MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.4.30

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 19,000원
현재주가(25/4/29)	9,150원
상승여력	107.7%

영업이익(25F,십억원)	-60
Consensus 영업이익(25F,십억원)	0
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.3
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSDAQ	726.46
시가총액(십억원)	310
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	63.5
외국인 보유비중(%)	6.1
베타(12M) 일간수익률	1.75
52주 최저가(원)	6,870
52주 최고가(원)	37,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.4	-49.3	-74.1
상대주가	10.2	-48.1	-69.0

[디스플레이/배터리]

김철중
chuljoong.kim@miraeasset.com

강민희
minhui.kang@miraeasset.com

393890 · 2차전지

더블유씨피

나트륨 배터리 없어도 저평가

목표주가 19,000원으로 하향 조정. 극단적 저평가

더블유씨피에 대한 목표주가를 19,000원으로 하향 조정한다(기존 27,000원). 목표주가 산정 방식을 EV/EBITDA → P/B로 변경하였으며, 25년 예상 BPS에 SKIET의 25년 P/B인 0.7배를 적용하였다. 전방 수요 둔화에 따른 가동률 하락이 지속되며 고정비가 높은 사업 특성상 큰 폭의 적자를 기록하고 있으나, 2분기부터 점진적으로 출하량 및 가동률 회복이 예상된다. 26년 4680 밸류체인 진입으로 실적 개선이 본격화될 것으로 전망한다. 실적 부진과 오버행 등의 악재가 지속되며, 25년 예상 실적 기준 P/B 0.3배까지 하락하였다. 나트륨 배터리 모멘텀이 아니더라도, 단기/중장기 출하량 회복 신호가 감지될 경우 매수를 고민해야하는 해야하는 밸류에이션이다.

1Q25 Review: 부진한 실적 지속 중

더블유씨피의 1Q25 매출액은 163억원(-1% QoQ), 영업이익은 304억원(적자지속 QoQ)를 기록하였다. 주요 고객사의 전방 수요 부진 지속으로 가동률 하락 → 고정비 부담이 지속되며 큰 폭의 적자를 기록하였다. 2분기부터는 점진적인 가동률 회복을 예상하는데 이는 주요 고객사 향 원통형 및 ESS 용 분리막 출하량 회복에 기인한다. 2Q25 매출액은 278억원(+71% QoQ), 영업이익은 -223억원(적자지속 QoQ)를 기록할 것으로 전망한다. 가동률 분기 기준 영업흑자 시점은 4Q25로 예상한다.

관세로 인한 탈 중국 움직임과 4680 향 분리막 공급 시점에 주목

관세 불확실성 확대로 인한 전방 밸류체인의 탈 중국 소재 움직임에 주목한다. 한국 분리막은 23년 IRA로 인한 수혜가 제한적이었던 상황에서, 중국 경쟁사들의 공격적인 판가/수주 행보로 인하여 글로벌 시장점유율을 잃어가고 있었다. 향후 관세율 변화에 대한 확인이 필요하겠지만, 마지막 발표 기준 중국산 분리막 관세는 176.5% 수준이다. 사실상 직수출이 불가능한 수준의 관세율이다. 향후 하향 조정된다 하더라도, 최근과 같은 불확실성 확대는 전방 고객사들의 탈중국 소재 움직임을 가속화시킬 것으로 판단한다.

이러한 외부 환경 변화로 동사의 신규 고객 확보 및 4680 등 신규 제품 향 공급이 가속화되고 있는 것으로 판단한다. 한국 및 일본 신규 고객사 4680 배터리 향 신규 수 모멘텀에 주목한다. 신규 고객 확보로 중장기 매출 회복 가시성이 확보된다면, 현 수준의 극단적인 저평가 영역에서의 탈피가 가능할 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	257	305	322	198	350
영업이익 (십억원)	58	46	-71	-60	17
영업이익률 (%)	22.6	15.1	-22.0	-30.3	4.9
순이익 (십억원)	55	54	-72	-60	17
EPS (원)	1,938	1,591	-2,142	-1,779	511
ROE (%)	8.2	5.5	-7.3	-6.4	1.9
P/E (배)	20.8	28.0	-	-	17.9
P/B (배)	1.5	1.5	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 더블유씨피 목표주가 산정 Table

