한국IR협의회
기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
기술하드웨어와 장비

기업분석 2022.11.17

비츠로셀 (082920)

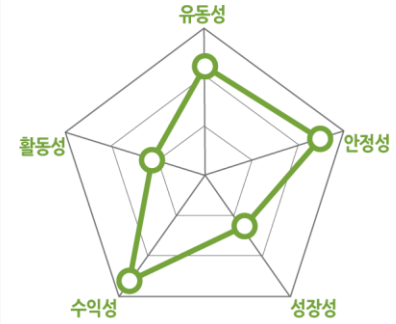
리튬일차전지 최강자

체크 포인트

- 비츠로셀은 글로벌 Top 3 리튬일차전지 기업. 리튬일차전지는 타 배터리(알카라인, 리튬이차전지 등) 대비 ①저장기간이 길고 ②에너지 밀도가 높으며 ③사용 가능 온도범위가 넓어 배터리 교체/충전이 어려운 환경이나 가혹환경에 노출된 계량기, 군용 장비, 시추용 장비 및 각종 기기들의 백업용 전원으로 사용. 코로나19 이후, 에너지 산업이 호황기에 접어들며 동사의 스마트미터기용 리튬일차전지 매출도 큰 폭 증가를 기록 중
- 동사는 기존 리튬일차전지 사업을 넘어 리튬이차전지 소재 사업을 준비 중. 동사는 2021년 6월 캐나다 스타트업 메이크센스 지분 46.6%를 인수하며 확보한 나노소재 및 센서제조 기술을 바탕으로 실리콘 음극재, 양극 CNT도전재 등 리튬이차전지용 첨가물 사업을 시작
- 2022년 3분기 누적 매출액 889억원(YoY +6.5%) 및 영업이익 178억원(YoY +11.6%) 기록. 3분기는 고온전지 누적 매출액이 236억원(YoY +51.4%)을 기록하며 호실적 달성. 고온전지는 기존의 Bobbin 및 Wound Type 대비 이익률이 높아 3분기 이익률이 크게 증가. 전방산업 호조에 따라 2023년은 매출액 1,500억원(YoY +11.1%), 영업이익 318억원(YoY +12.2%)달성 전망

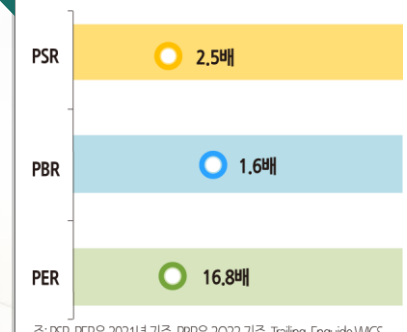
주가 및 주요 이벤트

재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 2Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

비츠로셀(082920)

Analyst 김재윤 jy.kim@kirs.or.kr
RA 손현정 sssson@kirs.or.kr

KOSDAQ
기술하드웨어와 장비

리튬일차전지 호황기 진입

비츠로셀은 리튬일차전지 제조사로 1987년 설립 이후, 현재까지 리튬일차전지만 전문적으로 개발, 생산하며 글로벌 리튬일차전지 기업으로 성장. 리튬일차전지는 타 배터리(알카라인, 리튬이차전지 등) 대비 ①저장기간이 길고 ②에너지 밀도가 높으며 ③사용 가능 온도범위가 넓어 배터리 교체/충전이 어려운 환경이나 가혹환경에 노출된 계량기, 군용 장비, 시추용 장비 및 각종 기기들의 백업용 전원으로 사용됨. 특히, 전기/수도/가스 미터기와 같은 계량기가 전사 매출의 50% 이상을 차지. 코로나19 이후, 에너지 산업이 호황기에 접어들며 동사의 스마트미터기용 리튬일차전지 매출도 큰 폭 증가를 기록 중

리튬 이차전지 시장은 신성장 동력

동사는 기존 리튬일차전지 사업을 넘어 리튬이차전지 소재 사업을 준비 중. 동사는 2021년 6월 캐나다 스타트업 메이크센스 지분 46.6%를 인수하며 확보한 나노소재 및 센서제조 기술을 바탕으로 실리콘 음극재, 양극 CNT도전재 등 리튬이차전지용 첨가물 사업을 시작. 또한 LG에너지솔루션을 포함한 13개 기관과 함께 컨소시움을 구성, 차세대 리튬이차전지에 사용되는 금속 리튬박(Lithium Foil) 개발을 위한 정부과제를 수행 중. 해당 과제는 2024년 12월까지 진행되며 LG에너지솔루션이 차세대 리튬-황전지를 개발 중인 만큼, 동사의 리튬박 공급도 기대되는 부분

안정적인 실적 성장 지속

동사는 2022년 3분기 누적 매출액 889억원(YoY +6.5%) 및 영업이익 178억원(YoY +11.6%) 기록. 3분기는 Bobbin Type 리튬일차전지 누적 매출액이 523억원(YoY -6.4%)의 역성장을 기록했음에도, 석유 시추장비에 들어가는 고온전지 누적 매출액이 236억원(YoY +51.4%)을 기록하며 호실적 달성. 또한 고온전지는 기존의 Bobbin 및 Wound Type 대비 이익률이 높아 3분기 이익률이 크게 증가. 전방산업 호조에 따라 고온전지 매출성장은 2023년에도 이어질 것으로 기대. 2023년은 매출액 1,500억원(YoY +11.1%), 영업이익 318억원(YoY +12.2%) 달성 전망

Forecast earnings & Valuation

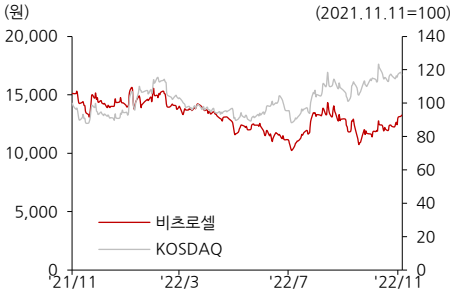
	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	1,334	1,132	1,132	1,300	1,500
YoY(%)	18.5	-15.2	0.1	14.8	15.4
영업이익(억원)	253	182	174	273	318
OP 마진(%)	19.0	16.0	15.4	21.0	21.2
지배주주순이익(억원)	201	141	170	236	268
EPS(원)	932	656	790	1,094	1,246
YoY(%)	30.6	-29.6	20.5	38.5	13.9
PER(배)	14.4	25.2	18.2	12.1	10.6
PSR(배)	2.2	3.1	2.7	2.2	1.9
EV/EBIDA(배)	7.6	11.3	9.4	5.8	4.8
PBR(배)	2.0	2.3	1.9	1.5	1.4
ROE(%)	15.3	9.5	10.6	13.3	13.5
배당수익률(%)	0.7	0.7	1.0	1.1	1.1

