

2023. 10. 31



Company Analysis | 철강금속/소재

Analyst 안희수

02 3779 8897 \_ hoesoo@ebestsec.co.kr

**Buy** (유지)

|           |          |
|-----------|----------|
| 목표주가 (하향) | 60,000 원 |
| 현재주가      | 43,300 원 |
| 상승여력      | 34.8%    |

컨센서스 대비

|    |    |    |
|----|----|----|
| 상회 | 부합 | 하회 |
|    |    | ●  |

Stock Data

|                 |                    |
|-----------------|--------------------|
| KOSDAQI (10/30) | 757.12 pt          |
| 시가총액            | 14,591 억원          |
| 발행주식수           | 33,697 천주          |
| 52 주 최고가/최저가    | 86,000 / 40,350 원  |
| 90 일 일평균거래대금    | 130.57 억원          |
| 외국인 지분율         | 5.9%               |
| 배당수익률(23.12E)   | 0.0%               |
| BPS(23.12E)     | 29,629 원           |
| KOSPI 대비 상대수익률  | 1 개월 -6.8%         |
|                 | 6 개월 4.3%          |
|                 | 12 개월 -4.1%        |
| 주주구성            | W-SCOPE Corp 36.1% |
|                 | 엔피성장제 6 호 26.5%    |

Stock Price



# 더블유씨피 (393890)

## 미뤄지는 계획들

### 3Q23 Review: 전동공구향 수요 부진으로 컨센서스 하회

3Q23 매출액 616억원(-4.0%YoY, -19.0%QoQ), 영업이익 101억원(-45.1%YoY, -39.9%QoQ, OPM 16.4%)으로 영업이익 컨센서스를 38% 하회했다. 컨센서스 하회의 주된 원인은 Non-EV향 분리막 수요가 크게 감소했기 때문이다. 출하량은 전분기 대비 약 20% 감소한 것으로 추정되며, 가동률 역시 80% 중반대까지 하락한 것으로 파악된다. 반면 EV용 분리막은 주요 고객사 삼성SDI를 통해 주로 프리미엄 모델향 중심으로 출하되기 때문에 수요가 견조하게 유지되었다. 인수한 코팅라인에서의 감가상각비 추가, 신규 고객 진입 테스트 비용 발생도 수익성 악화의 원인이 되었다.

### 미뤄지는 계획들

4Q23 매출액 668억원(-12.0%YoY, +8.4%QoQ), 영업이익 124억원(-42.8%YoY, +22.3%QoQ)을 예상한다. Non-EV향 수요 정상화는 어려우나 EV향 수요는 견조할 것이다. 유럽, 미국 중심 EV 수요 둔화와 장기공급계약에 개런티 물량이 없다는 점에 대한 우려가 있으나, 동사는 고객사와 긴밀한 소통을 통해 정확도 높은 물량 예측을 시행 중이다. 한국 7라인은 올해 증설 완료, 2024년 2분기부터 시운전 시작 계획이며, 헝가리 공장은 2024년 초부터 라인 하나씩 설치하고 2024년 말부터 시운전 계획이다. 1H24 증설 라인 시운전 기간에는 고정비 부담으로 수익성이 악화될 수 있다. 메인 고객사 및 추가 고객사 대응 위한 북미 진출 계획 발표를 내년 상반기 중으로 목표 하고 있다. 또한 컨퍼런스콜에서 잠재 추가 고객사 두 곳 중 한 곳은 벤더 지정 완료, 다른 한 곳은 2024년 상반기부터 공급 예정이었으나 하반기로 미뤄져 진행 중이라고 밝혔다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 60,000원 하향

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가 60,000원으로 기존 목표주가 대비 33% 하향한다. 글로벌 EV 수요 둔화 및 IRA 법안 불확실성으로 인해 북미진출 계획 발표 및 추가 고객 납품 일정이 지연되고, 신공법 도입에 따라 증설 스케줄도 조금씩 지연되고 있다. 이에 따라 적용 멀티플을 28→20으로 조정했다. 현 주가는 12M Fwd EV/EBITDA 13 배 수준까지 하락하며 중국 분리막 기업들의 외형성장 시기에 비해서는 저평가 받고 있으나, 동사의 성장속도에 대한 확신을 위해서는 불확실성 제거가 먼저 필요한 상황이다.

