

# 더블유씨피

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

2024년 1월 30일

## [2차전지]

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

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

## 실적보다 복미 모멘텀



**매수**  
(유지)



현재주가 (1월 29일)  
**40,050 원**



목표주가  
**50,000 원 (유지)**



상승여력  
**24.8%**

- ◆ 4Q23 OP 39억원(-82% YoY, -61% QoQ)으로 부진
- ◆ Non-EV 부진으로 실적 개선은 점진적인 속도 예상
- ◆ 반면 복미 진출에 대한 기대감 여전히 주가 트리거로 작동할 전망



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

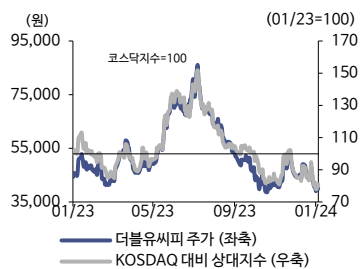
시가총액	1,349.5십억원
발행주식수	33.7백만주
유동주식수	21.5백만주(63.8%)
52주 최고가/최저가	86,000원/38,650원
일평균 거래량 (60일)	317,383주
일평균 거래액 (60일)	14,279백만원
외국인 지분율	5.18%

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

절대수익률	
3개월	-10.2%
6개월	-49.1%
12개월	-12.5%

KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-17.9%
6개월	-43.2%
12개월	-20.8%

## 주가



## 4Q23 OP 39억원(-82% YoY, -61% QoQ)으로 부진

4Q23 매출은 922억원(+50% YoY, +22% QoQ)으로 시장 기대치(686억원)를 +34%나 뛰어넘었다. Non-EV향 원통/소형 전지 판매 둔화가 지속되고 있지만 주요 고객사의 EV향 각형 신제품 판매가 견조했다.

반면 영업이익은 39억원(-82% YoY, -61% QoQ)으로 크게 부진했다. 낮아진 시장 기대치(OP 97억원)를 59% 하회하는 실적이다. 지난 분기에 이어 코팅 라인 인수에 따른 인건비 부담이 지속됐고, 신규 CP 7~8라인 투자가 진행되면서 관련 비용이 증가했다. 향후 생산 효율성 개선의 핵심인 신공법 관련해 장비 발주 비용도 일부 반영된 것으로 추정된다.

## Non-EV 부진으로 실적은 점진적 개선, 주가 트리거는 복미 수주

Non-EV향 매출 비중은 기존 20~30%에서 더 축소된 것으로 추정된다. 관련한 전방 수요는 24년 하반기가 돼야 점진적으로 회복될 것으로 예상된다. 모든 실적 변수가 EV향 수요에 집중됐다. 최근 시장에서는 EV 수요 둔화에 대한 우려가 커졌지만 동사의 핵심 고객사는 럭셔리 OEM을 코어 고객으로 확보해 상대적으로 양호한 판매를 지속하고 있다. 4Q23 실적을 저점으로 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다. 24년 실적은 매출 3,754억원(+23% YoY), 영업이익 509억원(+8% YoY)으로 추정한다.

주가의 상승 트리거는 실적보다 복미 진출이 중요하다. FEOC 발표 이후 현지 생산 분리막에 대한 미국의 수요는 계단식으로 늘어나게 됐다. 신규 고객사를 추가로 확보할 수 있는 환경이다. 관련한 장기공급계약이 확인되면 동사의 로드맵상 복미가 전체 비중에서 30% 이상을 차지하는 핵심 생산거점으로 부각받을 전망이다.

## 목표주가 50,000원, 투자 의견 매수 유지

목표주가 50,000원, 투자 의견 매수를 유지한다. 25F 기준 목표 EV/EBITDA 12배를 적용했다.

