

투자검토보고서

주식회사 비츠로셀

2020년 11월 19일

내용

1. EXECUTIVE SUMMARY	3
1.1 취급 개요.....	3
1.2 투자 포인트.....	4
1.3 투자 리스크.....	4
2. 회사개요	5
2.1 개요.....	5
2.2 주요연혁.....	5
2.3 대표이사 약력.....	7
2.4 주주현황.....	7
2.5 계열회사 현황.....	8
2.5.1 모회사: 비츠로테크 (042370 KS Equity).....	8
2.5.2 자회사: Vitzrocell USA (비상장).....	9
2.6 주요인력현황.....	10
2.7 산업현황 및 전망 – 일차 전지.....	11
2.7.1 일차전지 및 이차전지 개요.....	11
2.7.2 리튬일차전지 산업 개요.....	12
2.8 회사의 경쟁력.....	16
2.8.1 산업의 경쟁우위 요소.....	16
2.8.2 회사의 주요 제품 현황.....	17
3. 회사 재무제표 분석	19
3.1 수익성현황.....	19
3.1.1 요약 재무제표.....	19
3.1.2 매출 추이.....	20
3.1.3 손익비율 분석.....	21
3.2 재무안정성현황.....	22
3.2.1 주요 재무제표.....	22
3.2.2 자기자본비율.....	23
3.2.3 순차입금비율.....	24
3.2.4 재고자산.....	25
3.2.5 매출채권.....	26
3.2.6 유형자산.....	27
3.2.7 금융자산.....	28
3.2.8 자기주식.....	28
3.3 현금흐름현황.....	29
4. 리스크	30
5. 투자 결론	30

1. Executive Summary

1.1 취급 개요

구 분	내 용
인수대상	비츠로셀 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채

CB 발행조건

구 분	내 용
발행규모	200억원
발행예정일	2020년 12월 04일
만기일	2025년 12월 04일
Put Option	2022년 12월 이후 매 3개월마다
Call Option	발행한도: 발행금액의 40% 이내 2021년 12월부터 2023년 12월까지 매 1개월마다
금리	Coupon 0%, YTM 0%, YTC 1%, YTP 0%
전환조건	Refixing 90% / 발행일로부터 매 1개월 전환가액 조정 2022년 12월 04일 이후 만기 1개월전까지
자금용도	운영자금 마련

1.2 투자 포인트

Point 1. 리튬일차전지 전방산업 성장 및 동사의 높은 MS에 따른 외형 성장.

비츠로셀은 1) 글로벌 스마트그리드 시장의 성장으로 아날로그 방식의 전기·가스·수도 계량기가 디지털 방식으로 변하며, 2) 방위 및 항공우주 무기의 전자화에 따라 리튬일차전지의 전방산업이 성장하고 있는 가운데, 기술경쟁력 및 가격 경쟁력을 기반으로 시장 점유율 2위를 영위하고 있어, 동사의 매출액 또한 성장할 것으로 기대함.

Point 2. 자산가치가 높아 재무적으로 안정적인 회사.

동사는 자본총계 1,532억원 (이익잉여금 1,139억원), 부채비율 16%, 현금 354억원 (순현금상태), 토지 및 건물 223억원을 보유한 재무적으로 건전한 회사이기에, 2년 후 도래하는 조기상환청구에 대응이 용이함.

1.3 투자 리스크

Risk 1. 단기적 주가 변동성 리스크.

동사는 스마트그리드 시장에 대한センチ먼트에 따라 단기적 주가 하락이 가능. 다만 변동성을 이용하여 적극적인 델타 트레이딩을 할 경우 Capital gain이 기대됨.

2. 회사개요

2.1 개요

회사명	비츠로셀	대표이사	장승국
설립일자	1987년 10월 31일	상장일자	2009년 10월 28일
상장시장	코스닥	임직원수	364명 (2020년 9월)
주가(11/30)	16,500원	시가총액(11/30)	3,554억원
사업소재지	충청남도 당진시 합덕읍 인더스파크로 70		
주요사업	리튬일차전지 생산 및 판매		

- 당사는 1987년 테크라프라는 사명으로 설립되었고, 1993년 대우계열사로 편입된 이후 2002년 비츠로테크에 인수되어 비츠로셀로 사명이 변경된 이후, 2009년 코스닥 상장된 리튬 일차전지 제조사임.
- 리튬 일차전지는 1) 장기간 사용할 수 있는 고용량과 2) -20~+60도의 혹독한 환경에서도 사용이 가능한 특징이 있음.
- 비츠로셀은 1) 가격 경쟁력 2) 기술 경쟁력(제조 및 테스트)을 기반으로, 2016년 기준 글로벌 Li/SOCI2 일차전지시장에서 시장 점유율 2위 16%를 영위하고 있음. 주요 경쟁사로는 프랑스의 Saft사(자회사로 인수된 이스라엘 Tadiran사)와 중국의 Eve사가 있음.

2.2 주요연혁

일 자	내 용
2009.08	코스닥 상장 예비심사 통과
2009.1	코스닥 상장
2010.07	노사문화우수기업 선정
2010.1	벤처기업대상 지식경제부장관표창 수상
2010.11	2천만불 수출탑수상 / 산업자원부
2011.12	고용창출우수기업 선정
2012.05	World Class300 선정 / 산업자원부
2012.08	미국 EXIUM社 지분 인수
2013.07	신노사문화우수기업 선정

일 자	내 용
2013.12	3천만불 수출탑수상 / 한국무역협회
2014.06	결산기 변경(3월말 → 6월말)
2014.12	5천만불 수출탑수상 / 한국무역협회
2015.12	수출유공자 대통령 표창 수상 / 행정자치부
2015.12	15년 충남 우리지역 일하기 좋은 기업
2016.07	15년 노사문화 우수기업 선정
2017.01	비츠로테크 지주회사 신규전환 및 자회사 편입
2017.04	예산공장 화재발생
2017.05	비츠로셀 제2공장(청북) 설치
2017.06	비츠로셀 제3공장(면천) 설치
2018.04	비츠로셀 당진 스마트캠퍼스 신축 및 본점(예산->당진) 변경
2018.04	품질,환경경영시스템 (ISO 9001,ISO 14001) 획득
2018.12	유럽방폭품질경영시스템(ATEX) 획득
2019.05	한국거래소 '벤처기업부 → 우량기업부' 승격
2019.05	국방품질경영시스템(DQMS) 획득
2019.12	소재.부품.장비 강소기업 100 선정 / 중소벤처기업부
2019.12	안전보건경영시스템(ISO 45001) 획득
2019.12	7천만불 수출탑수상 / 한국무역협회
2020.02	자동차품질경영시스템(IATF 16949) 획득

2.3 대표이사 약력

대표이사의 약력은 아래와 같음.