### Financial Data

| (십억원)         | 2021 | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 185  | 257   | 279   | 330   | 628   |
| 영업이익          | 40   | 58    | 55    | 65    | 164   |
| 순이익           | -10  | 55    | 62    | 43    | 111   |
| EPS (원)       | -403 | 1,640 | 1,828 | 1,285 | 3,286 |
| 증감률 (%)       | 적전   | 흑전    | 11.5  | -29.7 | 155.7 |
| PER (x)       | n/a  | 24.6  | 23.7  | 33.7  | 13.2  |
| PBR (x)       | n/a  | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| 영업이익률 (%)     | 21.8 | 22.5  | 19.8  | 19.6  | 26.1  |
| EBITDA 마진 (%) | 39.1 | 39.8  | 36.8  | 39.1  | 45.1  |
| ROE (%)       | n/a  | 8.2   | 6.4   | 4.2   | 10.1  |

주: IFRS 연결 기준

자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 더블유씨피 3Q23 Review

| (십억원) | 3Q23E | 2Q23  | 3Q22  | % QoQ   | % YoY   | Consensus | 대비(%)  |
|-------|-------|-------|-------|---------|---------|-----------|--------|
| 매출액   | 616   | 760   | 642   | -19.0%  | -4.0%   | 827       | -25.5% |
| 영업이익  | 101   | 168   | 184   | -39.9%  | -45.1%  | 163       | -38.0% |
| 영업이익률 | 16.4% | 22.1% | 28.7% | -12.3%p | -12.3%p | 19.7%     | -3.3%p |
| 순이익   | 149   | 132   | 232   | 13.4%   | -35.8%  | 149       | 0.2%   |
| 순이익률  | 24.2% | 17.3% | 36.2% | 6.9%p   | -12.0%p | 18.0%     | 6.2%p  |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 더블유씨피 실적 추이 및 전망

| (억원,%)    | 1Q22  | 2Q22   | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23   | 2Q23  | 3Q23E  | 4Q23E  | 2022  | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 연결 매출액    | 547   | 627    | 642   | 759   | 751    | 760   | 616    | 668    | 2,575 | 2,795 | 3,297 |
| yoy       |       |        |       |       | 37.1%  | 21.3% | -4.0%  | -12.0% |       | 8.6%  | 18.0% |
| qoq       |       | 14.5%  | 2.3%  | 18.2% | -1.0%  | 1.3%  | -19.0% | 8.4%   |       |       |       |
| EBITDA    | 143   | 258    | 296   | 329   | 275    | 282   | 223    | 246    | 1,026 | 1,025 | 1,282 |
| EBITDA마진율 | 26.1% | 41.2%  | 46.1% | 43.4% | 36.7%  | 37.0% | 36.2%  | 36.8%  | 39.8% | 36.7% | 38.9% |
| 영업이익      | 33    | 147    | 184   | 216   | 161    | 168   | 101    | 124    | 580   | 553   | 647   |
| yoy       |       |        |       |       | 387.5% | 14.0% | -45.1% | -42.8% | 43%   | -4.7% | 16.9% |
| qoq       |       | 346.7% | 24.8% | 17.5% | -25.6% | 4.5%  | -39.9% | 22.3%  |       |       |       |
| OPM(%)    | 6.0%  | 23.5%  | 28.7% | 28.5% | 21.4%  | 22.1% | 16.4%  | 18.5%  | 22.5% | 19.8% | 19.6% |
| 세전이익      | 47    | 210    | 286   | 74    | 247    | 152   | 125    | 142    | 617   | 667   | 535   |
| 당기순이익     | 41    | 215    | 232   | 64    | 220    | 132   | 149    | 115    | 553   | 616   | 433   |
| 당기순이익률    | 7.6%  | 34.3%  | 36.2% | 8.4%  | 29.3%  | 17.3% | 24.2%  | 17.2%  | 21.5% | 22.0% | 13.2% |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 실적 추정 변경 내역