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	375.4	50.9	46.6	1,383	30,991	28.9	15.3	1.3	4.6	60.7
2025F	582.9	106.4	89.4	2,655	33,645	15.1	10.5	1.2	8.2	95.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, %)	2023F	2024F	2025F	비고
영업가치	1,926	2,318	2,763	A = B * C
EBITDA	94	130	231	B
목표 EV/EBITDA	20.5	17.9	12.0	C
(+) 자산가치	0	0	0	D (25년 예상치)
(-) 순차입금	241	634	1,078	E (25년 예상치)
사업가치	1,685	1,685	1,685	F = A + D - E
목표주가	50,000	50,000	50,000	2024-01-29
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	5,440	174.1	2.4	33.7	1.4	60.3	2.3	18.7	4.0
더블유씨피	1,350	24.4	1.3	14.0	5.7	28.3	1.3	10.7	4.7
더블유스쿠프	398	-	-	-	-	24.7	0.8	6.1	3.5
아사히 카세이	14,077	21.4	0.9	8.4	4.8	16.2	0.9	7.6	5.4
토레이 인더스트리	10,842	15.5	0.8	9.0	5.3	16.8	0.7	8.6	4.7
스미모토 케미칼	5,101	-	0.5	10.0	0.0	-	0.5	36.7	(5.8)
선전 시니어 테크	2,842	15.3	1.6	9.9	10.5	11.1	1.4	7.0	12.6

자료: Bloomberg Concensus, 신한투자증권

## 분기 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	신한(기준)	컨센서스
매출액	92	76	21.6	62	49.5	71	69
영업이익	4	22	(81.8)	10	(61.1)	11	10
세전이익	5	7	(36.1)	13	(62.3)	12	8
순이익	6	6	(12.0)	15	(62.3)	10	7
영업이익률	4.3	28.5		16.4		16.0	14.1
순이익률	6.1	8.4		24.2		13.9	10.6

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

## 수익 예상 변경

(십억원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
매출액	284	400	681	305	375	583	7.3	(6.1)	(14.4)
영업이익	54	70	134	47	51	106	(13.7)	(27.6)	(20.5)
세전이익	64	69	126	57	54	105	(10.6)	(22.4)	(16.6)
순이익	60	60	107	56	47	89	(7.2)	(22.4)	(16.6)
영업이익률	19.1	17.6	19.6	15.4	13.5	18.2			

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
환율 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	86	85	96	109	257	305	375	583
YoY	37.1	21.3	(3.9)	21.6	14.1	11.9	55.3	18.0	38.8	18.5	23.1	55.3
QoQ	(1.0)	1.3	(18.9)	49.5	(7.1)	(0.7)	12.6	13.6				
매출원가	56	56	48	85	75	69	78	86	189	246	308	451
판관비	3	3	3	4	4	4	4	5	10	12	16	26
영업이익	16	17	10	4	7	12	14	18	58	47	51	106
OPM	21.4	22.1	16.4	4.3	8.0	14.7	14.6	16.2	22.5	15.4	13.5	18.2
YoY	387.5	14.0	(44.9)	(81.8)	(57.6)	(25.7)	38.0	346.6	43.3	(19.1)	8.4	109.1
QoQ	(25.6)	4.5	(39.7)	(61.1)	73.1	82.9	12.0	25.9				

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>2,442.6</b>	<b>2,706.7</b>
유동자산	214.5	477.0	810.2	959.7	869.1
현금및현금성자산	98.2	284.3	576.0	683.4	338.7
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>1,044.3</b>	<b>1,133.7</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	150.6	240.1
<b>지배주주지분</b>	<b>405.8</b>	<b>934.6</b>	<b>997.7</b>	<b>1,044.3</b>	<b>1,133.7</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	633.6	1,078.2

## 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>95.9</b>	<b>34.6</b>
당기순이익	(10.0)	55.3	55.7	46.6	89.4
무형자산상각비	31.3	43.6	46.1	78.4	123.9
무형자산상각비	0.8	0.9	0.8	0.6	0.5
외환환손손실(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
운전자본변동	9.7	(81.3)	(44.9)	(29.8)	(179.2)
(법인세납부)	(0.0)	(2.4)	(2.5)	(7.0)	(15.8)
기타	54.1	6.8	2.1	7.1	15.8
<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>(395.8)</b>	<b>(448.3)</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
연결법위변동으로인한현금의증가	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>107.4</b>	<b>(344.6)</b>
기초현금	11.5	98.2	284.3	575.9	683.3
기말현금	98.2	284.3	575.9	683.3	338.8

