2024. 5. 20

Company Analysis | 철강/이차전지소재

Analyst 안회수 _ hoesoo@ebestsec.co.kr

더블유씨피(393890)

NDR 후기: 빠르고 가벼워질 북미 진출

Buy (유지)

목표주가 (유지)	50,000 원
현재주가	33,700 원
상승여력	48.3%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (5/17)		870.37 pt
시가총액		11,423 억원
발행주식수		33,697 천주
52 주 최고가/최저가		86,000 / 30,000 원
90 일 일평균거래대금		150.26 억원
외국인 지분율		7.5%
배당수익률(24.12E)		0.0%
BPS(24.12E)		29,513 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	7.7%
	6 개월	-26.5%
	12 개월	-24.3%
주주구성	W-SCOPE Corp	36.2%
	엔피성장제 6 호	20.7%

Stock Price

NDR 후기: 빠르고 가벼워질 북미 진출

5/6, IRA 최종 규정 및 FEOC 해석이 업데이트 되었다. Battery Materials(배터리 재료)라는 새로운 용어가 도입되었는데, 분리막 관련해서는 분리막 원단/코팅재가 해당된다. 코팅분리막은 Battery Component(배터리 부품, 북미 생산 요구)라고 명시되었다. Battery Materials가 FEOC 규정 대상인지는 불분명하다. 추가 해석 여지가 남아있으나, 당사는 더블유씨피의 북미 진출 가시성이 높아졌고 현지 경쟁력도 충분하다 판단한다. 1) 원단 대비 capex 작고 리드타임 짧은 코팅만 북미 진출해도 되는 상황이 되었다. 재무 부담 완화되고, 2027년 하반기 양산 목표로 북미 진출 발표 앞당겨질 것으로 기대한다. 타사 원단에 코팅만 하더라도 mid-teen 이익률 가능하다. 2) 동사는 생산성 향상을 위해 광폭 신공법 설비 투자/듀얼 코팅/코팅 검사 자동화에 투자 중이다. 설사 중국 기업이 FEOC 규정 우회하여 북미 진출하더라도, 동사는 가격 경쟁력 준비되어 있다.

비용 부담은 지켜보자

1Q24 매출액은 1,224억원(+63%YoY, +33%QoQ)으로 서프라이즈였으나, 영업이익 6억원(-96%YoY, -82%QoQ, OPM 0.5%)으로 컨센서스 하회했다. 스텔란티스 PHEV 및 BMW의 견조한 판매량 덕분에 EV향 분리막 출하량 증가했다. 수익성 측면에서는 다양한 비용 부담 발생했다. 해상 운임비 7~80% 증가했고, 그 외 항공물류비, 분리막 심지 구매비 뒤따랐다. 7,8 라인 신공법 설비 투자 및 시운전비도 계속 되었으나 2분기내 마무리될 예정이다. 코팅라인/신공법 설비에서 인력비 부담도 지속 중이다. 2024년 매출액 3,875억원(+27%YoY), 영업이익 71억원(-84%YoY, OPM 1.8%)을 전망한다. 1분기 리스토킹 영향 소멸, 2~3분기 업황 부진으로 출하량(+8.1%YoY 가정)은 감소 흐름 예상된다. 물류 비용 서서히 감소하는 것으로 가정했다. 신공법 7~8라인은 2025년 본격 가동되며, 신규 고객사 LGES 원통형향으로도 공급할 예정이다. 헝가리 라인은 2026년 말 기준 풀가동 계획이며, 전량 SDI향으로 안정적 수요처 확보 중이다.