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (11/15)		13,250원
52주 최고가		15,600원
52주 최저가		10,250원
KOSDAQ (11/15)		744.96p
자본금		108억원
시가총액		2,854억원
액면가		500원
발행주식수		22백만주
일평균 거래량 (60일)		8만주
일평균 거래액 (60일)		10억원
외국인지분율		28.73%
주요주주	비츠로테크 외 6 인	39.09%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 12 인	9.90%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.8	13.7	-12.3
상대주가	1.8	30.2	21.2

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS증가율', 수익성 지표는 'EBITDA마진율', 활동성 지표는 '총자산회전율,' 유동성지표는 ' 유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

비츠로셀은 1987년부터 리튬일차전지만 전문적으로 개발/생산하는 글로벌 리튬일차전지 기업

비츠로셀은 1987년 ㈜테크라프로 설립되어 미국 리튬전지 제조사 Wilson Greatbatch의 기술을 이전 받으며 국내 최초의 리튬일차전지 제조사가 되었다. 동사는 1990년 리튬일차전지 군납을 시작하며 국내최초로 군용 및 상용 리튬전지를 생산하기 시작했다.

동사는 2002년 6월 비츠로셀로 상호를 변경하였으며, 현재까지 리튬일차전지만 전문적으로 개발/생산하며 글로벌 리튬일차전지 기업으로 성장했다. 2002년 207억원 수준의 매출액은 2009년 433억원으로 고성장을 기록하였으며 이러한 성장세를 바탕으로 2009년 10월 코스닥 시장 상장에 성공했다.

이후, 2016년 매출액 1,054억원, 영업이익 180억원까지 매년 성장을 지속했으나, 2017년 화재로 공장 전체가 전소하는 사고가 발생했다. 불이 한번 붙으면 화재진압이 힘든 리튬전지 특성 상, 동사 공장 또한 전체 공정으로 화재가 번지며 공장 전체가 전소하게 된 것이다.

화재 이후, 동사는 약 900억원을 투자하여 완전자동화공정을 포함한 신공장을 구축했다. 해당 공장은 기존 대비 약 3배 규모로 제품/공정별로 건물을 분리하여 효율성을 일부 포기하며 화재위험을 현저히 낮춘 구조로 건축되었다.

이후 동사는 2021년 6월 메이크센스 지분 46.6%를 인수하며 리튬이차전지 소재사업에도 진출했다. 메이크센스는 캐나다 Calgary 대학 연구소에서 스핀오프한 스타트업으로 나노소재 및 센서제조 기술을 보유하고 있다. 동사는 메이크센스를 통해 확보한 기술을 바탕으로 실리콘 음극재, 양극 CNT도전재 등 리튬이차전지용 첨가물을 개발 중이다.

또한 동사는 LG에너지솔루션을 포함한 13개 기관과 함께 컨소시움을 구성하여 차세대 리튬이차전지에 사용되는 금속 리튬박(Lithium Foil) 개발을 위한 정부과제를 수행 중이다. LG에너지솔루션은 차세대 리튬-황전지를 개발 중에 있어 동사와의 시너지 효과가 발생할 것으로 기대한다.

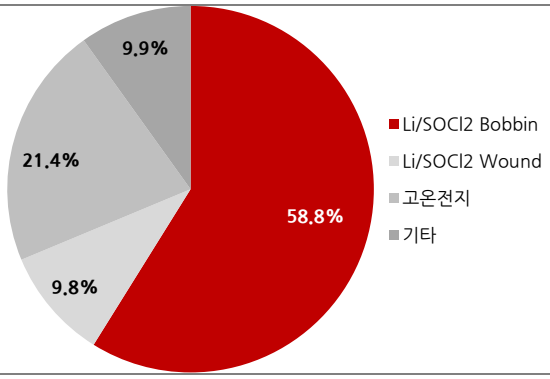
리튬일차전지는
①저장기간이 길고
②에너지 밀도가 높으며
③사용 가능 온도범위가 넓음

리튬일차전지는 리튬을 음극으로 사용하는 배터리로 리튬의 산화 반응에 의하여 생성된 전자의 흐름으로 전기에너지를 생성한다. 리튬일차전지는 경량이면서 고전압이 얻어지는 리튬을 음극으로 사용하므로 고에너지밀도를 얻을 수 있는 장점이 있다.

또한 리튬일차전지는 타 배터리(알카라인, 리튬이차전지 등) 대비 ①저장기간이 길고 ②에너지 밀도가 높으며 ③사용 가능 온도범위가 넓어 배터리 교체/충전이 어려운 환경이나 가혹환경에 노출된 계량기, 군용장비, 시추용 장비 및 각종 기기들의 백업용 전원으로 사용된다.

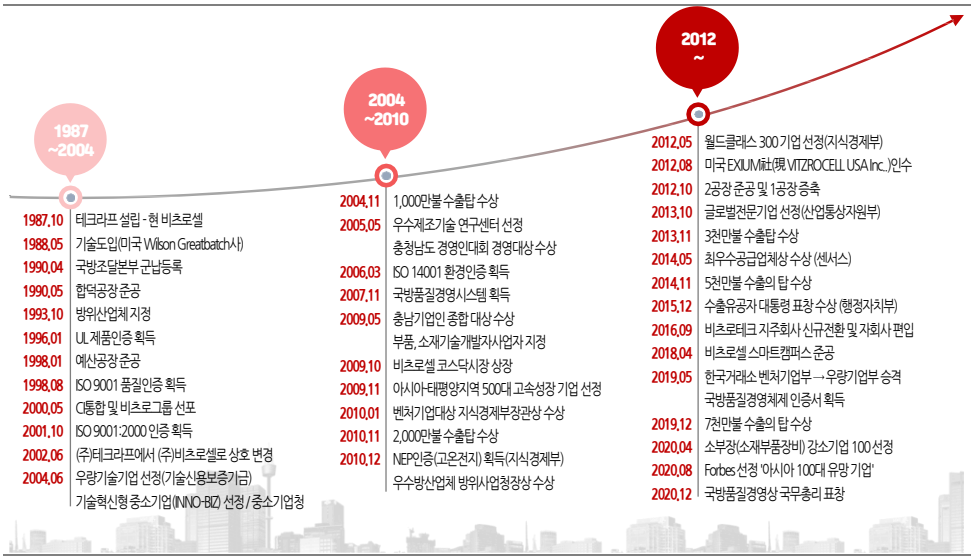
동사 사업부별 매출 비중은 리튬일차전지가 약 95.2%를 차지하고 있으며, 제품 종류별로는 Bobbin Type 58.8%, Wound Type 9.8%, 고온전지 21.4%로 구성된다. Bobbin Type은 동사의 주력 제품으로 계측기, 메모리 백업용 등에 사용되는 범용 전지다. Wound Type은 군용으로 납품되는 전지로 출력이 큰 제품에 사용된다. 고온전지는 석유 시추장비 등 고온을 견딜 수 있는 제품으로 ASP가 높아 이익률이 상대적으로 높다.

