12.0	17.5	21.0	24.1	27.2	30.7	34.8	60.5	116.7	204.3	385.3
YoY%	369%	흑전	흑전	250%	141%	126%	75%	66%	4425%	93%	75%	89%
영업이익율%	9%	9%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	11%	12%	12%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 중장기 Capa 상향 불가피

### ‘25년 증설 계획 기준 22.5만톤 → 30.5만톤 이상으로 상향 필요

동사의 25년 Capa 증설 목표는 연 22.5만톤(가이던스 기준)으로, 지역별로 국내(풍세, 제천) 2.5만톤 + 유럽 8만톤 + 중국 6만톤 + 미국 6만톤으로 계획되어 있는 것으로 파악된다. 지난해 말 기준 동사의 합산 Capa가 7.5만톤 수준인 점을 감안하면 충분히 공격적인 증설 계획이다.

그러나 당사는 동사가 보유하고 있는 1) 전해액 시장에서의 입지와 2) 고객사들의 폭발적인 수요 증가를 감안할 때 증설 계획 추가 상향 조정이 불가피할 것으로 판단한다. 근거는 미국에서의 수요 증가 때문이며, 약 8만톤이 추가 상향되어 총 14만톤 수준의 미국 Capa가 필요할 것으로 판단된다. 이를 감안한 동사의 25년 예상 Capa는 30.5만톤이다.

미국 Capa 상향 조정을 전망하는 근거는 동사의 주력 고객사 SK On의 증설 계획에 기인한다. 당사는 SK On의 전해액 메인 벤더(SK On 내 M/S 70% 수준)로 중추적인 역할을 담당하고 있으며, 미국 생산 Capa에 대해서는 솔벤더로 참여 중이다. 현재 구축된 2만톤의 미국 1공장에서 SK On의 조지아 1, 2공장 21.5GWh 생산에 필요한 전해액을 단독 공급하게 된다.

중요한 것은 25년부터 순차적으로 가동에 들어가는 블루오벌SK(SK, 포드 JV)의 배터리 공장이다. 예상 Capa는 129GWh(테네시+켄터키 합산) 수준으로 필요 전해액은 약 13만톤에 달한다. 현재 엔켐은 포드 F150 라이트닝 모델 단독 전해액 공급사일 뿐만 아니라, 33만평에 달하는 유희부지를 확보해 놓고 있어 블루오벌SK에서도 메인벤더 지위를 유지할 가능성이 매우 높을 것으로 판단된다. 특히, 공장 설립을 위한 부지 인허가에만 1.5~2년여가 소요되고, 이후 공장 설립 및 쉘 테스트 기간까지 감안하면 **2년반 이상의 소요 기간이 필요하기 때문에 신규 전해액 업체가 진입하기 매우 어려울 것으로 판단된다.** 이를 고려하면 블루오벌SK에서도 동사가 단독 벤더의 지위를 유지할 가능성이 높을 것으로 추정되나, 보수적으로 현 점유율 70%를 가정했을 때 SK On 대응용으로만 총 12만톤(기존 1공장 포함)이 필요하다. 앞서 언급한 25년 기준 미국 Capa 14만톤은 SK On 12만톤과 LGES 2만톤(미국 2공장)을 합산한 것으로, LGES에서의 점유율 확대 가능성까지 감안하면 매우 보수적인 추정이다.

