유진투자증권

이더블유케이(258610,KQ, IPO 예정)

상장 예정일: 2017.08. 22 | 기관 수요예측: 2017.08.03 ~ 04



스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

주요 제품



Key Data

공모희망가(원)	4,200 ~ 5,000
시가총액(십억원)	27.7 ~ 32.9
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	1.9
-공모후	3.3
공모후 주식수	6,586,600
유통가능주식수	2,042,400
보호예수기간	
최대주주 및 특수관계인	상장후 6개월
우리사주조합(기존)	예탁후 1년
우리사주조합(공모)	상장후 1년
상장주선인의무인수분	상장후 3개월
주관증권사	신영증권
공모후 주요주주(%)	
최대주주 및 특수관계인	64.5
우리사주조합(기존)	0.8
우리사주조합(공모)	2.7
상장주선인의무인수분	1.0
공모주주	31.0

Financial Data

결산기(12월)	2015A	2016A	2017F
영업수익(십억원)	16.7	28.6	34.8
영업이익(십억원)	1.8	4.4	5.5
세전계속사업이익(십억원)	1.1	4.0	4.9
당기순이익(십억원)	0.9	3.2	4.0
EPS(원)	-	-	606
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	-	6.9 ~ 8.3
ROE(%)	-	-	-
PBR(배)	-	-	-

자료: 유진투자증권

저온(바이너리) 지열발전 핵심부품의 글로벌 강자

저온(바이너리사이클) 지열발전의 핵심 부품을 글로벌 IPP 사업자에 공급하는 국내 유일업체

- 2009년 5월 ㈜엘리스앤왓츠코리아 법인 설립, 2013년 3월 ㈜이더블유케이로 사명 변경, 2010년 12월 "U" 열교환기, 압력용기, "S" POWER BOILER ASME 인증, 2017년 8월 22일 코스닥 시장 상장 예정인 지열발전기 부품 전문기업
- 지열발전설비 중 열수기화기, 응축기 및 배관 생산해 글로벌 IPP(Independent Power Producer) 사업자인 ORMAT, EXERGY 등에 납품하고 있음
- 매출비중(2016년 기준)은 지열발전설비 78.6%, 화공/LNG설비 21.1%, 기타 0.4%이며, 내수 및 수출 비중(2016년 기준)은 수출 99.1%, 내수 0.9%
- 공모 후 주요주주: 최대주주 및 특수관계인 64.5%, 우리사주조합(기존) 0.8%, 우리사주조합(공모) 2.7%, 상장주선인의무인수분 1.0%, 공모주주(기관, 일반) 31.0%

