EARNINGS PREVIEW

2024. 01. 08

더블유씨피(393890)

신공법 도입 비용, 도약을 위한 과정

Company Analysis | 철강금속/이차전지소재

Analyst 안회수 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	60,000 원
현재주가	49,000 원
상승여력	22.4%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (1/5)		878.33 pt
시가총액		16,511 억원
발행주식수		33,697 천주
52 주 최고가/최저가		86,000 / 38,650 원
90 일 일평균거래대금		123.47 억원
외국인 지분율		5.6%
배당수익률(23.12E)		0.0%
BPS(23.12E)		29,386 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	6.8%
	6 개월	-29.6%
	12 개월	8.8%
주주구성	W-SCOPE Corp	36.1%
	엔피성장제 6 호	26.5%

Stock Price

4Q23 Preview: 7,8라인 신공법 도입 비용으로 컨센서스 하회 전망

4Q23 매출액 668억원(-12.0%YoY, 8.3%QoQ), 영업이익 57억원(-73.5%YoY, -43.5%QoQ, OPM 8.6%)으로 영업이익 컨센서스를 51% 하회할 것으로 전망한다. 매출의 대부분은 EV분리막으로, 삼성SDI P5향 출하가 견조하게 이어졌다. 4Q23 출하량은 8.0%QoQ 증가한 1.0억㎡로 추정했다. 다만 컨센서스 하회의 원인은 국내 7~8라인 신공법 설비 도입 비용이 부담으로 작용했기 때문이다. 또한 지난 7월 더블유스코프코리아 코팅분리막 사업을 양수한 영향으로 인건비가 추가 반영되었다.

신공법 도입 비용, 도약을 위한 과정

2024년 매출액 3,184억원(+13.9%YoY), 영업이익 581억원(+19.3%YoY, OPM 18.3%), EBITDA마진율 38.4%를 예상한다. 메인 고객사 삼성SDI가 프리미엄 모델향 중심으로 비교적 양호한 출하량을 이어갈 것으로 기대되며, 하반기 신공법 도입한 7~8라인 가동 시작과 함께 신규 고객사(LGES) 납품도 가능해질 것이다. 이에 따라 2024년 출하량은 16.0%YoY 증가한 5.2억㎡로 추정한다. 7-8라인 신공법 도입 비용이 점차 감소하겠으나 상반기까지는 영향을 미치고, 20%대 마진율은 하반기부터 회복할 것으로 예상한다. 헝가리 공장은 2024년 초부터 라인 하나씩 설치하고 2025년부터 가동 계획이다. 국내 및 헝가리 공장의 증설과 신공법 도입 비용은 2025년까지 수익성에 지속적 부담이 되겠으나, 장기적으로는 생산성 향상과 신규 고객사 확장을 위한 도약의 과정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 60,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 60,000원을 유지하며, 섹터 내 분리막 기업들을 최선호주로 제시한다. 12월 발표된 FEOC 요건에서 중국 기업 공급망 배제 의도가 명확히 드러났고, 1/2 중국 최대 분리막 기업 창신신소재는 미국 분리막 투자 금액 축소를 공시하기도 했다. 한국 분리막 기업들은 2024년 상반기 내로 북미 지역 진출 계획을 발표할 것으로 기대된다. 1) 북미 지역 비중국 기업 분리막 공급 부족, 2) 선수주 후증설 전략에 따른 높은 가동률 보장으로 북미 중심 CAPA 확장+안정적 이익 창출이 가능해진 환경이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	185	257	280	318	570
영업이익	40	58	49	58	99
순이익	-10	55	56	38	58
EPS (원)	-403	1,640	1,670	1,127	1,734
증감률 (%)	적전	흑전	1.8	-32.5	53.9
PER (x)	n/a	24.6	29.3	43.5	28.3
PBR (x)	n/a	1.5	1.7	1.6	1.5
영업이익률 (%)	21.8	22.5	17.4	18.3	17.4
EBITDA 마진 (%)	39.1	39.8	34.4	38.4	38.4
ROE (%)	n/a	8.2	5.8	3.8	5.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 **더블유씨피 4Q23 Preview**