비츠로셀 부문별 매출액 비중



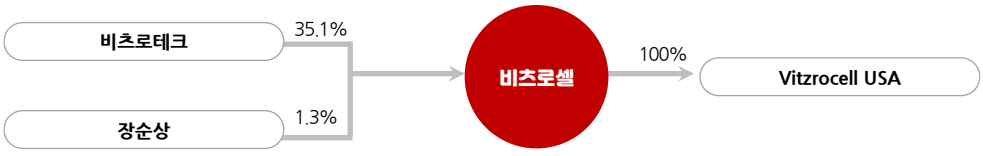
자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터, 주: 2022년 상반기 기준, 리튬일차전지(Li/SOCl2 Bobbin, Li/SOCl2 Wound, 고온전지)

비츠로셀 연혁



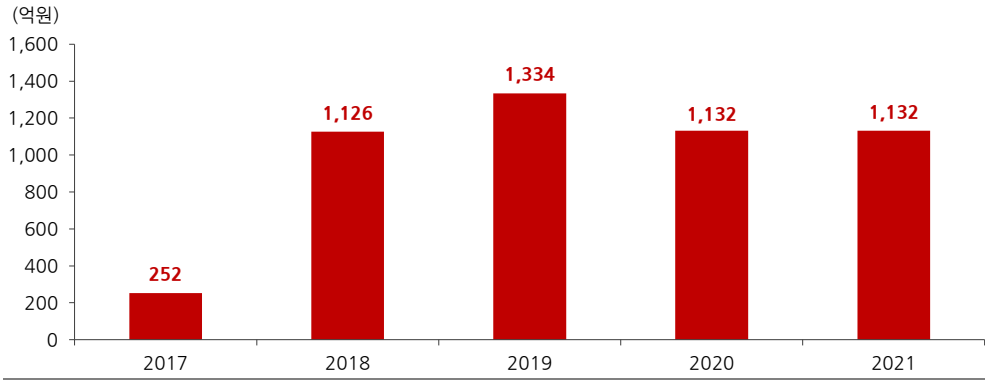
자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 지분구조도



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 매출액 추이



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 2018년 신축 공장 개요

	Items	Previous Factory(~2017)	Smart Campus(2018~)
Factory Facility	Factory Area	183,787 (ft2)	479,515 (ft2) (2.6 times ↑)
	Space between Buildings	Narrow (<5m)	Wide (>10m)
	Factory & RnD Building	5 Buildings	19 Separate Buildings by Product Groups & Process
	Storage Place (after Filling)	Open Space	Safety Room
	Building Materials	Concrete and Panel	100% Concrete
Production Capability	Inspection in Production	Partially Manual & Sampling	v100% Inspection based on Full Automation
	Production Process	Partially Separate	v In-line (Linear, High Efficiency)
	Production Capacity (Bobbin D)	10M/yr. (2 Lines)	14M/yr. (2 Lines)
	Production Capacity (Bobbin C)	5M/yr. (1 Line)	7M/yr. (1 Line)
	Production Capacity (EDLC)	14M/yr.	18M/yr.

자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

리튬일차전지는 2차 대전부터 군용에서 사용

현재 리튬일차전지는 Li/SOCl2(리튬염화티오닐 전지), Li/SO2(리튬이산화황 전지), Li/MnO2(리튬망간 전지)가 상용화되어 있다. 동사는 Li/SOCl2 전지를 주력으로 생산 중이며 Li/MnO2 전지도 일부 생산하고 있다.

글로벌 리튬일차전지 시장은 Li/SOCl2와 Li/MnO2가 전체시장의 약 85% 이상을 차지하는 주력전지로 2018년 기준 Li/SOCl2 시장은 약 9,416억원, Li/MnO2 시장은 약 1조1,565억원로 추정된다. 해당 시장은 전방산업 성장에 따라 연평균 약 5%의 성장을 보이고 있어 2023년 약 1조2,212억원, 1조5,000억원 수준의 시장을 형성할 것으로 전망된다. (출처: QYResearch)

리튬일차전지는 기존의 일차전지인 알카라인이나 망간전지에 비해 7~8배 이상의 에너지밀도와 장기저장, 넓은온도(-55C~+85C) 범위에서 사용 가능한 특성을 가진다. 1950년 미국 NASA에서 우주 개발용 전원으로 연구되기 시작하여 2차 대전부터 군용에서 사용되기 시작했다.

1980년대부터는 상업용 장비에 리튬일차전지가 사용되기 시작했으며, 기존의 망간, 알카라인전지가 사용되기 힘든 시장에서 두각을 나타냈다.

리튬일차전지의 사용처는 군수용과 민간용으로 구분

역사적으로 리튬일차전지의 사용처는 크게 군수용과 민간용으로 나눌 수 있다. 군수용 리튬일차전지는 통신장비 및 최첨단 무기체계의 핵심전원이다. 특히, Li/SOCl2는 군용장비(무전기, 어뢰 등)의 주전원이며, 비축형전지는 최첨단 미사일, 폭탄 등의 주전원으로 사용된다.

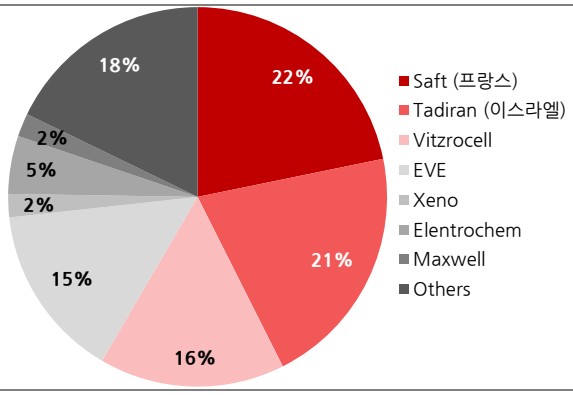
군수용 전지는 경기와 상관없이 수요가 일정하며, 전쟁이나 국제정세 변화에 따라 수요가 급속히 증가하는 특성이 있다. 최근 우크라이나-러시아 전쟁과 국내 방산업체 수주 증가는 동사 군수용 전지 매출 증가로 이어질 가능성이 크다.

