

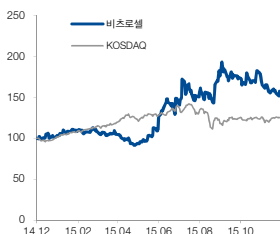
스마트그리드 확산의 수혜주

현재주가 (12/4)	12,300원		
상승여력	30.1%		
시가총액	1,660억원		
발행주식수	13,493천주		
자본금/액면가	64억원/500원		
52주 최고가/최저가	15,150원/7,176원		
일평균 거래대금 (60일)	15억원		
외국인지분율	13.85%		
주요주주	비츠로테크 외 8 인 40.07%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-10.5	-10.9	41.5
상대주가(%)	-10.5	-15.5	45.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before			
After	912	1,119	16,000
Consensus	1,001	1,260	16,250
Cons. 차이	-8.9%	-11.2%	-1.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 비츠로셀의 투자의견을 Buy 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시.
- 리튬일차전지 전문 기업으로 당사는 세계 시장점유율 3위, 국내 시장점유율 1위를 유지. 스마트그리드 (Smart Grid) 시장에서의 니치 마켓 제품이며 당사의 cash cow 역할을 하는 스마트 미터(계량기)를 바탕으로 국내외 군수 방산, 특수 전지, RFID 등 사업 포트폴리오를 다각화에 성공.
- 투자 포인트는 1) 세계적 스마트그리드의 핵심 인프라망인 스마트미터의 투자 확산으로 성장과, 2) 인정된 기술력과 글로벌 경쟁사 대비 높은 가격경쟁력으로 시장 지배력 증가.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 리튬일차전지의 주요 특징은 장기간의 저장기간, 높은 에너지 밀도, 광범위한 온도에서의 사용가능으로 고도의 기술력과 품질력이 요구 되어 시장 진입장벽이 높음.
- 현재 선진국의 전기 미터기 시장 보급률이 60% 미만이고 가스 및 수도 미터기는 시장은 성장 초기단계로 앞으로의 높은 성장할 전망. 수도 및 가스 미터기는 전기 미터기 대비 6~10배 가격의 리튬일차전지를 적용하여 해당 시장에서의 높은 성장 가능.
- 당사는 경쟁사 대비 경쟁력 있는 가격과 납기, 서비스 등에서 차별화된 장점 보유.
- 군 무기 체계의 지능화 및 현대화에 따른 전지 사용량이 증대 하고 있으며 국내에서 장기간 검증된 기술력을 토대로 올해 인도 국방부에 무전기용 전지 시장 진입.
- 올해 ('16년) 연매출 950억원에 영업이익 135억원 전망 (매출액 YoY 16%, 영업이익 14% 증가)

3) 주가전망 및 Valuation

- 현재 올해 기준으로 P/E 13.5배 거래되고 있으며 목표주가는 올해 EPS에 17.5배를 적용한 16,000원. 전체적인 스마트그리드 관련 시장 성장과 이 niche market 안에서의 시장 점유율 상승을 고려하면 목표주가 P/E multiple은 타당하다고 판단.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	140	16	9	23	67	-85.7	96.7	1.4	34.4	1.4	0.0
2015	822	108	101	144	749	1,023.1	15.6	2.1	9.3	14.5	0.2
2016F	950	135	123	180	912	22.5	13.5	2.0	7.7	15.2	0.2
2017F	1,149	173	151	223	1,119	22.7	11.0	1.6	5.7	16.0	0.2
2018F	1,337	207	183	261	1,356	20.6	9.1	1.4	4.3	16.4	0.2