성명	직위	기간	주요경력
장승국	대표이사	14년 8개월	성균관대학교 영문학과 졸업 이레전자 부사장 (주)비츠로셀 대표이사
장순상	대표이사	15년 8개월	한양대학교 화학공학과 졸업 (주)광명전기 대표이사 비츠로그룹 회장

비츠로셀은 장승국 대표이사과 장순상 대표이사의 각자대표 체제로 운영중.

장승국 대표이사(62년생)는 장순상 대표이사와는 특수관계가 없는 전문경영인으로, 대우전자와 한단 브로드컴, 이레전자를 거쳐 2006년 비츠로셀 전무이사로 입사 이후 2008년부터 비츠로셀 대표이사로 역임중에 있으며, 임기 만료일은 2023년 3월 18일임.

장순상 대표이사(44년생)는 모회사인 비츠로테크의 대표이사이자 비츠로시스의 대표이사로 겸임 중에 있음.

2.4 주주현황

(2020년 09월 30일 기준, 단위 : 주, %)

성명	관계	주식종류	주식수	지분율
비츠로테크	본인	보통주	7,561,218	35.10
Kabouter Management, LLC	-	보통주	1,088,455	5.05
장승국	관계사임원	보통주	453,500	2.11
장순상	임원	보통주	277,200	1.29
유병언	관계사임원	보통주	20,504	0.10
장범수	관계사임원	보통주	1,632	0.01
이정도	관계사임원	보통주	11,679	0.05
김길중	관계사임원	보통주	10,350	0.05
합계		보통주	8,336,083	38.70

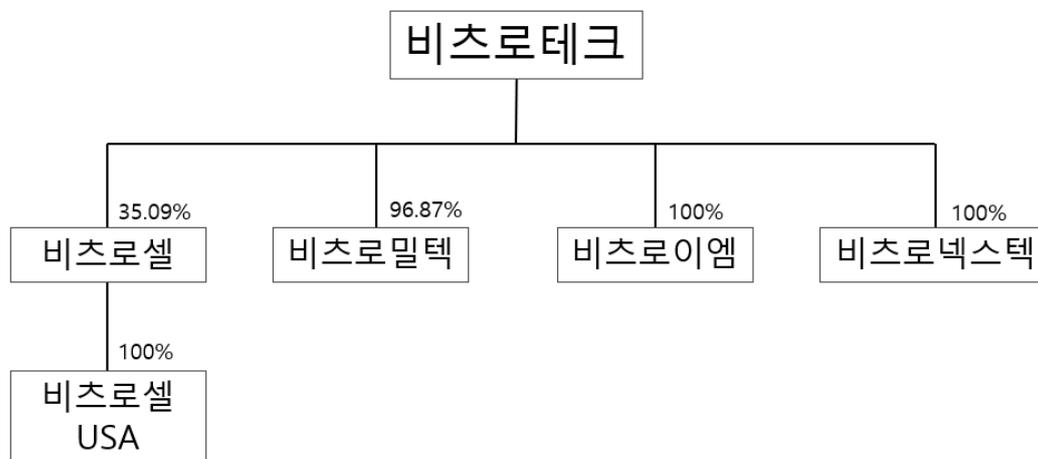
-발행주식 총수: 보통주 21,539,152주.

-Kabouter Management는 미국계 중소형주 전문 사모펀드 운용사로, 2020년 05월 비츠로셀에 대한 단순 투자 목적으로 지분을 취득하였음.

-장순상 대표이사는 모회사 비츠로테크의 대표이사이자 비츠로그룹의 회장으로 역임 중에 있음.

2.5 계열회사 현황

▶ 지분 구조



*비츠로시스와 비츠로테크는 현재 무관한 회사임.

2.5.1 모회사: 비츠로테크 (042370 KS Equity)

비츠로테크는 1968년에 광명기전이라는 상호명으로 설립되고 2000년 코스닥에 상장되어 2020년 11월 30일 기준 시가총액 1,976억원에 거래되고 있음. 2020년 3분기말 기준 자산총계 3,989억원과 자본총계 2,696억원으로 부채비율 48%, 현금 493억원, 토지+건물 919억원을 보유하고 있음. 2019년 기준 연간 매출액 3,129억원에 영업이익 374억원 (영업이익률 11.9%) 발생한 회사임.

동사는 전력을 생산,수송,변환,사용에 필요한 저압개폐기, 저압차단기, 고압차단기 등을 독자적인 기술을 기반으로 국산화하여 제조 및 판매하는 회사임. 주요 고객사는 전력사업자 및 건설사이며, 국가주도 SOC 투자 및 건설투자 등에 의해 동사 제품의 수요가 결정됨. 2019년 기준 국내 전력기기 시장에서 동사의 주요 경쟁사는 현대중공업, LS산전 등이 있으며, 동사는 국내 시장점유율 2.8%를 영위하고 있음.

2020년 9월기준, 비츠로테크는 비츠로셀에 대한 지분율 35.10%를 영위하고 있음. 또한 비츠로테크의 주요 주주로는 장순상 대표이사 48.52%, 장택수(장순상 대표이사 차남, 비츠로밀텍 대표이사) 8.42%, 장범수 (장순상 대표이사 아들, 비츠로이엠 대표이사) 4.54%, 유병언 대표이사 0.18% 등으로 구성되어 있음. 장순상 대표이사는 1944년생이며, 한양대학교 화학공학과를 졸업한 뒤 현재 비츠로그룹의 회장으로 역임 중에 있음.

2.5.2 자회사: Vitzrocell USA (비상장)

자회사 기업 현황 및 요약 재무정보:

[비츠로셀 자회사 현황]

(단위 : 백만원, %)

법인명	최초취득일자	최초취득금액	지분율	장부가액	총자산	당기순이익
VITZROCELL USA	2012.08.03	3,956	100	2,494	1,308	118

비츠로셀은 2012년 미국 고온전지 생산판매회사인 EXIUM Technologies를 인수함. EXIUM Technologies는 미국의 석유와 천연가스를 시추 시 지지대의 상태를 확인하는 측정기에 필요한 고온전지 시장에서 주요한 현지 고객사 네트워크를 보유하고 있는 회사였음. 비츠로셀은 미국의 영업망 확대를 위해 EXIUM Technologies를 인수하여 자회사로 편입한 후 2017년 사명을 Vitzrocell USA로 변경하였음. 또한 Vitzrocell USA는 사무소를 기존 보스톤에서 석유 시추기업들이 모여 있는 휴스턴과 캘거리로 이전하였음. 2019년 기준 비츠로셀의 연결 매출의 약 10%가량이 비츠로셀USA를 통해서 발생하고 있음.

