

2026.06.25.

엔켐의 신용등급 하향:

BB+(N) → BB(N)

민원식 기업4실 선임연구원 02.368.5659 wsmin@korearatings.com	김경률 기업4실 책임연구원 02.368.5344 krkim@korearatings.com	이지웅 기업4실 실장 02.368.5475 jwlee@korearatings.com
---	---	--

한국기업평가(이하 'KR')는 2026년 6월 24일자로 (주)엔켐의 무보증사채 신용등급을 BB+에서 BB로 조정하고 등급 전망을 '부정적(Negative)'으로 부여하였다.

[표 1] 등급 조정 내역

회사명	대상채권	종전		금번	
		등급	Outlook	등급	Outlook
(주)엔켐	무보증사채	BB+	부정적	BB	부정적

1. 등급 조정 사유 (Key Rating Rationale)

금번 엔켐의 등급 하향조정은 1) 부정적 사업환경이 이어지며 매출이 감소하고 적자 규모가 크게 확대된 점, 2) 전환사채 자본 전환에도 차입금이 증가하고 재무안정성이 저하된 점, 3) 유럽과 미국 중심의 매출 증가에도 중단 기간 저조한 수익성이 이어질 전망이다 점, 4) 재무부담이 가중될 전망이고 유동성 대응 여부에 대한 모니터링이 필요한 점 등을 반영한 것이다.

1) 부정적 사업환경이 이어지며 매출이 감소하고 적자 규모가 크게 확대되었다.

2025년 연결기준 매출은 전년 대비 529억원 감소한 3,128억원을 기록하였다. 전방 전기차(EV) 수요 둔화와 중국 업체와의 경쟁 심화로 물량 증가가 제한적인 수준에 그쳤고, 리튬가 하락에 따른 판가 인하로 2022년 이후 매출 감소세가 이어지고 있다. 2026년 1분기에는 중국 신규 거래처 확보 효과로 매출이 전년 동기 대비 159억원 증가한 841억원을 기록하였으나 여전히 2023년 이전 대비 저조한 수준이다.

매출 감소와 함께 수익성 역시 악화되었다. 국내외 증설 투자가 이어진 가운데 전방 수요 둔화로 주요 공장의 가동률이 크게 하락하면서 고정비 부담이 확대되었다. 2025년 연결기준 133억원의 AMPC 보조금을 반영한 조정영업이익은 -784억원(조정영업이익률 -25.1%)을 기록하였고 2026년 1분기에는 -242억원(조정영업이익률 -28.8%)으로 대규모 적자가 이어지고 있다.

[표 2] 영업 수익성 추이 - 연결기준

(단위: 억원, %)

구분	2021	2022	2023	2024	2025	26.03
매출	2,143	5,098	4,247	3,657	3,128	841
매출원가	2,178	4,590	3,746	3,046	3,143	848
판관비	225	355	473	1,270	901	236
급여 및 인건비	49	100	234	341	296	60
유무형자산상각비	6	8	15	44	70	29
대손상각비	2	1	0	327	-106	3
EBIT	-260	154	28	-659	-917	-242
AMPC			23	155	133	-
조정영업이익	-260	154	51	-504	-784	-242
조정영업이익률	-12.1	3.0	1.2	-13.8	-25.1	-28.8

주) 1. 판관비 기타항목 기재 생략

2. 2023, 2024년 수치는 2026.03.23 기재정정 공시된 연결감사보고서 기준

3. 조정영업이익 = EBIT + 기타영업이익(AMPC 보조금)

자료) 연결감사보고서, 분기검토보고서

2) 전환사채 자본 전환에도 차입금이 증가하고 재무안정성이 저하되었다.

수익성 저하로 영업현금창출력이 약화되면서 투자 지출 축소에도 잉여현금흐름(FCF) 적자 기조가 지속되었다. 2025년 이후 주요 투자 프로젝트 취소, 연기로 CAPEX 부담은 줄어들었으나, 연결기준 FCF는 2025년 -196억 원, 2026년 1분기 -153억 원을 기록하였다. 또한 관계기업 및 공동기업 등 특수관계자에 대한 대여금 지급과 지분 취득 관련 자금부담도 지속되고 있어 전사 현금흐름은 외부 조달에 의존적인 구조를 보이고 있다.

