스팟 노트 기업

키움증권

2021.02.15

화학/정유 Analyst 이동욱 02) 3787-3688, treestump@kiwoom.com
RA 권준수 02) 3787-3760, wkdud1222@kiwoom.com

W-Scope(6619.JT)

소송/화재/리콜에 지친 그대에게 바칩니다

◎ 삼성SDI향 분리막 판매 익스포져 확대 전망

》 옆 나라, 열도에 상장되어 있는 한국 업체 이야기이다. W-Scope는 키움증권 리서치센터가 4~5년 정도 꾸준히 관심을 두고 있는 업체이다. W-Scope는 2005년 10월 설립 이후 분리막 사업을 영위하고 있는 업체로 Consumer/EV/ESS용 Non-Coating/Coating 분리막 제품을 모두 제조하고 있으며, 최근 전기차 시장 확대로 EV용 분리막 제품 비중을 빠르게 키우고 있다. 동사는 고 성장하는 EV 시장 대응을 위하여 국내 청주/충주에 대규모 투자(800억원 이상)를 진행하였다. 이에 2015~2016년 40%에 육박하던 EBITDA 마진율이 대규모 투자로 인한 고정비 부담 등으로 2017년 이후 약세를 보이고 있다. 다만 당사 채널 체크 및 청주/충주시의 분리막 수출량을 고려하면 최근 가동률이 급격히 올라가며, 매출액 및 실적 개선세가 나타나고 있는 것으로 보인다.

》 한편 과거 동사의 재무제표 주석 등으로 고려하면 LG/무라타 등 주요 고객이었으나, 동사는 신규 고객사(EV용)로 삼성SDI를 확보한 것으로 보인다. 그 동안 삼성SDI는 Asahi Kasei, Toray Industries, Ube Industries 등에서 분리막을 공급 받았으나, 셀 생산능력 확대 및 공급선 다변화 등을 위하여 동사에게 분리막을 조달하는 비중을 늘릴 전망이다. 향후 동사의 삼성SDI향 판매 익스포져가 단기간 내에 급격히 확대될 것으로 보인다. 이에 동사의 주가는 삼성SDI 주가와 상관관계가 커질 것으로 예상된다.

》 또한 고객사들의 배터리 증설 계획에 따라 2025년까지 추가 라인 확장도 있을 것으로 보인다. 이에 향후 자금 확보를 위하여 국내 충주 라인/법인(WCP)을 상장 검토 중에 있다.

◎ 배터리 주식에 단련된 국내 스타트 머니 유입에 대해 생각해 보자

》 동사의 시가총액은 최근 반등하였으나, Asahi Kasei라는 강력한 분리막 대체 투자 가능처 존재 및 CATL를 비공식(?)으로 보유한 TDK를 제외하고는 일본 배터리 소재 업체들의 저평가 등으로 2016~2017년 대비 동사에 대한 관심이 덜 한 상황이다. 다만 국내 배터리 업체들의 밸류에이션을 충분히 학습한, 즉 동사에 대한 저평가를 인지한 국내 일부 스마트 머니들이 최근 상당부분 유입된 것으로 보인다. 또한 향후 SK아이이테크놀로지 상장으로 인하여 동사와 같은 분리막 업체들에 대한 정교한 시장의 밸류에이션이 이루어질 것으로 본다. 이런 단일 아이템 업체가 실적 턴어라운드될 때 주가의 탄력적인 상승세를 고려할 필요가 있다.

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

》 또한 국내에 투자된 라인은 외국인 투자 인센티브(법인세 감면 등) 등이 적용되고 있는 것으로 예상되며, 국내/외 초고분자량 폴리에틸렌 업체(대한유화, 롯데케미칼, 한화토탈, Celanese)들의 공격적인 증설로 폴리머 등 원재료 가격도 점진적으로 안정화될 것으로 보인다.

》 한편 동사 및 역내 경쟁자들에게 세계 M/S를 점진적으로 잠식 당하고 있는 Asahi Kasei는 동사에 대해 분리막 특허소송을 제기하였다. 삼성SDI가 동사에 소싱을 확대한 것이 동사를 견제하게 된 직접적인 이유로 보인다. 지난 1월 29일 중국 최고재판소는 Asahi Kasei가 중국에서 Shenzhen Xu Ran Electronic(동사 중국 판매 법인) 등에게 제기한 특허침해 주장을 수용하였다. 이에 동사의 제품 판매를 중지하고 손해배상을 명령하였다. 다만 손해배상 금액이 100만위안(1.7억원)에 불과하고, 판매 금지된 제품은 12㎛(두께)*150mm(폭)*200m(길이)의 단층 분리막 등 Consumer용으로 현재 동사 판매는 미미한 상황이다. 참고로 동사가 판매하는 일반 제품은 1,000m(길이) 이상으로 향후 동사 사업 실적이나 사업 계획에는 큰 영향이 없어 보인다.

》 현재(2/12일) 동사의 시가총액은 최근 주가 반등으로 한화 기준 4,973억원 수준으로 올라왔으나, 현재 대비 생산능력이 현저히 작았던 2016년 5월에도 1조원을 상회했었다. 또한 중국 업체들과 달리 동사의 분리막 적용된 EV는 화재 등이 발생하지 않았던 점 등 동사 분리막 제품의 안정성 측면의 프리미엄도 충분히 고려할 필요가 있어 보인다. 향후 꼼꼼한 리서치를 통하여 일부 선점한 스마트 머니들의 정보력/실제 업체 펀더멘털과 시장의 인식 괴리를 좁혀 보도록 하겠다.