2014A는 결산기 변경으로 2014년 한 분기만 반영, 2015년은 Forecast가 아닌 Actual

* K-IFRS 연결 기준

스마트그리드 확산의 수혜주

- 투자의견 Buy** 비츠로셀의 투자의견을 Buy 목표주가 16,000원으로 커버리지를 개시한다. 1987년 설립된 리튬일차전지 전문 기업으로 당사는 세계 시장점유율 3위, 국내 시장점유율 1위를 유지하고 있다. 스마트그리드 (Smart Grid)시장에서의 니치 마켓 제품이며 당사의 cash cow역할을 하는 스마트 미터(계량기)를 바탕으로 국내의 군수 방산, 특수 전지, RFID 등 사업 포트폴리오를 다각화에 성공하였다. 당사 매출의 75%가 해외에서 발생하고 있으며 이 중 미국, 인도, 터키의 비중이 높은데 각각 47%, 17%, 7% 순이다. 제품 비중은 Smart Grid와 같은 에너지 / 계량기 비중이 65%로 가장 높고, 방산 25%, Active RFID 5%, 기타 5% 순이다. 투자 포인트는 1) 세계적 스마트그리드의 핵심 인프라망인 스마트미터의 투자 확산으로 성장과, 2) 인정된 기술력과 글로벌 경쟁사 대비 높은 가격경쟁력으로 시장 지배력 증가이다.
- 리튬일차전지 특징** 리튬일차전지의 주요 특징은 장기간의 저장기간, 높은 에너지 밀도, 광범위한 온도에서의 사용 가능하다. 리튬일차전지의 저장기간은 10년이상으로 알카라인전지 2년, 리튬이차전지 6개월 대비 월등히 길어 장기간 교체 없이 사용하는 전원 (전기, 수도, 가스 등의 미터, 컨테이너 RFID, Memory back up용 전자기기)에 많이 활용된다. 또한 사용 가능한 온도폭이 -55도(℃)에서 영상 85도(℃)로 타 전지가 사용 불가능한 가혹한 환경인 군용, 석유 및 가스 시추 현장 등에 활용이 되고 있다. 극한의 온도 상황과 고밀도 등 열악한 상황을 견뎌야 하기에 고도의 기술력과 품질력이 요구 되어 시장 진입장벽이 높다고 평가된다.
- 스마트그리드의 높은 성장 잠재력** 스마트 미터의 전방산업인 스마트 그리드 (Smart Grid)시장은 '17년 기준 120조원 시장으로 예상되고 스마트 그리드 중 당사의 주력제품인 Smart Meter용 전원의 시장은 약 1조3,000억원 규모로 연평균 5.0% 성장이 예상 된다. 스마트 미터 전원은 크게 전기, 가스, 수도 미터로 나뉘질 수 있는데 현재 선진국의 전기 미터기 시장 보급률이 60% 미만이고 가스 및 수도 미터기는 시장은 성장 초기단계로 앞으로의 높은 성장할 전망이다. 수도 및 가스 미터기는 전기 미터기 대비 6~10배 가격의 리튬일차전지를 적용하여 해당 시장에서의 높은 성장이 가능할 전망이다. 당사는 해외 시장에서 먼저 진행된 Smart Grid 사업화에 의해 '10년부터 '15년까지 연평균 16%의 고성장을 지속해 왔으며 특히 해외 부분은 최근 4년간 ('11년~'15년) 28% 성장 하였다. 현재 인구수가 높은 인도, 중국, 미국, 러시아 등에서 급성장 중으로 당사는 해당 지역을 비롯하여 40여개국에 100개 이상의 고객을 확보하고 있어 해당 지역에서의 성장이 지속 될 전망이다.
- 글로벌 경쟁력** 1차전지분야에서 현재 당사보다 높은 시장점유율을 갖고 있는 기업은 프랑스의 SAFT와 이스라엘의 Tadiran이 있고 그들 외에 중국과 미국에 1차전지 업체들이 있지만 이들 기업들은 업력이 짧아서 큰 경쟁 상대가 되지 못하고 있다. 당사는 경쟁사 대비 경쟁력 있는 가격과 납기, 서비스 등에서 차별화된 장점을 가지고 있다고 본다. 특히 납기경쟁력은 경쟁사 대비 2~3배 빠른 납기경쟁력을 자랑한다. 또한 철저한 before and after service 기술 지원으로 고객사들을 만족시켜주고 있다.

