

전해액. 숨겨진 IRA 수혜주

● 투자포인트

- ① 리튬염 가격 안정화로 안정적 수익구조 확보 기대
- ② 엔캠 전해액 생산능력 2022년 9.5만톤, 2023년 25.5만톤, 2024년 74.5만톤(유럽 8만톤, 중국 38만톤, 미국 24만톤 등)으로 증가 전망
- ③ 전해액은 Localization이 필수인 품목으로 미국 시장에서는 중국업체들이 과점했던 점유율(중국 기업 MS 57%)을 한국 전해액 업체들이 가져올 것으로 예상
- ④ 2025년 미국에 지어지는 한국 셀 3사의 배터리 Capa는 400GWh에 달할 것으로 전망함. 따라서 필요 전해액 공장은 40만톤 이상

● 부문별 전망 및 투자 의견

- ① 리튬가격 급등에 따라 전해액의 주원재료인 LiPF6 가격도 2022년초 60만위안/톤 까지 6배 가량 급등했다가 하반기 들어 30만위안 수준에서 거래 중. 리튬염 가격 급등 때 가격전가가 원활히 안되며, 최근 1년간 영업적자를 기록하다가, 3분기 8.1%의 영업이익률로 흑자 전환 성공
- ② 리튬염 가격은 현 수준에서 안정화 될 것으로 전망하며, 전해액 업체들의 이익률도 안정화 될 것으로 예상함. 안정적 이익률을 바탕으로 상대적으로 부각이 덜 됐던 높은 성장성이 주가에 반영될 것으로 전망
- ③ 투자 의견 매수, 목표주가 86,000원으로 신규 커버리지를 개시함. 목표주가는 2023년 실적에 PER 30배(국내 경쟁사인 동화기업의 전해액 가치 반영 시기의 PER) 적용한 86,000원 제시. 국내 전해액 업체들 중 가장 적극적으로 해외 공장 대응을 하고 있으며, 특히 중국 전해액 기업이 배제될 북미 시장에서 동사의 점유율은 극대화 될 것으로 전망

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률												
자본금	77 억원	주가(22/11/21)	58,600 원													
발행주식수	1,768 만주	KOSDAQ	718.57 pt													
자사주	0 만주	52주 Beta	1.51													
액면가	500 원	52주 최고가	127,500 원													
시가총액	9,265 억원	52주 최저가	44,700 원													
주요주주		60일 평균 거래대금	181 억원													
오정강(외2)	22.54%															
브라만피에스창인	16.00%															
외국인지분률	2.60%															
배당수익률	0.00%															
				<table border="1"> <thead> <tr> <th>기간</th> <th>절대주가 (%)</th> <th>상대주가 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>-18.0%</td> <td>-21.9%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>-23.3%</td> <td>-8.7%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>-51.6%</td> <td>-31.8%</td> </tr> </tbody> </table>	기간	절대주가 (%)	상대주가 (%)	1개월	-18.0%	-21.9%	6개월	-23.3%	-8.7%	12개월	-51.6%	-31.8%
기간	절대주가 (%)	상대주가 (%)														
1개월	-18.0%	-21.9%														
6개월	-23.3%	-8.7%														
12개월	-51.6%	-31.8%														

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	881	1,389	2,143	5,400	9,400	16,000
yoy	%	138.9	57.7	54.3	152.0	74.1	70.2
영업이익	억원	127	125	-260	151	625	1,301
yoy	%	385.6	-1.2	적전	흑전	313.0	108.2
EBITDA	억원	146	156	-215	301	1,053	2,462
세전이익	억원	-20	12	-248	575	542	1,189
순이익(지배주주)	억원	-20	5	-195	538	488	1,058
영업이익률%	%	14.4	9.0	-12.1	2.8	6.6	8.1
EBITDA%	%	16.6	11.3	-10.0	5.6	11.2	15.4
순이익률	%	-2.2	0.4	-9.1	10.0	5.2	6.6
EPS(계속사업)	원	-294	52	-1,461	3,172	2,878	6,241
PER	배	N/A	0.0	N/A	19.6	21.6	10.0
PBR	배	0.0	0.0	7.0	4.0	3.4	2.5
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	-74.0	38.7	13.7	8.6
ROE	%	전기잠식	0.7	-11.6	21.9	16.3	28.0
순차입금	억원	533	-46	748	1,780	4,520	11,429
부채비율	%	347.9	66.2	88.1	140.1	209.5	349.3

