더블유씨피(393890.KQ) 매수(유지)

체질 개선으로 재평가되는 과정

이차전지 담당 박진수
T.02)2004-9851 / park.jin-soo@shinyoung.com

현재주가(4/22)	20,050원
목표주가(12M, 상향)	25,000원

Valuation Indicator

(배,%)	25A	26F	27F
PER	-	-	70.1
PBR	0.2	0.6	0.5
EV/EBITDA	-	92.9	15.1
ROE	-17.4	-6.6	1.0

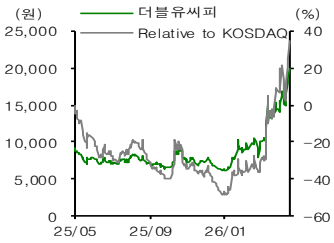
Key Data (기준일: 2026. 04. 22)

KOSPI(pt)	6417.93
KOSDAQ(pt)	1181.12
액면가(원)	500
시가총액(억원)	6,786
발행주식수(천주)	33,843
평균거래량(3M,주)	1,535,029
평균거래대금(3M, 백만원)	20,909
52주 최고/최저	20,050 / 6,070
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(26F,%)	0.0
외국인지분율(%)	3.9
주요주주 지분율(%)	
W-SCOPE Corporation 외 1 인	35.5 %
넥스트레벨 1호 유한회사 외 1 인	6.6 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	51.5	154.8	130.5	176.9
KOSDAQ대비 상대수익률	49.0	109.3	71.5	67.9

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 헝가리 공장 2028년 가동 시작 가정

목표주가 25,000원으로 기존 대비 150% 상향

- 더블유씨피에 대해 투자 의견 매수를 유지하며, 목표주가는 25,000원으로 기존 대비 150% 상향함
- 2028년 예상 EBITDA 1,694억원에 양극재를 제외한 배터리 소재 업체의 평균 EV/EBITDA 9.8배를 적용함
- 기존에는 2027년 예상 실적에 소재 업체 평균 EV/EBITDA 대비 30% 할인 적용하였으며, 이는 작년까지 가동률 회복과 흑자 전환에 대한 가시성이 낮았던 상황을 반영한데 기인함
- 다만 본격적으로 헝가리 공장이 가동되는 2028년으로 산정 시점을 변경하였으며, 올해를 기점으로 ESS 배터리 위주 납품과 신규 공급선이 추가되며 점진적인 실적 개선 구간에 진입하였다는 점을 반영하여 할인율을 제거함
- 3월 초 이후 동사의 주가는 118% 상승하며 실적 턴어라운드 기대감이 반영되었왔음. 다만 현 주가는 Bloomberg 컨센서스 기준 24개월 선행 EV/EBITDA 약 11배로, 중국 분리막 경쟁 업체 평균(13배)과 국내 경쟁사(18배) 대비 해서도 여전히 낮은 수준임

단기에는 ESS 공급이 돌파구로 작용. 장기적으로는 고객 포트폴리오 다변화 기반 체질 개선 예상

- 작년까지의 동사의 영업환경은 삼성SDI향 납품하는 전기차 및 소형 전지용 분리막에 편중된 판매 구조로 인해 상위 기업의 재고 조정에 따른 판매 부진이 분기 실적 변동으로 이어지는 구간이었음. 이에 작년 전사 가동률은 40% 미만에 그친 것으로 추정하며, 결과적으로 영업 적자폭은 2024년 -709억원에서 2025년 -1,276억원(영업이익률 -115%) 큰 폭으로 확대됨
- 판가 측면에서도 최근 약 3년간 중국산 저가재 유입으로 판가 경쟁이 심화되었음. 다만 작년 하반기 중국 반내권 정책 시행을 기점으로 출혈 경쟁은 완화되며 동사 제품 판가 또한 $0.5/㎡ 수준에서 하락세를 멈춘 것으로 추정함
- 올해부터는 북미 ESS 배터리용 분리막 공급이 본격 궤도에 오르며 가동률 개선 국면에 진입할 것으로 전망함. 분기별 가동률은 점진적으로 회복되어 4분기에는 60%대 수준을 회복하고, 동시에 흑자 전환을 예상함
- 2026년 매출액은 전년 대비 99% 증가한 2,203억원, 영업이익은 적자폭이 축소된 -457억원으로 시장 기대치에 부합하는 실적을 예상함. 삼성SDI 북미 NCA ESS 라인향 공급이 본격화되며 1분기 판매량은 전 분기 대비 50%

