



한국IR협의회

기업리서치센터 | 기업분석 | 2025.08.21

KOSDAQ | 전자와 전기제품

더블유씨피 (393890)

비중국 2차전지 분리막 뱍류체인의 핵심 플레이어

체크포인트

- 2016년 설립되어 2022년 9월 코스닥에 상장한 2차전지 분리막 국내 2위업체로 2024년 한국거래소로부터 코스닥 글로벌 세그먼트 신규종목으로 지정. 분리막 생산능력은 연산 8.2억m²에서 올해 연말까지 충주 7~8라인 및 흥가리공장을 추가 가동 시 23.7억m²로 3배 성장 전망
- 투자포인트: 1)對중국 규제와 공급망 재편에 따른 비중국 공급망 중요성 부각, 2)2026년부터 기대되는 고객사 다각화, 3)충주공장 7~8라인 및 흥가리 공장 신규 가동 모멘텀
- 2025년 추정BPS대비 PBR 0.3배로 코스닥 평균 및 2차전지 소재업종 평균대비 현저한 저평가 국면으로 판단. 6월 이후 2차전지 소재업종 주가 상승 랠리에서 소외, 2026년부터 충주 및 흥가리공장 설비투자 효과, 고객사 다변화, 실적 턴어라운드로 주가는 저평가 구간에서 탈피 기대

주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



더블유씨피 (393890)

Analyst 이원재 wonleewj@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

KOSDAQ

전자와 전기제품

중국산 규제와 공급망 재편에 따른 비중국 공급망 중요성 부각

분리막 시장의 높은 진입장벽으로 중국업체를 제외하면 일본, 한국의 소수업체만이 사업 영위, IRA와 CRMA 등 원자재 관련 규제 강화로 非중국 공급망 밸류체인에는 기회. China-Free 공급망 주요 밸류체인으로는 일본 Asahi Kasei, 한국 SKIET, WCP 등 3개사 정도에 불과

2026년 기대되는 고객사 다변화

현재 매출비중은 삼성SDI로 99% 이상 편중되어 있으나, 국내 및 일본 배터리업체와 북미 최대 전기차업체의 46시리즈 원통형 배터리용 분리막 공급을 협의 중으로 1H26부터 납품 예상

충주 7~8라인 및 형가리공장 신규 가동 모멘텀 기대

충주 7~8라인 및 형가리공장 가동 시 생산능력은 現 8.2억m²에서 연말까지 23.7억m²로 3배 확대, 형가리공장은 非중국 분리막 공급망 중 최대 규모로 유럽시장 선점의 전초기지 역할 기대

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	1,855	2,575	3,050	3,221	1,605
YoY(%)	65.8	38.8	18.5	5.6	-50.2
영업이익(억원)	405	580	464	-709	-943
OP 마진(%)	21.8	22.5	15.2	-22.0	-58.8
자본주주순이익(억원)	-100	553	536	-722	-1,050
EPS(원)	-566	1,938	1,591	-2,142	-3,103
YoY(%)	적지	흑전	-17.9	적전	적지
PER(배)	N/A	20.8	28.0	N/A	N/A
PSR(배)	0.0	4.5	4.9	1.2	1.7
EV/EBITDA(배)	0.9	11.3	17.2	N/A	N/A
PBR(배)	0.0	1.5	1.5	0.4	0.3
ROE(%)	-3.5	8.2	5.5	-7.3	-11.5
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/18)	8,000원
52주 최고가	21,600원
52주 최저가	6,870원
KOSDAQ (8/18)	798.05p
자본금	169억원
시가총액	2,707억원
액면가	500원
발행주식수	34백만주
일평균 거래량 (60일)	35만주
일평균 거래액 (60일)	26억원
외국인지분율	56.0%
주요주주	W-SCOPE Corporation 외 1인 넥스트레벨 1호 유한회사 외 1인
	36.51% 6.55%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	-257	-62.3
상대주가	13.5	-279	-62.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 인정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 매출액 증가율, 수익성 지표는 ROIC, 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 당좌비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ 글로벌 세그먼트는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정한 기업



기업 개요

1 기업개요 및 연혁

2차전지 분리막 국내 2위업체

더블유씨피는 이차전지의 4대 핵심소재 중 하나인 분리막을 제조하는 회사이다. 동사는 2016년 설립되어 2022년 9월 코스닥 시장에 상장하였으며, 2024년 7월 한국거래소가 지정하는 코스닥 글로벌세그먼트 종목으로 선정되었다.

최원근 대표이사는 2005년 동사의 모회사인 더블유스코프를 창업하였다. 최원근 대표이사는 자체 개발한 배터리 분리막을 생산하기 위해 투자를 유치하였으나, 당시 국내에서는 전기차 배터리에 대한 인식이 널리 알려져 있지 않아 투자에 어려움을 겪었다. 일본 벤처투자협회는 투자조건으로 일본 증시 상장을 요구하였으며, 일본 증시 상장을 하며 일본 벤처투자협회의 투자를 받아 회사를 설립하게 되었다.

동사는 도쿄 증시에 상장된 지주사인 W-SCOPE Corporation으로부터 2016년 10월 출자하여 설립되었으며, 전기차용 분리막을 주요 제품으로 생산하고 있다. 2017년 1월 충주 공장을 건설하며, 그해 3월 생산 1,2 Line을 착공하였으며, 2019년 생산라인 1, 2, 3, 4를 차례대로 양산에 개시하였다. 이후 전기차 산업의 급성장에 대응하고자 설비투자를 꾸준히 진행하여 2021년 10월 5, 6라인도 가동을 시작하였다. 2023년 생산 7, 8라인을 추가로 착공하였으나 이차전지 캐즘으로 현재는 가동에 착수하지 않은 상황이다. 현재 동사는 충주에 6개의 생산라인을 운영하고 있으며, 생산능력은 연산 8.2억 m² 규모이다. 7, 8라인이 연말까지 추가로 가동되면 충주공장의 생산능력은 11.3억 m²로 늘어나게 된다.

동사는 2022년 5월 헝가리 법인(WHP)를 출자하였으며, 2024년부터 헝가리 사업장 설비를 설치 중이다. 헝가리 사업장은 연간 생산능력이 12.4억 m²에 달하며, 국내 충주공장 7, 8 라인의 양산이 시작되고, 가동률이 상승하면 2026년부터 순차적으로 양산을 진행할 예정이다. 헝가리 공장까지 설비가 완료되면 동사의 총 생산능력은 23.7억 m²가 된다.

동사는 2023년 9월 더블유스코프코리아의 코팅 공장을 인수하였다. 이전에는 동사가 생산한 분리막 일부를 더블유스코프코리아에서 코팅하였으나, 공장 인수를 통해 코팅 분야의 더블유스코프코리아 제3공장을 동사로 이전하게 되었다. 배터리 분리막은 넓은 필름 형태로 생산되며, 배터리 제조사가 원하는 폭으로 잘라져서 납품된다. 동사는 세계 최초로 폭을 4m에서 5.5m로 넓혔으며, 동사의 충주공장 7, 8라인은 5.5m 광폭 제조설비를 갖춰 높은 생산성을 확보하였다. 또한, 동사는 양면 동시 멀티 코팅 신공법을 개발하여 원가 경쟁력을 강화하였다.

2025년 6월말 기준 연결대상 종속기업은 1개로, W-SCOPE HUNGARY PLANT Kft.이다. W-SCOPE HUNGARY PLANT Kft.는 헝가리 소재로 2022년 5월 4일 설립되었으며, 분리막 생산을 주 사업으로 영위하고 있다. 1H25기준 W-SCOPE HUNGARY PLANT Kft.의 자산은 1조 1,337억 원이며, 10억 원의 영업손실을 기록하였다.

회사 연혁

2005~2015	2016~2019	2020~
<p>2005.10 회사설립</p> <p>2006.04 공장준공</p> <p>2008.02 사명변경(더블유씨피→더블유스코프코리아)</p> <p>2011.01 W-SCOPE HONGKONG CO.,LIMITED 설립</p> <p>2011.02 생산2라인 준공, 삼천사무소 설립</p> <p>2011.12 W-SCOPE-일본도쿄증권거래소마더스 상장</p> <p>2012.03 대만사무소 설립</p> <p>2015.11 W-Scope 주식회사-동경부상장</p>	<p>2016.10 더블유씨피 주식회사 설립</p> <p>2016.12 외국인투자기업등록</p> <p>2017.01 충주 공장 건설착공</p> <p>2017.03 더블유씨피 생산 12라인 착공</p> <p>2019.02 생산1라인 양산 개시</p> <p>2019.06 생산2라인 양산 개시</p> <p>2019.10 생산3라인 양산 개시</p> <p>2019.12 생산4라인 양산 개시</p>	<p>2020.04 기업부실연구소 등록</p> <p>2021.10 생산56라인 양산 개시</p> <p>2022.05 향기법인(MTP)출자</p> <p>2022.09 한국거래소 코스닥시장 상장</p> <p>2023.04 생산78라인 착공</p> <p>2023.09 더블유스코프코리아 코팅공정 사업양수</p> <p>2024.06 코스닥 글로벌 세그먼트 종목으로 지정</p> <p>2024.11 지속가능경영보고서 발간</p> <p>2025.02 더블유에스씨피제일시유한회사 청산 등기 완료</p>

자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

② 사업 영역

2차전지 습식 분리막과 코팅

분리막 사업 영위,

삼성SDI가 단일 고객사로 매출비중

99% 이상 차지

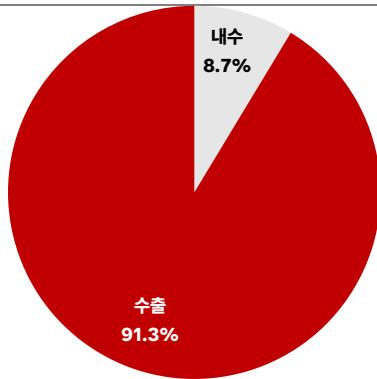
동사는 리튬이온 배터리 분리막 제조 회사로, 주요 제품은 EV용 이차전지 습식 분리막과 세라믹코팅 분리막(Ceramic Coated Separator, CCS)이다. 분리막 생산능력은 연간 8.2억 m²으로 국내에서는 SKIET에 이어 2위업체이다. 리튬이온 배터리 분리막은 양극과 음극을 분리하는 막이다. 분리막은 배터리 안전을 담당하며, 열폭주가 발생하지 않도록 방지하고, 액체 전해질을 통해 리튬이온배터리가 구동하게 한다.

동사의 제품은 분리막 단일제품이나, 소형/일반 분리막 제품의 경우 IT제품, 전동공구, 청소기용 2차전지 생산을 위해 판매되고 있으며, 배터리 타입은 주로 소형 원통형 전지이다. 중대형/일반 분리막 제품의 경우에는 EV용 2차전지 생산을 위해 판매되고 있으며, 배터리 타입은 주로 원통형과 파우치 타입이다. 또한 중대형/코팅 분리막 제품은 EV용으로 판매되며, 배터리 타입은 각형과 일부 파우치형으로 구성되어 있다.

동사는 고객사의 요구에 맞춰 맞춤형 제품을 개발하여 고객사에 공급하고 있으며, 보통 고객사로부터 연간 예상 사용량을 파악하고, 1개월 전에 예상 제품 사용량을 주문받아 생산하고 납품하는 형태를 취하고 있다. 동사의 주요 고객사는 삼성SDI로 매출비중이 99%를 상회하여 거의 단일 고객사체제이다. 동사가 생산하는 분리막의 주요 원재료는 PE(폴리에틸렌)이다. PE는 비교적 범용 플라스틱 중 하나로 한국, 일본 및 중국 중심으로 한 석유화학제품들이 주로 공급한다. 2025년 상반기 원료매입비중은 국내 84%, 수입 16%를 차지하여, 대한유화 등 국내업체 조달비중이 높다.

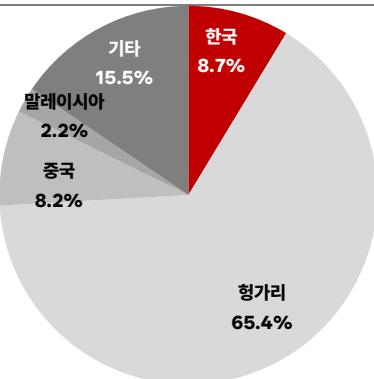
1H25기준 전체 매출액은 545억 원으로, 내수와 수출 매출 비중은 각각 8.7%, 91.3%이다. 지역별 매출비중을 살펴보면 헝가리가 65.4%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 한국 8.7%, 중국 8.2%, 말레이시아 2.2%, 기타 15.5%순이다.

내수/수출 매출 비중(1H25)



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 매출비중(1H25)



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

③ 주주 현황

최대주주는 도쿄증시에 상장된

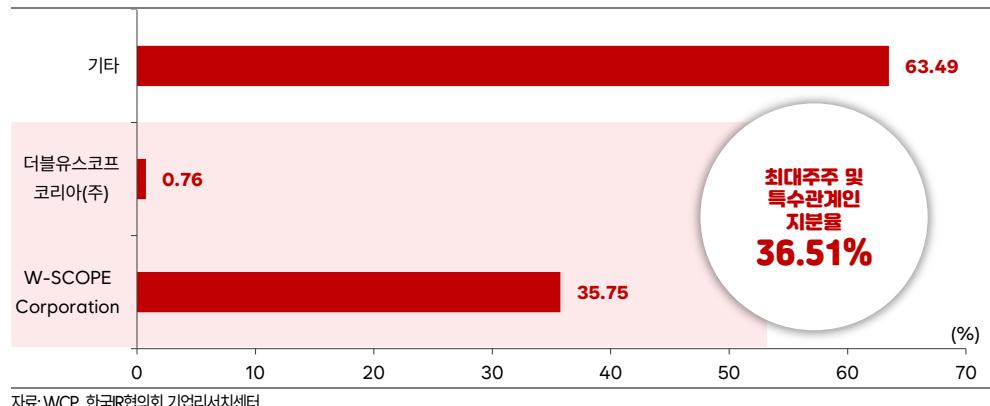
일본 W-SCOPE CORP로

지분율은 35.75% 보유

최대주주는 W-SCOPE Corporation으로, 2025년 2분기말 기준 지분율은 35.75%이다. W-SCOPE Corporation은 자금조달을 위해 설립된 일본법인으로, 도쿄 증시에 상장된 지주사이다. 2025년 1월말 기준으로 매출액은 2,976억 원, 영업이익은 -97억 원을 기록하였다.

