2차전지

2차전지

이안나
02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
SK 아이이테크놀로지	BUY (M)	144,000 (U)
더블유씨피	BUY (M)	128,000 (U)

여전히 투자매력도 높은 분리막

고객사 다변화 본격화되다

2023년 상반기까지는 양극재 중심 수주 모멘텀 지속. 하반기에는 양극재뿐 아니라 분리막 기업들의 고객사 다변화까지 본격화되고 있음. 6월 SKIET의 북미향 장기수주계약을 시작으로, 7월에도 SK온향 장기수주계약 진행. 특히, SK온향 장기수주계약은 일정 물량 이상은 SK온으로 공급하지 않겠다는 것이 핵심. 그만큼 많은 고객사들과의 협상이 이루어지고 있다는 의미. 이는 WCP도 삼성SDI 북미향 5년 장기공급계약을 시작으로 고객사 다변화 본격화될 것

정책 Risk? 어차피 탈중국 공급망 필요하다

미국 IRA 정책은 FEOC 등 세부안이 제대로 마련되어 있지 않아 분리막의 경우에도 중국 공급망 적용 가능성에 대한 시장의 우려가 있음. 미국 IRA 정책의 핵심은 에너지 패권 장악에 있기 때문에 장기적으로 탈중국 공급망 필수. 미국 내 부지가 있는 SEMCORP 등 중국 분리막 기업들의 건설 승인도 지연 중. 또한 분리막 특성상 원단(Bare film) 약 3년, 코팅 약 1.5년 등으로 총 4년 이상의 증설 기간 필요. 이에 셀 기업들은 탈중국 공급망 미리 확보할 필요 있음. 정책을 제외해도 셀 기업들은 미국 내 생산 비용 증가에 대비해 소재 공급망 다변화 필요. 이에 정책과 관계없이 분리막 기업들의 고객사 다변화는 진행될 수 밖에 없음

수익성 및 밸류에이션 매력도 높다

그동안 SK온 중심 저조한 가동률로 인해 SKIET의 수익성은 저조했으나 2Q23을 기점으로 흑자전환했으며, 주요 고객사 뿐 아니라 고객사 다변화로 인한 가동률 상승으로 향후 빠르게 이익률이 상승할 것으로 기대. WCP는 주요 고객사의 안정적인 가동률로 인해 20% 이상의 높은 영업이익률을 기록해왔음. 다른 소재 대비 수익성이 높을 뿐 아니라 하반기 수주 모멘텀이 강한 소재(양극재 등) 중 밸류에이션 매력도도 높음. 국내 양극재 기준, 2025년 EV/EBITDA Multiple 평균 33배 이상인 반면, 국내 분리막 2025년 EV/EBITDA Multiple 평균 13배에 불과. 높은 수익성 및 밸류에이션 매력도, 고객사 다변화 모멘텀까지 분리막 기업 투자매력도 여전히 높음

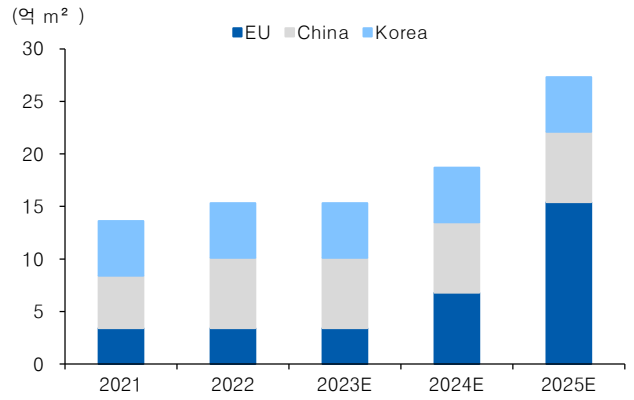
[표 1] 글로벌 분리막 기업별 고객사 추이

구분	LG 에너지솔루션	삼성 SDI	SK 온	파나소닉	CATL	BYD
창신신소재	O	O		O	+	+
Senior	O				O	O
Asahi		+		O	O	
Toray	+			O	O	
SKIET	O		+		O	
WCP		+				

