

# 더블유씨피 (393890)



**이안나**  
02 3770 5599  
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>74,000원 (I)</b>
현재주가 (4/10)	<b>52,700원</b>
상승여력	<b>40%</b>

시가총액	17,758억원
총발행주식수	33,696,518주
60일 평균 거래대금	106억원
60일 평균 거래량	222,380주
52주 고	54,400원
52주 저	39,750원
외인지분율	4.88%
주요주주	W-SCOPE Corporation 35.91%

주గు이익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.1	24.6	0.0
상대	7.6	(2.3)	0.0
절대(달러환산)	21.6	17.5	0.0

## 고객사 다변화 본격화 시기

### 1Q23 Preview: 컨센서스 부합하는 실적 예상

동사는 2023년 1분기 매출액 758억원(-0.2% QoQ), 영업이익 137억원(-37% QoQ)으로 컨센서스 대비 부합하는 실적 예상. 이는 분리막 특성상 1분기 비수기로 인한 것. 다만 주요 고객사인 삼성SDI의 견조한 수요로 인해 1분기에도 18%대의 높은 영업이익률이 기대됨

### 하반기 고객사 다변화 본격화될 것

3월 31일 미국 IRA 세부법안에 분리막이 포함되면서 중국 공급망을 제외하고 국내 3개사 (SKIET, WCP, LG화학)가 미국 내 수요에 대응하게 됨. 분리막은 셀 생산비 비중이 양극재 다음으로 높기 때문에 최근 양극재 기업들의 고객사 다변화 움직임과 같이 분리막 기업들도 고객사 다변화가 본격화될 것으로 기대. 동사는 주요 고객사인 삼성SDI의 안정적인 가동률로 인해 연간 25% 이상의 높은 영업이익률 유지가 가능할 것으로 보임. 여기에 하반기 고객사 다변화가 이루어진다면 기존 국내, 헝가리 라인 외에 미국 내 추가 증설에 대한 발표가 이어질 것으로 보임

### 동사에 대한 목표주가 74,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 74,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 이는 2024년 EBITDA에 글로벌 분리막 기업 2023~2024년 평균 EV/EBITDA에 30% 할인된 Multiple 17배를 적용한 것. 분리막 특성 상 생산능력 확대를 통한 수익성 유지가 필요하기 때문에 중국 기업들이 유리했었음. 그러나 미국 IRA를 통해 국내 분리막 기업들의 고객사 다변화가 본격화될 것으로 보임. 동사는 주요 고객사의 안정적인 가동률을 바탕으로 높은 수익성 유지 및 하반기 고객사 다변화가 예상. 현재 경쟁사 대비 생산능력 증설 규모 차이로 인해 할인 받고 있음. 그러나 추가 고객사 확보로 인해 증설 계획이 발표된다면 밸류에이션 차이를 좁힐 것으로 기대

Quarterly earning Forecasts

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	758	38.5	0.0	715	6.0
영업이익	137	314.0	-36.8	145	-6.1
세전계속사업이익	139	195.8	86.9	153	-9.4
지배순이익	124	199.8	93.8	154	-19.4
영업이익률 (%)	18.0	+12.0 %pt	-10.5 %pt	20.3	-2.3 %pt
지배순이익률 (%)	16.4	+8.8 %pt	+8.0 %pt	21.5	-5.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액		2,575	3,234	4,366	6,112
영업이익		580	782	1,087	1,559
지배순이익		553	626	848	1,262
PER		24.5	28.4	20.9	14.1
PBR		1.7	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA		13.7	14.7	13.1	10.5
ROE		8.2	6.6	8.4	11.4

자료: 유안타증권

[표 1] 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	55	63	64	76	76	79	82	86	258	323	437
(% QoQ)		15	2	18	0	4	4	5			
(% YoY)										25	35
영업이익	3	15	18	22	14	18	22	24	58	78	109
(% QoQ)		347	25	18	-37	33	22	9			
(% YoY)										36	40
영업이익률(%)	5	24	28	28	18	23	27	28	22	24	25

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 목표주가 74,000 원으로 커버리지 개시

사업부문	단위	2024E	내용
EBITDA	십억원	154	
Target EV/EBITDA	x	17	← 글로벌 분리막 기업 2023~2024년 평균 EV/EBITDA 30% 할인
Total EV(기업가치) (1)	십억원	2,625	
순차입금 (2)	십억원	125	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	2,500	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	34	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	74,180	
<b>목표주가</b>	<b>원</b>	<b>74,000</b>	
현재주가(04/10)	원	52,700	
Upside	%	40	

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유씨피 (393890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	2,575	3,234	4,366	6,112	8,679
매출원가	1,890	2,300	3,139	4,401	6,249
매출총이익	684	934	1,226	1,711	2,430
판매비	104	152	140	153	217
영업이익	580	782	1,087	1,559	2,213
EBITDA	1,026	1,191	1,454	1,912	2,535
영업외손익	37	-73	-125	-127	-137
외환관련손익	23	-54	-81	-51	-51
이자손익	13	-22	-47	-79	-88
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	3	3	3	3
법인세비용차감전순손익	617	709	962	1,431	2,076
법인세비용	65	82	114	169	246
계속사업순손익	553	626	848	1,262	1,831
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	553	626	848	1,262	1,831
지배지분순이익	553	626	848	1,262	1,831
포괄순이익	534	419	641	1,253	1,821
지배지분포괄이익	534	419	641	1,253	1,821