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지한다. 분리막 기업들은 선수주 후증설 기반의 신중한 투자가 기본 전략이기에, upside는 신규 고객사 추가와 이에 따른 증설 계획에서 나온다. 2024년 실적 부진은 피할 수 없겠지만, 북미 진출 확정 모멘텀 + LGES외 국내외 신규 고객사 수주 잠재력 가지고 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	257	305	387	473	828
영업이익	58	46	7	39	158
순이익	55	54	7	31	127
EPS (원)	1,640	1,591	205	925	3,777
증감률 (%)	흑전	-3.0	-87.1	350.6	308.3
PER (x)	24.6	24.8	165.1	36.6	9.0
PBR (x)	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
영업이익률 (%)	22.5	15.2	1.8	8.3	19.0
EBITDA 마진 (%)	39.8	31.7	18.1	26.9	40.1
ROE (%)	8.2	5.6	0.7	3.1	11.7

주: IFRS 연결 기준
자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 더블유씨피 1Q24 Review

(억원)	1Q24P	4Q23	1Q23	% QoQ	% YoY	Consensus	대비(%)
매출액	1,224	922	751	32.7%	63.1%	773	58.3%
영업이익	6	34	161	-82.3%	-96.3%	68	-91.2%
영업이익률	0.5%	3.7%	21.4%	-20.9%p	-20.9%p	8.8%	-8.3%p
순이익	10	35	220	-70.8%	-95.3%	65	-84.2%
순이익률	0.8%	3.8%	29.3%	-3.0%p	-28.5%p	8.4%	-7.6%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 더블유씨피 실적 추이 및 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	751	760	617	922	1,224	1,046	823	782	3,050	3,875	4,732
yoy	37.1%	21.3%	-3.9%	21.6%	63.1%	37.7%	33.4%	-15.2%	18.5%	27.1%	22.1%
qoq	-1.0%	1.3%	-18.9%	49.5%	32.7%	-14.5%	-21.4%	-4.9%			
EBITDA	275	282	221	186	161	201	167	170	963	699	1,274
EBITDA마진율	*36.7%*	*37.0%*	*35.8%*	*20.1%*	*13.2%*	*19.3%*	*20.2%*	*21.8%*	*31.6%*	*18.1%*	*26.9%*
영업이익	161	168	101	34	6	46	12	7	464	71	394
yoy	387.5%	14.0%	-44.9%	-84.3%	-96.3%	-72.3%	-88.6%	-78.0%	-19%	-84.6%	451.2%
qoq	-25.6%	4.5%	-39.7%	-66.5%	-82.3%	674.6%	-75.2%	-35.3%			
OPM(%)	*21.4%*	*22.1%*	*16.4%*	*3.7%*	*0.5%*	*4.4%*	*1.4%*	*1.0%*	*15.2%*	*1.8%*	*8.3%*
세전이익	247	152	126	21	13	50	26	5	546	94	392
당기순이익	220	132	150	17	10	40	21	4	536	76	318
당기순이익률	*29.3%*	*17.3%*	*24.2%*	*1.8%*	*0.8%*	*3.8%*	*2.6%*	*0.5%*	*17.6%*	*2.0%*	*6.7%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추정 변경 내역

	2Q24E			2024E			2025E		
(억원)	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
(연결)									
매출액	870	1,046	20%	3,612	3,875	7%	4,815	4,732	-2%
영업이익	81	46	-43%	341	71	-79%	495	394	-20%
영업이익률	9.3%	4.4%	-4.9%p	9.4%	1.8%	-7.6%p	10.3%	8.3%	-2.0%p