투자포인트

- 1) 대형 IPP 사업자를 고객사로 확보하고 있어 안정적 성장 전망: 2009년 ORMAT 단일고객의 매출을 시작으로 2014년 EXERGY, 2015년 TURBODE, Atlas Copco 등 대형 IPP 고객 내 절대적인 시장 지배력을 확보했으며, 국내기업 중 독보적인 시장점유율을 보유하고 있음. ① 글로벌 바이너리 지열발전 IPP 시장의 1위인 ORMAT(시장점유율 65.7%, 2016년 기준)를 설립초기인 2009년부터 고객으로 확보하여 동사의 열수기화기, 응축기, 배관 등의 제품 등을 공급하고 있으며, ② 글로벌 3위사업자인 EXERGY(시장점유율 9.8%, 2016년 기준)는 2014년 신규고객으로 확보하여 열수화기 등을 공급하고 있음. ③ 또한, 고객다변화노력을 지속하여 2015년 이후 TURBODE(시장점유율 2위 사업자), Atlas Copco 등을 신규 고객사로 확대하고 있어 긍정적임. 특히 ④ 동사는 바이너리 지열발전분야의 설계 노하우와 운영 노하우를 바탕으로 IPP 지열발전 건설의 전 분야(시추 및 Drilling 위치선정, 발전설비 배치, 기본파츠 설계, 납품, 시운전 및 조정 등)에서 협업이 가능한 Total Provider의 역량도 확보했으며, ⑤ 전세계 42개의 지열발전소 레퍼런스를 기반으로 다양한 환경에 변수를 감안한 독보적인 설계 능력을 보유했다고 판단함. 또한 IPP 사업은 초기에 대규모 자금이 필요한 사업으로 신규 사업자의 진입장벽이 높아 고객사 내 동사의 절대적인 지배력을 바탕으로 안정적인 성장이 가능할 것으로 전망함. 이러한 고객확보 및 기술력, 업력을 기반으로 지난 2014년부터 실적 급성장세를 유지(2014년 매출액 93억원 → 2015년 167억원, +79.6%yoy → 2016년 286억원, +70.7%yoy)해왔으며, 올해는 보수적으로 전년대비 +21.9% 성장한 매출액 348억원을 예상하며 수익성은 지난해 수준을 유지할 것으로 전망함
- 2) 바이너리 지열발전 성장에 따른 수혜 예상: 당사는 지열발전의 3가지 방법(건조증기방식, 플래시증기방식, 바이너리사이클방식) 중 바이너리 사이클 발전과 관련된 지열발전설비를 생산하고 있음. 바이너리 지열발전이 성장할 것으로 예상하는 것은 ① 글로벌 지열발전 방식별 시장점유율에서 바이너리 방식이 47%로 가장 높은 비중을 차지하고 있고, ② 바이너리 지열발전 방식은 건조증기나 플래시 방식과 달리 소수 사업자가 경쟁하고 있는 과점시장이며, ③ 파리기후변화 협정에 따라 각 국가들이 신재생에너지와 관련된 목표 제시 및 이산화탄소 배출 감소를 위한 노력이 지속되는 등 전방 산업도 우호적인 상황이기 때문. 특히 동사는 ④ EPC 사업자나 IPP 사업자에 발전설비를 공급하기 위해 지열발전소 개발 단계부터 프로젝트에 참여하고 있어 시장성장과 함께 실적성장이 이어질 것으로 전망함

2017년 기준 PER 6.9 ~ 8.3배 (공모가 밴드: 4,200 ~ 5,000원 기준)

- 공모희망가는 2017년 예상실적 기준(EPS 606원) PER 6.9 ~ 8.3배로 국내 유사업체(비에이치아이, 일진파워, 동국S&C 등) 평균 PER 13.2배 대비 31.7% ~ 42.8% 할인된 수준
- 상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 31.0%인 약 204만주로 부담스럽지 않은 수준
- 전환상환우선주 532,000주 및 전환사채 262,344주는 미반영한 수치임

공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	4,200 ~ 5,000 원	수요예측일	2017.08.03~2017.08.04
공모금액	93 ~ 111 억원	공모청약일	2017.08.09~2017.08.10
공모주식수	2,220,000 주	납입일	2017.08.14
상장후 주식수	6,586,600 주	상장 예정일	2017.08.22

자료: 유진투자증권
주: 전환상환우선주 532,000주, 전환사채 262,344주 미포함

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수 ㈜	비중 (%)
최대주주 및 특수관계인	4,250,057	64.5
우리사주조합(기존)	49,943	0.8
우리사주조합(공모)	177,600	2.7
상장주선인의무인수분	66,600	1.0
공모주주(기관,일반)	2,042,400	31.0
합계	6,586,600	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수 ㈜	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 및 특수관계인	4,250,057	64.5	상장후 6개월
우리사주조합(기존)	49,943	0.8	예탁후 1년
우리사주조합(공모)	177,600	2.7	상장후 1년
상장주선인의무인수분	66,600	1.0	상장후 3개월
합계	4,544,200	69.0	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 4 유통가능 주식수