고부가가치 특수전지 사업

당사의 주력 제품군인 스마트미터를 비롯하여 군장비의 수요가 증가하며 시장이 지속적으로 커지고 있다. 군 무기 체계의 지능화 및 현대화에 따른 전지 사용량이 증대 하고 있으며, 특수전지 관련 전방산업 (미사일, 포탄, 무전기 등)의 체계화 사업 시작되었다. 국내에서 장기간 검증된 기술력을 바탕으로 20년간 리튬일차전지 독점 납품하고 있다. 국가예산에 많이 의존되는 군수사업이지만 Smart Weapon 중 당사의 신파울 장착을 시작으로 AM/FM 무전기 통합에 의한 매출 증대도 가능할 것으로 판단된다. 현재 미국을 포함한 방산 시장에서 주요 고객들과 유도무기 및 전자신관에 대한 사업 논의 전개 중이며, 올해 인도 국방부에 무전기용 리튬일차전지 시장 진입을 시작으로 추가적인 외형 성장할 전망이다. 추가적으로 전세계적으로 컨테이너 RFID 및 창고용 RFID 업계 표준화가 진행 중으로 향후 기술 표준화 이후 신규 시장 진출도 예상 된다.

중국 경쟁사 및 환율**리스크 존재**

당사가 가진 주요 리스크는 환율과 중국 경쟁사 (EVE Ennergy, MINAMOTO, LISUN, ABLE 등)로 파악이 되고 있다. 현재 수출 비중이 75% 이상 차지하여 환율 리스크가 존재하지만 미국 금리 인상에 따른 움직임에 따라 달러강세가 지속 될 것을 예상되어 당사의 호재가 지속될 전망이다. 중국 경쟁사의 가격 경쟁력은 존재하지만 기술과 품질을 중요시 되는 전방사업에서의 switching cost가 존재하고 제품 리튬일차전지 저장 기간 10년이라는 특성상 경쟁사의 품질 인정에는 최소 5년의 시간이 더 소요 될 것으로 판단된다. 또한 지난 5년간 500억원 이상의 R&D투자하여 품질에 대한 신뢰도를 인정 받고 있어 중국 경쟁사 제품 대비 경쟁력 격차는 유지 될 전망이다.

실적 전망과 밸류에이션

올해 ('16년) 연매출 950억원에 영업이익 135억원 전망한다 (매출액 YoY 16%, 영업이익 14% 증가). 현재 올해 기준으로 P/E 13.5배 거래되고 있으며 목표주가는 올해 EPS에 17.5배를 적용한 16,000원을 제시한다. 전체적인 스마트그리드 관련 시장 성장과 이 niche market에서의 시장 점유율 상승을 고려하면 목표주가 P/E multiple은 타당하다고 판단된다.

〈표1〉 비츠로셀 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

6월 결산	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	2015	2016E	2017E
매출액	200	216	167	237	264	283	267	280	822	950	1,149
Li/SOCI2 Bobbin	121	148	106	154	168	183	170	180	511	612	734
Li/SOCI2 Wound	53	42	45	61	67	67	63	66	223	240	268
기타제품	16	14	6	12	18	20	22	23	53	55	96
용역, 상품, 임대	10	11	9	10	11	13	12	12	34	44	50
영업이익	35	32	19	37	42	37	35	45	108	135	173
영업이익률	17.5%	14.6%	11.6%	15.5%	16.0%	13.0%	13.0%	16.0%	13.1%	14.2%	15.1%
순이익(지배)	30	27	22	32	37	33	30	39	101	123	151

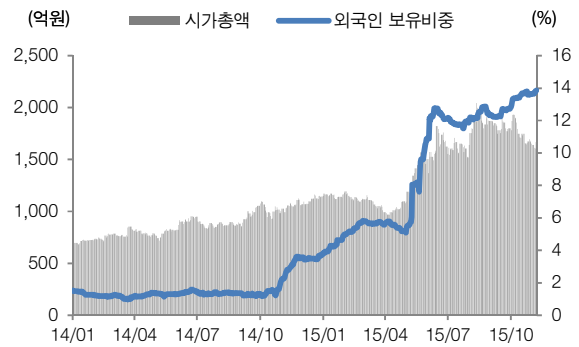
자료: HMC투자증권

〈표2〉 매출 비중 Breakdown 및 전망

6월 결산	2014	2015	2016E	2017E
Li/SOC12 Bobbin	72,3%	62,2%	64,4%	63,9%
Li/SOC12 Wound	16,9%	27,2%	25,2%	23,3%
기타제품	1,1%	6,5%	5,8%	8,4%
용역, 상품, 임대	9,7%	4,2%	4,6%	4,4%
총계	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

