유진투자증권

엔켐(348370,KQ)

2차전지 핵심소재인 전해액 글로벌 제조업체

2021.10.14
Company Comment
상장예정일: 2021.11.01
기관수요예측: 2021.10.15 ~ 10.18
공모희망가: 30,000 ~ 35,000(원)
시가총액: 453.5 ~ 529.1 (십억원)

IT SW, HW/5G 박종선_ 02)368-6076_ jongsun.park@eugenefn.com

독점적 기술, 생산체제를 가진 2 차전지 및 EDLC 용 전해액 제조기업

2012 년 ㈜엔켐 법인 설립. 동사는 2 차전지 및 EDLC(Electric Double Layer Capacitor)용 전해액 및 첨가제 제조, 판매 사업을 영위. 전기차용 전해액이 주력 분야이며 국내 최초로 전기차 전용 전해액 개발 및 상용화 성공. xEV(자동차용), IT, EDLC, ESS(Energy Storage System)용 전해액으로 구성. 전해액 기술력을 바탕으로 SK 이노베이션, LG 에너지솔루션, CATL 등 글로벌 Top Tier 2 차전지 회사에 납품 중. 동사는 2021 년 11 월 1 일 코스닥 시장에 신규상장 예정.

제품별 매출비중(2020 년 연결기준)은 xEV 88.9%, IT 4.6%, EDLC 3.2%, ESS 1.0% 기타 매출 2.4%. 고객사별 매출비중은 SK 이노베이션 59%, LG 에너지솔루션 37%, 기타 4%.

공모 후 주주비중은 최대주주 29.2%, 대표이사 · 특수관계인 16.6%, 기타주주 7.9%, 기관투자자 5.0%, 우리사주조합 3.0%, 상장주선인 0.2%, 공모주주 12.0%, 기존주주 26.1%.

투자포인트 두 가지

1) 2 차전지 시장 성장과 함께 안정적 성장 전망: 2 차전지 시장 기업들의 투자 확대에 따라 동사는 안정적 성장을 지속할 것으로 예상함. ① LG 에너지솔루션, SK 이노베이션, 삼성 SDI 등 주요 2 차전지 제조사 기업들은 공격적 Capa 증설 중. 이에 따라 동사 매출액의 급격한 성장 시현(2013 년 20 억원 → 2020 년 1,389 억원). ② 공급자 우위 시장 속 동사는 지난해 말 연간 65,000 톤 생산규모에서 2025 년까지 225,000 톤 Capa 로 증설 예정. ③ 또한 미국, 중국, 유럽, 한국에 현지 생산 공장을 구축하여 각 국의 2 차전지 공장과 1 시간 이내 접근성을 확보. 최단 납기가 가장 중요한 전해액 시장에서 생산 효율화 및 글로벌 수주 확대가 기대됨. ④ 전해액 핵심 원료인 용매 및 리튬염을 제조하는 중국 시다 그룹과 JV 설립은 긍정적. 이를 통해 전해액 원료, 첨가제 및 생산까지 모든 전해액 밸류체인을 수직 계열화를 진행, 신속한 개발 및 양산이 가능은 물론 수익성 개선 효과에도 긍정적임.

2) 사업포트폴리오 다각화는 긍정적: 선도적인 연구개발로 급격히 변화하는 2 차전지 산업 내 포트폴리오 다각화는 긍정적. ① 동사는 단계적 개화가 전망되는 전고체 배터리 시장 진입을 준비하고 있음. 현재 우수기술연구센터협회와 전고체 전지 시대를 대비하여 Gel type 전해액 및 전고체 전해질 분야를 공동 개발 중. 향후 유사고체, 전고체 전해질 시장 선점이 목표. ② 또한 NMP Recycle 사업을 추진 중. NMP(N-Methyl-2-Pyrrolidinone)는 양극재 공정에 사용되는 용매로 전량 수입에 의존하며 높은 원가 수준을 보이고 있음. 향후 NMP 사용량 급증으로 가격 상승, 수급 문제 등으로 재활용이 반드시 필요. 현재 동사는 SK 이노베이션 미국공장 NMP Recycle 재활용 업체 선정되었고, LG 에너지솔루션 폴란드 공장 물량 수주를 추진 중.

적용 EV/EBITDA 는 31.2~36.4 배로 동종업체 대비 할인된 수준

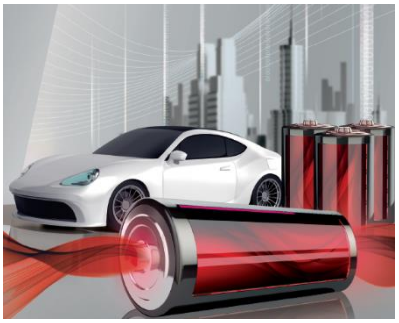
공모 희망가(밴드: 30,000 ~ 35,000 원)는 국내 유사업체(에코프로비엠, 앨엔에프, 코스모신소재, 천보, 일진머티리얼즈, 솔루스첨단소재)의 2020 년, 2021 년 연환산 실적을 산술 평균한 EV/EBITDA 47.5 배를 23.3%~34.3% 할인하여 적용.

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 38.1%(576 만주)로 적지 않은 수준임.