최원근 대표이사는 삼성전자에서 글로벌 마케팅 및 LCD 상품 기획 업무를 담당하였으며, 2005년 더블유씨피의 모회사인 W-SCOPE Corporation를 창업하였다. 우리사주조합 및 자기주식수는 없으며, 5% 이상 주주는 W-SCOPE Corporation과 넥스트레벨 1호 유한회사(지분율 5.01%)이다.

주주현황(2025년 6월말 기준)



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터



산업 현황

■ 2차전지 분리막(LiBS) 개요

**분리막은 2차전지 4대 핵심소재로
제조원가의 20% 차지,
배터리의 화재 안정성과 절연성
유지에 필수적인 핵심소재**

분리막(LiBS, Lithium-ion Battery Separator)은 양극재, 음극재, 전해질과 더불어 2차전지 4대 핵심소재로 배터리 제조원가의 20%를 차지한다. 분리막은 배터리 내부의 양극과 음극 활물질이 서로 섞이지 않도록 물리적으로 분리해 내부 단락(숏트)에 따른 화재 위험을 줄여주는 역할과 동시에 리튬이온만 수십 나노미터 크기의 미세 기공을 통해 통과시키는 매우 얇은 절연막 필름으로 전기적 절연성 유지에도 핵심적인 역할을 한다. 분리막은 전지 온도가 급격하게 오르는 열폭주 발생 시 수축하여 기공을 막아 리튬이온의 이동을 차단하는 긴급 셧다운(Shut-down) 기능을 가지고 있다. 분리막의 주요 수요처는 배터리기업이며, 적용분야는 IT, Power Tools(PT)용 소형 배터리와 EV, ESS용 중대형 배터리 업체에 공급된다. 분리막은 완성품이 아닌 중간재 성격을 지닌 제품으로 전방산업인 배터리산업과 최종 전방산업인 EV 및 IT기기 산업의 영향을 받는 구조이며, 자동차산업의 EV 전환이 가속화될수록 성장성도 동행한다.

**분리막은 원단사업과 코팅사업으로
구분되며, 박막형 분리막 생산이
용이한 습식공법과 내열성을 강화한
CCS 코팅 분리막 수요 증가 추세**

분리막은 크게 원단사업과 코팅사업으로 구분되며, 원단사업의 생산공정은 건식 분리막(Dry Separator)과 습식 분리막(Wet Separator)로 나누어진다. 건식 공정은 단순히 기계적인 힘으로 필름(PE, PP) 원단을 당겨 기공을 만드는 방식으로, 제조공정은 간단하지만 기공 사이즈가 불균일하고 습식에 비해 기계적 강도도 약하다는 단점이 있다. 반면 습식 공정은 필름에 여러 첨가제(왁스 등)를 혼합해 겔(Gel) 형태로 만든 후 냉각·건조 과정을 거쳐 화학적인 방식으로 미세 기공을 만드는 방식으로 제조공정이 건식에 비해 복잡하고 초기 투자비용이 많이 들지만, 균일하게 기공 사이즈를 조절할 수 있는데다, 미세한 박막 분리막 제품 생산에 용이하다는 장점이 있다. 분리막이 얇을수록 배터리의 단위 부피당 더 많은 양극, 음극 활물질을 충전할 수 있는 만큼 전기차 등 고성능 배터리에 주로 사용된다.

분리막 소재로는 폴리에틸렌(PE)과 폴리프로필렌(PP) 등 고분자 필름이 주로 사용된다. 건식 공정에는 PE, PP 소재가 모두 사용되며, 비교적 원가가 낮고 높은 내열성이 있지만, 박막 두께가 $12\mu\text{m}$ 이상으로 습식 분리막에 비해 두껍다는 단점이 있다. 습식 공정에는 주로 PE 소재가 쓰이며, 원가는 건식 공정에 비해 높지만, 얇은 박막의 절연막 형성이 가능해 배터리의 에너지 밀도와 주행거리를 늘리는데 유리하다. 코팅 분리막(CCS, Ceramic Coated Separator)은 기존 분리막의 고온 변형 문제를 해결하기 위해 분리막 표면에 세라믹 코팅층을 형성해 내열성을 강화한 분리막으로 최근 수요가 증가세이며 업체별로도 기술개발에 집중하고 있는 분야이다. 코팅 분리막은 습식 공정을 통해 제조가 가능하며, 기존 습식 분리막 필름에 세라믹 베이스, 이소불화비닐, 아라미드 등 다양한 접착제를 코팅하여 생산된다.

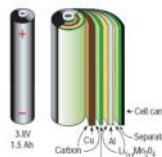
건식 분리막과 습식 분리막 비교

	건식 분리막	습식 분리막
두께	$> 12\mu\text{m}$	$5 \sim 10\mu\text{m}$
투과성	40~60%(불안정)	30~40%(안정적)
조리개	0.01~0.01 μm (불안정)	0.1~0.3 μm (안정적)
내열성	높은 내열성	낮은 내열성
원자재	PE, PP	PE
원가	비교적 낮음	비교적 높음

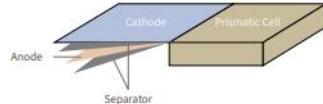
자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

분리막 사용용도

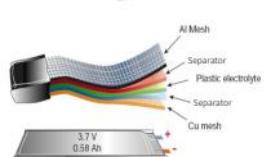
원통형 셀 (Cylindrical Cells)



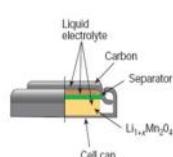
각형 셀 (Prismatic Cells)



파우치 셀 (Pouch Cells)

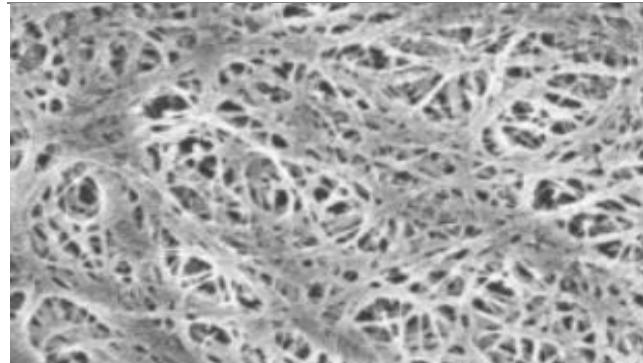


버튼 셀 (Button Cells)



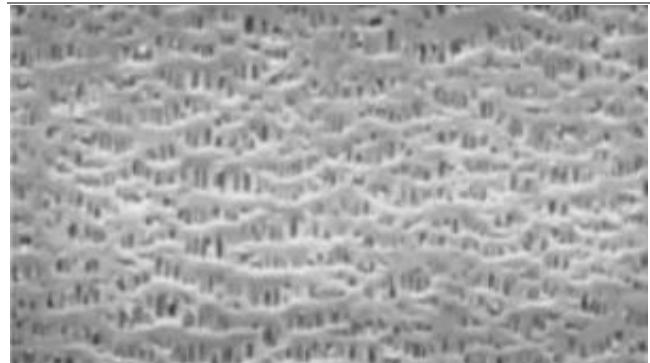
자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

습식 분리막 결정구조



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

건식 분리막 결정구조



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

▣ 2차전지 분리막 글로벌 시장 규모와 경쟁사 현황

2024~2035년 글로벌 분리막

시장 CAGR은 12% 전망,

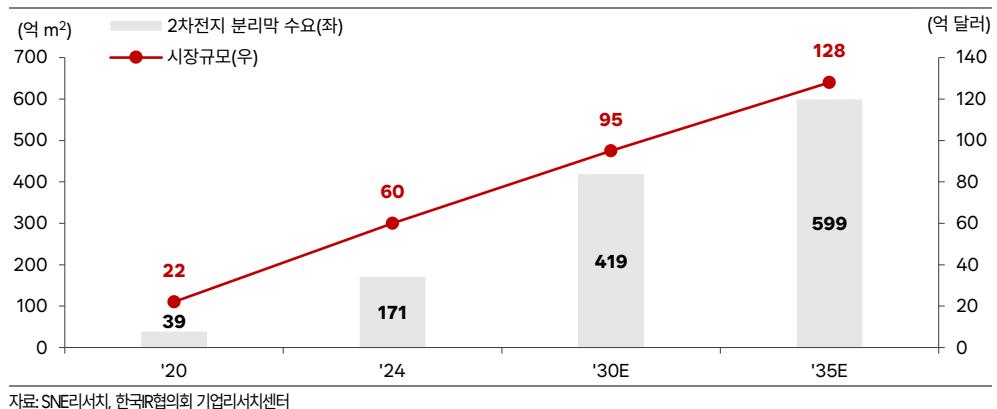
EV 및 ESS가 성장 주도

SNE리서치가 2025년 1월에 발표한 '2025 리튬2차전지 분리막 기술 동향 및 시장 전망' 보고서에 따르면 글로벌 분리

막 시장은 2024년 171억m²(60억 달러)에서 2035년 599억m²(128억 달러)로 연평균 12% 성장할 전망이다.

이와 같은 성장은 EV(전기차) 보급 확대와 ESS(에너지저장장치) 수요 증가가 주도할 전망이며, 특히 고성능 배터리에 대한 시장 니즈가 분리막 혁신기술의 촉매로 작용할 전망이다.

글로벌 2차전지 분리막 시장 규모 전망



**2024년 분리막(LIBs) 출하량은
132억m³로 전년대비 35% 증가,
중국제외 시장에서는 38.3억m³로
전년대비 16% 증가**

SNE리서치의 '25년 글로벌 LIB Application별 중장기 전망' 보고서에 따르면 2024년 LIB 전체 수요는 1,320GWh로 전년대비 31.9% 성장했으며, Application별로는 전기차용 898GWh(68%), ESS용 307GWh(23%), IT 기기용 115GWh(9%)로 전기차용 LIB 시장은 전년대비 40% 이상 성장한 중국 EV시장이 전체 글로벌 성장세를 견인하였다. 2024년 글로벌 2차전지 분리막 출하량은 132억m³로 전년대비 35% 증가하였다. 중국을 제외한 시장에서는 분리막 출하량이 38.3억m³로 전년대비 16% 성장하였다.

특히 중국업체들이 1위부터 5위권을 모두 차지한 가운데 중국산 비중은 90%에 육박할 정도로 시장점유율이 높아졌다. 중국 주요업체로는 SEMCORP, SINOMA, SENIOR, GELLEC, ZIMT 등이 있으며, 비중국 업체로는 일본 ASAHI KASEI, TORAY, 한국 SKIET, WCP 등이 있다.

**1H25 글로벌 EV 인도량은
947만 대로 31.8% 성장,
중국산 성장률이 평균 상회한 반면,
Ex-China 지역 메이커들은 평균
성장을 하회, 특히 테슬라는 상반기
판매증가율 -13.2% 기록**

최근 발표된 SNE리서치의 보고서에 따르면 2025년 상반기 글로벌 전기차 인도량은 약 947만 대로 전년동기(718만 대)대비 31.8% 성장하였으며, 업체별로는 200만 대를 판매한 BYD가 1위, 96만 대를 판매한 중국 지리자동차(Geely)가 2위, 72만 대를 판매한 미국 테슬라는 3위를 차지하였다. 10위권 판매 순위내에 중국업체들은 5개사가 포함되어 있으며, 이들 중국기업 5개사의 M/S는 43.9%로 전년동기(40.7%)대비 3.2%p 상승하였다. 중국 이외 기업으로는 Tesla(3위), 폭스바겐(4위), 현대기아차(7위), BMW(8위), 스텔란티스(10위)를 기록하였다.

업체별 판매량 성장률을 비교해 보면 중국업체들은 시장 평균을 상회하는 성장을 기록해 글로벌 전체 판매 증가를 주도한 반면, Ex-China 지역 제조사들의 성장률은 평균에 미치지 못했다. 특히 테슬라는 상반기 판매증가율이 -13.2%로 역성장세를 기록했으며, 이는 주력 모델인 Model Y와 Model 3의 판매부진에 기인하며, 지역적으로는 유럽시장과 미국시장에서 판매가 큰 폭으로 감소하였다.

현대차그룹은 2025년 상반기 29.5만 대를 판매하여 전년동기대비 9.0% 증가하였으며, 시장점유율은 전년동기 3.8%에서 3.1%로 0.7%p 하락하였다. BMW의 경우에도 29.3만 대를 판매하여 시장점유율이 3.1%로 전년동기대비 0.3%p 하락하였다. 스텔란티스는 상반기 중 26.3만 대를 판매하여 시장점유율이 2.8%로 전년동기대비 0.9%p 하락하여 전반적으로 중국업체들이 높은 성장세를 보이면서 非중국 업체들의 시장점유율이 하락하였다.

지역별로 보면 중국은 상반기 중 총 598만 대를 판매하여 전년동기대비 38.4% 성장하였으며, 시장점유율은 63.2%를 차지하였다. 특히 CATL, BYD 등 배터리 공급사들의 저가 LFP 기술이 상용화되면서 중저가 모델 중심으로 빠르게 시장 점유율을 확대한 게 주효했다. 유럽시장은 상반기 중 195만 대를 판매하여 전년동기대비 28.3% 증가하였으며, 시장점유율은 20.6%로 소폭 하락하였다. 성장률로만 보면 전기차 판매량이 견조하게 보이지만, 실상은 전기차 가격 민감도가 높아지며 중국산 전기차 점유율이 빠르게 상승하여 중저가 위주로 판매가 증가한 영향이다.

