배터리 (비중확대/유지)

2023.5.9

분리막: 안정적 분기 실적 방향성 + 중장기 Shortage 초입

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com 최유진 choi.yoojin@miraeasset.com

분리막 업체 1Q23 견조한 실적 달성 분기 실적 방향성이 편하다

SKIET, WCP 1Q23 영업이익 컨센서스 소폭 상회하는 견조한 실적 달성

- SKIET 목표주가 12.5만원으로 상향 조정. WCP 목표주가 10만원으로 상향 조정
- SKIET: 1Q23 영업적자 -37억원(적자축소 QoQ) 기록. 폴란드 라인 가동률 상승 및 유틸리티 비용 부담 완화되며 분리막 흑자 전환 성공. 2Q23 전사 기준 영업흑자 예상
- WCP: 1Q23 영업이익 161억원(-26% QoQ). 시장 예상 수익성 상회. 소형 배터리 향 수요 부진에도 EV 향 매출 비중 확대되며 비수기임에도 견조한 실적 추이 지속 중
- 분리막 업체는 상대적으로 안정적인 분기 매출 및 영업이익 성장이 지속될 것으로 판단하는데 이는 1) 판가가 원재료 가격과 연동되지 않는 배터리 소재이며, 2) 주요 원가 부담으로 작용하던 전력비 등이 점진적으로 안정화되고 있기 때문

중장기 Shortage 초입

IRA가 촉발한 북미 시장 중장기 분리막 Shortage

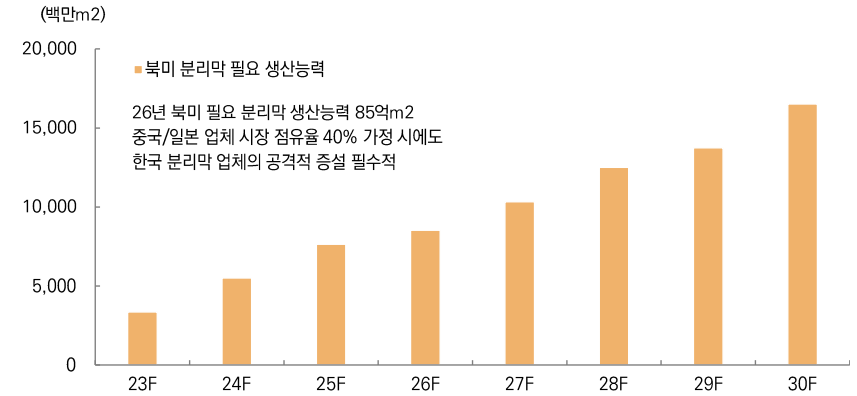
- 지난 3월 말 IRA 세부 항목 발표, 분리막 '배터리 부품'에 포함되어 북미 증설 필수적
- 중국 및 일본 업체의 시장 진입(점유율 40%)를 가정하더라도, 한국 분리막 양사가 26년까지 준비해야하는 북미 분리막 생산능력은 50억m2 수준
- IRA 우려 국가 발표에 따른 중장기 사업 불확실성으로 중국 업체 공격적 진입 제한적으로 판단. 일본 경쟁사들의 경우 한국 대비 생산원가 열위 → 전반적인 원가 상승이 예상되는 북미 시장으로의 공격적인 진출 제한적일 것으로 판단
- 또한 최근 리튬 가격 하락으로 배터리 원가에서 분리막이 차지하는 비중 상승할 것으로 전망 → IRA 보조금 획득을 위한 원가 비중 계산에서 분리막 중요도 높아질 것
- 수급 불확실성이 높은 고객은 LGES. LGES 북미 생산능력 가정 시, 26년 필요 분리막 생산능력은 33억m2. 중국 및 일본 분리막 사용 비중 높았으나, 1) IRA 불확실성, 2) 일본 대비 생산원가 우위 감안 시, 한국 분리막 업체로의 다원화 본격화 전망

