

더블유씨피 (393890)

전자/부품



이안나

02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	100,000원 (U)
현재주가 (6/15)	62,700원
상승여력	59%

시가총액	21,128억원
총발행주식수	33,696,518주
60일 평균 거래대금	169억원
60일 평균 거래량	311,745주
52주 고	67,200원
52주 저	39,750원
외인지분율	5.75%
주요주주	W-SCOPE Corporation 35.91%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.3	48.4	0.0
상대	17.1	32.0	0.0
절대(달러환산)	32.1	51.3	0.0

실적+밸류에이션 매력도+모멘텀까지

이 시점 분리막에 주목해야 하는 이유

현 시점 분리막은 2차전지 소재 중 가장 노이즈가 적은 소재. 분리막 특성 상 2분기부터 성수 기이며 국내 분리막 기업 2024년 기준 평균 EV/EBITDA는 15배에 불과함. 그리고 3분기에는 고객사 다변화가 기대되어 실적 및 밸류에이션 매력도, 수주 모멘텀까지 다 갖춘 소재. 국내 셀 기업들은 미국 내 생산 시, 높은 비용에 대한 부담이 여전한 상황. 따라서 셀 기업들은 미국 내 소재 공급망을 Dual-Vender 이상으로 가져가 각 소재 별 단가를 낮추고자 하는 니즈가 높음. 이에 분리막 기업들도 고객사 다변화가 본격화될 수 밖에 없으며 장기 공급 계약도 기대해볼 수 있는 상황

실적+밸류에이션 매력도+고객사 다변화 기대감까지

동사는 1분기 분리막 비수기임에도 불구하고, 21% 이상의 영업이익률을 기록. 주요 고객사의 안정적인 가동률로 인해 동사 역시 꾸준히 높은 수익성을 유지하고 있음. 또한 동사는 2024년 EV/EBITDA 13배로 동사의 2022~2025년 연평균 성장률 30% 고려 시, 밸류에이션 매력도 높음. 3분기부터는 고객사 다변화 기대감까지 더해져 분리막 기업 내에서도 투자 매력도 높음. 2024년부터는 헝가리 공장 본격 양산이 시작되면서 큰 폭의 외형성장이 기대됨. 다만, 분리막 특성 상, 높은 고정비로 인해 2023년 대비 영업이익률은 낮아질 수 있음. 그럼에도 불구하고 주요 고객사의 안정적인 가동률로 인해 연간 20% 대의 영업이익률 달성이 가능할 것으로 예상

동사에 대한 목표주가 100,000으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 100,000으로 상향. 이는 국내 분리막 기업 2023~2024년 평균 EV/EBITDA Multiple 23배를 적용한 것. 동사의 2022~2025년 연평균 성장률 고려 시, EV/EBITDA Multiple 30배까지도 업사이드 여력이 있을 것. 여기에 추가 고객사에 대한 수주 계약 진행으로 생산능력 계획 확대 시, 30배 이상의 Multiple 적용도 가능할 것으로 보임

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	792	26.4	5.5	792	0.1
영업이익	173	17.3	7.5	177	-2.4
세전계속사업이익	195	-7.5	-21.0	198	-1.8
지배순이익	175	-18.7	-20.6	209	-16.4
영업이익률 (%)	21.8	-1.7 %pt	+0.4 %pt	22.4	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	22.0	-12.3 %pt	-7.3 %pt	26.4	-4.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,855	2,575	3,169	4,109
영업이익	405	580	752	837
지배순이익	-100	553	758	783
PER	-	24.5	27.9	27.0
PBR	-	1.7	2.0	1.7
EV/EBITDA	-	13.7	15.4	12.9
ROE	-4.9	8.2	7.6	6.9

자료: 유안타증권

[표 1] 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	55	63	64	76	75	79	81	82	82	95	107	127	257	317	411
% QoQ		15	2	18	-1	6	2	1	0	15	13	19			
% YoY					37	26	26	8	9	19	32	56		23	30
매출원가	49	46	43	51	56	57	58	57	63	72	81	97	189	229	313
매출총이익	5	17	21	25	19	22	22	25	20	23	26	30	68	88	98
판매비	2	2	3	3	3	5	3	3	3	3	4	4	10	13	14
영업이익	3	15	18	22	16	17	20	22	16	20	22	26	58	75	84
% QoQ		347	25	18	-26	8	15	10	-26	21	12	19			
% YoY					387	17	8	1	1	13	10	19		30	11
OPM(%)	6	24	29	28	21	22	25	27	20	21	21	21	23	24	20

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 목표주가 100,000 원으로 상향

사업부문	단위	2024E	내용
EBITDA	십억원	150	
Target EV/EBITDA	x	23	← 국내 분리막 기업 2023~2024년 평균 EV/EBITDA
Total EV(기업가치) (1)	십억원	3,480	
순차입금 (2)	십억원	110	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	3,370	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	34	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	100,012	
목표주가	원	100,000	
현재주가(06/15)	원	62,700	
Upside	%	59	

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유씨피 (393890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,855	2,575	3,169	4,109	5,353
매출원가	1,352	1,890	2,289	3,128	4,119
매출충이익	503	684	880	981	1,233
판매비	98	104	129	144	187
영업이익	405	580	752	837	1,046
EBITDA	725	1,026	1,257	1,500	1,852
영업외손익	-513	37	106	51	-62
외환관련손익	84	23	78	30	-67
이자손익	-87	13	10	3	-13
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-510	1	18	18	18
법인세비용차감전순이익	-109	617	858	889	984
법인세비용	-9	65	100	106	117
계속사업순이익	-100	553	758	783	867
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-100	553	758	783	867
지배지분순이익	-100	553	758	783	867
포괄순이익	-100	534	1,377	1,403	855
지배지분포괄이익	-100	534	1,377	1,403	855