2.6 주요인력현황

성명	출생년월	직위	상근여부	담당업무	주요경력	소유주식수	재직기간	임기 만료일
장승국	1962.03	대표이사	상근	경영 총괄	성균관대학교 영문학과 졸업 이레전자 부사장 (주)비츠로셀 대표이사	453,500	14년 8개월	2023.03.18
장순상	1944.07	대표이사	상근	경영 총괄	한양대학교 화학공학과 졸업 (주)광명전기 대표이사 비츠로그룹 회장	277,200	15년 8개월	-
이정도	1965.06	이사	상근	제조본부 총괄	전남대학교 화학과 졸업 전남대학원 화학과 졸업 (주)비츠로셀 품질경영팀장 (주)비츠로셀 제조본부장	11,679	16년 4개월	2021.03.27
김길중	1971.03	이사	상근	경영전략관리 본부장	한양대학교 경영학과 졸업 (주)비츠로셀 경영전략관리본부장	10,350	13년 5개월	2022.03.20
김종표	1959.03	이사	상근	생산기술 총괄	전남기계공업고등학교 졸업 (주)비츠로셀 생산기술실장	-	20년	-
최규환	1966.1	이사	상근	해외영업 총괄	서울대학교 산업공학과 졸업 서울대학교 대학원 산업공학과 졸업 (주)비츠로셀 해외영업총괄본부장	2,091	9년 7개월	-
나성훈	1968.07	이사	상근	신사업본부장	한국외국어대학교 독일어과 졸업 (주)비츠로셀 해외영업1본부장	-	13년 1개월	-
최운선	1962.08	사외 이사	비상근	사외이사 겸 감사위원	건국대학교 법학과 졸업(학사) 성균관대학교 경영학 졸업(석사) 명지대학교 경영학 졸업(박사) 협성대학교 경영학과 교수	602	2년 5개월	2021.03.27
김정환	1972.01	사외 이사	비상근	사외이사 겸 감사위원	한양대학교 경영학과 졸업 (주)지후소프트 이사, 최고운영책임자	-	2년 5개월	2021.03.27
홍세욱	1971.11	사외 이사	비상근	사외이사 겸 감사위원	법무법인 에이치스 대표변호사	-	1년 5개월	2022.03.20

2.7 산업현황 및 전망 – 일차 전지

2.7.1 일차전지 및 이차전지 개요

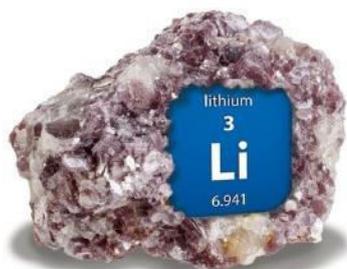
일차전지란 화학적 에너지를 전기적 에너지로 변환시킴으로써 전원공급이 가능하지만, 전지의 방전 과정에서 비가역적 화학 반응이 발생하여 충전으로 재생이 불가능한 전지를 일차전지라고 함. 일차전지의 대표적인 종류로는 알칼라인 전지, 망간전지, 리튬전지 등이 있음. 일차전지 시장은 기존 1.5V의 알칼라인 전지에서 3.0V의 리튬전지로 전압이 높은 일차전지로 시장이 확대되고 있음. 특히 리튬일차전지의 경우 10년 이상의 장기간의 저장능력과 광범위한 온도 대역에서 사용 가능하다는 장점이 있음.

이차전지는 화학적에너지를 전기적에너지로 변환시켜 외부에 전원을 공급하고, 전기적 에너지를 화학적에너지로 바꾸어 전기를 저장함으로써 여러 번 충전이 가능한 전지임. 니켈카드전지, 니켈수소전지, 리튬이온전지, 리튬폴리머전지가 대표적인 이차전지임. 다만 교체가 불가능하거나 사용환경이 가혹한 어플리케이션에서는 이차전지가 사용될 수 없다는 기술적 한계가 있음.

2.7.2 리튬일차전지 산업 개요

리튬은 지구 상 가장 가벼운 금속으로 고전압을 출력할 수 있는 특성이 있어 일차 및 이차 전지의 재료로 사용되고 있음. 다만 물에 닿을 경우 폭발이 가능한 특성을 가지고 있기에 제조 시 취급이 어려운 점이 있음.

[리튬]



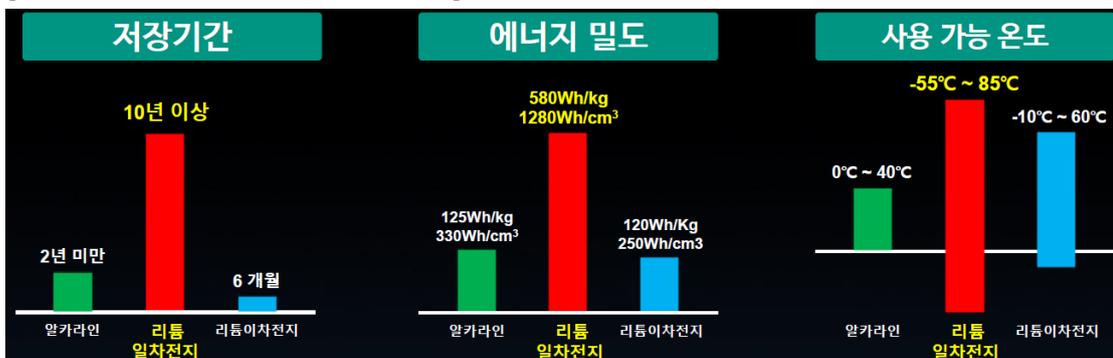
(출처: 모바일한경)

전지의 핵심부품은 4대 재료인 양극과 음극, 전해액, 분리막으로 구성되는 가운데, 어떠한 재료를 기반으로 구성하였는지에 따라 전지의 종류가 구분되며, 리튬을 음극재로 사용한 일차전지의 경우 리튬일차전지로 구분함.

리튬일차전지는 다음과 같은 특징을 가짐.

- 1) 고전압: 일반 전지에 비하여 2배 이상의 높은 3.0V~3.6V의 전압을 가지고 있으며, 전압 평탄도가 우수함.
- 2) 고에너지밀도: 전지들 중 가장 에너지 밀도가 높음.
- 3) 광범위 사용가능 온도 대역: -55~85 °C의 가용범위로 일반 전지에 비해 넓은 가용범위를 가짐.
- 4) 장기 저장 능력: 자가방전율이 연 2% 미만으로 장기 사용 가능.

[리튬일차전지의 성능 및 특징]



(출처: 비츠로셀 IR 자료)

리튬일차전지의 장기간의 저장기간, 높은 에너지 밀도와 넓은 사용가능 온도 범위는 기존의 망간일차전지와 알칼라인 일차전지의 한계점인 제한적인 사용가능 온도, 높은 자가방전율, 낮은 에너지 밀도 등을 극복한 부분임. 리튬일차전지는 주로 장기간 교체가 어렵거나 가혹한 환경에서 필요한 군용통신장비, 군무기, 에너지 장비(석유시추 등), 민수용 계측기 등에서 사용이 확대되고 있음.

