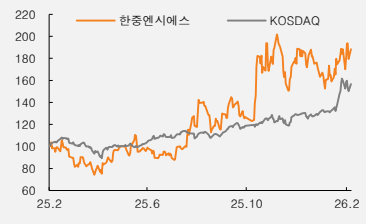


		Not Rated	
현재주가(26/02/09)		51,500원	
영업이익(25F,십억원)		-	
Consensus 영업이익(25F,십억원)		-	
EPS 성장률(25F,%)		-	
MKT EPS 성장률(25F,%)		-	
P/E(25F,x)		-	
MKT P/E(25F,x)		-	
KOSDAQ		1,127.55	
시가총액(십억원)		467	
발행주식수(백만주)		9	
유동주식비율(%)		64.5	
외국인 보유비중(%)		5.3	
베타(12M) 일간수익률		0.93	
52주 최저가(원)		20,350	
52주 최고가(원)		55,200	
(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.3	35.0	91.4
상대주가	-1.4	-3.1	26.1



[2차전지]

강민희

minhui.kang@miraesec.com

107640 · 전자장비와 기기

한중엔시에스

대기만성(大器晩成)

국내 수냉식 ESS 냉각시스템 선두주자

동사는 국내 유일의 수냉식 ESS 냉각시스템 전문 제조업체로, 고난도 알루미늄 가공 및 열관리 기술 경쟁력을 바탕으로 21년 주력 사업을 ESS 열관리 부품으로 전환하여 사업 구조를 본격 재편하였다. 핵심 고객사인 삼성SDI의 SBB 플랫폼에 수냉식 냉각시스템을 공동 개발 및 독점 공급하며 기술 우위를 확보하였다. 또한 포트폴리오 다각화를 위해 내연기관 사업을 점진 축소하는 동시에 EV용 쿨링 플레이트 개발에 진행해왔다. 결과적으로 지난해 LG에너지솔루션의 1차 벤더로 선정되는 등 가시적인 성과를 이루었으며, 27년부터 본격 공급이 시작될 예정이다.

ESS·EV 두 트랙 고부가 사업 운영 전략으로 외형 성장 본격화

동사의 외형 성장은 북미 인디애나 공장 본격 가동 시점인 4Q26부터 가시화될 전망이다. 동사는 삼성SDI의 26년 북미 ESS 목표 연간 캐파 30GWh에 대응해 현지 양산 체계 구축을 가속화하고 있다. 이에 따라 26년 양산 개시 예정인 SBB 1.7과 출시 예정인 SBB 2.0의 북미 생산 물량 역시 현지 공장에서 주로 담당될 가능성이 높다. 북미 공장 본격 양산은 26년 말 ~ 27년 초로 설정되어 있으며, 고객사 일정이 앞당겨질 경우 국내에서 일부 부품을 선행 생산 후 북미로 운송·최종 조립하는 하이브리드 시나리오도 병행 검토될 것으로 예상된다.

EV 부품 사업은 LG에너지솔루션향 공급이 본격화되는 27년부터 유의미한 매출 기여가 시작될 것으로 전망한다. 초기 물량은 기존 국내 공장에서 우선 대응할 것으로 예상되며, 고객사의 물동량 확대 시 추가 증설 여력이 충분히 존재한다고 판단한다. 이로써 동사는 EV 부품 사업에서 최초로 1차 벤더로 등록됨에 따라 향후 EV 산업에서 경쟁 우위를 공고히할 것으로 기대한다.

2026 Outlook: 26년 매출 성장 궤도 본격 진입

동사의 26년 실적은 1) ESS 신제품 출시에 따른 물량 확대, 2) 국내 ESS 중앙계약 시장 물량 공급 개시, 3) 국내 계열사 흑자전환 등에 따라 전년 대비 큰 폭으로 개선될 것으로 전망한다. 다만 신규 모델 증대에 따른 R&D 비용 확대, 북미 신규 법인 설립에 따른 인건비 증가 등 요인은 단기 수익성 하방 요인으로 작용할 수 있어 경계할 필요가 있다고 판단한다.

** 본 자료는 26년 1월 28일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	71	90	89	122	177
영업이익 (십억원)	-4	2	-14	-13	10
영업이익률 (%)	-5.6	2.2	-15.7	-10.7	5.6
순이익 (십억원)	-4	-2	-20	-16	17
EPS (원)	-698	-304	-3,175	-2,310	2,135
ROE (%)	-21.6	-10.3	-91.5	-83.2	36.1
P/E (배)	-6.9	-31.7	-3.2	-7.8	11.1
P/B (배)	1.6	3.3	2.8	9.5	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 1. 북미 ESS 공장 램프업에 따른 중장기 성장여력 확보