주: + 메인고객사

자료: 유안타증권 리서치센터

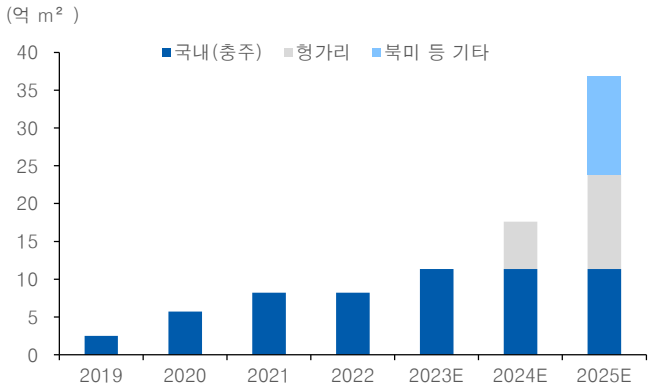
[그림 1] SKIET 생산능력 추이 및 전망



주: 북미 및 기타 계획은 아직 발표가 없어 반영하지 않음

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] WCP 생산능력 추이 및 전망



주: 북미 등 기타는 삼성SDI 향 북미 계약 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SK아이이테크놀로지 (361610)

2차전지

이안나
02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	144,000원 (U)
현재주가 (7/31)	107,300원
상승여력	34%

시가총액	76,502억원
총발행주식수	71,297,592주
60일 평균 거래대금	675억원
60일 평균 거래량	691,959주
52주 고	108,600원
52주 저	48,050원
외인지분율	8.76%
주요주주	SK 이노베이션 외 4인 61.20%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.8	38.8	31.2
상대	8.0	31.9	22.2
절대(달러환산)	14.6	45.7	33.7

이제부터 시작이다

고객사 다변화 본격화되다

동사는 2023년 6월 장기공급계약을 시작으로 7월 SK온 북미 및 기타 지역 계약까지 체결. SK온향 계약은 일정 물량 이상은 공급 의무가 없고, 그 이상 물량에 대해서는 다른 고객사 계약을 통해 다변화한다는 점에 의미가 있음. 특히, 일정 물량 밴드 폭이 넓지 않다는 점에서 다른 고객사 협상 물량이 많은 것으로 보임. 동사는 장기적으로 Captive 고객: 신규 고객 비중을 50:50으로 목표하고 있음. 대부분 북미향 고객으로 예상되는 만큼 장기수주계약을 통한 고객사 다변화에 이어 하반기 북미 증설 계획까지 이어질 것으로 기대

수익성 개선도 본격화되다

동사는 3분기 흑자전환이 예상되었으나, 2분기 흑자전환 달성. 2분기 비용 감소만으로 흑자전환을 기록한 만큼 3분기부터 Captive 고객사 판매량 증가가 반영된다면 하반기 수익성 빠르게 개선될 것으로 기대. 특히, 6월부터 시작된 장기공급계약 등으로 그동안 저조했던 폴란드 1공장 가동률에 대한 우려는 해소될 것으로 보임. 2건의 장기공급계약으로 이미 완공된 폴란드 2공장 가동률까지는 채워진 것으로 예상. 따라서 이후 추가 장기공급계약이 체결된다면 폴란드 3, 4공장에 이어 북미(하반기 발표 예정)까지 계획대로 증설이 진행될 것. 저조한 가동률로 인해 수익성이 악화되었던 만큼 2024년에는 폴란드 2공장 가동을 시작으로 외형성장 뿐 아니라 10% 이상의 영업이익률이 기대됨

동사에 대한 목표주가 144,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 144,000원으로 상향. 이는 글로벌 분리막 기업 2023~2025년 평균 EV/EBITDA에 30% 할인율 적용한 것. 동사는 2024년 폴란드 1, 2공장 가동률 상승 등으로 외형 및 이익 성장 기대(2Q23 기준 폴란드 1공장 약 70%대 가동률). 따라서 그동안 가동률에 대한 불확실성 해소+수익성 개선 본격화+고객사 다변화+밸류에이션 매력도까지 현 시점 주목해야 할 대표 분리막 기업

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,518	9.3	6.1	1,726	-12.1
영업이익	10	흑전	흑전	-15	165.8
세전계속사업이익	-41	적지	적전	-43	4.2
지배순이익	-36	적지	적전	-21	-73.6
영업이익률 (%)	0.7	흑전	흑전	-0.9	+1.6 %pt
지배순이익률 (%)	-2.4	적지	적전	-1.2	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	6,038	5,858	6,781	8,410
영업이익	892	-523	196	967
지배순이익	954	-297	300	929
PER	131.7	-230.3	255.3	82.3
PBR	5.9	3.1	3.4	3.3
EV/EBITDA	62.2	70.5	45.5	28.1
ROE	5.6	-1.4	1.4	4.1