엔캠의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

SK증권 리서치의 엔캠 ESG 평가

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
엔캠 종합 등급	N/A	N/A	N/A
환경(Environment)	N/A	N/A	N/A
사회(Social)	N/A	N/A	N/A
지배구조(Governance)	N/A	N/A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
동화기업	A	N/A	N/A
천보	BB	N/A	N/A

NMP Recycle 사업과 Renewable Energy 100% Campaign 진행중으로 지속적인 ESG 경영을 강화할 전망

자료 : 지속가능발전소, SK증권

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK증권

자료: SK증권

엔캠의 ESG채권 발행 내역

엔캠의 ESG 관련 뉴스 Flow

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/A	N/A	N/A	N/A

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료 : KRX, SK증권

자료 : 주요 언론사, SK증권

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total Capa (톤/연)	25,000	65,000	85,000	95,000	255,000	745,000	875,000
한국	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
유럽		20,000	20,000	20,000	40,000	80,000	100,000
중국		20,000	20,000	30,000	150,000	380,000	450,000
미국			20,000	20,000	40,000	240,000	280,000
동남아						20,000	20,000

자료 : 엔캠, SK증권

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액(십억원)	88.1	138.9	214.3	540.0	940.0	1,600.0	2,473.3
영업이익	12.7	12.5	-25.4	15.1	62.5	130.1	204.0
영업이익률	14.4%	9.0%	-11.9%	2.8%	6.6%	8.1%	8.2%
당기순이익	-2.0	0.5	-20.3	12.1	50.0	104.0	163.2

자료 : 엔캠, SK증권

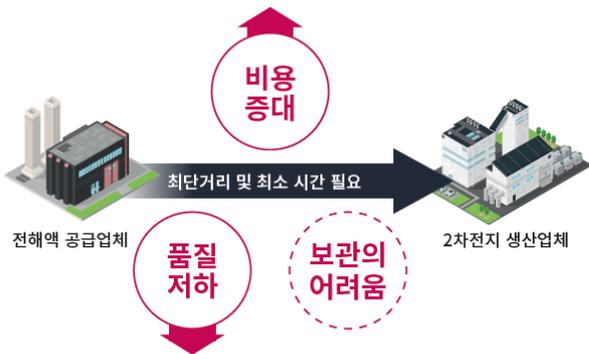
● 미국 전해액 공장은 누가 지어주나?

- 신규진입 어려움: 배터리 개발단계부터 배터리 업체와 전해액 업체들이 공동으로 해당 배터리 회사들이 적용하는 양극재와 음극재에 특화된 전해액을 공동으로 개발
- 현지화 필수: 유통기한이 생산 후 3~4개월 정도로 짧은 특징. 이송시에도 특수 용기에 담아서 이송, 냉장기능이 있는 리퍼 컨테이너를 사용
- 중국 업체들의 점유율이 높은 산업 → 미국에서는?

● 전해액: 전해질염(Salt), 용매(Solvent), 첨가제(Additives)

- 원가 비중: 전해질염 40~50%, 용매 25~30%, 첨가제 25~30%
- 전해질염: 주로 LiPF6 사용. 최근에는 저온 안정성이 입증된 LiFSI, LiPO2F2 등의 염도 많이 사용. 리튬이 리튬염 원가의 가장 큰 비중

현지화(Localization)가 중요한 전해액 사업



- 신선도 유지**
 - 25°C 이하, 최대 6개월 보관 기간 유지의 어려움
 - 제조 후 가능한 빠른 시간 내 사용 필요
- 위험물 · 유독물**
 - 위험물 컨테이너, 창고 등 운송 및 보관 비용 상승
 - 위험물 검사 및 사고 관리, 수급 리스크
- 회수 용기**
 - 장거리 납품 시 용기 비용 증대
 - 적절한 압력, 질소, 양압 유지 비용 부담