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	477	412	388	509	676
현금 및 현금성자산	284	226	174	219	293
매출채권 및 기타채권	138	126	153	223	309
재고자산	51	57	57	74	97
기타유동자산	4	4	5	-7	-23
비유동자산	601	927	1,364	1,977	2,267
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	583	908	1,346	1,958	2,263
무형자산	4	4	4	4	4
자산총계	**1,078**	**1,339**	**1,752**	**2,485**	**2,943**
유동부채	115	229	335	436	491
매입채무 및 기타재무	50	60	74	113	165
단기금융부채	62	165	255	315	315
기타유동부채	3	3	5	8	11
비유동부채	28	123	423	1,024	1,299
장기금융부채	25	113	413	1,013	1,288
기타비유동부채	3	10	10	11	11
부채총계	**144**	**351**	**758**	**1,460**	**1,790**
지배주주지분	935	988	994	1,026	1,153
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	923	873	873	873	873
이익잉여금	-2	102	109	140	267
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**935**	**988**	**994**	**1,026**	**1,153**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**257**	**305**	**387**	**473**	**828**
매출원가	189	246	363	411	625
매출총이익	**68**	**59**	**24**	**62**	**203**
판매비 및 관리비	10	12	17	23	45
영업이익	**58**	**46**	**7**	**39**	**158**
(EBITDA)	103	97	70	127	332
금융손익	4	11	1	0	0
이자비용	1	2	3	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	0	-1	0
세전계속사업이익	**62**	**55**	**9**	**39**	**157**
계속사업법인세비용	6	1	2	7	30
계속사업이익	55	54	7	31	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**55**	**54**	**7**	**31**	**127**
지배주주	55	54	7	31	127
총포괄이익	**55**	**54**	**7**	**31**	**127**
매출총이익률 (%)	26.6	19.3	6.2	13.1	24.5
영업이익률 (%)	22.5	15.2	1.8	8.3	19.0
EBITDA 마진률 (%)	39.8	31.7	18.1	26.9	40.1
당기순이익률 (%)	21.5	17.6	1.8	6.6	15.4
ROA (%)	6.5	4.4	0.4	1.5	4.7
ROE (%)	8.2	5.6	0.7	3.1	11.7
ROIC (%)	8.6	5.1	0.4	1.8	5.5

현금흐름표

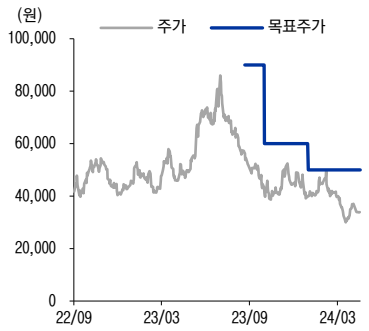
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**34**	**87**	**58**	**86**	**263**
당기순이익(손실)	55	54	7	31	127
비현금수익비용가감	63	33	63	88	175
유형자산감가상각비	44	50	63	88	174
무형자산상각비	1	1	0	0	0
기타현금수익비용	16	-26	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-81	1	-12	-34	-39
매출채권 감소(증가)	-32	11	-27	-71	-86
재고자산 감소(증가)	-26	-6	0	-16	-23
매입채무 증가(감소)	-17	-3	14	39	52
기타자산, 부채변동	-5	-1	1	14	19
투자활동 현금	**-245**	**-281**	**-500**	**-700**	**-465**
유형자산처분(취득)	-241	-280	-500	-700	-480
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-4	-1	0	0	15
재무활동 현금	**401**	**135**	**390**	**660**	**275**
차입금의 증가(감소)	-14	188	390	660	275
자본의 증가(감소)	415	-54	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**186**	**-59**	**-52**	**45**	**73**
기초현금	98	284	226	174	219
기말현금	284	226	174	219	293

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	24.6	24.8	165.1	36.6	9.0
P/B	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.3	14.3	23.4	17.7	7.4
P/CF	11.5	15.4	16.3	9.6	3.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	38.8	18.5	27.1	22.1	74.9
영업이익	43.4	-20.1	-84.6	451.2	299.9
세전이익	흑전	-11.6	-84.1	344.2	307.3
당기순이익	흑전	-3.0	-87.1	350.6	308.3
EPS	흑전	-3.0	-87.1	350.6	308.3
안정성 (%)					
부채비율	15.4	35.6	76.2	142.3	155.3
유동비율	414.3	180.3	115.9	116.7	137.7
순차입금/자기자본(x)	-21.1	5.3	49.7	108.1	113.7
영업이익/금융비용(x)	86.3	26.3	2.9	9.8	39.4
총차입금 (십억원)	87	278	668	1,328	1,603
순차입금 (십억원)	-197	52	494	1,109	1,311
주당지표 (원)					
EPS	1,640	1,591	205	925	3,777
BPS	27,737	29,308	29,513	30,438	34,216
CFPS	3,524	2,558	2,081	3,549	8,966
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

더블유씨피 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2023.09.20	신규	안회수			
2023.09.20	Buy	90,000	-37.3		-44.4
2023.10.31	Buy	60,000	-		-26.6
2023.01.30	Buy	50,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

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) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	92.4% 7.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)