액면가	500원
자본금(십억원)	
공모전	6.4
공모후	7.6
공모 후 주식수	15,117,497
유통가능주식수	5,759,012
보호예수기간	
최대주주 등	상장 후 1년
대표이사 및 특수관계인	상장 후 6개월~3년
기타주주	상장 후 2~3년
기관투자자 등	상장 후 1개월
우리사주조합	상장 후 1년
상장주선인	상장 후 3개월
주관증권사	대신증권 신한금융투자
공모 후 주요주주(%)	
최대주주 등	29.2
대표이사 및 특수관계인	16.6
기타주주	7.9
기관투자자 등	5.0
우리사주조합	3.0
상장주선인	0.2
공모주주	12.0
기존주주	26.1

결산기(12월)	2019A	2020A	2021F
매출액(십억원)	88.1	138.9	242.1
영업이익(십억원)	12.7	12.5	13.6
세전계속사업손익(십억원)	-2.0	1.2	15.9
당기순이익(십억원)	-2.0	0.5	12.4
EPS(원)	-152	39	818
증감률(%)			2,003
EV/EBITDA(배)			31.2 ~36.4

주요 제품



I. 공모 개요 및 보호 예수 현황

도표 1. 공모 개요 및 일정

희망 공모가	30,000 ~ 35,000 원	수요 예측일	2021.10.15 ~ 10.18
공모 금액	679 ~ 792 억원	공모 청약일	2021.10.21 ~ 10.22
공모 주식수	2,262,625 주	납입일	2021.10.26
상장 후 주식수	15,117,497 주	환불일	2021.10.26
예상 시가총액	4,535 ~ 5,291 억원	상장 예정일	2021.11.01

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 2. 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 등	4,410,890	29.2
대표이사 및 특수관계인	2,507,249	16.6
기타주주	1,200,000	7.9
기관투자자 등	754,488	5.0
우리사주조합	452,525	3.0
상장주선인	33,333	0.2
공모주주	1,810,100	12.0
기존주주	3,948,912	26.1
합계	15,117,497	100.0

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 3. 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 등	4,410,890	29.2	상장 후 1 년
대표이사 및 특수관계인	2,507,249	16.6	상장 후 6 개월 ~3 년
기타주주	1,200,000	7.9	상장 후 2~3 년
기관투자자 등	754,488	5.0	상장 후 1 개월
우리사주조합	452,525	3.0	상장 후 1 년
상장주선인	33,333	0.2	상장 후 3 개월
합계	9,358,485	61.9	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 4. 유통가능 주식수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
기존주주	1,810,100	12.0
공모주주	3,948,912	26.1
합계	5,759,012	38.1

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 5. 공모그룹별 배정 내역

그룹	주식수	비중 (%)	비고
기관투자자등	1,244,443~ 1,696,968 주	55.0 ~ 75.0	-
일반청약자	565,657 ~ 678,788 주	25.0 ~ 30.0	청약증거금율: 50%
우리사주조합	452,525 주	20.0	
합계	2,262,625	100.0	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 6. 상장 후 유통가능 및 매도금지물량

가능여부	주주명		공모 후		매각제한기간
			주식 수	지분율	
유통제한물량	최대주주 등	브라만피에스창인 신기술사업투자조합 제 1 호	3,351,479	22.2%	상장 후 1 년
		아르케피에스창인 신기술사업투자조합 제 2 호	1,059,411	7.0%	상장 후 1 년
	대표이사 및 특수관계인	오정강	2,492,249	16.5%	상장 후 3 년
		박수정	15,000	0.1%	상장 후 6 개월
	기타주주	이상율,이슬지,이현지	350,000	2.3%	상장 후 2 년
			500,000	3.3%	상장 후 3 년
			350,000	2.3%	상장 후 2 년
	기존주주	기관투자자 등	754,488	5.0%	상장 후 1 개월
	공모주주	우리사주조합	452,525	3.0%	상장 후 1 년
	공모주주	상장주선인 의무인수분	33,333	0.2%	상장 후 3 개월
	소계		**9,358,485**	**61.9%**	
유통가능물량	공모주주		1,810,100	12.0%	
	기존주주		3,948,912	26.1%	
	소계		**5,759,012**	**38.1%**	
합계			**15,117,497**	**100.0%**	

주 1)상기 주식수 및 공모후 지분율은 상장예정주식수(보통주) 기준입니다.
주 2)금번 공모를 통해 취득 예정인 당사의 우리사주조합 물량 452,525 주는 상장 후 1 년간 우리사주조합 계좌에 의무보유 예탁될 예정입니다. 단, 우리사주조합에 배정된 주식수는 청약 결과에 따라 변경될 수 있습니다.
주 3)이상율 주주의 경우 2020. 10. 7. 제 3 자배정 유상증자를 통해 500,000 주 유상증자 완료하였으며, 1 년 전매제한조치를 한 바 있습니다. 이러한 전매제한조치 시행으로 인해, 해당 물량은 2021. 10. 20. 까지 예탁결제원에 보관되며, 상장일로부터 3 년에 해당하는 잔여보호예수기간에 대해서는 추가적으로 예탁결제원에 보호예수 신청을 진행할 예정입니다.
주 4)유통가능물량은 공모주식수 변동 및 수요예측 시 기관투자자의 의무보유확약, 청약 시 배정군별 배정주식수 변경 등이 발생할 경우 변동될 수 있습니다.
자료: 증권신고서, 유진투자증권

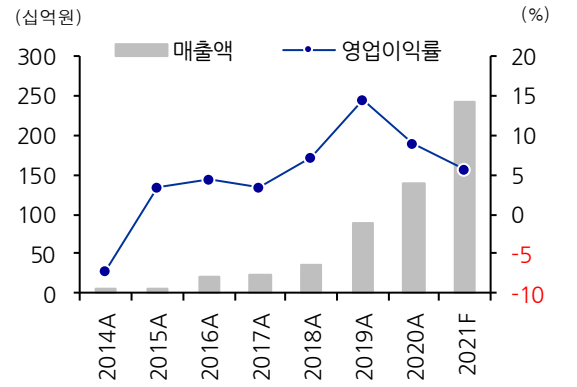
Ⅱ. 실적 추이 및 전망

도표 7. 연간 실적 추이 및 전망(연결기준)