27년 북미 공장 램프업에 따라 핵심 고객사와 동반 성장 전망

한중엔시에스는 북미 인디애나 공장 가동이 본격화되는 4Q26부터 성장 국면에 진입할 것으로 전망한다. 동사는 삼성SDI의 ESS 제품인 SBB(Samsung Battery Box)에 수냉식 냉각시스템을 독점 공급하고 있으며, 핵심 고객사인 삼성SDI의 26년 북미 ESS 목표 연간 캐파 30GWh 대응을 위해 현지 양산 체계 구축을 가속화하고 있다. 동시에 4Q26 신제품(SBB 2.0) 출시를 앞두고 있어, 1Q26 말 고객사 가이드 물량 확정 시점에 생산능력 및 CapEx 투자 규모를 확정할 것으로 예상된다. 이에 따라 본격적인 양산이 개시되는 1Q27부터 ESS 부문의 외형 성장이 가시화될 것으로 판단한다.

26년은 국내 배터리 셀사들을 중심으로 북미 ESS 밸류체인이 본격적으로 구축되기 시작하는 원년이 될 것으로 전망한다. 전방 고객사의 북미 투자 계획이 구체화됨에 따라 동사 역시 램프업 일정을 단계적으로 조정 중이며, 이미 지난해부터 북미 투자를 순차 집행해왔다. 현재 인디애나 공장은 총 2,570만 달러 규모 출자를 완료한 상태이며, 핵심 설비 설치 후 시생산 준비 단계에 진입한 것으로 파악된다.

다만 여전히 램프업 초기 구간이기 때문에 국내 영천 공장의 보완적 활용이 불가피할 전망이다. 고객사 일정이 예상보다 앞당겨질 경우 국내에서 ESS 부품 일부를 선제 생산 후 북미로 운송·조립·납품하는 하이브리드 대응 시나리오도 병행 검토될 가능성이 높다. 이러한 운영 방식은 초기 가동 단계의 납기 리스크를 효과적으로 완화할 것으로 판단한다.

장기적으로 북미 현지 EPC 사업자를 대상으로 한 고객 기반 확장 가능성 역시 유효하다. 동사는 기존 미시간 법인의 자동차 CS 사업을 ESS CS으로 재편하여 최종적으로 인디애나 법인과 통합할 계획이다. 또한 27년 이후 고객사의 물동량 확대에 따라 인디애나 공장의 추가 증설할 여력이 충분히 존재할 것으로 판단된다. 미국의 대중 고관세 정책 기조가 지속되는 가운데 북미 현지산 부품의 가격 경쟁력과 공급 안정성이 구조적으로 부각될 가능성이 높다. 이에 따라 동사의 북미 ESS 밸류체인 내 점유율 확대 기회가 중장기적으로 지속 증가할 전망이다.

표 1. 삼성SDI 북미 ESS 라인 생산능력 및 가동 시점

(GWh)

지역	라인 명	분기별 Capa												연간 Capa		
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2025	2026	2027
북미	스텔란티스 2(NCA)				2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	8	8	8
	스텔란티스 3(LFP)								3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	0	12	12
	스텔란티스 4(LFP)								2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	0	10	10
삼성SDI 북미 ESS 생산능력 합계		0	0	0	2.0	2.0	2.0	2.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	8	30	30
기타(중국/울산 등)		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	12	12	12
삼성SDI 글로벌 ESS 생산능력 합계		3.0	3.0	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	20	42	42
가동률 80% 가정 시																
	북미	0	0	0	1.6	1.6	1.6	1.6	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	1.6	10.8	24
	기타	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	9.6	9.6	9.6
	합계	2.4	2.4	2.4	4.0	4.0	4.0	4.0	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	11.2	20.4	33.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 2. EV 부품 사업 본격화에 따른 매출 구조 다각화

전기차 사업 본격 개시, 27년 공급에 따른 매출 확대

동사의 EV 부품 사업은 LG에너지솔루션향 공급이 본격화되는 27년부터 유의미한 매출 기여가 시작될 것으로 전망한다. 동사는 지난해 4분기 LG에너지솔루션의 1차 협력사로 공식 등록되며 EV 부품 사업에서 가시적 성과를 확보하였다. 이에 현재 개발 중인 EV용 쿨링 플레이트를 27년부터 공급을 개시할 것으로 예상된다. 초기 물량은 국내 공장에서 우선 대응할 것으로 추정되나, 중장기 물량 확대에 대비하여 별도 부지를 매입한 것으로 파악되며 이르면 올해 추가 증설을 추진할 것으로 예상된다.

