

# 더블유씨피

| Bloomberg Code (393890 KS) | Reuters Code (393890.KQ)

2024년 2월 7일

## [2차전지]

정용진 연구위원  
☎ 02-3772-1591  
✉ yjjung86@shinhan.com

최민기 연구원  
☎ 02-3772-3734  
✉ minki.choi@sinhan.com

## NDR 후기; 불안할 때 옥석 가린다



**매수**  
(유지)



현재주가 (2월 6일)  
**40,050 원**



목표주가  
**50,000 원 (유지)**



상승여력  
**24.8%**

- ◆ 24년 전기차 시장은 1) 럭셔리 수요, 2) 북미 정책 모멘텀이 견인
- ◆ 상반기 점진적인 비용 부담 완화, 테스트 및 시운전 비용 축소 기대
- ◆ 하반기 CP 7~8라인 신규 설비 가동으로 Capa +38%, 고정비 상쇄



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

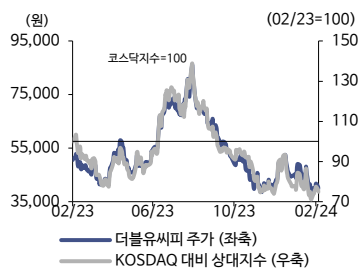
시가총액	1,349.5십억원
발행주식수	33.7백만주
유동주식수	21.5백만주(63.8%)
52주 최고가/최저가	86,000원/38,650원
일평균 거래량 (60일)	314,856주
일평균 거래액 (60일)	14,135백만원
외국인 지분율	5.16%

주요주주	
W-SCOPE Corporation 외 1인	36.24%
엔피성장제 6호 사모투자합자회사 외 3인	23.88%

절대수익률	
3개월	-12.6%
6개월	-46.9%
12개월	-22.7%

KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-9.0%
6개월	-39.6%
12개월	-27.1%

## 주가



## 24년 전기차 시장은 1) 럭셔리 수요, 2) 북미 정책 모멘텀이 견인

전기차 수요에 대한 의욕이 시장에 잔존해있다. 일부 2차전지 기업들이 24년 판매 가이드를 역성장으로 제시하면서 성장성에 대한 의심이 증폭된 상황이다. 올해 전기차 산업에서 가시성 있는 성장 테마는 1) 테슬라와 구분된 코어 팬층을 보유하고 있는 럭셔리 EV 브랜드의 성장과 2) 지난해말 확정된 북미의 정책(FEOC 가이드라인) 모멘텀으로 압축될 전망이다.

## 상반기 비용 부담 완화, 하반기 신규 설비 가동 전망

테슬라의 공격적인 가격 정책으로 전기차 전 세그먼트에서 가격 인하 압박이 강해졌고, 매스 마켓에 집중된 브랜드들은 충분한 가격 경쟁력 없이는 소비자들의 외면이 지속되고 있다. 테슬라와 다른 경로 코어 고객층을 확보하고 있는 독3사와 리비안과 같은 업체들만 가격 인하 압력에서 상대적으로 자유롭다. 당사는 삼성SDI를 통해 럭셔리 OEM(BMW, 아우디, 리비안) EV향에 집중적으로 납품하고 있다. 북미 FEOC 가이드라인에 따라 북미에서 판매될 전기차 모델들은 중국산 분리막을 배제해야 할 시간이 임박했다. 럭셔리 OEM과 북미 정책 모두에 노출됐다는 점은 올해 실적의 안전판 역할을 할 전망이다.

24년 실적을 매출 3,745억원(+23% YoY), 영업이익 437억원(+12% YoY)으로 전망한다. 23년 하반기 실적의 발목을 잡았던 비용 요인들(신공법 적용에 따른 장비 비용, 코팅 라인 인수로 인한 인건비 증가, 고객사 확대를 위한 양산 테스트 비용)은 4Q23을 정점으로 24년 상반기 중 대부분 완화된 전망이다. 하반기에는 신규 CP 7~8라인의 양산 가동으로 생산능력이 +38% 증가한다. 상기한 고정비 요인들을 커버하며 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 가능할 전망이다.

