

## 한중엔시에스 107640

## 실적으로 증명해줄 것

Buy

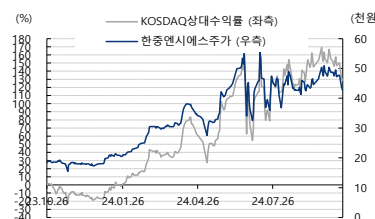
신규

TP 62,000 원

## Company Data

현재가(10/18)	42,750 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	55,500 원
52 주 최저가(보통주)	15,500 원
KOSPI (08/13)	2,593.82p
KOSDAQ (08/13)	753.22p
자본금	36 억원
시가총액	3,826 억원
발행주식수(보통주)	895 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	19.8 만주
평균거래대금(60 일)	96 억원
외국인지분(보통주)	0.86%
주요주주	
김환식 외 4 인	35.94%
브레이브뉴인베스트먼트	12.31%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	15.1	126.3
상대주가	-6.7	30.7	143.0

## [지주/재생에너지]

박건영 연구위원

3771-9465,

kun.park@iprovest.com

## 2H24 본격적인 실적 개선

한중엔시에스 2024년 하반기부터 본격적인 실적 개선 기대. 반기보고서에 공시된 ESS 신규 수주와 향후 고객사의 차세대 ESS 모델 출시 등을 고려하여 3Q24, 4Q24 분기 연결 매출 및 영업이익 각각 추정. ESS 매출 본격적으로 증가 기대됨에 따라 2024년 연결 매출액 1,921억원(YoY +58%), 연결 영업이익 116억원(흑자전환)으로 추정. 2024년 ESS 매출액은 1,365억원으로 전체 매출액 중 71%까지 비중 증가할 것으로 전망(2023년 ESS 매출액 비중 41%). ESS 매출 비중 증가함에 따라 전체 수익성 개선될 것으로 예상.

## 투자의견 Buy 목표주가 62,000원으로 커버리지 제시

당사는 한중엔시에스가 본격적으로 실적이 개선되는 시점이라 판단하여 투자의견 Buy, 목표주가 62,000원으로 커버리지 제시. 목표주가는 DCF (Discounted Cash Flow) Valuation을 통해 산출. 향후 3년치 FCF(Free Cash Flow)를 추정 후 현재 가치로 환산하여 영구가치의 현재가치와 합산.

향후 3년치 FCF 산출 시 가정은 다음과 같음. 한중엔시에스의 매출액은 ① 고객사의 ESS 매출 추이, ② BNEF에 추정된 글로벌 ESS 신규 설치량, ③ 코스닥 이전 상장 당시 공시된 투자설명서를 참고하여 추정. ESS 매출 비중 증가를 고려하여 전체 영업이익 추정. CAPEX 비용은 매년 100억원 수준으로 가정 후 감가상각비와 투자 비용 산출. 운전자본 변화는 최근 매출채권 및 재고자산 회전을 증가추이를 반영하여 추정. 추정된 영업이익과 감가상각비, 총투자(CAPEX, 운전자본 증감) 비용을 합산하여 FCF와 영구가치 산출.

DCF를 통해 산출한 목표주가 62,000원은 '25년 예상 지배주주순이익에 P/E 27배를 적용한 수준. 한중엔시에스 외 글로벌 사업자 중 수냉식 냉각시스템 기술을 보유한 Envicool은 현재 12M Fwd P/E는 30배 후반 수준에서 거래되는 중.

## Forecast earnings &amp; Valuation

	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(억원)	1,216	1,921	3,051	3,410	3,822
YoY(%)		37.3	58.0	58.8	11.8
영업이익(억원)	-127	116	259	341	382
OP 마진(%)	-10.4	6.0	8.5	10.0	10.0
순이익(억원)	-186	66	184	253	290
EPS(원)	-2,310	891	2,256	2,965	3,237
YoY(%)		적지	흑전	153.1	31.4
PER(배)	-7.8	53.1	21.0	16.0	14.6
PCR(배)	-25.9	22.4	12.3	9.9	9.2
PBR(배)	9.5	6.1	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA(배)	-24.1	26.0	13.5	10.1	8.6
ROE(%)	-83.2	19.2	25.3	25.8	22.2

## Valuation

당사는 한중엔시에스가 본격적으로 실적이 개선되는 시점이라 판단하여 투자의견 Buy, 목표주가 62,000원으로 커버리지 제시. 목표주가는 DCF(Discounted Cash Flow) Valuation을 통해 산출. 향후 3년치 FCF(Free Cash Flow)를 추정 후 현재가치로 환산하여 영구가치의 현재가치와 합산. 3년치 FCF 산출 시 가정은 다음과 같음.

