

# 한중엔시에스 (107640)

## 차가운 기술로 만들어 갈 뜨거운 성장

2024년 11월 11일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (11월 8일)	33,300 원

### 신한생각 국내 BESS 밸류체인의 핵심 플레이어

美 정책 불확실성으로 친환경 섹터의 주가 변동성 높으나, 급증하는 전력 수요에 기반한 ESS 시장의 구조적 성장은 지속. 실적으로 견조한 BESS 수요를 증명하는 구간에서 주가 재평가 가능성 높다고 판단

### ESS 시장 성장과 수냉식 냉각 솔루션 채택 확대로 수혜 전망

ESS는 신재생 에너지 확대와 AI-데이터센터 등 전력 수요의 증가를 뒷받침하며 성장이 예상되는 시장. 현재 주류인 리튬 이온 배터리 기반 BESS에서 기존의 공랭식 대신 수냉식 냉각 시스템의 채택률이 증가하는 추세

삼성SDI에 ESS용 수냉식 냉각 시스템을 단독 납품. 주 고객사는 북미 전력 수요에 기반한 ESS 사업의 고성장을 전망. 당사는 기 확보한 수주 물량을 기반으로 ESS 부품 Capa를 증설했으며, 기존 고객향 물량 증가 및 신규 고객 확보를 고려해 25년 하반기 추가 증설 예정

24년 매출액 1,941억원(+59.7% 이하 YoY), 영업이익 115억원(흑자전환)으로 턴어라운드 전망. ESS 사업부 중심 성장으로 25년은 매출 2,791억원(+43.8%) 및 영업이익 239억원(+108.1%, OPM 8.6%) 추정

### Valuation & Risk: 업사이드가 더 큰 시점

주 고객사 비중 높은 ESS는 매출처 다변화 진행 중이며 전기차 등 수냉식의 적용처 확장도 기대. ESS 위주로 재편되는 25F PER(주가수익비율) 18.8배로 ESS 수냉식 냉각 Peer인 Envicool(35.0배)에 비해 46% 할인된 수준

미국 친환경 정책의 불확실성 잔존하나, 기확보 수주 기반으로 중단기 실적 가시성 높으며 중국 배터리 견제책 등 업사이드 리스크도 존재

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	88.5	(13.9)	(20.2)	(3.2)	(91.5)	2.8	(14.0)	-
2023	121.6	(12.7)	(16.4)	(7.8)	(83.2)	9.5	(24.1)	-
2024F	194.1	11.5	6.5	41.2	15.4	4.2	18.4	-
2025F	279.1	23.9	15.9	18.9	20.0	3.4	10.1	-
2026F	325.1	31.2	22.1	13.6	22.4	2.7	7.5	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [2차전지 소부장]

최민기 연구원  
✉ minki.choi@shinhan.com

이진명 수석연구원  
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

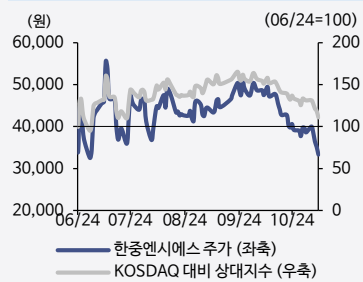
Revision	
실적추정치	신규
Valuation	NR

시가총액	298.0십억원
발행주식수(유동비율)	9.0백만주(62.9%)
52주 최고가/최저가	55,500원/15,500원
일평균 거래액 (60일)	11,848백만원
외국인 지분율	2.8%

주요주주 (%)	
김환식 외 5인	35.9
브레이브뉴인베스트먼트 외 2인	7.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(29.9)	(25.8)	75.3	84.3
상대	(26.6)	(25.6)	91.2	117.9

### 주가



# I. 기업 개요

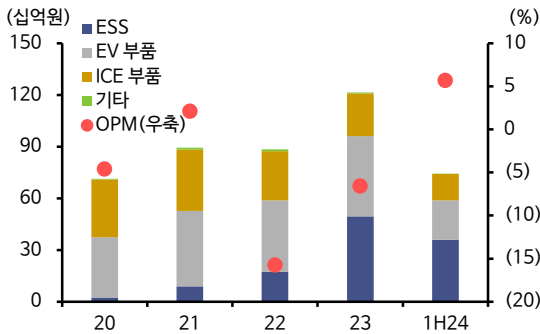
## 국내 유일의 ESS용 수냉식 냉각 시스템 플레이어

1995년 설립된 ESS 및 자동차 부품 업체다. 내연기관차 부품으로 사업을 시작해 전기차용 배터리 및 공조 부품 모듈, 이후 ESS로 사업을 확장했다. 생산시설은 경북 영천에 위치한다. 2013년 코넥스를 거쳐, 2024년 6월 24일 코스닥 상장했다.

포트폴리오 전환:  
내연기관에서  
ESS와 EV로

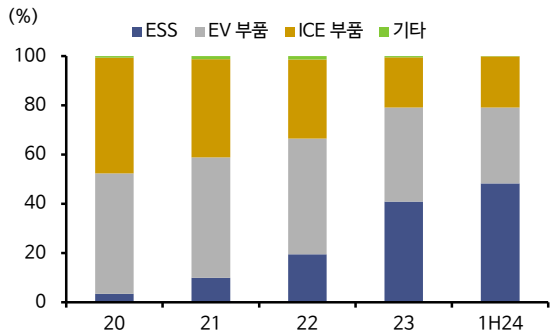
핵심 아이템이자 성장의 트리거는 ESS용 수냉식 냉각 시스템이다. 주 고객사인 삼성SDI향으로 단독 공급 중이며, 유럽 태양광 인버터 업체인 SMA로도 샘플 물량을 납품 중이다. ESS 관련 매출 비중은 20년 4%에서 24년 상반기 48%까지 확대됐다. EV 부품(1H24 매출 비중 31%)은 전기차용 배터리 모듈과 공조 모듈을 1티어 부품 업체에 납품한다. 과거 주력 사업부였던 내연기관 부품(1H24 매출 비중 21%)은 설비 이관 및 제품 반납을 진행 중이다.