(십억원,%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	**5.0**	**6.6**	**20.7**	**22.1**	**36.9**	**88.1**	**138.9**	**242.1**
(증가율)		*32.9*	*212.7*	*6.8*	*66.8*	*138.9*	*57.7*	*74.3*
제품별 매출액								
xEV					11.7	59.3	123.5	221.5
IT					18.7	24.2	6.3	5.6
EDLC					3.0	2.8	4.4	6.5
ESS					0.3	1.0	1.4	2.4
기타 매출					3.2	0.8	3.3	6.1
제품별 비중(%)								
xEV					31.8	67.3	88.9	91.5
IT					50.6	27.5	4.6	2.3
EDLC					8.0	3.2	3.2	2.7
ESS					0.9	1.1	1.0	1.0
기타 매출					8.6	0.9	2.4	2.5
수익								
매출원가	4.9	5.8	18.4	19.3	31.0	69.6	114.5	205.2
매출총이익	0.1	0.8	2.3	2.8	5.8	18.5	24.4	36.9
판매관리비	0.5	0.6	1.4	2.0	3.2	5.8	11.9	23.3
영업이익	**-0.4**	**0.2**	**0.9**	**0.8**	**2.6**	**12.7**	**12.5**	**13.6**
세전이익	**-0.6**	**0.1**	**0.8**	**0.4**	**-2.1**	**-2.0**	**1.2**	**15.9**
당기순이익	**-0.6**	**0.1**	**0.8**	**0.4**	**-2.0**	**-2.0**	**0.5**	**12.4**
지배기업당기순이익	**-0.6**	**0.1**	**0.8**	**0.4**	**-2.0**	**-2.0**	**0.5**	**12.4**
이익률(%)								
매출원가율	97.6	88.1	88.8	87.3	84.2	79.0	82.4	84.7
매출총이익률	2.6	11.8	11.2	12.6	15.8	21.0	17.6	15.3
판매관리비율	9.6	8.6	6.9	9.1	8.8	6.6	8.6	9.6
영업이익률	**-7.2**	**3.3**	**4.3**	**3.5**	**7.1**	**14.4**	**9.0**	**5.6**
세전이익률	**-11.6**	**1.8**	**3.6**	**1.7**	**-5.6**	**-2.3**	**0.8**	**6.5**
당기순이익률	**-11.6**	**1.8**	**3.6**	**1.7**	**-5.4**	**-2.2**	**0.4**	**5.1**
지배기업순이익률	**-11.6**	**1.8**	**3.6**	**1.7**	**-5.4**	**-2.2**	**0.4**	**5.1**

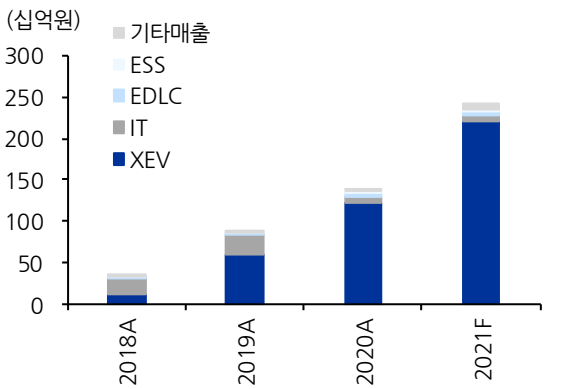
자료: 엔켐, 유진투자증권

도표 8. 동사의 폭발적인 실적 성장



자료: 엔켐, 유진투자증권

도표 9. 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 엔켐, 유진투자증권

Ⅲ. Valuation

가) 유사기업 EV/EBITDA 산출

도표 10. 2020 년 온기 및 2021 년 반기 연환산 기준 EV/EBITDA 산출

구분(십억원,배)	에코프로비	엘앤에프	코스모신소재	천보	일진머티리얼즈	솔루스첨단소재
기준시가총액	7,284.3	4,155.7	1,352.9	2,463.6	3,526.2	1,900.6
2020 년 EV	7,422.0	4,340.0	1,422.7	2,426.7	3,425.1	1,843.4
2020 년 EBITDA	91.6	15.3	23.3	41.3	85.1	50.2
2020 년 EV/EBITDA	81.0	284.0	61.1	58.7	40.2	36.7
적용여부	X	X	O	O	O	O
2020 년 적용 EV/EBITDA	**49.2**					
기준시가총액	7,284.3	4,155.7	1,352.9	2,463.6	3,526.2	1,900.6
2021 년 반기 연환산 EV	7,422.0	4,481.0	1,420.9	2,431.1	3,508.0	1,917.1
2021 년 반기 연환산 EBITDA	132.6	22.0	34.2	52.0	108.14	37.0
2021 년 EV/EBITDA	56.0	203.5	41.6	46.8	32.4	51.9
적용여부	O	X	O	O	O	O
2021 년 적용 EV/EBITDA	**45.7**					

(주 1)기준시가총액은 1 개월 평균 시가총액, 1 주일 평균 시가총액, 분석일(2021. 9. 14.) 시가총액의 최소값
(주 2)이자지급성부채, 현금및현금성자산 및 비지배지분은 2020 년 말 기준
(주 3)영업이익 및 유무형자산상각비는 22020 년 말 기준
(주 4)연결재무제표가 공시된 유사기업의 경우, 연결재무제표 상 금액을 적용함
(주 5)비경상적 배수는 적용 제외
자료: 증권신고서, 유진투자증권

나) 주당 평가가액 산출

도표 11. ㈜엔켐 EV/EBITDA 에 의한 평가가치

구분(십억원)	2020 년 온기기준	2021 년 온기 추정 기준
1. 적용 EBITDA	15.6	15.7
2. 적용 EV/EBITDA 거래배수	49.2	45.7
3. 기업가치(EV)	768.8	719.5
4. 순차입금	(22.0)	32.2
5. 평가 시가총액 (기업가치 – 순차입금)	790.8	687.3
6. 적정 시가총액(산술평균)	**739.1**	

(주 1)2021 년도 온기 추정 EBITDA 인 17,240 백만원에 0.5 기간동안의 20% 현가할인율 적용
(주 2)2021 년 온기말 기준 순부채 추정시, 이자지급성부채와 현금및현금성자산은 2021 년 상반기말 현재 기준 금액과 동일하다는 가정
자료: 증권신고서, 유진투자증권