한중엔시에스의 매출액은 ① 고객사의 ESS 매출 추이, ② BNEF에 추정된 글로벌 ESS 신규 설치량, ③ 코스닥 이전상장 당시 공시된 투자설명서를 참고하여 추정. ESS 매출 비중 증가를 고려하여 전체 영업이익 추정. CAPEX 비용은 매년 100억원 수준으로 가정 후 감가상각비와 투자비용 산출. 운전자본 변화는 최근 매출채권 및 재고자산 회전을 증가추이를 반영하여 추정. 추정된 영업이익과 감가상각비, 총투자(CAPEX, 운전자본 증감) 비용을 합산하여 3년치 FCF와 영구가치 산출. 영구가치 산출에 적용된 영구성장률은 2030년까지 글로벌 ESS 설치량 고려하여 2% 적용. 3년치 FCF와 영구가치를 현재가치로 할인 시 적용된 WACC(가중평균자본비용)은 6.2%. COD(Cost of Debt)과 COE(Cost of Equity) 각각 4.0%, 9.5%으로 적용 후 가중평균 산출. COD는 차입금의 평균금리 수준. COE는 CAPM 적용(국고채 3년물과 코스닥시장 10년 연평균수익률 참고하여 산출, 코스닥 이전상장 얼마 안된점 고려하여 시장위험프리미엄 추가 적용).

DCF를 통해 산출한 목표주가 62,000원은 '25년 예상 지배주주순이익에 P/E 27배를 적용한 수준. 한중엔시에스 외 글로벌 사업자 중 수냉식 냉각시스템 기술을 보유한 Envicool은 현재 12M Fwd P/E는 30배 후반 수준에서 거래되는 중.

[도표 1] 한중엔시에스 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	306	437	542	637	1,216	1,921	3,051	3,410
ESS Module	130	229	438	569	496	1,365	2,441	2,822
그 외	176	208	104	68	720	556	610	588
영업이익	-3	24	41	54	-127	116	259	341
영업이익률	적자	5.4%	7.6%	8.5%	적자	6.0%	8.5%	10.0%

자료: 교보증권 리서치센터

주) 2023년 분반기 보고서가 공시되지 않음에 따라 2023년 분기 실적은 기재하지 않았음

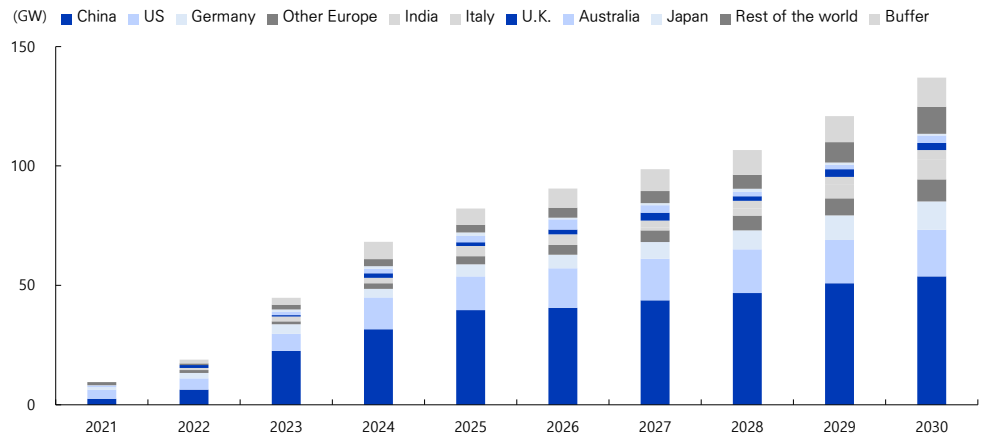
[도표 2] 한중엔시에스 DCF(Discounted Cash Flow) Valuation

(단위: 억원)