자료: 유안타증권

[표 1] SKIET 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**134**	**139**	**135**	**177**	**143**	**152**	**153**	**230**	**586**	**678**	**841**
(% QoQ)	*-15*	*4*	*-3*	*31*	*-15*	*6*	*1*	*50*			
(% YoY)	*0*	*-11*	*-11*	*13*	*12*	*9*	*13*	*30*	*-3*	*16*	*24*
LiBS	134	139	135	177	143	152	153	230	585	678	839
FCW	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	2
영업이익	**-8**	**-12**	**-22**	**-10**	**-4**	**1**	**6**	**16**	**-52**	**20**	**97**
(% QoQ)	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*513*	*227*			
(% YoY)	*적전*	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*395*
LiBS	1	0	-14	-5	1.8	6	11	21	-18	40	107
FCW	-9	-12	-8	-5	-6	-5	-5	-5	-34	-20	-10
영업이익률	*-6*	*-9*	*-16*	*-6*	*-3*	*1*	*4*	*7*	*-9*	*3*	*12*

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 목표주가 144,000 원으로 상향

사업부문	단위	2025E	내용
EBITDA	십억원	417	← 글로벌 분리막 기업 2023~2025년 평균 EV/EBITDA 30% 할인
Target EV/EBITDA	x	30	
Total EV(기업가치) (1)	십억원	12,510	
순차입금 (2)	십억원	2,254	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	10,256	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	71	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	144,451	
목표주가	**원**	**144,000**	
현재주가(07/31)	원	107,300	
Upside	%	34	

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 아이이테크놀로지 (361610) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**6,038**	**5,858**	**6,781**	**8,410**	**10,933**
매출원가	4,118	5,290	5,934	7,129	9,184
매출총이익	1,920	568	847	1,281	1,749
판관비	1,028	1,091	652	314	383
영업이익	**892**	**-523**	**196**	**967**	**1,367**
EBITDA	2,069	1,036	1,945	3,293	4,171
영업외손익	224	177	140	75	-24
외환관련손익	201	-145	195	88	46
이자손익	-77	19	-145	-132	-188
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	100	303	91	118	118
법인세비용차감전순손익	1,116	-346	336	1,042	1,343
법인세비용	162	-49	36	113	145
계속사업순손익	954	-297	300	929	1,197
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	954	-297	300	929	1,197
지배지분순이익	**954**	**-297**	**300**	**929**	**1,197**
포괄순이익	1,207	-420	1,085	929	1,197
지배지분포괄이익	1,207	-420	1,085	929	1,197

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**1,094**	**206**	**1,380**	**4,588**	**2,614**
당기순이익	954	-297	300	929	1,197
감가상각비	1,138	1,505	1,703	2,295	2,787
외환손익	-143	-204	-204	-88	-46
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-508	-693	-577	1,086	-1,676
기타현금흐름	-347	-105	159	367	352
투자활동 현금흐름	**-11,925**	**-832**	**-907**	**-279**	**-1,304**
투자자산	0	0	497	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,010	-7,544	-7,757	-8,000	-8,400
유형자산 감소	21	20	2	0	0
기타현금흐름	-5,936	6,693	6,351	7,721	7,096
재무활동 현금흐름	**11,110**	**2,907**	**3,429**	**4,534**	**7,240**
단기차입금	-71	252	399	800	250
사채 및 장기차입금	2,314	2,666	3,040	3,744	7,000
자본	8,872	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	-11	-10	-10	-10
연결범위변동 등 기타	-4	-11	-7,031	-8,297	-8,399
현금의 증감	**275**	**2,270**	**-3,130**	**547**	**152**
기초 현금	2,082	2,357	4,627	1,497	2,044
기말 현금	2,357	4,627	1,497	2,044	2,195
NOPLAT	**892**	**-523**	**196**	**967**	**1,367**
FCF	**-4,916**	**-7,339**	**-6,377**	**-3,412**	**-5,786**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**12,394**	**8,535**	**5,912**	**5,696**	**8,562**
현금및현금성자산	2,357	4,627	1,497	2,043	2,195
매출채권 및 기타채권	1,233	1,388	1,797	1,450	2,495
재고자산	923	1,126	1,779	1,385	2,430
비유동자산	19,451	26,438	32,928	38,642	44,238
유형자산	18,860	25,606	32,316	38,021	43,635
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	178	85	76	76	76
자산총계	**31,845**	**34,973**	**38,840**	**44,338**	**52,800**
유동부채	5,010	4,525	7,972	8,795	9,060
매입채무 및 기타채무	1,800	2,728	2,302	2,326	2,340
단기차입금	0	243	654	1,454	1,704
유동성장기부채	3,028	1,387	4,883	4,883	4,883
비유동부채	4,674	8,702	8,448	12,192	19,192
장기차입금	4,656	8,681	8,435	12,180	19,180
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**9,683**	**13,227**	**16,419**	**20,987**	**28,252**
지배지분	22,162	21,747	22,421	23,351	24,548
자본금	713	713	713	713	713
자본잉여금	18,968	18,968	18,968	18,968	18,968
이익잉여금	2,470	2,169	2,471	3,400	4,597
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**22,162**	**21,747**	**22,421**	**23,351**	**24,548**
순차입금	**-2,159**	**4,747**	**12,072**	**16,071**	**22,544**
총차입금	7,685	10,317	13,978	18,523	25,773