민간용 전지는 다양한 산업용 제품에 전원/보조전원용으로 사용되어 전방 산업의 정책에 영향을 크게 받는다. 산업용으로 사용되는 리튬일차전지는 장비 제조사에 모듈형식으로 공급된다. 즉, 개별로 판매되지 않으며, 장비의 부품으로 장착되어 B2B로 판매되는 특징을 가진다. 즉, 전방 주요 고객사의 장비 생산량과 판매량이 리튬일차전지 실적에 큰 영향을 미친다.

최근 각 국가별 스마트 그리드 사업의 진행은 계측기용 Li/SOCl2 전지 수요 증가로 이어졌으며, 석유/가스 등 에너지 산업의 호황기 진입은 시추 모니터링 장비용 고온전지 수요 증가로 이어졌다.

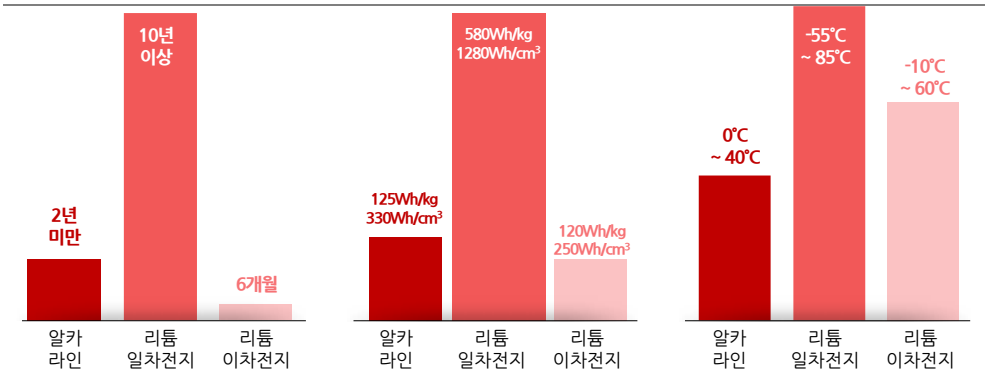
또한 석유 또는 가스 이동을 위한 파이프 계측장비의 디지털화는 데이터 송/수신이 가능한 스마트계측기 수요 증가로 이어졌다. 이러한 스마트계측기에는 고온 및 고진동을 버티며 고용량이 가능한 리튬일차전지가 필수로 최근까지 시장 성장이 이어지고 있다.

글로벌 Li/SOCl2 시장 점유율



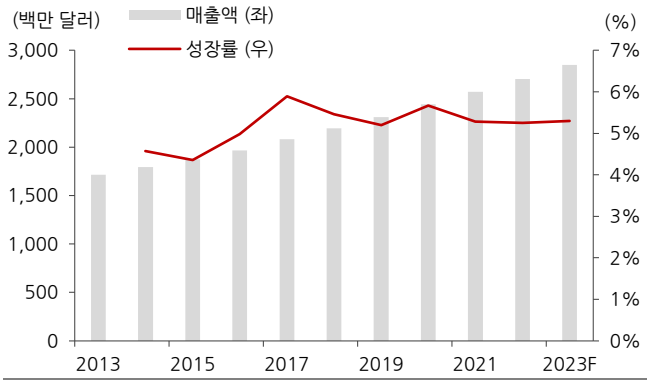
자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

리튬일차전지의 성능 및 특징



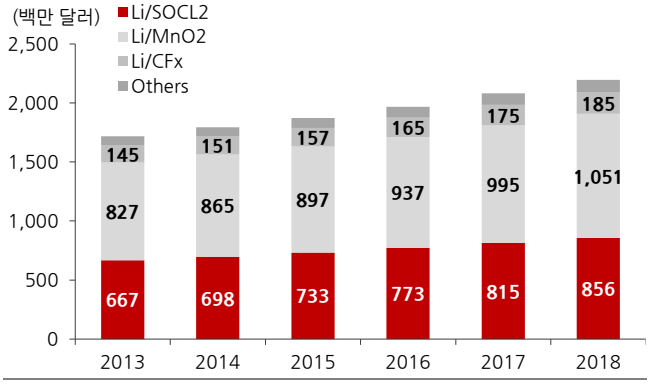
자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 리튬일차전지 매출현황 및 전망



자료: Experts Interview, Secondary Sources and QYResearch, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 리튬일차전지 유형별 매출현황



자료: Experts Interview, Secondary Sources and QYResearch, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1) 리튬일차전지 호황기 진입

코로나19 이후 에너지 산업 호황기 진입으로 고온전지 매출은 큰 폭 증가

비츠로셀은 리튬일차전지 제조사로 1987년 설립이후, 현재까지 리튬일차전지만 전문적으로 개발, 생산하며 글로벌 리튬일차전지 기업으로 성장했다. 2002년 207억원 수준의 매출액에서 2009년 433억원으로 고성장을 기록하였으며, 2019년 1,334억원을 기록하며 사상최대실적을 달성했다.

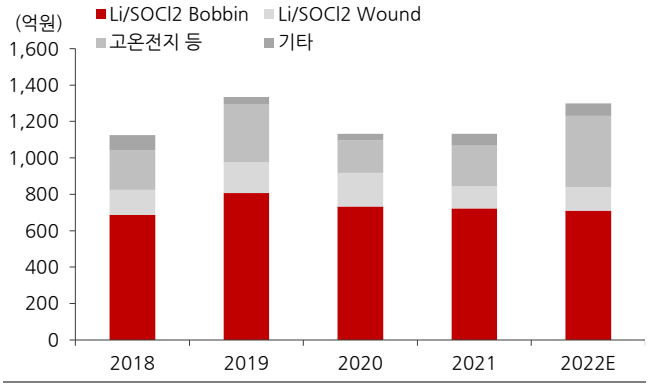
리튬일차전지는 타 배터리(알카라인, 리튬이차전지 등) 대비 ①저장기간이 길고 ②에너지 밀도가 높으며 ③사용 가능 온도범위가 넓어 배터리 교체/충전이 어려운 환경이나 가혹환경에 노출된 계량기, 군용 장비, 시추용 장비 및 각종 기기들의 백업용 전원으로 사용된다.

특히, 전기/수도/가스 미터기와 같은 계량기가 전사 매출의 50% 이상을 차지하며, 석유 시추장비 등의 가혹환경에서 사용되는 고온전지가 21.4%의 비중을 차지한다.

최근 각 국가별 스마트 그리드 사업의 진행은 계측기용 Li/SOCl2 전지 수요 증가로 이어지며 동사의 실적 성장을 이끌었다. 특히, 코로나19 이후 에너지 산업이 호황기에 접어들며 동사의 석유/가스 파이프 및 시추용 계측기에 들어가는 고온전지 매출도 3분기 누적 매출액 236억원(YoY +51.4%)을 기록하며 큰 폭 증가했다.