◎ 전고체전지에 대한 대안 제시 필요

》 다만 최근 배터리 화재/리콜 부담 확대 등을 고려할 때 안정성, 성능이 높은 전고체전지에 대한 자금/인력 투입, R&D 강화가 확대될 가능성이 크다. 토요타자동차뿐만 아니라 해외 스타트업(QuantumScape, Bollore) 및 국내 재계 1~2위(삼성/현대) 또한 전고체전지에 대한 투자를 확대하는 추세이다. 전고체전지의 기술적 난이도, 상업화 시기, 경제성 부족 등으로 분리막이 사용된 리튬배터리가 4~5년 동안 성장이 지속될 가능성이 크지만, 전고체전지에 대한 대안 제시 및 포트폴리오 헤지 등이 있어야 동사 중장기 실적 전망에 대한 투자자들의 의문이 해소될 가능성이 크다.

Company Outline

Company Name	W-SCOPE Corporation (6619)
President and CEO	Won-Kun CHOI
Address of Head Office	Sumitomo Seimei Gotanda Building 10F 5-1-11 Osaki, Shinagawa-ku, Tokyo
Founded in	October 2005
Business Activities	Development, production, and sales of separators, a core component of lithium-ion secondary batteries
Capital	¥9,094 million (as in June 2020)
Consolidated earnings (FY19)	Sales: ¥13,167mil Operating Loss: ¥3,286mil
Number of Employees	1,019 staff members (As in June20)
Consolidated Subsidiaries	W-SCOPE KOREA CO.,LTD. W-SCOPE HONGKONG CO., LIMITED W-SCOPE New Energy (Shenzhen) Co., Limited W-SCOPE CHUGJU PLANT CO., LTD.

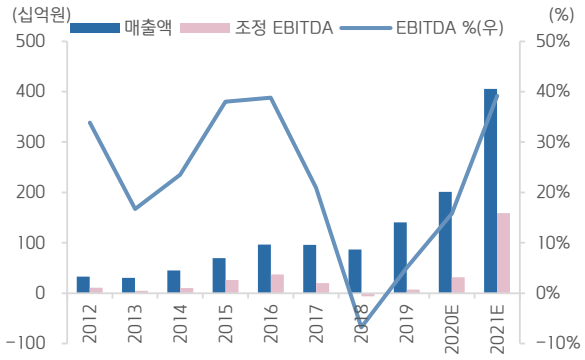
Sumitomo Sseimei Gotanda

Separator film

W-SCOPE KOREA CO., LTD.

자료: W-Scope, 키움증권 리서치

W-Scope 실적 추이/전망(원화 환산, 컨센서스)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

특허권 침해 소송 결과에 대한 W-Scope의 언급

Feb. 1, 2021

Company Name: W-Scope Corporation
Stock Exchange Listing: Tokyo Stock Exchange Section 1
Representative: Won-Kun Choi, President & CEO
Contact: Hideo Ouchi, Director
TEL: +81-(0)3-5436-7155

Notice of Response to Patent infringement Litigation

Regarding the " Final Judgment of Chinese Patent Infringement Litigation Asahi Kasei vs. Shenzhen Xu Ran Electronic and Others " released by Asahi Kasei Corporation on January 29, 2021, the product found to be infringing by the judgment is Limited to "12 μm (thickness) * 150mm (width) * 200m (length)" & single layer separators only. The regular products we sell are 1,000m (length) or longer, and the corresponding products (including free sample products) shipped from Shenzhen Xu Ran Electronic and Others are in very small quantities for consumer use, so we would like to inform you that there will be no impact on our business performance or future business plan.

자료: W-Scope, 키움증권 리서치

W-Scope 오창 플랜트 전경

자료: 자료: W-Scope, 키움증권 리서치

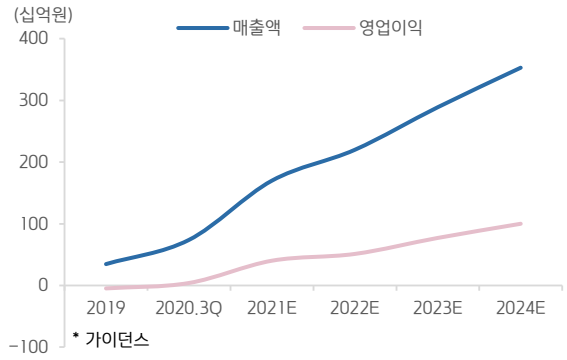
W-Scope 충주 플랜트 전경

자료: W-Scope, 키움증권 리서치

W-Scope 분리막 제품 사진

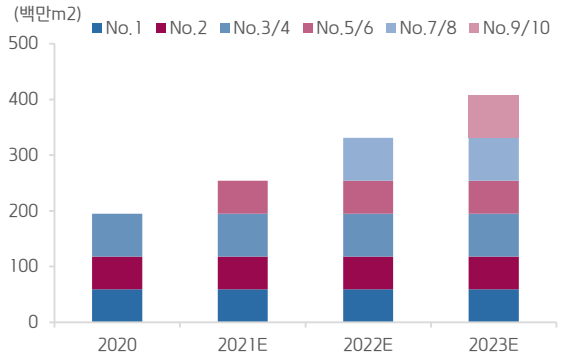
자료: W-Scope, 키움증권 리서치

WCP 매출액/영업이익 추이/전망



자료: W-Scope, 키움증권 리서치

WCP 분리막 생산능력 추이/전망



자료: W-Scope, 키움증권 리서치