이번 계약을 통해 EV 부품 사업은 배터리용 쿨링 플레이트 중심의 1차 벤더 공급 체계로 전환되어, 제품 믹스 및 거래 구조 변화에 따라 기존 대비 수익성 개선폭이 확대될 것으로 판단한다. 동사는 이를 뒷받침하기 위해 지난해 11월 약 190억 원 규모의 알루미늄 쿨링 플레이트 생산용 프레스 설비 투자를 집행하였다. 또한 국내 최대 수준의 약 200미터 브레이징 라인을 활용하여 양산 체계를 빠르게 구축할 것으로 예상된다. 해당 설비는 고효율·대면적 쿨링 플레이트의 안정적 양산 기반을 제공한다는 점에서, 향후 EV 부품 물동량 확대에 선제적으로 대응하기 위한 전략적 투자로 평가된다.

그림 1. 한중엔시에스 LG에너지솔루션 EV 부품 공급 보도

한중엔시에스, LG엔솔 뚫었다...전기차 배터리 부품 공급

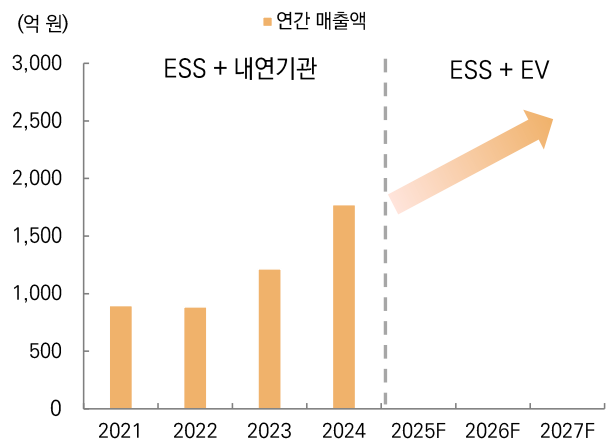
발행일 : 2025-12-11 17:47



한중엔시에스 연구개발(R&D)센터 전경. (사진=한중엔시에스)

자료: 전자신문, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한중엔시에스 향후 사업 전망



자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트 3. 국내 ESS 입찰 시장 공급 본격화

국내 ESS 중앙계약시장 물량 매출 인식 시작

동사의 삼성SDI향 국내 ESS 중앙계약시장 1차 물량 공급이 시작되면서 26년 말까지 매출 인식이 진행될 것으로 전망한다. 1차 입찰은 총 약 563MW 규모로 집계되었으며, 삼성 SDI가 최대 물량을 확보한 것으로 파악된다. 이를 감안할 때 동사의 해당 물량에 따른 연간 매출 기여는 약 250~300억 원 수준이 가능할 것으로 추정된다.

이달 발표 예정인 1조 원대 규모의 중앙계약 2차 입찰 결과에 주목한다. 2차 입찰은 가격 평가 비중을 기존 60%에서 50%로 하향 조정하고 비가격 평가를 50%로 확대하는 방향으로 평가 체계를 조정했으며, 비가격 항목 중 화재 안정성 배점이 상향되었다. 이에 따라 수냉식 기반 냉각 시스템을 공급하는 동사의 제품이 화재 안정성, 온도 균일성, 열폭주 리스크 관리 측면에서 간접적으로 긍정적 평가를 받을 여지가 확대될 것으로 전망한다. 또한 각 입찰자들의 전략 역시 안정성, 공급망 신뢰도, 국내 생산 기여도 중심으로 재편될 가능성이 높을 것으로 판단한다.

결과적으로 1차 입찰에서의 삼성SDI 중심 수주 실적을 고려할 때 2차 입찰에서도 유사한 점유율 흐름이 이어질 가능성이 존재하나, 비가격 평가 비중 확대에 따라 경쟁 구도가 변동될 가능성 역시 존재한다. 추가 물량 확보 시 27년 이후 국내 ESS 매출 규모가 더욱 확대될 것으로 기대되며, 정부 전력계통 안정화 정책 강화 및 BESS 중앙계약 확대 추세를 감안 시 중장기적으로 안정적인 매출 기반이 지속 형성될 것으로 전망한다.

표 2. 국내 1차 ESS 중앙계약 입찰 결과

낙찰 대상	입찰지	공고 물량(MW)
삼성SDI	진도	48
	고흥	96
	무안	80
	영광	80
	안좌	96
	읍동	27
합계		427
LG에너지솔루션	제주	40
	광양	96
합계		136
총 합계		540

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요: 수냉식 ESS 냉각시스템 선두주자

ESS·EV 투 트랙 성장 기업

동사는 1995년에 설립된 국내 유일의 수냉식 ESS 냉각시스템 전문 제조업체로, 설립 초기부터 자동차 부품 제조 경험을 바탕으로 고난도 알루미늄 가공 및 열관리 기술을 축적해 왔다. 2021년 주력 사업을 ESS 열관리 부품으로 전환하며 사업 구조를 본격 재편한 이후, ESS를 중심으로 사업을 빠르게 확대하고 있으며, 현재는 삼성SDI SBB 플랫폼에 수냉식 냉각시스템을 독점 공급하는 등 안정적인 시장 지위를 확보하고 있다.