### 주요 사업부별 매출 및 전사 영업이익률 추이



자료: 한중엔시에스, 신한투자증권

### 사업부별 매출 비중 추이



자료: 한중엔시에스, 신한투자증권

### 생산 인프라 및 자회사, 해외 법인 현황

**중국**

해외 생산 법인  
글로벌 공급망 확보 / 수냉식 냉각시스템 고도화 및 원가절감

**미국**

해외 영업 법인, 고객사  
글로벌 진출 및 동반 성장 도모

— 생산 Infra 현황 —

위치	경북 영천시
건물 면적	39,270.2m <sup>2</sup> (11,879평)
대지 면적	102,779.1m <sup>2</sup> (31,091평)
연간 생산 능력	ESS 부품 1,500만EA
	EV Battery Module 3,000만EA
	EV 공조 Module 400만EA

법인 현황

국내 자회사 (2)  
(ESS 냉각시스템 내재화)

해외법인 (중국 2, 미국 1)  
(전략적 요충지)

자료: 한중엔시에스

### 주요 연혁

시기	내용
1995년	(주) 한중 법인 설립
2013년	미국 현지법인 설립 및 코넥스 상장
2018년	삼성SDI 양산 업체 등록
2021년	'에너지 저장장치 제조'로 주 업종 변경
2023년	삼성SDI ESS 초도 양산 공급 개시
2024년	코스닥 상장

자료: 한중엔시에스, 신한투자증권

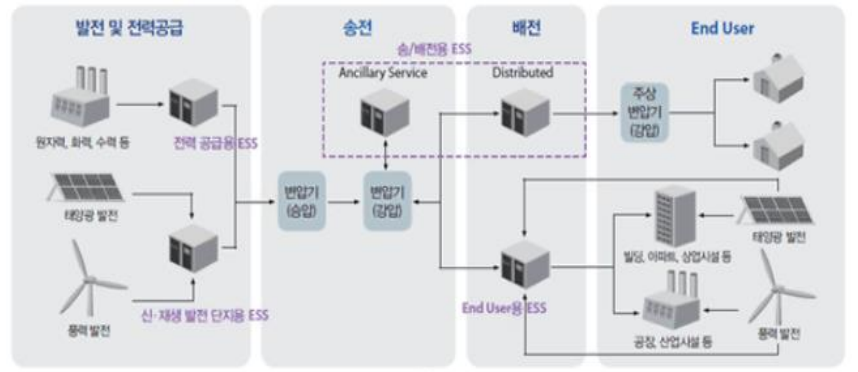
## II. 산업 개요

### 전력 수요와 함께 성장하는 ESS

ESS(Energy Storage System, 에너지 저장 장치)는 생산 후 사용되지 않은 전기를 저장한 뒤 전력 부하 급증 구간에 방전해 전력 공급을 보완하는 기능을 한다. ESS 수요 증가는 기본적으로 기존 발전원만으로는 충족시키기 힘든 전력 수요 확대에 기반한다. 특히 태양광 등 신재생에너지의 간헐적 발전 구조에서 비롯된 전력 부하를 분산하는 역할로 중요성이 부각되고 있다. 주요 기업들은 RE100 달성을 위해 친환경 전력 사용 비중을 늘리고 있다. 금리 인하 국면에서 자본 비용 부담 감소도 신재생에너지 및 ESS 프로젝트 확대에 긍정적이다.

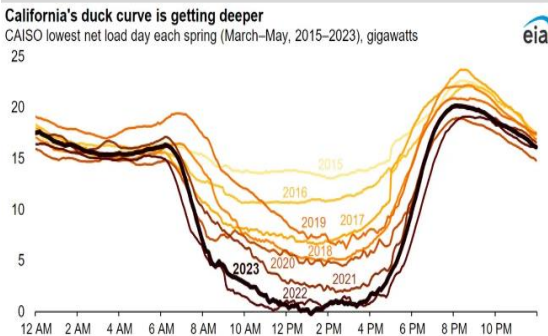
빅테크의 AI 투자 확대에 따른 데이터센터발 전력 수요 증가도 하나의 요인이다. IEA에 따르면 글로벌 데이터센터 전력 수요는 22년 460TWh에서 26년 1,050 TWh로 증가할 전망이다. 특히 전력 시설이 노후화된 북미 지역을 중심으로 전력용 ESS에 대한 수요가 급증하고 있다. 데이터센터 정전에 대비한 비상 전원인 UPS(무정전 전원장치)용 ESS 판매도 증가할 전망이다.

### ESS의 적용 분야



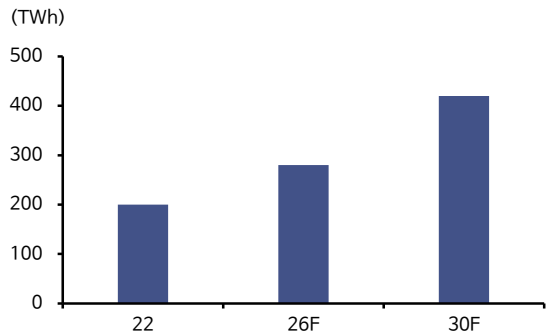
자료: 산업 자료

### 재생에너지 변동성에 따른 덕 커브(Duck Curve)



자료: EIA

### 미국 데이터센터향 전력 수요 전망



자료: IEA, 신한투자증권

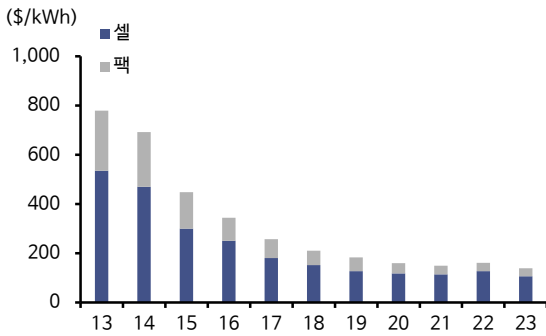
### BESS(Battery ESS) 중심의 시장 확대

초기 ESS는 상하부 저수지의 고저차를 이용하는 양수 발전 형태가 주를 이뤘으나, 입지 선정의 어려움과 환경파괴 문제로 확산되지 못했다. 현재는 신재생에너지의 간헐적 발전에 따른 부하에 빠르게 대응이 가능하며, 설치 기간이 짧은 리튬 이온 배터리 기반의 BESS가 2016년 이후 점유율 80% 이상을 차지 중이다.