|       | 4Q23E |       |         | 2023E |       |        | 2024E |       |       |
|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| (억원)  | 수정전   | 수정후   | 차이      | 수정전   | 수정후   | 차이     | 수정전   | 수정후   | 차이    |
| (연결)  |       |       |         |       |       |        |       |       |       |
| 매출액   | 811   | 668   | -18%    | 3,107 | 2,795 | -10%   | 3,839 | 3,297 | -14%  |
| 영업이익  | 319   | 124   | -61%    | 692   | 553   | -20%   | 649   | 647   | 0%    |
| 영업이익률 | 39.3% | 18.5% | -20.8%p | 22.3% | 19.8% | -2.5%p | 16.9% | 19.6% | 2.7%p |

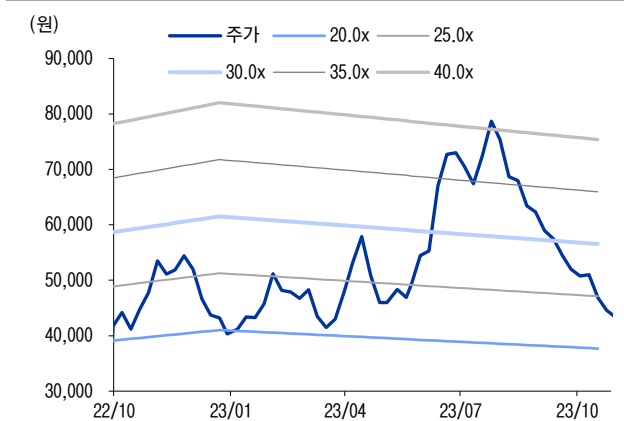
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 더블유씨피 목표주가 산정 (EV/EBITDA Valuation)

|                      | 더블유씨피  | 비고                                 |
|----------------------|--------|------------------------------------|
| EBITDA (십억원)         | 129    | 2024E                              |
| Target EV/EBITDA (배) | 20     | 중국 분리막기업 과거 6개년 평균 Multiple 30% 할인 |
| 순차입금 (십억원)           | 568    | 2024E                              |
| 순기업가치 (십억원)          | 2,007  |                                    |
| 발행주식수 (천 주)          | 33,697 |                                    |
| 주당기업가치 (원)           | 59,559 |                                    |
| 목표주가 (원)             | 60,000 |                                    |
| 현재주가 (원, 10/30)      | 43,400 |                                    |
| Upside (%)           | 38.2%  |                                    |

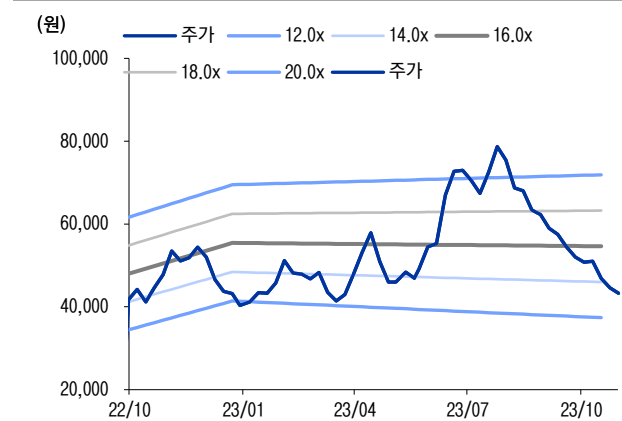
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 12M Fwd EV/EBITDA Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/E Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 더블유씨피 (393890)