18년~21년. 중국 경쟁사 밸류에이션 확장 구간과 유사

중국 경쟁사 대비 프리미엄 유효. 중국 경쟁사 18~21년 4개년 멀티플 확장 구간에 주목

- Yunnan New Materials 18~21년 12개월 선행 EV/EBITDA 평균 22배. 중국 업황 호조 및 실적 성장 지속되며 18년 초 16배 → 21년말 40배까지 확장. 현 시점 한국 분리막 업체 유사한 구간에 진입하고 있다고 판단. 멀티플 확장 국면 지속 예상

IRA로 인하여 분리막 북미 증설 필수. 중국/일본 업체 진입 가정 시에도 절대적으로 부족한 물량과 시간



자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

표 1. 북미 지역 EV 배터리 용 분리막 수요/공급 예상. 중국/일본 업체 시장 진입 가정 시에도 공격적인 증설 필요한 상황

	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F	30F	비고
북미 시장 자동차	17,079	17,933	18,829	19,017	19,208	19,400	19,594	19,790	
북미 시장 EV 판매	2,220	3,228	4,331	5,135	6,146	7,372	8,817	10,489	25년부터 연평균 20% 증가 보수적 가정
북미 시장 EV 침투율	13	18	23	27	32	38	45	53	
북미 시장 대당 탑재량(kwh/대)	80	91	94	97	98	99	100	101	
북미 배터리 수요량	179	294	408	496	601	728	880	1,057	
북미 분리막 수요량	2,144	3,527	4,895	5,459	6,612	8,009	8,796	10,568	
필요 디자인 생산능력(수율, 가동률 80% 가정)									
북미 배터리 셀(Gwh)	279	459	637	775	939	1,138	1,374	1,651	
북미 분리막(백만m2)	3,350	5,512	7,648	8,530	10,331	12,514	13,743	16,512	미국 지역 증설 필수
공급									
중국 업체 + 도레이 등 M/S 40% 가정				3,412	4,132	5,006	5,497	6,605	일본 및 중국 업체 공격적인 북미 시장 침투 제한적 1) 중국 업체: IRA 등으로 인한 불확실성 존재 2) 일본 업체: 한국 업체 대비 생산 원가 열위
SKIET + WCP M/S 60% 가정				5,118	6,198	7,509	8,246	9,907	한국 업체 시장 점유율 60% 가정 시, 양사가 26년 연말 준비되어야 하는 북미 생산능력 50억m2

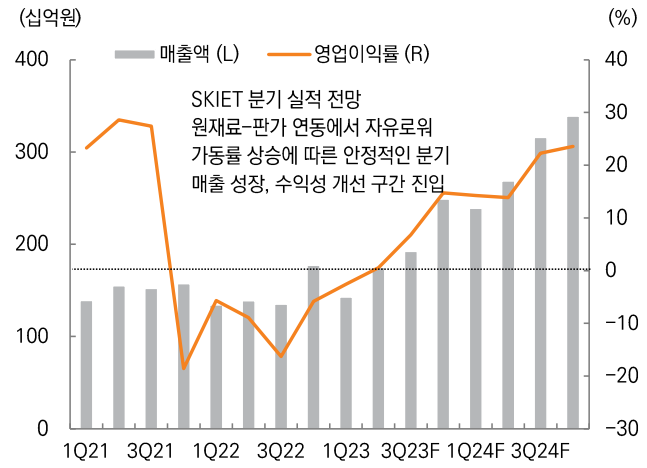
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. LG에너지솔루션 북미 생산능력과 필요 분리막 생산능력

		2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
LGES	미국 미시간	4	4	4	34	34	34
	미국 오하이오 (GM1)		35	35	50	50	50
	미국 테네시 (GM2)			35	35	50	50
	미국 미시건 (GM3)				40	50	50
	미국 오하이오 (혼다 JV)						40
	미국 조지아 (현대차JV)						35
	캐나다 온타리오 (Stellantis)					45	45
LGES 북미 생산능력(연말)		4	39	74	159	229	304
LGES 북미 분리막 필요 생산능력(연말)		48	468	888	1,908	2,748	3,344

