



Not Rated

현재주가(8.5) 20,450원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	691.28
52주 최고/최저(원)	75,400/20,450
시가총액(십억원)	689.1
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	33,696.5
60일 평균 거래량(천주)	168.1
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2
외국인지분율(%)	7.42
주요주주 지분율(%)	
W-SCOPE Corporation 외 1인	36.24
엔피성장제6호 사모투자합자회사 외 3인	18.36

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	511	729
영업이익(십억원)	59	109
순이익(십억원)	49	86
EPS(원)	1,419	2,564
BPS(원)	31,696	34,254

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0	185	257	305
영업이익	0	40	58	46
세전이익	0	(11)	62	55
순이익	0	(10)	55	54
EPS	0	(566)	1,938	1,591
증감율	N/A	N/A	흑전	(17.9)
PER	0.0	0.0	20.8	28.0
PBR	0.0	0.0	1.5	1.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	11.3	17.2
ROE	0.0	(2.5)	5.9	5.4
BPS	0	16,427	27,737	29,689
DPS	0	0	0	0



Analyst 김현수 hyunsoo@hanafn.com  
RA 홍지원 jiwonhong@hanafn.com

하나증권 리서치센터

# 더블유씨피 (393890)

## 어려운 시기지만 흑자 유지

### 2분기 매출 비교적 선방

2분기 실적은 매출 1,166억원(YoY +53%, QoQ -5%), 영업이익 18억원(YoY -89%, QoQ +201%)으로 부진했다. 다만, 2분기 유럽 전기차 수요 둔화(영/독/프 BEV YoY -4%) 정도와 주요 고객사인 삼성SDI의 배터리 부문 매출이 YoY -27%, QoQ -15% 감소한 것 감안하면, 상대적으로 더블유씨피의 매출 증감률은 선방한 수준이었다. 고객사 내 시장 점유율 상승 및 하반기 신제품 준비 과정에서의 제품 주문이 전방 수요 부진을 어느정도 상쇄시켜준 것으로 풀이된다. 반면, 수익성의 경우, 기존 라인에 대한 제조 공법 전환 비용 및 최근 운임비 상승 영향으로 낮은 수준의 영업이익률(1.5%, QoQ +1.0%p, YoY -20.6%p) 머물렀다.

### 당분간 실적 성장 정체 불가피하나 흑자 구조 유지는 긍정적

Rivian이 전기차 수요 둔화 및 재고 소진을 이유로 원통형 EV 주문을 크게 줄이면서 삼성SDI의 원형 EV 생산이 하반기에 크게 감소할 것으로 예상된다. 삼성SDI의 각형 EV 부문 역시 유럽 전기차 수요 둔화 고려할 때 하반기 개선 폭이 크게 나타나기는 어려울 것으로 판단한다. 이에 따라 더블유씨피의 하반기 실적 역시 뚜렷한 반등세를 기대하기 어렵다. 당분간은 Q 증가 정체 및 신공법 적용에 따른 저마진 구간 지속될 것으로 판단한다. 다만, 전방 수요 둔화 국면에서 경쟁사가 고정비 부담에 따른 수익성 악화로 적자 전환한 것과 달리, 더블유씨피는 보수적인 증설 스탠스 유지하며(2022년부터 2024년 상반기까지 Design CAPA 8.2억m<sup>2</sup> 유지) 흑자 구조 유지하고 있는 점은 긍정적이다. 업황 개선 시 이익 정상화 속도가 분리막 기업 중 가장 빠를 가능성이 높다.

### 아직은 리스크 관리 필요, 향후 기회 요인 찾기

전기차 수요 둔화 및 시장 수요를 결정하는 미국과 유럽의 친환경 정책 불확실성 고려할 때, 당분간 실적 및 Valuation Factor 하향 조정 국면이라고 판단한다. 아직 Not Rated 의견 유지하나, 2025년 예상 CAPA 및 평가 고려할 때 시가 총액 1조 미만은 증장기 상승 여력 갖춘 가격대라고 판단한다. 2025년-2026년 예상되는 연평균 제품 출하량은 전방 수요 및 CAPA 증설 스케줄 고려할 때, 11억m<sup>2</sup> 수준을 예상한다. 이번 실적발표에서 제시한 장기 평균 영업이익률은 2023년 수준인 20%를 제시하였으나, 보수적으로 반영해 OPM 10% 초중반, 순이익률 8% 수준을 가정할 때, Target P/E 20배 적용한 적정 시총은 약 1.8조원이다. 시장 상황 고려한 보수적 증설 전략 및 미국 생산 보조금 고려하지 않은 수익성 방어 전략 역시 현재와 같은 업황에서 적절하다고 판단한다. 아직 공격적으로 매수하기에는 이르나, 향후 기회 요인을 조금씩 찾아나가는 것이 필요하다.