다) 희망공모가액의 결정

도표 12. ㈜ 엔켐 희망공모가액 산출 내역

구분	산출내역	비고
평가 시가총액(십억원)	739.1	
기준주식수	16,207,164	잠재 발행주식 1,089,667 반영
주당 평가가액(원)	45,602	
평가액 대비 할인율	34.3% ~ 23.3%	-
주당 희망공모가액(원)	**30,000~ 35,000**	-
주당 확정공모가액	-	

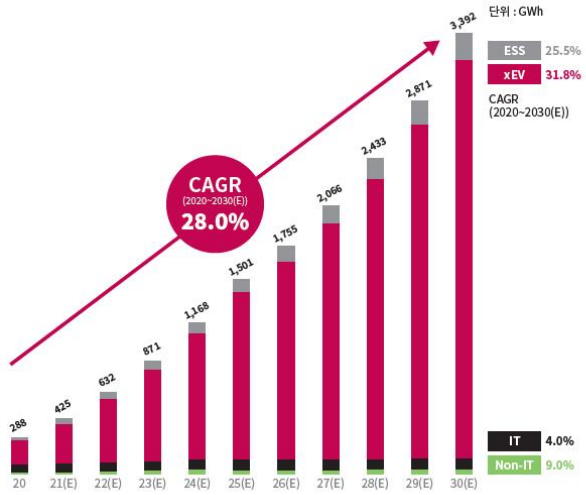
자료: 증권신고서, 유진투자증권

Ⅳ. 회사 소개

독점적 기술, 생산체제를 가진 2 차전지 및 EDLC 용 전해액 제조기업

도표 13. 사업 영역

2차전지 산업 동향



자료 : SNE Research, '리튬이차전지 주요 소재 업체 심층 분석' 보고서(2019)

2차전지 산업별 제품 및 영역 소개

산업 분류	응용처	설명
xEV	 전기 자동차	· 전기자동차(EV) · 2차 전지 핵심 산업
ESS	 에너지 저장 장치(ESS)	· 에너지 저장장치 (ESS) · 2차 전지 성장동력 산업
IT	 휴대전화, 노트북, 전동공구 등	· 하드웨어, 소프트웨어, 통신장비 관련 서비스 및 부품 생산 산업
EDLC	 산업용, 조명용 기기 및 전자제품 등	· 에너지 저장 및 일시적 고출력이 필요한 제품에 적용 · 리튬이차전지 대비 고출력 특성이 우수

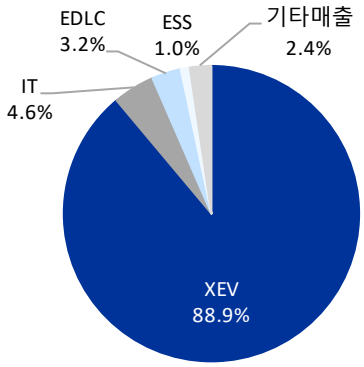
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 14. 주요 연혁

연도	주요 사업 내용
2012.01	㈜엔켐 법인설립
2013.10	LG 화학,네스캡 공급 업체 등록
2015.12	LG 화학, SKI xEV, Gen Ⅱ용 전해액 양산 공급 시작
2017.11	풍세 공장 완공, 1,000 만불 수출탑 수상
2018.01	Enchem China. Co. Ltd(이엔커 판매법인) 설립
2018.05	150 억원 기관투자(19 배, KBI) 등
2018.10	LG 폴란드 xEV Gen Ⅱ 르노향 전해액 납품 시작
2019.10	Enchem America, LLC(미국법인) 설립
2019.12	소재, 부품, 장비 강소기업 100 선정(중소기업벤처부)
2020.06	중국 JV 설립
2021.11	코스닥 시장 상장 예정(11/01)

자료: 유진투자증권

도표 15. 제품별 매출 비중 (2020 년 기준)



자료: 유진투자증권

도표 16. 성장 연혁: 전해액 시장의 글로벌 리더로 부상 중



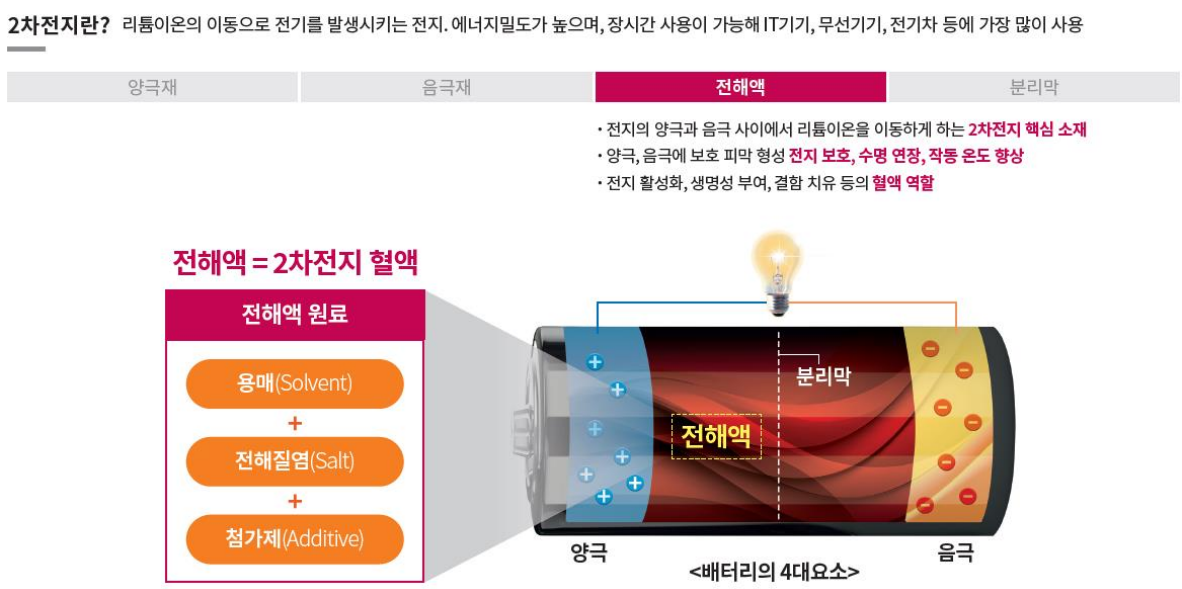
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17. 주요 키워드