자료: HMC투자증권

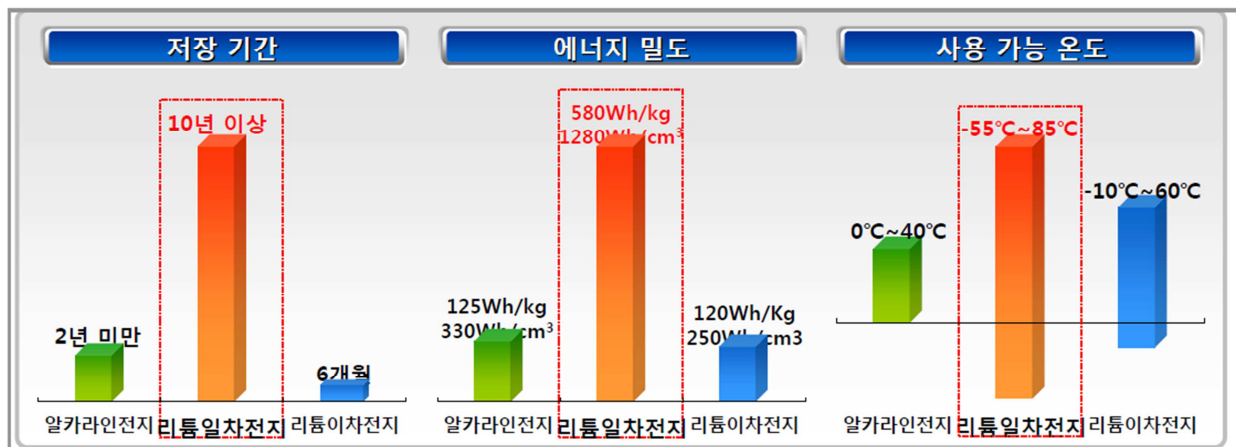
〈그림1〉 시가총액 및 외국인 보유비중



자료: DataGuide, HMC투자증권

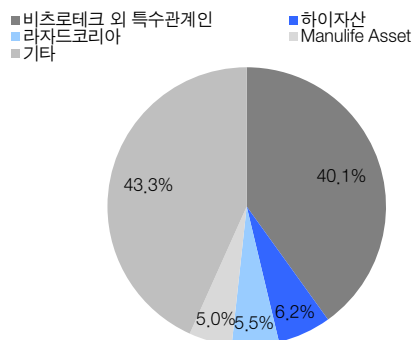
〈그림2〉 리튬일차전지 특성

리튬일차전지(Li/SOC12)의 성능 특징



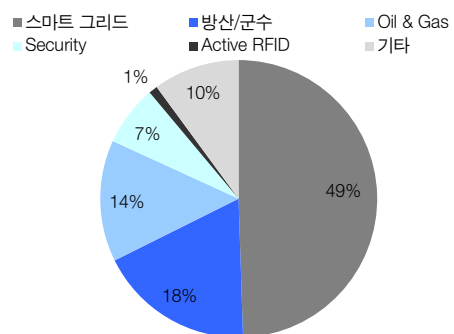
자료: 비츠로셀, HMC투자증권

〈그림3〉 주주현황



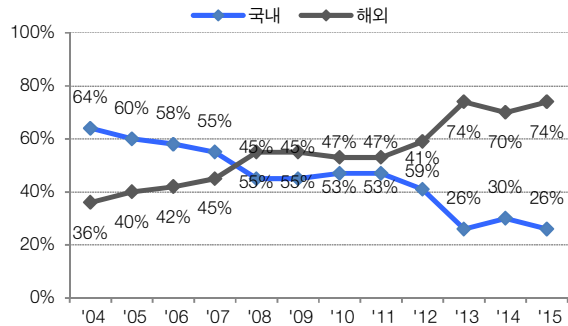
자료: HMC투자증권

〈그림4〉 매출 비중 ('15년 연간 기준)