북미 시장 판매량은 85.5만 대로 전년대비 0.8% 감소했으며, 시장점유율은 9.0%로 하락하였다. 트럼프 2기정부의 감세정책과 환경규제 완화정책이 지속되고 있는데다, 최근 통과한 OBBBA 법안에 따라 전기차 보조금 혜택이 오는 9월말 종료되면서 북미지역에서는 하반기부터 수요 둔화 우려가 확산하고 있다.

중국을 제외한 아시아시장 판매량은 50.9만 대로 전년동기대비 43.9% 증가하였으며, 시장점유율은 5.4%를 기록하였다. 인도 등 신흥시장에서는 1~2만 달러 수준의 소형 전기차 수요가 증가세이다.

2025년 상반기 글로벌 분리막

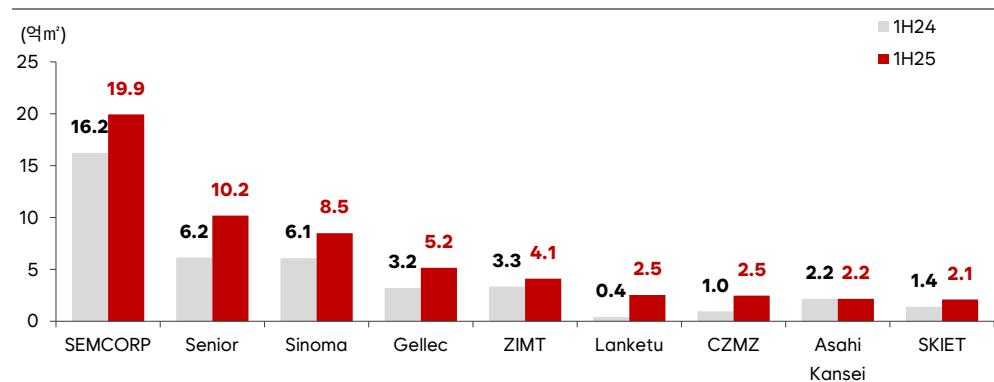
적재량은 76.9억㎡로 전년동기대비

48.5% 성장, 중국비중은 90%

육박하며 독주체제 유지

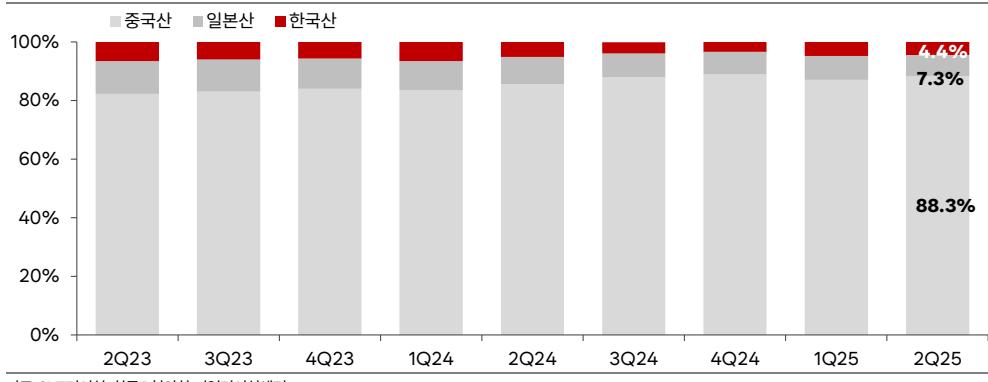
SNE리서치에 따르면 2025년 상반기 글로벌 분리막 적재량(Installment)은 76.9억㎡로 전년동기대비 48.5% 성장하였으며, 동기간 중국을 제외한 적재량은 22.7억㎡로 전년동기대비 27.1% 성장한 것으로 나타났다. 중국업체들은 90%에 육박하는 시장점유율을 차지하며 독주체제를 유지하고 있다. 반면 일본과 한국 기업들의 시장점유율은 2023년 3분기부터 지속적으로 하락하였다. 분기별 시장점유율을 보면 중국산 점유율은 2024년 1분기 83.5%에서 2025년 2분기에는 88.3%까지 4.8%p 상승하였으며, 일본산 점유율은 2024년 1분기 10.0%에서 2025년 2분기 7.3%로 2.7%p 하락하였고, 한국산 점유율은 2024년 1분기 5.1%에서 2025년 2분기에는 4.4%로 0.7%p 하락한 것으로 나타나 중국산 독주체제가 더욱 강화된 것으로 나타났다.

2025년 상반기 업체별 EV분리막 적재량 순위



자료: SNE리서치, 한국IR협의회 기업리서치센터

국가별 분리막 출하비중 추이



▣ 2차전지 분리막 시장 주요 경쟁사 현황

중국산 분리막 M/S 90% 육박,

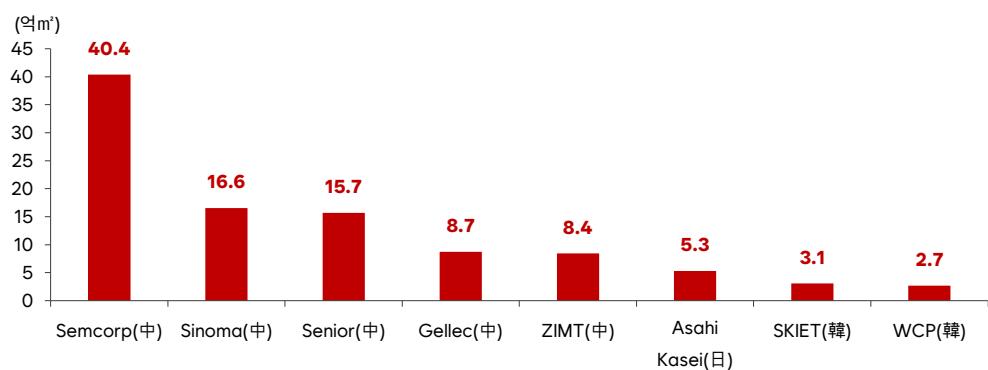
非중국 업체로는 日 Asahi Kasei, Toray, 韓 SKIET, WCP 등

2차전지 분리막사업은 대규모 자본투자 및 마이크로미터(μm) 단위의 미세 조정이 필요한 수준의 높은 공정 기술이 요구되는 바, 양극재나 전해질 같은 소재의 경우에는 대규모 설비가 필요하지 않기 때문에 화학 기업들도 쉽게 진출할 수 있는 반면, 분리막사업은 고도의 기술력과 더불어 대규모 시설투자가 필수적으로 동반되어 전세계적으로 소수의 기업만이 사업을 영위하고 있다.

글로벌 2차전지 분리막 주요 공급국은 중국, 일본, 한국 등이며, 2024년 중국산 시장점유율은 85%를 상회해 90%에 육박할 정도로 높아졌다. 2024년 업체별 분리막 적재량 순위를 보면 1~5위권은 모두 중국업체이다. 1위업체는 SEMCORP으로 40.4억 m^2 를 출하했으며, 2위는 SINOMA로 16.6억 m^2 , 3위업체는 SENIOR로 15.7억 m^2 , 4위는 GELLEC으로 8.7억 m^2 , 5위는 ZIMT로 8.4억 m^2 를 출하하였다. 非중국 업체로는 일본 ASAHI KASEI가 5.3억 m^2 , 한국의 SKIET는 3.1억 m^2 , 더블유씨피(WCP)는 2.7억 m^2 를 출하하였다. SKIET와 WCP의 글로벌 시장점유율은 각각 2.3%, 2.0%로, 통계에서 확인되지 않은 LG화학을 감안하면 국내 3社의 글로벌 분리막시장 점유율은 6~7% 수준으로 추정된다.

중국업체를 제외하면 非중국 분리막 업체로는 일본의 Asahi Kasei와 Toray社, 한국의 SKIET, WCP, LG화학 등 소수 업체만이 2차전지 분리막사업을 영위하고 있다.

2024년 업체별 분리막 출하량 순위



**국내 최대 2차전지 분리막기업,
생산능력은 2024년말 기준
연간 15.3억m²에서 2027년까지
40억m²로 확대 계획**

SKIET(SK아이이테크놀로지)

국내 최대 2차전지 분리막업체로 최대주주는 SK이노베이션이다. 2019년 4월 SK이노베이션이 소재사업에 대한 전문성과 본원적 경쟁력 제고를 위해 소재사업을 물적분할해 설립되었으며, 2021년 5월 유가증권시장에 상장하였다. 2004년 국내 최초, 세계 3번째로 LiBS(Lithium-ion Battery Separator) 생산기술 독자개발에 성공하였으며, 2007년에는 세계 최초로 축차 연신 공정을 완성한 이후 세계 최초로 5㎛ 박막 제품 개발 및 양면 동시 코팅 상업화 등 기술개발로 글로벌 Top Tier로 성장하였다. 생산라인은 충북 증평(청주공장은 최근 에어레인에 매각), 중국(창저우), 폴란드(실롱스크)에 보유하고 있으며, 양면 동시 코팅이 가능한 CCS(Ceramic Coated Separator) 코팅라인도 확보해 원재료부터 코팅까지全과정 일원화 공정을 보유하고 있다.

2024년말 기준 총 생산능력은 연산 15.3억m²이다. SKIET는 글로벌 수요 증기에 대비하기 위해 생산능력을 확대하고 있으며, 현재 중국 Phase 1~3단계 및 폴란드 Phase 1단계 투자 이후 폴란드 2~4단계 투자를 진행 중에 있다. 총 투자비는 약 3조 원으로 해당 투자가 완료되는 시점에 생산능력은 연산 27억m²로 기존대비 76.5% 확대될 전망이다. 향후 북미공장 투자가 완료될 경우 2027년 이후 생산능력은 40억m²로 확대될 전망이다.

2024년 매출액은 2,179억 원으로 전년대비 66.4% 감소하였으며, 영업이익은 -2,910억 원으로 적자로 전환하였다. SKIET 매출액은 지난 수년간 업계 2위인 더블유씨피(WCP)에 비해 2배 이상 컸으나, 2024년 매출 감소로 2024년 매출액이 3,221억 원으로 증가한 WCP보다 뒤쳐졌다. 2024년 내수비중은 15.6%, 해외판매 및 수출비중은 84.4%를 차지하였다. 용도별로는 EV 78%, IT기기 22%를 차지했으며, 제품별로는 CCS(세라믹 코팅 분리막) 78%, LiBS 22%를 차지하였다. 고객사별로는 SK온 Captive 매출비중이 70%, Non-captive 매출비중이 30%를 차지하였다.

주력 고객사는 SK온으로 2023년부터 2027년까지 5개년 장기공급계약이 체결되어 있다. 2023년 2월에는 북미 및 기타 해외지역에 2차전지 분리막 장기 공급계약을 체결하였다고 발표하였다. 계약금액과 계약 상대장은 비공개이며, 계약기간은 2023년 10월부터 2030년 9월까지 7개년간이다. 이에 따라 SKIET는 2027년까지 북미지역에 분리막 공장 건설을 완료하고, 2028년부터 상업생산을 계획하고 있다.

SKIET는 지난 7월 청주공장을 기체 분리막업체인 에어레인에 매각하였다. 매각대상은 충북 청주시 흥덕구 소재 토지와 건물로 대지면적은 1.6만m²(4,848평)이다. SKIET는 전방 전기차 성장 둔화로 2024년 3천억 원에 육박하는 대규모 영업적자를 기록하는 등 경영환경이 악화되었으며, 2025년 상반기에도 1,234억 원의 영업적자를 시현하였다. SKIET는 SK이노베이션의 자본조달계획의 일환으로 제3자 배정 유상증자를 통해 지난 7월 3천억 원을 조달하였으며, 유상증자로 발행되는 주식수는 10,489,508주이며, 신주의 상장 예정일은 2025년 8월 28일이다.

더블유씨피(WCP)

**국내 2위 분리막 제조업체로
연간 생산능력은 8.2억m²에서
2025년말까지 23억m²로 증가**

WCP는 충북 충주에 본사를 둔 SKIET에 이어 국내 2위 규모 2차전지 분리막업체이다. 주요 제품은 EV용 2차전지 습식 분리막 및 세라믹 코팅 분리막(CC)이며, 연간 생산능력은 8.2억m²이다. 동사는 현재 충주공장에 7~8라인 증설 및 유럽내 형가리법인(WHP) 증설을 위한 건축 및 설비 확충을 진행 중에 있으며, 투자가 완료되는 2025년말까지 생산 능력은 총 23억m²로 기존대비 거의 3배 규모로 확대될 전망이다.

최대주주는 일본금융기업인 W-SCOPE Corporation으로 지분율은 35.75%를 보유하고 있다. W-SCOPE의 출자로 2016년 10월 W-SCOPE의 자회사로 설립되었으며, 코스닥시장에는 2022년 9월 상장하였다.

W-SCOPE CORPORATION은 도쿄증시에 상장된 지주사로서 자금조달을 위해 설립된 일본 법인이며, 모든 생산라인과 R&D센터 등 생산기반은 모두 국내에 소재하고 있다. 동사는 분리막 해외생산법인으로 W-SCOPE HUNGARY PLANT(WHP)를 2022년 5월 설립하였으며, 지분율은 100%이다.

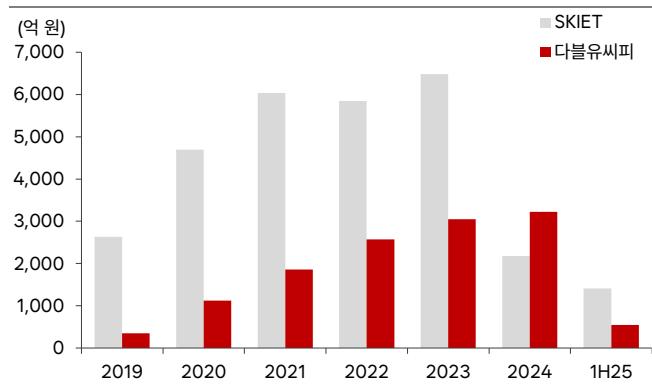
충북 청주에 소재한 관계사인 더블유스코프코리아(주)는 Non-EV용 소형 분리막 위주 생산에서 최근 이온교환막 중심으로 사업구조를 전환하고 있으며, 동사는 전기차(EV)용 분리막을 주요 제품으로 생산하고 있다.