## 목표주가 50,000원, 투자의견 매수 유지

목표주가 50,000원, 투자의견 매수를 유지한다. 럭셔리 최종 고객사 수요를 바탕으로 2차전지 소재 중 가장 안정적인 실적 흐름이 예상된다. 북미 모멘텀은 신규 고객 확보를 통해 확인될 수 있다. 특히 북미에서 최근 수요가 늘고 있는 폼팩터인 원통의 경우 레퍼런스를 보유한 분리막 업체가 거의 없어 수주에 대한 가시성이 높다고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	185.5	40.5	(10.0)	(566)	16,427	0.0	0.9	0.0	(3.5)	15.3
2022	257.5	58.0	55.3	1,938	27,737	20.8	11.3	1.5	8.2	(21.1)
2023F	305.0	46.9	55.7	1,654	29,607	26.9	18.6	1.5	5.8	24.2
2024F	374.5	43.7	40.3	1,197	30,804	33.5	16.2	1.3	4.0	61.6
2025F	600.5	90.8	75.9	2,252	33,056	17.8	11.4	1.2	7.1	98.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	1,926	2,325	2,783	A = B * C
EBITDA	94	123	215	B
목표 EV/EBITDA	20.5	18.9	12.9	C
(+) 자산가치	0	0	0	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	241	640	1,098	E (25년 예상치)
사업가치	1,685	1,685	1,685	F = A + D - E
목표주가	50,000	50,000	50,000	2024-02-06
Upside (%)	24.8	24.8	24.8	

자료: 신한투자증권 추정

## 글로벌 경쟁사 밸류에이션 비교

회사명 (십억원, x, %)	시가총액	2023F				2024F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
SK아이이테크놀로지	4,670	149.4	2.1	29.6	1.4	63.6	2.0	18.1	3.0
더블유씨피	1,350	24.4	1.3	14.0	5.7	31.0	1.3	10.7	4.2
더블유스쿠프	364	-	-	-	-	22.7	0.7	5.9	3.5
아사히 카세이	13,907	21.4	0.9	8.4	4.8	16.2	0.9	7.6	5.4
토레이 인더스트리	10,813	15.6	0.8	9.0	5.3	17.0	0.7	8.7	4.6
스미모토 케미칼	2,726	14.8	1.5	9.6	10.5	10.8	1.3	6.8	12.6
선전 시니어 테크	2,516	13.7	1.4	8.9	10.5	9.9	1.2	6.3	12.6

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

## 수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	305	375	583	305	375	600	0.0	(0.2)	3.0
영업이익	47	51	106	47	44	91	0.0	(14.1)	(14.6)
세전이익	57	54	105	57	46	89	0.0	(13.5)	(15.2)
순이익	56	47	89	56	40	76	0.0	(13.5)	(15.2)
영업이익률	15.4	13.5	18.2	15.4	11.7	15.1			

자료: 신한투자증권 추정

## 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q23F	2022	2023P	2024F	2025F
환율 원/달러	1,276	1,316	1,313	1,320	1,280	1,260	1,250	1,250	1,290	1,306	1,260	1,258
원/유로	1,369	1,432	1,429	1,426	1,408	1,411	1,413	1,413	1,358	1,414	1,411	1,408
Capa (백만)	820	820	820	820	820	820	977	977	820	820	977	1,919
충주	820	820	820	820	820	820	977	977	820	820	977	1,134
헝가리	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	785
매출	75	76	62	92	79	85	102	109	257	305	375	600
YoY	37.1	21.3	(3.9)	21.6	5.2	11.9	64.8	18.0	38.8	18.5	22.8	60.3
QoQ	(1.0)	1.3	(18.9)	49.5	(14.4)	7.7	19.4	7.1				
매출원가	56	56	48	85	70	71	84	90	189	246	314	483
판관비	3	3	3	4	3	4	4	5	10	12	16	26
영업이익	16	17	10	4	6	10	14	14	58	47	44	91
OPM	21.4	22.1	16.4	4.3	7.4	11.7	13.4	13.2	22.5	15.4	11.7	15.1
YoY	387.5	14.0	(44.9)	(81.8)	(63.7)	(40.9)	34.2	263.7	43.3	(19.1)	(6.9)	107.9
QoQ	(25.6)	4.5	(39.7)	(61.1)	48.3	69.8	37.0	5.4				