Li/SOCI2 리튬일차전지 시장의 규모는 1.2조원 수준에 형성되어있음. 또한 2016년 Frost & Sullivan의 자료에 따르면 리튬일차전지 시장은 연 5.8%씩 성장할 것으로 기대되고 있음. 리튬일차전지 시장의 수요처는 주로 스마트 그리드 시장, 석유 및 가스 시추시장, 군용 및 우주항공 시장으로 구성되어 있음.

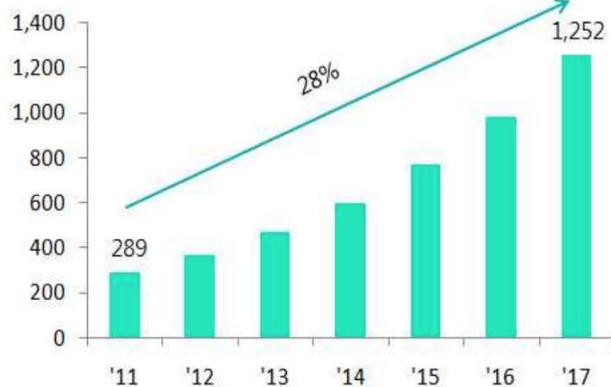
1) 스마트 그리드시장

스마트 그리드는 디지털 기술을 기반으로 최종 전력 소비자의 수요를 충족시키기 위한 다양한 에너지원으로부터의 전기 공급을 효율적으로 모니터링 및 관리하는 전력 네트워크임. 전기 공급자와 사용자가 실시간으로 정보를 교환함에 따라 에너지 이용 효율을 극대화할 수 있음. 스마트 그리드 기술은 발전에서 송전, 배전, 다양한 전력 소비자까지 전 분야에 걸쳐 광범위하게 분포되어 있음.

스마트 그리드에서 리튬일차전지가 차지하고 있는 시장은 전기, 수도, 가스 등 유틸리티 계측기임. 과거 기계식이던 유틸리티 계측기는 최근 점차 디지털화되어 정보를 송수신할 수 있는 기능이 탑재된 스마트 미터기로 교체되고 있음. 이때 스마트 미터기의 전원으로 1) 10년이상 사용 가능하고 2) 다양한 온도 습도 등의 외부 환경에서도 안정적인 성능을 유지할 수 있는 전지는 Li/SOCI2 전지가 유일함.

[세계 스마트 그리드 시장 동향 및 전망]

(억달러)



(출처: Frost & Sullivan)

노후화된 인프라의 신규설치 및 교체수요, 전력의 효율적 관리 및 최적화, P2P 전력 거래등으로 인해 스마트 그리드 산업이 성장하고 있음. Frost&Sullivan 에 따르면 세계스마트 그리드 시장은 2011년도부터 2017년도까지 연평균 28% 성장하였음. 또한 글로벌 그린 뉴딜에 따른 에너지 저감 정책으로 인해 스마트 미터기 시장은 연평균 15% 이상의 높은 성장률이 기대됨. 현재기준 전체 전기, 수도, 가스 등을 포함한 유틸리티 미터기 시장에서 디지털 미터기의 침투율은 아직 약 15~20% 수준으로 향후 성장성이 기대되는 시장임.

2) 군용 및 우주항공용 시장

군용 전지의 특징은 혹서기, 혹한기, 적지 고립시 극한 상황에서도 장비가 운용 가능해야 하기에, 전지의 품질과 신뢰성이 중요한 요인임. 이에 리튬일차전지가 필수 전투 물자들 중 하나로 사용되고 있음.

또한 불발포탄의 비율을 1% 이내로 감소시켜야 하는 제네바협약에 따라 포탄의 기폭장치나 미사일 발사체 등에 열전지나 앰플전지 형식의 리튬일차전지가 필수적으로 탑재되고 있으며, 군용 및 우주항공 부문은 기존의 무기체계가 전자화됨에 따라 점차 리튬일차전지의 사용량이 증가하고 있음.

비츠로셀은 국내 방위사업청향 10년이상 공급하고 있으며 연간 120억원 이상의 매출이 발생하고 있음. 국내 방위사업청향 공급을 하며 축적된 연구개발능력, 기술력, 등을 기반으로 해외 고객사향으로 확장하려 하고 있음.

3) 석유 및 가스 시추 및 배관 시장

석유 및 가스를 시추할 때 드릴링 작업에 대한 모니터링과 송유관이나 가스관을 모니터링을 위해 가혹한 환경에서도 안정적인 성능을 구현할 수 있는 전원이 필요함. 이때 Li/SOCI₂ 일차전지가 현존하는 전지 중 가장 높은 온도에서도 가장 큰 에너지 밀도를 가진 전원이기에, 석유 및 가스 시추관 및 송유관/가스관의 모니터링 전원으로 사용되고 있음.

본 석유 및 가스 시장은 유가에 따라 리튬일차전지 수요가 변동하는 특성이 있음. 다만, 동사의 경우 미국 현지 경쟁사 대비 가격 경쟁력을 기반으로 시장 점유율을 확대해 나가고 있음.

리튬일차전지 시장은 다음과 같은 특성이 중요함.

- 1) 트랙 레코드: 리튬일차전지는 고가의 장비 부품으로 사용되어 최종 완성품의 품질에 영향을 미치기에, 리튬일차전지 제품의 품질과 시장 Sales Record 기반 신뢰성이 중요한 산업임. 이에 신규 전지업체가 진입하기 쉽지 않은 진입 장벽이 높은 시장임.
- 2) 기술집약적: 군수산업 및 우주항공산업과 밀접하게 연계됨에 따라 국가 기밀 수준의 보안이 요구되어 유사 업체들간의 상호 기술공유가 부재하여, 각 기업별 높은 기술력이 요구됨. 이에 따라 글로벌 리튬일차전지 시장은 독과점 구조를 보유하고 있음.

동사의 주력제품인 Li/SOCI₂ 리튬일차전지 시장은 1918년 설립된 프랑스회사인 Saft (그리고 Saft가 인수한 자회사 Tadiran)가 시장점유율 1위로 약 43%를 영위하고 있으며, 비츠로셀이 시장점유율 2위로 약 16%를 차지하고 있음. 중국 회사 EVE가 시장 점유율 15%를 영위하고 있음. 다만 EVE는 리튬일차전지 기술력 및 안정성이 부진하며, 최근 일차전지보다는 이차전지에 집중하며 사업을 확장시켜나갈 것임을 발표한 바가 있어, 더 이상 동사의 주요 경쟁사는 아니라고 보아도 무방함.

2.8 회사의 경쟁력

2.8.1 산업의 경쟁우위 요소

비츠로셀은, 1918년 설립된 경쟁사 Saft(글로벌 시장점유율 43%, 1위)에 비하여 업력은 짧지만, 글로벌 리튬일차전지 시장에서 시장 점유율 약 16%로 2위를 점하고 있는 회사임. 또한 미국의 전기,가스,수도미터기 공급회사인 센서스(Sensus)향 독점공급을 하고 있음. 동사는 다음과 같은 경쟁력을 기반으로 시장의 점유율을 확보하였음.