이상 증가할 전망이며 하반기에는 LFP 라인 납품도 추가되며 분기 적자폭은 지속 축소될 전망임. 2027~2028년 영업이익은 각각 252억원, 584억원을 추정하며 가동률 개선과 신공장 가동에 힘입어 큰 폭으로 개선될 전망임

- 또한 올해 하반기부터는 기존 핵심 고객 외 신규 셀 업체의 북미 ESS LFP용 분리막 공급도 개시될 전망임. 최근 해당 라인 승인을 완료하고 신규 납품을 추진 중인 것으로 추정함
- 한편으로는 EU 산업 가속화법안(IAA) 기반 정책 수혜 기대감도 지속될 가능성이 높음. 배터리 셀을 포함한 특정 구성 요소의 EU 현지화 강제성을 부여하는 가이드라인을 고려하면(초안 기준), 기존 중국 소재 중심으로 구성되어 있던 상위 업체들의 밸류체인에서 비중국산 소재 비중이 점진적으로 증가할 개연성이 있음. 최근 유럽 완성차 업체들이 국내 셀 업체에 신규 수주를 발주하는 움직임이 나타나고 있는 점도 이러한 정책 환경 변화를 뒷받침하는 흐름으로 판단함. 동사 역시 2027~2028년 공급을 목표로 유럽 CATL 공장에 대해 신규 분리막 공급을 추진 중인 것으로 파악함
- 이 외에도 2027~2028년을 전후하여 일본 배터리 업체의 북미 신규 공장향 공급선이 추가될 전망임. 전반적으로 그간 삼성SDI에 편중되어 있던 고객 포트폴리오는 2027~2028년을 기점으로 다각화되며 단일 고객 편중 리스크는 점진적으로 해소될 것으로 전망함

도표 1. 더블유씨피 실적 전망

(단위 :십억원, %)

구분	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
매출액	**16.3**	**38.2**	**29.1**	**27.2**	**41.7**	**54.4**	**59.5**	**64.7**	**110.8**	**220.3**	**340.7**
(yoy)	-87%	-67%	-56%	55%	156%	42%	104%	138%	-66%	99%	55%
(qoq)	-7%	134%	-24%	-7%	53%	30%	9%	9%			
매출총이익	-27	-23	-28	-36	-18	-12	-5	5	-113	-30	44
매출총이익률	-162%	-60%	-95%		-44%	-22%	-8%	8%	-102%	-14%	13%
판관비	4	3	3	4	4	4	4	4	14	16	19
판관비율	24%	8%	11%	16%	9%	8%	7%	6%	13%	7%	6%
영업이익	**-30.4**	**-26.0**	**-31.0**	**-40.2**	**-22.2**	**-16.3**	**-8.8**	**1.6**	**-127.6**	**-45.7**	**25.2**
(yoy)	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
(qoq)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전			
영업이익률	-187%	-68%	-106%	-148%	-53%	-30%	-15%	2%	-115%	-21%	7%
지배순이익	-33	-28	-46	-55	-25	-20	-12	-2	-162	-60	10
순이익율	-205%	-73%	-158%	-201%	-61%	-36%	-21%	-4%	-146%	-27%	3%

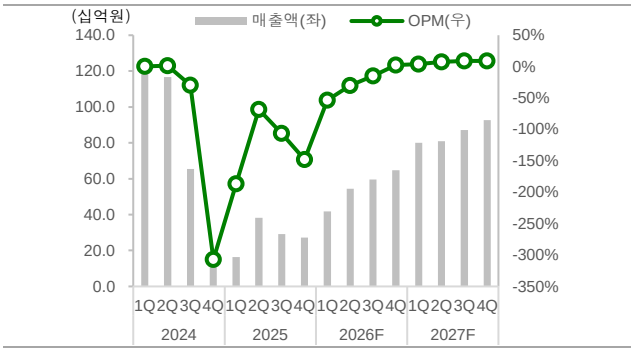
자료 : 더블유씨피, 신영증권 리서치센터

도표 2. 더블유씨피 Valuation Table

구분	항목	비고
28F EBITDA(십억원)	170	- 목표주가 산정 기준 시점을 기존 2027년에서 2028년으로 변경
Target EV/EBITDA(배)	9.8X	- 이차전지 소재 업체 평균(양극재 제외) 28F EV/EBITDA(연초 이후) 평균치 적용 - 기존에는 2027F 추정 실적에, 소재 업체 평균 대비 30% 할인 적용하였으나, ESS 공급 및 정책 수혜 기반 신규 수주 기대감에 힘입어 실적 개선에 대한 가시성을 확보하였다는 점에서 할인율을 제거
적정 EV(십억원)	1,660	
순 차입금(십억원)	817	2028년 말 예상 순 차입금
적정 시총(십억원)	843	
주식 수(천 주)	33,697	
적정 주가(원)	25,002	
목표 주가(원)	**25,000**	**기존 10,000원**
현재 주가(원, 5/26 기준)	20,050	
Upside(%)	25%	