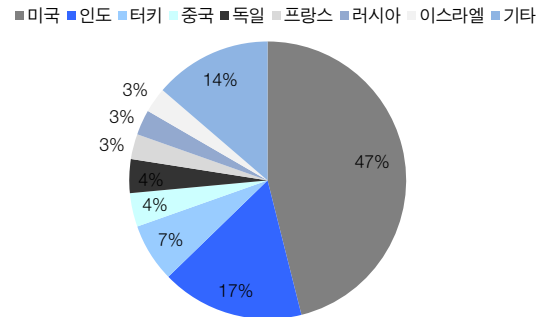
자료: HMC투자증권

〈그림5〉 국내 vs. 해외 매출 비중



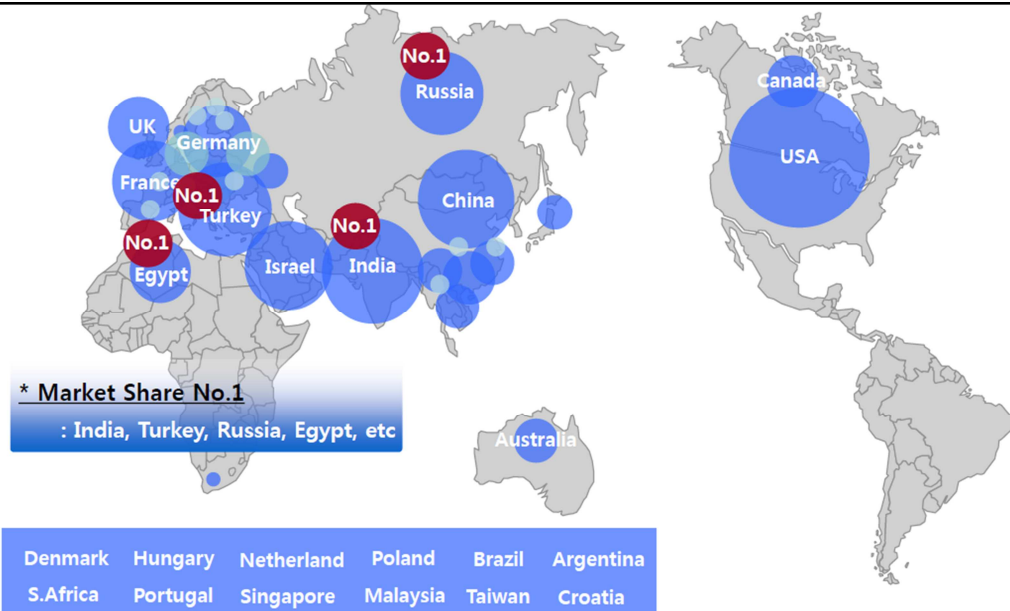
자료: 비츠로셀, HMC투자증권

〈그림6〉 해외 국가별 매출 ('15년 연간 기준)



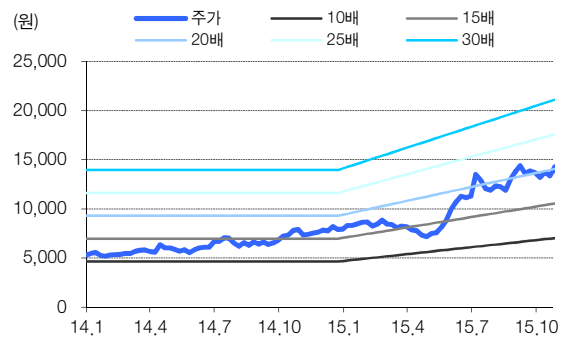
자료: 비츠로셀, HMC투자증권

〈그림7〉 해외 주요 진출 국가 ('15년 6월 기준)