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

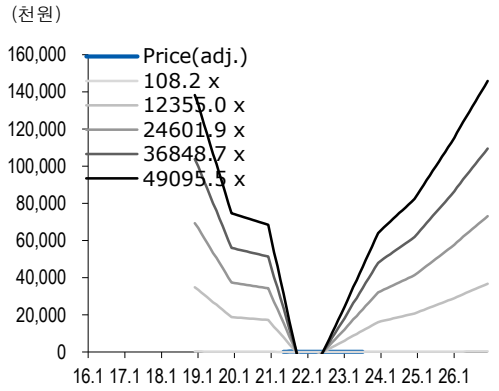
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,393	-416	420	1,303	1,680
BPS	31,084	30,501	31,447	32,751	34,431
EBITDAPS	3,023	1,453	2,728	4,619	5,849
SPS	8,822	8,216	9,510	11,796	15,334
DPS	0	0	0	0	0
PER	**131.7**	**-230.3**	**255.3**	**82.3**	**63.9**
PBR	**5.9**	**3.1**	**3.4**	**3.3**	**3.1**
EV/EBITDA	**62.2**	**70.5**	**45.5**	**28.1**	**23.7**
PSR	**20.8**	**11.7**	**11.3**	**9.1**	**7.0**

재무비율 (단위: 배, %)

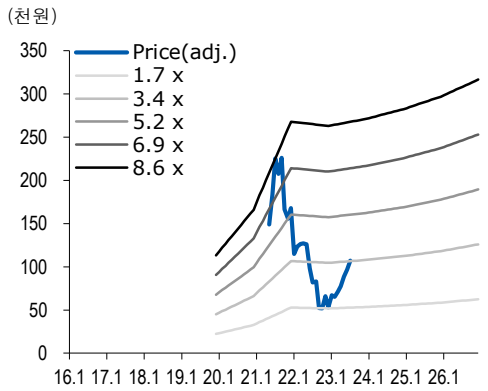
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**28.7**	**-3.0**	**15.8**	**24.0**	**30.0**
영업이익 증가율 (%)	**-28.8**	**적전**	**흑전**	**394.4**	**41.3**
지배순이익 증가율 (%)	**8.2**	**적전**	**흑전**	**210.1**	**28.9**
매출총이익률 (%)	31.8	9.7	12.5	15.2	16.0
영업이익률 (%)	**14.8**	**-8.9**	**2.9**	**11.5**	**12.5**
지배순이익률 (%)	15.8	-5.1	4.4	11.0	11.0
EBITDA 마진 (%)	34.3	17.7	28.7	39.2	38.1
ROIC	4.6	-2.0	0.6	2.4	2.9
ROA	3.7	-0.9	0.8	2.2	2.5
ROE	**5.6**	**-1.4**	**1.4**	**4.1**	**5.0**
부채비율 (%)	43.7	60.8	73.2	89.9	115.1
순차입금/자기자본 (%)	-9.7	21.8	53.8	68.8	91.8
영업이익/금융비용 (배)	5.6	-2.5	0.8	4.8	4.9