동사의 군수용 전지 매출 증가도 기대되는 부분이다. 군수용 전지는 전쟁이나 국제정세 변화에 따라 수요가 급속히 증가하는 특성이 있다. 최근 우크라이나-러시아 전쟁과 국내 방산업체 수주 증가는 동사 군수용 전지 매출 증가로 이어질 가능성이 크다.

비츠로셀 부문별 매출액 현황



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

SOCL2 전지 수주현황

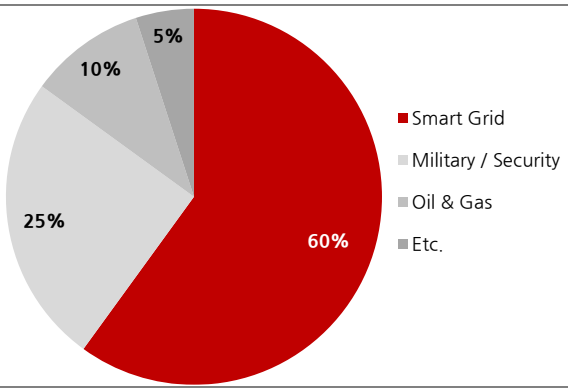
수주일자	수주금액(억원)	계약상대방	계약기간
2022.10.20	353	Badger Meter, Inc.	2023.01.01~2025.12.31
2022.09.19	161	Pietro Fiorentini S.p.A.	2023.01.01~2024.12.31
2022.08.18	92	Bharat Electronics Limited	2022.08.18~2023.09.30
2022.06.30	156	방위사업청	2022.06.30~2023.10.20
2021.09.10	94	방위사업청	2021.09.10~2022.08.26

자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 제품군

자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 수요 산업군별 매출 비중



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 리튬 이차전지 시장은 신성장 동력

2021년 6월 메이크센스 지분 46.6%를 인수하며 리튬이차전지 소재사업에 진출

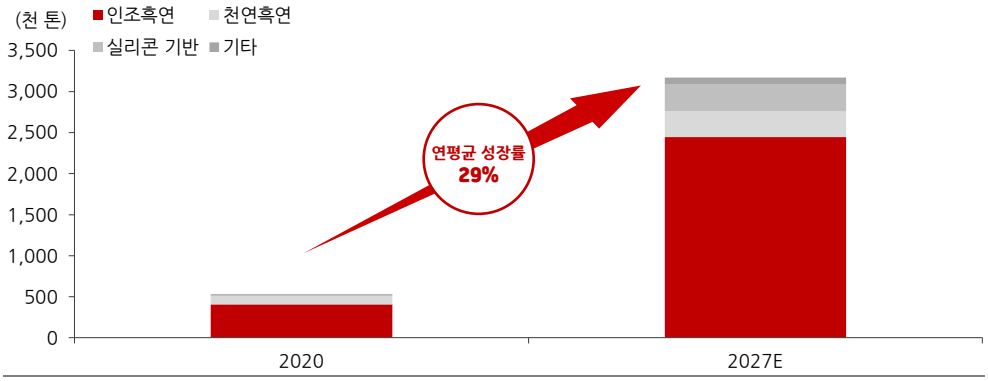
동사는 2021년 6월 메이크센스 지분 46.6%를 인수하며 리튬이차전지 소재사업에도 진출했다. 메이크센스는 캐나다 Calgary 대학 연구소에서 스핀오프한 스타트업으로 나노소재 및 센서제조 기술을 보유하고 있다.

동사는 메이크센스를 통해 확보한 기술을 바탕으로 실리콘 음극재, 양극 CNT(Carbon Nano Tube)도전재 등 리튬이차전지용 첨가물을 개발 중이다. 실리콘 음극재는 기존 흑연 음극재에 첨가하여 배터리용량을 획기적으로 늘릴 수 있는 소재로 많은 이차전지 소재기업들이 개발 중이다.

양극 CNT도전재는 기존에 사용되는 카본블랙 도전재를 대비 높은 전자이동도를 가지고 있어, 배터리 용량 증가 및 원가절감이 가능한 장점이 있다. 양극 CNT도전재도 다양한 소재업체에서 개발 중이며, 양산에 성공할 경우 기존 이차전지 산업의 패러다임이 바뀔 수 있는 중요한 품목이다.

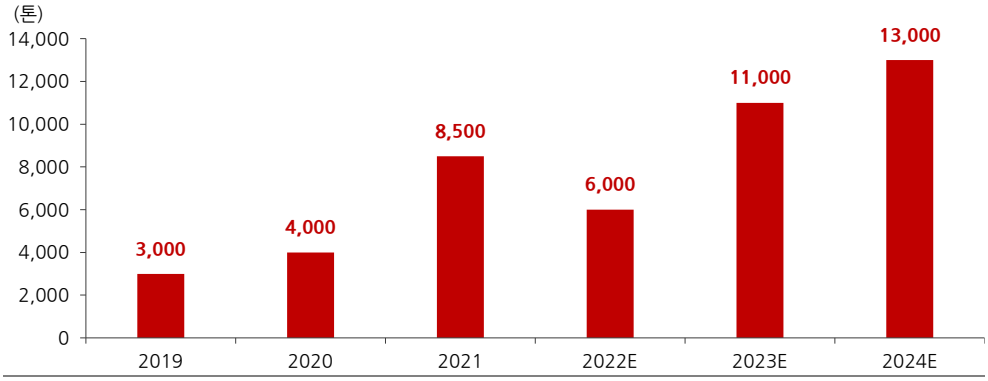
또한 LG에너지솔루션을 포함한 13개 기관과 함께 컨소시움을 구성, 차세대 리튬이차전지에 사용되는 금속 리튬박(Lithium Foil) 개발을 위한 정부과제를 수행 중이다. 해당 과제는 2024년 12월까지 진행되며 LG에너지솔루션이 차세대 리튬-황전지를 개발 중인 만큼, 동사의 리튬박 공급도 기대되는 부분이다.