공급 측면에서는 BESS 총 비용에서 50% 이상의 비중을 차지하는 배터리 가격이 하락(23년 배터리 팩 기준 \$139/kWh으로 2010년 \$780/kWh 대비 18% 수준)해 ESS 사업자들의 수익성이 개선되었다. 중국 배터리 시장의 공급 과잉에 따른 저가 LFP 배터리 수출 증가도 ESS 업체들의 소싱 난도를 낮췄다. BESS의 LCoE(균등화 발전 단가, 단위 전력 생산에 필요한 발전원별 비용)는 2023년 (\$273/kWh) 기준 2010년(\$2,511/kWh) 대비 89% 하락했다.

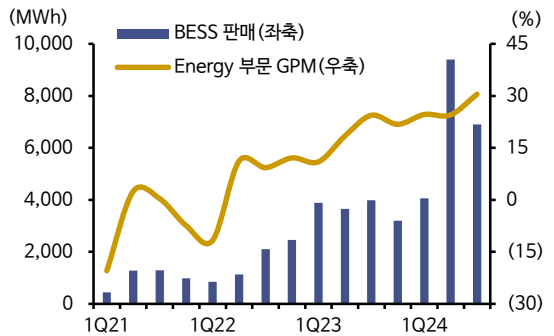
수요 증가와 공급 개선이 맞물려 BESS 시장은 급격한 성장이 기대된다. BNEF에 따르면 BESS 보급량은 23년 89GW에서 30년 782GW까지 증가할 전망이다. 향후 6시간 이상의 방전이 필요한 장주기 ESS용 기술이 상용화되기 전까지, 리튬 이온 배터리가 ESS 시장을 주도할 가능성이 높다.

#### 배터리 셀/팩 가격 추이



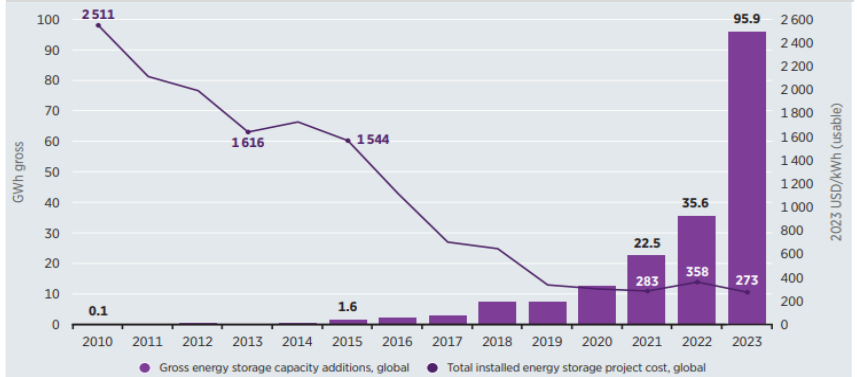
자료: BNEF, 신한투자증권

#### Tesla Energy 분기별 BESS 판매 및 GPM 추이



자료: Tesla, 신한투자증권

#### BESS 신규 설치량 및 LCoE 추이



자료: IRENA

### 수냉식 냉각 솔루션, 리튬 이온 배터리 기반 ESS에선 명확한 우위

BESS는 열 관리를 위해 냉각 시스템이 탑재된다. 리튬이온 배터리는 충방전 과정에서 열을 생성하는데, 열이 과도하게 축적될 시 화학적 구조가 불균형해져 성능 및 수명이 저하를 유발한다. 심한 경우 열폭주 현상이 발생해 화재 및 폭발로 이어질 수 있다. 배터리의 출력 성능이 증가하며 더 많은 열을 발생시킴에 따라, 냉각 시스템의 중요도 역시 커지고 있다.

BESS용 냉각 시스템으로 기존에는 공랭식이 주로 사용되었으나, 최근에는 수냉식 냉각 시스템의 채택이 확대되고 있다. BESS에서 공랭식 대비 수냉식 냉각 시스템의 장점은 주로 기체 대비 높은 액체의 열 전도율에 기인한다.

#### 공랭식 냉각 대비 수냉식의 장점

(1) 안전성이 우수하다. 공랭식( $\pm 10^{\circ}\text{C}$ )에 비해 수냉식은 배터리의 온도 편차를 적게( $\pm 3^{\circ}\text{C}$ ) 관리할 수 있고, 열 폭주가 발생하더라도 빠른 속도로 모듈 간에 열을 재분배할 수 있어 화재 안전성 측면에서 우위이다.

(2) 전력 발전의 변동성 대응에 유리하다. 공랭식에 비해 배터리의 열을 빨리 식힐 수 있어 하루에도 수 차례의 충방전이 가능해, 재생 에너지의 간헐적 발전 구조 보완에 적합하다. 정전 시 최대한 빠르게 전력을 공급해야 하는 UPS의 경우에도 신속한 충전 성능이 요구된다.

(3) OpEx에서 이점이 있다. 공랭식 대비 원가는 적게는 50%에서 많게는 2배 가량 커 초기 비용 측면에서는 열위이나, 사이클 당 소모 전력량을 40% 절감 가능해 ESS 운영사업자 입장에서는 운영비용을 효율화할 수 있다.

(4) ESS 제품 대형화 및 고밀도 추세에 적합하다. 유틸리티용 ESS 수요가 커짐에 따라 20피트 컨테이너 급의 대형 제품군이 상용화되었다. 셀의 에너지 밀도도 높아져 주요 업체들의 20피트 컨테이너 제품 용량은 5MWh를 상회한다. 공기 순환을 위한 공간이 필요한 공랭식 대비 수냉식은 차지하는 면적이 적어 더 많은 배터리를 탑재할 수 있고, 좁은 공간 내에서도 효율적으로 열을 제거할 수 있다.