(억원)	4Q23E	3Q23	4Q22	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	668	617	759	8.3%	-12.0%	686	-2.6%
영업이익	57	101	216	-43.5%	-73.5%	117	-51.1%
영업이익률	8.6%	16.4%	28.5%	-7.9%p	-19.9%p	17.1%	-8.5%p
순이익	61	150	64	-58.9%	-4.0%	96	-36.0%
순이익률	9.2%	24.2%	8.4%	-15.0%p	0.8%p	14.0%	-4.8%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 **더블유씨피 실적 추이 및 전망**

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
연결 매출액	751	760	617	668	702	731	787	964	2,575	2,796	3,184
yoy	37.1%	21.3%	-3.9%	-12.0%	-6.4%	-3.8%	27.5%	44.3%		8.6%	13.9%
qoq	-1.0%	1.3%	-18.9%	8.3%	5.2%	4.1%	7.6%	22.5%			
EBITDA	275	282	221	179	236	271	319	392	1,026	957	1,217
EBITDA마진율	*36.7%*	*37.0%*	*35.8%*	*26.8%*	*33.6%*	*37.0%*	*40.5%*	*40.6%*	*39.8%*	*34.2%*	*38.2%*
영업이익	161	168	101	57	88	122	168	204	580	487	581
yoy	387.5%	14.0%	-44.9%	-73.5%	-45.4%	-27.2%	65.6%	256.0%		-16.0%	19.3%
qoq	-25.6%	4.5%	-39.7%	-43.5%	53.5%	39.3%	37.1%	21.4%			
OPM(%)	*21.4%*	*22.1%*	*16.4%*	*8.6%*	*12.5%*	*16.7%*	*21.3%*	*21.1%*	*22.5%*	*17.4%*	*18.3%*
세전이익	247	152	126	76	74	95	143	157	617	601	469
당기순이익	220	132	150	61	61	68	93	140	160	553	563
당기순이익률	*29.3%*	*17.3%*	*24.2%*	*9.2%*	*9.2%*	*9.6%*	*12.8%*	*17.8%*	*16.6%*	*21.5%*	*20.1%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 **실적 추정 변경 내역**

	4Q23E			2024E			2025E		
(억원)	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	668	668	0%	3,297	3,184	-3%	6,280	5,699	-9%
영업이익	124	57	-54%	647	581	-10%	1,640	992	-40%
영업이익률	18.6%	8.6%	-10.0%p	19.6%	18.3%	-1.4%p	26.1%	17.4%	-8.7%p