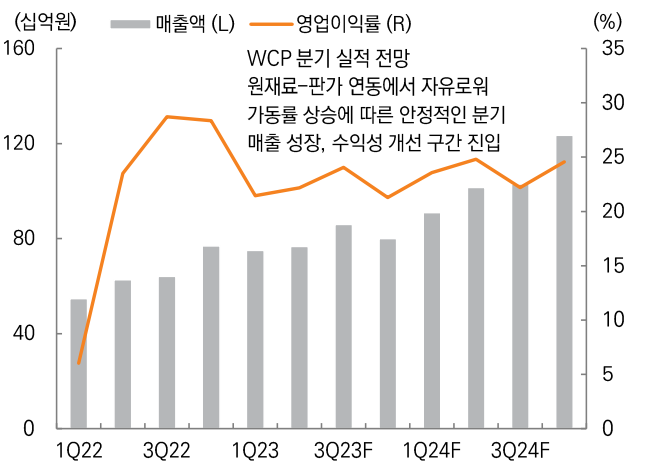
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. SK아이이테크놀로지 분기 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. WCP 분기 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY ANALYSIS

SK아이이테크놀로지 (361610)

2023.5.9

안정적인 증익 구간 진입. 목표주가 상향

매수
(유지)
목표가: 125,000원 ▲
상승여력: 48.5%

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com 최유진 choi.yoojin@miraeasset.com

목표주가 12.5만원으로 상향

목표주가 12.5만원으로 상향 조정

- 목표주가 산정에 사용하는 EBITDA 24년 → 25년으로 변경. Target EV/EBITDA 17배 적용 유지. 중국 및 일본 경쟁사 대비 할증 구간 지속될 것으로 전망
- 분기 실적 방향성 분명. 섹터 내 타 제품과 다르게 분리막은 원재료 가격 변동성과 무관. Q(출하량) 및 가동률 상승에 따른 고정비 레버리지 본격화될 것으로 전망
- 지난 3월 IRA 세부결과 발표에 따라 전방 고객사들의 북미 지역 내 분리막 벤더 필수적인 상황에 직면. 국내 배터리 셀 고객사뿐만 아니라 자체 배터리 생산을 타겟하고 있는 OEM 향으로의 고객 다변화 본격화될 것으로 판단
- 미국 시장 내에서 중국 및 일본 업체 대비 점유율 확보가 유리할 것으로 전망하는데 이는 1) IRA로 인한 정치적 불확실성 잔존, 2) 일본 업체 대비 생산원가 우위 때문

1Q23 Review

영업적자 37억원(적자축소 QoQ) 기록. 점진적으로 개선되는 펀더멘탈

- 1Q23 중 발생했던 주요 고객사 북미 라인의 일시적 이슈로 출하량은 예상대비 부진하였으나, 폴란드 라인 중심의 원가 개선 시작되며, 분리막 영업흑자 전환 성공
- 2Q23 전사 BEP 전망. 1) SKON 향 출하 증가 본격화(폴란드 가동률 상승 지속), 2) 2분기 중국 업황 개선으로 매출 성장 및 수익성 개선 지속될 것으로 예상

중국 대비 프리미엄 유효 멀티플 확장 구간 진입

중국 경쟁사 대비 멀티플 할증 구간 지속될 것으로 전망. 멀티플 확장 구간 진입

- 분리막에서도 '선수주 후증설(중장기 공급 계약)' 시스템 도입 본격화 전망. 1) 북미 증설 시 높아지는 단위당 CAPEX, 2) 높은 고정비 구조로 인한 선물량 확보(가동률 유지)가 중요해지고 있기 때문
- 수주(중장기 공급계약)이 시작되었던 '20년도 하이니켈 양극재'와 유사한 구간으로 판단. 단 중국 업체의 미국 진출 여부는 향후 면밀한 관찰 필요할 것