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	337	782	1,330	1,606	2,133
당기순이익	553	626	848	1,262	1,831
감가상각비	436	400	361	349	317
외환손익	108	54	81	51	51
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-813	-335	6	-88	-98
기타현금흐름	53	36	34	33	32
투자활동 현금흐름	-2,453	-2,290	-2,543	-2,577	-2,577
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,450	-2,288	-2,542	-2,575	-2,575
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	4,014	174	481	821	1,121
단기차입금	40	80	300	600	600
사채 및 장기차입금	-175	80	160	200	500
자본	4,151	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	14	21	21	21
연결범위변동 등 기타	-37	-253	-289	-51	-51
현금의 증감	1,862	-1,586	-1,021	-201	626
기초 현금	982	2,843	1,257	236	35
기말 현금	2,843	1,257	236	35	661
NOPLAT	580	782	1,087	1,559	2,213
FCF	-2,112	-1,506	-1,212	-969	-442

자료: 유안타증권

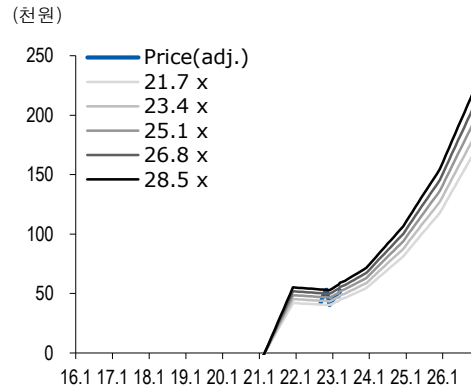
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,770	3,579	2,605	2,732	3,657
현금및현금성자산	2,843	1,257	236	35	661
매출채권 및 기타채권	1,382	1,760	1,665	1,787	1,995
재고자산	508	525	666	873	964
비유동자산	6,012	7,891	10,066	12,287	14,541
유형자산	5,832	7,719	9,900	12,127	14,385
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	10,782	11,470	12,671	15,019	18,198
유동부채	1,152	1,341	1,741	2,627	3,475
매입채무 및 기타채무	501	610	710	997	1,244
단기차입금	515	595	895	1,495	2,095
유동성장기부채	102	102	102	102	102
비유동부채	284	364	524	724	1,224
장기차입금	250	330	490	690	1,190
사채	0	0	0	-1	-1
부채총계	1,436	1,705	2,265	3,351	4,698
지배지분	9,346	9,766	10,406	11,668	13,499
자본금	168	168	168	168	168
자본잉여금	9,225	9,225	9,225	9,225	9,225
이익잉여금	-23	603	1,451	2,713	4,544
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,346	9,766	10,406	11,668	13,499
순차입금	-1,974	-228	1,252	2,253	2,727
총차입금	869	1,029	1,489	2,288	3,388

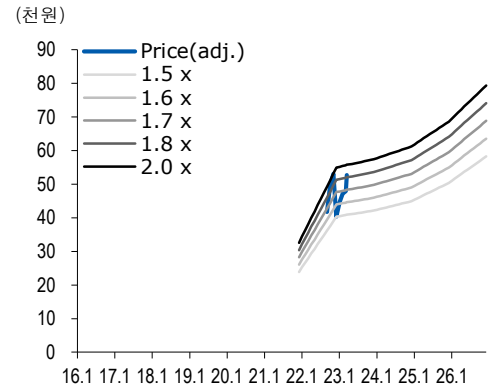
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
EPS	1,938	1,859	2,517	3,745	5,433
BPS	27,737	28,981	30,882	34,628	40,061
EBITDAPS	3,598	3,535	4,315	5,676	7,523
SPS	9,031	9,597	12,956	18,139	25,757
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.5	28.4	20.9	14.1	9.7
PBR	1.7	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.7	14.7	13.1	10.5	8.1
PSR	5.3	5.5	4.1	2.9	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	38.8	25.6	35.0	40.0	42.0
영업이익 증가율 (%)	43.4	34.8	39.0	43.4	42.0
지배순이익 증가율 (%)	흑전	13.3	35.4	48.8	45.1
매출총이익률 (%)	26.6	28.9	28.1	28.0	28.0
영업이익률 (%)	22.5	24.2	24.9	25.5	25.5
지배순이익률 (%)	21.5	19.4	19.4	20.6	21.1
EBITDA 마진 (%)	39.8	36.8	33.3	31.3	29.2
ROIC	8.8	8.3	9.1	10.8	13.0
ROA	6.5	5.6	7.0	9.1	11.0
ROE	8.2	6.6	8.4	11.4	14.5
부채비율 (%)	15.4	17.5	21.8	28.7	34.8
순차입금/자기자본 (%)	-21.1	-2.3	12.0	19.3	20.2
영업이익/금융비용 (배)	86.3	20.2	21.0	19.6	21.8

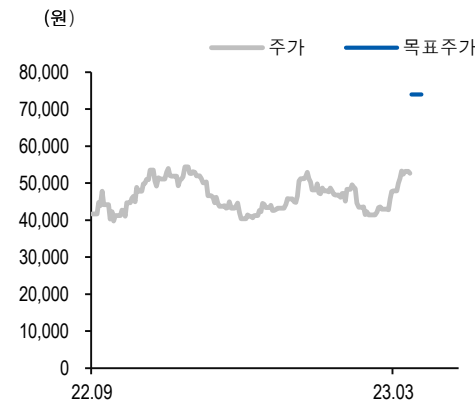
P/E band chart



P/B band chart



더블유씨피 (393890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-04-11	BUY	74,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-04-08

※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 투자결정은 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.