동사는 2017년 3월 충주공장에 1,2라인을 착공해 2019년 2월부터 분리막 양산에 착수하였으며, 이후 전기차 수요 성장에 따라 설비투자를 지속하여 2021년 10월 5,6라인, 2024년 7,8라인을 추가하였다.

헝가리 사업장은 2024년부터 설비를 추가하고 있으며, 2026년부터 시운전 및 양산에 나설 계획이다. 동사는 세계 최대 5.5M 폽 제조설비를 확보하여 경쟁사의 2.5~4.5M 설비에 비해 시간당 생산성이 가장 높다. 또한 연신을 위한 Loss 부분을 잘라내는 Trimming 비율이 낮아 동시 연신방식 경쟁사대비 유효 면적이 월등한 기술력도 보유하고 있다.

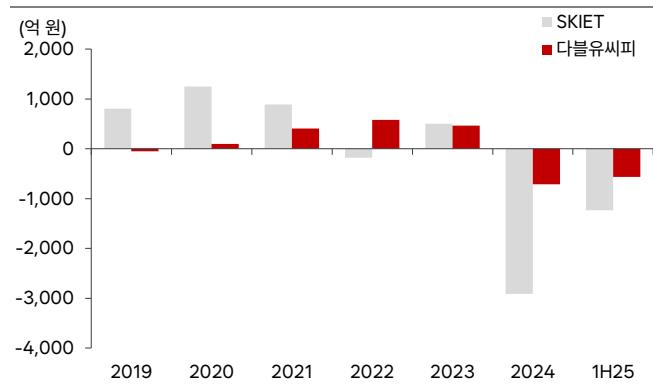
2024년 매출액은 3,221억 원으로 전년대비 5.6% 증가하였으며, 영업이익은 -709억 원으로 적자로 전환하였다. 전기차 캐즘 영향으로 전년대비 매출액이 급감한 경쟁사(SKIEET)에 비해 견조한 매출액을 달성했으나, 중국기업들이 시장 잠식과 분리막 판매가격 하락 영향에서 실적 악화를 면치 못했다. 매출비중을 보면 내수비중이 9.7%, 수출비중이 90.3%로 수출비중이 절대적으로 높다. 동사의 주요 고객사는 삼성SDI로 2024년 기준 매출액은 3,198억 원으로 전체 매출의 99.3%로 거의 대부분의 매출비중을 차지하고 있다. 지역별 매출비중을 보면 최대 고객사인 삼성SDI가 진출해 있는 헝가리 77.2%, 국내 9.7%, 중국 7.8%, 말레이시아 2.1%, 기타 3.2%를 차지하였다.

SKIET & 더블유씨피 매출액 비교



자료:DART, 한국IR협의회 기업리서치센터

SKIET & 더블유씨피 영업이익 비교



자료:DART, 한국IR협의회 기업리서치센터

**일본 Toray와 헝가리 합작투자에
착수했으나, 사업환경 악화로
헝가리 확장투자 무산, 분리막사업
구조조정 진행 중**

LG화학

LG화학의 분리막 사업은 2021년 LG전자의 분리막 코팅사업을 5,250억 원에 인수하며 본격화되었다. 이후 2021년 10월 일본 Toray社와 합작하여 헝가리에 분리막공장을 구축하고 2028년까지 연간 생산능력을 8억m²까지 확보하기로 계획하였다. 양사는 지분율을 50:50으로 절반씩 합산 출자금으로 1조 원을 출자하여, 30개월 이후에는 LG화학이 지분 20%를 추가로 인수하기로 합의하였다. 헝가리 합작법인은 2023년 6월부터 분리막 원단 생산에 착수하였다.

당초 헝가리 합작법인은 폴란드의 LG에너지솔루션을 통한 유럽시장 공략뿐 아니라 북미 진출도 목표로 하였으나, 이후 합작투자 당시에는 예측하지 못했던 두 가지 변수, 즉 글로벌 최저한세 도입과 미국의 IRA라는 문제에 봉착했다.

글로벌 최저한세는 연결재무제표상 매출 1조원 이상 다국적 기업의 해외 자회사가 15% 미만의 실효세율을 적용받을 경우, 추가 세액을 자국에 납부해야 하는 제도이다. 이는 다국적 기업의 조세 회피를 방지하기 위한 목적으로 시행되는 제도적 장치로 주요 20개국(G20)과 OECD가 합의하였다. 헝가리의 법인세율은 9%에 불과하기 때문에, LG화학은 국내에서 6% 정도의 세금을 추가로 납부해야 하는 상황인 것이다.

미국의 IRA 법안 발효도 헝가리 합작투자 당시에는 예상하지 못했던 복병이다. IRA에 대응하기 위해서는 미국 현지에 진출해야 하는데, 계획에는 확장투자비용이 반영되어 있지 않기 때문이다.

분리막 사업성이 악화된 상황에서 도레이와 합의된 지분 20% 인수는 또 다른 리스크로 작용하고 있다. LG화학은 사업 초기 합의에 따라 도레이의 20% 지분을 인수하게 되어 있는데, 이럴 경우 그동안 도레이와 50:50으로 분산되었던 사업 리스크 분산효과도 줄어들게 된다. 이러한 상황을 감안하여 LG화학은 추가 지분 취득시기를 두번이나 연기하였다. 당초 양사간 합의된 지분 양수시기는 2024년 12월이었으나, 양사 합의에 따라 2025년 6월로 변경한데 이어, 이번에도 양사간 거래조건 합의 지연으로 추가 지분 인수시점을 또다시 6개월 후인 2025년 12월 19일로 재변경하였다.

LG화학은 연초 정기주총을 통해 시설투자 축소를 발표하였으며, 사업환경이 악화된 분리막 사업이 구조조정 대상에 포함되어 2025년 상반기 중 분리막사업에서 인력이 재배치된 것으로 보인다. LG화학은 2025년 연간 CAPEX를 기존 4조 원에서 3조 원으로 하향 조정하였으며, 분리막사업 확장계획도 전면 재검토에 나섰다. 이에 따라 일본 도레이와 추진하던 헝가리 8억m² 확장투자도 재검토 대상이다. 도레이 측도 기자간담회를 통해 전기차 시장 정체 및 원가 상승으로 2차전지 분리막사업의 축소 및 철수를 포함한 모든 가능성을 열어두고 있다고 언급하였다.

LG화학은 국내에서는 충주 생산라인에 더해 경기도 파주에 신규 라인 건설을 중국기업과 추진해왔으나, 본 투자도 사업환경 악화로 철회하였다. 대신 LG화학은 청주공장을 고속 생산라인으로 전환해 생산성을 2배로 높이고, 신규투자는 전면 중단하기로 했다. 결국 LG화학은 자체개발 코팅기술인 SRS 기술로 제품 차별화를 시도했으나, 자체 원단기술 없이 도레이의 원단기술에 전적으로 의존해온 데다, 중국산 저가 공세까지 겹치면서 분리막 사업성이 크게 악화되었다.

Asahi Kasei(일본)

중국제외 시장에서 글로벌 1위 업체

Asahi Kasei는 1931년 설립된 일본 종합화학회사이다. 2019년 요시노 아키라 연구원이 세계 최초로 리튬이온 배터리를 상용화한 공로로 노벨화학상을 수상한 기업이기도 하다. Asahi Kasei는 초기 섬유사업으로 시작했으나, 현재는 리튬이온전지 분리막 소재 부문에서 중국 제외 시장에서는 글로벌 1위 기업이다. 2024년 분리막 출하량에서는 SEMCORP, SENIOR, GELLEC 등 중국기업체에 밀려 글로벌 4위(21.4억m²)를 차지하였다. Asahi Kasei는 종합화학기업으로 매출액 규모는 2024년 30조 엔(28.1조 원)으로 102억RMB(2.0조 원)의 매출액을 기록한 분리막 1위업체인

SEMCORP보다 14배나 큰 기업이다. 연도별 매출액을 보면 2020년 2.1조 엔에서 2024년 3.0조 엔으로 연평균 9.6% 성장하여 매년 두자리대에 육박하는 견조한 성장세가 이어지고 있다.

연결 매출액 규모에서는 중국 SEMCORP에 비해 14배나 크지만, 분리막 사업부문은 전체 연결매출에서는 매우 미미한 수준으로 추정된다.

Asahi Kasei의 매출액 구성을 보면 2024년 3.0조 엔 중 Material 45.1%, Homes 34.1%, Healthcare 20.3%, 기타 0.5%를 차지했으며, Material(소재) 부문은 Electronics, Car Interior, Energy & Infrastructure, Comfort Life, Performance Chemical, Essential Chemical 등으로 세분화되어 있으며, 2차전지 분리막 제품은 Energy & Infrastructure 부문에 속해 있다. Energy & Infrastructure 부문 매출액은 2024년 1,382억 엔으로 전년대비 3.7% 증가했으며, 영업이익은 28억 엔으로 전년대비 44.0% 감소하였다. Energy & Infrastructure 부문 영업이익률은 2.0%로 전년대비 1.8%p 하락하였다. 2025년 실적전망 가이던스에 따르면 분리막사업이 속한 Energy & Infrastructure 부문 매출액은 1,440억 엔으로 전년대비 4.2% 증가할 전망이나, 영업이익은 3억 엔으로 전년대비 94.0% 급감하여 영업이익률은 0.2%에 그칠 전망이다. 회사측에서는 분리막 판매량은 전년과 유사할 것으로 전망하고 있으나, 북미 분리막 설비투자에 따른 비용 증가로 영업이익은 감소할 것이라고 전망하고 있다.

Asahi Kasei는 2026년 상반기 가동계획으로 미국 노스캐롤라이나 및 일본 미야자키에서 연산 6억m³ 규모의 분리막 공장 증설투자를 진행 중이다. 캐나다 온타리오주에서는 분리막 공장 신규투자를 진행 중이며, 완공 및 가동시기는 2027년 하반기이며, 완전가동 시기는 2028년으로 연간 CCS(코팅) 분리막 생산능력은 7억m³이다.

Asahi Kasei는 2024년 4월 북미 공장 투자계획을 발표했으며, 투자액은 1,800억 엔으로 공급사는 혼다로 추정된다.

Toray Industries(일본)

**석유화학 및 배터리 소재 사업성
악화로 한국 구미공장 및 헝가리
합작사업 철수 검토 중**

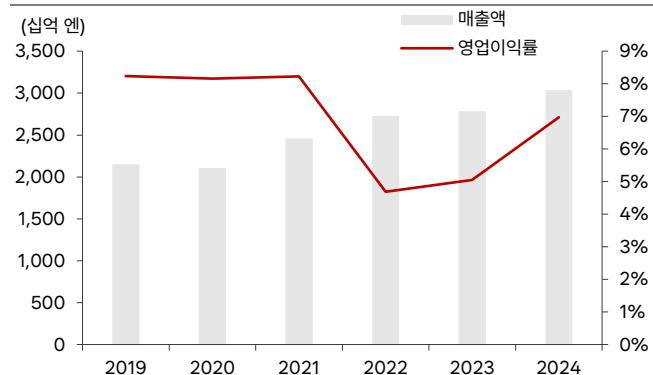
일본의 2차전지 분리막 기업으로 'SETELA'라는 브랜드로 분리막을 공급하고 있으며, 중국을 제외하면 일본 Asahi Kasei에 이어 2위업체이다.

생산거점으로는 일본, 한국(구미), 헝가리 등에 있으며 구미공장은 도레이의 분리막 핵심 생산기지로 도레이배터리세퍼레이터필름(BSF)한국에서 운영하고 있다. 도레이BSF한국의 지분율은 도레이첨단소재 70%, Toray Industries 30%이다. 도레이BSF한국의 2024년 매출액(FY 기준)은 2,299억 원으로 전년대비 22.3% 감소하였으며, 영업이익은 -185 억 원으로 전년(-88억 원)대비 두 배 이상 악화되었다. 전기차 캐즘과 중국산 분리막의 시장 잠식으로 영업이익은 2021년부터 4년 연속 적자를 기록하였다. 도레이 일본 본사는 한국 사업의 철수를 포함한 다양한 구조조정 방안에 대해 검토 중이며, 최근 기업설명회를 통해 전기차 시장 부진 등 어려운 경영환경 속에서 수익성 개선을 위해 합작법인 철수 및 사업 축소, 한국 BSF 사업 철수 등을 포함한 모든 가능성을 검토 중이라고 언급하였다.

도레이는 한국뿐 아니라 글로벌 분리막 합작사업에 대해서도 전략을 조정 중이며, 특히 LG화학과의 헝가리 합작법인 LTHS(LG Toray Hungary Battery Separator) 지분 20%를 LG화학에 매각할 계획이다. LG화학은 LTHS의 지분 50%를 2022년 6월 취득한 이후 기존 지분에 더해 추가 지분 20%를 지난해 12월 취득할 계획이었으나, 올해 6월 말로 1차 연기한 후 이번에도 오는 12월 19일로 재차 지분 인수를 연기하였다. 이는 최근 석유화학과 배터리사업의 업황 악화에 따른 보수적인 투자 스탠스가 반영된 것으로 해석된다.