Key data



현재주가(23/5/8,원)	84,200	시가총액(십억원)	6,003
영업이익(23F,십억원)	47	발행주식수(백만주)	71
Consensus 영업이익(23F,십억원)	20	유동주식비율(%)	35.8
EPS 성장률(23F,%)	-	외국인 보유비중(%)	6.9
P/E(23F,x)	125.1	베타(12M) 일간수익률	2.18
MKT P/E(23F,x)	15.0	52주 최저가(원)	48,050
KOSPI	2,513.21	52주 최고가(원)	126,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	42.5	-30.4
상대주가	-9.5	36.0	-26.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	469	604	586	760	1,163	1,525
영업이익 (십억원)	125	89	-52	47	221	347
영업이익률 (%)	26.7	14.7	-8.9	6.2	19.0	22.8
순이익 (십억원)	88	95	-30	48	203	303
EPS (원)	1,521	1,393	-416	673	2,851	4,248
ROE (%)	11.0	5.6	-1.4	2.2	8.7	11.8
P/E (배)	-	120.6	-	125.1	29.5	19.8
P/B (배)	-	5.4	1.7	2.7	2.5	2.2
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK아이이테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

표 3. SK아이이테크놀로지 2023년 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (십억원, %, %p)

	1Q22	4Q22	1Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	134	177	143	155	154	6.5	-19.4
영업이익	-8	-10	-4	-7	-8	적지	적지
영업이익률	-5.7	-5.8	-2.6	-4.5	-5.2	적지	적지
세전이익	14	-10	5	-4	-6	-63.0	흑전
순이익	8	10	5	-3	-6	-37.8	-50.6

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

표 4. SK아이이테크놀로지 목표주가 산정

		비고
2025F EBITDA (십억원)	630	적용 EBITDA 시점 24년 -> 25년으로 변경
Target EV/EBITDA (x)	17.0	Target EV/EBIDA 기존 유지. 중국 대비 할증 구간 지속
적정 사업가치(십억원)	10,710	
순 차입금 예상(25년)	1,581	
주식 수(주)	71,298	
목표주가 (원)	125,000	
현재주가 (원)	84,200	
상승여력 (%)	48.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. SK아이이테크놀로지 분기 실적 추정 및 전망 (십억원, %)