자료 : SK증권

고객사 해외 현지공장에 밀접한 엔캠 전해액 공장



자료 : SK증권

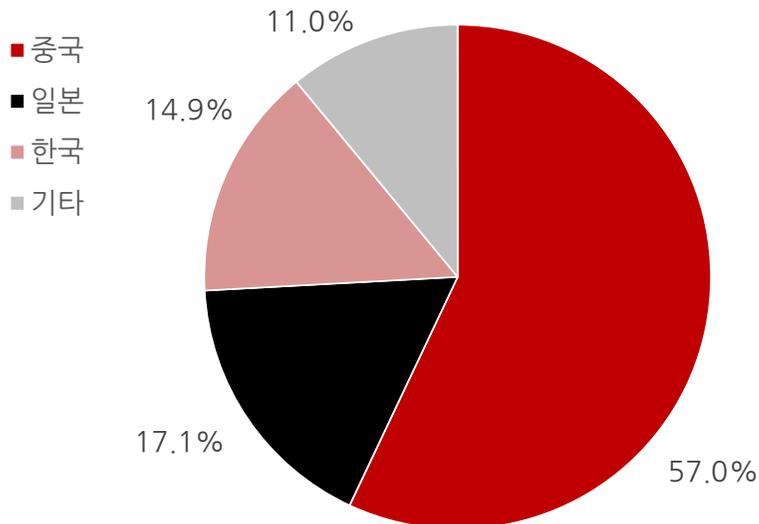
중국 점유율이 높은 전해액 산업

● 미국에 지어지는 Korean 배터리 셀 Capacity: 2025년 372GWh + α

- LGES 250GWh + α, SK온 82GWh + α, 삼성SDI 40GWh + α
- 필요한 전해액 공장 Capacity 40만톤 이상 ← 배터리 100GWh 당 전해액 10만톤 필요
- 한국 전해액 3사가 절대적으로 커버해줘야(중국 전해액 기업들의 파이는 한국 몫)

전해액 산업 국가별 점유율

(단위 : %)



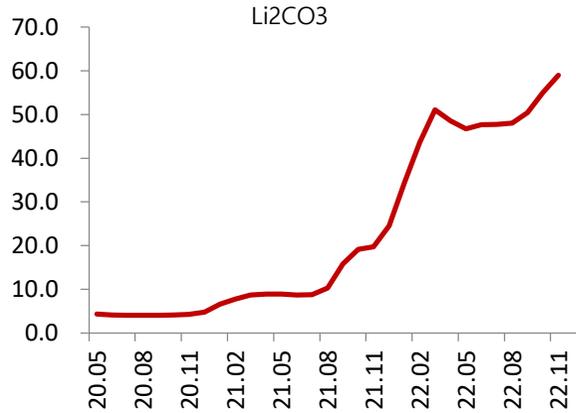
전해액 시장 업체별 점유율

(단위 : KTon %)

kTon	2018	2019	2020	MS	국가
Tinci	35.4	40	48.2	20%	중
Capchem	22.6	26.7	31.3	13%	중
GTHR*	18.1	28.7	30.1	13%	중
미쓰비씨	12.1	14.1	20.5	9%	일
Central Glass	10.4	12.5	18.1	8%	일
Shanshan	12.1	13.1	14	6%	중
BYD in-house	5.9	8.5	12.5	5%	중
Ube	10.1	9.9	9.6	4%	일
Enchem	3.4	5.9	9.6	4%	한
Donghwa	6	5	7.2	3%	한
Others	31.7	33.7	39.7	16%	
Total	167.6	198	240.8	100%	

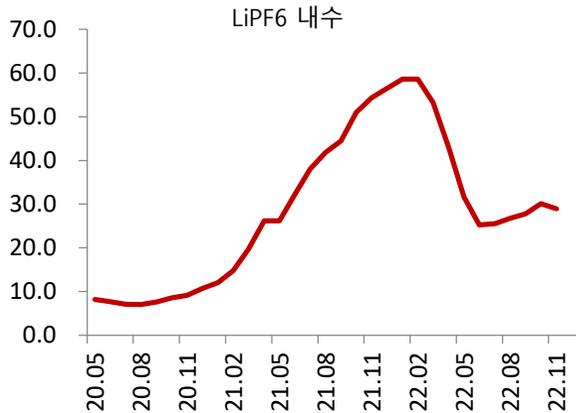
*GTHR: Guotai Huarong **MCC: Mitsubishi Chem