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

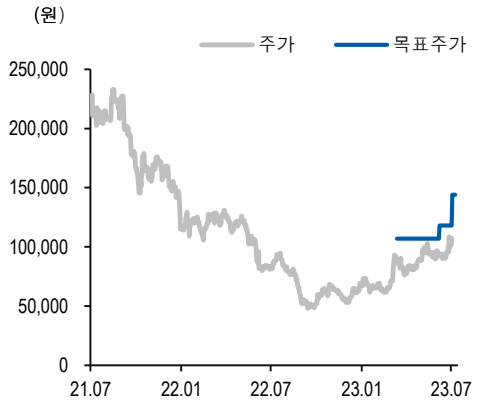
P/E band chart



P/B band chart



SK 아이이테크놀로지 (361610) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-01	BUY	144,000	1년		
2023-07-06	BUY	118,000	1년	-18.82	-7.97
2023-04-11	BUY	107,000	1년	-17.48	-3.74
2022-05-11	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-
2021-05-11	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

더블유씨피 (393890)

2차전지

이안나
02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	128,000원 (U)
현재주가 (7/31)	86,000원
상승여력	49%

시가총액	28,979억원
총발행주식수	33,696,518주
60일 평균 거래대금	284억원
60일 평균 거래량	420,684주
52주 고	86,000원
52주 저	39,750원
외인지분율	5.19%
주요주주	W-SCOPE Corporation 35.91%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.8	87.0	0.0
상대	9.3	68.4	0.0
절대(달러환산)	21.8	96.2	0.0

밸류에이션 매력도+모멘텀까지

2Q23 컨센 부합 실적 기록

동사는 2023년 2분기 매출액 760억원(+1% qoq, +21% yoy), 영업이익 167억원(OPM 22%, +4 qoq, +13% yoy)으로 컨센서스(영업이익 170억원) 대비 부합하는 실적 기록. 2분기 원형 분리막 수요는 전방 수요 감소로 제한적이었으나 주요 고객 자동차 분리막의 견조한 수요로 인해 22%의 영업이익률 기록

하반기 고객사 다변화 및 북미 진출 발표 주목

동사는 3분기, 오창 공장 코팅라인 인수 및 제품 테스트 비용, 생산 증대로 인한 라인 개조 비용 등으로 2분기 대비 영업이익 감소가 예상. 2024년 하반기부터 헝가리 공장 양산이 시작되면서 증가하는 고정비로 인해 향후 수익성 악화에 대한 우려 있음. 그러나 주요 고객사의 안정적인 가동률 및 큰 폭으로 증가하는 외형성장으로 인해 연간 20% 이상의 영업이익률은 유지할 것으로 예상. 또한 삼성SDI 북미향 5년 장기공급계약을 시작으로 고객사 다변화 본격화될 것으로 기대. 유럽, 동남아, 중국, 북미 포함 장기 공급계약 발표가 이어질 것으로 예상되며 하반기 북미 진출 발표까지 관련 모멘텀도 큰 상황

동사에 대한 목표주가 128,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가 128,000원으로 상향 조정. 이는 2024년 EBITDA에 국내 분리막 기업 2023~2024년 평균EV/EBITDA Multiple 30배 적용한 것. 동사는 높은 수익성 및 밸류에이션 매력도 뿐 아니라 수주 모멘텀까지 이어져 투자 매력도 높음. 2025년 기준 EV/EBITDA 16배 수준으로 2023~2025년 연평균 성장률 28%를 고려하면 2025년 기준 EV/EBITDA 28배까지도 업사이드 여력이 있다는 판단

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	760	21.2	1.2	779	-2.5
영업이익	167	13.3	3.9	171	-2.6
세전계속사업이익	189	-10.2	-23.3	166	13.9
지배순이익	170	-21.0	-22.9		
영업이익률 (%)	22.0	-1.5 %pt	+0.6 %pt	22.0	0
지배순이익률 (%)	22.3	-12.0 %pt	-7.0 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,855	2,575	3,211	4,109
영업이익	405	580	624	722
지배순이익	-100	553	646	679
PER	-	24.5	44.9	42.7
PBR	-	1.7	2.7	2.4
EV/EBITDA	-	13.7	24.2	19.8
ROE	-4.9	8.2	6.5	6.0

자료: 유안타증권

[표 1] 2Q23 실적 Review (단위: 십억원)