	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23F	24F	25F
매출액	143.0	175.1	192.4	249.0	239.0	268.7	316.0	338.9	335.2	368.8	409.4	411.6	759.5	1,162.6	1,525.0
영업이익	-3.7	1.0	13.0	36.7	34.0	37.2	70.4	79.8	82.9	91.7	93.8	79.1	47.0	221.4	347.4
세전이익	5.2	1.0	12.7	34.4	38.6	41.6	73.9	82.4	84.9	93.4	94.8	79.1	53.3	236.4	352.2
당기순이익	4.7	0.9	11.4	31.0	33.2	35.7	63.6	70.8	73.0	80.3	81.5	68.0	48.0	203.3	302.9
영업이익률	-2.6	0.6	6.8	14.7	14.2	13.8	22.3	23.6	24.7	24.9	22.9	19.2	6.2	19.0	22.8
세전이익률	3.7	0.6	6.6	13.8	16.1	15.5	23.4	24.3	25.3	25.3	23.2	19.2	7.0	20.3	23.1
순이익률	3.3	0.5	5.9	12.4	13.9	13.3	20.1	20.9	21.8	21.8	19.9	16.5	6.3	17.5	19.9
증감률(QoQ/YoY)															
매출액	-19.4	22.5	9.9	29.4	-4.0	12.4	17.6	7.2	-1.1	10.0	11.0	0.5	29.7	53.1	31.2
영업이익	적지	흑전	1,240.1	181.6	-7.3	9.4	89.1	13.5	3.8	10.6	2.3	-15.6	흑전	371.2	56.9
세전이익	흑전	-80.3	1,130.1	171.6	12.1	7.8	77.9	11.4	3.0	10.1	1.5	-16.6	흑전	343.4	49.0
당기순이익	-50.6	-80.3	1,130.1	171.6	7.1	7.8	77.9	11.4	3.0	10.1	1.5	-16.6	흑전	323.7	49.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 (361610)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**586**	**760**	**1,163**	**1,525**
매출원가	**529**	**593**	**790**	**996**
매출총이익	**57**	**167**	**373**	**529**
판매비와관리비	**109**	**119**	**151**	**181**
조정영업이익	**-52**	**47**	**221**	**347**
영업이익	**-52**	**47**	**221**	**347**
비영업손익	**17**	**6**	**15**	**5**
금융손익	2	1	-13	-23
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-35	53	236	352
계속사업법인세비용	-5	5	33	49
계속사업이익	-30	48	203	303
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-30**	**48**	**203**	**303**
지배주주	-30	48	203	303
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-42**	**48**	**203**	**303**
지배주주	-42	48	203	303
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	104	206	436	632
FCF	-734	-301	-396	-407
EBITDA 마진율 (%)	17.7	27.1	37.5	41.4
영업이익률 (%)	-8.9	6.2	19.0	22.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.1	6.3	17.5	19.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**853**	**746**	**721**	**661**
현금 및 현금성자산	463	356	210	51
매출채권 및 기타채권	137	182	246	299
재고자산	113	158	215	261
기타유동자산	140	50	50	50
비유동자산	**2,644**	**2,985**	**3,571**	**4,288**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2,561	2,906	3,495	4,212
무형자산	12	8	5	3
자산총계	**3,497**	**3,731**	**4,292**	**4,949**
유동부채	**452**	**538**	**645**	**748**
매입채무 및 기타채무	183	225	278	338
단기금융부채	163	163	163	163
기타유동부채	106	150	204	247
비유동부채	**870**	**971**	**1,222**	**1,472**
장기금융부채	869	969	1,219	1,469
기타비유동부채	1	2	3	3
부채총계	**1,323**	**1,509**	**1,866**	**2,220**
지배주주지분	**2,175**	**2,223**	**2,426**	**2,729**
자본금	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	217	265	468	771
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**2,175**	**2,223**	**2,426**	**2,729**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	**21**	**199**	**404**	**593**
당기순이익	-30	48	203	303
비현금수익비용가감	152	163	261	357
유형자산감가상각비	150	154	212	283
무형자산상각비	5	4	3	2
기타	-3	5	46	72
영업활동으로인한자산및부채의변동	-69	-7	-13	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	-51	-64	-52
재고자산 감소(증가)	-19	-45	-57	-46
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	8	10	8
법인세납부	-26	-5	-33	-49
투자활동으로 인한 현금흐름	**-83**	**-406**	**-800**	**-1,002**
유형자산처분(취득)	-752	-500	-800	-1,000
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	664	94	0	-2
기타투자활동	6	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**291**	**100**	**250**	**250**
장단기금융부채의 증가(감소)	259	100	250	250
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	32	0	0	0
현금의 증가	**227**	**-107**	**-146**	**-159**
기초현금	236	463	356	210
기말현금	463	356	210	51

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	125.1	29.5	19.8
P/CF (x)	30.9	28.4	12.9	9.1
P/B (x)	1.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)	41.0	33.0	16.5	12.0
EPS (원)	-416	673	2,851	4,248
CFPS (원)	1,717	2,963	6,505	9,259
BPS (원)	30,501	31,174	34,025	38,273
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 (%)	-3.0	29.7	53.1	31.2
EBITDA증가율 (%)	-49.9	98.3	112.0	45.1
조정영업이익증가율 (%)	-	-	371.2	56.9
EPS증가율 (%)	-	-	323.7	49.0
매출채권 회전율 (회)	4.9	5.0	5.6	5.7
재고자산 회전율 (회)	5.7	5.6	6.2	6.4
매입채무 회전율 (회)	29.9	24.6	23.7	23.4
ROA (%)	-0.9	1.3	5.1	6.6
ROE (%)	-1.4	2.2	8.7	11.8
ROIC (%)	-2.0	1.5	5.9	7.6
부채비율 (%)	60.8	67.9	76.9	81.4
유동비율 (%)	188.6	138.7	111.9	88.4
순차입금/자기자본 (%)	21.8	34.9	48.3	57.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.5	2.1	8.2	10.9