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	857	337	1,115	1,356	1,954
당기순이익	-100	553	758	783	867
감가상각비	313	436	496	655	801
외환손익	-5	108	-52	-30	67
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	97	-813	-133	-80	194
기타현금흐름	553	53	46	28	25
투자활동 현금흐름	-408	-2,453	-1,839	-1,914	-2,000
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-595	-2,450	-1,838	-1,914	-2,000
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	187	-3	0	0	0
재무활동 현금흐름	418	4,014	-111	381	721
단기차입금	50	40	-100	200	500
사채 및 장기차입금	370	-175	-25	160	200
자본	0	4,151	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-2	14	21	21
연결범위변동 등 기타	0	-37	494	609	-109
현금의 증감	867	1,862	-341	432	566
기초 현금	115	982	2,843	2,503	2,934
기말 현금	982	2,843	2,503	2,934	3,500
NOPLAT	405	580	752	837	1,046
FCF	262	-2,112	-724	-558	-46

자료: 유안타증권

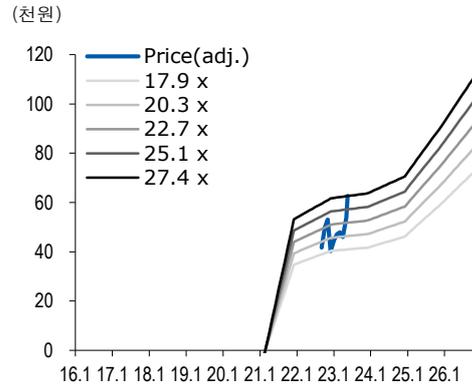
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,145	4,770	4,701	5,319	5,902
현금및현금성자산	982	2,843	2,503	2,934	3,500
매출채권 및 기타채권	908	1,382	1,598	1,644	1,567
재고자산	243	508	531	670	765
비유동자산	4,155	6,012	7,537	8,789	9,983
유형자산	3,939	5,832	7,367	8,626	9,825
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,300	10,782	12,238	14,107	15,884
유동부채	1,283	1,152	1,245	1,551	2,261
매입채무 및 기타채무	576	501	673	779	989
단기차입금	50	515	415	615	1,115
유동성장기부채	175	102	102	102	102
비유동부채	960	284	270	430	630
장기차입금	775	250	225	385	585
사채	142	0	0	0	0
부채총계	2,243	1,436	1,515	1,981	2,891
지배지분	4,058	9,346	10,724	12,126	12,993
자본금	124	168	168	168	168
자본잉여금	4,515	9,225	8,725	8,725	8,725
이익잉여금	-581	-23	1,232	2,014	2,881
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,058	9,346	10,724	12,126	12,993
순차입금	297	-1,974	-1,762	-1,834	-1,700
총차입금	1,279	869	745	1,105	1,805

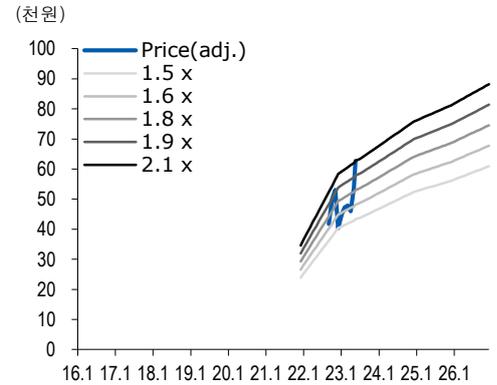
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-566	1,938	2,249	2,323	2,573
BPS	16,427	27,737	31,825	35,987	38,560
EBITDAPS	4,119	3,598	3,732	4,452	5,496
SPS	10,537	9,031	9,404	12,195	15,885
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	24.5	27.9	27.0	24.4
PBR	-	1.7	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	-	13.7	15.4	12.9	10.5
PSR	-	5.3	6.7	5.1	3.9

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	0.0	38.8	23.1	29.7	30.3
영업이익 증가율 (%)	na	43.4	29.5	11.4	24.9
지배순이익 증가율 (%)	na	흑전	37.1	3.3	10.7
매출총이익률 (%)	27.1	26.6	27.8	23.9	23.0
영업이익률 (%)	21.8	22.5	23.7	20.4	19.5
지배순이익률 (%)	-5.4	21.5	23.9	19.1	16.2
EBITDA 마진 (%)	39.1	39.8	39.7	36.5	34.6
ROIC	16.3	8.8	8.2	7.7	8.6
ROA	-3.2	6.5	6.6	5.9	5.8
ROE	-4.9	8.2	7.6	6.9	6.9
부채비율 (%)	55.3	15.4	14.1	16.3	22.3
순차입금/자기자본 (%)	7.3	-21.1	-16.4	-15.1	-13.1
영업이익/금융비용 (배)	4.4	86.3	26.8	22.2	16.9

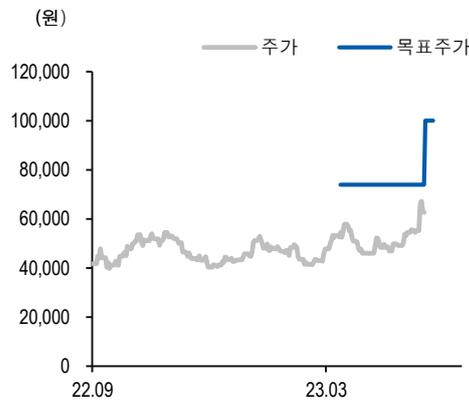
P/E band chart



P/B band chart



더블유씨피 (393890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-06-16	BUY	100,000	1년		
2023-04-11	BUY	74,000	1년	-29.41	-9.19

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)	90.7
Hold(중립)	9.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-06-15

※ 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 투자사결정은 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.