1) 제조 기술력

동사는 1987년 설립되고 1988년 미국의 Greatbatch사로부터 기술 제휴를 한 이후 20년 이상동안 리튬일차전지만 연구개발함. 이에 핵심 부품인 Li Foil과 Ni Exemet 등을 자체적으로 생산할 수 있는 시스템을 구축하였고, 자체 양산설비 또한 개발하며 리튬일차전지 제조 기술을 축적함.

2) 테스트 기술력

신규 고객사에게 납품시 5년이상의 테스트 기간을 필요한 가운데, 동사는 2018년 신규 건설한 당진 생산 공장에서 1) 고객사별 전용 신뢰성 시험소를 구축하여 2) 배터리를 매우 가혹한 조건 하에 테스트하여, 테스트기간을 5년보다 더 짧은 기간에 대체 진행하고 있음. 고객사별 전용 시험소를 통해 고객사의 사업 기밀을 유지할 수 있기에, 고객사들에게 많은 선호를 받고 있음.

3) 가격 경쟁력

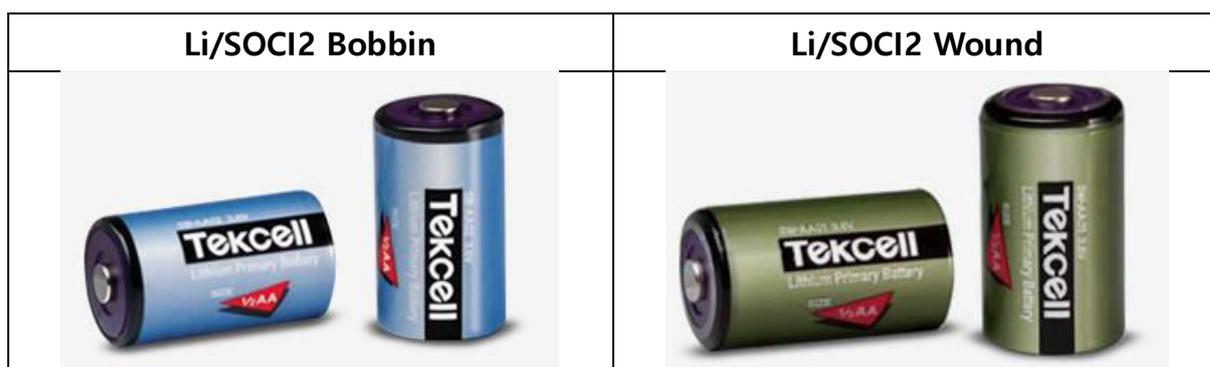
동사는 주요 부품인 Li Foil과 Ni Exemet, EDLC 등을 자체 생산하며 수직계열화하였고, 예산공장 화재이후 신규 설립한 공장에 전극코팅공정과 조립공정 등 일부 공정들을 자동화하며 제조원가를 절감하였음. 이를 통해 동사는 판매 단가를 경쟁사 대비 낮출 수 있는 가격 경쟁력을 확보하였음. 현재 기준 공정의 자동화 수준은 40~50% 수준이며, 점진적으로 80%이상 공정의 자동화를 목표로 하고 있음.

2.8.2 회사의 주요 제품 현황

(1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

(백만원)	2018	2019	3Q20	비율 %
매출액	112,597	133,438	81,064	100%
Li/SOCI2 Bobbin	68,657	80,615	56,494	70%
Li/SOCI2 Wound	13,780	16,921	7,661	9%
Li/SOCI2 Hybrid, Reserve 등	21,727	32,031	14,294	18%
기타 상품	8,395	3,821	2,615	3%

동사 매출액은 2020년 3분기말 기준 Li/SOC2 Bobbin 70%, Li/SOCI2 Wound 9%, Li/SOCI2 Hybrid, Reserve 등 기타제품 18%로 구성되어있음.



Li/SOC2 Bobbin은 양극을 성형하여 제조하는 방식으로 저전류로 장기간동안 사용하는 소형 출력 기기에 적합한 타입의 리튬일차전지임. 이는 주로 메모리백업용 전자기기(전기밥솥, 세탁기,ATM기기 등), 스마트 미터기 (전기용, 수도용, 가스용 스마트 계량기) 등에 사용됨.

Li/SOC2 Wound는 전극을 넓게 펼친 후 감아서 제조하는 방식으로 대전류로 단기간 사용되는 큰출력의 기기에 적합한 리튬일차전지이며 주로 통신기기, GPS, Asset Tracking 장비에 사용되고 있음.

Li/SOC2 Hybrid는 Bobbin type에 Electrical Double Layer Capacitor(EDLC)를 씌운 형태로, 무선통신으로 계량기와의 데이터 교류가 가능하도록 짧은 시간에 고출력이 낼수 있는 리튬 일차전지임. 주로 RFID, Asset Tracking 장비, 디지털 유틸리티 미터기 등에 탑재되고 있음.

Li/SOCl₂ Reserve는 군용리튬일차전지로서 유도미사일에 사용하는 열전지 전원에 사용되는 리튬일차전지임. 제네바 협약에 따라 미사일의 불발률을 1%내외로 관리해야 하기에 전지가 탑재되고 있음.

Li/MnO₂는 리튬전지에 비해 상대적으로 저출력이고 내구성 측면에서 열위에 있으나, 낮은 단가로 일부 수요가 있어 중국에서 매입하여 판매하는 리튬일차전지 상품임. 이는 주로 AED(자동심장충격기), 카메라, 보안장비 등의 전원으로 사용되고 있음.

(2) 주요 원재료의 매입현황

▶ 주요 원재료 매입 금액

(단위: 백만원)

주요품목	매입액(비율)		
	2018년 12월말	2019년 12월말	2020년 9월말
Header , Case	51,681	56,272	36,534
Lithium, Nickel 등	<45.9%>	<42.2%>	<45.1%>

동사는 주요 원재료별 매입 금액을 세분화하여 공개하지 않음. 각각의 주요 원재료를 2~3개의 거래처를 통해 안정적으로 낮은 원가에 조달하고 있으며, 이는 동사의 주요 경쟁력 중 하나이기에 공개하지 않음.

3. 회사 재무제표 분석

3.1 수익성현황

3.1.1 요약 재무제표

주요 수정재무제표*의 항목 내역은 다음과 같음.