자료: SK아이이테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY ANALYSIS

더블유씨피 (393890)

2023.5.9

커지는 성장 각도. 너무 싼 밸류에이션

매수
(유지)
목표가: 100,000원 ▲
상승여력: 104.1%

김철중 chuljoong.kim@miraeasset.com 최유진 choi.yoojin@miraeasset.com

목표주가 10만원으로 상향

목표주가 10만원으로 상향 조정. 너무 싼 밸류에이션

- 목표주가 산정에 사용하는 EBITDA 24년 → 25년으로 변경. Target EV/EBITDA 17배 적용 유지. 중국 및 일본 경쟁사 대비 할증 구간 지속될 것으로 전망
- 상장 이후 지속되는 견조한 분기 실적에도 불구, 오버행 이슈로 인하여 심각한 저평가 상황 지속 중. 23년 기준 P/E 24배, EV/EBITDA 14배 수준. 25년 기준 P/E 13배, EV/EBITDA 10배
- 섹터 내 타 제품과 다르게 분리막은 원재료-판가 연동 구조 X. 타 소재 대비 안정적인 분기 증익 흐름 지속될 것으로 예상
- 지난 3월 IRA 세부결과 발표로 분리막 북미 증설 필수적. 중국 및 일본 업체들의 미국 진출(M/S 40%)를 가정하더라도, 국내 분리막 업체 26년말까지 50억m2 증설 필요
- 미국 시장 내에서 중국 및 일본 업체 대비 점유율 확보가 유리할 것으로 전망. 1) IRA로 인한 중장기 사업 불확실성 잔존, 2) 일본 업체 대비 생산원가 우위 때문. 일본 업체의 분리막 원단 생산 원가 국내 업체대비 10~15% 열위에 있는 것으로 파악

1Q23 Review

시장 예상치 상회하는 견조한 수익성 기록

- 1Q23 영업이익 161억원(+388% YoY, -26% QoQ) 기록. 영업이익률 21.4%. 상장 이후 견조한 분기 실적 지속 중. 소형 배터리 불황에도 견조한 EV 배터리 용 분리막 출하(Gen5) 지속되며 시장 예상치 상회하는 영업이익 기록

주요 고객 수주 증가 지속
커지는 성장 각도
선수주-후증설 시스템 도입

삼성SDI 물량 증가, LG에너지솔루션으로의 고객 다변화 시작

- 삼성SDI-GM 신규 JV 발표로 중장기 수요 물량 증가. 중장기 바인딩 물량 롤오버 필요
- LGES 원통형 배터리 향 제품 양산 테스트 진행 중. LGES 미국 시장 대응 위해 국내 분리막 업체로의 벤더 다원화 필수적인 상황. 분리막 선수주-후증설 시스템 도입 전망

Key data



현재주가(23/5/8,원)	49,000	시가총액(십억원)	1,651
영업이익(23F,십억원)	71	발행주식수(백만주)	34
Consensus 영업이익(23F,십억원)	73	유동주식비율(%)	64.1
EPS 성장률(23F,%)	6.3	외국인 보유비중(%)	5.6
P/E(23F,x)	23.8	베타(12M) 일간수익률	1.94
MKT P/E(23F,x)	15.0	52주 최저가(원)	39,750
KOSDAQ	842.28	52주 최고가(원)	57,900

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	-0.4	0.0
상대주가	-3.8	-15.7	0.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	112	185	257	318	419	596
영업이익 (십억원)	10	40	58	71	99	141
영업이익률 (%)	8.9	21.6	22.6	22.3	23.6	23.7
순이익 (십억원)	-31	-10	55	69	76	122
EPS (원)	-2,153	-566	1,938	2,061	2,265	3,626
ROE (%)	-19.1	-3.5	8.2	7.2	7.3	10.7
P/E (배)	-	-	20.8	23.8	21.6	13.5
P/B (배)	-	-	1.5	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