주주명	주식수 ㈜	비중 (%)
공모주주(기관,일반)	2,042,400	31.0
주식수	2,042,400	31.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 5 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원,%)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F
매출액	**17.9**	**14.4**	**9.3**	**16.7**	**28.6**	**34.8**
YoY(%)	-	*-19.4*	*-35.3*	*79.6*	*70.7*	*21.9*
제품별 매출액						
지열발전설비	-	-	6.5	14.9	22.5	27.9
화공/LNG설비	-	-	2.6	1.6	6.0	6.9
기타	-	-	0.2	0.2	0.1	0.1
제품별비중(%)						
지열발전설비	-	-	70.1	89.0	78.6	80.0
화공/LNG설비	-	-	27.6	9.8	21.1	19.8
기타	-	-	2.3	1.2	0.4	0.3
수익						
영업이익	**1.8**	**0.7**	**0.1**	**1.8**	**4.4**	**5.5**
세전이익	**1.6**	**0.4**	**-0.2**	**1.1**	**4.0**	**4.9**
당기순이익	**1.1**	**0.3**	**-0.2**	**0.9**	**3.2**	**4.0**
이익률(%)						
영업이익률	10.0	4.9	1.2	10.9	15.5	15.7
세전이익률	8.9	2.7	-2.6	6.3	13.9	14.0
당기순이익률	6.4	2.3	-2.6	5.1	11.3	11.5

자료: 유진투자증권

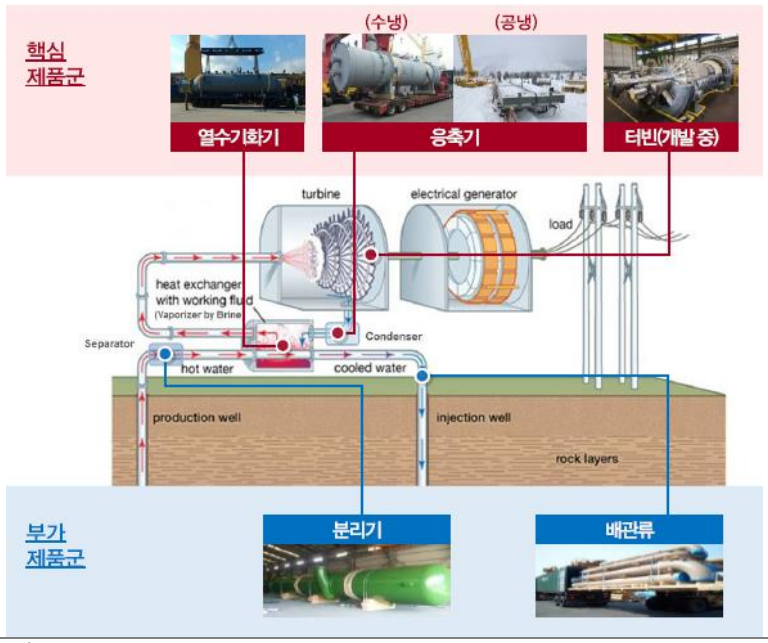
도표 6 국내 유사기업 Valuation 비교

	이더블유케이 IPO 예정	평균	비에이치아이 083650	일진파워 094820	동국S&C 100130
주력분야 (2016년 기준)	지열발전설비 78.6%, 화공/LNG설비 21.1%, 기타 0.4%		HRSG 53.62%, 기타 18.85%, BOP 16.23%, 보일러 11.3%	화공사업부문 47.2%, 경상정비사업부문 44.9%, ENG사업부문 8%, 태양광 0%	WIND TOWER 46.39%, 강판외 44.12%, 건설 9.47%, 제품기타 0.02%
매출액(십억원)	34.8	256.0	396.5	132.7	238.8
영업이익(십억원)	5.5	20.4	26.2	8.2	26.8
영업이익률(%)	**15.7**	**8.0**	**6.6**	**6.2**	**11.2**
순이익(십억원)	4.0	15.3	15.5	6.7	23.7
순이익률(%)	11.5	6.3	3.9	5.0	9.9
PER(배)	**6.9 ~ 8.3**	**12.1**	**9.4**	**11.2**	**15.7**
시가총액(십억원)	27.7 ~ 32.9		146.1	88.7	372.0