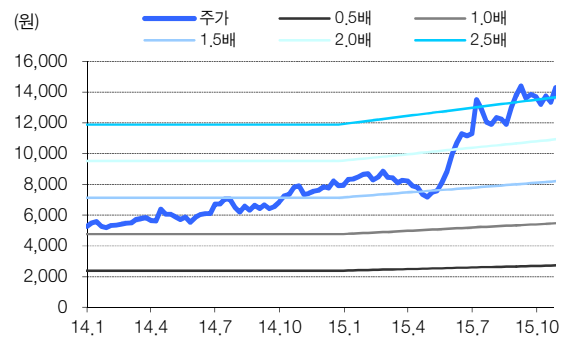
자료: 비츠로셀, HMC투자증권

〈그림8〉 P/E Band Chart



Note: '14년 결산기 변경으로 '14년 EPS는 '13년 EPS적용
자료: HMC투자증권

〈그림9〉 P/B Band Chart



자료: HMC투자증권

〈Appendix 1〉 Peer group table

구분	비츠로셀	SAFT	Hitachi Maxell	Eve Energy
절대수익률(%)				
1W	1,2%	2,8%	2,3%	-4,8%
1M	-10,5%	11,4%	-0,8%	37,1%
3M	-10,9%	-10,3%	21,4%	90,6%
6M	41,6%	-26,7%	-0,6%	-14,2%
12M	60,4%	15,1%	10,0%	78,5%
YTD	55,0%	12,1%	10,1%	115,8%
매출액(백만 USD)				
2013A	55	829	1,322	168
2014A	11	901	1,483	195
2015F	64	800	1,297	214
영업이익(백만 USD)				
2013A	7	81	22	30
2014A	2	85	73	17
2015F	10	80	48	29
당기순이익(백만 USD)				
2013A	6	48	6	26
2014A	1	64	74	14
2015F	10	53	60	25
EPS(USD)				
2013A	0,49	1,91	0,12	0,07
2014A	0,07	2,43	1,18	0,03
2015F	0,79	1,93	1,14	0,06
P/E(배)				
2013A	12,4	15,2	N/A	43,2
2014A	96,7	13,7	14,2	66,1
2015F	15,6	15,5	15,1	76,8
BPS(USD)				
2013A	4,05	22,04	20,60	0,37
2014A	4,60	21,48	20,35	0,39
2015F	5,01	20,39	17,81	0,58
P/B(배)				
2013A	1,2	1,6	N/A	7,8
2014A	1,4	1,4	0,8	5,7
2015F	2,1	1,5	1,0	8,1
EV/EBITDA(배)				
2013A	6,7	6,4	N/A	30,4
2014A	34,4	6,4	8,8	33,5
2015F	9,3	7,6	6,4	N/A
ROE(%)				
2013A	10,0	9,1	0,5	19,8
2014A	1,4	10,8	6,3	9,0
2015F	14,5	9,8	6,3	10,9

Note: *비츠로셀 2014A 는 결산기 변경으로 2014 년 3 월부터 6 월까지만 반영, 비츠로셀 2015년은 Forecast가 아닌 Actual

2015년 12월 4일 기준

자료: Bloomberg, HMC투자증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	140	822	950	1,149	1,337
증가율 (%)	-80.2	487.1	15.6	20.9	16.4
매출원가	100	596	680	811	938
매출원가율 (%)	71.4	72.5	71.6	70.6	70.2
매출총이익	40	225	270	337	399
매출이익률 (%)	28.6	27.4	28.4	29.3	29.8
증가율 (%)	-77.4	462.5	20.0	24.8	18.4
판매관리비	24	117	135	165	192
판매비율(%)	17.1	14.2	14.2	14.4	14.4
EBITDA	23	144	180	223	261
EBITDA 이익률 (%)	16.4	17.5	18.9	19.4	19.5
증가율 (%)	-77.2	526.1	25.0	23.9	17.0
영업이익	16	108	135	173	207
영업이익률 (%)	11.4	13.1	14.2	15.1	15.5
증가율 (%)	-78.1	575.0	25.0	28.1	19.7
영업외손익	-7	7	10	5	7
금융수익	1	4	4	5	7
금융비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	3	6	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	115	145	178	214
세전계속사업이익률	6.4	14.0	15.3	15.5	16.0
증가율 (%)	-86.8	1,177.8	26.1	22.8	20.2
법인세비용	1	14	21	26	32
계속사업이익	9	101	123	151	183
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	101	123	151	183
당기순이익률 (%)	6.4	12.3	12.9	13.1	13.7
증가율 (%)	-85.5	1,022.2	21.8	22.8	21.2
지배주주지분 순이익	9	101	123	151	183
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	2	0	0	0
총포괄이익	8	103	123	151	183