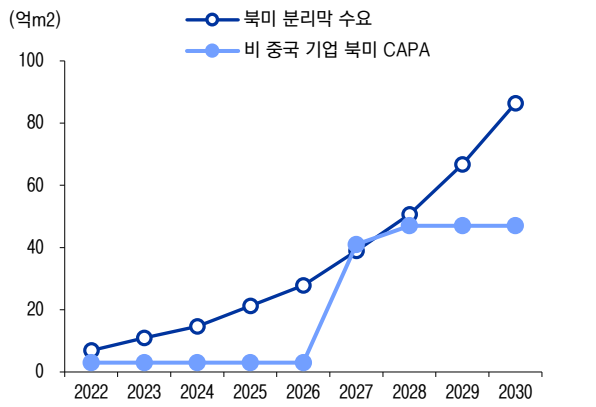
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 **글로벌, 북미 분리막 수요 및 글로벌 분리막 주요 기업 Capacity(Design Capa 기준) 추이 및 전망**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
글로벌 EV 판매(만대)	1,080	1,300	1,599	1,967	2,419	2,976	3,660	4,502	5,537
셀 수요(gwh)	627	845	1,049	1,416	1,742	2,291	2,818	3,511	4,319
북미 점유율	11%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
중국 점유율	60%	60%	60%	55%	54%	53%	50%	47%	45%
북미 EV판매(만대)	119	169	224	295	387	506	659	855	1,107
북미 셀 수요(gwh)	69	110	147	212	279	389	507	667	864
글로벌 분리막 수요 (억㎡)	**62.7**	**84.5**	**104.9**	**141.6**	**174.2**	**229.1**	**281.8**	**351.1**	**431.9**
북미 분리막 수요 (억㎡)	**6.9**	**11.0**	**14.7**	**21.2**	**27.9**	**38.9**	**50.7**	**66.7**	**86.4**
북미 국내 셀 3사 분리막 수요 (억㎡)	**3.7**	**7.7**	**10.2**	**42.2**	**45.2**	**51.2**	**51.2**	**51.2**	**54.3**
북미 국내 셀 3사 CAPA(gwh)	37	77	102	422	452	512	512	512	543
-LGES	15	55	80	295	295	295	295	295	295
-SDI	0	0	0	33	63	97	97	97	97
-SKON	22	22	22	94	94	120	120	120	151
글로벌 주요 분리막 기업 CAPA (억㎡)	**143**	**153**	**193**	**336**	**381**	**399**	**405**	**405**	**405**
주요 기업 북미 CAPA(억㎡)	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**13.0**	**51.0**	**57.0**	**57.0**	**57.0**
비 중국 기업 북미 CAPA(억㎡)	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**41.0**	**47.0**	**47.0**	**47.0**
한국 분리막 기업 북미 CAPA(억㎡)	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**38.0**	**38.0**	**38.0**	**38.0**
SKIET	**23.7**	**23.7**	**31.7**	**48.3**	**48.3**	**68.3**	**68.3**	**68.3**	**68.3**
-한국	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
-중국	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
-폴란드	5.2	5.2	13.2	29.8	29.8	29.8	29.8	29.8	29.8
-북미	-	-	-	-	-	20.0	20.0	20.0	20.0
WCP	**4.9**	**11.3**	**18.9**	**27.9**	**33.0**	**51.0**	**51.0**	**51.0**	**51.0**
-한국	4.9	11.3	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
-헝가리			4.5	13.5	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
-북미						18.0	18.0	18.0	18.0
LG화학			**7.0**	**9.0**	**9.0**	**9.0**	**15.0**	**15.0**	**15.0**
-헝가리			7.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
-미국							6.0	6.0	6.0
Semorp	**70.0**	**70.0**	**95.0**	**175.0**	**175.0**	**175.0**	**175.0**	**175.0**	**175.0**
-헝가리		4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
-미국					10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Senior	**29.0**	**29.0**	**29.0**	**60.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
-스웨덴				7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Sinoma	**24.0**	**24.0**	**24.0**	**34.0**	**34.0**	**34.0**	**34.0**	**34.0**	**34.0**
Asahi Kasei	**15.5**	**19.0**	**19.0**	**30.0**	**30.0**	**30.0**	**30.0**	**30.0**	**30.0**
-미국	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

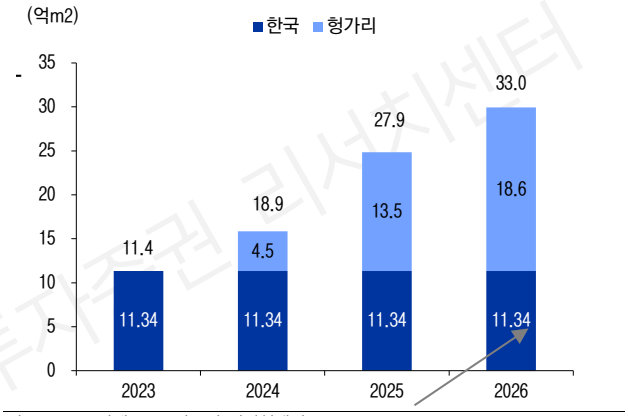
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터
주: SKIET Capacity는 공시된 실제 생산량 기준 Capacity 바탕으로 Design Capa 추정, Design Capa 로 환산하여 반영하였음