구분	2Q22	1Q23	2Q23P	% QoQ	% YoY	당사 전망치	차이	Consensus	차이
매출액	63	75	76	1%	21%	79	-3	78	-2
영업이익	15	16	17	4%	13%	17	-1	17	0
영업이익률	24%	21%	22%	1%p	-2%p	22%	0%p	22%	0%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] WCP 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	75	76	85	85	82	95	107	127	321	411	535
% QoQ	*-1*	*1*	*12*	*1*	*-4*	*15*	*13*	*19*			
% YoY	*37*	*21*	*32*	*12*	*9*	*24*	*26*	*49*	*25*	*28*	*30*
매출원가	56	57	63	70	65	75	84	101	246	324	427
매출총이익	19	20	22	15	17	20	23	27	75	87	108
판관비	3	3	8	0	3	3	4	4	13	14	19
영업이익	16	17	14	15	14	17	19	23	62	72	89
% QoQ	*-26*	*4*	*-14*	*6*	*-9*	*21*	*12*	*19*			
% YoY	*387*	*13*	*-22*	*-29*	*-13*	*1*	*32*	*47*	*8*	*16*	*24*
OPM(%)	*21*	*22*	*17*	*18*	*17*	*18*	*18*	*18*	*19*	*18*	*17*

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 목표주가 128,000 원으로 상향

사업부문	단위	2024E	내용
EBITDA	십억원	138	
Target EV/EBITDA	x	30	← 국내 분리막 기업 2023~2024년 평균 EV/EBITDA
Total EV(기업가치) (1)	십억원	4,153	
순차입금 (2)	십억원	-163	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	4,316	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	34	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	128,077	
목표주가	원	128,000	
현재주가(07/31)	원	86,000	
Upside	%	49	

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유씨피 (393890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**1,855**	**2,575**	**3,211**	**4,109**	**5,353**
매출원가	1,352	1,890	2,457	3,244	4,272
매출총이익	503	684	755	866	1,081
판관비	98	104	130	144	187
영업이익	**405**	**580**	**624**	**722**	**894**
EBITDA	725	1,026	1,130	1,384	1,700
영업외손익	-513	37	105	49	-66
외환관련손익	84	23	78	30	-67
이자손익	-87	13	9	1	-17
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-510	1	18	18	18
법인세비용차감전순손익	-109	617	729	771	827
법인세비용	-9	65	84	92	99
계속사업순손익	-100	553	646	679	729
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-100	553	646	679	729
지배지분순이익	**-100**	**553**	**646**	**679**	**729**
포괄순이익	-100	534	1,265	1,298	717
지배지분포괄이익	-100	534	1,265	1,298	717

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**857**	**337**	**966**	**1,299**	**1,804**
당기순이익	-100	553	646	679	729
감가상각비	313	436	496	655	801
외환손익	-5	108	-52	-30	67
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	97	-813	-170	-32	183
기타현금흐름	553	53	46	28	25
투자활동 현금흐름	**-408**	**-2,453**	**-1,839**	**-1,914**	**-2,000**
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-595	-2,450	-1,838	-1,914	-2,000
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	187	-3	0	0	0
재무활동 현금흐름	**418**	**4,014**	**-111**	**381**	**721**
단기차입금	50	40	-100	200	500
사채 및 장기차입금	370	-175	-25	160	200
자본	0	4,151	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-2	14	21	21
연결범위변동 등 기타	0	-37	496	608	-109
현금의 증감	**867**	**1,862**	**-488**	**374**	**417**
기초 현금	115	982	2,843	2,355	2,729
기말 현금	982	2,843	2,355	2,729	3,146
NOPLAT	**405**	**580**	**624**	**722**	**894**
FCF	**262**	**-2,112**	**-873**	**-615**	**-196**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**2,145**	**4,770**	**4,634**	**5,114**	**5,547**
현금및현금성자산	982	2,843	2,355	2,730	3,146
매출채권 및 기타채권	908	1,382	1,656	1,644	1,567
재고자산	243	508	553	670	765
비유동자산	4,155	6,012	7,537	8,789	9,983
유형자산	3,939	5,832	7,367	8,626	9,825
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	**6,300**	**10,782**	**12,171**	**13,903**	**15,530**
유동부채	1,283	1,152	1,290	1,562	2,261
매입채무 및 기타채무	576	501	718	790	989
단기차입금	50	515	415	615	1,115
유동성장기부채	175	102	102	102	102
비유동부채	960	284	270	430	630
장기차입금	775	250	225	385	585
사채	142	0	0	0	0
부채총계	**2,243**	**1,436**	**1,559**	**1,992**	**2,891**
지배지분	4,058	9,346	10,612	11,910	12,639
자본금	124	168	168	168	168
자본잉여금	4,515	9,225	8,725	8,725	8,725
이익잉여금	-581	-23	1,119	1,798	2,527
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**4,058**	**9,346**	**10,612**	**11,910**	**12,639**
순차입금	**297**	**-1,974**	**-1,615**	**-1,629**	**-1,345**
총차입금	1,279	869	745	1,105	1,805