	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,921	3,051	3,410	3,822
영업이익	116	259	341	382
NOPLAT(세후영업이익) ①	94	207	273	306
감가상각비 ②	52	58	66	73
총투자(CAPEX+운전자본증감) ③	-101	-129	-116	-129
FCF(Free Cash Flow) ①+②+③	45	137	222	251
PV of FCF(FCF 현재가치)	45	129	197	209
<b>PV of FCF 합계 ④</b>	<b>580</b>			
Terminal Value(영구가치)				<b>6,085</b>
<b>PV of Terminal Value(영구가치의 현재가치) ⑤</b>	<b>4,783</b>			
<b>PV of FCF + PV of Terminal Value ④+⑤ =⑥</b>	<b>5,363</b>			
발행주식수(주) ⑦	8,751,446			
목표주가(원) ⑥/⑦	<b>61,283</b>			
				<b>(목표주가 62,000 원 제시)</b>
WACC(가중평균자본비용)	6.2%			
Cost of Debt	4.0%			
Cost of Equity	9.5%			
Terminal Growth(영구성장률)	2%			

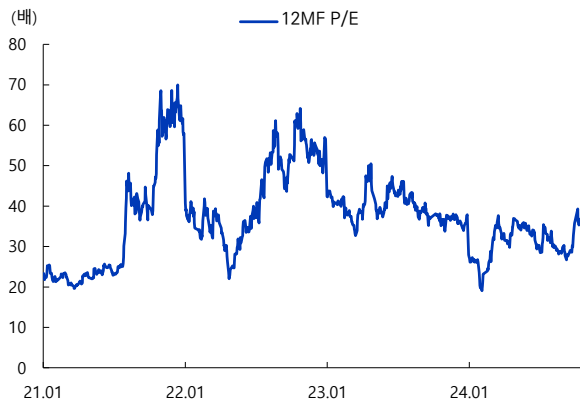
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 글로벌 ESS 신규설치 전망



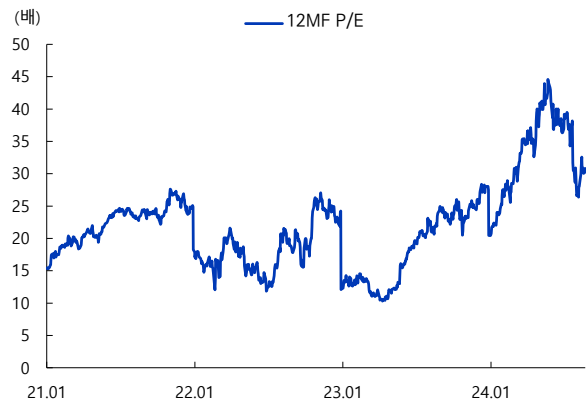
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 4] Envicool 12M Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Vertiv Holdings 12M Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[한중엔시에스 107640]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	1,216	1,921	3,051	3,410	3,822
매출원가	1,188	1,585	2,456	2,711	3,058
매출총이익	27	336	595	699	764
매출총이익률 (%)	2.2	17.5	19.5	20.5	20.0
판매비와관리비	154	219	336	358	382
영업이익	-127	116	259	341	382
영업이익률 (%)	-10.4	6.0	8.5	10.0	10.0
EBITDA	-79	169	318	407	456
EBITDA Margin (%)	-6.5	8.8	10.4	11.9	11.9
영업외손익	-35	-34	-30	-25	-20
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	3	4	4	6
금융비용	-42	-35	-31	-27	-23
기타	7	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순손익	-162	82	229	316	362
법인세비용	25	16	46	63	72
계속사업순손익	-186	66	184	253	290
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-186	66	184	253	290
당기순이익률 (%)	-15.3	3.5	6.0	7.4	7.6
비지배지분순이익	-22	-13	-18	-13	0
지배지분순이익	-164	80	202	265	290
지배순이익률 (%)	-13.5	4.2	6.6	7.8	7.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	37	37	37	37	37
포괄순이익	-149	104	221	290	327
비지배지분포괄이익	-22	15	33	43	48
지배지분포괄이익	-127	88	188	247	279

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

현금흐름표

단위: 억원

12 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	47	145	250	359	401
당기순이익	-186	66	184	253	290
비현금항목의 가감	115	109	142	162	173
감가상각비	46	52	58	66	73
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	69	59	85	97	101
자산부채의 증감	149	16	-2	31	29
기타현금흐름	-30	-47	-74	-86	-90
투자활동 현금흐름	-138	-108	-118	-138	-148
투자자산	9	0	0	0	0
유형자산	-170	-120	-130	-150	-160
기타	22	12	12	12	12
재무활동 현금흐름	69	359	-70	-70	-70
단기차입금	-27	-27	-27	-27	-27
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	142	-40	-40	-40	-40
자본의 증가(감소)	0	481	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-46	-55	-2	-2	-2
현금의 증감	-23	370	34	117	139
기초 현금	0	88	458	492	608
기말 현금	-23	458	492	608	747
NOPLAT	-146	94	207	273	306
FCF	-120	43	135	220	248