표 6. 더블유씨피 2023년 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (십억원, %, %p)

	1Q22	4Q22	1Q23P			성장률	
			실제치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	55	76	75	76	73	37.3	-1.0
영업이익	3	22	16	15	15	387.9	-25.5
영업이익률	6.0	28.5	21.4	19.3	19.8	255.5	-24.7
세전이익	5	7	25	18	16	426.1	233.3
순이익	4	6	22	15	15	436.8	243.7

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

표 7. 더블유씨피 목표주가 산정

		비고
2025F EBITDA (십억원)	254.0	적용 EBITDA 24년 -> 25년으로 변경
Target EV/EBITDA (x)	17.0	Target EV/EBIDA 기존 유지. 중국 대비 할증 구간 지속
적정 사업가치(십억원)	4,318	
순 차입금 예상(24년)	918	
주식 수(주)	33,697	
목표주가 (원)	100,000	
현재주가 (원)	49,000	
상승여력 (%)	104.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 더블유씨피 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23F	24F	25F
매출액	75.1	76.7	86.0	80.0	91.0	101.6	103.0	123.5	126.8	146.9	153.6	168.9	317.8	419.0	596.1
영업이익	16.1	17.0	20.7	17.0	21.5	25.2	22.9	29.9	29.8	36.1	35.2	39.7	70.8	99.4	140.7
세전이익	24.7	24.4	17.9	13.5	12.4	21.7	24.7	31.0	25.3	35.9	39.3	43.2	80.5	89.8	143.8
당기순이익	22.0	20.8	15.2	11.5	10.5	18.4	21.0	26.4	21.5	30.5	33.4	36.7	69.4	76.3	122.2
영업이익률	21.4	22.2	24.1	21.3	23.6	24.8	22.2	24.2	23.5	24.6	22.9	23.5	22.3	23.7	23.6
세전이익률	32.9	31.9	20.8	16.9	13.6	21.3	24.0	25.1	20.0	24.5	25.6	25.6	25.3	21.4	24.1
순이익률	29.3	27.1	17.6	14.3	11.6	18.1	20.4	21.4	17.0	20.8	21.8	21.8	21.8	18.2	20.5
증감률(QoQ/YoY)															
매출액	-2.4	2.2	12.1	-6.9	13.7	11.6	1.4	19.9	2.7	15.9	4.6	10.0	23.0	31.8	42.3
영업이익	-26.2	5.6	21.7	-17.7	25.9	17.5	-9.3	30.5	-0.3	21.1	-2.4	12.8	21.6	40.3	41.6
세전이익	233.3	-1.2	-26.9	-24.4	-8.4	75.1	14.3	25.4	-18.4	41.9	9.5	9.9	30.4	11.5	60.1
당기순이익	243.7	-5.6	-26.9	-24.4	-8.4	75.1	14.3	25.4	-18.4	41.9	9.5	9.9	25.7	9.9	60.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**257**	**318**	**419**	**596**
매출원가	**189**	**236**	**306**	**436**
매출총이익	**68**	**82**	**113**	**160**
판매비와관리비	**10**	**11**	**13**	**19**
조정영업이익	**58**	**71**	**99**	**141**
영업이익	**58**	**71**	**99**	**141**
비영업손익	**4**	**10**	**-9**	**3**
금융손익	1	12	34	67
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	62	81	90	144
계속사업법인세비용	6	11	13	22
계속사업이익	55	69	76	122
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**55**	**69**	**76**	**122**
지배주주	55	69	76	122
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**53**	**69**	**76**	**122**
지배주주	53	69	76	122
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	103	117	173	254
FCF	-211	-192	-477	-446
EBITDA 마진율 (%)	40.1	36.8	41.3	42.6
영업이익률 (%)	22.6	22.3	23.6	23.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.4	21.7	18.1	20.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**477**	**296**	**429**	**498**
현금 및 현금성자산	284	92	115	69
매출채권 및 기타채권	116	123	190	259
재고자산	51	54	83	113
기타유동자산	26	27	41	57
비유동자산	**601**	**855**	**1,331**	**1,818**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	583	838	1,315	1,802
무형자산	4	3	3	2
자산총계	**1,078**	**1,151**	**1,760**	**2,316**
유동부채	**115**	**118**	**149**	**181**
매입채무 및 기타채무	32	33	51	70
단기금융부채	62	62	62	62
기타유동부채	21	23	36	49
비유동부채	**28**	**29**	**530**	**932**
장기금융부채	25	25	525	925
기타비유동부채	3	4	5	7
부채총계	**144**	**147**	**679**	**1,113**
지배주주지분	**935**	**1,004**	**1,080**	**1,203**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	923	923	923	923
이익잉여금	-2	67	143	266
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**935**	**1,004**	**1,080**	**1,203**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	**34**	**108**	**73**	**154**
당기순이익	55	69	76	122
비현금수익비용가감	63	45	53	67
유형자산감가상각비	44	45	73	112
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	18	-1	-21	-46
영업활동으로인한자산및부채의변동	-81	-8	-78	-81
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-32	-6	-64	-67
재고자산 감소(증가)	-26	-3	-29	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	1	5	6
법인세납부	-2	-11	-13	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	**-245**	**-300**	**-550**	**-600**
유형자산처분(취득)	-245	-300	-550	-600
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**401**	**0**	**500**	**400**
장단기금융부채의 증가(감소)	-73	0	500	400
자본의 증가(감소)	475	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	**186**	**-192**	**23**	**-46**
기초현금	98	284	92	115
기말현금	284	92	115	69