		비고
2025F BPS (십억원)	26,843	
Target P/B (x)	0.7	SKIET P/B 적용
목표주가 (원)	19,000	
현재주가 (원)	9,150	
상승여력 (%)	107.7	

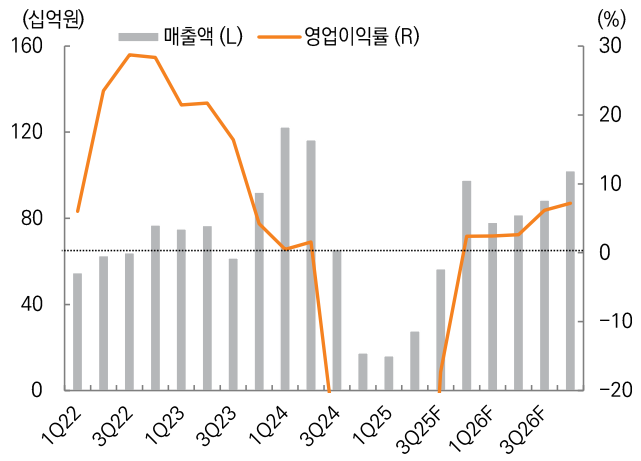
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 더블유씨피 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	16.3	27.8	56.6	97.8	78.2	81.7	88.5	102.1	322.1	198.4	350.5
영업이익	-30.4	-22.6	-9.8	2.3	1.9	2.1	5.4	7.3	-70.9	-60.5	16.8
세전이익	-32.2	-22.3	-9.4	2.8	2.6	2.9	6.0	7.7	-69.2	-61.2	19.2
당기순이익	-31.3	-22.3	-9.4	2.8	2.3	2.6	5.4	7.0	-72.2	-60.2	17.3
영업이익률	-186.9	-81.3	-17.3	2.4	2.4	2.6	6.2	7.2	-22.0	-30.5	4.8
세전이익률	-198.2	-80.3	-16.7	2.9	3.3	3.5	6.8	7.6	-21.5	-30.8	5.5
순이익률	-192.2	-80.3	-16.7	2.9	3.0	3.2	6.1	6.8	-22.4	-30.3	4.9
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-7.3	70.9	103.7	72.7	-20.0	4.4	8.3	15.4	5.4	-38.4	76.6
영업이익	적지	적지	적지	흑전	-18.3	12.5	154.5	34.9	31.0	-14.8	32.0
세전이익	적지	적지	적지	흑전	-8.5	11.4	109.0	29.0	-226.7	-11.6	-131.4
당기순이익	적지	적지	적지	흑전	-17.7	11.4	109.0	29.0	-234.7	-16.6	-128.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 더블유씨피 분기 실적 추이 및 전망



