

# 한중엔시에스 107640

May 22, 2024

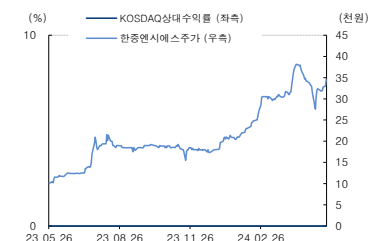
## ESS 시장 가파른 성장 전망, 수혜 받을 모든 조건 갖추었다

### Not Rated

#### Company Data

현재가(05/21)	34,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	38,150 원
52 주 최저가(보통주)	10,000 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	36 억원
시가총액	2,456 억원
발행주식수(보통주)	877 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	0.1 만주
평균거래대금(60 일)	0 억원
외국인지분(보통주)	0.00%
주요주주	
김환식 외 3 인	29.73%
라이프자산운용 외 1 인	9.53%

#### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	96.0	245.0
상대주가	-10.2	80.6	221.4

[지주/재생에너지] 박건영  
3771-9465,  
kun.park@iprovest.com

### 어려움은 있었으나 포기는 없다, '수냉식 ESS 냉각시스템' 기술력 보유

한중엔시에스는 1995년 8월에 설립, 20여년 동안 자동차 부품 사업 영위. 한중엔시에스의 신사업 확장 과정에서 어려움은 있었으나, 현재는 수냉식 ESS 시스템 기술 개발 완료, 삼성SDI에 공급 중. 냉각시스템은 수로, 온도 및 유량 제어, 누설 감지 등 고도화된 기술력 필요. 한중엔시에스는 관련 기술력 확보, 특허 등록 완료함에 따라 고객 다변화를 통한 사업 확장 가능.

### 투자포인트: ① 역대급 ESS 설치량, ② 확실한 고객, ③ 사용자 확장

① 역대급 ESS 설치량: 전력 그리드 안정화, 전력 효율화 이슈로 ESS는 역대급으로 설치 되는 중. '22년 전 세계 ESS 누적 설치량 43.8GW 수준. '23년 ESS 신규 설치는 45GW, '24년 ESS 신규 설치는 57GW으로 전망. Tesla, Fluence Energy 등 글로벌 사업자들 모두 ESS 산업 호황이라고 강조. 한중엔시에스 또한 ESS 시장의 급격한 성장에 따른 수혜 전망.

② 확실한 고객: 한중엔시에스는 그 동안 쌓아왔던 기술력을 바탕으로 국내 최초 ESS 수냉식 냉각 시스템 개발, 양산 중. 한중엔시에스의 최신 모델인 E5S는 삼성 SDI SBB에 적용. 향후 기술력과 레퍼런스를 바탕으로 고객사 확장 기대.

③ 사용자 확장: 한중엔시에스의 ESS 냉각시스템은 ESS 외 사용자에도 확장 가능. 전력 효율화가 오늘날 핵심 키워드라는 점을 고려하면 한중엔시에스의 냉각 기술력은 중장기적으로도 주목받을 것

### 공모에 관한 사항

'13년 10일에 코넥스 시장 상장, 현재 코스닥으로 이전 상장 예정. '24년 5월 30일부터 6월 5일까지 수요 예측 진행 예정. 공모 예정금액은 320억원~376억원 수준이며, 100% 신주 발행 예정. 상장일 기준 주식 유통 비율 28% 수준.

### Forecast earnings & Valuation

	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12
매출액(십억원)	83	71	90	89	122
YoY(%)	9.5	-13.8	25.9	-1.2	37.3
영업이익(십억원)	2	-4	2	-14	-13
OP 마진(%)	2.4	-5.6	2.2	-15.7	-10.7
순이익(십억원)	0	-4	-2	-20	-19
EPS(원)	77	-1,125	-478	-3,839	-2,310
YoY(%)	-76.2	적전	적지	적지	적지
PER(배)	61.3	-4.3	-20.2	-2.7	-7.8
PCR(배)	2.6	11.1	5.5	-9.5	-25.9
PBR(배)	1.3	1.6	3.3	2.8	9.5
EV/EBITDA(배)	9.3	76.1	13.5	-14.0	-24.1
ROE(%)	1.4	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2