이차전지 음극재 소재별 시장 전망



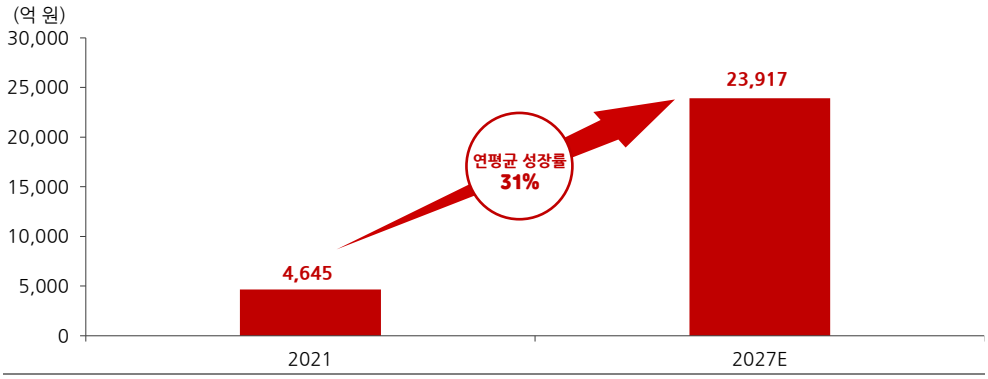
자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 CNT 시장 규모



자료: LG에너지솔루션, 한국IR협의회 기업리서치센터

CNT도전재 시장 규모



자료: QYResearch, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

하반기에도 실적 고성장은 이어질 것

동사는 2022년 3분기 누적 매출액 889억원(YoY +6.5%) 및 영업이익 178억원(YoY +11.6%)으로 호실적을 달성했다. 3분기는 동사 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 Bobbin Type 리튬일차전지 매출액이 523억원(YoY -6.4%)의 역성장을 기록하였으나, 고온전지 매출액이 236억원(YoY +51.4%)을 기록하며 호실적을 달성했다.

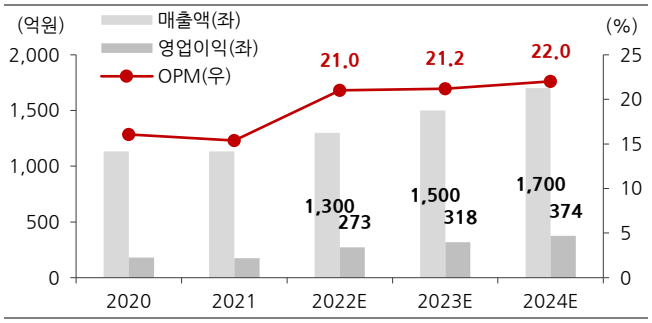
Bobbin Type 전지는 전기/수도/가스 미터기와 백업용 전원으로 사용되며, 다품종 소량생산 형태로 다양한 산업군에 공급되는 경향이 있다. 3분기 누적 역성장은 주요 고객사 향 수도 및 가스 미터기 공급물량 감소의 영향으로 이는 2023년 다시 회복될 것으로 예상한다.

고온전지는 석유 및 가스 시추장비에 주로 사용된다. 코로나19 이후, 석유/가스 산업 호황기 진입에 따라 동사 고온전지 매출은 큰 폭의 성장을 기록 중이다. 고온전지는 기존 단품 공급을 넘어, 고객사 요구에 맞춘 팩형태의 조립제품을 공급하기 시작하며 매출 성장세에 가속도를 붙였다.

또한 고온전지는 기존의 Bobbin 및 Wound Type 대비 이익률이 높아 3분기 누적 이익률 개선에 큰 기여를 했다. 2022년 3분기까지 동사 영업이익률은 20.0%로 작년동기대비 0.9%p 증가한 수치를 기록하였으며, 고온전지 매출 증가에 따라 2023년 또한 이익률 증가는 지속될 것으로 전망한다.

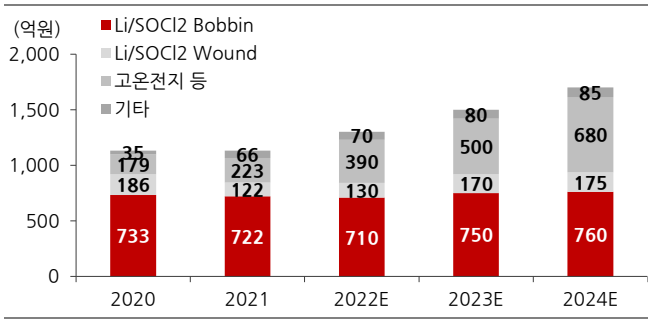
전방산업 호조에 따라 매출성장은 2023년에도 이어질 것으로 기대한다. 2023년은 매출액 1,500억원(YoY +11.1%), 영업이익 318억원(YoY +12.2%)달성을 전망한다. 품목별로는 Bobbin(민수용) 및 Wound(군수용)이 각각 750억원(YoY +5.6%), 170억원(YoY +30.8%), 고온전지가 500억원(YoY +28.2%)을 기록할 것으로 예상한다.

비츠로셀 연간 실적 추이



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 부문별 매출액 전망



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

비츠로셀 실적 전망 (단위: 억원, %)

	2020	2021	2022E	YoY	2023E	2024E
매출액	1,132	1,132	1,300	14.8	1,500	1,700
Bobbin	733	722	710	-1.6	750	760
Wound	186	122	130	6.8	170	175
고온전지 등	179	223	390	74.9	500	680
기타	35	66	70	5.7	80	85
영업이익	182	174	273	56.7	318	374
OPM	16.0	15.4	21.0		21.2	22.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

과거 Valuation과 비교해도 현 주가는 저평가 구간

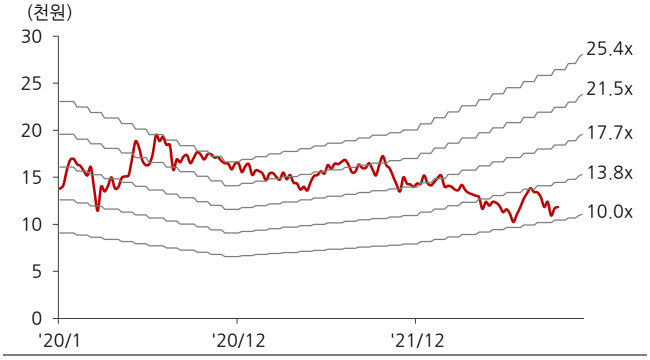
동사의 2022년 예상 EPS 기준 PER은 12.1배, PBR은 1.5배로 코스닥 평균 PER 17.1배, PBR 2.1배 대비 다소 낮고, 동종업체 평균 PER 52.5배, PBR 3.1배 대비해서도 현저히 낮은 수준이다. 동사는 국내에서 리튬일차전지를 만드는 유일한 상장사로 동일 제품을 생산하는 경쟁사가 전무하다.

따라서 동종업체 비교는 유사 산업군인 이차전지 및 MLCC 관련기업으로 선정하였다. 이차전지 산업은 높은 성장성을 보유하고 있어, 전체시장 대비 높은 Valuation을 받는 대표적인 산업이다. 그러나 동사가 ①이차전지 소재 사업을 준비 중인 점과 ②현재 생산 중인 EDLC(Electrical Double Layer Capacitor) 제품군이 MLCC와 유사한 구조를 가지는 점은 이차전지 및 MLCC 기업과의 비교를 가능케하는 부분이다.