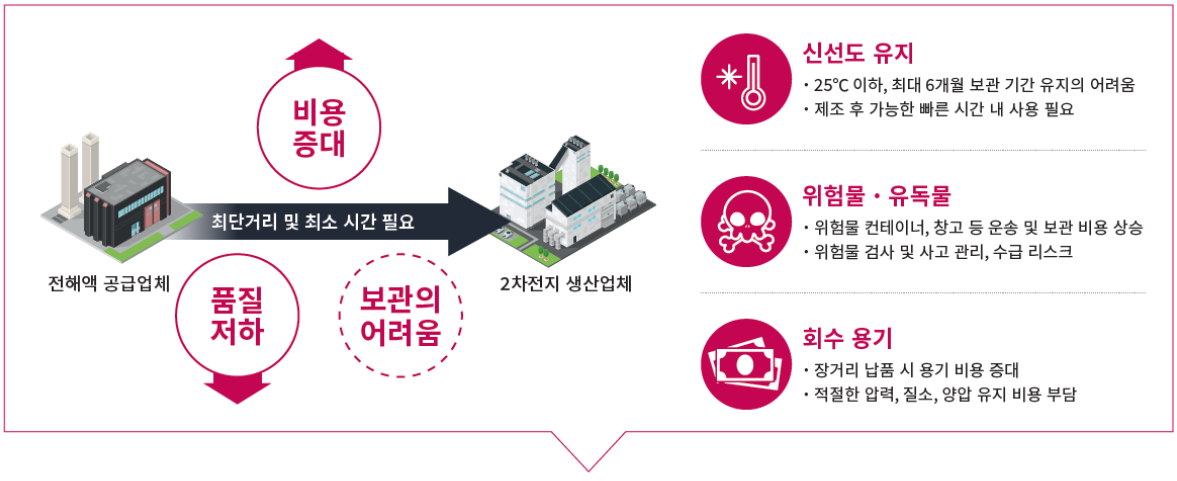
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18. 2 차전지 4 대 소재 중 배터리의 안전성 및 고성능을 좌우하는 핵심소재, 전해액



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19. 최단시간 2 차전지 생산업체에 공급이 필수인 신선 제품과 같은 전해액: 원거리 공급의 한계



*"엔켐은 **현지화 생산 체계 구축**으로 **최단시간 내 전해액 공급 가능**"*

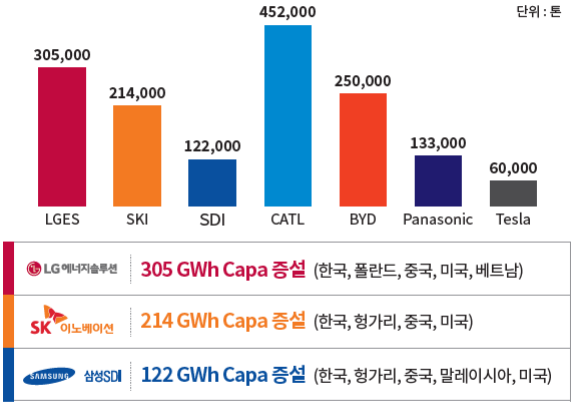
자료: IR Book, 유진투자증권

V. 투자포인트

1) 2 차전지 시장 성장과 함께 안정적 성장 전망

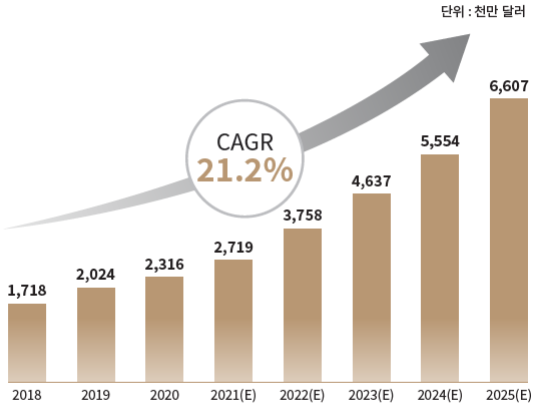
도표 20. 전방산업인 2 차전지 투자 확대에 따라 전해액 수요 증가 전망