참고: 2017.08.01 종가기준, 2017년 실적 기준, 단, 일진파워는 2016년 기준임
자료: 유진투자증권

글로벌 저온 지열발전분야 핵심 부품 설계 및 생산

도표 1 사업 영역: 바이너리 지열발전 핵심 부품 공급



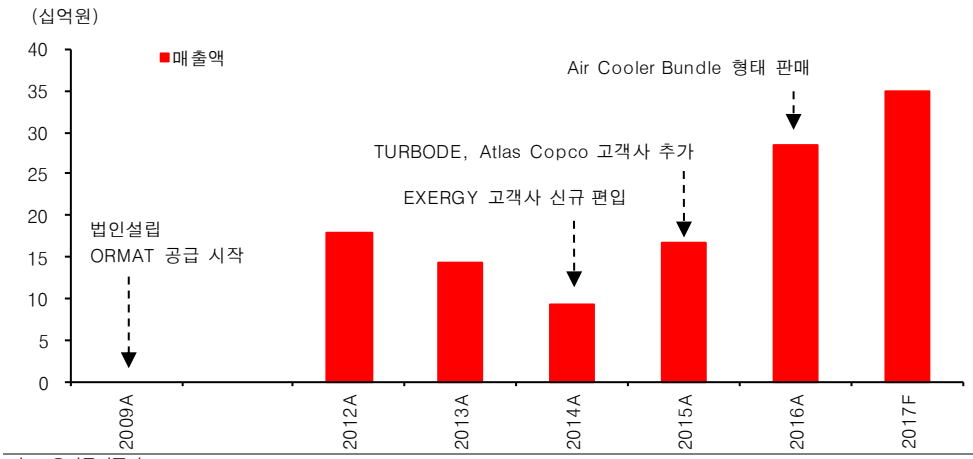
자료: 유진투자증권

도표 2 핵심역량을 바탕으로 높은 진입장벽 형성



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 3 꾸준한 기술 개발을 통한 실적 성장



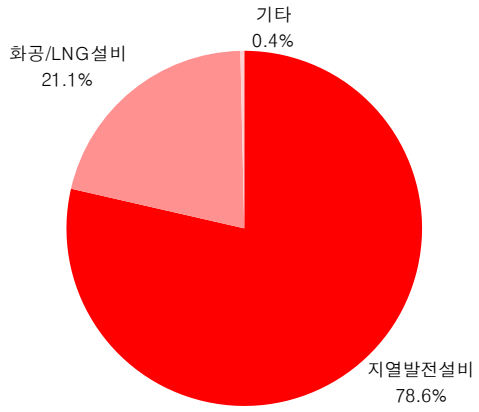
자료: 유진투자증권

도표 4 주요 연혁

연도	내용
2009.05	㈜엘리스앤왓츠코리아 법인 설립
2010.12	ASME(미국기계학회) 인증
2012	고압가스 특정설비 제조 등록 인증
2012.05	이노비즈 인증
2013.03	상호변경: ㈜이더블유케이
2013.06	기업부설연구소 설립
2014.04	ISO 14001:2009 인증
2014.04	OHSAS 18001:2007 인증
2015.12	본점소재지 이전
2017.08	코스닥 상장 예정(8/22)

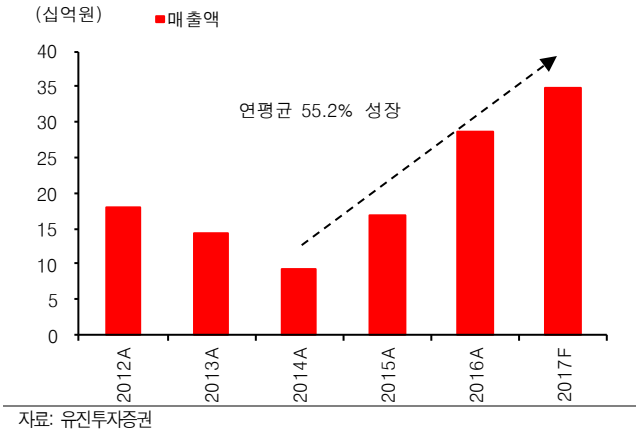
자료: 유진투자증권

도표 5 품목별 매출 비중(2016년 기준)