동사는 2023년 이후 지속적인 전환사채 발행을 통해 자금을 조달하였으며, 일부 전환사채의 보통주 자본 전환을 통해 재무부담을 통제해 왔다. 그러나 2025년과 2026년 1분기 각각 520억원과 50억원의 전환사채가 자본 전환되었음에도 연결기준 순차입금이 2024년말 1,148억원에서 2025년말 1,846억원, 2026년 3월말 2,076억원으로 증가하였다. 차입부담이 확대된 가운데 AMPC 보조금을 반영한 조정EBITDA가 부(-)의 값을 기록하는 등 주요 커버리지 지표가 매우 미흡한 수준을 보이고 있고 대규모 당기손실도 지속되고 있어 전반적인 재무안정성이 저하된 것으로 판단된다.

[표 3] 주요 재무안정성 지표 - 연결기준

(단위: 억원, %, 배)

구분	2022	2023	2024	2025	26.03
OCF	312	88	-65	-687	-195
운전자본투자	672	-778	424	-695	-112
NCF	-360	867	-489	8	-83
자본적지출	901	1,136	546	204	69
배당	-	0	0	-	-
FCF	-1,261	-269	-1,035	-196	-153
영업자산의 처분	-	8	5	5	2
투자자산의 처분(net)	-786	-1,391	-1,278	-702	-8
기타(net)	-5	-68	46	0	8
ICF	-2,051	-1,720	-2,262	-892	-150
자산	6,802	8,869	11,598	11,075	11,240
부채	3,869	5,968	6,750	6,265	6,309
자본	2,934	2,901	4,848	4,810	4,931
총차입금	1,839	3,344	2,781	2,724	2,756
현금성자산	337	752	1,633	879	680
순차입금	1,502	2,592	1,148	1,846	2,076
부채비율	131.9	205.7	139.2	130.2	127.9
차입금의존도	27.0	37.7	24.0	24.6	24.5
조정EBIT/총금융비용	0.7	0.1	N.A.	N.A.	N.A.
조정EBITDA/총금융비용	1.0	0.4	N.A.	N.A.	N.A.
순차입금/조정EBITDA	7.1	14.8	N.A.	N.A.	N.A.

주) 기타비용 표기 생략
자료) 연결감사보고서

3) 유럽과 미국 중심의 매출 증가에도 중단기간 저조한 수익성이 이어질 전망이다.

핵심 시장인 미국에서 PFE(금지외국단체) 규정 충족을 위한 탈중국 수요 증가가 예상되고, 유럽에서도 역대 생산 장려 정책이 확대되고 있는 점을 감안하면 현지에 대규모 생산공장을 가동 중인 동사의 물량 확대가 가능할 것으로 전망된다. 매출 증가와 국내외 주요 공장의 가동률 회복으로 수익성도 점차 개선될 것으로 예상된다.

다만 2023년 이후 지속된 대규모 증설로 유휴 CAPA가 크게 확대되어 2026년 1분기 연결기준 평균 가동률이 8.7%에 불과한 점을 고려하면 고정비 부담을 충분히 상쇄하는 수준으로의 수익성 회복에는 시일이 소요될 것으로 전망된다. 미국 생산 물량에 연동된 AMPC 보조금 수취 확대가 수익성 회복에 긍정적으로 작용하겠으나 2027년 까지는 조정EBIT 기준 영업 적자가 이어질 것으로 예상된다.

4) 재무부담이 가중될 전망이고 유동성 대응 여부에 대한 모니터링이 필요하다.

주요 투자계획 축소로 CAPEX 부담은 감소하겠으나, 저조한 영업현금창출력을 감안하면 단기간 내 자체 현금흐름으로 재무부담을 완화하기는 어려울 것으로 전망된다. 이와 함께 전환사채 조기상환청구 가능성 및 이에 대한 대응 방안에 대해서도 모니터링이 필요하다. 2026년 3월말 제 14회 전환사채(권면총액 2,382억원, 조기상환청구 가능일 2026.11.29)를 포함한 전환사채 발행 권면총액은 2,760억원이며, 조기상환청구 가능일이 2027년 1월 내 모두 도래한다. 동일자 가용 현금성자산이 605억원에 불과하고 조정EBITDA도 부(-)의 값을 기록하고 있어 자체 상환여력이 크게 부족하다.