동사의 과거 Valuation과 비교해도 현 주가는 저평가 구간이라는 판단이다. 창립 후 최대 실적을 기록했던 2019년, 동사는 PER 14.4배, PBR 2.0배를 기록했다. 2022년은 2019년과 유사한 수준의 매출달성이 기대되고 고마진 제품 비중 증가에 따른 영업이익 증가가 기대되는 만큼, 현재 Valuation 수준은 매력적인 구간으로 판단한다.

고온전지의 성장이 지속되는 2023년은 PER 10.6배, PBR 1.4배로 Valuation 매력이 더욱 돋보이는 시기다. 또한 2023년은 전방산업의 수혜와 함께 신규 아이템에 대한 기대감이 공존하는 시기인 만큼 동사 Valuation Re-Rating에 대한 기대감도 높아질 것으로 전망한다.

12m fw PER Band



자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12m fw PBR Band

자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 업체 Valuation(소프트웨어업종) (단위: 억원, %, 배)

기업명	시총	매출액		영업이익		P/E		P/B		ROE	
		21	22F	21	22F	21	22F	21	22F	21	22F
삼성 SDI	493,729	135,532	201,291	10,676	19,380	39.4	26.3	3.0	2.9	8.8	12.4
포스코케미칼	182,813	19,895	35,426	1,217	2,381	81.7	85.6	4.7	6.9	7.7	8.6
삼성전기	106,812	96,750	97,002	14,869	13,146	17.2	11.1	2.2	1.4	14.3	14.0
일진머티리얼즈	30,618	6,889	8,709	699	1,072	99.2	40.9	6.3	2.3	5.7	5.1
씨아이에스	8,125	1,327	1,557	164	173	-34.2	N/A	7.8	N/A	N/A	N/A
대보마그네틱	4,413	429	1,065	58	226	62.3	23.4	5.3	5.9	9.9	29.2
신흥에스이씨	3,975	3,663	5,369	311	438	18.0	12.0	2.0	1.4	12.7	12.7
비츠로셀	2,854	1,132	1,300	174	273	18.2	12.1	1.9	1.5	10.6	13.3
아모그린텍	2,400	1,221	1,655	18	151	73.1	15.5	4.7	4.1	6.6	30.7
아모텍	2,226	1,986	2,296	-238	-20	-55.3	247.4	1.4	1.2	-2.5	0.5
와이엠텍	2,232	300	N/A	70	N/A	28.9	N/A	4.2	N/A	17.3	N/A
엠플러스	1,572	765	N/A	-140	N/A	-24.2	N/A	3.8	N/A	-14.6	N/A
엔에스	1,136	462	N/A	24	N/A	8.8	N/A	1.3	N/A	16.9	N/A
뉴인텍	947	691	N/A	3	N/A	308.8	N/A	4.0	N/A	1.3	N/A
옴니시스템	818	911	N/A	-38	N/A	-10.4	N/A	1.4	N/A	-13.3	N/A
아이앤씨	469	299	N/A	-35	N/A	-12.9	N/A	1.6	N/A	-12.0	N/A
피앤씨테크	376	217	N/A	20	N/A	13.3	N/A	0.7	N/A	5.4	N/A

자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터, 주: 타사는 컨센서스 기준

리스크 요인

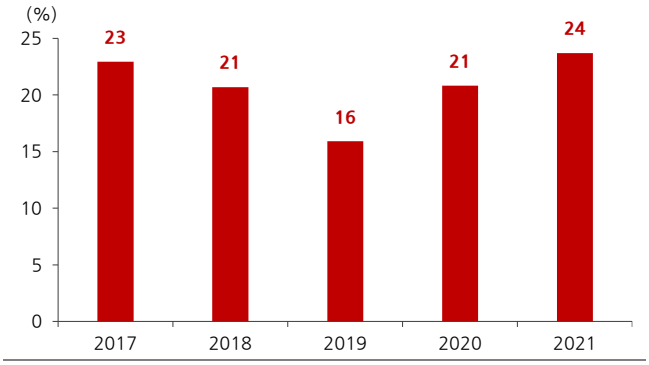
전방산업의 호황과 불황에 따른 실적 영향이 커질수록 동사 실적 변동성도 커짐

1) 2021년~2022년 에너지 산업 호조가 동사 실적 성장을 이끌었으나, 에너지 부문은 전형적인 시클리컬 산업이다. 시클리컬 산업은 호황과 불황의 사이클을 피할 수 없으며, 전방산업의 호황과 불황에 따른 실적 영향이 커질수록 동사 실적 변동성도 커진다. 이러한 실적 변동성은 동사의 리스크 요인이자 밸류에이션 할인요인이다.

2) 동사가 준비 중인 신규 이차전지 소재 사업(실리콘 양극재 및 양극 CNT도전재)은 양산에 성공할 경우, 기업의 규모가 바뀔 수 있는 하이리턴의 아이템이다. 그만큼 수많은 기업들이 개발을 시도하고 있으며 실패사례도 많다. 신규 사업에 대한 실패는 도전하는 기업이 피할 수 없는 핵심 리스크 요인이다.

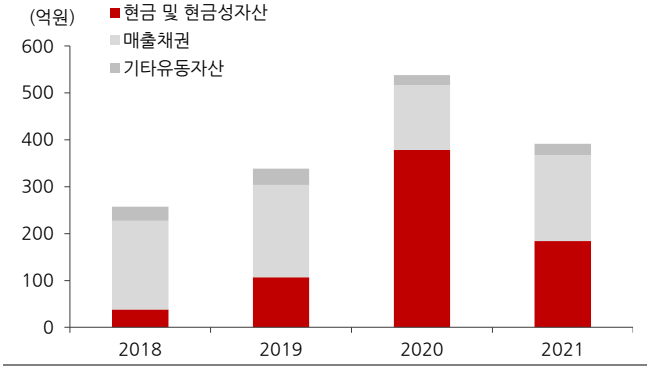
3) 2020년 12월 발행한 제1, 2회 전환사채 200억원은 동사의 잠재적 오버행이다. 올해 12월 4일부터 전환청구기간이 도래하는 만큼, 12월 이후의 오버행 리스크는 고려해야할 부분이다. 다만, 전환가액이 현 주가보다 높아 물량 출회 가능성은 낮다는 판단이다.

