

한중엔시에스(107640/신규상장 예정)

주목받아 마땅한 스타 신규 플레이어

SK증권 리서치센터

신규상장 예정

공모가: 20,000~23,500 원

시가총액: 1,753~2,060 억원

수요 예측일: 5/30 ~ 6/5

기업개요

ESS 향 수냉식 부품 기업이다. 과거 자동차 부품사로 출발, 수냉식 냉각 부품에 연구 개발을 집중하여 업종 전환에 성공하였다. HVAC, Cooling plate, Chiller 등 핵심 냉각 부품들을 자체 개발하여 직접 생산한다. 삼성 SDI의 ESS인 SBB에 포함되는 부품 대부분이 동사 제품이다. ESS 냉각시스템은 부품이 통합될 때 열 관리가 유리하고 결로 방지, 누설 감지 시스템으로 안정성 확보가 용이하다. 동사는 특허 장벽 및 개발 레퍼런스로 단일 제품 경쟁력도 갖추었으며 전 부품 자체 생산 능력으로 통합 납품 또한 가능하다.

관전 포인트

ESS 시장 성장은 이제 초입

SNE 리서치에 따르면 ESS 시장은 2035년까지 CAGR 10.2%로 성장할 전망이다. 1) AI로 인한 전력 수요 증가 2) 신재생 에너지 발전으로 전기 저장 장치 수요 증가 3) 가장 큰 원가(50% 이상)를 차지하는 배터리 가격 하락 4) 배터리사, EPC사들의 공급 의지 강화 등이 주요하게 작용한다. 삼성 SDI를 포함한 국내 셀 3사도 EV향 수요 감소와 더불어 ESS를 위한 투자를 적극 진행 중이다. 셀 3사 모두 2~3년내 ESS 배터리 본격 양산, 삼원계에서 나아가 ESS용 LFP 배터리도 본격 양산한다는 계획이다.

수냉식 냉각기 매력으로 고객사 확장 가능

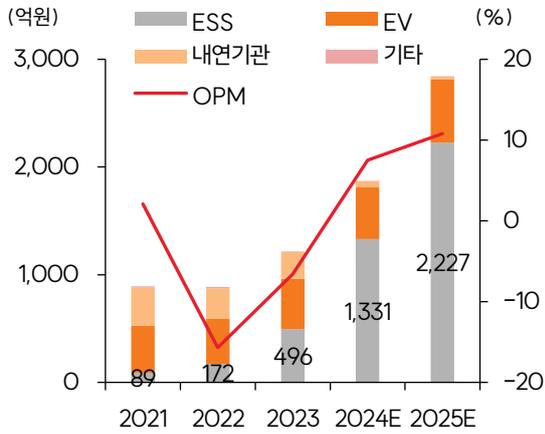
ESS 대형화 추세와 낮은 유지 비용을 기반으로 수냉식 부품의 확장이 기대된다. 기존 공냉식 대비 1) 작동을 중지하고 열을 식히는 시간이 불필요하여 충,방전 사이클을 최대 4배까지 운영 가능 2) 적은 면적에 더 많은 배터리 탑재 가능하여 ESS 용량 2배 이상 증가 3) 시스템 비용 50% 수준이라는 장점을 가진다. 설치비용이 다소 높은 수준이지만, 유지비용 절감이 가능하며 전력 및 공간 효율성으로 채택률 증가가 기대된다. 특히 태양광과 함께 설치되는 가정용, 기업용의 경우 소음과 면적 이점이 커 더 적극적인 채택이 기대된다. 수냉식 부품 채택이 증가함에 따라 가정용 태양광 인버터 공급 업체인 SMA, EPC사업자인 Fluor, Betchel 등으로의 고객사 확장이 기대된다.

공모 포인트

공모가를 2024~25년 평균 EPS에 PER 22배를 적용한 후 32%~42% 할인 적용하여 계산하였다. 2024년은 흑자전환 구간, 2025년부터 유의미한 영업이익이 발생한다는 점, 고객사 확장에 관한 가정이 없다는 점에서 EPS 산출이 보수적으로 보인다. 그러나 주요 고객사의 하반기 출시 예정 제품 관련 매출이 2025년 전체 매출의 30% 수준으로 단일 제품 의존도가 큰 상황이다. FI1개월 락업 물량이 280만주(32.7%) 수준이다.