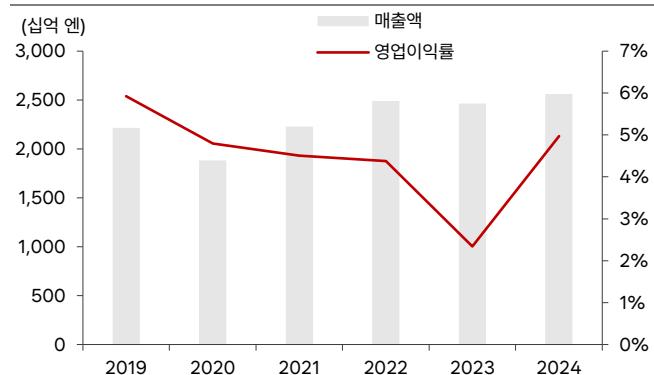
도레이는 본사 차원 구조조정에 따라 형가리 합작법인 지분 매각에 이어 구미공장도 장부가치를 제로로 인식하는 등 분리막 사업 철수 가능성이 커지고 있으며, 도레이의 사업 철수는 글로벌 분리막 공급망 재편의 신호탄이 될 전망이며, SKIET, WCP 등 국내 업체에게는 IRA 대응 공급망 중요성이 부각되면서 기회요인으로 작용할 것으로 기대된다.

Asahi Kasei 연결 매출액 & 영업이익률 추이



자료: Asahi Kasei, 한국IR협의회 기업리서치센터

Toray Industries 연결 매출액 & 영업이익률 추이



자료: Toray Industries, 한국IR협의회 기업리서치센터



1 對중국 규제와 공급망 재편에 따른 非중국 공급망 중요성 부각

**분리막 시장의 높은 진입장벽으로
중국업체를 제외하면 일본, 한국의
소수업체만이 사업 영위**

2차전지 분리막 사업은 대규모 자본투자 및 마이크로미터(μm)의 미세조정이 가능한 수준으로 높은 공정 기술이 요구되어 양극재나 전해질 등 다른 2차전지 소재에 비해 진입장벽이 상대적으로 높다는 특징이 있다. 양극재나 전해질 등은 비교적 대규모 설비가 필요하지 않고, 화학기업들이 쉽게 진입할 수 있지만, 분리막의 경우에는 고도의 기술력뿐만 아니라 대규모 설비투자가 필수적인 만큼 전세계적으로 소수의 기업만이 분리막사업을 영위하고 있다. 현재 중국업체들이 이 분리막시장을 장악하고 있지만, 중국업체들을 제외하고는 일본 Asahi Kasei와 Toray Industries, 한국 SKIET, WCP, LG화학 등 소수 업체에 불과하다.

특히 동사의 분리막 사업은 습식 분리막 및 코팅 분리막 생산에 대해 높은 기술력과 안정성을 확보하고 있으며, 세계 최대 5.5M 폭 제조설비의 생산기술을 확보하여 경쟁사(2.5~4.5M)대비 단위시간당 생산성이 가장 높다. 또한 연신을 위한 Loss 부분을 잘라내는 Trimming 비율이 낮아 동시 연신방식의 경쟁사대비 유효면적이 월등한 기술력도 확보하였다.

동사의 기술력은 현재 글로벌 분리막업체 선도기업인 일본 Asahi Kasei와 비교하여 동등한 수준이거나, 그 이상인 것으로 평가되고 있다. 현재 국내에서는 PE 원단부터 내열성을 높인 분리막 코팅기술까지 수직계열화에 성공해 설비를 구축하고 있는 업체로는 SKIET와 동사 밖에 없다.

IRA와 CRMA 등 원자재 관련

전술한 바와 같이 글로벌 분리막시장에서 공급업체가 제한적인 상황에서 미국과 유럽에서 IRA(인플레감축법)와 CRMA(핵심원자재법)을 각각 제정하여 2차전지 산업 공급망에서 중국산을 배제하려는 강화된 규제는 非중국 공급망밸류체인에 해당하는 업체에는 기회요인으로 작용할 전망이다.

IRA는 전기차, 배터리, 반도체 등 첨단산업에 필수적인 원자재의 공급망을 미국 중심으로 구축하고, 수입 다변화와 자국내 생산 및 가공비중을 높이는 내용을 포함하고 있으며, 2030년까지 특정 원자재 수입비율을 65% 이하로 제한하고, 역내 채굴, 가공, 재활용 비율을 단계적으로 확대할 계획이다.

최근에 도입된 미국의 감세법안(OBBBA)에 따라 새로 도입된 금지외국기관(PFE) 및 우려국가 부품 사용에 대한 규제도 강화되고 있다. IRA에 따라 우려국가부품 허용비율은 2026년 40%에서 2030년 15%까지 단계적으로 축소된다.

유럽판 IRA로 불리는 CRMA법은 리튬, 니켈, 희토류 등 다수의 핵심 전략 원자재에 대해 EU내 채굴, 가공, 재활용 비율을 2030년까지 각각 10%, 40%, 25%로 높이고, 제3국 수입비중을 65% 이하로 제한하고 있다. 이를 통해 공급망을 안정화하고 원자재 수입의존도를 낮추겠다는 목표이다.

IRA나 CRMA나 표면적으로는 두 가지 법안 모두 '제3국'이라 표현하고 있지만, 사실상 글로벌 원자재시장을 잠식하고 있는 중국을 견제하자는 것이나 다름없다.

비중국(China-Free) 공급망 주요**밸류체인은 일본 Asahi Kasei,****한국 SKIET, WCP 정도에 불과**

결국 규제가 강화될수록 이에 대응해 시장에서는 금지외국기관(PFE) Free 소재 기반으로 규제를 회피해야 하며, 이에 수혜가 기대되는 글로벌 업체로는 원단 및 코팅기술을 모두 확보하고 있는 일본 Asahi Kasei, 한국 SKIET, WCP 등 사실상 3사 정도에 불과하다. 일본 도레이는 분리막 사업에서 철수를 검토 중이며, 국내 LG화학은 분리막 코팅기술은 확보하고 있으나, 자체적인 원단기술이 不在하기 때문이다.

특히 동사는 2025년 투자가 완료되어 생산능력이 12.4억^{m^3}에 달하는 형가리공장을 유럽시장 공략을 위한 전초기지로 非중국 최대 공급능력을 갖춰 유럽 분리막 시장을 선점해 나갈 것으로 기대되고 있다. 형가리는 유럽내 배터리 공급망의 핵심 생산기지로 빠르게 부상하고 있는 국가로, 기존의 조립기지 역할을 넘어 최근에는 원자재 조달부터 중간재 생산, 셀 및 모듈 제조, 재활용 및 수출까지 배터리 밸류체인 전체를 갖춘 유럽내 거의 유일한 국가로 배터리 생산량 기준 중국, 미국, 독일에 이어 세계 4위권 생산국 진입을 목표로 하고 있다.

국내업체 중 경쟁사인 SKIET는 유럽시장 생산거점으로 폴란드에 연간 3.4억^{m^3} 규모의 1공장을 가동 중이며, 연내 동일 규모의 2공장을 가동할 계획이다. LG화학은 일본 도레이와 형가리에 합작공장을 운영하고 있으나, 도레이가 분리막 사업에서 철수 가능성을 검토하며 형가리법인 지분 20%를 LG화학에 넘기고 사업에서 철수를 검토 중인 상황이다.

LG화학은 도레이의 원단기술과 자사가 자체 개발한 분리막 코팅기술(SRS)을 활용하여 형가리 생산능력을 8억^{m^3}까지 확대하려는 계획이었으나, 도레이의 분리막 사업 철수로 사업 확장계획이 무산되는 분위기이다. 결국 도레이의 사업 철수는 유럽, 특히 형가리 시장에서 유럽에 진출해 있는 동사와 SKIET에 새로운 기회가 될 것으로 기대되고 있다.

▣ 2026년부터 기대되는 고객사 다각화

삼성SDI향 매출비중이 99%**이상으로 절대적 비중 차지**

2026년부터 기대되는 고객사 다변화 가능성은 주가의 리레이팅 요인이다. 동사의 최대 고객사이자, 단일 고객사는 삼성SDI로 2024년 전체 매출액 중 삼성SDI향 매출액은 3,198억 원으로 매출비중은 99.3%를 차지하였다. 삼성SDI향 매출비중은 2019년 32.4%, 2020년 24.2%로 낮았으나, 2021년 53.0%, 2022년 72.4%, 2023년 96.6%로 높아졌으며, 2024년 이후로는 현재까지 99%를 상회하며 매출이 거의 100%에 육박할 정도로 편중되어 있다. 삼성SDI는 글로벌 주요 배터리업체로 매출처가 안정적이라는 장점을 가지고 있지만, 매출처 편중은 매출처의 경영 악화 또는 구매 정책 변경 등에 따른 매출 변동위험에 노출이 불가피하다.

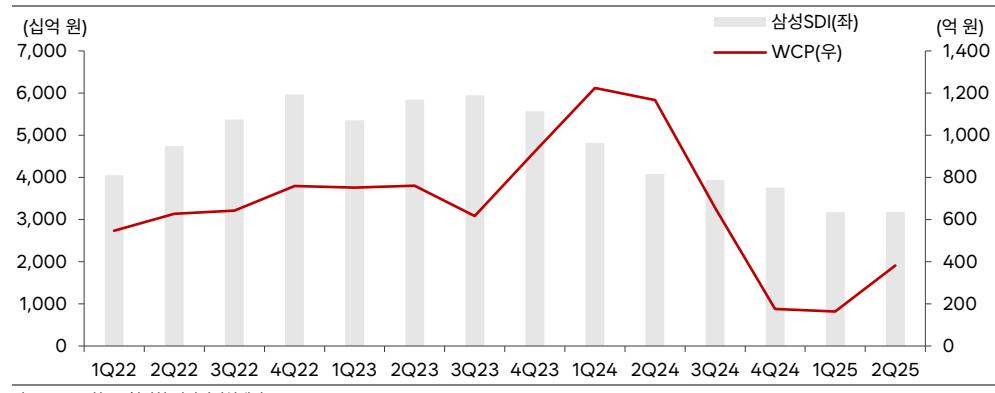
동사의 지역별 매출액을 보면 2022년 이후 형가리 지역 매출비중이 전체의 70%를 상회했으며, 특히 수출액 중 형가리 매출비중은 90%를 상회하는 등 형가리 매출비중이 절대적인 비중을 차지한다. 이는 삼성SDI의 지역별 매출비중과 유사한 구조이다. 삼성SDI의 형가리법인(SDIHU)이 매출이 고성장세를 보이면서 흑자기조를 보였던 2020~2023년 동사도 4년간 연평균 매출성장률이 40%를 기록할 만큼 고성장했으며, 동기간 영업이익 흑자기조가 이어졌다. 특히 2021~2022년에는 평균 영업이익률이 22%에 달할 만큼 높은 수익성을 시현했다. 이후 2023년 하반기부터 본격화된 전기차 캐즘으로 2024년 삼성SDI 형가리법인의 매출액이 6.6조 원으로 전년대비 거의 2조 원 가까이 급감하며 적자로 전환하자, 동사도 영업적자가 709억 원에 달할 만큼 대규모 적자를 기록하였으며, 2025년 상반기 들어서도 영업 적자 기조가 이어졌으며, 올해 하반기에도 적자폭은 줄어들겠지만, 적자 기조 탈피는 요원한 상황이다.

삼성SDI는 2025년 1분기 매출액 3.2조 원, 영업손실 4,341억 원으로 어닝쇼크 수준의 실적부진을 시현한데 이어 2분기에도 1분기 수준의 저조한 매출액에, 영업손실은 3,978억 원으로 손실 규모가 소폭 줄어들기는 했지만 여전히 대규모 적자기조가 지속되었다.

국내 배터리 3사 중 LG에너지솔루션과 SK온에 비해 삼성SDI 실적 부진의 배경은 복합적이다. 우선 배터리 소재타입의 변화로 삼성SDI는 주로 고사양 전기차에 쓰이는 삼원계 하이Nickel 배터리(NCA, NCM)를 주로 생산하는데, 글로벌 전기차 시장의 캐즘과 각국의 전기차 신차 구매 보조금 혜택 축소로 전기차 시장 수요가 저가 시장으로 옮겨가면서 배터리 소재가 중국산 LFP로 잠식되고 있다. 2024년 글로벌 EV 배터리시장에서 LFP 시장점유율은 53%로 처음으로 절반을 넘어섰으며, 삼원계 하이Nickel 배터리 M/S가 40%대로 축소된 데다, 삼성SDI는 프리미엄 전략으로 BMW, 아우디, VW, 스텔란티스, 리비안 등 유럽 및 북미 전기차 고객사에 주로 납품해온 만큼, 전기차시장 캐즘 이후 저가 전기차 선호로 시장에서 고가 전기차에 대한 수요가 줄어든 타격이 컸다고 볼 수 있다. SNE리서치에 따르면 삼성SDI의 글로벌 M/S는 2023년 6%에서 2024년 4%로 2%p 하락하였으며, 2025년 상반기에는 3.2%까지 점유율이 하락하며 글로벌 M/S 순위가 8위까지 하락하였다. 반면 국내 경쟁사인 LG에너지솔루션의 2025년 상반기 점유율은 9.4%로 중국 CATL, BYD에 이어 글로벌 3위를 차지했으며, SK온의 점유율은 3.9%로 글로벌 5위를 차지하였다.

이렇듯 단일 고객사인 삼성SDI에 의존적인 사업구조의 취약성이 여실히 드러난 만큼 고객사 다변화는 동사의 기업 영속성과 생존에 필수적 해결과제인 것이다.

더블유씨피 & 삼성SDI 헉가리법인 매출액 추이



자료:DART, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 및 일본 배터리업체와 북미향

46시리즈 원통형 배터리용

분리막 공급 협의 중으로 2026년

상반기 중 납품 착수 기대

동사는 현재 국내외 복수의 주요 배터리기업과 북미 최대 전기차업체에 탑재될 4680 원통형 배터리용 분리막 납품 테스트를 진행 중이다. 이미 국내업체와는 샘플테스트를 완료하고, 셀 테스트를 진행 중이다. 동사는 2026년 상반기 중 46시리즈 원통형 배터리 분리막 신제품 납품에 착수할 것으로 기대하고 있다.