동사는 2026년 1분기 중 제 15, 16, 17회 전환사채를 추가 발행하여 292억원의 자금을 조달하였다. 그러나 조달 규모가 과소하고 해당 전환사채의 조기상환청구 가능일도 2027년 1월 내 도래하는 점을 감안하면 자구안 실행을 통한 추가 유동성 확보가 필요할 것으로 판단된다. 자구안 실행이 지연되거나 조달 규모가 부족할 경우 유동성 부담이 현실화되며 신용도 하방 압력이 확대될 수 있다.

[표 4] 발행 전환사채 내역- 연결기준

(단위: 억원, %)

구분	권면총액(억원)	발행일	만기일	조기상환청구 가능일	전환가격(원)
제11회	8	2023.05.11	2028.05.11	2025.05.11	73,305
제13회	78	2023.07.07	2028.07.07	2025.07.07	70,711
제14회	2,382	2024.11.29	2029.11.29	2026.11.29	140,800
제15회	187	2026.01.05	2029.01.05	2027.01.05	72,686
제16회	75	2026.01.29	2029.01.29	2027.01.29	63,833
제17회	30	2026.01.30	2029.01.30	2027.01.30	62,973
합계	2,760				

주) 2026년 3월말 기준
 자료) 분기검토보고서, 회사 제시

2. KR의 전망

1) Key Factor의 가정

KR은 동사의 향후 신용도 방향성에 있어 자구안 이행을 통한 유동성 대응과 영업현금창출력 개선이 Key Factor 가 될 것이라고 본다. 해당 Key Factor에 대한 가정은 다음과 같다.

- **자구안 이행을 통한 유동성 대응:** 2026년 11월 29일 조기상환청구 가능일이 도래하는 제 14회 전환사채 2,382 억원을 비롯해 총 권면총액 2,760억원에 대한 조기상환청구가 2027년 1월 내 도래할 예정이다. 동사는 상환대금 마련과 운영자금 조달을 위한 다양한 방식의 자금 조달을 계획하고 있다. 코스닥 상장사로서의 자본시장 접근성과 2026년 292억원의 신규 전환사채를 발행한 점 등을 감안하면 일정 수준의 자금조달력이 인정된다. 다만 2026년 내 조기상환청구 가능일이 도래하는 전환사채 규모가 2,468억원에 달하는 상황에서 이에 충분히 대응 가능한 규모의 유동성 확보가 가능할지에 대해서는 불확실성이 내재한다.
- **영업현금창출력 개선:** 단기간 자구안 이행을 통해 유동성 대응에 성공하더라도 재무부담의 추가 저하를 방어하기 위해서는 영업현금창출력 개선이 수반되어야 한다. 동사는 핵심 시장인 미국에서의 금지외국단체(PFE) 규정 적용에 따른 탈중국 수요 확보와 주거래처와의 협의를 통한 판가 인상을 추진하고 있다. 다만 EV 향 수요 부진에 따른 부정적 사업환경이 이어지는 상황에서 2026년 1분기 국내외 주요 공장의 평균 가동률이 8.4%에 불과한 점을 감안하면 고정비 부담을 충분히 상쇄하는 수준으로의 수익성 회복에는 시일이 소요될 것으로 전망된다.

2) 등급변동요인

미국과 유럽 중심의 물량 증가에도 불구하고 중단기간 고정비 부담으로 인한 저조한 수익성이 이어질 전망이다. 동사가 발행한 전환사채의 조기상환청구일자가 근시일 내 도래할 예정임에 따라 유동성 마련을 위한 다양한 자구안을 계획하고 있다. 자구안 이행 및 유동성 대응 가능 여부에 대한 불확실성이 내재하고 있으며, 향후에도 외부 차입에 의존적인 현금흐름이 이어질 것으로 예상된다.