자료: 신한투자증권 추정

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>630.0</b>	<b>1,078.2</b>	<b>1,883.5</b>	<b>2,436.3</b>	<b>2,686.9</b>
유동자산	214.5	477.0	810.2	953.5	849.2
현금및현금성자산	98.2	284.3	576.0	677.1	318.9
매출채권	89.6	112.3	136.5	161.1	309.2
재고자산	24.3	50.8	61.7	72.8	139.8
비유동자산	415.5	601.2	1,073.4	1,482.8	1,837.7
유형자산	393.9	583.2	1,052.1	1,462.1	1,817.4
무형자산	4.8	4.2	3.5	2.9	2.4
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>224.3</b>	<b>143.6</b>	<b>885.9</b>	<b>1,398.3</b>	<b>1,573.0</b>
유동부채	128.3	115.2	189.2	200.9	271.3
단기차입금	5.0	51.5	85.0	85.0	85.0
매입채무	26.6	9.3	11.3	13.4	25.7
유동성장기부채	17.6	10.2	39.2	39.2	39.2
비유동부채	96.0	28.4	696.7	1,197.4	1,301.7
사채	14.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	77.6	25.2	692.7	1,192.7	1,292.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>405.8</b>	<b>934.6</b>	<b>997.7</b>	<b>1,038.0</b>	<b>1,113.9</b>
자본금	12.4	16.8	16.8	16.8	16.8
자본잉여금	451.5	922.5	872.5	872.5	872.5
기타자본	0.0	0.0	(3.7)	(3.7)	(3.7)
기타포괄이익누계액	0.0	(2.4)	8.0	8.0	8.0
이익잉여금	(58.1)	(2.3)	104.0	144.3	220.2
<b>지배주주지분</b>	<b>405.8</b>	<b>934.6</b>	<b>997.7</b>	<b>1,038.0</b>	<b>1,113.9</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	160.3	86.9	817.0	1,317.0	1,417.0
*순차입금(순현금)	62.1	(197.4)	241.0	639.9	1,098.0

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>85.7</b>	<b>33.7</b>	<b>53.6</b>	<b>89.6</b>	<b>21.0</b>
당기순이익	(10.0)	55.3	55.7	40.3	75.9
유형자산상각비	31.3	43.6	46.1	78.4	123.9
무형자산상각비	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
외화환산손실(이익)	(0.2)	10.8	(3.7)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	9.7	(81.3)	(44.9)	(29.8)	(179.2)
(법인세납부)	(0.0)	(2.4)	(2.5)	(6.0)	(13.4)
기타	54.1	6.8	2.1	6.1	13.3
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(40.8)</b>	<b>(245.3)</b>	<b>(479.8)</b>	<b>(488.5)</b>	<b>(479.2)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(59.5)	(245.0)	(422.2)	(488.5)	(479.2)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	19.1	(0.1)	(57.5)	0.0	0.0
<b>FCF</b>	<b>17.0</b>	<b>(231.3)</b>	<b>(359.7)</b>	<b>(402.0)</b>	<b>(461.5)</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>41.8</b>	<b>401.4</b>	<b>727.4</b>	<b>500.0</b>	<b>100.0</b>
차입금의 증가(감소)	42.0	(13.5)	727.7	500.0	100.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	414.9	(0.3)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(3.7)	(9.7)	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>86.7</b>	<b>186.2</b>	<b>291.6</b>	<b>101.1</b>	<b>(358.1)</b>
기초현금	11.5	98.2	284.3	575.9	677.0
기말현금	98.2	284.3	575.9	677.0	318.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>185.5</b>	<b>257.5</b>	<b>305.0</b>	<b>374.5</b>	<b>600.5</b>
증감률 (%)	65.8	38.8	18.5	22.8	60.3
<b>매출원가</b>	<b>135.2</b>	<b>189.0</b>	<b>245.7</b>	<b>314.5</b>	<b>483.4</b>
<b>매출총이익</b>	<b>50.3</b>	<b>68.4</b>	<b>59.3</b>	<b>60.1</b>	<b>117.1</b>
매출총이익률 (%)	27.1	26.6	19.4	16.0	19.5
<b>판매관리비</b>	<b>9.8</b>	<b>10.4</b>	<b>12.3</b>	<b>16.4</b>	<b>26.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>40.5</b>	<b>58.0</b>	<b>46.9</b>	<b>43.7</b>	<b>90.8</b>
증감률 (%)	314.5	43.4	(19.1)	(6.9)	107.9
영업이익률 (%)	21.8	22.5	15.4	11.7	15.1
영업외손익	(51.3)	3.7	10.3	2.7	(1.5)
금융손익	(51.8)	3.4	10.0	2.7	(1.5)
기타영업외손익	0.5	0.3	0.3	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(10.9)</b>	<b>61.7</b>	<b>57.2</b>	<b>46.4</b>	<b>89.3</b>
법인세비용	(0.9)	6.5	1.5	6.0	13.4
계속사업이익	(10.0)	55.3	55.7	40.3	75.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(10.0)</b>	<b>55.3</b>	<b>55.7</b>	<b>40.3</b>	<b>75.9</b>
증감률 (%)	적지	흑전	0.9	(27.7)	88.2
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	18.3	10.8	12.6
(지배주주)당기순이익	(10.0)	55.3	55.7	40.3	75.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>(10.0)</b>	<b>53.4</b>	<b>66.7</b>	<b>40.3</b>	<b>75.9</b>
(지배주주)총포괄이익	(10.0)	53.4	66.7	40.3	75.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>72.5</b>	<b>102.6</b>	<b>93.8</b>	<b>122.7</b>	<b>215.2</b>
증감률 (%)	98.6	41.5	(8.6)	30.8	75.4
EBITDA 이익률 (%)	39.1	39.8	30.7	32.8	35.8