## 재무상태표

| (십억원)       | 2021       | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 215        | 477          | 466          | 461          | 511          |
| 현금 및 현금성자산  | 98         | 284          | 300          | 229          | 120          |
| 매출채권 및 기타채권 | 91         | 138          | 126          | 174          | 305          |
| 재고자산        | 24         | 51           | 37           | 53           | 77           |
| 기타유동자산      | 1          | 4            | 4            | 5            | 9            |
| 비유동자산       | 415        | 601          | 891          | 1,477        | 2,057        |
| 관계기업투자등     | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 유형자산        | 394        | 583          | 874          | 1,460        | 2,041        |
| 무형자산        | 5          | 4            | 4            | 3            | 3            |
| <b>자산총계</b> | <b>630</b> | <b>1,078</b> | <b>1,357</b> | <b>1,938</b> | <b>2,568</b> |
| 유동부채        | 128        | 115          | 110          | 147          | 216          |
| 매입채무 및 기타채무 | 58         | 50           | 54           | 89           | 155          |
| 단기금융부채      | 68         | 62           | 53           | 53           | 53           |
| 기타유동부채      | 2          | 3            | 3            | 5            | 9            |
| 비유동부채       | 96         | 28           | 249          | 749          | 1,199        |
| 장기금융부채      | 92         | 25           | 244          | 744          | 1,194        |
| 기타비유동부채     | 4          | 3            | 5            | 5            | 5            |
| <b>부채총계</b> | <b>224</b> | <b>144</b>   | <b>359</b>   | <b>896</b>   | <b>1,416</b> |
| 지배주주지분      | 406        | 935          | 998          | 1,042        | 1,152        |
| 자본금         | 12         | 17           | 17           | 17           | 17           |
| 자본잉여금       | 452        | 923          | 873          | 873          | 873          |
| 이익잉여금       | -58        | -2           | 109          | 152          | 263          |
| 비지배주주지분(연결) | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>자본총계</b> | <b>406</b> | <b>935</b>   | <b>998</b>   | <b>1,042</b> | <b>1,152</b> |

## 손익계산서

| (십억원)          | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 185  | 257  | 279   | 330   | 628   |
| 매출원가           | 135  | 189  | 212   | 248   | 430   |
| 매출총이익          | 50   | 68   | 67    | 81    | 198   |
| 판매비 및 관리비      | 10   | 10   | 12    | 17    | 34    |
| 영업이익           | 40   | 58   | 55    | 65    | 164   |
| (EBITDA)       | 73   | 103  | 103   | 129   | 283   |
| 금융손익           | 0    | 4    | 8     | -13   | -29   |
| 이자비용           | 9    | 1    | 2     | 18    | 34    |
| 관계기업등 투자손익     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타영업외손익        | -51  | 0    | 3     | 2     | 2     |
| 세전계속사업이익       | -11  | 62   | 67    | 53    | 137   |
| 계속사업법인세비용      | -1   | 6    | 5     | 10    | 26    |
| 계속사업이익         | -10  | 55   | 62    | 43    | 111   |
| 중단사업이익         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익          | -10  | 55   | 62    | 43    | 111   |
| 지배주주           | -10  | 55   | 62    | 43    | 111   |
| 총포괄이익          | -10  | 55   | 62    | 43    | 111   |
| 매출총이익률 (%)     | 27.1 | 26.6 | 24.0  | 24.7  | 31.5  |
| 영업이익률 (%)      | 21.8 | 22.5 | 19.8  | 19.6  | 26.1  |
| EBITDA 마진률 (%) | 39.1 | 39.8 | 36.8  | 39.1  | 45.1  |
| 당기순이익률 (%)     | -5.4 | 21.5 | 22.0  | 13.1  | 17.6  |
| ROA (%)        | n/a  | 6.5  | 5.1   | 2.6   | 4.9   |
| ROE (%)        | n/a  | 8.2  | 6.4   | 4.2   | 10.1  |
| ROIC (%)       | n/a  | 8.6  | 5.9   | 4.0   | 6.8   |