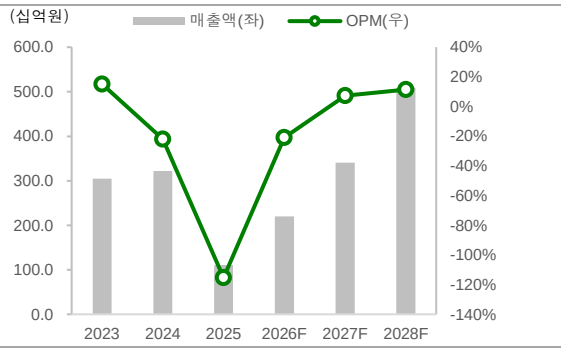
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 더블유씨피 분기 실적 전망



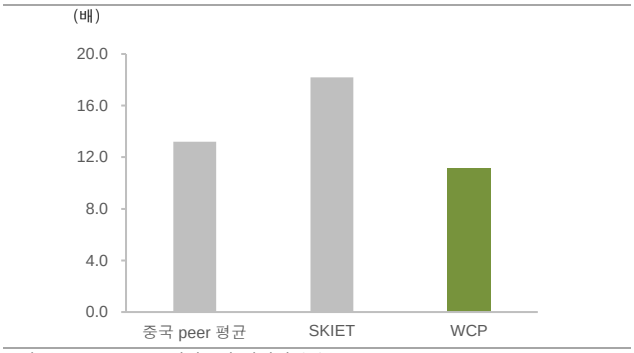
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 더블유씨피 연간 실적 전망



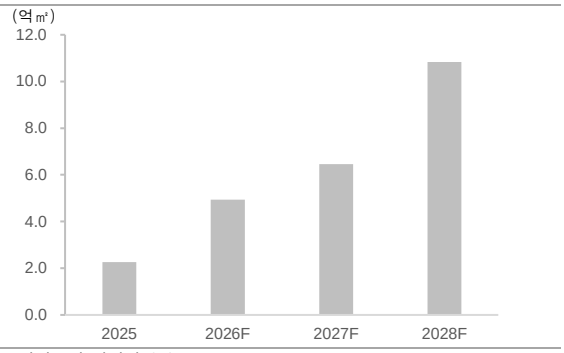
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 5. 분리막 기업 24MF EV/EBITDA 비교