그림1 북미 분리막 수급 전망



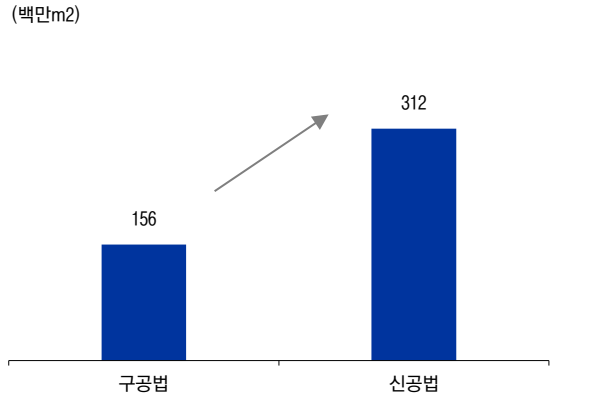
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 WCP CAPACITY(디자인 CAPA 기준)



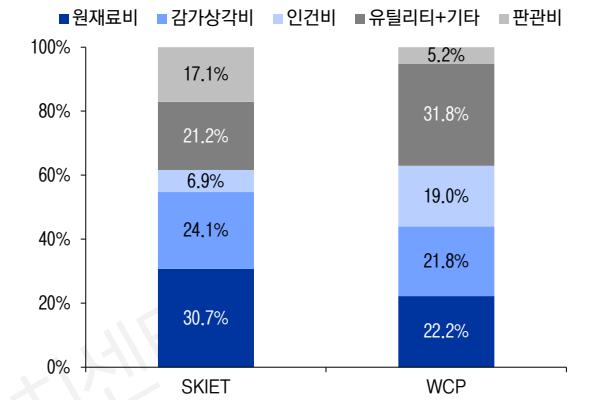
자료: WCP, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 WCP 생산성 향상 목표(신공법 도입, 라인당 생산성)



자료: WCP, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내 분리막 기업 영업비용 구성 (2022 기준)



자료: WCP, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 더블유씨피 목표주가 산정 (EV/EBITDA Valuation)

	더블유씨피	비고
EBITDA (십억원)	218	2025E
Target EV/EBITDA (배)	15	한국 이차전지 소재기업 2025E 평균 Multiple
순차입금 (십억원)	1,178	2025E
순기업가치 (십억원)	2,097	
발행주식수 (천 주)	33,697	
주당기업가치 (원)	58,884	
목표주가 (원)	60,000	
현재주가 (원, 1/5)	49,000	
Upside (%)	22.4%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	215	477	346	340	442
현금 및 현금성자산	98	284	179	126	90
매출채권 및 기타채권	91	138	126	157	259
재고자산	24	51	37	52	84
기타유동자산	1	4	4	5	8
비유동자산	415	601	1,030	1,616	2,097
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	394	583	1,011	1,598	2,079
무형자산	5	4	4	3	3
자산총계	**630**	**1,078**	**1,375**	**1,956**	**2,539**
유동부채	128	115	182	216	276
매입채무 및 기타재무	58	50	54	86	142
단기금융부채	68	62	125	125	125
기타유동부채	2	3	3	5	8
비유동부채	96	28	203	703	1,154
장기금융부채	92	25	193	693	1,143
기타비유동부채	4	3	10	10	11
부채총계	**224**	**144**	**385**	**920**	**1,429**
지배주주지분	406	935	990	1,036	1,109
자본금	12	17	17	17	17
자본잉여금	452	923	873	873	873
이익잉여금	-58	-2	105	151	224
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**406**	**935**	**990**	**1,036**	**1,109**