자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 더블유씨피 12개월 선행 P/B 추이

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

더블유씨피 (393890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**305**	**322**	**198**	**350**
매출원가	**246**	**375**	**243**	**313**
매출총이익	**59**	**-53**	**-45**	**37**
판매비와관리비	**12**	**18**	**16**	**20**
조정영업이익	**46**	**-71**	**-60**	**17**
영업이익	**46**	**-71**	**-60**	**17**
비영업손익	**9**	**2**	**-1**	**2**
금융손익	3	-4	-18	-18
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	55	-69	-61	19
계속사업법인세비용	1	3	-1	2
계속사업이익	54	-72	-60	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**54**	**-72**	**-60**	**17**
지배주주	54	-72	-60	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**69**	**-34**	**-60**	**17**
지배주주	69	-34	-60	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	97	-10	2	98
FCF	-301	-538	-20	-42
EBITDA 마진율 (%)	31.8	-3.1	1.0	28.0
영업이익률 (%)	15.1	-22.0	-30.3	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.7	-22.4	-30.3	4.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	**266**	**247**	**441**	**493**
현금 및 현금성자산	88	60	51	20
매출채권 및 기타채권	96	142	304	383
재고자산	77	42	82	86
기타유동자산	5	3	4	4
비유동자산	**1,093**	**1,563**	**1,672**	**1,651**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,069	1,543	1,651	1,630
무형자산	4	3	3	2
자산총계	**1,359**	**1,810**	**2,113**	**2,143**
유동부채	**239**	**333**	**644**	**655**
매입채무 및 기타채무	75	66	341	350
단기금융부채	149	259	259	259
기타유동부채	15	8	44	46
비유동부채	**119**	**509**	**560**	**563**
장기금융부채	110	498	498	498
기타비유동부채	9	11	62	65
부채총계	**358**	**842**	**1,204**	**1,218**
지배주주지분	**1,000**	**969**	**908**	**926**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	873	875	875	875
이익잉여금	100	27	-33	-16
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,000**	**969**	**908**	**926**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**134**	**-16**	**150**	**18**
당기순이익	54	-72	-60	17
비현금수익비용가감	51	93	68	88
유형자산감가상각비	50	60	62	80
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	0	32	5	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	31	-28	160	-69
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	41	-37	-88	-74
재고자산 감소(증가)	-26	14	-41	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-2	163	9
법인세납부	-4	-6	1	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	**-493**	**-523**	**-159**	**-48**
유형자산처분(취득)	-435	-522	-170	-60
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	1	-1	0
기타투자활동	-57	-2	12	12
재무활동으로 인한 현금흐름	**154**	**495**	**0**	**0**
장단기금융부채의 증가(감소)	172	498	0	0
자본의 증가(감소)	-50	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	32	-6	0	0
현금의 증가	**-197**	**-28**	**-9**	**-31**
기초현금	284	88	60	51
기말현금	88	60	51	20

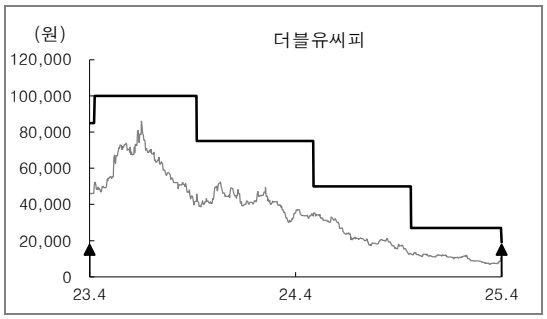
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024	2025F	2026F
P/E (x)	28.0	-	-	17.9
P/CF (x)	14.4	18.0	39.2	2.9
P/B (x)	1.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	17.2	-	460.1	10.7
EPS (원)	1,591	-2,142	-1,779	511
CFPS (원)	3,091	616	234	3,125
BPS (원)	29,689	28,622	26,843	27,353
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	18.5	5.6	-38.4	76.6
EBITDA증가율 (%)	-5.5	적전	흑전	4,328.8
조정영업이익증가율 (%)	-20.1	적전	적지	흑전
EPS증가율 (%)	-17.9	적전	적지	흑전
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.0	1.2	1.4
재고자산 회전율 (회)	4.8	5.4	3.2	4.2
매입채무 회전율 (회)	12.0	11.1	2.1	1.5
ROA (%)	4.4	-4.6	-3.1	0.8
ROE (%)	5.5	-7.3	-6.4	1.9
ROIC (%)	4.8	-5.2	-3.6	0.9
부채비율 (%)	35.8	86.9	132.6	131.5
유동비율 (%)	111.2	74.3	68.5	75.2
순차입금/자기자본 (%)	17.0	72.0	77.7	79.6
조정영업이익/금융비용 (x)	26.3	-12.9	-3.1	0.9

자료: 더블유씨피, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
더블유씨피 (393890)				
2025.04.29	매수	19,000	-	-
2024.11.20	매수	27,000	-61.96	-50.04
2024.05.31	매수	50,000	-54.38	-31.10
2023.11.06	매수	75,000	-45.57	-30.00
2023.05.09	매수	100,000	-39.17	-14.00
2022.11.14	매수	85,000	-44.24	-31.88



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.