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 더블유씨피 분리막 판매 전망



자료 : 신영증권 리서치센터

더블유씨피(393890.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,221**	**1,108**	**2,203**	**3,407**	**5,089**
증가율(%)	5.6	-65.6	98.8	54.7	49.4
매출원가	**3,752**	**2,240**	**2,501**	**2,966**	**4,235**
원가율(%)	116.5	202.2	113.5	87.1	83.2
매출총이익	**-531**	**-1,132**	**-298**	**441**	**854**
매출총이익률(%)	-16.5	-102.2	-13.5	12.9	16.8
판매비와 관리비 등	**178**	**145**	**160**	**189**	**270**
판관비율(%)	5.5	13.1	7.3	5.5	5.3
영업이익	**-709**	**-1,276**	**-457**	**252**	**584**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	131.7
영업이익률(%)	-22.0	-115.2	-20.7	7.4	11.5
EBITDA	**-103**	**-674**	**155**	**903**	**1,694**
EBITDA마진(%)	-3.2	-60.8	7.0	26.5	33.3
순금융손익	**12**	**-236**	**-214**	**-145**	**-141**
이자손익	-43	-268	-224	-205	-201
외화관련손익	62	26	10	60	60
기타영업외손익	**6**	**-102**	**61**	**1**	**1**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**-692**	**-1,614**	**-610**	**108**	**444**
계속사업손익법인세비용	**30**	**7**	**-12**	**11**	**44**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-722**	**-1,621**	**-598**	**97**	**400**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	312.4
순이익률(%)	-22.4	-146.3	-27.1	2.8	7.9
지배주주지분 당기순이익	-722	-1,621	-598	97	400
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	312.4
기타포괄이익	**378**	**879**	**879**	**879**	**879**
총포괄이익	**-344**	**-742**	**281**	**976**	**1,279**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,469**	**1,368**	**1,950**	**2,398**	**3,445**
현금및현금성자산	597	270	647	438	575
매출채권 및 기타채권	1,269	797	807	1,241	1,842
재고자산	416	209	401	619	925
비유동자산	**15,632**	**18,086**	**18,274**	**18,223**	**18,712**
유형자산	15,426	17,867	18,066	18,024	18,521
무형자산	33	48	36	27	20
투자자산	2	6	6	6	6
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**18,102**	**19,454**	**20,224**	**20,621**	**22,157**
유동부채	**3,326**	**3,763**	**4,046**	**4,367**	**4,725**
단기차입금	1,742	1,719	1,719	1,719	1,719
매입채무및기타채무	726	561	844	1,165	1,523
유동성장기부채	848	1,204	1,204	1,204	1,204
비유동부채	**5,090**	**6,747**	**6,953**	**6,053**	**5,953**
사채	0	46	46	46	46
장기차입금	4,965	6,452	6,452	5,452	5,452
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**8,415**	**10,510**	**10,999**	**10,420**	**10,678**
지배주주지분	**9,686**	**8,945**	**9,226**	**10,201**	**11,480**
자본금	169	169	169	169	169
자본잉여금	8,751	8,751	8,751	8,751	8,751
기타포괄이익누계액	530	1,420	2,299	3,178	4,057
이익잉여금	273	-1,359	-1,957	-1,860	-1,460
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**9,686**	**8,945**	**9,226**	**10,201**	**11,480**
총차입금	**7,569**	**9,777**	**9,777**	**8,777**	**8,777**
순차입금	**5,562**	**8,067**	**9,100**	**8,308**	**8,172**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**-158**	**-275**	**295**	**459**	**804**
당기순이익	**-722**	**-1,621**	**-598**	**97**	**400**
현금유출이없는비용및수익	**930**	**969**	**815**	**807**	**1,296**
유형자산감가상각비	599	591	601	642	1,103
무형자산상각비	7	12	12	9	7
영업활동관련자산부채변동	**-276**	**623**	**284**	**-235**	**-652**
매출채권의감소(증가)	-371	577	-10	-434	-601
재고자산의감소(증가)	144	225	-192	-219	-306
매입채무의증가(감소)	-25	-197	283	321	358
투자활동으로인한현금흐름	**-5,227**	**-2,069**	**-567**	**-367**	**-1,367**
투자자산의 감소(증가)	-2	-4	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-5,223	-2,270	-800	-600	-1,600
단기금융자산의감소(증가)	11	-30	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**4,946**	**1,993**	**-3**	**-1,003**	**-3**
장기차입금의증가(감소)	4,743	2,525	0	-1,000	0
사채의증가(감소)	26	358	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**160**	**23**	**652**	**702**	**702**
현금의 증가	**-278**	**-327**	**378**	**-209**	**136**
기초현금	875	597	270	648	438
기말현금	597	270	648	438	575

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	-2,142	-4,789	-1,767	286	1,180
BPS	28,622	26,430	27,260	30,143	33,921
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	na	70.1	17.0
PBR	0.4	0.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	-90.0	-15.1	92.9	15.1	8.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	적지	흑전	312.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-110.6%	554.4%	-123.0%	482.6%	87.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-7.3%	-17.4%	-6.6%	1.0%	3.7%
ROE(지배순이익 기준)	-7.3%	-17.4%	-6.6%	1.0%	3.7%
ROIC	-4.8%	-7.3%	-2.4%	1.2%	2.7%
WACC	5.0%	4.8%	6.4%	6.5%	6.5%
안전성(%)					
부채비율	86.9%	117.5%	119.2%	102.1%	93.0%
순차입금비율	57.4%	90.2%	98.6%	81.4%	71.2%
이자보상배율	-12.9	-4.6	-1.9	1.1	2.7

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
더블유씨피	-	-	-	-	-	-	-	-

더블유씨피 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-04-23	매수	25000		
2025-09-02	매수	10000	-9.25	100.50
2025-05-27	매수	12000	-37.2	-30.92
2024-11-28	매수	20000	-50.69	-37.15
2024-08-06	매수	32000	-43.85	-31.87