지역	가이던스	추정치
미국	6	14
중국	6	6
유럽	8	8
국내	2.5	2.5
합산	22.5	30.5

자료: 유안타증권 리서치센터

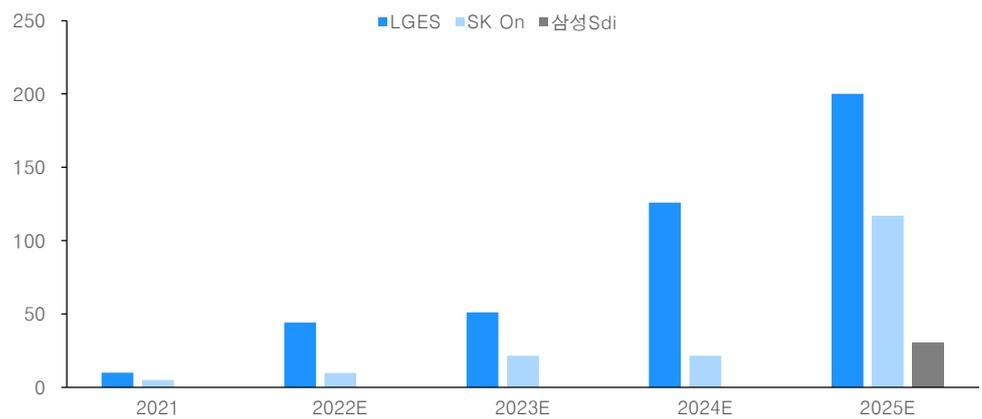
SK On 미국 공장 증설 계획



자료: 언론보도, SK 이노베이션, 유안타증권 리서치센터

국내 배터리 3사 미국 증설 계획

(단위 : GWh)



자료: 언론보도, SK 이노베이션, 유안타증권 리서치센터

## 신규 고객사 확보 가능성 존재

기존 고객사 내에서의 점유율 확대 뿐만 아니라 미국 내 신규 고객사 확보 가능성도 존재할 것으로 추정된다. 25년 기준 미국 내에서 필요한 전해액 Capa는 약 50만톤 이상(국내 배터리 3사 30만톤 포함)일 것으로 추산되는데, 중국 전해액 업체들의 미국 시장 진출은 사실상 불가능한 상황이며, 대표적인 전해액 상위 업체인 미쓰비시의 증설 계획은 보수적이다.

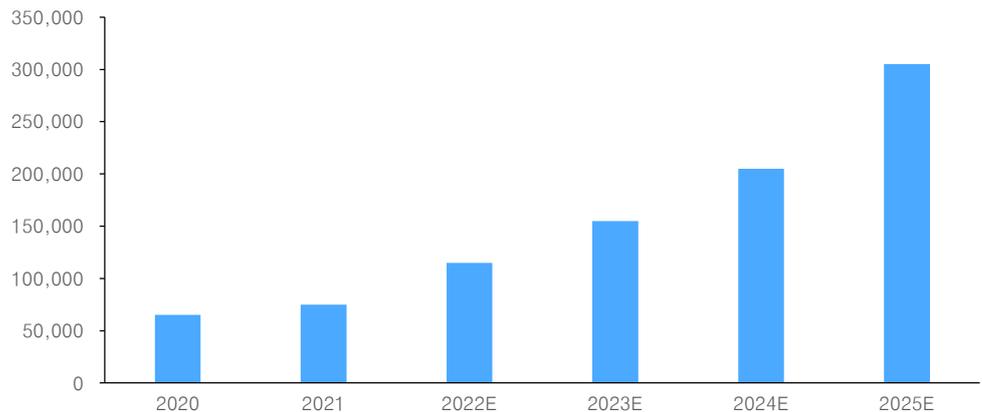
현실적으로 국내 전해액 업체들이 미국 내에서 소요될 대부분의 물량을 담당하게 될 가능성이 높는데, 가장 유리한 위치에 있는 업체는 엔켐이다. 유해물질(불산)을 이용하는 전해액 제조공정 특성상 까다로운 인허가 절차가 필요하다는 점을 감안할 때 인허가가 완료된 넓은 유희 부지를 확보했다는 점은 분명한 장점이며 후발주자들에게 진입장벽으로 작용할 수밖에 없다.

미국 내 주요 업체별 배터리 Capa ('25년 예상) (단위 : GWh)

업체	Capa	지역
LGES	200	오하이오, 테네시 등
SK On	150	조지아, 테네시, 켄터키
삼성 SDI	30	
파나소닉	45	네바다
테슬라	100	

자료: 유안타증권 리서치센터

엔켐 연도별 Capa 증설 계획 (단위 : 만 톤)



자료: 유안타증권 리서치센터

## 원재료 내재화도 빛을 발하기 시작

### 이미 LiPF6 장기 공급 계약 다수. 100% 내재화 임박

동사는 전해액 주요 원재료인 LiPF6 조달 안정성 확보 및 내재화를 위해 오랜 기간 공을 들여 왔으며, 이러한 노력이 결실을 맺기 시작한 것으로 판단된다. 동사는 다수의 LiPF6 중국 업체들과 장기공급계약(최소 3년 이상, 4~5건으로 추정)을 체결하였으며, 이는 국내 전해액 업체들 중 최다 계약 개수다. 또한 JV(중국 Shida와 합작, 지분 49%)설립을 통해 LiPF6 생산 내재화(액상 솔트 10만톤, 용매+LiPF6)를 추진 중이다.