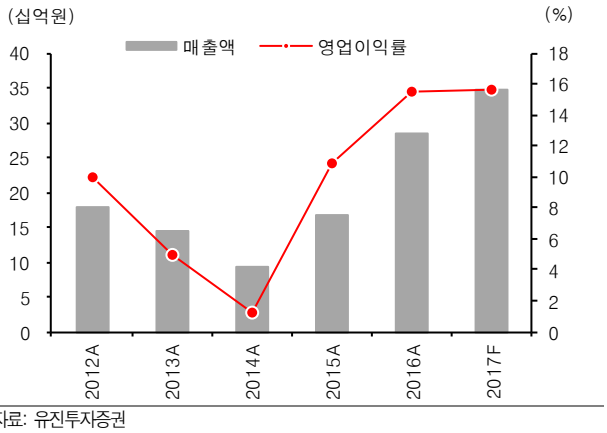
자료: 유진투자증권

도표 6 2014년 이후 연평균 55.2% 매출 성장 전망



자료: 유진투자증권

도표 7 매출 증가로 수익성 개선세 지속



자료: 유진투자증권

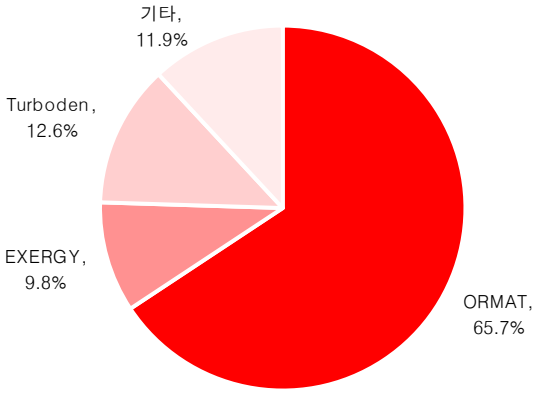
대형 IPP 고객 확보로 안정적인 성장 전망

도표 8 주요 사업파트너 현황



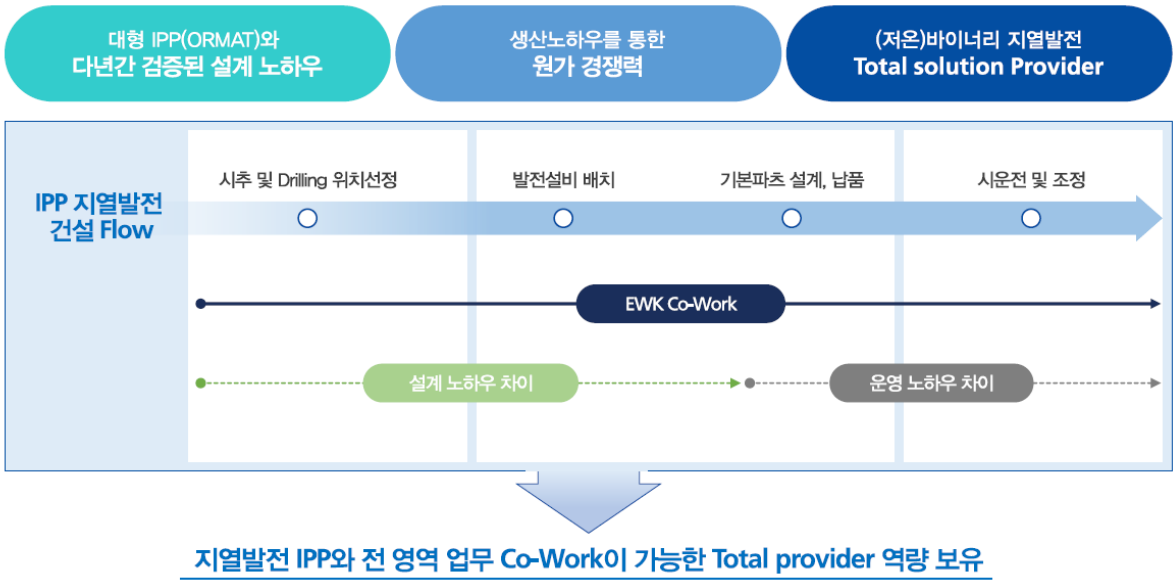
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 9 2016년 바이너리사이클 IPP 시장점유율



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10 업계 최고 수준의 비즈니스 노하우를 바탕으로 Total Provider 역량 확보