연간 부채비율 추이



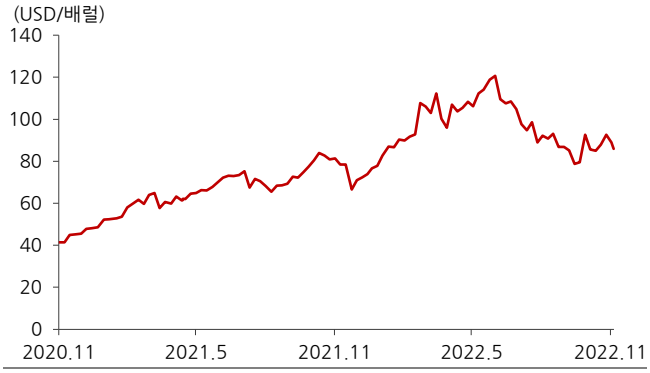
자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 현금성자산 추이



자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 유가(WTI) 추이



자료: 뉴욕상품거래소, 한국IR협의회 기업리서치센터

CB 발행 현황

구분	제1회 무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채	제2회 무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채
액면가액	100억원	100억원
발행가액	100억원	100억원
액면이자율	0.00%	0.00%
상환보장수익률	0.00%	0.00%
발행일	2020년 12월 4일	2020년 12월 4일
만기일	2025년 12월 4일	2025년 12월 4일
전환청구기간	2022년 12월 04일 ~ 2025년 11월 04일	2022년 12월 04일 ~ 2025년 11월 04일
전환가액	주당 15,003원	주당 15,003원

자료: 비츠로셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**1,334**	**1,132**	**1,132**	**1,300**	**1,500**
증가율(%)	18.5	-15.2	0.1	14.8	15.4
매출원가	**975**	**820**	**800**	**858**	**987**
매출원가율(%)	73.1	72.4	70.7	66.0	65.8
매출총이익	**359**	**312**	**332**	**442**	**513**
매출이익률(%)	26.9	27.6	29.3	34.0	34.2
판매관리비	**106**	**131**	**158**	**169**	**195**
판관비율(%)	7.9	11.6	14.0	13.0	13.0
EBITDA	**350**	**279**	**278**	**384**	**423**
EBITDA 이익률(%)	26.2	24.6	24.6	29.5	28.2
증가율(%)	29.8	-20.4	-0.3	38.0	10.2
영업이익	**253**	**182**	**174**	**273**	**318**
영업이익률(%)	19.0	16.0	15.4	21.0	21.2
증가율(%)	29.0	-28.3	-4.0	56.7	16.5
영업외손익	**-7**	**-20**	**27**	**22**	**27**
금융수익	2	6	17	11	8
금융비용	1	13	14	14	12
기타영업외손익	-7	-13	24	24	30
종속/관계기업관련손익	0	0	-0	-0	-0
세전계속사업이익	**246**	**162**	**201**	**295**	**344**
증가율(%)	34.0	-34.5	24.2	46.9	16.8
법인세비용	46	20	30	59	76
계속사업이익	201	141	170	236	268
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**201**	**141**	**170**	**236**	**268**
당기순이익률(%)	15.0	12.5	15.0	18.1	17.9
증가율(%)	30.6	-29.6	20.5	38.5	13.9
지배주주지분 순이익	201	141	170	236	268

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**721**	**1,006**	**1,176**	**1,388**	**1,655**
현금성자산	107	379	184	249	341
단기투자자산	125	201	473	542	626
매출채권	197	138	183	210	242
재고자산	258	268	313	359	414
기타유동자산	35	22	24	28	32
비유동자산	**919**	**877**	**886**	**886**	**873**
유형자산	837	792	801	809	800
무형자산	51	52	49	41	35
투자자산	2	8	9	10	11
기타비유동자산	29	25	27	26	27
자산총계	**1,640**	**1,883**	**2,062**	**2,275**	**2,528**
유동부채	**184**	**106**	**355**	**358**	**367**
단기차입금	6	4	5	5	5
매입채무	46	29	46	53	61
기타유동부채	132	73	304	300	301
비유동부채	**41**	**218**	**40**	**46**	**52**
사채	0	171	0	0	0
장기차입금	1	0	0	0	0
기타비유동부채	40	47	40	46	52
부채총계	**225**	**324**	**395**	**403**	**419**
지배주주지분	1,414	1,558	1,667	1,872	2,108
자본금	108	108	108	108	108
자본잉여금	171	193	193	193	193
자본조정 등	0	0	-35	-35	-35
기타포괄이익누계액	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	1,139	1,262	1,405	1,609	1,846
자본총계	**1,414**	**1,558**	**1,667**	**1,872**	**2,108**

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	**264**	**244**	**252**	**290**	**311**
당기순이익	201	141	170	236	268
유형자산 상각비	81	88	95	102	99
무형자산 상각비	16	10	9	8	6
외환손익	2	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-55	19	-62	-46	-56
기타	19	-14	40	-10	-6
투자활동으로인한현금흐름	**-205**	**-141**	**-385**	**-171**	**-168**
투자자산의 감소(증가)	0	-6	-7	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-72	-46	-97	-110	-90
기타	-133	-89	-281	-60	-77
재무활동으로인한현금흐름	**11**	**168**	**-61**	**-54**	**-52**
차입금의 증가(감소)	0	-8	-3	0	0
사채의증가(감소)	0	198	0	-22	-20
자본의 증가	-0	0	0	0	0
배당금	0	-22	-26	-32	-32
기타	11	0	-32	0	0
기타현금흐름	**-1**	**-0**	**1**	**-0**	**0**
현금의증가(감소)	**69**	**272**	**-195**	**65**	**91**
기초현금	38	107	379	184	249
기말현금	107	379	184	249	341

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	14.4	25.2	18.2	12.1	10.6
P/B(배)	2.0	2.3	1.9	1.5	1.4
P/S(배)	2.2	3.1	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	7.6	11.3	9.4	5.8	4.8
배당수익률(%)	0.7	0.7	1.0	1.1	1.1
EPS(원)	932	656	790	1,094	1,246
BPS(원)	6,567	7,235	7,741	8,689	9,789
SPS(원)	6,195	5,255	5,258	6,036	6,964
DPS(원)	100	120	150	150	150
수익성(%)					
ROE	15.3	9.5	10.6	13.3	13.5
ROA	13.0	8.0	8.6	10.9	11.2
ROIC	17.1	13.6	12.1	17.3	18.9
안정성(%)					
유동비율	391.3	949.5	331.2	388.2	451.0
부채비율	15.9	20.8	23.7	21.5	19.9
순차입금비율	-15.2	-25.6	-27.9	-33.3	-38.8
이자보상배율	513.7	92.1	13.7	22.2	29.3
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.9	6.8	7.1	6.6	6.6
재고자산회전율	5.1	4.3	3.9	3.9	3.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 리서치 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 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 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 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 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.