탄산리튬(LiCO₃) 가격 추이 (단위 : 만위안/톤)



자료 : SK증권

리튬염(LiPF₆) 가격 추이 (중국 내수용) (단위 : 만위안/톤)



자료 : SK증권

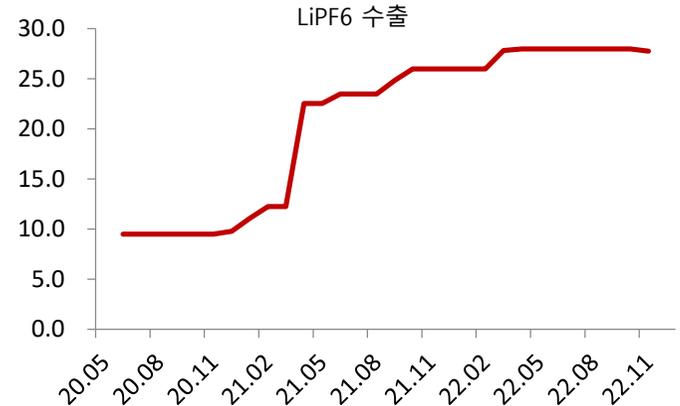
● 리튬염 가격 오버 슈팅 후 안정화

- 중국 전기차 판매 호조로 리튬가격 강세 지속 중
- 탄산리튬 대비 LiPF₆ 가격 낮은 수준이 아니기 때문에 과거와 같은 큰 변동성은 없을 전망

● 판가는 3~6개월 후행 반영 중

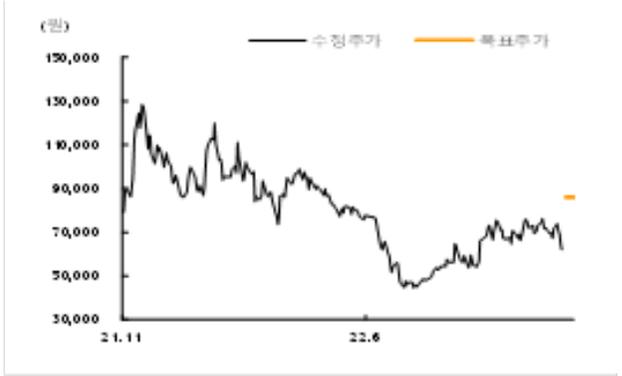
- 배터리 업체 입장에서는 원가보다 공급의 안정성이 더 중요
- LiPF₆ 가격 30만위안 내외에서 거래 지속 되고 있어, 전해액 업체들의 이익률도 안정적 예상

리튬염(LiPF₆) 가격 추이 (수출용) (단위 : 만위안/톤)



자료 : SK증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.22	매수	86,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,267	2,421	4,130	5,880	9,775	매출액	1,389	2,143	5,400	9,400	16,000
현금및현금성자산	345	815	980	399	450	매출원가	1,145	2,178	4,882	8,200	13,818
매출채권및기타채권	449	648	1,634	2,844	4,841	매출총이익	244	-34	518	1,200	2,182
재고자산	277	630	810	1,410	2,400	매출총이익률 (%)	17.6	-1.6	9.6	12.8	13.6
비유동자산	723	1,653	2,486	4,177	9,611	판매비와관리비	119	225	367	575	881
장기금융자산	0	40	63	63	63	영업이익	125	-260	151	625	1,301
유형자산	661	1,138	1,477	2,855	7,803	영업이익률 (%)	9.0	-12.1	2.8	6.6	8.1
무형자산	2	1	19	33	43	비영업손익	-114	11	424	-82	-112
자산총계	1,990	4,074	6,616	10,057	19,386	순금융비용	50	32	86	115	144
유동부채	751	1,400	2,624	3,915	5,220	외환관련손익	-18	61	114	24	24
단기금융부채	411	1,084	1,556	2,056	2,056	관계기업투자등 관련손익	0	78	8	8	8
매입채무 및 기타채무	320	288	996	1,734	2,952	세전계속사업이익	12	-248	575	542	1,189
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	0.8	-11.6	10.7	5.8	7.4
비유동부채	42	508	1,237	2,892	9,851	계속사업법인세	7	-54	37	54	131
장기금융부채	24	484	1,208	2,868	9,826	계속사업이익	5	-195	538	488	1,058
장기매입채무 및 기타채무	4	10	10	10	10	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	793	1,908	3,861	6,807	15,071	당기순이익	5	-195	538	488	1,058
지배주주지분	1,197	2,166	2,755	3,250	4,315	순이익률 (%)	0.4	-9.1	10.0	5.2	6.6
자본금	59	76	77	77	77	지배주주	5	-195	538	488	1,058
자본잉여금	1,255	2,378	2,419	2,419	2,419	지배주주귀속 순이익률(%)	0.36	-9.08	9.96	5.19	6.61
기타자본구성요소	4	12	14	14	14	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	-16	-178	545	495	1,065
이익잉여금	-96	-291	247	735	1,793	지배주주	-16	-178	545	495	1,065
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	1,197	2,166	2,755	3,250	4,315	EBITDA	156	-215	301	1,053	2,462
부채와자본총계	1,990	4,074	6,616	10,057	19,386						