## 1. 회사 소개 & 실적 전망

어려움은 있었으나 포기하는 없다, '수냉식 ESS 냉각시스템' 기술력 보유

한중엔시에스는 1995년 8월에 설립되었다 20여년 동안 자동차 부품 사업 영위했다. 한중엔시에스의 신사업 확장 과정에서 어려움은 있었다. '07년 포스코파워와 함께 '수소 연료전지 개질기 개발 사업'에 도전했고 제품 개발에 성공하였으나, 수소 관련 프로젝트 지연으로 상용화에 기회가 주어지지 않아 사업을 중단했다. 그럼에도 불구하고 한중엔시에스는 '15년 EV 및 ESS 사업의 초석을 다지기 위해 연구개발을 진행했다. ESS의 발열, 화재 등 안정성 이슈를 해결하기 위해 노력했으며 '18년 삼성SDI로부터 기술력을 인정받아 공력식 ESS 모델을 수주하기 시작했다. 본격적으로 ESS 양산을 위해 설비투자를 단행할 때 코로나가 발발하면서 경영환경이 악화 되었으나, 삼성 SDI와 협업하여 ESS의 5세대 모델인 수냉식 ESS 개발에 성공하였다. '23년 9월부터 수냉식 ESS 모듈 제품 양산을 시작했다. 향후 고용량·고밀도 ESS를 위한 차세대 모델을 개발 중에 있으며 '24년 양산 계획 중이다. 냉각시스템은 수로, 온도 및 유량 제어, 누설 감지 등 고도화된 기술력 필요하다. 한중엔시에스는 관련 기술력 확보했고, 특히 등록 완료함에 따라 고객 다변화를 통한 사업 확장이 가능한 상황이다.

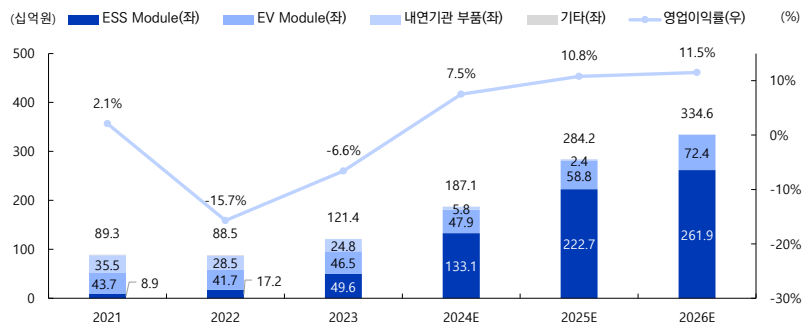
'23년 매출 1,214억원(YoY +37.2%)을 기록하였으며, ESS 매출 비중은 41%('21년 10% → '22년 19%) 수준이다. ESS 매출 비중은 '24년 71%, '25년 78%으로 높아짐에 따라 '24년 매출은 1,871억원(YoY +54.1%)으로 전망되며, 영업이익은 흑자전환을 할것으로 예상된다.

[도표 37] 수냉식 ESS 냉각시스템 분야 핵심 제품 보유



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 한중엔시에스 실적 전망



자료: 교보증권 리서치센터

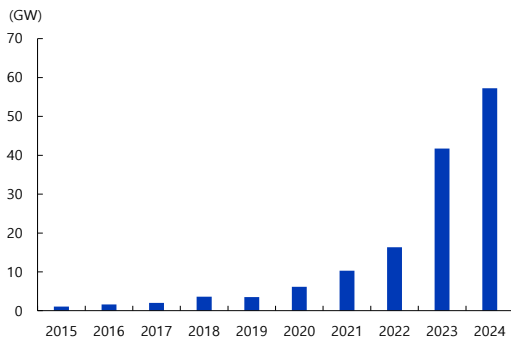
## 2. 투자포인트

### ① 역대급 ESS 설치량

한중엔시에스는 ESS 시장의 급격한 성장의 수혜를 받을 것으로 기대된다.

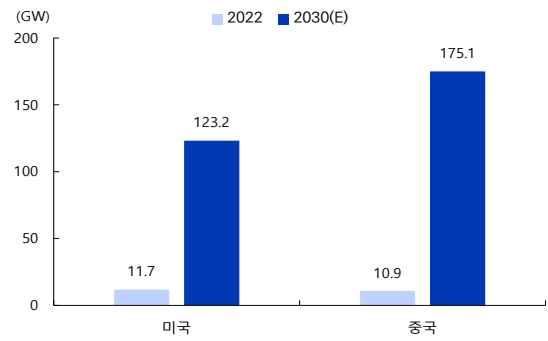
BNEF에 따르면 2022년 전 세계 ESS 누적 설치량은 43.8GW 수준이다. 2023년부터 ESS 설치가 눈에 띄게 증가하고 있다. 2023년 ESS 신규 설치는 45GW이며, 2024년 ESS 신규 설치는 57GW으로 전망된다. 특히, 미국과 중국은 2022년 기준 ESS 누적 설치량이 각각 10GW 수준인데, 2030년 ESS 누적 설치량은 미국이 약 120GW, 중국이 약 175GW으로 추정된다. 2030년 글로벌 ESS 누적 설치량은 약 500GW으로 2022년 대비 10배 이상이다.