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

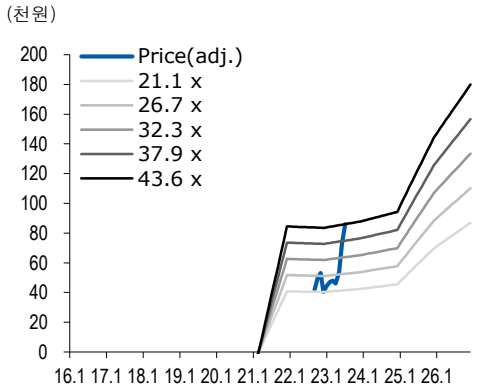
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-566	1,938	1,916	2,014	2,163
BPS	16,427	27,737	31,492	35,345	37,508
EBITDAPS	4,119	3,598	3,353	4,108	5,044
SPS	10,537	9,031	9,530	12,195	15,885
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-**	**24.5**	**44.9**	**42.7**	**39.8**
PBR	**-**	**1.7**	**2.7**	**2.4**	**2.3**
EV/EBITDA	**-**	**13.7**	**24.2**	**19.8**	**16.3**
PSR	**-**	**5.3**	**9.0**	**7.1**	**5.4**

재무비율 (단위: 배, %)

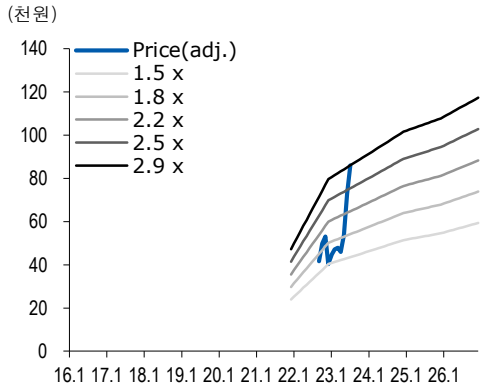
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**0.0**	**38.8**	**24.7**	**28.0**	**30.3**
영업이익 증가율 (%)	**na**	**43.4**	**7.6**	**15.6**	**23.8**
지배순이익 증가율 (%)	**na**	**흑전**	**16.8**	**5.1**	**7.4**
매출총이익률 (%)	27.1	26.6	23.5	21.1	20.2
영업이익률 (%)	**21.8**	**22.5**	**19.4**	**17.6**	**16.7**
지배순이익률 (%)	-5.4	21.5	20.1	16.5	13.6
EBITDA 마진 (%)	39.1	39.8	35.2	33.7	31.8
ROIC	16.3	8.8	6.8	6.7	7.4
ROA	-3.2	6.5	5.6	5.2	5.0
ROE	**-4.9**	**8.2**	**6.5**	**6.0**	**5.9**
부채비율 (%)	55.3	15.4	14.7	16.7	22.9
순차입금/자기자본 (%)	7.3	-21.1	-15.2	-13.7	-10.6
영업이익/금융비용 (배)	4.4	86.3	22.3	19.1	14.5

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

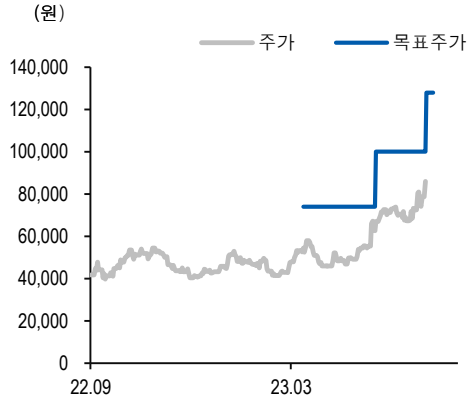
P/E band chart



P/B band chart



더블유씨피 (393890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-01	BUY	128,000	1년		
2023-06-16	BUY	100,000	1년	-27.61	-14.00
2023-04-11	BUY	74,000	1년	-29.41	-9.19

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.