LiPF6 스팟 가격 상승이 지속되는 상황(현재 59만위안/톤)에서 장기공급계약을 통한 조달은 수익성 확보 차원에서 매우 중요하다. 동사는 경쟁업체들 대비 장기계약을 통해 고정가격으로 조달하는 비중이 월등히 높다. 4Q21 기준 동사의 장기계약을 통한 조달 비중은 80%를 상회하는 것으로 파악되며, 올해 하반기부터는 사실상 대부분의 LiPF6를 장기계약을 통해 조달할 수 있을 것으로 추정된다.

JV를 통한 LiPF6 직접 생산은 23년부터 가능할 것으로 예상된다. 액상 솔트(용매+LiPF6) 10만톤 Capa 확보 예정이며, 이를 활용할 경우 전해액 약 23만톤분을 대응할 수 있을 것으로 추산된다. 사실상 중장기 전해액 Capa 가동에 필요한 대부분의 LiPF6를 자체 생산하게 되는 것이며 비용 구조는 더욱 개선될 것으로 판단된다.

LiPF6 생산 내재화를 위한 JV 설립(지분 49%)



자료: 엔켐, 유안타증권 리서치센터

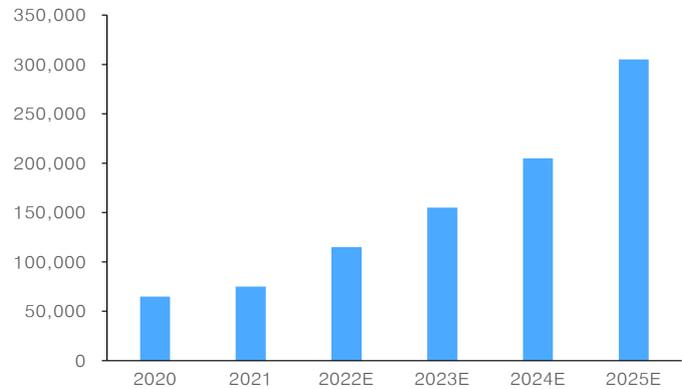
LiPF6 가격 추이 (단위: 만 위안/톤)



자료: ICC, 유안타증권 리서치센터

## Key Chart

엔캠 연도별 Capa 증설 계획 (단위 : 만톤).



자료: 유안타증권 리서치센터

엔캠 지역별 Capa 추정('25년) (단위 : 만톤).

지역	가이드라인	추정치
미국	6	14
중국	6	6
유럽	8	8
국내	2.5	2.5
합산	22.5	30.5

자료: 유안타증권 리서치센터

LiPF6 생산 내재화를 위한 JV 설립.



자료: 유안타증권 리서치센터

엔켐 (348370) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	
매출액	0	0	37	88	139	
매출원가	0	0	31	70	114	
매출총이익	0	0	6	18	24	
판매비	0	0	3	6	12	
영업이익	0	0	3	13	13	
EBITDA	0	0	4	15	16	
영업외손익	0	0	-5	-15	-11	
외환관련손익	0	0	0	-1	-2	
이자손익	0	0	-4	-10	-5	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	0	0	-1	-4	-5	
법인세비용차감전순이익	0	0	-2	-2	1	
법인세비용	0	0	0	0	1	
계속사업순이익	0	0	-2	-2	1	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	0	0	-2	-2	1	
지배지분순이익	0	0	-2	-2	1	
포괄순이익	0	0	-2	-2	-2	
지배지분포괄이익	0	0	-2	-2	-2	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	
영업활동 현금흐름	0	0	-4	-12	8	
당기순이익	0	0	-2	-2	1	
감가상각비	0	0	1	2	3	
외환손익	0	0	0	0	1	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	0	0	-8	-26	-8	
기타현금흐름	0	0	5	14	11	
투자활동 현금흐름	0	0	-11	-20	-45	
투자자산	0	0	0	0	-2	
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	-11	-20	-29	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	0	0	0	0	-14	
재무활동 현금흐름	0	0	17	56	39	
단기차입금	0	0	5	5	10	
사채 및 장기차입금	0	0	1	50	18	
자본	0	0	0	0	11	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	0	0	12	1	0	
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0	
현금의 증감	0	0	2	24	2	
기초 현금	0	0	6	8	32	
기말 현금	0	0	8	32	34	
NOPLAT	0	0	3	13	13	
FCF	0	0	-15	-32	-21	