[도표 39] 글로벌 ESS 신규 설치 추이 및 2024년 전망



자료: 한전 경영연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 미국, 중국 ESS 누적 설치량 전망



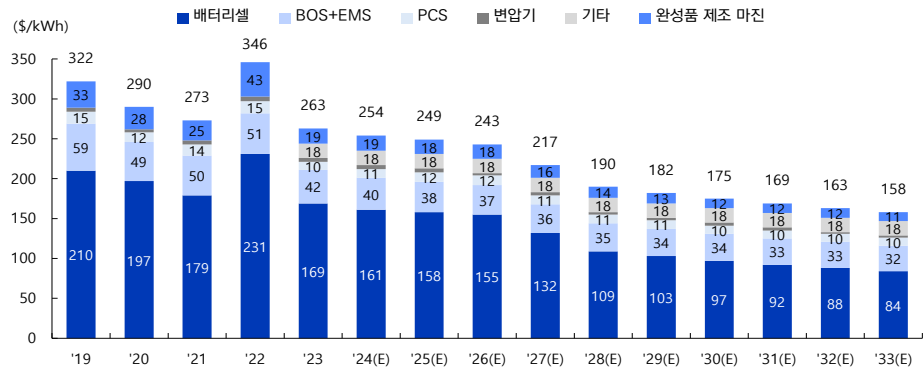
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

그렇다면 왜 2023년부터 본격적으로 ESS 설치량이 증가하고 있는 것일까?

첫째, 배터리 가격의 하락 때문이다. BNEF에 따르면 2024년 글로벌 배터리 생산능력(20개 글로벌 배터리 제조업체 기준)은 4.1TWh 수준이다. 전기차 둔화 전망에 따라 2024년 글로벌 배터리 수요는 1.2TWh에 그칠 것으로 전망된다.

즉, 배터리 공급 과잉에 따라 배터리 가격이 하락하고 있다. 특히 리튬이온 배터리 가격은 지속적으로 하락 중이다(ESS 내 탑재되는 배터리는 리튬전기 기반이 95%). 또한, 삼원계 리튬이온 배터리 대비 가격이 저렴한 LFP 보급이 확대되면서 ESS 가격 또한 하락 중이다. 배터리는 ESS 매출원가 비중 중 50~55%를 차지한다. ESS 가격 하락에 따라 전방 수요가 증가 중이다.

[도표 41] BESS 가격 실적 및 전망



자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

둘째, 기술 발전 때문이다. 산업통상자원부에서 발표한 ESS 산업 발전 전략과 추진 과제를 참고 하면 장기기화, 안정성 두 가지 측면에서 기술 발전이 중요하다.

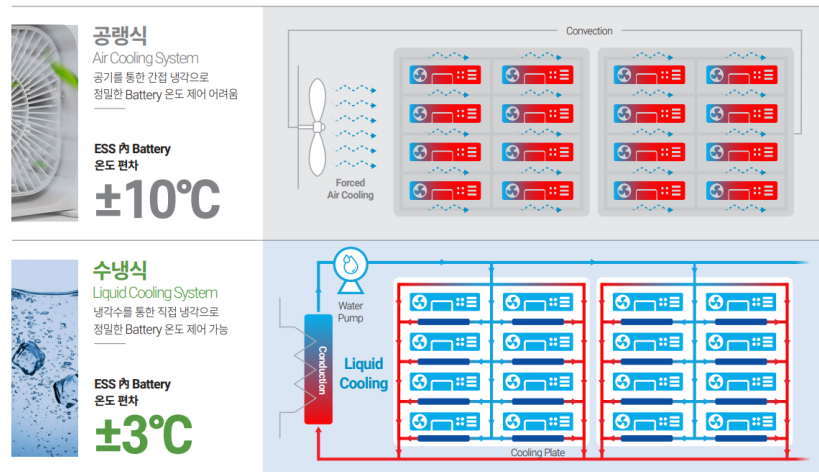
안정성 측면에서 기술 발전이 중요한 이유는 화재 때문이다. 냉각 장치의 기술발전이 이루어짐에 따라 안정성과 배터리 수명을 높이고 있다. 냉각 장치는 크게 공랭식과 수랭식으로 분류할 수 있다. 공랭식과 비교 시 수랭식은 낮은 소음, 높은 냉각, 일정한 온도 균일성이라는 장점을 보유하고 있다. 한중엔시에스는 ESS 안정성 필수인 수랭식 ESS 시스템 기술력을 보유하고 있다.