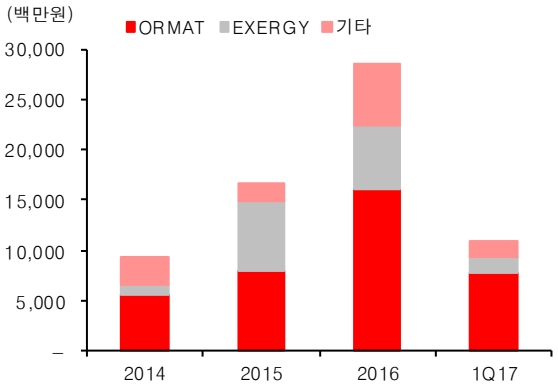
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 11 광범위한 레퍼런스를 바탕으로 환경 변수에 따른 설계 능력 보유



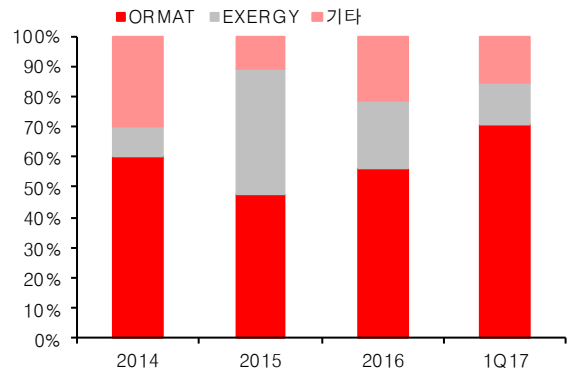
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 12 고객사별 매출 추이