2차전지 제조사 Capa 증설 계획 및 2025년 전해액 소요량



자료: SNE Research

전해액 시장 전망

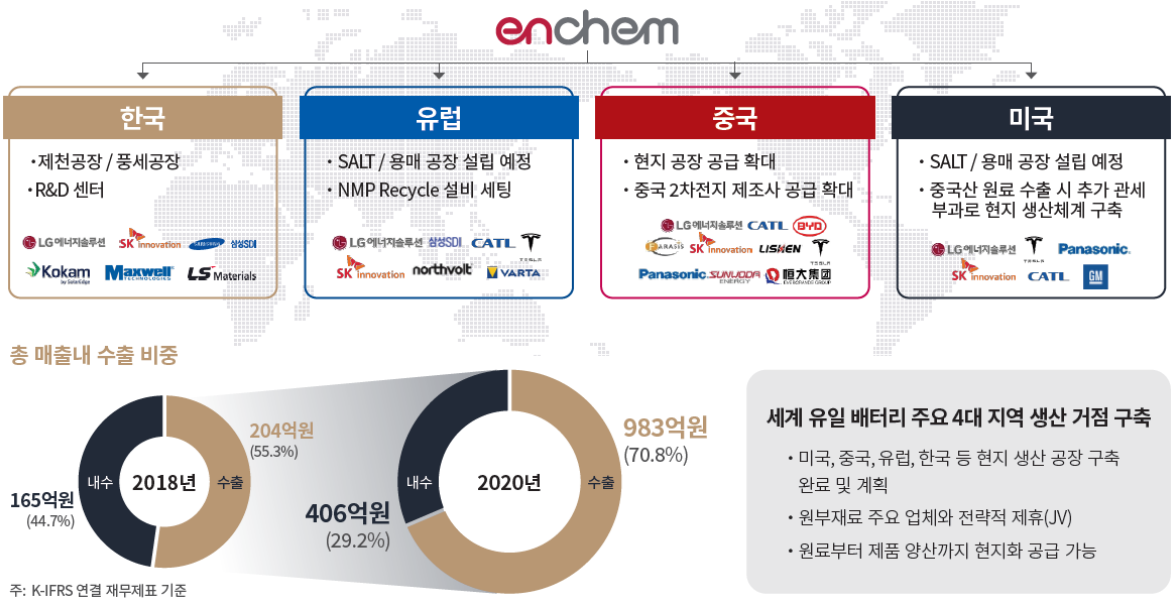


자료: SNE Research

*2025년 **전해액 Shortage** 전망*

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 21. 글로벌 최적 생산체계 구축: 세계 유일 배터리 주요 4 대 지역 글로벌 공급망 구축



주: K-IFRS 연결 재무제표 기준

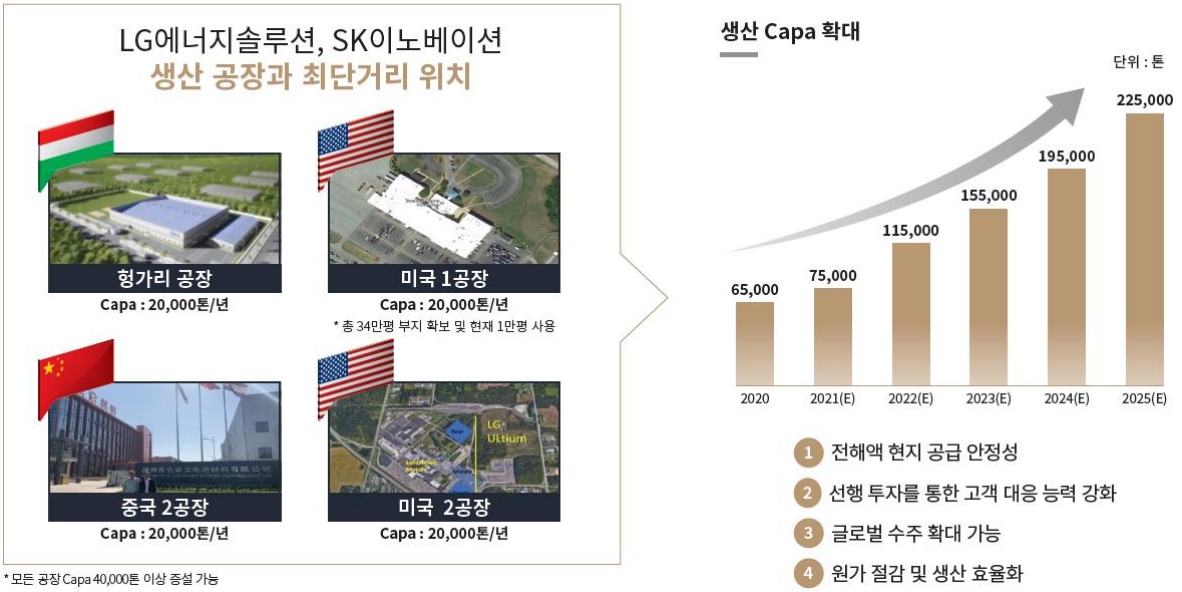
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22. 글로벌 최적 생산체계 구축: 한국, 유럽, 중국 생산거점을 통해 현지 공급 및 고객사 대응 능력 강화



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 23. 글로벌 최적 생산체계 구축: 헝가리, 미국, 중국 공장 증설로 최단 거리 및 최단 납기 공급 가능



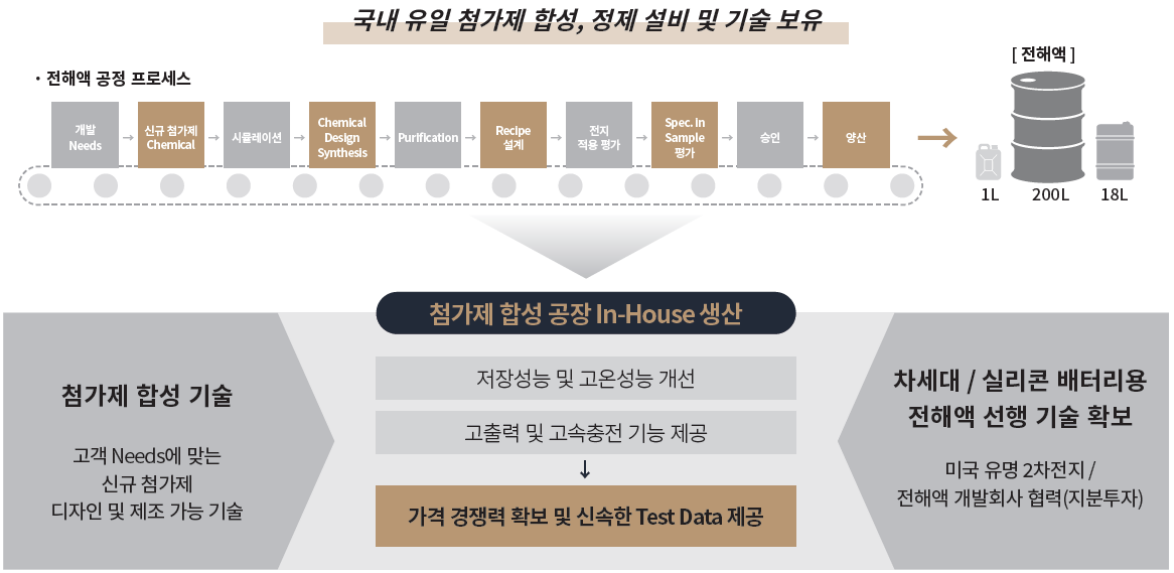
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24. 원재료 내재화 및 수직계열화: 합작법인(JV) 통한 핵심 원료 내재화