북미 최대 전기차기업에 원통형 배터리를 공급하는 일본업체로도 고객사 다변화 기대감이 크다. 일본 배터리업체는 지난 해부터 북미向 2170, 4680 배터리용 분리막 공급에 대해 논의해왔으며, 북미지역뿐만 아니라 일본에도 공급을 원하고 있는 것으로 알려졌다.

신규 고객사 확보 및 신규 원통형 46시리즈 시장 진출은 동사의 중장기 매출 성장에 대한 불확실성을 해소하고 현수준의 절대적 저평가 영역(PBR 0.3배)에서 벗어나는데 트리거가 될 것으로 기대된다.

국내 충주공장 7~8라인 및 헝가리공장 신규 가동 모멘텀

충주 7~8라인 및 헝가리 공장

가동 시 생산능력은

현 8.2억m³에서 2025년말

23.7억m³로 3배 확대

동사는 충주공장은 2019년 2분기부터 1, 2 생산라인 양산이 시작되었고, 동년도 4분기부터 3, 4라인에서 분리막 양산을 시작하였으며, 전기차 산업 급성장으로 2021년 10월에는 5, 6라인을 성공적으로 가동하였다. 이후 2024년에는 충주공장에 7~8라인을 추가로 설치하였으나, 글로벌 전기차 시장의 침체로 기존 공장의 가동률이 하락하면서 7~8라인 양산시점은 지연되고 있다. 동사의 충주공장 1~6라인 설비능력은 연간 8.2억m³이며, 7~8라인은 생산능력이 3.1억m³으로 이를 합하면 충주공장 연간 생산능력은 기존대비 38% 증가해 11.3억 m³에 달할 전망이다.

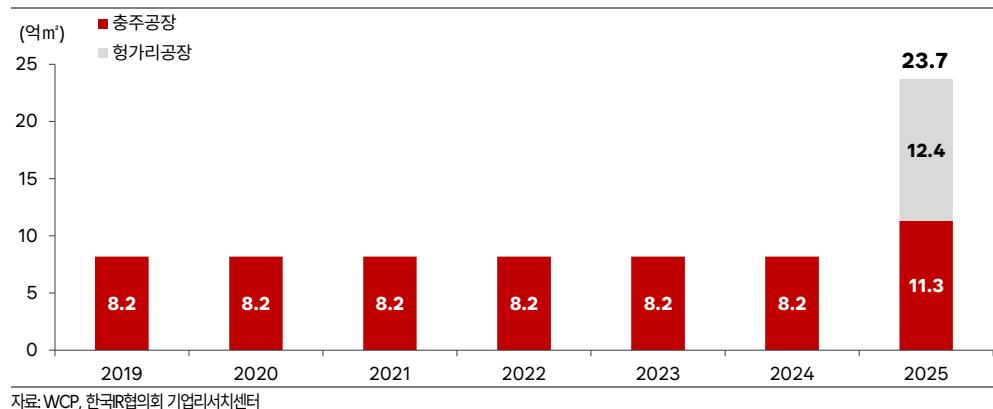
동사는 2022년 상반기 중 유럽시장 진출을 위해 헝가리 법인을 설립하였으며, 토지 계약, 설비계약을 완료하고, 2022년 하반기 건축 공사에 착공하였다. 동사는 2025년말까지 설비투자를 완료하고 2026년 상반기에 시운전에 돌입할 계획이다. 신규 헝가리공장의 생산능력은 12.4억m³로 충주공장 1~8라인을 합친 규모보다 크다. 헝가리공장까지 가동하게 되면 동사의 연간 분리막 생산능력은 23.7억m³로 확대될 전망이다. 분리막 사업이 전방업체와의 장기적 공급계약에 따라 납품이 이뤄진다는 점을 감안하면 생산능력 확대는 곧 매출 증가로 이어질 전망이다. 특히 유럽지역에서는 미국의 IRA법과 유사한 CRMA(핵심원자재법)법을 제정하여 중요한 전략원자재를 지정 관리하고 있으며, 2030년까지 역내 생산목표를 채굴의 경우 EU 연간 소비량의 10% 이상, 가공의 경우 EU 연간 소비량의 40% 이상, 재활용의 경우 EU 연간 소비량의 25% 이상으로 의무화해 핵심 원자재 공급망을 강화하고 있다. 또한 특정 국가에 대한 의존도를 낮추기 위해 단일 제3국 전략원자재 수입비중을 EU 연간 소비량의 65% 이하로 낮추겠다는 목표를 제시하였다. 이는 결국 유럽시장을 잠식한 중국산 비중을 낮추겠다는 의도를 포함하고 있는 것이다.

현재 중국 분리막 기업들은 국내내 IRA와 FEOC 규제에 따라 중국업체가 미국 현지에서 분리막을 생산해도 보조금 지원대상에서 제외되는 만큼 사실상 중국 기업들은 자국을 제외하고는 진출 가능한 판로가 유럽시장 밖에 남지 않았다. 결국 유럽시장은 미국 IRA 이후 중국기업을 포함하여, 일본/한국 등 분리막 업체들의 격전장이 되고 있다.

유럽이 CRMA법으로 특정 국가에 대한 의존도를 낮추기 위해 단일 제3국 전략원자재 수입비중을 EU 연간 소비량의 65% 이하로 낮추겠다는 목표는 결국 현지에 진출하는 일본 및 한국업체들의 수혜로 이어질 전망이다.

최근 일본 도레이(Toray Industries)가 전기차시장 침체 영향으로 2차전지 분리막사업에서 철수를 검토하고 있다는 점을 감안하면 현재 유럽시장에서 분리막을 공급가능한 업체는 일본 Asahi Kasei와 국내 SKIET, LG화학과 동사뿐이다. 도레이의 사업 철수는 글로벌 분리막시장 재편의 신호탄으로 기술력 기반의 국내 업체들에게는 시장 확대의 기회를 제공해 줄 것으로 기대된다. LG화학의 경우에는 헝가리에 도레이와 합작기업(LTHS)을 운영해왔으나, 도레이는 지분 20%를 LG화학에 매각을 진행 중이며, 구미공장도 노후화로 인해 경쟁력을 잃으면서 매물로 나온 것으로 알려졌다. LG화학은 도레이와 합작으로 헝가리에 분리막 원단 생산라인을 구축하려 했으나, 이 마저도 업황 침체를 반영하여 보류하며 재검토에 나섰다. 결국 유럽시장에서 최대 수혜가 기대되는 국내 기업으로는 원재료인 원단부터 코팅기술까지 전과정 일원화 공정을 확보하고 있는 SKIET와 동사뿐이다.

더블유씨피 분리막 생산능력





실적 추이 및 전망

1 2025년 상반기 실적 분석

전기차 캐즘에 따른 주요 고객사

실적부진과 재고조정으로

분리막 업황 동반 부진,

상반기 매출액은 77.2% 급감,

영업이익은 큰 폭 적자전환

2025년 상반기 연결 매출액은 545억 원으로 전년동기대비 77.2% 급감하여 2022년 상장 이후 반기 기준 최저치를 기록하였으며, 영업이익은 -564억 원으로 전년동기대비 적자로 전환하였다.

분기별 매출액을 보면 2024년 4분기 176억 원, 2025년 1분기 163억 원으로 최저치를 기록한 이후 2025년 2분기에는 382억 원으로 직전분기대비로는 회복세를 보였으나, 전년동기대비로는 여전히 67.2%나 감소한 수치이다.

상반기 내수 매출액은 47억 원으로 전년동기대비 81.5% 급감하였으며, 수출 매출액은 498억 원으로 전년동기대비 76.7% 급감하여 내수와 수출 모두에서 외형 감소폭이 커졌다. 지역별로 보면 최근 3개년 평균 수출비중의 90% 이상을 차지한 형가리 매출액이 357억 원으로 전년동기대비 80.9% 급감하며 전체 외형 감소에 영향을 주었다.

동사는 삼성SDI에 매출비중이 99%를 상회하여 동사의 형가리지역 분리막 매출액은 삼성SDI 형가리법인(SDIHU) 2차 전지 매출액에 가장 높은 연관성을 보인다. 삼성SDI 형가리법인의 상반기 매출액은 2,44조 원으로 전년동기(3,51조 원)대비 30.3% 감소하였다. 삼성SDI는 하이니켈 배터리를 기반으로 유럽시장에서 BMW, 아우디 등 프리미엄 전기차 시장에 집중해 온 만큼 최근 주요국의 경기둔화와 전기차 보조금 혜택 축소로 수요시장이 예상보다 빠르게 저가 볼륨 엔트리 시장으로 이동하고 있어 외형 감소가 커졌다. 동기간 경쟁사인 SK온은 북미 매출 확대로 연결 매출액이 전년동기 대비 14.9% 증가하였으며, LG에너지솔루션의 매출감소폭은 전년동기대비 3.7%에 불과했다. 배터리 3사 중 삼성SDI의 상반기 매출 실적이 가장 부진했던 것이다. 형가리법인의 실적부진으로 상반기 삼성SDI의 유럽지역 매출액은 2.6조 원으로 전년동기대비 35.4%나 감소하였다. 삼성SDI의 유럽지역 매출비중은 전체의 40.9%로 전년동기대비 4.4%p 하락하였다.

분리막 단가 하락도 매출 감소에 일부 영향을 주었다. 관세청 수출입 통계를 보면 2025년 상반기 중 형가리지역 분리막 수출량은 706톤, 수출액은 2,572만 달러(367억 원)로 분리막 평균 수출단가는 톤당 \$36,441로 전년동기(\$38,944)대비 6.4% 하락하였다. 동사의 상반기 형가리 지역 매출액이 357억 원으로 전년동기대비 80.9% 감소하였음을 감안하면 관세청에 등록된 수출통계는 동사의 형가리지역 매출액과 거의 일치하는 수치이다.

매출 급감으로 상반기 매출원가율은 190.8%로 전년동기(95.2%)대비 95.6%p나 높아졌으며, 매출액대비 판관비율은 12.7%로 전년동기대비 8.9%p 상승하며 상반기 영업이익률은 전년동기 1.0%에서 -103.5%로 대폭 하락하였다.

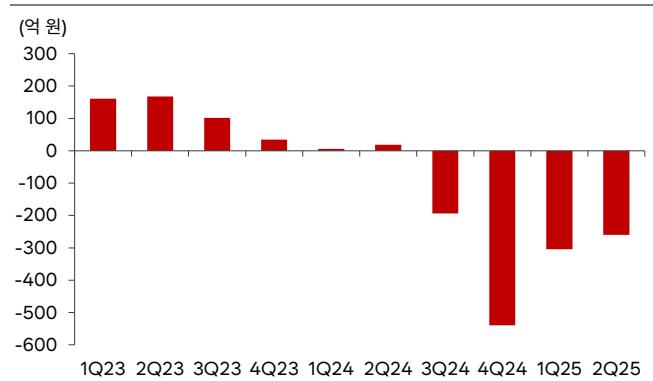
분기별로는 2025년 1분기 매출원가율은 2024년 4분기 384%로 정점을 기록한 후 2025년 1분기 262.5%, 2분기 160.2%로 두 분기 연속 하락하였으며, 동기간 판관비율은 2024년 4분기 23.1%, 2025년 1분기 24.1%로 높았으나, 2분기에는 매출액 증가로 판관비율이 7.9%로 하락하며 다소 개선되었다. 고정비율이 높은 분리막사업의 특성상 낮은 가동률이 지속되면서 대규모 적자가 이어지고 있다. 수출비중이 90% 이상으로 높은 비중을 차지하고 있는 만큼 최근 원달러환율 하락도 수익성에 일정부분 부정적으로 작용하였다.

더블유씨피 분기별 매출액 추이



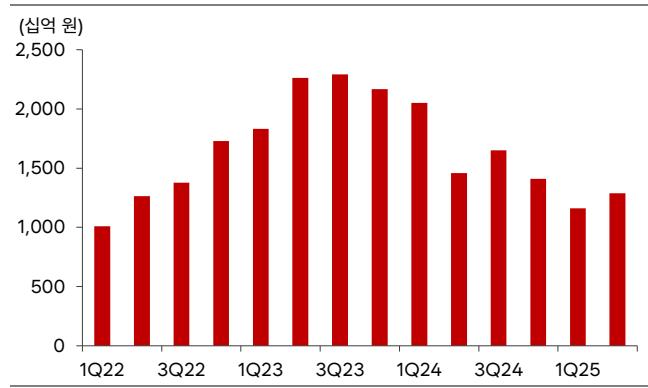
자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

더블유씨피 분기별 영업이익 추이



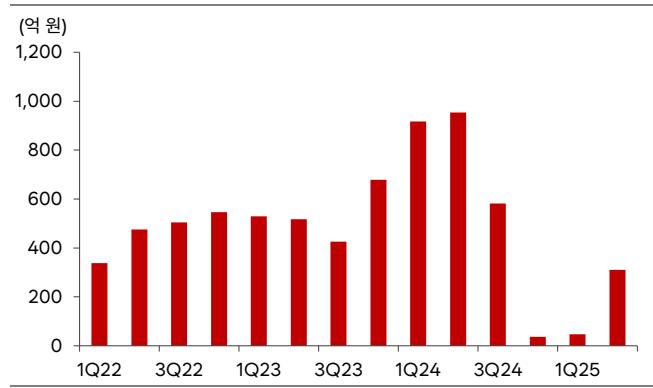
자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

삼성SDI 헝가리법인(SDIHU) 매출액 추이



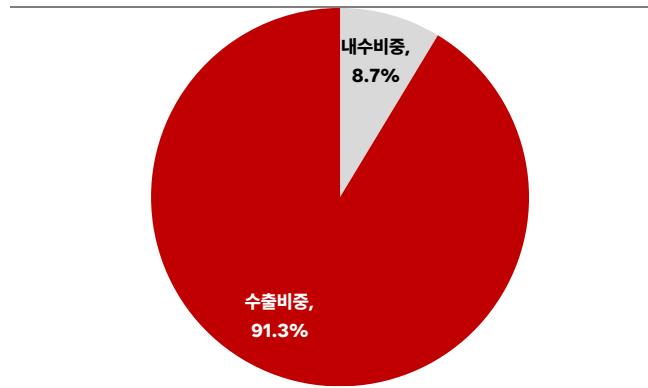
자료: 삼성SDI, 한국IR협의회 기업리서치센터

더블유씨피 헝가리 매출액 추이



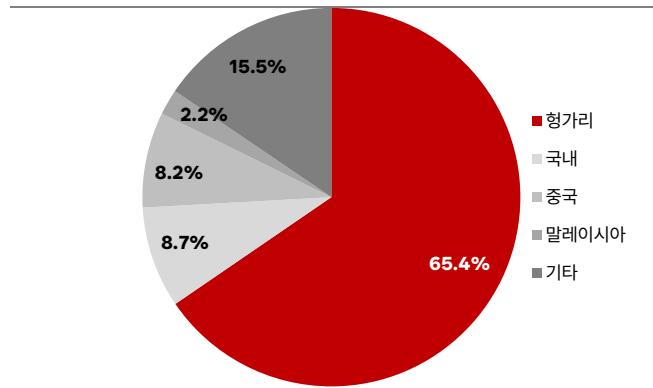
자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

더블유씨피 매출 구분(1H25)



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

더블유씨피 지역별 매출비중(1H25)



자료: WCP, 한국IR협의회 기업리서치센터

2025년 실적 전망

2025년 매출액은 1,605억으로

전년대비 50% 이상 성장하나,

영업이익은 적자 확대 전망

2025년 매출액은 1,605억 원으로 전년대비 50.2% 감소하고, 영업이익은 -943억 원으로 전년대비 적자폭이 확대될 전망이다.