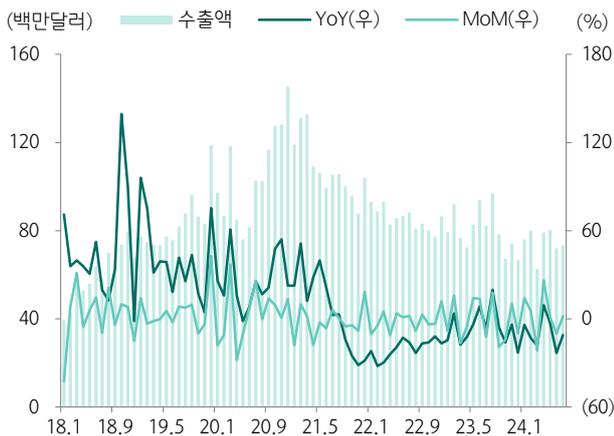
도표 1. 더블유씨피 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2022	2023
<b>매출액</b>	<b>54.7</b>	<b>62.7</b>	<b>64.2</b>	<b>75.9</b>	<b>75.1</b>	<b>76.0</b>	<b>61.7</b>	<b>92.2</b>	<b>122.4</b>	<b>116.6</b>	<b>257.5</b>	<b>305.0</b>
매출총이익	5.3	17.1	21.1	24.9	18.7	19.5	13.3	7.2	4.9	-	68.4	58.7
영업이익	3.3	14.7	18.4	21.6	16.1	16.8	10.1	3.4	0.6	1.8	58.0	46.4
세전이익	4.7	21.0	28.6	7.4	24.7	15.2	12.6	2.1	3.0	4.1	61.7	54.6
지배주주순이익	4.1	21.5	23.2	6.4	22.0	13.2	15.0	3.5	3.4	3.4	55.3	53.6
<b>YoY(%)</b>												
매출액	N/A	N/A	19.1	30.2	37.1	21.3	-3.9	21.6	63.1	53.4	38.79	18.46
매출총이익	N/A	N/A	46.4	52.2	250.2	14.6	-36.8	-71.3	-73.9	-	36.11	-14.18
영업이익	N/A	N/A	47.6	57.1	387.5	14.0	-44.9	-84.3	-96.2	-89.3	43.43	-20.05
세전이익	N/A	N/A	흑자전환	흑자전환	426.1	-27.6	-56.0	-71.4	-87.7	-73.0	흑자전환	-11.57
지배주주순이익	N/A	N/A	흑자전환	흑자전환	431.4	-38.7	-35.7	-45.1	-84.7	-74.2	흑자전환	-2.96
<b>Margin(%)</b>												
매출총이익률	9.7	27.2	32.9	32.9	24.9	25.7	21.6	7.8	4.0	-	26.58	19.25
영업이익률	6.0	23.5	28.7	28.5	21.4	22.1	16.4	3.7	0.5	1.5	22.5	15.2
세전이익률	8.6	33.6	44.6	9.8	32.9	20.0	20.4	2.3	2.5	3.5	24.0	17.9
지배주주순이익률	7.6	34.3	36.2	8.4	29.3	17.3	24.2	3.8	2.8	2.9	21.46	17.58

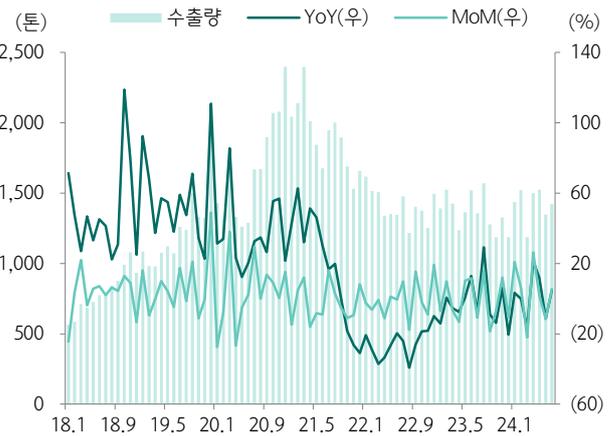
자료: 더블유씨피, 하나증권

도표 2. 한국 분리막 수출 금액 추이



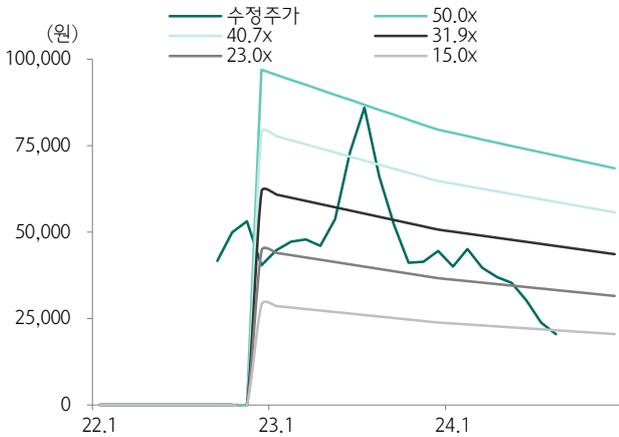
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 3. 한국 분리막 수출 중량 추이