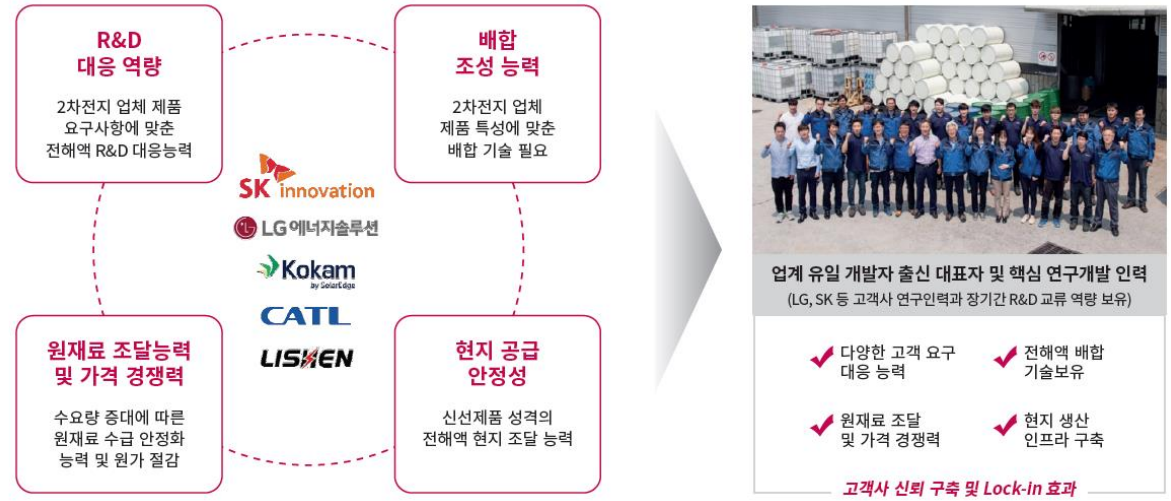
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 25. 자체 첨가제 합성 공장을 통해 고객사별 맞춤 생산 방식



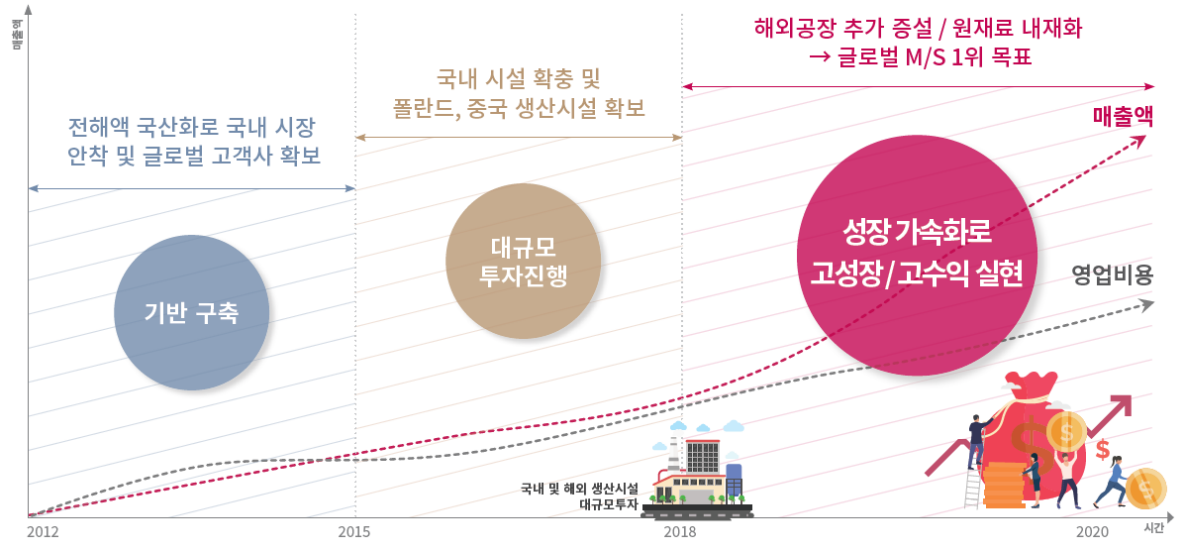
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 26. 고객사 신뢰확보로 전해액 업체 선정 후 장기간 계약 유지 전망