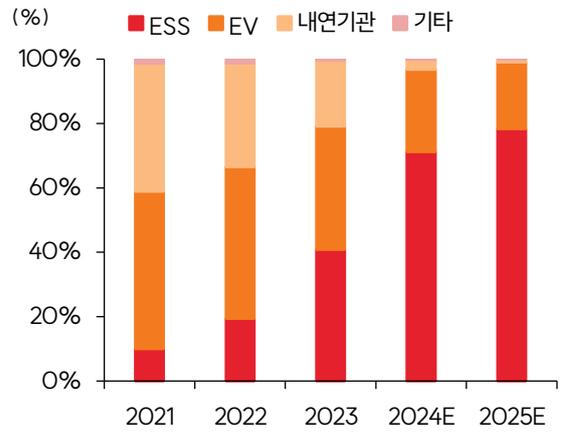
**박제민**jeminwa@sk.com
3773-8884

매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한중엔시에스, SK 증권

부문별 매출 비중 변화



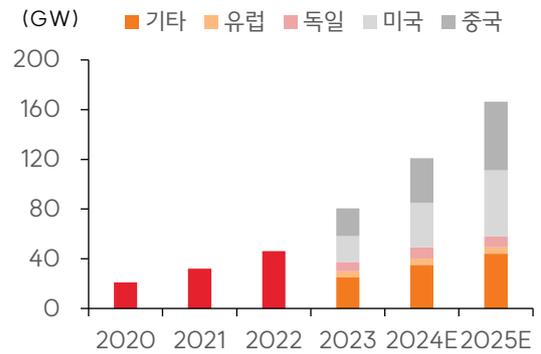
자료: 한중엔시에스, SK 증권

수냉식, 공랭식 ESS 부품 성능 비교

구분	수냉식	공랭식
충·방전	Several Cycles	1Cycle
일반 용량	3.8MWh 이상	1.8MWH
시스템 비용	총 비용의 3%	총 비용의 1.5%
온도 편차	3°C	10°C
소모 전력량	165kWh	270kWh
설치 규모	중대형 ESS	소형 ESS

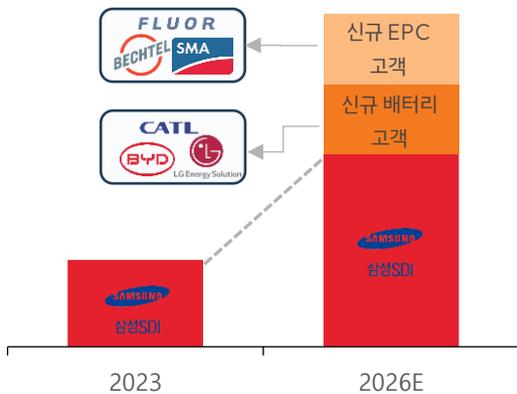
자료: 한중엔시에스, SK 증권

글로벌 ESS 업체 성장



자료: 에너지스토리 산업 발전 전략, SK 증권

한중엔시에스 고객사 확보 전략



자료: 한중엔시에스, SK 증권

삼성 SDI 인터배터리 수상



자료: 인터배터리, SK 증권

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	472	456	446	493	425
현금및현금성자산	30	29	8	111	88
매출채권및기타채권	184	175	183	176	190
재고자산	196	205	208	155	115
비유동자산	489	491	488	682	801
장기금융자산	10	12	15	15	9
유형자산	466	469	464	661	786
무형자산	13	9	9	6	6
자산총계	961	947	933	1,175	1,226
유동부채	551	507	600	582	646
단기금융부채	306	284	402	343	324
매입채무 및 기타채무	206	185	161	174	262
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	195	259	154	310	445
장기금융부채	181	257	151	307	407
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	1
부채총계	746	766	753	892	1,091
지배주주지분	215	181	180	261	135
자본금	19	19	20	36	36
자본잉여금	5	5	19	280	280
기타자본구성요소	0	-0	2	6	7
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	114	72	53	-148	-313
비지배주주지분	0	0	0	22	0
자본총계	215	181	180	283	135
부채외자본총계	961	947	933	1,175	1,226