자료: 이더블유케이, 유진투자증권

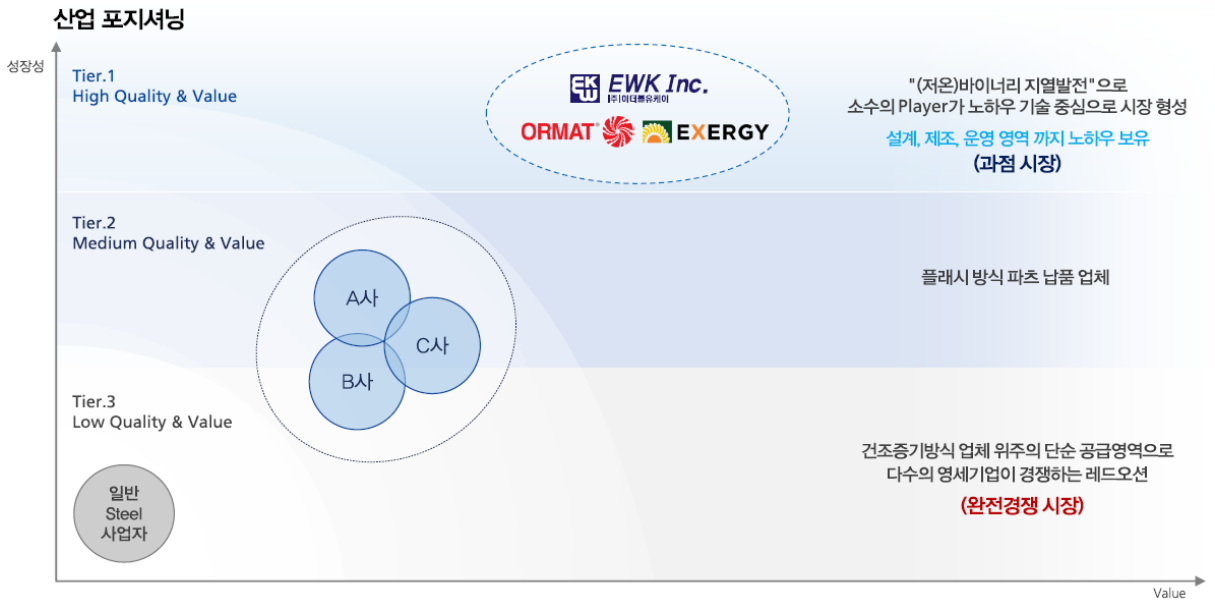
도표 13 고객사별 매출 비중 추이



자료: 이더블유케이, 유진투자증권

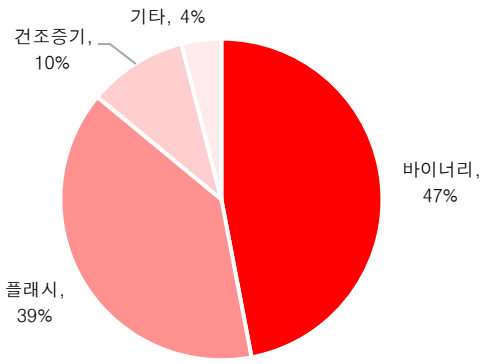
신재생에너지 시장 확대에 따른 지열 발전 확대 전망

도표 14 지열발전 형태별 주요 경쟁 현황



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 15 바이너리 지열발전 점유율이 가장 높음



자료: Renewables 2016 Global Status Report, 유진투자증권

도표 16 지열발전 성장 모멘텀 확보

법제화

COP21 파리협정(지구온난화에 대한 보편적 기후변화 협정)으로
2021년까지 지열발전 설치규모의 연평균 성장률 6% 전망
Geothermal Energy Association 기준

기술진화(바이너리 기준)

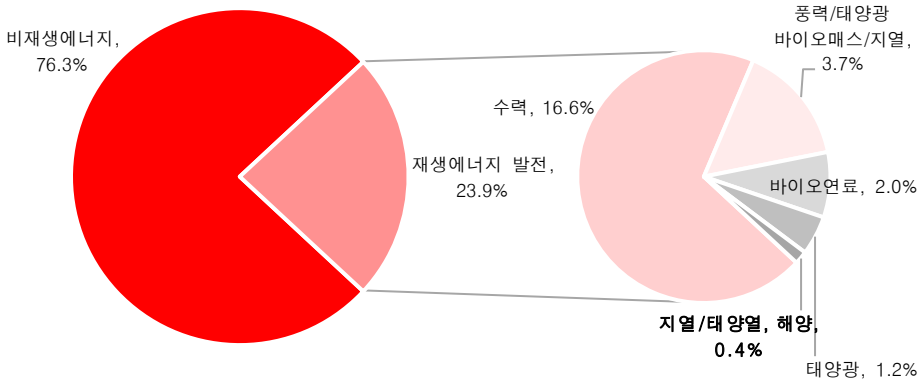
가동온도: 열역학 기술발달로 74℃ 지열수까지 활용 발전소 가동 중
가동지역: 지열수를 활용하지 않는 EGS기술개발로 비화산지대 활용가능
향후 원전을 대체하는 국내 신재생에너지로 유력

신성장 지원

아프리카: UN의 아프리카 발전시장 지원 핵심 (저전압, 소규모 특화)
아프리카 지열발전 잠재력15GW 이상

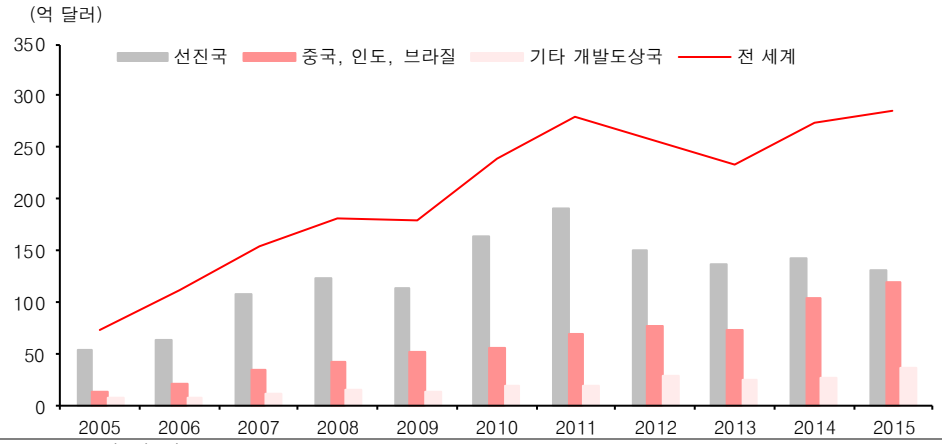
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17 세계 전력생산에서 재생에너지가 차지하는 비중 (2015)



자료: REN21, 유진투자증권

도표 18 재생에너지 발전(대수력 제외)과 연료에 대한 신규 투자 추이



자료: REN21, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 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 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2017.06.30 기준)