#### ESS 냉각시스템 비교

	공랭식	수냉식
온도 편차	$\pm 3^{\circ}\text{C}$	$\pm 10^{\circ}\text{C}$
1일 충방전 횟수	1회	수회
사이클당 소모 전력량	165kWh	270kWh
설치 면적		공랭식 대비 -35%

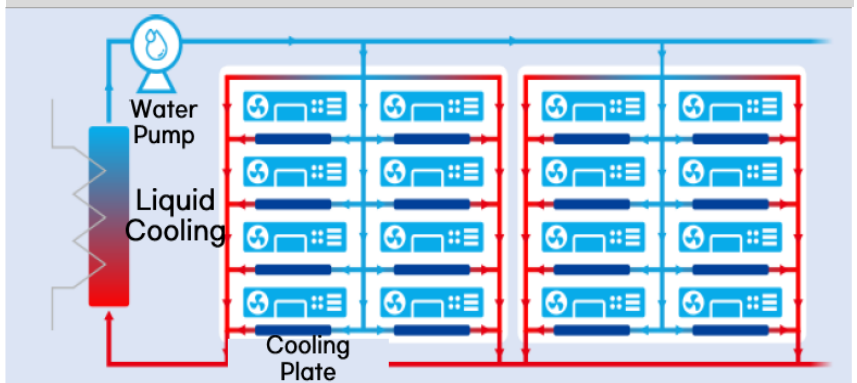
자료: 한중엔시에스, 신한투자증권

### III. 투자 포인트

#### 유일무이한 국내 수냉식 ESS 냉각 플레이어

한중엔시에스는 2015년 레저용 미니 ESS를 자체 개발 및 생산하며 ESS 관련 사업을 시작했다. 주 고객사 삼성SDI에는 배터리 모듈 케이스를 수주해 레퍼런스를 쌓았다. 이후 전기차용 공조 부품 생산 경험을 살려 ESS용 공랭식 냉각 시스템을 납품했으며, 23년 9월 이후 고객사의 대용량 제품군에 수냉식 냉각 시스템을 단독으로 공급 중이다. 24년 10월부터는 5.2 MWh급 ESS 제품에 탑재되는 차세대 수냉식 냉각 시스템을 양산하고 있다.





#### 한중엔시에스의 수냉식 냉각 시스템 구조



자료: 한중엔시에스

동사는 칠러 및 냉각 플레이트 등 수냉식 냉각 솔루션의 주요 부품들을 자체 개발 후 모듈화했다. 수냉식 관련 주요 국내 특허를 보유하고 있고, 유일한 양산 플레이어인 점에서 고객사 내 독점적 지위는 유지될 가능성이 높다.

#### 한중엔시에스 수냉식 ESS 냉각 시스템의 주요 부품

<p><b>HVAC</b></p> <p>ESS Enclosure 내부 공기의 온도와 습도를 제어하여 Battery 표면의 결로를 방지하는 Smart 공조시스템</p> 	<p><b>CHILLER</b></p> <p>ESS의 Enclosure Door에 조립되는 Forced Air Cooling System으로 Battery의 발열 제어를 위한 냉각수의 온도를 관리하는 냉각시스템</p> 	<p><b>Liquid Cooling Module</b></p> <p><b>Cooling Plate</b> 공급된 냉각수가 유로를 통해 순환하여 Cell과 Busbar 등에서 발생한 열을 교환하여 냉각함으로써 Cell 온도를 일정하게 유지</p>  <p><b>Manifold &amp; Branch Tube</b> 100여개의 Battery Module에 냉각수를 고르게 분배하여 공급하는 시스템으로 수냉 Network에 대한 고도화된 기술 요구</p>  <p><b>Spray Pipe</b> 화학 발생 시 기계적 구조의 노후로 소화제를 분사하여 Cell을 냉각 진화 시키는 Spray Nozzle</p> 
--	---	--

자료: 한중엔시에스

기존 수냉식 냉각 시스템의 결점 보완

동사는 기존 수냉식 냉각 시스템의 단점을 보완하기 위한 여러 기술을 개발 및 적용하고 있다. (1) 기존 시스템의 경우 제품 내 모듈에 문제가 생길 시 내부의 냉각수를 모두 제거 후 다시 주입해야 했다. 동사는 냉각수의 양방향 흐름 차단이 가능한 매니폴드 부품을 사용해 내부 냉각수를 모두 제거하지 않고도 모듈 교체가 가능하도록 해, 비가동 시간을 기존의 5시간에서 2~3시간으로 줄였다.

(2) 주변 온습도 변화에 따라 배터리팩과 외부 온도 차가 벌어지면 이슬이 맺히는 결로 현상이 발생한다. 결로는 배터리의 절연 저항을 감소시키며, 심한 경우 내부 단락(쇼트)이 일어나 화재나 폭발로 이어질 수 있다. 동사는 온습도를 감지하는 스마트 HVAC 기술로 결로 발생을 예측하는 한편, 비단열식 배관 구성을 통해 이슬이 맺히는 현상을 방지한다.

(3) 수냉식 냉각 시스템 내 냉각수가 누수될 시에도 절연 파괴에 의한 화재가 발생할 수 있다. 동사는 냉각수 저장 탱크의 수위 변화를 통해 누수를 빠르게 감지하고, 누수가 발생할 시 즉시 감지해 시스템을 차단하는 기술을 확보했다.

결로 발생 예측 및 제어 구조



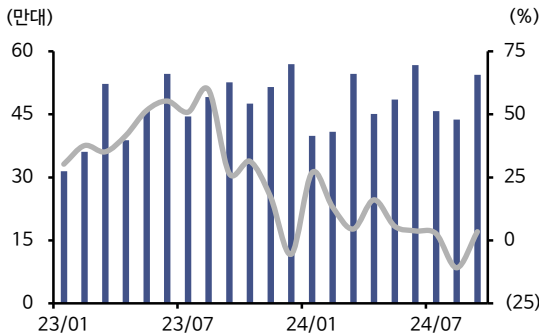
자료: Kipris

한편 주 고객사는 에너지 밀도를 자사 ESS 제품의 강점으로 제시하고 있는데, 미드니켈 NCM에서 하이니켈 NCA로의 케미스트리 변화에 더해 수냉식 냉각 시스템 적용도 기존 제품 대비 고용량화에 기여했다. 동사는 시스템의 설치 형태가 유연한 수냉식의 장점을 극대화하기 위해, 소형화한 칠러를 문에 부착 가능하도록 제작해 ESS 시스템 내 배터리 탑재 공간을 최대화했다.