동사는 내연기관차 부품 비중을 점진적으로 축소하는 한편, EV 냉각 부품 개발에 집중하며 성장 축을 다변화하고 있다. 지난해 LG엔솔의 1차 벤더로 등록됨에 따라 27년 이후 EV 쿨링 플레이트 공급이 본격화될 전망이다. 이에 따라 ESS·EV 중심의 투 트랙 고부가 포트폴리오가 확대되면서 제품 믹스 개선에 따른 수익성 레버리지도 강화될 것으로 판단한다.

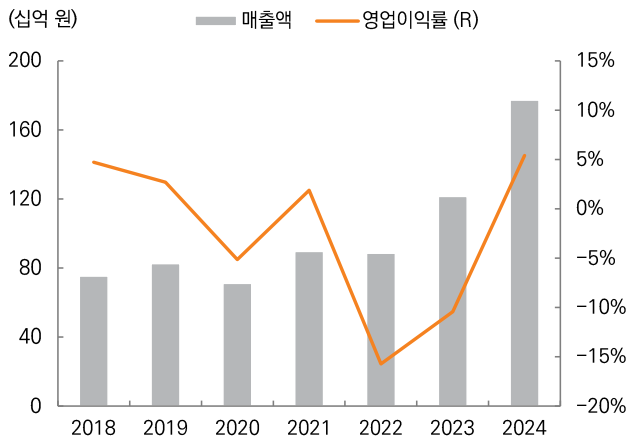
동사의 생산 거점은 국내·중국·북미에 전략적으로 분포되어 있으며, 사업 특성과 지역별 수요에 따라 최적화된 배치를 통해 공급망을 다각화하고 있다. 국내 영천 본사는 핵심 R&D 및 양산 거점으로 기능하고, 중국 법인은 과거 내연기관 부품 생산에서 ESS 중심으로 전환하여 국내 영천 공장을 보완하는 역할로 기능하고 있다. 북미는 인디애나 신규 법인을 중심으로 ESS 부품 현지 생산을 본격화하며 향후 핵심 거점으로 자리 잡을 것으로 전망한다.

표 3. 한중엔시에스 계열사 현황

국가	계열사명	주요 생산품	비고
국내	(주) 에이치디씨 (HDC)	ESS	3Q25 흑자전환
	(주) 에이치제이퓨처 (HJF)	EV	
북미	한중아메리카 미시간	자동차 CS	ESS 사업 전환 → 인디애나 법인 통합 예정
	한중아메리카 인디애나	ESS 수냉모듈	1Q27 가동 예정
중국	강소한중	ESS 수냉칠러 및 HVAC	자동차 부품 → ESS 사업 전환 예정
	상속후중무역	법인 전략구매	

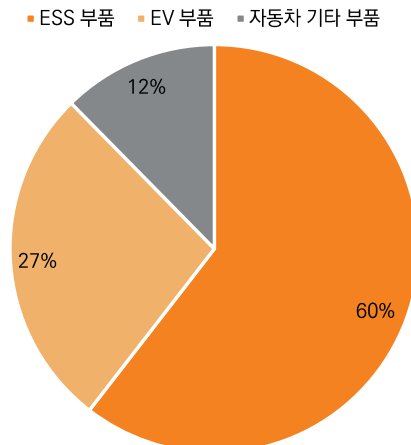
자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한중엔시에스 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한중엔시에스 주요 매출 구성



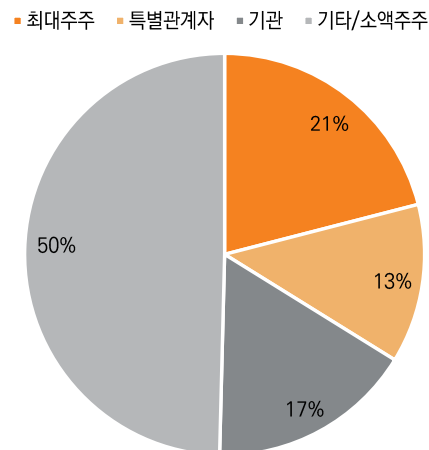
자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 한중엔시에스 연혁

일자	주요 사항
1995.08	(주) 한중 법인 설립
1995.01	중소기업창업사업계획 승인 (경북 영천시)
1996.04	법인 소재지 변경 (경북 영천시 채신동)
2013.12	코넥스(KONEX) 시장 상장
2014.03	상호 변경 → 한중NCS (현 한중엔시에스)
2016	중국 법인 설립 (강소호중기차부건유한공사)
2021.12	주업종 전환 → 에너지저장장치(ESS) 열관리 부품 제조업 (자동차 → ESS 중심)
2024.06	코스닥 시장 이전 상장 (기술성장특례)
2025.04	북미 인디애나 법인 설립 (한중아메리카, ESS·EV 부품 생산 거점, 총 출자 2,570만 달러)
2025.12	LG에너지솔루션 1차 협력사 등록