## 현금흐름표

| (십억원)       | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름   | 86   | 34   | 130   | 79    | 141   |
| 당기순이익(손실)   | -10  | 55   | 62    | 43    | 111   |
| 비현금수익비용가감   | 92   | 63   | 73    | 64    | 120   |
| 유형자산감가상각비   | 31   | 44   | 47    | 64    | 119   |
| 무형자산상각비     | 1    | 1    | 1     | 1     | 0     |
| 기타현금수익비용    | 57   | 16   | 19    | 0     | 0     |
| 영업활동 자산부채변동 | 10   | -81  | -5    | -29   | -89   |
| 매출채권 감소(증가) | 7    | -32  | 21    | -48   | -131  |
| 재고자산 감소(증가) | -10  | -26  | 14    | -16   | -24   |
| 매입채무 증가(감소) | 10   | -17  | -41   | 35    | 66    |
| 기타자산, 부채변동  | 3    | -5   | 2     | 0     | 0     |
| 투자활동 현금     | -41  | -245 | -274  | -650  | -700  |
| 유형자산처분(취득)  | -53  | -241 | -274  | -650  | -700  |
| 무형자산 감소(증가) | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산 감소(증가) | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타투자활동      | 12   | -4   | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동 현금     | 42   | 401  | 160   | 500   | 450   |
| 차입금의 증가(감소) | 42   | -14  | 210   | 500   | 450   |
| 자본의 증가(감소)  | 0    | 415  | -50   | 0     | 0     |
| 배당금의 지급     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타재무활동      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 현금의 증가      | 87   | 186  | 15    | -71   | -109  |
| 기초현금        | 11   | 98   | 284   | 300   | 229   |
| 기말현금        | 98   | 284  | 300   | 229   | 120   |

자료: 더블유씨피, 이베스트투자증권 리서치센터

## 주요 투자지표

|              | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 투자지표 (x)     |        |        |        |        |        |
| P/E          | n/a    | 24.6   | 23.7   | 33.7   | 13.2   |
| P/B          | n/a    | 1.5    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| EV/EBITDA    | 0.9    | 11.3   | 14.2   | 15.7   | 9.1    |
| P/CF         | n/a    | 11.5   | 10.9   | 13.6   | 6.3    |
| 배당수익률 (%)    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 성장성 (%)      |        |        |        |        |        |
| 매출액          | n/a    | 38.8   | 8.6    | 18.0   | 90.5   |
| 영업이익         | n/a    | 43.4   | -4.7   | 16.9   | 153.2  |
| 세전이익         | n/a    | 흑전     | 8.0    | -19.8  | 155.7  |
| 당기순이익        | n/a    | 흑전     | 11.5   | -29.7  | 155.7  |
| EPS          | 적전     | 흑전     | 11.5   | -29.7  | 155.7  |
| 안정성 (%)      |        |        |        |        |        |
| 부채비율         | 55.3   | 15.4   | 35.9   | 86.0   | 122.8  |
| 유동비율         | 167.2  | 414.3  | 424.4  | 313.9  | 236.1  |
| 순차입금/자기자본(x) | 15.3   | -21.1  | -0.3   | 54.6   | 97.8   |
| 영업이익/금융비용(x) | 4.4    | 86.3   | 30.0   | 3.6    | 4.8    |
| 총차입금 (십억원)   | 160    | 87     | 297    | 797    | 1,247  |
| 순차입금 (십억원)   | 62     | -197   | -3     | 568    | 1,127  |
| 주당지표 (원)     |        |        |        |        |        |
| EPS          | -403   | 1,640  | 1,828  | 1,285  | 3,286  |
| BPS          | 16,427 | 27,737 | 29,629 | 30,914 | 34,200 |
| CFPS         | 3,329  | 3,524  | 3,990  | 3,193  | 6,840  |
| DPS          | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |

더블유씨피

목표주가 추이

(원)

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

— 주가

— 목표주가

22/09

23/03

23/09

투자의견

변동내역

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

## 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 하시기를 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 제 3 자에게 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<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급                                                    | 적용기준<br>(향후12개월)                          | 투자의견<br>비율    | 비고                                                                                                                  |
|-----------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sector<br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |                                           |               |                                                                                                                     |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)                      | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15% 기<br>-15% 이하 기대 | 91.4%<br>8.6% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경                                                                           |
|                 |                                  | 합계                                                      |                                           | 100.0%        | 투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의<br>견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신) |