### 전기차 캐즘 구간에서 가속화되는 배터리 기업들의 ESS 드라이브

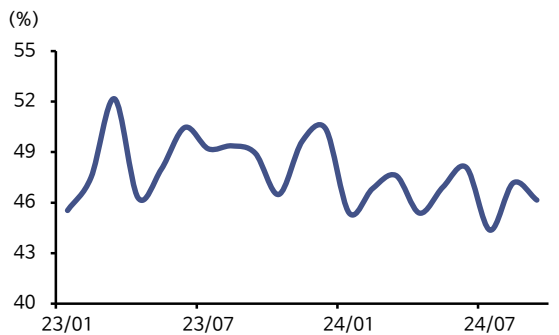
2024년 9월까지 중국을 제외한 지역의 전기차(BEV 및 PHEV, PV 기준) 판매는 430만대(+6.0% 이하 YoY)로 연간 성장률 두자릿수를 크게 상회하던 과거 대비 성장폭이 확연히 둔화되었다. 전방 고객사들의 부진에 더해 같은 기준 국내 셀 3사의 점유율도 46.5%(-2.4%p, 배터리 출하량 기준)로 감소하며, 국내 2차전지 밸류체인 전반이 부침을 겪고 있다.

#### 중국 외 지역 합산 전기차(BEV+PHEV) 판매 추이



자료: SNEResearch, 신한투자증권

#### 중국 외 지역 국내 3사 전기차용 배터리 M/S 추이

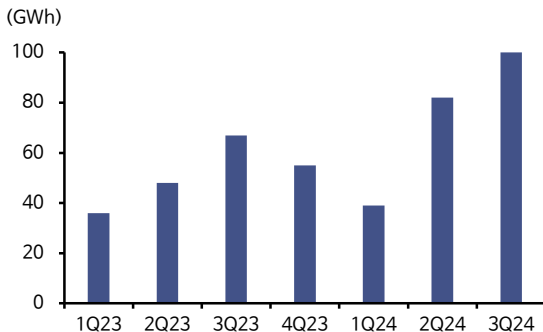


자료: SNEResearch, 신한투자증권

전기차가 부진한 반면 2차전지의 또다른 전방 산업인 ESS는 견조한 성장을 기록 중이다. 글로벌 ESS용 리튬이온배터리(LiB) 출하량은 24년 9월까지 228GWh로 전년 동기 대비 46% 증가했다. 국내로 한정해도 ESS용 LiB 수출은 같은 기간 금액 기준 21억불로 23% 성장했는데, 원료 가격 하락으로 ASP(\$23.4/kg)가 27% 감소했음에도 수출 중량(89,251톤)이 83% 늘어난 결과였다.

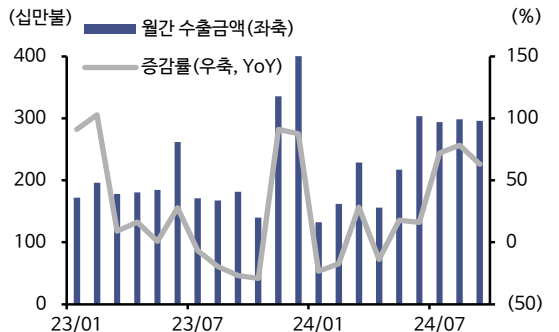
전기차 시장의 부진과 ESS 시장의 활황에 맞춰 국내 배터리 업체들은 ESS 생산 Capa를 늘리거나(신규 라인 증설, EV용 라인 재배치) 포트폴리오 다변화(LFP 양산)를 통해 ESS 수요 증가에 대응하고 있다. 납품 형태 역시 배터리 셀·모듈 위주에서 컨테이너 완제품으로 확장되었다. ESS가 배터리 기업들에게 또다른 성장의 발판으로 자리매김하고 있다.

#### 글로벌 ESS용 배터리 출하량 추이



자료: ICCSino, 신한투자증권

#### ESS용 리튬이온전지 수출액 추이



자료: KITA, 신한투자증권



한중엔시에스의 주 고객사인 삼성SDI는 3Q24 실적 발표 컨퍼런스콜에서 전력용 ESS 수요가 올해 41GWh에서 30년 90GWh 규모까지 성장할 것으로 전망했다. 또한, 전력용 ESS 제품에 대한 강한 수요를 언급했다. 현재 美 최대 유틸리티 사업자인 Nextera Energy와 ESS 제품 수주에 관한 세부 사항을 논의 중이며, 한중엔시에스의 수냉식 냉각 솔루션이 적용된 제품이 납품될 것으로 추정된다.

중장기로는 26년을 기점으로 미주향 ESS 제품 출하가 삼성SDI ESS 사업의 성장을 주도할 전망이다. 미국의 중국산 배터리에 대한 관세가 ESS용 제품으로도 확대되며, 울산 공장의 LFP용 배터리 생산이 시작되는 시점이다. 고객사 내 독점적 지위가 유지되는 한 성장의 수혜는 고스란히 동사에게 돌아올 확률이 높다.

삼성SDI 3Q24 실적 발표 내 ESS 관련 내용	미국의 對중국 관세 변화				
<p><b>3분기 실적</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESS는 미주 시용 전력 수요 증가와 신재생 발전 확대 속에 SBB 1.5 제품 출시 등 전력용 판매 증가로 매출 및 이익 개선</li> </ul> <p><b>4분기 전망</b></p> <p><b>ESS 중심 실적 개선 전망</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ESS는 미주향 전력용 SBB 판매 증가세가 이어지는 가운데, 유럽향 전력용, UPS 판매도 증가하면서 실적 개선 지속</li> </ul>	품목	기준	2024	2025	2026
	전기차	25	100		
	전기차용 이차전지	7.5		25	
	전기차 외 이차전지	7.5			25
	이차전지 부품	15	25		

자료: 삼성SDI

자료: USTR, 신한투자증권

삼성SDI의 전력용 대용량 ESS 제품 SBB 1.5

**Battery Enclosure for Utility**

전력용 인클로저형 ESS 배터리

It is an All-in-One product which can be used immediately when installing battery cell, module, and rack in container box and connecting to the power grid

SBB는 컨테이너박스 내 배터리 셀, 모듈, 랙을 설치해 전력망에 연결 시 바로 사용 가능한 All-in-One 제품입니다.