1분기를 저점으로 매출액은 2분기에 회복세를 보였으며, 하반기 매출액은 1,060억 원으로 상반기대비 두 배 수준 증가하여 상저하고 패턴으로 전망된다. 하반기 영업이익은 -379억 원으로 상반기에 비해서는 적자폭은 감소할 전망이나, 텐어라운드를 기대하기엔 여전히 낮은 가동률이 지속될 것으로 예상된다.

삼성SDI와 스텔란티스의 북미 합작기업인 StarPlus Energy는 2024년 12월부터 1공장(33GWh)이 가동하였으나, 스텔란티스의 판매 부진 영향으로 동사의 분리막 판매량도 예상대비 저조한 상황이며, 미국의 OBBBA 법안에 따라 전기차 신차 구매 보조금 혜택이 올해 9월말 이후 폐지되는 점을 감안하면 북미지역 전기차 수요도 개선되기는 어려울 전망이며, EV 부진에 대응하고자 동사는 ESS향 출하에 역량을 집중할 것으로 보인다. 삼성SDI는 기업설명회를 통해 예상대비 수요 부진으로 StarPlus Energy의 라인가동 계획에 변화가 필요하며, EV만으로는 라인 운영이 어려워 고객 수요가 회복되기 전까지는 일부 라인을 ESS 생산에 활용하겠다고 언급하였다.

본격적인 외형 증가와 실적

텐어라운드는 2026년부터 기대

동사의 본격적인 매출 증가와 실적 회복세는 2026년부터로 예상된다. 삼성SDI의 북미 ESS 배터리 양산이 시작되는 동시에 유럽지역에서도 전기차 수요 회복세가 예상되고 있다. 특히 2026년은 그동안의 단일 고객사 부담에서 탈피하는 원년으로 원통형 4680 타입을 생산하는 국내외 신규 2차전지 고객사 추가 확보가 기대되고 있다.

동사의 분리막 생산능력은 고객사 수요 증가에 대응하기 위해 현재 증설투자가 진행 중이며, 국내에서는 충주공장내 7~8라인과 유럽내 형가리 생산라인 증설투자가 완료되는 2025년말에는 동사의 생산능력이 현재의 8.2억m³에서 23억m³로 거의 3배 가까이 증가할 전망이다.

실적 전망

(단위: 억 원)

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	1,855	2,575	3,050	3,221	1,605
내수	619	619	735	311	122
수출	1,236	1,956	2,315	2,910	1,483
형가리 매출액	982	1,864	2,150	2,488	1,260
형가리 매출 %	53.0%	72.4%	70.5%	77.3%	78.5%
수출액 중 형가리 %	79.5%	95.3%	92.9%	85.5%	85.0%
영업이익	405	580	464	-709	-943
영업이익률	21.8%	22.5%	15.2%	-22.0%	-58.8%
순이익	-100	553	536	-722	-1,050
매출액증가율	65.8%	38.8%	18.5%	5.6%	-50.2%
영업이익증가율	314.5%	43.4%	-20.1%	적전	적지
순이익증가율	적지	흑전	-17.9%	적전	적지

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터



Valuation

주가는 PBR 0.3배로 2차전지**소재업종 내 최대 저평가 종목**

현주가는 2026년 추정BPS대비 PBR 0.3배로 코스닥 평균 PBR 2.7배에 비해 현저히 저평가되어 있으며, 2차전지 소재업종내에서도 가장 저평가된 주식으로 판단된다.

2차전지 4대 소재 중 비중이 가장 큰 양극재 3社(에코프로비엠, 엘앤에프, 포스코퓨처엠) 평균 PBR은 5.6배에 달하며, 업체별로는 에코프로비엠 7.6배, 엘앤에프 5.5배, 포스코퓨처엠 3.8배 수준이다. 음극재 업종 3社 평균 PBR은 3.2배로 포스코퓨처엠 3.8배, 대주전자재료 4.2배, 한솔케미칼 1.7배에 거래되고 있다. 전해질 업체로는 천보, 동화기업, 후성, 솔브레이인홀딩스 등이 있으며 평균 PBR은 1.1배로 양극재, 음극재 업종에 비해 낮은 편이다.

동사의 분리막 업종 PEER로는 SK그룹 SKIET와 LG화학이 있다. LG화학의 경우 사업부문 중 첨단소재사업 부문에서 양극재, 분리막 등 2차전지 소재사업을 영위하고 있으나, 전체 연결 매출액 중 분리막 비중이 매우 미미하여 PEER로 비교하기에는 무리가 있다. SKIET는 분리막 매출이 100%를 차지해 동사와 비교할 만한 PEER이며, 2025년 추정BPS 대비 PBR은 1.1배로 동사에 비해서는 3배 이상 높게 밸류에이션이 형성되어 있으며, 시가총액은 2조 1,674억 원에 달해 동사의 시가총액(2,707억 원)대비 8배나 크다. 2025년 매출액 컨센서스를 비교해보면 SKIET는 3,259억 원, 동사는 1,483억 원으로 두 배 내외밖에 차이가 나지 않는다. ROE를 비교하면 동사는 지난 해에 이어 적자 지속되며 -9.1%로 컨센서스가 형성되어 있으며, SKIET의 경우에도 지난 해에 이어 적자가 지속되며 ROE는 -4.7%로 예상되고 있다. 생산능력은 SKIET가 2024년말 기준 15.3억 m², 동사가 8.2억 m²로 SKIET가 2배 정도 크지만, 동사도 충주공장 7~8라인, 헝가리 공장 투자가 완료되는 2025년말 기준으로는 23억 m²로 확대된다.

앞서 전술한 바를 보면 2차전지 4대 소재 중에서 분리막업체들의 밸류에이션이 가장 낮다는 것을 확인할 수 있다.

이는 배터리 소재 타입의 변동가능성에 대한 시장 우려가 반영된 것으로 2차전지 배터리시장 게임체인저로 알려진 전고체배터리의 상용화 시기가 다가오면서 분리막 자체의 존재 가능성에 대한 우려인 것이다. 전고체배터리는 배터리의 열폭주에 따른 폭발 및 화재 가능성을 방지하기 위해 액체 전해질 대신 고체 전해질을 사용하여 고체 전해질이 분리막 역할까지 대신해 분리막이 필요하지 않다. 전고체배터리 상용화시기는 업체별로 상이하지만 대체적으로 2027~2028년을 목표로 하고 있으며, 업체에서는 기술적 안정성과 높은 비용으로 인해 실제 상용화시기는 이보다 늦춰질 수도 있으며, 상용화되더라도 높은 비용으로 인해 프리미엄 위주 고사양 전기차에 주로 적용되고, 일부 전기차에는 여전히 분리막이 적용될 것으로 예상하고 있다. 그렇다고 하더라도 전고체배터리의 출현과 상용화 시기가 다가오고 있다는 사실만으로도 분리막업종 투자심리에는 리스크가 아닐 수 없다.

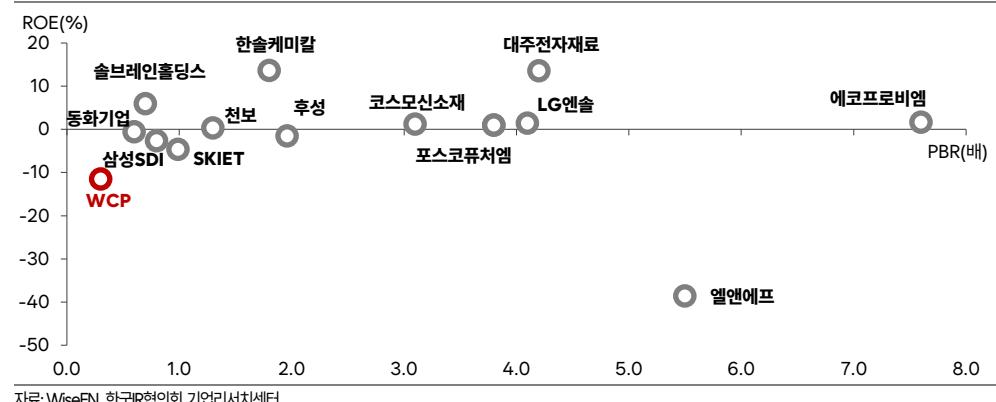
동사의 밸류에이션이 SKIET에 비해 낮은 이유로는 단일고객사 리스크도 큰 부분을 차지하고 있다. 동사는 단일고객사인 삼성SDI로부터 99% 이상 매출이 발생한다. 반면 SKIET는 그룹내 Captive 고객사인 SK온을 비롯하여 LG에너지솔루션으로도 분리막을 공급하고 있으며, 중국, 일본을 포함한 해외 배터리 설업체로도 판로를 확장하고 있다.

또한 SKIET는 KOSPI에 상장된 시가총액이 2조 원대를 상회하는 주요 그룹사 대형주인 반면, 동사는 시가총액이 2,707억 원인 코스닥 중소형주라는 점도 주식 유동성 측면에서 기관 및 외국인 등 대형 투자자의 진입이 제한적이다.

6월 이후 2차전지 소재업종 주가
상승 텔리에서 소외,
2026년부터 충주 및 형가리공장
설비투자 효과, 고객사 다변화,
실적 턴어라운드로 주가는 저평가
구간에서 탈피 기대

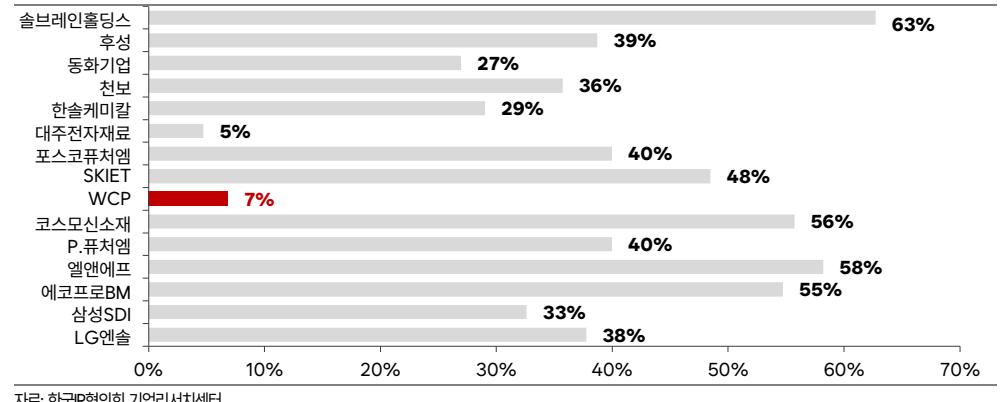
향후 주가는 2차전지 소재업종내 절대 저평가 국면에서 벗어날 개연성이 크다고 판단된다. 2차전지 소재업종 주가는 유럽, 북미지역으로부터의 수요 성장과 실적 턴어라운드 기대, 그리고 이제명 신정부의 주가 부양 기대감으로 6월 이후 주가가 상승세가 가파르게 나타났다. LG에너지솔루션, 삼성SDI 등 셀업체들은 6월 이후 2개월 여간 주가가 30~40% 상승했으며, 에프프로비엠, 엘앤에프, 포스코퓨처엠 등 양극재업체들의 동기간 주가상승률은 평균 50% 이상을 기록하고 있으며, 동사의 분리막 경쟁사인 SKIET의 경우 6월 이후 48%나 급등하며 동기간 7% 상승한 동사대비 41%p 수익률이 높았다. 동사는 2025년말 분리막 설비능력이 23억m²로 현재대비 3배 정도 확대되는 가운데 북미IRA, 유럽 CRMA 등 규제가 강화되면서 非중국 공급망 밸류체인의 중요한 한 축으로 부상하게 될 전망이다. 사실상 유럽과 북미 지역에서는 중국기업들을 제외하면 일본 Asahi Kasei와 SKIET, 더블유씨피 등 3社 외에는 대안이 없다. 긍정적인 것은 그동안 동사의 리스크로 여겨졌던 단일고객사 편중 문제도 2026년부터는 리스크가 완화될 전망이다. 동사는 북미지역에 원통형 4680 배터리를 생산하게 되는 국내 및 일본업체 등과 샘플테스트를 완료하고 셀테스트 진행 중이며, 최종적으로는 2026년 2분기 중 북미 최대 전기차업체에 납품될 전망이다.