② 확실한 고객, ③ 사용자 확장

한중엔시에스는 그 동안 쌓아왔던 기술력을 바탕으로 국내 최초 ESS 수랭식 냉각 시스템 개발 했다. '23년 9월부터 수랭식 냉각시스템 제품을 양산하여 삼성SDI에 공급 중이다. 삼성SDI의 수랭식 냉각시스템 관해서 유일한 납품사이다. 현재 최신 모델인 E5S는 개발을 완료한 상황이다. E5S는 삼성SDI SBB에 적용되었으며, '24년 하반기부터 본격 양산될 예정이다. 향후 기술력과 레퍼런스를 바탕으로 고객사 확장까지 기대할 수 있다.

나아가, 앞서 산업 분석에 언급한 바와 같이 재생에너지 발전 증가에 따른 그리드 안정화, 데이터센터 증가에 따른 전력 소비 증가와 같은 이슈로 오늘날 전력 효율화는 중요한 이슈이다. 전력 효율화를 위해서는 냉각 기술은 필수이다. 즉, ESS 외에도 냉각 기술이 확장 가능하다는 의미이다. 한중엔시에스의 수랭식 ESS 냉각시스템은 ESS 외 사용처로도 중장기적으로 확장 가능할 것으로 예상된다.

[도표 42] 냉각시스템별 구조도



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 한중엔시에스 수랭식 ESS 냉각시스템 핵심 기술 설명



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

### 3. 공모에 관한 사항 & Valuation

#### 공모에 관한 사항

한중엔시에스는 '13년 10월에 코넥스 시장 상장했다. 현재 코스닥으로 이전 상장을 위한 한국거래소 예비심사승인은 완료했으며, 증권신고서 제출 후 '24년 5월 29일에 효력이 발생했다. 수요예측은 '24년 5월 30일부터 6월 5일까지 진행 예정이다. 공모 예정금액은 320억원~376억원 수준이며, 100% 신주 발행 예정이다. 상장일 기준 주식 유통 비율 28% 수준(상장 공모 신주 포함)임에 따라 유통 비율은 낮다고 판단된다.

#### Valuation

한중엔시에스의 증권신고서 내 '인수인의 의견'에 작성된 주당 평가가액 산정은 다음과 같다. '24년, '25년 추정 당기순이익을 연 할인율 20%를 각각 적용 후 평균 추정 당기순이익을 산출했다. 산출된 당기순이익은 유사기업의 평균 P/E 22배를 적용하여 기업 가치를 산출 후 주당 평가가액을 산출 했다. 산출된 주당 평가액 34,865원은 공모 할인율 32%~43%를 적용하여 주당 희망공모가액 20,000원~23,500원을 제시했다.

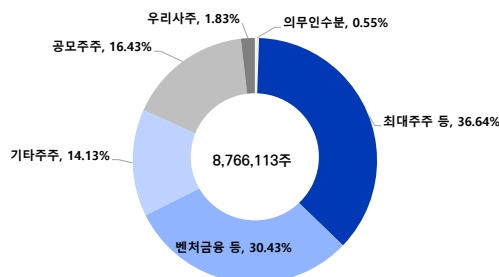
상장 후 추가 Multiple 상승 또한 고민해 봐야 한다. 한중엔시에스는 ESS 안정성과 수명, 효율 등에 필요한 핵심인 수냉식 냉각 기술을 보유하고 있고, 관련 제품을 양산하고 있기 때문이다. 앞서 산업 분석에서 언급했던 데이터센터 내 냉각시스템을 공급하는 Vertiv의 주가 상승과 P/E Multiple을 참고하였을 때(비록 규모면에서도 다르고, 적용 분야 다르지만) 한중엔시에스의 냉각시스템 기술의 잠재력 또한 기업가치에 반영될 가능성이 존재하기 때문이다.