<p><b>High Energy Footprint</b> 설치 면적 당 높은 에너지 밀도</p>	<p><b>Advanced Safety System</b> 강화된 안전성</p>
<p><b>Repeatable 4 SBB unit</b> 4개 인클로저 연속적 설치 가능</p>	<p><b>EDI (Enhanced Direct Injection)</b> EDI (향상된 직분사 기술)</p>
<p><b>Low TCO</b> 낮은 TCO</p>	<p><b>Low Noise Emission</b> 소음 발생률 감소</p>
<p><b>Less lead time, High efficiency, Low EPC costs</b> 리드 타임 감소, 높은 효율성, 낮은 EPC (설계·조립·시공) 비용</p>	<p><b>Average 65dBA</b> 평균 65dBA</p>



**SBB 1.5**  
(Samsung Battery Box)

**5.26 MWh**  
DC Enclosure (Scalable to 7 SBBs per bank)

자료: 삼성SDI, 신한투자증권

### 고객사 다변화와 어플리케이션 확장 가능성

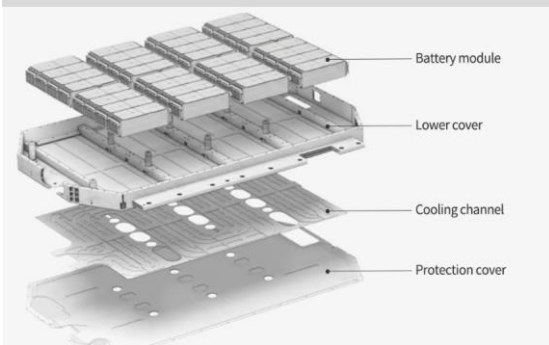
동사는 유럽의 태양광 인버터 업체인 SMA 향으로 두 차례 샘플 물량을 납품했으며, 25년 상반기 내 확정 수주가 기대된다. EPC 고객 특성상 초도 물량은 크지 않으나, 이후 프로젝트에서도 지속적인 수주가 예상된다. 이외에도 복수의 업체와 공급을 협의 중이며, 향후 추가 수주분을 고려해 ESS Capa를 증설할 계획이다. 자체 기술과 양산 경험을 보유하고 있어 고객 확장이 용이할 전망이다.

### EV, 데이터센터 등 어플리케이션 다변화 가능

수냉식 부품 및 솔루션의 ESS 외 어플리케이션으로의 확장 또한 기대된다. 동사는 신규 아이템으로 전기차용 배터리팩에 탑재되는 쿨링 플레이트를 개발 중이다. 초기 전기차에서는 ESS와 마찬가지로 공랭식 냉각 시스템의 채택 비중이 높았으나, 주행거리 개선을 위해 에너지 밀도가 증가함에 따라 열관리의 중요성이 커졌다. 이에 따라 일정 용량 이상의 배터리를 탑재한 BEV에는 수냉식 냉각 시스템이 보편화되었다. 자동차 부품은 탑승자의 안전성을 담보하기 위해 보다 엄격한 품질 인증과 신뢰성이 요구된다. 동사의 내연기관 및 전기차용 부품 사업 경험이 주효하게 작용할 전망이다.

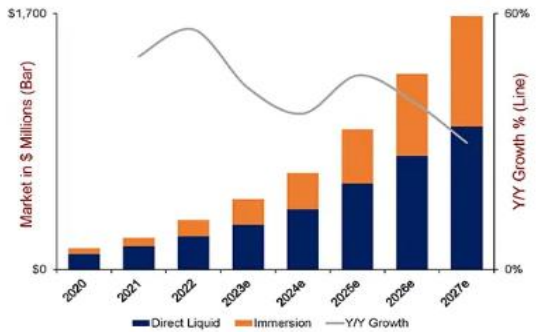
장기적으로는 데이터센터 및 AI 서버 열 관리 시스템으로의 확장 가능성도 열려 있다. 중국의 ESS용 수냉식 냉각 솔루션 업체 Envicool은 로컬 데이터센터향으로도 수냉식 레퍼런스를 확보했다. 동사 역시 R&D를 통해 미래 먹거리 중 하나로 데이터센터 진출을 고려하고 있다.

### 수냉식을 적용한 HMG의 E-GMP 플랫폼



자료: 현대차그룹

### 데이터센터용 액체 냉각 시장 전망



자료: Dell'Oro

### III. 실적 추정 및 Risk

#### 24년 턴어라운드, 25년 성장 본격화. 중장기 성장판도 열려 있어

2024년 매출액 1,941억원(+59.7% 이하 YoY), 영업이익 115억원(흑자전환)으로 연간 실적 턴어라운드를 전망한다. ESS 사업부 매출이 1,305억원(+163.2%)으로 주 고객사 물량 확대에 기반해 성장을 주도할 전망이다. EV 부품 매출은 전기차 수요 둔화가 일부 영향을 미칠 것으로 보인다. 본래 24년 내 이관이 마무리될 계획이었던 내연기관 부품은 협력사 인증 지연으로 25년까지 일정이 지연되었다.

2025년은 매출 2,791억원(+43.8%) 및 영업이익 239억원(+108.1%, OPM 8.6%)을 추정한다. ESS 중심의 사업 구조가 확고해지며(매출 내 비중 82%) 외형 성장과 수익성 개선이 동반될 것으로 예상된다. 전기차 업황 개선에 따른 EV 부품 가동률 제고 및 내연기관 사업 정리 과정에서 지속된 재고평가손 부담 해소도 내년 수익성에 긍정적으로 작용할 전망이다.

동사는 25년까지의 수주 물량을 고려해 올 10월 1차 ESS 증설을 마무리했으며, 내년 하반기 2차 증설을 계획 중이다. 증설 규모는 기존·신규 고객의 수요를 고려해 결정할 계획이다. 기존 공장 내 유휴 공간이 있어 CapEx 부담은 크지 않다.

수주 물량을 기 확보한 25년까지의 단기 실적 가시성은 높다고 판단한다. ESS의 경우 EV와 달리 최종 고객사의 영향으로 납품 직전에 물량 변동이 생기는 경우가 드물다. 주 고객사인 삼성SDI는 3Q24 실적 발표 컨퍼런스콜에서 4Q ESS 출하량 전분기대비 40% 증가를 전망했다. 10월부터 양산 중인 대용량 ESS 제품 SBB 1.5에는 동사의 차세대 모델이 탑재되어 ASP 상승 효과 또한 반영된다.

관건은 중장기 업사이드의 눈높이다. 1) 주 고객사의 美 유틸리티 기업향 수주 규모, 2) 중국 배터리에 대한 미주·EU의 견제 강도, 3) 고객 및 어플리케이션 다변화에 따라 26년 이후 성장의 기울기도 가팔라질 수 있다.