자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 한중엔시에스 주주 현황



자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

핵심 기술

HVAC(Heating, ventilation and air conditioning) 공기조화기술
ESS 인클로저 내부 공기의 온도와 습도를 제어하며 배터리 표면의 결로를 방지하는 스마트 공조시스템

매니폴드(Manifold)
냉각수를 받는 메인 배관으로, 여러 방향으로 나누어주는 분배기 역할로 기능

브랜치 튜브(Branch tube)
매니폴드에서 나뉘는 후 각 배터리 모듈로 연결되는 가지 배관

전공정 내재화를 통한 생산효율 최대화

동사의 핵심 기술은 수냉식 ESS 냉각시스템의 전체 네트워크를 통합 설계 및 공급 가능한 제품군과 고도화된 제조 체계에 있다. 동사는 HVAC, 칠러, 쿨링 플레이트, 매니폴드, 브랜치 튜브 등 수냉 네트워크 전체를 일괄 제작·생산하며, 디지털 AI 트윈 제조 체계를 도입해 공정 데이터를 실시간으로 모니터링하고 불량·고장 지점을 사전 예측함으로써 품질과 생산 안정성을 강화하고 있다.

생산 공정은 프레스·브레이징·하우징으로 구성되며, 최근 190억 원 규모 프레스 라인 투자와 국내 최대 수준 약 200미터 브레이징 라인 구축을 통해 대면적·고정밀 알루미늄 쿨링 플레이트 양산 능력을 확보했다. 또한 다관절 로봇 기반 인서트 자동화 라인도 내부 구축 중으로 생산 효율을 높이고 있다.

특히 전 공정 내재화와 수직계열화 체계를 통해 외주 의존 없이 배터리 케이스부터 조립·검사까지 자동화 일관 라인을 운영하고 있어 기술 유출 방지, 원가 경쟁력 확보, 납기 안정성 제고라는 사업 운영 측면의 뚜렷한 이점을 갖추고 있다. 이러한 내재화와 스마트 제조 역량은 ESS·EV 부품의 품질 일관성과 공급 안정성을 동시에 뒷받침하는 핵심 경쟁력으로 작용하고 있다.

표 5. 한중엔시에스 주요 기술 경쟁력

기술명	적용제품군	특징
소모전력 절감기술	ESS	공랭식 대비 40%의 전력소모량 절감
비단열식 결로방지(노점제어) 기술	ESS	스마트 HVAC 및 칠러를 통해 단열 없는 배관을 구성하는 노점 제어 기술로 결로를 방지
누설감지 및 차단기술	ESS	내부 감지 시스템으로 고속 누설 감지를 통해 ESS 시스템 안정성을 확보
알루미늄 냉각 플레이트 제조기술	EV	미세 변형 억제 냉각 기술, 에어 리프 검사로 누설 방지

자료: 한중엔시에스 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 한중엔시에스 핵심 공정 설명

기술명	적용제품군	특징
프레스 라인	ESS & EV	- 국내 최대 수준의 탠덤(Tandem)/Trasfer Line 보유, ESS와 EV 부품의 대면적 및 다형상 대형 부품 생산 가능 - 탠덤 프레스는 다른 톤수의 공정을 한 라인으로 묶어 부품의 대형화와 구조에 관계없이 안정적으로 생산 가능
브레이징 라인	ESS	- 국내 최대 규모인 200m 브레이징 라인 구축, 전라인 자동화 공정 - 브레이징 공정은 알루미늄 용접 공정으로 대형 알루미늄 냉각 플레이트의 내구성과 열전도 성능을 결정짓는 핵심 공정
하우징 라인	ESS	배터리 보호와 구조적 안정성을 동시 확보 가능한 케이스 제작 공장, 전 라인 자동화

자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

실적 및 리스크: 26년 ESS·EV 동반 확대로 성장 궤도 진입

동사의 3Q25 연결 기준 실적은 매출액 459억원(+25.9% QoQ), 영업이익 15억원(+284.1% QoQ)을 기록했다. 상반기 대비 ESS 출하가 확대되고 제품 믹스가 개선되면서 수익성이 유의미하게 상승했다. Q(출하량) 관점에서 3Q25부터 SBB 1.5의 판매 비중이 SBB 1.0을 상회했다. 1H25에 SBB 1.0과 SBB 1.5의 판매비중이 8:2였으나, 3Q25에는 2:8로 역전됐다. 또한 SBB 1.5는 전작 대비 용량이 37% 증가한 5.26MWh로 모듈 탑재 수가 확대되면서 컨테이너당 마진 개선으로 이어진 것으로 판단한다.