자료: 유안타증권

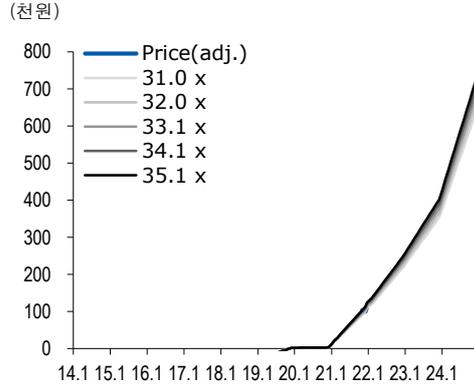
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	
유동자산	0	0	33	89	127	
현금및현금성자산	0	0	8	32	34	
매출채권 및 기타채권	0	0	8	28	45	
재고자산	0	0	12	24	28	
비유동자산	0	0	25	42	72	
유형자산	0	0	24	42	68	
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	2	
기타투자자산	0	0	0	0	0	
자산총계	0	0	57	131	199	
유동부채	0	0	42	45	75	
매입채무 및 기타채무	0	0	8	14	33	
단기차입금	0	0	6	11	22	
유동성장기부채	0	0	1	3	2	
비유동부채	0	0	20	57	4	
장기차입금	0	0	4	2	1	
사채	0	0	0	51	0	
부채총계	0	0	62	102	79	
지배지분	0	0	-5	29	120	
자본금	0	0	1	3	6	
자본잉여금	0	0	2	37	126	
이익잉여금	0	0	-8	-10	-10	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	0	0	-5	29	120	
순차입금	0	0	18	37	-22	
총차입금	0	0	27	70	26	

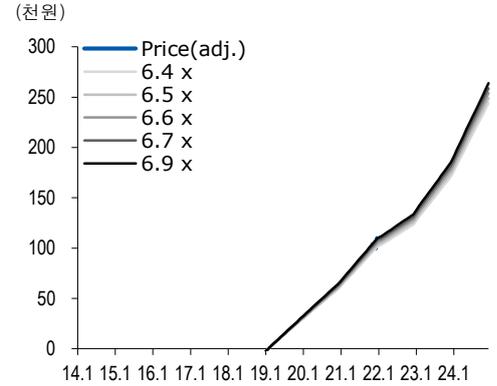
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	
EPS	0	0	-964	-945	59	
BPS	0	0	-761	4,352	9,337	
EBITDAPS	0	0	6,285	21,987	1,633	
SPS	0	0	5,860	13,242	14,514	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	-	-	-	-	-	
PBR	-	-	-	-	-	
EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
PSR	-	-	-	-	-	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	138.9	57.7	
영업이익 증가율 (%)	na	na	na	385.6	-1.2	
지배순이익 증가율 (%)	na	na	na	적지	확전	
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	15.8	21.0	17.6	
영업이익률 (%)	0.0	0.0	7.1	14.4	9.0	
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-5.4	-2.2	0.4	
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	10.7	16.6	11.2	
ROIC	0.0	0.0	12.7	20.3	5.5	
ROA	0.0	0.0	-6.9	-2.1	0.3	
ROE	0.0	0.0	78.3	-16.1	0.7	
부채비율 (%)	0.0	0.0	-1,237.3	347.9	66.2	
순차입금/자기자본 (%)	0.0	0.0	-358.1	126.7	-18.8	
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.6	1.2	2.4	

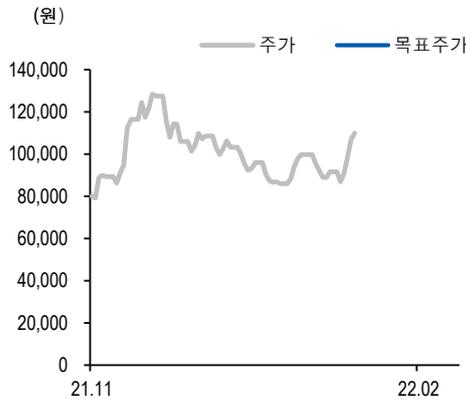
P/E band chart



P/B band chart



엔켄 (348370) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-01-17	Not Rated	-	1년		
2021-11-18	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.7
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-01-12

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.