(단위: 억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	24	160	232	197	228
당기순이익	9	101	123	151	183
유형자산 상각비	6	32	42	48	51
무형자산 상각비	1	4	3	3	2
외환손익	2	-3	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	4	2	62	-4	-8
기타	2	24	3	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-15	-136	-106	-89	-85
투자자산의 감소(증가)	1	6	-5	-2	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-23	-77	-98	-80	-68
기타	7	-65	-3	-7	-13
재무활동으로인한현금흐름	-15	17	-16	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-10	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	5	3	0	0
배당금	-7	0	-3	-3	-3
기타	2	12	-16	0	0
기타현금흐름	-2	1	1	0	0
현금의증가(감소)	-8	42	111	106	140
기초현금	69	61	103	214	320
기말현금	61	103	214	320	460

(단위: 억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	313	484	606	747	951
현금성자산	61	103	214	320	460
단기투자자산	37	78	80	88	101
매출채권	94	169	174	190	218
채고자산	104	116	119	130	149
기타유동자산	17	18	18	20	23
비유동자산	439	496	547	579	597
유형자산	325	379	424	457	474
무형자산	80	88	88	86	83
투자자산	23	17	23	25	29
기타비유동자산	11	12	12	11	11
기타금융자산	0	0	0	0	0
자산총계	751	980	1,153	1,325	1,548
유동부채	104	222	276	299	342
단기차입금	19	24	16	16	16
매입채무	33	41	53	58	67
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	52	157	207	225	259
비유동부채	8	3	4	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	3	4	4	5
기타금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	113	225	280	304	347
지배주주지분	639	754	873	1,022	1,202
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	187	192	195	195	195
자본조정 등	-20	-12	-12	-12	-12
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	408	510	626	774	954
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	639	754	873	1,022	1,202

(단위: 원 배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	67	749	912	1,119	1,356
EPS(지배순이익 기준)	67	749	912	1,119	1,356
BPS(자본총계 기준)	4,756	5,588	6,162	7,574	8,908
BPS(지배자본 기준)	4,756	5,588	6,162	7,574	8,908
DPS	0	20	20	20	20
P/E(당기순이익 기준)	96.7	15.6	13.5	11.0	9.1
P/E(지배순이익 기준)	96.7	15.6	13.5	11.0	9.1
P/B(자본총계 기준)	1.4	2.1	2.0	1.6	1.4
P/B(지배자본 기준)	1.4	2.1	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA(Reported)	34.4	9.3	7.7	5.7	4.3
배당수익률	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-85.7	1,023.1	22.5	22.7	20.6
EPS(지배순이익 기준)	-85.7	1,023.1	22.5	22.7	20.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.4	14.5	15.2	16.0	16.4
ROE(지배순이익 기준)	1.4	14.5	15.2	16.0	16.4
ROA	1.2	11.6	11.6	12.2	12.7
안정성 (%)					
부채비율	17.6	29.9	32.1	29.7	28.8
순차입금비율	-12.3	-20.9	-31.9	-38.3	-45.3
이자보상배율	151.8	265.2	637.0	862.1	1,036.2

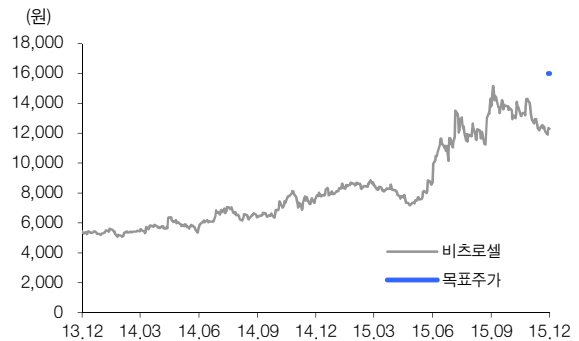
2014A 는 결산기 변경으로 2014 년 한 분기만 반영, 2015년은 Forecast가 아닌 Actual

* K-IFRS 연결기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
15/12/07	BUY	16,000			

▶ 최근 2년간 비츠로셀 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이준아단의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.10.01~2015.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	112건	80.58%
보유	26건	18.71%
매도	1건	0.72%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.