예상 주당가치 및 valuation (요약)

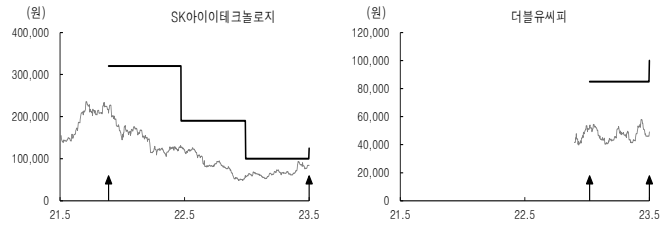
	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	20.8	23.8	21.6	13.5
P/CF (x)	9.7	14.4	12.8	8.7
P/B (x)	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	11.3	14.1	12.2	10.1
EPS (원)	1,938	2,061	2,265	3,626
CFPS (원)	4,165	3,393	3,843	5,629
BPS (원)	27,737	29,798	32,063	35,689
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	38.8	23.5	31.8	42.3
EBITDA증가율 (%)	41.5	14.0	48.4	46.2
조정영업이익증가율 (%)	43.4	22.1	40.3	41.6
EPS증가율 (%)	-	6.3	9.9	60.1
매출채권 회전율 (회)	2.5	2.8	2.8	2.8
재고자산 회전율 (회)	6.9	6.1	6.2	6.1
매입채무 회전율 (회)	10.5	24.7	24.4	24.3
ROA (%)	6.5	6.2	5.2	6.0
ROE (%)	8.2	7.2	7.3	10.7
ROIC (%)	8.8	7.1	6.7	6.5
부채비율 (%)	15.4	14.6	62.9	92.6
유동비율 (%)	414.3	250.3	288.2	275.4
순차입금/자기자본 (%)	-21.1	-0.5	43.7	76.4
조정영업이익/금융비용 (x)	86.3	-10.7	-3.3	-2.2

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK아이이테크놀로지 (361610)				
2023.05.09	매수	125,000	-	-
2022.11.03	매수	100,000	-32.77	-6.70
2022.04.28	매수	190,000	-54.03	-33.16
2021.09.27	매수	320,000	-53.40	-28.91
더블유씨피 (393890)				
2023.05.09	매수	100,000	-	-
2022.11.14	매수	85,000	-44.25	-31.88

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK아이이테크놀로지 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 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.