25년 연간 실적은 1) SBB 1.5 물량 확대에 따른 마진 개선, 2) 국내 계열사(HDC) 흑자 전환, 3) 국내 1차 ESS 중앙계약시장 물량 공급 개시 등에 힘입어 전년 대비 큰 폭의 개선이 예상된다. 26년 또한 매출 성장 요인이 대거 대기 중에 있다. 동사는 현재 SBB 1.7 개발 마무리 단계에 진입한 것으로 파악되며, 북미 ESS 시장 개화에 맞춰 SBB 1.7 본격 양산 개시에 따라 ESS 매출이 대폭 확대될 것으로 전망한다. 또한 국내 2차 ESS 중앙계약시장 물량 추가 공급에 따른 매출도 전사 실적에 기여할 것으로 전망한다.

다만 SBB 2.0 및 EV 쿨링 플레이트 등 신규 모델 증대에 따른 R&D 비용 확대, 북미 신규 법인 설립에 따른 인건비 증가 등 요인은 수익성 하방 압력으로 작용할 가능성이 있다. 또한 북미 ESS 정책 불확실성에 따른 전방 고객사의 북미 라인 가동 지연 등 외부 환경 요인은 경계해야 할 필요가 있다고 판단한다.

표 7. 한중엔시에스 분기 및 연간 실적 추이

(백만 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	30,627	43,646	47,596	55,389	33,104	36,429	45,865	89,564	88,517	121,551	177,258
ESS 부품		35,906(누적)	32,194	39,107	21,841	28,254	39,056	8,944	17,239	49,598	107,207
EV 부품		22,923(누적)	11,522	13,691	9,419	7,429	6,637	33,841	27,548	41,590	48,136
기타 자동차 부품		15,444(누적)	3,880	2,591	1,844	746	172	46,779	43,730	30,363	21,915
영업이익	-286	2,379	1,588	5,894	-627	398	1,529	1,689	-13,925	-12,673	9,574
영업이익률	-0.9	5.4	3.3	10.6	-1.9	1.1	3.3	1.9	-15.7	-10.4	5.4
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-8.2	42.5	9.1	16.4	-40.2	10.0	25.9	25.9	-1.2	37.3	45.8
영업이익	적지	흑전	-33.2	271.1	적전	흑전	284.1	흑전	적전	적지	흑전

자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

동사의 24년 P/E 및 EV/EBITDA는 각각 11.1배, 37.1배 수준이다. 국내 피어가 제한적이나, 동사의 밸류에이션은 글로벌 ESS 밸류체인 피어 대비 평균적인 수준에서 형성되어 있는 것으로 판단한다. 다만 주가는 25년 연초 대비 약 118% 상승했으며, 과거 24년 고점에 근접한 수준까지 상승하였다. 이는 정부의 코스닥 활성화 정책과 북미 ESS 수요 기대감이 맞물리며, 밸류에이션 정합성과 무관하게 섹터 내 시가총액 상위 종목으로의 수급 풀림이 강화된 영향으로 해석된다.

결과적으로 향후 주가 리레이팅 여부는 실적 가시성의 추가 제고에 의해 좌우될 전망이다. 북미 삼성SDI향 ESS 매출의 본격 반영 및 LG에너지솔루션향 EV용 쿨링 플레이트 공급 확대 등 중장기 성장 요인이 실적으로 확인될 경우, 현재 밸류에이션 레벨에서도 추가적인 멀티플 확장 여지가 발생할 것으로 판단한다.

표 8. ESS 밸류체인 Peer Valuation

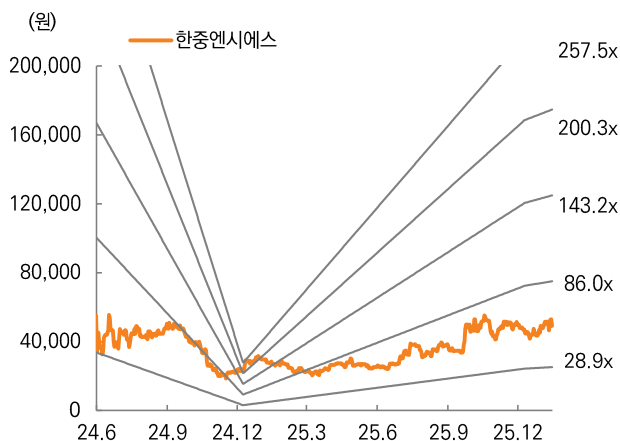
(십억 원, 배)