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름	23	4	33	3	77
당기순이익(손실)	3	-43	-19	-203	-186
비현금성항목등	66	59	87	145	115
유형자산감가상각비	41	43	44	44	46
무형자산상각비	2	2	2	4	1
기타	23	14	41	97	68
운전자본감소(증가)	-46	-12	-36	60	149
매출채권및기타채권의 감소(증가)	18	4	-11	27	-47
재고자산감소(증가)	-6	-17	-5	32	40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-41	-5	-30	7	109
기타	-17	6	10	-6	47
법인세납부	-1	-1	0	-0	0
투자활동현금흐름	-41	-36	-41	-122	-138
금융자산감소(증가)	-0	-3	1	1	0
유형자산감소(증가)	-40	-40	-40	-128	-156
무형자산감소(증가)	0	3	-1	-1	-0
기타	-1	4	-1	6	18
재무활동현금흐름	39	32	-49	35	41
단기금융부채증가(감소)	0	-75	-39	-53	-71
장기금융부채증가(감소)	54	123	5	105	142
자본의증가(감소)	0	0	15	277	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-15	-16	-30	-294	-30
현금의 증가(감소)	19	-1	-21	103	-23
기초현금	11	30	29	8	111
기말현금	30	29	8	111	88
FCF	-17	-36	-7	-126	-79

자료 : 한중엔시에스, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	825	712	896	885	1,216
매출원가	714	666	789	899	1,188
매출총이익	111	46	107	-14	27
매출총이익률 (%)	13.4	6.4	11.9	-1.5	2.2
판매비와관리비	89	82	90	126	154
영업이익	22	-37	17	-139	-127
영업이익률 (%)	2.7	-5.1	1.9	-15.7	-10.4
비영업손익	-19	-20	-35	-64	-35
순금융비용	-18	-17	-17	-21	-42
외환관련손익	1	-1	2	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3	-57	-18	-204	-162
세전계속사업이익률 (%)	0.4	-8.0	-2.0	-23.0	-13.3
계속사업법인세	0	-14	1	-1	25
계속사업이익	3	-43	-19	-203	-186
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-43	-19	-203	-186
순이익률 (%)	0.4	-6.0	-2.1	-22.9	-15.3
지배주주	3	-43	-19	-202	-164
지배주주귀속 순이익률(%)	0.4	-6.0	-2.1	-22.8	-13.5
비지배주주	0	0	0	-1	-22
총포괄이익	3	-34	-17	-201	-149
지배주주	3	-34	-17	-200	-127
비지배주주	0	0	0	-1	-22
EBITDA	66	9	63	-91	-79

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021	2022	2023
성장성 (%)					
매출액	9.5	-13.8	25.9	-1.2	37.3
영업이익	-37.4	적전	흑전	적전	적지
세전계속사업이익	-79.9	적전	적지	적지	적지
EBITDA	-11.7	-86.8	630.9	적전	적지
EPS(계속사업)	-76.2	적전	적지	적지	적지
수익성 (%)					
ROE	0.3	-4.5	-2.0	-19.2	-15.5
ROA	1.4	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2
EBITDA마진	7.9	1.2	7.0	-10.3	-6.5
안정성 (%)					
유동비율	85.6	89.9	74.3	84.7	65.7
부채비율	346.7	424.2	418.4	315.1	808.5
순차입금/자기자본	208.3	279.1	298.5	188.2	471.6
EBITDA/이자비용(배)	3.5	0.5	3.6	-4.2	-1.9
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	48	-698	-304	-2,831	-2,310
BPS	3,520	2,956	2,947	3,661	1,891
CFPS	755	41	452	-2,158	-1,645
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	98.7	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	1.3	1.6	3.3	2.8	9.5
PCR	6.2	116.6	21.3	-4.7	-10.9
EV/EBITDA	9.6	79.5	14.6	N/A	N/A

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

Compliance Notice

작성자(관리자)는 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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 31일 기준)

매수	96.25%	중립	3.75%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------