[표 5] 등급변동요인

하향변동요인 BB(N) → BB-(S)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 신규 수주 물량 확보 부진 등으로 영업손실 기조 지속되는 경우 ✓ 유동성 대응능력의 현저한 저하
--------------------------	--

[유의사항]

- (1) 한국기업평가(주)(이하 ‘당사’)가 제공하는 신용등급은 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 분석 시점에서의 당사의 의견입니다. 또한, 당사가 제공하는 보고서 등의 제반 연구자료(이하 ‘간행물’)는 상기 특정 금융상품, 금융계약, 발행자 등의 상대적인 신용위험에 관한 당사 또는 필자 개인의 견해를 포함할 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 특별한 언급이 없는 한 신용위험을 제외한 다른 위험(금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험)에 대해서는 설명하지 않습니다. 또한 신용등급 및 간행물에 포함된 당사의 의견은 현재 또는 과거 사실에 관한 진술이 아니며, 당사 고유의 평가기준에 따라 평가대상의 미래 상황능력 등에 대해 예측한 독자적인 견해로서, 이러한 예측정보는 실제 결과치와 다를 수 있습니다. 신용등급 및 간행물은 환경변화 및 당사가 정한 기준에 따라 변경 또는 취소될 수 있습니다.
- (2) 신용등급 산출 및 간행물 발간(이하 ‘신용평가업무 등’)에 이용되는 모든 정보는 평가대상회사 또는 기관이 제출한 자료와 함께 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집된 자료에 근거하고 있으며, 당사는 제3자 요청 신용평가 등 예외적인 경우를 제외하고는 신용등급 산출 시 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인서를 평가대상회사 또는 기관으로부터 수령하고 있습니다. 당사는 평가대상회사 또는 기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제 하에 신용평가업무 등을 수행하고 있으며, 신용평가업무 등 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않습니다. 따라서 제공된 정보의 오류 및 사기, 허위에 따른 결과에 대해 당사는 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
- (3) 당사는 신용평가업무 등 과정에서 이용되는 정보에 대해 별도의 검증절차를 거치지 않았고, 분석자·분석도구 또는 기타요인에 의한 오류 발생 가능성이 있기 때문에 당사는 신용등급 및 간행물의 정확성 및 완전성을 보증하거나 확약하지 않습니다. 당사 간행물의 모든 정보들은 신용평가업무 등에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것으로 평가대상에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아니며, 법률에 의하여 인정되지 않는 이상 당사 신용등급 및 간행물 상의 정보이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 당사는 책임지지 않습니다.
- (4) 당사는 금융상품의 매매와 관련한 조언을 제공하거나 투자를 권유하지 않습니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 특정 유가증권의 매수, 매도 혹은 보유를 권유하는 정보가 아니며 시장 가격의 적정성에 대한 정보도 아닙니다. 당사의 신용등급 및 간행물은 그 내용으로 이용자의 투자결정을 대신할 수 없고 금융상품의 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로도 사용될 수 없습니다. 따라서 정보이용자들은 스스로 투자대상의 위험에 대해 분석하고 평가한 다음 그 결과에 따라 각자 투자에 대한 의사결정을 하여야만 합니다. 특히, 당사의 신용등급과 간행물은 시장 전문가를 일차적인 이용대상으로 하고 기본적으로 개인투자자에 의한 이용을 전제로 하고 있지 않아 이를 이용하여 개인투자자 스스로 투자의사결정을 내리는 것은 적절하지 않을 수 있으므로 사전에 반드시 외부전문기관의 도움을 구할 필요가 있습니다. 아울러, 공시되지 않은 신용등급이나 제3자 요청 신용평가에 따라 산출된 신용등급의 경우 신용평가 요청인 이외에는 해당 신용등급을 믿고 이용하여서는 안 된다는 점을 밝혀 둡니다.
- (5) 본 보고서의 내용은 필자의 개인의견으로 당사의 공식의견이 아닙니다.

Copyright 2026, Korea Ratings Corporation. All Rights Reserved. 서울특별시 영등포구 의사당대로 97 대표전화: 368-5500 FAX: 368-5353.

본 보고서에서 제공하는 모든 정보의 저작권은 한국기업평가(주)의 소유입니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 서면동의 없이 무단으로 전재되거나 복사, 인용(또는 재인용), 배포될 수 없습니다.