한중엔시에스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	89.6	88.5	121.6	194.1	279.1	325.1
YoY(%)	25.9	(1.2)	37.3	59.7	43.8	16.5
ESS 부품	8.9	17.2	49.6	130.5	228.4	270.9
YoY(%)	261.1	92.7	187.7	163.2	75.0	18.6
EV 부품	43.7	41.7	46.5	43.0	48.1	53.9
내연기관 및 상품	35.6	28.5	24.8	20.6	2.6	0.4
영업이익	1.7	(13.9)	(12.7)	11.5	23.9	31.2
YoY(%)	흑전	적전	적지	흑전	108.1	30.8
OPM	1.9	(15.7)	(10.4)	5.9	8.6	9.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Tesla, Fluence Energy 등 글로벌 ESS SI들의 실적 호조로 올해 ESS 관련주에 시장의 관심이 높았고, 동사 역시 코스닥 이전 상장 이후 좋은 주가 추이를 보였다. 하지만 미국 대선 전후 트럼프 리스크 우려로 신재생 섹터 전반이 조정을 거쳤고 동사 역시 고점(55,500원) 대비 주가가 40% 하락했다. 내연기관 부품 사업 이관이 마무리되고 ESS 중심의 사업 구조가 자리잡는 25F PER은 18.8배(당사 추정치 기준)로, ESS용 수냉식 냉각 시스템 Peer인 Envicool(25F PER 35.0배) 대비 부담스럽지 않은 수준으로 판단한다.

주 고객사의 경우 미주향 전력용 ESS 제품의 비중이 높아 트럼프 정권에 따른 리스크를 고민할 필요가 있다. 다만 텍사스 등 공화당 주요 지지 지역의 신재생 에너지 노출도가 높은 점, ITC(투자세액공제) 혜택을 받는 디벨로퍼들은 대부분 자국 기업이라는 점 등을 고려 시 친환경 정책·보조금이 전면 철폐되어 ESS 설치가 위축될 가능성은 높지 않다고 판단한다. 오히려 중국 배터리에 대한 견제 강도에 따라 국내 BESS 밸류체인이 미국 내 경쟁이 완화될 가능성도 존재한다.

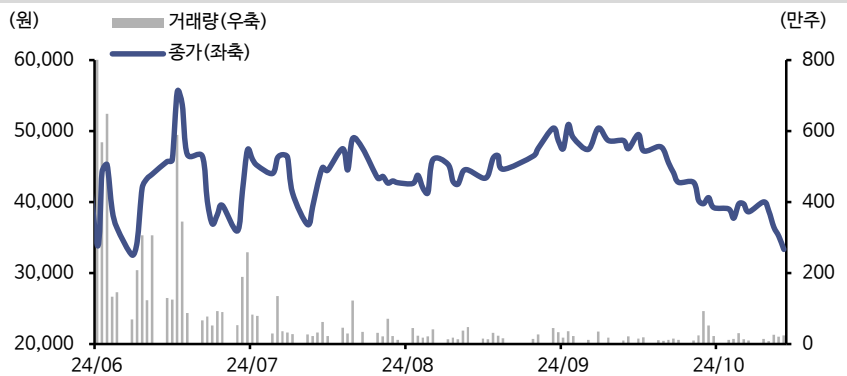
단기적으로 미국 정책 불확실성으로 주가 변동성이 심화될수 있는 구간이다. 하지만 안정적인 실적 성장을 증명하는 구간에서 재상승 흐름을 기대해 볼만 하다. 국내 ESS 밸류체인이 핵심 플레이어로 지속적인 관심을 가질 필요가 있다.

국내 ESS 부품사 및 해외 수냉식 ESS 냉각 시스템 Peer 밸류에이션 비교

회사명	시가총액 (십억원, x, %)	2024F				2025F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
한중엔시에스	298	41.1	4.2	17.9	15.4	18.8	3.4	9.8	20.1
서진시스템	1,657	12.9	2.2	9.1	22.1	8.6	1.8	7.1	27.1
Envicool (중국)	5,103	47.8	8.8	37.5	19.4	35.0	7.4	27.1	21.9
Sungrow (중국)	35,216	16.1	4.8	13.6	30.6	14.1	3.7	11.7	27.0

자료: Bloomberg / 주: 한중엔시에스는 당사 추정치 기준

코스닥 이전 상장 이후 주가 및 거래량 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 코스닥 상장일(6/24) 거래량 1,609만여 주

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>117.5</b>	<b>122.6</b>	<b>201.1</b>	<b>217.7</b>	<b>243.6</b>
유동자산	49.3	42.5	117.1	128.5	147.6
현금및현금성자산	11.1	8.8	28.7	32.3	34.1
매출채권	11.8	16.8	27.6	29.7	34.2
재고자산	15.5	11.5	23.5	25.7	30.2
비유동자산	68.2	80.1	84.0	89.2	96.0
유형자산	66.1	78.6	82.7	88.0	94.8
무형자산	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
투자자산	1.5	0.9	0.8	0.8	0.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>89.2</b>	<b>109.1</b>	<b>130.7</b>	<b>131.5</b>	<b>135.4</b>
유동부채	58.2	64.6	89.4	91.6	95.2
단기차입금	23.0	22.8	18.3	17.3	13.3
매입채무	14.7	23.1	45.3	48.4	56.7
유동성장기부채	11.1	9.2	11.2	10.2	8.2
비유동부채	31.0	44.5	41.4	39.9	40.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	30.7	40.7	35.8	33.8	32.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>28.3</b>	<b>13.5</b>	<b>70.3</b>	<b>86.2</b>	<b>108.2</b>
자본금	3.6	3.6	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	28.0	28.0	78.6	78.6	78.6
기타자본	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
기타포괄이익누계액	8.8	12.5	12.4	12.4	12.4
이익잉여금	(14.8)	(31.3)	(24.7)	(8.8)	13.3
<b>지배주주지분</b>	<b>26.1</b>	<b>13.5</b>	<b>71.6</b>	<b>87.6</b>	<b>109.6</b>
비지배주주지분	2.2	0.0	(1.3)	(1.4)	(1.4)
*총차입금	65.0	73.1	65.8	61.8	54.9
*순차입금(순현금)	53.3	63.6	10.2	0.1	(14.5)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(1.3)</b>	<b>4.7</b>	<b>12.0</b>	<b>20.9</b>	<b>27.6</b>
당기순이익	(20.3)	(18.6)	5.2	15.8	22.0
유형자산상각비	4.4	4.6	5.1	5.5	6.2
무형자산상각비	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	(0.0)	0.0	(0.1)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(0.9)	0.2	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	6.0	14.9	1.0	(0.5)	(0.7)
(법인세납부)	(0.0)	0.0	(1.6)	(4.5)	(6.2)
기타	8.1	4.6	2.1	4.5	6.2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(12.3)</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(35.8)</b>	<b>(13.4)</b>	<b>(18.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(13.2)	(17.0)	(10.2)	(11.0)	(13.0)
유형자산의감소	0.4	1.3	0.7	0.2	0.0
무형자산의증가(증거)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증거)	0.8	1.2	0.1	(0.0)	(0.0)
기타	(0.2)	0.7	(26.4)	(2.6)	(5.9)
<b>FCF</b>	<b>(12.7)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>2.5</b>	<b>12.1</b>	<b>15.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>24.0</b>	<b>6.9</b>	<b>43.6</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(6.9)</b>
차입금의 증가(감소)	5.2	7.1	(7.8)	(4.0)	(6.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.8	(0.2)	51.4	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>10.3</b>	<b>(2.3)</b>	<b>19.9</b>	<b>3.6</b>	<b>1.8</b>
기초현금	0.8	11.1	8.8	28.7	32.3
기말현금	11.1	8.8	28.7	32.3	34.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