(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
현금및현금성자산	11,328	10,537	6,883	10,880	21,150	3,827	10,690
매출채권및기타채권	10,197	10,105	13,951	21,927	12,105	19,517	20,312
재고자산	10,531	9,603	12,983	22,417	19,021	26,204	25,797
유동자산	33,531	36,260	43,071	65,823	64,458	51,947	72,077
유형자산	30,005	33,650	39,938	41,778	57,984	84,508	83,745
무형자산	7,456	8,772	9,339	9,213	7,393	6,078	5,122
비유동자산	40,804	45,911	52,868	53,624	68,318	93,306	91,880
자산총계	74,335	82,171	95,939	119,447	132,776	145,253	163,958
매입채무	3,468	3,076	3,430	4,831	5,033	9,849	4,611
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0
장기차입금	1,000	0	0	0	0	625	125
부채총계	11,607	11,438	14,879	18,608	24,761	24,901	22,512
자본총계	62,728	70,733	81,060	100,838	108,015	120,352	141,445
(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
매출액(수익)	68,875	75,537	85,396	104,391	73,412	112,597	133,438
매출총이익	16,923	19,887	24,715	32,860	16,288	28,356	35,892
영업이익	6,840	8,008	13,417	20,894	6,853	19,638	25,334
당기순이익	6,875	6,504	11,569	19,064	6,964	15,372	20,082
(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
영업활동현금흐름	5,965	11,404	13,273	9,537	48,736	17,086	26,402
투자활동현금흐름	-11,094	-13,684	-14,355	-7,288	-40,035	-30,790	-20,541
재무활동현금흐름	-521	1,733	-2,639	1,486	1,866	-3,595	1,104

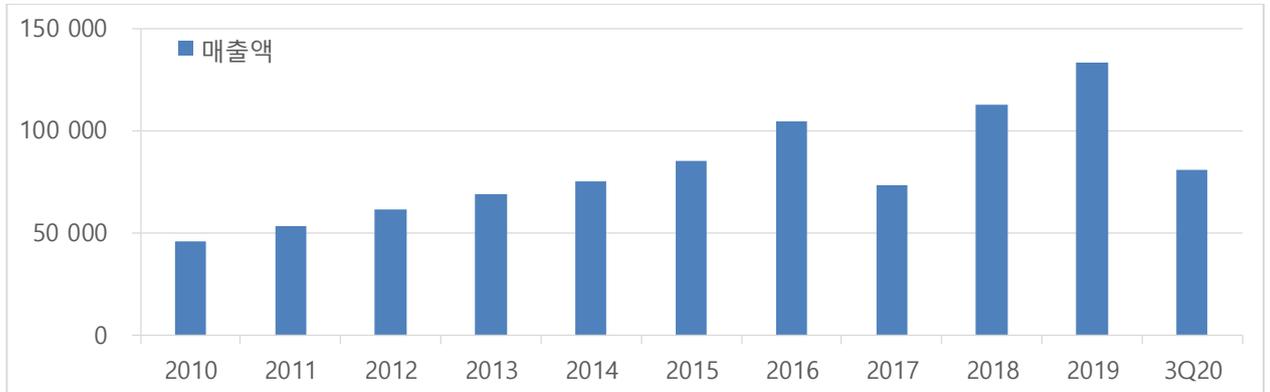
*동사는 결산월이 2006.03(12월→3월), 2014.06(3월→6월), 2017.12(6월→12월)로 세차례 변경되었음. 다만, 분석의 편의를 위해, 분기별 재합산하여 회사의 결산을 12월 말 기준으로 재무제표를 수정함.

3.1.2 매출 추이

동사의 매출액 추이는 다음과 같음.

[연도별 매출 추이]

(단위 : 백만원)



비트로셀은 2017년* 이외에 주요 전방산업별 신규 고객사로부터 수주를 받으며 2009년 상장이후부터 매출액이 지속 성장한 회사임.

[제품별 매출액 추이]

(백만원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	24,344	22,119	25,666	40,468	30,166	31,420	33,308	38,544	30,826	28,953	21,285
제품 매출	23,050	19,664	24,591	36,858	29,662	30,147	31,755	38,003	30,246	27,781	20,422
Li/SOCI2 Bobbin	14,279	14,385	18,911	21,082	17,817	20,786	20,992	21,020	18,909	20,616	16,969
Li/SOCI2 Wound	3,550	13	53	10,164	4,623	4,306	2,250	5,742	4,238	3,386	37
기타	5,221	5,266	5,626	5,614	7,222	5,055	8,514	11,240	7,099	3,778	3,417
상품 및 서비스	1,294	2,454	1,076	3,610	504	1,271	1,554	542	580	1,173	862
시험료	0	0	188	324	0	10	48	(3)	20	17	49
Li/MnO2 외	1,285	1,853	743	3,154	337	1,160	1,353	340	382	1,035	697
수출운송료	0	590	135	123	155	89	140	192	168	114	103
건물임대료	9	11	10	9	12	12	13	13	10	7	13

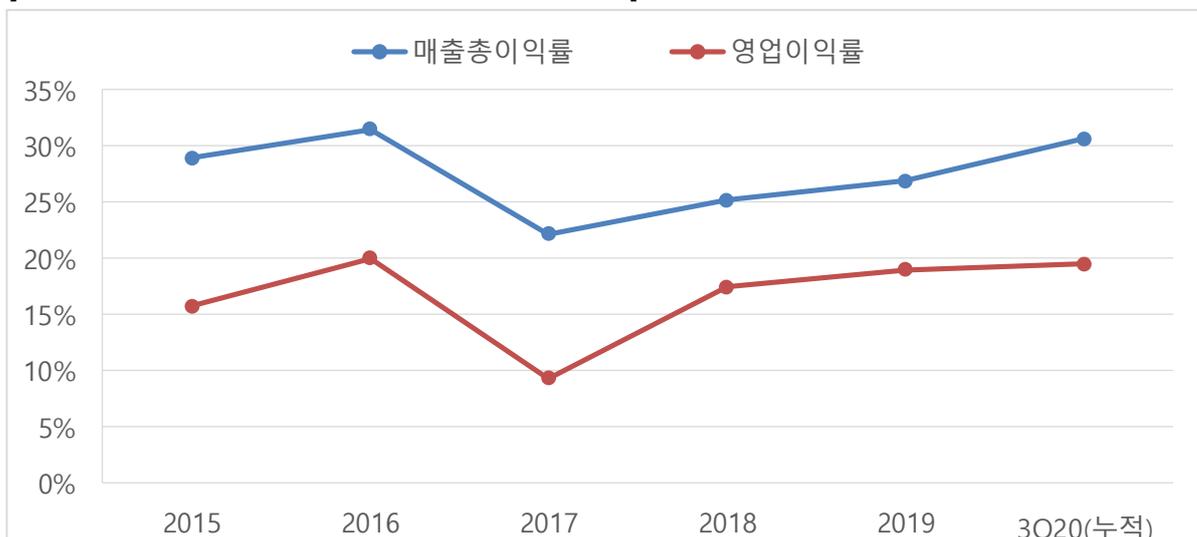
2019년 연간 기준, 제품별 매출액은 Li/SOCI2 Bobbin 60%, Li/SOCI2 Wound 13%, 기타 리튬이차전지 제품 13%, 기타 리튬이차전지 상품 2% 등으로 구성되어 있음. 또한 2019년 기준 산업별 매출액 비중은 스마트 미터기 60%, 군용 25%, 석유 및 가스용 8%에 구성되어 있음. 또한 내수 비중은 25% (대부분 국내 방위사업청향 공급), 수출 비중은 75% (북미 38%, 이탈리아 14%, 인도 9% 등)로 구성되어 있음.