자료: 한중엔시에스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
유동자산	425	945	1,236	1,435	1,670
현금및현금성자산	88	458	491	608	748
매출채권 및 기타채권	190	274	425	472	529
재고자산	115	182	289	323	362
기타유동자산	32	32	32	32	32
비유동자산	801	868	939	1,023	1,109
유형자산	786	854	926	1,010	1,097
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	9	9	9	9	9
기타비유동자산	6	5	4	4	3
자산총계	1,226	1,814	2,176	2,458	2,778
유동부채	646	703	894	941	1,001
매입채무 및 기타채무	291	425	639	708	786
차입금	228	201	173	146	119
유동성채무	92	40	40	40	40
기타유동부채	35	37	41	47	56
비유동부채	445	413	382	351	321
차입금	276	236	196	156	116
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	168	177	186	195	205
부채총계	1,091	1,116	1,276	1,292	1,322
지배지분	135	696	897	1,163	1,452
자본금	36	45	45	45	45
자본잉여금	280	752	752	752	752
이익잉여금	-313	-233	-31	234	524
기타자본변동	7	7	7	7	7
비지배지분	0	2	2	3	4
자본총계	135	697	900	1,166	1,456
총차입금	727	616	557	499	442

주요 투자지표

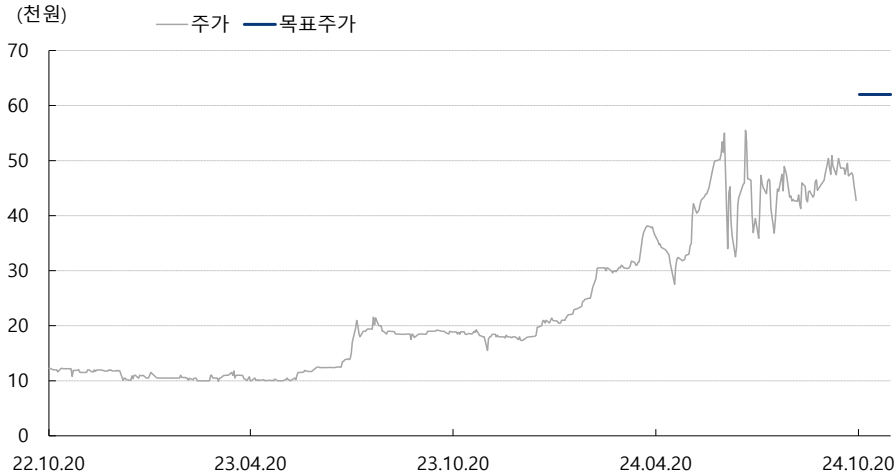
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,310	891	2,256	2,965	3,237
PER	-7.8	53.1	21.0	16.0	14.6
BPS	1,891	7,772	10,028	12,992	16,229
PBR	9.5	6.1	4.7	3.6	2.9
EBITDAPS	-1,116	1,890	3,558	4,552	5,097
EV/EBITDA	-24.1	26.0	13.5	10.1	8.6
SPS	17,076	21,467	34,090	38,103	42,714
PSR	1.1	2.2	1.4	1.2	1.1
CFPS	-1,686	484	1,506	2,460	2,776
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

12 결산(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	37.3	58.0	58.8	11.8	12.1
영업이익 증가율	적지	흑전	123.2	31.5	12.1
순이익 증가율	적지	흑전	176.1	37.7	14.6
수익성					
ROIC	-18.2	11.2	22.0	26.1	26.7
ROA	-13.7	5.2	10.1	11.5	11.1
ROE	-83.2	19.2	25.3	25.8	22.2
안정성					
부채비율	808.5	160.0	141.8	110.8	90.8
순차입금비율	59.3	34.0	25.6	20.3	15.9
이자보상배율	-3.0	3.3	8.3	12.5	16.3

한중엔시에스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.22	Not Rated	-							
2024.08.14	Not Rated	-							
2024.10.21	Buy	62,000 원							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사의 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0	3.3	0.7	0.0

[ 업종 투자의견 ]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하