자료: IR Book, 유진투자증권

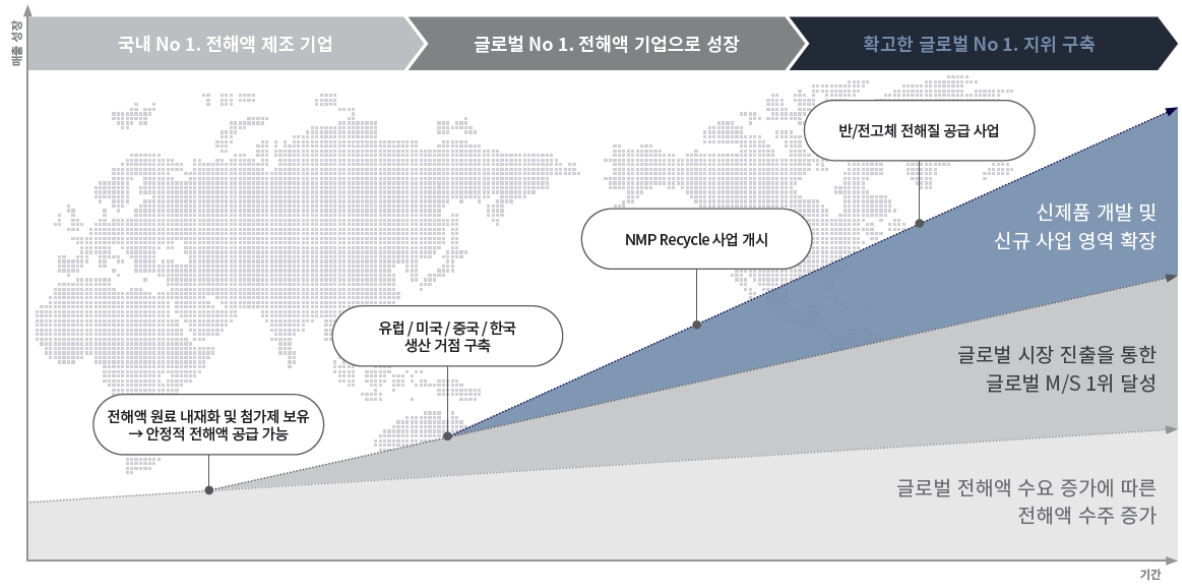
도표 27. 공장증설을 통한 현지 납품으로 본격적인 수익 실현 전망



자료: IR Book, 유진투자증권

2) 사업포트폴리오 다각화는 긍정적

도표 28. 핵심 경쟁력을 기반으로 글로벌 전해액 제조기업으로 도약



자료: IR Book, 유진투자증권

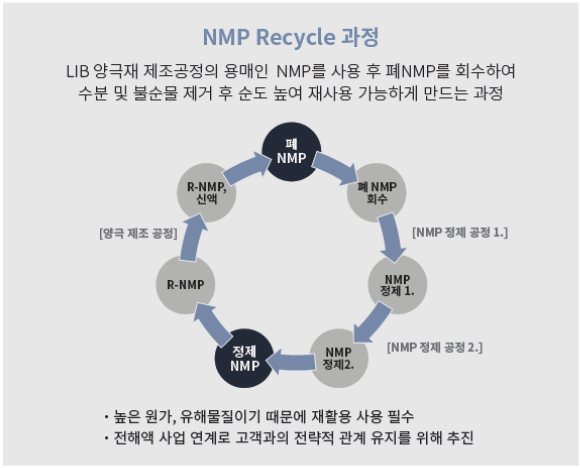
도표 29. 국책과제를 통한 연구개발로 2 차전지 시장 선도



자료: IR Book, 유진투자증권

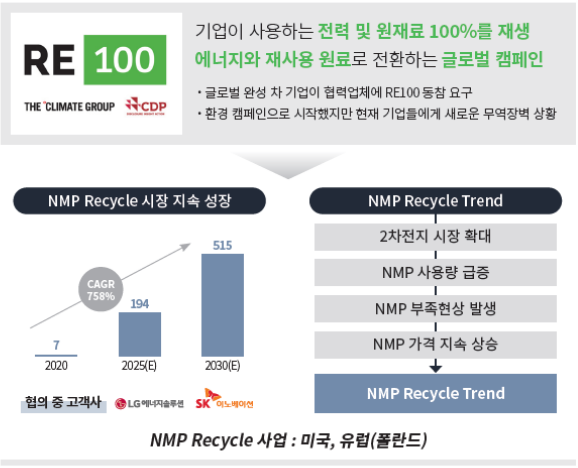
도표 30. 각 국 친환경 정책에 따라 NMP Recycle 사업으로 포트폴리오 다각화

NMP Recycle 사업



NMP : 양극재를 알루미늄 기재위에 코팅하는 과정에서 접착력을 높이기 위해 함께 섞어 코팅하는 양극재 바인더(PVDF)를 녹이는 용매

Renewable Energy 100% 캠페인

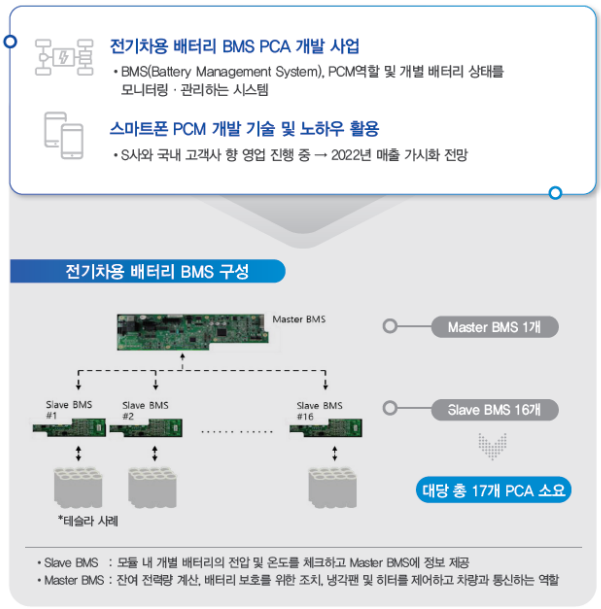


자료 : 엔켐

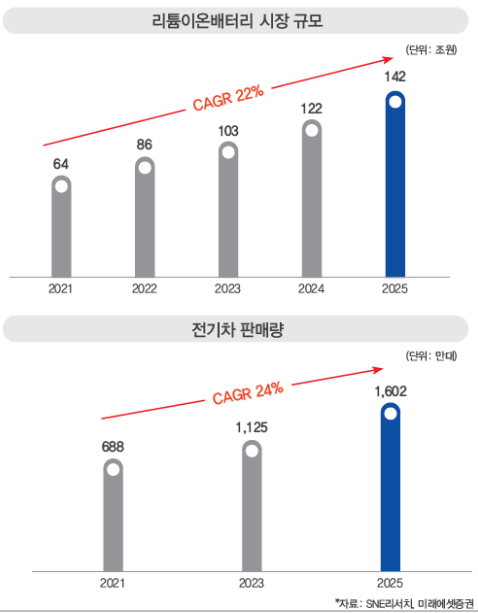
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 31. 미래성장 모멘텀: 자율주행 EV 사업 – 배터리 BMS 사업

사업 현황



세계 전기차 시장 전망



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)