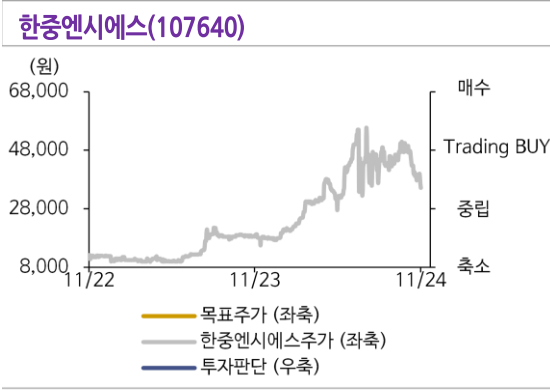
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>88.5</b>	<b>121.6</b>	<b>194.1</b>	<b>279.1</b>	<b>325.1</b>
증감률 (%)	(1.2)	37.3	59.7	43.8	16.5
<b>매출원가</b>	<b>89.9</b>	<b>118.8</b>	<b>161.6</b>	<b>228.8</b>	<b>265.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>(1.4)</b>	<b>2.7</b>	<b>32.5</b>	<b>50.3</b>	<b>60.0</b>
매출총이익률 (%)	(1.5)	2.2	16.7	18.0	18.5
<b>판매관리비</b>	<b>12.6</b>	<b>15.4</b>	<b>21.0</b>	<b>26.4</b>	<b>28.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>(13.9)</b>	<b>(12.7)</b>	<b>11.5</b>	<b>23.9</b>	<b>31.2</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	108.1	30.8
영업이익률 (%)	(15.7)	(10.4)	5.9	8.6	9.6
영업외손익	(6.4)	(3.5)	(4.7)	(3.5)	(3.0)
금융손익	(2.1)	(4.2)	(4.0)	(3.3)	(3.0)
기타영업외손익	(4.4)	0.7	(0.7)	(0.2)	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(20.4)</b>	<b>(16.2)</b>	<b>6.8</b>	<b>20.3</b>	<b>28.3</b>
법인세비용	(0.1)	2.5	1.6	4.5	6.2
계속사업이익	(20.3)	(18.6)	5.2	15.8	22.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(20.3)</b>	<b>(18.6)</b>	<b>5.2</b>	<b>15.8</b>	<b>22.0</b>
증감률 (%)	적지	적지	흑전	205.0	39.0
순이익률 (%)	(22.9)	(15.3)	2.7	5.7	6.8
(지배주주)당기순이익	(20.2)	(16.4)	6.5	15.9	22.1
(비지배주주)당기순이익	(0.1)	(2.2)	(1.4)	(0.1)	(0.1)
총포괄이익	(20.1)	(14.9)	5.1	15.8	22.0
(지배주주)총포괄이익	(20.0)	(12.7)	10.5	27.4	38.1
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	(2.2)	(5.3)	(11.6)	(16.1)
<b>EBITDA</b>	<b>(9.1)</b>	<b>(7.9)</b>	<b>16.7</b>	<b>29.4</b>	<b>37.5</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	76.8	27.3
EBITDA 이익률 (%)	(10.3)	(6.5)	8.6	10.5	11.5

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(3,192)	(2,620)	642	1,751	2,435
EPS (지배순이익, 원)	(3,175)	(2,310)	809	1,757	2,443
BPS (자본총계, 원)	3,976	1,896	7,771	9,522	11,957
BPS (지배지분, 원)	3,661	1,891	7,917	9,674	12,117
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(3.2)	(6.9)	51.9	19.0	13.7
PER (지배순이익, 배)	(3.2)	(7.8)	41.2	18.9	13.6
PBR (자본총계, 배)	2.6	9.5	4.3	3.5	2.8
PBR (지배지분, 배)	2.8	9.5	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA (배)	(14.0)	(24.1)	18.4	10.1	7.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	(10.3)	(6.5)	8.6	10.5	11.5
영업이익률 (%)	(15.7)	(10.4)	5.9	8.6	9.6
순이익률 (%)	(22.9)	(15.3)	2.7	5.7	6.8
ROA (%)	(19.2)	(15.5)	3.2	7.6	9.6
ROE (지배순이익, %)	(91.5)	(83.2)	15.4	20.0	22.4
ROIC (%)	(18.7)	(13.9)	12.8	21.6	26.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	315.1	808.5	185.9	152.7	125.1
순차입금비율 (%)	188.2	471.6	14.5	0.1	(13.4)
현금비율 (%)	19.1	13.6	32.1	35.3	35.8
이자보상배율 (배)	(6.4)	(3.0)	2.5	5.8	8.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	4.8	16.8	130.2	105.2	79.1
재고자산회수기간 (일)	74.7	40.5	32.9	32.1	31.3
매출채권회수기간 (일)	55.1	43.0	41.7	37.4	35.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 05일 기준)

매수 (매수)	93.49%	Trading BUY (중립)	4.60%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------