산업	기업명	시가총액	매출액		영업이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
배터리 셀	LG에너지솔루션	100,135	26,482	33,807	2,339	4,683	4.6	9.6	118.5	42.9	4.3	3.8	16.6	11.7
	삼성SDI	25,198	15,194	19,367	-98	1,428	1.0	6.3	196.8	18.2	1.2	1.1	15.6	9.1
	SK이노베이션	18,738	78,546	84,422	1,797	2,839	0.3	2.2	972.6	26.6	0.7	0.7	9.9	8.2
	CATL	357,685	112,415	135,570	21,748	26,473	24.7	25.3	19.3	15.9	4.5	3.8	11.4	9.1
ESS 부품 및 장비	서진시스템	1,541	1,602	2,222	172	301	12.8	21.0	14.5	7.5	1.8	1.4	8.8	5.9
	한중엔시에스	434	249	331	22	35	20.6	22.6	48.7	41.6	4.7	4.4	16.2	10.2
	신성에스티	324	238	314	15	22	-	-	26.3	17.8	-	-	-	-
	효성중공업	19,237	6,903	7,893	981	1,294	25.8	27.3	27.0	19.8	6.4	5.0	17.9	13.3
	피엔티	993	1,167	1,414	128	134	13.9	12.4	9.9	9.8	1.3	1.1	-	-
	SK이터닉스	680	561	330	74	82	15.5	15.6	14.7	12.6	2.1	1.8	9.1	10.2
ESS 통합업체	Tesla	2,256,005	150,383	176,506	9,141	13,685	6.7	7.9	200.0	149.4	15.8	14.5	104.2	80.9
	Sungrow	63,165	24,487	28,628	4,732	5,366	29.6	26.8	16.5	14.4	4.5	3.6	12.2	10.4
	CRRC	37,428	60,710	63,898	4,388	4,703	8.7	8.9	11.5	10.7	1.0	0.9	-	-
	Fluence Energy	5,229	4,896	5,914	-14	92	-2.2	7.1	-	74.8	6.5	5.8	78.1	28.2
	HyperStrong	8,475	5,247	7,251	498	720	30.9	33.0	21.2	13.9	5.9	4.1	-	-

주: 밸류에이션은 Quantwise 컨센서스 기준

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한중엔시에스 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한중엔시에스 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

탐방 Q&A

Q) 매출 주력 제품

A. 매출 주력 제품은 HVAC 및 Chiller, 리퀴드 쿨링 모듈임.

Q) 모듈 하우징 납품 구조

A. 부품을 고객사에 직납하거나 고객사 지정업체로 납품한 후, 최종적으로 고객사에 전달되는 방식임. HVAC 및 Chiller는 부피 특성상 삼성SDI로 직납되는 비중이 높으며, 리퀴드 쿨링 모듈은 LS산전이나 대원전력 등 협력사로 납품됨. 인클로저는 서진시스템이 셀 및 부품을 조립해 최종 납품하는 구조임. 기타 매출은 서진시스템에서 발생함.

Q) SBB 신제품 출시 따른 마진 변화

A. SBB 용량 확대 시 모듈 수량 증가로 마진이 확대되는 구조임. 다만, 고용량·고출력 셀 적용 시 모듈 개수가 감소할 수 있어, 최종 마진은 제품 스펙 기준으로 결정될 것.

Q) SBB 2.0(LFP 기반) 모듈 수량 및 양산 시점

A. 현재 개발 중이며 모듈 수량은 아직 확정되지 않은 상태. LFP 기반이라도 출력 향상 추세를 고려하면 삼원계 수준에 근접할 수 있으나, 표준 모델로 크기를 줄이거나 고용량으로 키울지는 고객사 정책에 따라 달라질 수 있음. 양산은 2026년 상반기 이후로 예상.

Q) 국내 생산 거점 추가 증설 계획

A. 영천 본사 생산 거점은 현재 부지 대비 공장 활용률이 30~40% 수준으로, 고객사 물동량 확대에 따라 지속 증설 중. 최근 190억 원 규모 프레스 라인 투자 외 LG에너지솔루션형 EV 쿨링 플레이트를 위한 별도 부지 매입 및 라인 구축도 준비 중.

Q) 국내 프레스 라인 증설 투자 계획

A. 고객사 물동량 증가에 따라 추가 증설을 검토 중이며, 국내 최대 규모 프레스 라인을 기반으로 알루미늄 쿨링 플레이트용 설비를 확대할 계획임. 기술 경쟁력 유지를 위한 공장 투자가 병행되고 있음.

Q) LG에너지솔루션형 EV 쿨링 플레이트 양산 시점 및 ESS 공급 가능성

A. 현재 개발·검증 막바지 단계이며, 2027년 납품 예정이나 고객사 일정에 따라 2027년 말 또는 2028년으로 지연될 가능성 존재.

Q) 북미 인디애나 법인 투자 및 증설 여력

A) 현재 총 2,570만 달러(3차 출자 완료) 투자 상태이며, 핵심 설비 설치 후 시생산 준비 단계에 진입. 삼성SDI 북미 캐파 30GWh 대응을 위해 추가 증설(팩토리 2~3 규모) 여력이 충분히 존재하며, 본격 양산 목표는 2026년 말~2027년 초이다. 고객사 일정이 앞당겨질 경우 국내에서 일부 선행 생산 후 북미로 운송·최종 조립하는 하이브리드 시나리오도 검토 중.