2차전지 소재기업 PBR-ROE 비교: PBR 0.3배로 2차전지 소재업종내 최대 저평가 국면



자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

2차전지 소재업종 6월 이후 주가 수익률 비교: 최근 주가 상승 텔리에서 소외



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Peer Valuation

(단위: 십억 원, 배)

지수 및 기업명	연관성	주가 (원)	시가 총액	매출			영업이익			P/E			P/B		
				2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F
더블유씨피	분리막	8,000	271	305	322	161	46	-71	-94	28.0	N/A	N/A	1.5	0.4	0.3
LG 에너지솔루션	셀메이커	383,000	89,622	33,745	25,620	23,617	1,486	-905	1,809	80.9	N/A	N/A	5.0	3.9	4.1
삼성 SDI		219,500	17,689	21,437	16,592	13,338	1,545	273	-1,171	16.6	29.2	N/A	1.7	0.8	0.8
에코프로비엠		131,300	12,841	6,901	2,767	3,026	156	-34	106	N/A	N/A	N/A	20.5	6.3	7.6
엘앤에프	양극재	84,500	3,061	4,644	1,907	2,215	-222	-559	-239	N/A	N/A	N/A	6.2	3.8	5.5
포스코퓨처엠		155,300	13,813	4,760	3,700	3,437	36	1	57	968.7	N/A	438.5	11.8	3.7	3.8
코스모신소재		48,400	1,574	630	570	532	32	25	8	1708	94.9	2777	100	3.4	3.1
포스코퓨처엠		155,300	13,813	4,760	3,700	3,437	36	1	57	968.7	N/A	N/A	11.8	3.7	3.8
에이프로	음극재	6,710	97	236	200	N/A	16	3	N/A	16.1	11.1	N/A	2.8	0.9	N/A
대주전자재료		73,200	1,133	185	219	267	6	29	36	1,924.3	31.4	42.1	8.2	4.9	4.2
SK 아이티테크놀로지	분리막	30,400	2,167	648	218	326	50	-291	-190	68.5	N/A	N/A	2.3	0.7	1.1

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: Peer 실적 추정치는 Fnguided 컨센서스 기준, 8월 18일 기준

⚠ 리스크 요인

1 중국발 공급과잉 및 분리막 가격 하락

중국산 분리막 비중 90% 육박,

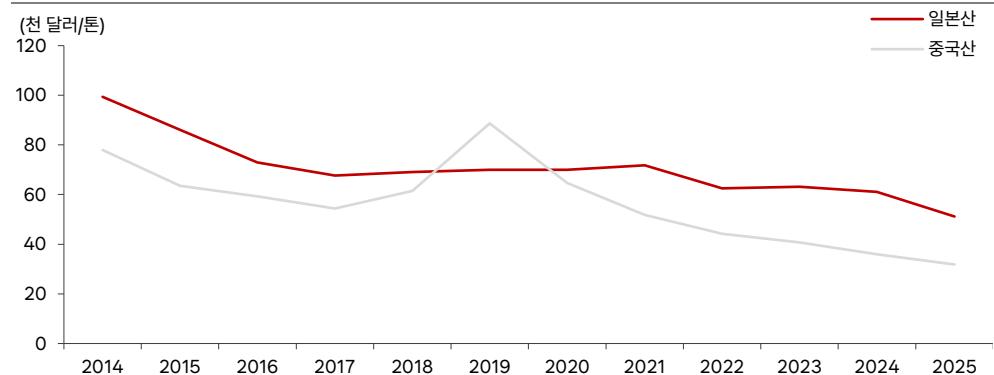
저가 공세로 P의 하락 리스크에 노출

시장조사업체 SNE리서치에 따르면 글로벌 분리막 생산능력은 2024년 486억㎡에서 2035년 약 995억㎡로 두 배 이상 증가할 것으로 전망되어 이는 시장의 공급과잉을 심화시킬 우려가 있다. 특히 생산비중의 90%에 육박하고 있는 중국산 분리막 가격의 저가공세로 인해 가격경쟁으로는 당해낼 수가 없는 상황이다.

관세청 수출입 통계로 분리막(HS Code: 3921191010) 수입가격을 비교해 보면 전기차가 본격적으로 보급되기 이전인 2018년 이전에는 일본산과 중국산 분리막 수입가격 차이가 10~20% 정도 차이를 보였는데, 최근에는 가격차이가 최대 35~40%를 상회하고 있는 것으로 나타났다. 2025년 들어 현재까지 수입단가를 비교해보면 중국산 수입가격은 톤당 \$31,796로 동기간 일본산 수입단가(\$51,107)대비 38% 정도 낮았다.

미국의 IRA 및 유럽의 CRMA 등 對중국 규제가 없는 완전경쟁下 시장환경에서는 경쟁 자체가 불가한 가격 차이이다.

2 차전지 분리막 수입가격 비교



자료: 관세청 수출입통계, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 북미 전기차 보조금 혜택 종료에 따른 시장 수요 둔화 우려

미국의 전기차 신차구매 보조금

혜택 종료(9월말)로 신차 구매

수요 둔화 우려

미국에서는 지난 7월 4일 트럼프정부의 핵심공약을 담아 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act)가 공식적으로 발효되었다. OBBBA에서 주목할 점은 바이든 정부에서 추진해 온 전기차 세액공제 혜택이 조기에 종료된다는 점이다. IRA에서는 전기차 신차 구매 및 렌트에 대해 최대 \$7,500의 세액공제를 부여해왔으나, 세액공제 폐지시한이 기존 2032년말에서 올해 9월말로 7년이나 앞당겨져 전기차의 가격 경쟁력 약화 및 수요 감소가 우려된다.

첨단제조생산세액공제(AMPC)의 경우에는 기존 IRA와 동일하게 2032년까지 적용되고 2033년부터 단계적으로 축소하게 되어 국내 배터리 제조사 및 소재업체에는 다행이지만, 그 마저도 전기차시장 수요 자체가 줄어들 경우 간접적인 영향은 불가피하다. 미국의 전기차 보조금 혜택 폐지는 그동안 북미 투자를 추진해 온 국내 완성차 및 배터리 셀 제조사 및 소재기업 등 전반의 투자 지연, 전략 수정, 투자 백지화 등 사업 불확실성을 확대하는 요인이다.

▣ 전고체 배터리 기술 전환 우려

2027년경부터 전고체 배터리

양산 시작, 하이엔드 고성능

전기차 위주로 수요 형성 예상

향후 전고체 배터리의 상용화 시점이 도래할 경우 이는 분리막 수요 감소를 야기할 수 있다. 전고체배터리는 기존 리튬 이온 배터리와 달리 고체 전해질이 분리막 역할을 대신해 별도의 분리막이 필요하지 않게 된다. 전고체배터리는 2026~2027년부터 본격적으로 양산될 예정이며, 전망에 따르면 2035년 배터리시장의 약 10% 정도를 차지할 것으로 예상된다. 하지만, 고체 전해질은 제조공정이 복잡한데다 이온전도도가 액체 전해질에 비해 낮고, 충전과 방전 시 리튬 금속 표면에 결정체가 쌓여 효율 저하, 수명 단축 및 높은 가격이 문제점으로 대두되고 있어 상용화되더라도 주로 하이엔드 전기차에 적용될 가능성이 높고, 기존 분리막 기술은 여전히 일부 시장에서는 적용될 것으로 업계에서 전망하고 있다.

중국업체들은 전기차용 LFP 시장을 선점한데 이어 전고체시장에서도 주도권을 확보해 나갈 것으로 전망되고 있다.

중국 최대 전기차업체인 BYD는 인기모델인 Seal EV에 최근 전고체 배터리를 탑재해 테스트를 시작했으며, 초기 테스트 결과로는 1회 충전으로 주행가능거리가 1,875km에 달하고, 에너지밀도는 400Wh/kg으로 12분이면 80% 충전이 가능한 것으로 알려졌다. BYD는 2027년부터 전고체 배터리를 자사 전기차에 탑재할 계획이다. 중국 IT기업인 화웨이도 최근 황화물 기반 전고체 배터리 기술특허를 출원했으며, 파라시스에너지도 최근 전고체 배터리 개발을 위한 파일럿 생산단계에 돌입하였다. 중국 SVOLT Energy는 올해 4분기부터 140Ah 용량의 1세대 반고체 배터리 시험생산에 돌입해 BMW의 차세대 미니(Mini) 모델에 공급되어 2027년 본격 양산될 계획이다.

국내 배터리 3社도 전고체 배터리 개발에 착수하여 SK온은 반고체 배터리 시제품을 2026년말까지 생산할 계획이며, 전고체 배터리는 삼성SDI가 2027년 하반기 양산을 목표로 국내 배터리 3사 중 가장 빠를 전망이다. 삼성SDI는 황화물계 전고체 배터리 개발을 진행 중으로 일부 고객사에는 이미 샘플 공급에 착수하였다. LG에너지솔루션과 SK온은 올해 연내 전고체 파일럿 라인 구축을 완료하고, 2030년경 상용화를 목표로 하고 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	1,855	2,575	3,050	3,221	1,605
증가율(%)	65.8	38.8	18.5	5.6	-50.2
매출원가	1,352	1,890	2,463	3,752	2,400
매출원가율(%)	72.9	73.4	80.8	116.5	149.5
매출총이익	503	684	587	-531	-795
매출이익률(%)	27.1	26.6	19.3	-16.5	-49.5
판매관리비	98	104	123	178	148
판관비율(%)	5.3	4.0	4.0	5.5	9.2
EBITDA	725	1,026	969	-103	-335
EBITDA 이익률(%)	39.1	39.8	31.8	-3.2	-20.9
증가율(%)	98.6	41.5	-5.5	적전	적지
영업이익	405	580	464	-709	-943
영업이익률(%)	21.8	22.5	15.2	-22.0	-58.8
증가율(%)	314.5	43.4	-20.1	적전	적지
영업외손익	-513	37	82	18	-107
금융수익	144	220	216	223	94
금융비용	662	186	138	211	181
기타영업외손익	5	3	4	6	-20
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-109	617	546	-692	-1,050
증가율(%)	적지	흑전	-11.6	적전	적지
법인세비용	-9	65	10	30	0
계속사업이익	-100	553	536	-722	-1,050
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-100	553	536	-722	-1,050
당기순이익률(%)	-5.4	21.5	17.6	-22.4	-65.4
증가율(%)	적지	흑전	-3.0	적전	적지
자배주주지분 순이익	-100	553	536	-722	-1,050

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	2,145	4,770	2,656	2,469	1,505
현금성자산	982	2,843	875	597	220
단기투자자산	0	0	11	0	0
매출채권	896	1,123	920	1,252	851
재고자산	243	508	768	416	333
기타유동자산	25	296	81	205	102
비유동자산	4,155	6,012	10,929	15,632	17,073
유형자산	3,939	5,832	10,689	15,426	16,874
무형자산	48	42	36	33	26
투자자산	0	0	0	2	1
기타비유동자산	168	138	204	171	172
자산총계	6,300	10,782	13,585	18,102	18,579
유동부채	1,283	1,152	2,389	3,326	4,909
단기차입금	50	515	1,125	1,742	2,092
매입채무	266	93	316	358	788
기타유동부채	967	544	948	1,226	2,029
비유동부채	960	284	1,192	5,090	5,034
사채	142	0	0	0	0
장기차입금	775	250	1,082	4,965	4,965
기타비유동부채	43	34	110	125	69
부채총계	2,243	1,436	3,581	8,415	9,942
자본주주지분	4,058	9,346	10,004	9,686	8,636
자본금	124	168	168	169	169
자본잉여금	4,515	9,225	8,725	8,751	8,751
자본조정 등	0	0	-37	-37	-37
기타포괄이익누계액	0	-24	150	530	530
이익잉여금	-581	-23	997	273	-777
자본총계	4,058	9,346	10,004	9,686	8,636

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	857	337	1,343	-158	588
당기순이익	-100	553	536	-722	-1,050
유형자산 상각비	313	436	497	599	602
무형자산 상각비	8	9	8	7	7
외환손익	8	121	25	81	0
운전자본의감소(증가)	97	-813	308	-276	1,029
기타	531	31	-31	153	0
투자활동으로인한현금흐름	-408	-2,453	-4,930	-5,227	-2,049
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	1
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-595	-2,450	-4,355	-5,223	-2,050
기타	187	-3	-576	-4	0
재무활동으로인한현금흐름	418	4,014	1,535	4,946	1,084
차입금의 증가(감소)	500	-135	1,538	4,925	1,084
사채의증가(감소)	-80	0	0	26	0
자본의 증가	0	4,151	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-2	-2	-3	-5	0
기타현금흐름	-0	-37	84	160	0
현금의증가(감소)	867	1,862	-1,968	-278	-378
기초현금	115	982	2,843	875	597
기말현금	982	2,843	875	597	220

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	N/A	20.8	28.0	N/A	N/A
P/B(배)	0.0	1.5	1.5	0.4	0.3
P/S(배)	0.0	4.5	4.9	1.2	1.7
EV/EBITDA(배)	0.9	11.3	17.2	N/A	N/A
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	-566	1,938	1,591	-2,142	-3,103
BPS(원)	16,427	27,737	29,689	28,622	25,518
SPS(원)	10,537	9,031	9,051	9,554	4,743
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	-3.5	8.2	5.5	-7.3	-11.5
ROA	-1.7	6.5	4.4	-4.6	-5.7
ROIC	7.7	9.3	4.3	-5.0	-5.6
안정성(%)					
유동비율	167.2	414.3	111.2	74.3	30.7
부채비율	55.3	15.4	35.8	86.9	115.1
순차입금비율	15.3	-21.1	17.0	72.0	97.7
이자보상배율	4.4	86.3	26.3	-12.9	-8.1
활동성(%)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
매출채권회전율	2.0	2.5	3.0	3.0	1.5
재고자산회전율	9.9	6.9	4.8	5.4	4.3

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 「투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목」의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
더블유씨피	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.08.21	더블유씨피-비중국 2차전지 분리막 벨류체인의 핵심 플레이어

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 저작재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.