[도표 44] 한중엔시에스 공모에 관한 사항

구분	내용
액면가	500 원
공모 주식수	1,600,000 주(신주 100%)
배정 비율(예정)	우리사주: 10% 일반청약자: 25% ~ 30% 기관투자자: 60% ~ 75%
공모 희망가액	20,000 원 ~ 23,500 원
공모 예정금액	320 억원 ~ 376 억원
예상 시가총액	1,753 억원 ~ 2,060 억원
수요 예측일	2024 년 05 월 30 일(목) ~ 06 월 05 일(수)
청약 예정일	2024 년 06 월 10 일(월) ~ 06 월 11 일(화)
납입예정일	2024 년 06 월 13 일(목)
매매개시예정일	2024 년 06 월 20 일(목)
대표주관회사	IBK 투자증권

자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 공모 후 주주에 관한 사항, 보호예수 현황 고려하면 상장일 유통 비율 28%(공모 신주 포함)



자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

[한중엔시에스 107640]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	83	71	90	89	122
매출원가	71	67	79	90	119
매출총이익	11	5	11	-1	3
매출총이익률 (%)	13.4	6.4	11.9	-1.5	2.2
판매비와관리비	9	8	9	13	15
영업이익	2	-4	2	-14	-13
영업이익률 (%)	2.7	-5.1	1.9	-15.7	-10.4
EBITDA	7	1	6	-9	-8
EBITDA Margin (%)	7.9	1.2	7.0	-10.3	-6.5
영업외손익	-2	-2	-3	-6	-3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-2	-2	-2	-4
기타	0	0	-2	-4	1
법인세비용차감전순손익	0	-6	-2	-20	-16
법인세비용	0	-1	0	0	2
계속사업순손익	0	-4	-2	-20	-19
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-4	-2	-20	-19
당기순이익률 (%)	0.4	-6.0	-2.1	-22.9	-15.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	-2
지배지분순이익	0	-4	-2	-20	-16
지배순이익률 (%)	0.4	-6.0	-2.1	-22.8	-13.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	0	0	4
포괄순이익	0	-3	-2	-20	-15
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	-2
지배지분포괄이익	0	-3	-2	-20	-13

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	1	-1	2	-1	5
당기순이익	0	-4	-2	-20	-19
비현금항목의 가감	7	6	9	15	11
감가상각비	4	4	4	4	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	4	10	7
자산부채의 증감	-5	-1	-4	6	15
기타현금흐름	-1	-1	-1	-2	-3
투자활동 현금흐름	-4	-4	-4	-12	-14
투자자산	0	0	0	0	-1
유형자산	4	4	4	13	17
기타	-9	-8	-9	-25	-30
재무활동 현금흐름	5	5	0	24	7
단기차입금	1	-2	0	2	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	12	0	10	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-6	0	11	-5
현금의 증감	2	0	-2	10	-2
기초 현금	1	3	3	1	11
기말 현금	3	3	1	11	9
NOPLAT	2	-3	2	-14	-15
FCF	6	5	7	10	22

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	47	46	45	49	42
현금및현금성자산	3	3	1	11	9
매출채권 및 기타채권	18	18	18	18	19
재고자산	20	20	21	15	11
기타유동자산	6	5	5	5	3
비유동자산	49	49	49	68	80
유형자산	47	47	46	66	79
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	1	1	1	2	1
기타비유동자산	1	1	1	1	1
자산총계	96	95	93	117	123
유동부채	55	51	60	58	65
매입채무 및 기타채무	23	20	18	20	29
차입금	23	21	21	23	23
유동성채무	6	4	13	11	9
기타유동부채	4	5	9	5	4
비유동부채	19	26	15	31	44
차입금	13	25	14	18	28
사채	3	0	0	0	0
기타비유동부채	3	1	2	13	17
부채총계	75	77	75	89	109
지배지분	22	18	18	26	13
자본금	2	2	2	4	4
자본잉여금	0	0	2	28	28
이익잉여금	11	7	5	-15	-31
기타자본변동	0	0	0	1	1
비지배지분	0	0	0	2	0
자본총계	22	18	18	28	13
총차입금	47	51	48	65	73

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	77	-1,125	-478	-3,839	-2,310
PER	61.3	-4.3	-20.2	-2.7	-7.8
BPS	3,520	2,956	2,947	3,661	1,891
PBR	1.3	1.6	3.3	2.8	9.5
EBITDAPS	365	-598	276	-2,194	-1,780
EV/EBITDA	9.3	76.1	13.5	-14.0	-24.1
SPS	21,751	18,752	23,021	16,861	17,076
PSR	0.2	0.3	0.4	0.6	1.1
CFPS	1,019	737	1,152	1,604	3,080
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
성장성					
매출액 증가율	9.5	-13.8	25.9	-1.2	37.3
영업이익 증가율	-37.4	적전	흑전	적전	적지
순이익 증가율	-76.2	적전	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	3.0	-3.9	2.5	-17.0	-16.2
ROA	0.3	-4.5	-2.0	-19.1	-13.7
ROE	1.4	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2
안정성					
부채비율	346.7	424.2	418.4	315.1	808.5
순차입금비율	48.9	54.1	51.9	55.1	59.3
이자보상배율	1.2	-2.0	1.0	-6.4	-3.0