(*동사는 2017년 4월 기존 유일한 생산공장인 예산 공장에 화재가 발생하였고, 리튬의 특성상 물이 닿으면 폭발이 가능하기에 화재를 중간에 진압할 수 없었고, 전소되기를 기다릴 수밖에 없었음. 이후 2017년 7월부터 평택 공장을 임대하여 생산판매를 재개하였고, 2018년도부터 신규 공장인 당진에서 생산을 재개한 바가 있음.)

3.1.3 손익비율 분석

동사의 매출총이익률 및 영업이익률 추이는 다음과 같음.

[연도별 매출총이익률 및 영업이익률 추이]



동사의 수익성은 2016년도까지 매출액 성장에 따른 레버리지효과에 의해 성장하던 중 2017년 생산공장 화재 사건으로 인해 둔화됨.

이는 2017년 4월 비츠로셀의 예산공장에 화재가 발생하여 공장이 전소함에 따라, 2017년 7월부터 평택 공장을 임대하여 생산판매를 재개하였음. 이에 따라 동사의 매출원가율이 2016년도 69%에서 2017년도 78%까지 증가하였고, 매출액대비 판관비율이 2016년 11%에서 2017년 13%로 소폭 증가하였음.

2018년 충남 당진에 신규 공장을 설립하여 생산 판매를 다시 재개하였고, 신규 건설로 인해 고정비가 확대되었음. 이에 영업이익률은 2017년도 9%, 2018년도 17% 2019년도 19%로 지속 개선 중에 있음.

동사의 매출액이 지속 성장시 영업레버리지 효과에 따라 수익성 또한 개선될 것으로 기대됨.

3.2 재무안정성현황

3.2.1 주요 재무제표

회사의 주요 재무상태표는 다음과 같음.

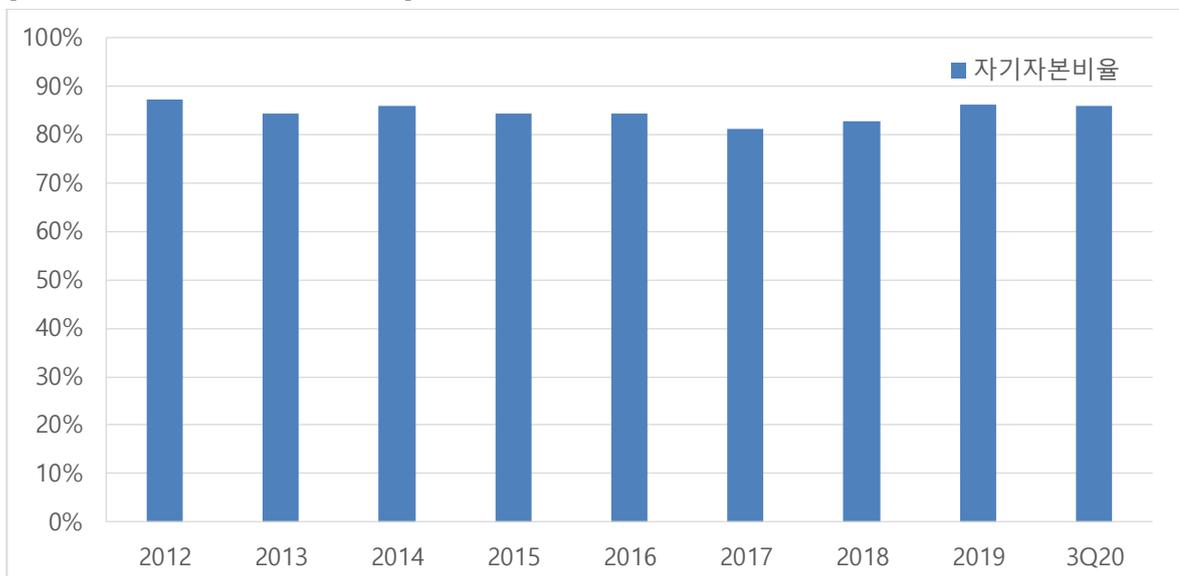
[재무상태표]

(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
유동자산	33,531	36,260	43,071	65,823	64,458	51,947	72,077
현금및현금성자산	11,328	10,537	6,883	10,880	21,150	3,827	10,690
매출채권및기타채권	10,197	10,105	13,951	21,927	12,105	19,517	20,312
재고자산	10,531	9,603	12,983	22,417	19,021	26,204	25,797
비유동자산	40,804	45,911	52,868	53,624	68,318	93,306	91,880
유형자산	30,005	33,650	39,938	41,778	57,984	84,508	83,745
무형자산	7,456	8,772	9,339	9,213	7,393	6,078	5,122
투자부동산	0	0	0	0	0	0	0
기계장치	23,301	29,888	34,583	40,525	12,743	31,505	37,781
자산총계	74,335	82,171	95,939	119,447	132,776	145,253	163,958
유동부채	9,211	10,139	13,982	15,130	22,612	21,872	18,420
비유동부채	2,396	1,299	897	3,478	2,149	3,030	4,092
부채총계	11,607	11,438	14,879	18,608	24,761	24,901	22,512
자본금	6,401	6,429	6,746	8,163	9,795	9,795	10,770
이익잉여금	39,614	45,134	56,336	73,718	80,840	94,808	113,940
자본총계	62,728	70,733	81,060	100,838	108,015	120,352	141,445

3.2.2 자기자본비율

회사의 자기자본비율 추이는 다음과 같음.

[연도별 자기자본비율 추이]



동사의 자기자본비율은 2012년도부터 평균적으로 85%수준에 안정적으로 유지되고 있음.

2017년도부터 매출 성장에 따라 이익잉여금이 2017년 808억원 -> 2019년 948억원 -> 2020년 1,139억원으로 지속 쌓이며, 자기자본비율이 2017년 81% -> 2018년 83% -> 2019년 86%로 증가하였음.

2020년 3분기말 기준 자기자본비율은 86% 부채비율은 16%수준으로 동사는 재무적으로 매우 건전한 회사임.

3.2.3 순차입금비율

순차입금비율 추이는 아래와 같음.

[연도별 순차입금비율 추이]

(백만원)	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	3Q20
순차입금비율	-14%	-18%	-16%	-17%	-19%	-2%	-15%	-19%
순차입금	(8,802)	(12,420)	(12,828)	(17,057)	(20,819)	(2,834)	(21,434)	(29,220)
자본총계	62,728	70,733	81,060	100,838	108,015	120,352	141,445	153,162

동사는 지속적으로 순현금 상태를 유지해온 회사로, 2020년 3분기 기준 차입금 57억원을 보유한 순현금 292억원 상태임.