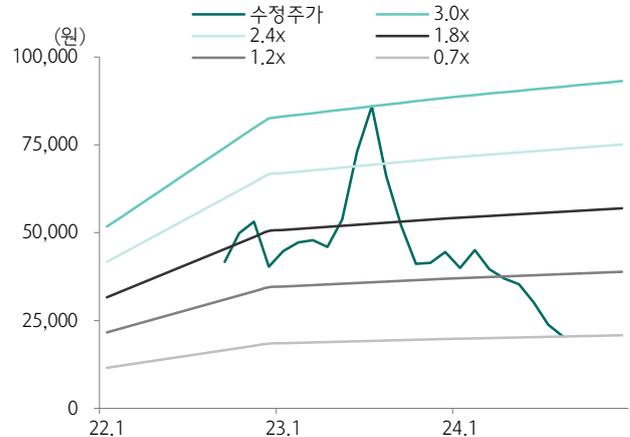
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 4. 더블유씨피 12M Trailing PER



자료: 하나증권

도표 5. 더블유씨피 12M Trailing PBR



자료: 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)			
	2020	2021	2022	2023
매출액	0	185	257	305
매출원가	0	135	189	246
매출총이익	0	50	68	59
판매비	0	10	10	12
영업이익	0	40	58	46
금융손익	0	(52)	3	8
종속/관계기업손익	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0
세전이익	0	(11)	62	55
법인세	0	(1)	6	1
계속사업이익	0	(10)	55	54
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	(10)	55	54
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	0	(10)	55	54
지배주주지분포괄이익	0	(10)	53	69
NOPAT	0	37	52	46
EBITDA	0	73	103	97
성장성(%)				
매출액증가율	N/A	N/A	38.9	18.7
NOPAT증가율	N/A	N/A	40.5	(11.5)
EBITDA증가율	N/A	N/A	41.1	(5.8)
영업이익증가율	N/A	N/A	45.0	(20.7)
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	흑전	(1.8)
EPS증가율	N/A	N/A	흑전	(17.9)
수익성(%)				
매출총이익률	N/A	27.0	26.5	19.3
EBITDA이익률	N/A	39.5	40.1	31.8
영업이익률	N/A	21.6	22.6	15.1
계속사업이익률	N/A	(5.4)	21.4	17.7

투자지표	(단위:십억원)			
	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)				
EPS	0	(566)	1,938	1,591
BPS	0	16,427	27,737	29,689
CFPS	0	4,670	4,165	3,091
EBITDAPS	0	4,119	3,598	2,875
SPS	0	10,537	9,031	9,051
DPS	0	0	0	0
주가지표(배)				
PER	0.0	0.0	20.8	28.0
PBR	0.0	0.0	1.5	1.5
PCFR	0.0	0.0	9.7	14.4
EV/EBITDA	0.0	0.0	11.3	17.2
PSR	0.0	0.0	4.5	4.9
재무비율(%)				
ROE	0.0	(2.5)	5.9	5.4
ROA	0.0	(1.6)	5.1	3.9
ROIC	0.0	9.4	8.3	4.1
부채비율	0.0	55.3	15.4	35.8
순부채비율	0.0	15.3	(21.1)	17.0
이자보상배율(배)	0.0	4.4	86.3	26.3

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)			
	2020	2021	2022	2023
유동자산	0	215	477	266
금융자산	0	98	284	89
현금성자산	0	98	284	88
매출채권	0	90	112	92
재고자산	0	24	51	77
기타유동자산	0	3	30	8
비유동자산	0	415	601	1,093
투자자산	0	0	0	0
금융자산	0	0	0	0
유형자산	0	394	583	1,069
무형자산	0	5	4	4
기타비유동자산	0	16	14	20
자산총계	0	630	1,078	1,359
유동부채	0	128	115	239
금융부채	0	68	62	149
매입채무	0	27	9	32
기타유동부채	0	33	44	58
비유동부채	0	96	28	119
금융부채	0	92	25	110
기타비유동부채	0	4	3	9
부채총계	0	224	144	358
지배주주지분	0	406	935	1,000
자본금	0	12	17	17
자본잉여금	0	452	923	873
자본조정	0	0	0	(4)
기타포괄이익누계액	0	0	(2)	15
이익잉여금	0	(58)	(2)	100
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	0	406	935	1,000
순금융부채	0	62	(197)	170

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	0	86	34	134
당기순이익	0	(10)	55	54
조정	0	86	60	49
감가상각비	0	32	45	50
외환거래손익	0	2	14	4
지분법손익	0	0	0	0
기타	0	52	1	(5)
영업활동 자산부채 변동	0	10	(81)	31
투자활동 현금흐름	0	(41)	(245)	(493)
투자자산감소(증가)	0	(0)	0	0
자본증가(감소)	0	(59)	(245)	(435)
기타	0	18	0	(58)
재무활동 현금흐름	0	42	401	154
금융부채증가(감소)	0	95	(73)	172
자본증가(감소)	0	464	475	(50)
기타재무활동	0	(517)	(1)	32
배당지급	0	0	0	0
현금의 증감	0	87	186	(197)
Unlevered CFO	0	82	119	104
Free Cash Flow	0	26	(211)	(301)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유씨피



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.6	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 8월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2024년 8월 6일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.55%	5.99%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 08월 03일