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**185**	**257**	**280**	**318**	**570**
매출원가	135	189	219	244	436
매출총이익	**50**	**68**	**60**	**75**	**134**
판매비 및 관리비	10	10	12	17	34
영업이익	**40**	**58**	**49**	**58**	**99**
(EBITDA)	73	103	96	122	219
금융손익	0	4	11	-3	-11
이자비용	9	1	2	8	16
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-51	0	0	2	2
세전계속사업이익	**-11**	**62**	**60**	**57**	**90**
계속사업법인세비용	-1	6	4	11	17
계속사업이익	-10	55	56	46	73
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-10**	**55**	**56**	**46**	**73**
지배주주	-10	55	56	46	73
총포괄이익	**-10**	**55**	**56**	**46**	**73**
매출총이익률 (%)	27.1	26.6	21.6	23.5	23.4
영업이익률 (%)	21.8	22.5	17.4	18.3	17.4
EBITDA 마진률 (%)	39.1	39.8	34.4	38.4	38.4
당기순이익률 (%)	-5.4	21.5	20.1	14.5	12.8
ROA (%)	n/a	6.5	4.6	2.8	3.2
ROE (%)	n/a	8.2	5.8	4.5	6.8
ROIC (%)	n/a	8.6	4.9	3.3	4.0

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**86**	**34**	**100**	**98**	**114**
당기순이익(손실)	-10	55	56	46	73
비현금수익비용가감	92	63	30	65	120
유형자산감가상각비	31	44	47	64	119
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타현금수익비용	57	16	-26	0	0
영업활동 자산부채변동	10	-81	14	-13	-79
매출채권 감소(증가)	7	-32	11	-31	-103
재고자산 감소(증가)	-10	-26	14	-15	-32
매입채무 증가(감소)	10	-17	-9	32	56
기타자산, 부채변동	3	-5	-1	1	0
투자활동 현금	**-41**	**-245**	**-381**	**-650**	**-600**
유형자산처분(취득)	-53	-241	-380	-650	-600
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	12	-4	-1	0	0
재무활동 현금	**42**	**401**	**175**	**500**	**450**
차입금의 증가(감소)	42	-14	228	500	450
자본의 증가(감소)	0	415	-54	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**87**	**186**	**-105**	**-53**	**-36**
기초현금	11	98	284	179	126
기말현금	98	284	179	126	90

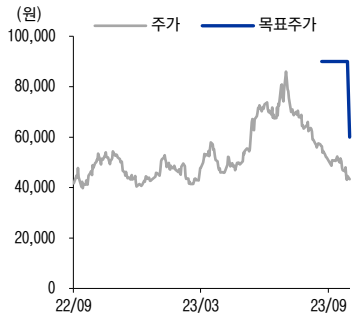
자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	24.6	29.3	35.8	22.6
P/B	n/a	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	0.9	11.3	18.6	19.2	12.9
P/CF	n/a	11.5	19.2	14.9	8.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	n/a	38.8	8.6	13.9	79.0
영업이익	n/a	43.4	-16.0	19.3	70.7
세전이익	n/a	흑전	-2.7	-5.3	58.5
당기순이익	n/a	흑전	1.8	-18.1	58.5
EPS	적전	흑전	1.8	-18.1	58.5
안정성 (%)					
부채비율	55.3	15.4	38.9	88.7	128.8
유동비율	167.2	414.3	189.6	157.1	160.3
순차입금/자기자본(x)	15.3	-21.1	14.0	66.7	106.2
영업이익/금융비용(x)	4.4	86.3	27.1	7.3	6.2
총차입금 (십억원)	160	87	318	818	1,268
순차입금 (십억원)	62	-197	139	692	1,178
주당지표 (원)					
EPS	-403	1,640	1,670	1,367	2,167
BPS	16,427	27,737	29,386	30,753	32,920
CFPS	3,329	3,524	2,552	3,282	5,728
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

이베스트투자증권 리서치센터

더블유씨피 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.09.20	신규	안회수									
2023.09.20	Buy	90,000	-37.3		-44.4						
2023.10.31	Buy	60,000									

이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안회수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)