Q) 중국 생산거점 향후 활용 계획

A. 기존 내연기관차 쿨링 시스템 생산 라인을 ESS용으로 전환해 국내 수요 대응에 활용할 계획.

Q) 최종 고객사 납품 방식

A. 고객사 직납 또는 고객사 지정업체로 납품 후 최종 고객사에 전달되는 구조. HVAC·Chiller는 부피 특성상 삼성SDI로 직접 납품되는 경우가 대부분이며, 리퀴드 쿨링 모듈은 LS산전·대원전력 등으로 납품됨.

한중엔시에스 (107640)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	90	89	122	177
매출원가	79	90	119	150
매출총이익	11	-1	3	27
판매비와관리비	9	13	15	17
조정영업이익	2	-14	-13	10
영업이익	2	-14	-13	10
비영업손익	-4	-6	-3	-4
금융손익	-2	-2	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	-20	-16	6
계속사업법인세비용	0	0	2	-10
계속사업이익	-2	-20	-19	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2	-20	-19	15
지배주주	-2	-20	-16	17
비지배주주	0	0	-2	-2
총포괄이익	-2	-20	-15	15
지배주주	-2	-20	-13	17
비지배주주	0	0	-2	-2
EBITDA	6	-9	-8	15
FCF	-2	-14	-12	-4
EBITDA 마진율 (%)	6.7	-10.1	-6.6	8.5
영업이익률 (%)	2.2	-15.7	-10.7	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.2	-22.5	-13.1	9.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	45	49	42	75
현금 및 현금성자산	1	11	9	30
매출채권 및 기타채권	18	18	19	18
재고자산	21	15	11	14
기타유동자산	5	5	3	13
비유동자산	49	68	80	92
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	46	66	79	84
무형자산	1	1	1	1
자산총계	93	117	123	167
유동부채	60	58	65	50
매입채무 및 기타채무	16	17	26	22
단기금융부채	40	34	32	22
기타유동부채	4	7	7	6
비유동부채	15	31	44	37
장기금융부채	15	31	41	36
기타비유동부채	0	0	3	1
부채총계	75	89	109	86
지배주주지분	18	26	13	82
자본금	2	4	4	5
자본잉여금	2	28	28	79
이익잉여금	5	-15	-31	-14
비지배주주지분	0	2	0	-2
자본총계	18	28	13	80

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	2	-1	5	6
당기순이익	-2	-20	-19	15
비현금수익비용가감	9	15	11	-3
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	5	11	6	-8
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-4	6	15	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	3	-5	1
재고자산 감소(증가)	0	3	4	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	1	11	-3
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-4	-12	-14	-20
유형자산처분(취득)	-4	-13	-16	-10
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	-10
기타투자활동	0	1	2	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	24	7	35
장단기금융부채의 증가(감소)	1	10	8	-15
자본의 증가(감소)	2	28	0	52
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-14	-1	-2
현금의 증가	-2	10	-2	21
기초현금	3	1	11	9
기말현금	1	11	9	30

자료: 한중엔시에스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	-31.7	-3.2	-7.8	11.1
P/CF (x)	8.6	-11.3	-17.9	15.1
P/B (x)	3.3	2.8	9.5	2.6
EV/EBITDA (x)	14.6	-14.0	-24.1	15.5
EPS (원)	-304	-3,175	-2,310	2,135
CFPS (원)	1,124	-904	-1,005	1,570
BPS (원)	2,947	3,661	1,891	9,099
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	25.9	-1.2	37.3	45.8
EBITDA증가율 (%)	630.9	적전	적지	흑전
조정영업이익증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전
EPS증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	6.3	6.6	8.5	11.5
재고자산 회전율 (회)	4.3	4.9	9.0	14.2
매입채무 회전율 (회)	5.1	6.3	6.3	7.4
ROA (%)	-2.0	-19.2	-15.5	10.6
ROE (%)	-10.3	-91.5	-83.2	36.1
ROIC (%)	2.5	-18.4	-18.2	29.7
부채비율 (%)	418.4	315.1	808.5	107.4
유동비율 (%)	74.3	84.7	65.7	150.6
순차입금/자기자본 (%)	298.5	188.2	471.6	20.7
조정영업이익/금융비용 (x)	1.0	-6.4	-3.0	2.1

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한중엔시에스 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.