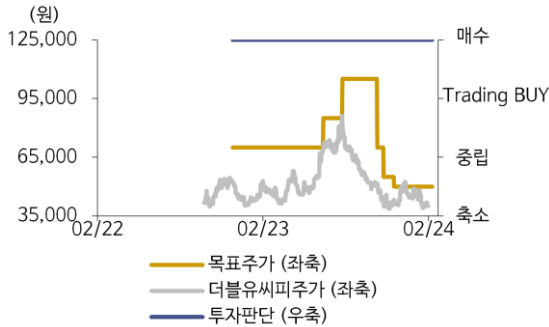
## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(566)	1,938	1,654	1,197	2,252
EPS (지배순이익, 원)	(566)	1,938	1,654	1,197	2,252
BPS (자본총계, 원)	16,427	27,737	29,607	30,804	33,056
BPS (지배지분, 원)	16,427	27,737	29,607	30,804	33,056
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	20.8	26.9	33.5	17.8
PER (지배순이익, 배)	0.0	20.8	26.9	33.5	17.8
PBR (자본총계, 배)	0.0	1.5	1.5	1.3	1.2
PBR (지배지분, 배)	0.0	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	0.9	11.3	18.6	16.2	11.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	39.1	39.8	30.7	32.8	35.8
영업이익률 (%)	21.8	22.5	15.4	11.7	15.1
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	18.3	10.8	12.6
ROA (%)	(1.7)	6.5	3.8	1.9	3.0
ROE (지배순이익, %)	(3.5)	8.2	5.8	4.0	7.1
ROIC (%)	7.7	9.3	4.4	2.6	4.0
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	55.3	15.4	88.8	134.7	141.2
순차입금비율 (%)	15.3	(21.1)	24.2	61.6	98.6
현금비율 (%)	76.5	246.9	304.4	337.1	117.5
이자보상배율 (배)	4.4	86.3	16.8	4.5	6.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	3.1	2.6	2.0	2.0	2.1
재고자산회수기간 (일)	36.9	53.2	67.3	65.6	64.6
매출채권회수기간 (일)	183.0	143.1	148.9	145.1	142.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 더블유씨피(393890)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 12월 02일	매수	70,000	(32.5)	(17.3)
2023년 06월 03일		6개월경과	(12.2)	(2.4)
2023년 06월 20일	매수	85,000	(14.6)	1.2
2023년 08월 01일	매수	105,000	(41.6)	(24.8)
2023년 10월 17일	매수	70,000	(34.1)	(28.0)
2023년 10월 31일	매수	55,000	(25.3)	(16.7)
2023년 11월 23일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정용진, 최민기)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당 조사분석자료는 당사가 대표주관사로 IPO를 실시한 기업(더블유씨피)으로 규정에 의한 의무발행자료임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 05일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------