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>375.4</b>	<b>582.9</b>
증감률 (%)	65.8	38.8	18.5	23.1	55.3
<b>매출원가</b>	<b>135.2</b>	<b>189.0</b>	<b>245.7</b>	<b>308.1</b>	<b>451.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>50.3</b>	<b>68.4</b>	<b>59.3</b>	<b>67.3</b>	<b>131.9</b>
매출총이익률 (%)	27.1	26.6	19.4	17.9	22.6
<b>판매관리비</b>	<b>9.8</b>	<b>10.4</b>	<b>12.3</b>	<b>16.4</b>	<b>25.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>40.5</b>	<b>58.0</b>	<b>46.9</b>	<b>50.9</b>	<b>106.4</b>
증감률 (%)	314.5	43.4	(19.1)	8.4	109.1
영업이익률 (%)	21.8	22.5	15.4	13.5	18.2
영업외손익	(51.3)	3.7	10.3	2.7	(1.1)
금융손익	(51.8)	3.4	10.0	2.7	(1.1)
기타영업외손익	0.5	0.3	0.3	0.0	0.0
중개기업관련손익	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>53.6</b>	<b>105.2</b>
법인세비용	(0.9)	6.5	1.5	7.0	15.8
계속사업이익	(10.0)	55.3	55.7	46.6	89.4
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>46.6</b>	<b>89.4</b>
증감률 (%)	적지	흑전	0.9	(16.4)	91.9
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	18.3	12.4	15.3
(지배주주)당기순이익	(10.0)	55.3	55.7	46.6	89.4
(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>46.6</b>	<b>89.4</b>
(지배주주)총포괄이익	(10.0)	53.4	66.7	46.6	89.4
(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>129.9</b>	<b>230.7</b>
증감률 (%)	98.6	41.5	(8.6)	38.5	77.7
EBITDA 이익률 (%)	39.1	39.8	30.7	34.6	39.6

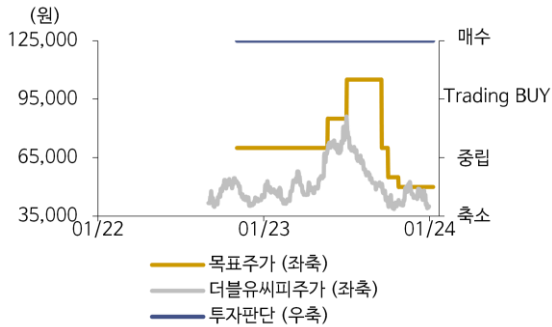
## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(566)	1,938	1,654	1,383	2,655
EPS (지배순이익, 원)	(566)	1,938	1,654	1,383	2,655
BPS (자본총계, 원)	16,427	27,737	29,607	30,991	33,645
BPS (지배지분, 원)	16,427	27,737	29,607	30,991	33,645
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	20.8	26.9	28.9	15.1
PER (지배순이익, 배)	0.0	20.8	26.9	28.9	15.1
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	15.3	10.5
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	34.6	39.6
영업이익률 (%)	21.8	22.5	15.4	13.5	18.2
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	18.3	12.4	15.3
ROA (%)	(1.7)	6.5	3.8	2.2	3.5
ROE (지배순이익, %)	(3.5)	8.2	5.8	4.6	8.2
ROIC (%)	7.7	9.3	4.4	3.1	4.7
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	55.3	15.4	88.8	133.9	138.7
순차입금비율 (%)	15.3	(21.1)	24.2	60.7	95.1
현금비율 (%)	76.5	246.9	304.4	340.2	124.8
이자보상배율 (배)	4.4	86.3	16.8	5.2	7.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	3.1	2.6	2.0	2.0	2.0
재고자산회수기간 (일)	36.9	53.2	67.3	65.4	66.6
매출채권회수기간 (일)	183.0	143.1	148.9	144.7	147.2

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 주식관련사체에 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 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 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 01월 26일 기준)

매수 (매수)	92.21%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------