엔켐(348370/KQ | 매수(신규) | T.P 86,000원(신규))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	90	-1,117	-662	-806	-645	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	5	-195	538	488	1,058	매출액	57.7	54.3	152.0	74.1	70.2
비현금성항목등	165	29	-212	565	1,404	영업이익	-1.2	적전	흑전	313.0	108.2
유형자산감가상각비	31	44	147	422	1,152	세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	-5.7	119.3
무형자산상각비	0	0	2	6	10	EBITDA	6.9	적전	흑전	250.3	133.9
기타	64	120	-368	0	0	EPS(계속사업)	흑전	적전	흑전	-9.3	116.9
운전자본감소(증가)	-75	-940	-944	-1,804	-2,976	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-176	-196	-919	-1,210	-1,997	ROE	0.7	-11.6	21.9	16.3	28.0
재고자산감소(증가)	-37	-461	-186	-600	-990	ROA	0.3	-6.4	10.1	5.9	7.2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	158	97	699	738	1,218	EBITDA마진	11.3	-10.0	5.6	11.2	15.4
기타	-20	-379	-538	-732	-1,207	안정성 (%)					
법인세납부	-4	-11	-43	-54	-131	유동비율	168.7	172.9	157.4	150.2	187.3
투자활동현금흐름	-446	-583	-722	-1,810	-6,116	부채비율	66.2	88.1	140.1	209.5	349.3
금융자산감소(증가)	-127	93	-23	0	0	순차입금/자기자본	-3.9	34.5	64.6	139.1	264.9
유형자산감소(증가)	-293	-486	-500	-1,800	-6,100	EBITDA\이자비용(배)	3.0	-6.5	3.2	8.5	16.7
무형자산감소(증가)	-1	0	-20	-20	-20	주당지표 (원)					
기타	-25	-189	-179	10	4	EPS(계속사업)	52	-1,461	3,172	2,878	6,241
재무활동현금흐름	383	2,170	1,546	2,035	6,811	BPS	9,337	14,254	15,618	18,423	24,460
단기금융부채증가(감소)	0	14	146	500	0	CFPS	377	-1,127	4,053	5,401	13,091
장기금융부채증가(감소)	0	292	1,428	1,659	6,959	주당 현금배당금	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	110	922	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	0	0	0	0	0	PER(최고)	0.0	N/A	37.8	41.7	19.2
기타	-8	-6	-28	-124	-148	PER(최저)	0.0	N/A	14.1	15.5	7.2
현금의 증가(감소)	23	470	165	-581	50	PBR(최고)	0.0	9.0	7.7	6.5	4.9
기초현금	321	345	815	980	399	PBR(최저)	0.0	5.6	2.9	2.4	1.8
기말현금	345	815	980	399	450	PCR	0.0	-88.5	15.3	11.5	4.7
FCF	-275	-1,561	-1,268	-2,634	-6,777	EV/EBITDA(최고)	0.0	-93.8	45.5	15.6	9.5
						EV/EBITDA(최저)	0.0	-59.2	6.0	4.3	4.7

자료 : 엔켐, SK증권 추정