2018년 동사의 순현금규모가 전년대비 약 170억원가량이 감소하였음. 동사는 화재 이후 당진에 신규 공장을 건설하기 위하여 약 900억원의 캐פק스를 지출하며, 화재보험금 수령금액(433억원), 보유현금(170억원), 일부 매출채권 회수금액으로 추가 차입금 없이 충당하였음.

회사의 이자보상배율 추이는 아래와 같음.

[연도별 이자보상배율 추이]

(x, 백만원)	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	3Q20
이자보상배	117.8	164.0	437.8	449.7	150.2	453.2	513.7	497.3
영업이익	6,840	8,008	13,417	20,894	6,853	19,638	25,334	11,895
이자비용	58	49	31	46	46	43	49	24

동사는 차입금 규모 자체가 적기에, 연간 이자보상배율이 500x 수준으로 매우 높아 이자비용으로 인한 수익성 우려가 전혀 없음.

3.2.4 재고자산

동사의 재고자산 추이는 다음과 같음.

[연도별 재고자산 및 매출액 추이]

(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
재고자산	10,531	9,603	12,983	22,417	19,021	26,204	25,797
YoY		-9%	35%	73%	-15%	38%	-2%
매출액	68,875	75,537	85,396	104,391	73,412	112,597	133,438
YoY		10%	13%	22%	-30%	53%	19%

2019년 재고자산 규모는 257억원인 가운데 제품 37%, 재공품 29%, 원재료 31% 등으로 구성되어 있음.

동사의 재고자산은 매출액의 성장에 따라 소폭 증가하였음. 2013년도 대비 2019년도 매출액은 94% 성장한 가운데 재고자산은 145% 증가하였는데, 이는 일부 주요 원재료의 수직계열화로 인한 재고자산 확대에 인한 것임.

2017년 예산공장 화재 이후, 평택 임대 공장에서 생산을 하기까지 매출액 공백과 임대공장의 램프업 기간으로 인해 재고자산이 감소하였음.

회사의 재고자산회전율은 아래와 같음.

[연도별 비츠로셀 및 업종 재고자산회전율 추이]

(단위: x)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
비츠로셀	7.5	7.6	5.9	3.5	5.0	5.1
전기제품	8.8	7.0	7.1	7.3	6.2	5.4

동사의 재고자산 회전율은 동종업계인 전기제품 업계의 재고자산 회전율과 유사함. 2017년도 재고자산 회전율의 둔화는 예산공장의 화재 전소로 매출액이 전년대비 30%가량 감소하였기 때문임.

3.2.5 매출채권

회사의 매출채권 추이는 아래와 같음.

[연도별 매출채권 및 매출액 추이]

(백만원)	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
매출채권	10,143	10,536	14,703	23,162	13,347	20,816	20,978
YoY		4%	40%	58%	-42%	56%	1%
매출액	68,875	75,537	85,396	104,391	73,412	112,597	133,438
YoY		10%	13%	22%	-30%	53%	19%

동사의 매출채권은 매출액의 성장에 따라 증가하는 추세를 보이고 있음. 2013년 대비 2019년도 동사의 매출액이 77% 성장한 가운데 동사의 매출채권은 99% 증가하였음. 이는 2013년 수출비중이 56%에서 2019년 기준 75%까지 확대시키며 해외 고객사를 다변화하는 과정에서 매출채권 결제기간이 소폭 늘어나며 매출채권이 증가하였음.

동사의 매출채권회전율은 다음과 같음.

[연도별 비츠로셀 및 업종 매출채권회전율 추이]

(단위: x)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
비츠로셀	7.3	6.8	5.5	4.0	6.6	6.4
전기제품	6.2	5.2	5.2	6.0	6.3	5.9

동사의 매출채권 회전율은 동종 제약업계의 매출채권 회전율을 소폭 상회하는 수준에 있음.

3.2.6 유형자산

2020년 3분기말 기준 동사가 보유한 유형자산은 다음과 같음.

[유형자산] (단위: 원)

구 분	기 초	취득 및 자본적지출	기 말
토 지	13,560,361	0	13,560,361
건 물	22,327,562	0	22,327,562
구 축 물	3,264,279	0	3,264,279
기계장치	36,909,660	2,389,850	39,299,510
차량운반구	324,800	0	324,800
공구와기구	6,485,065	544,491	7,029,556
집기비품	2,262,248	398,944	2,661,192
시설장치	14,219,170	196,000	14,415,170
금 형	871,641	174,700	1,046,341
사용권자산	636,317	98,016	734,333
건설중인자산	1,252,811	(266,194)	986,618
합 계	102,113,914	3,535,807	105,649,721

동사는 유형자산으로 토지 135억원 건물 223억원을 보유하고 있음.

당진의 생산공장은 2018년도 신규로 완공하였으며 내부 유형자산 또한 신규로 매입하였음. 연간 유형자산감가상각비 2017년 27억원에서 2019년 80억원 수준으로 확대되었지만, 연간 매출액이 더욱 크게 증가하였기에 이익단에서 우려할 수준은 아님.

본사 건물	생산 공장
서울특별시 광진구 군자동 27-16	충청남도 당진시 합덕읍 대전리 674
	

3.2.7 금융자산

2020년 3분기 기준 동사가 보유한 금융자산은 아래와 같음.

[보유 금융자산]		(단위: 백만원)
구분	합계	
현금및현금성자산	18,834	
단기금융상품	16,637	
매출채권및기타채권	15,429	
장기금융상품	3	
장기대여금	44	
당기손익-공정가치측정금융자산	136	
소계	51,084	

동사는 현금 및 현금성 자산 188억원, 단기금융상품 166억원으로, 유동가능 현금 354억원을 보유한 상태임.

3.2.8 자기주식

2020년 3분기 기준 동사가 보유한 자기주식은 없음.

과거 2019년 9월, 기존에 보유하고 있던 자기주식 100,000주 전량을 임직원에게 화재 이후 사업 정상화 성과에 대한 상여금으로 지급하였음.

3.3 현금흐름현황

주요 현금흐름은 아래와 같음.

[현금흐름 현황]

	2013.12	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12
영업활동현금흐름	5,965	11,404	13,273	9,537	48,736	17,086	26,402
투자활동현금흐름	-11,094	-13,684	-14,355	-7,288	-40,035	-30,790	-20,541
재무활동현금흐름	-521	1,733	-2,639	1,486	1,866	-3,595	1,104

영업활동 현금흐름은, 흑자수준을 지속 유지하고 있는 회사임. 2017년도 생산 공장 화재 이후 일부 생산 중단 기간 및 임대공장 가동 시작 이후 안정화 기간으로 인해 매출액이 감소함. 이에 당기순이익 또한 감소하였지만, 당해 신규로 쌓은 매출채권보다 회수한 매출채권 규모가 더 커지며 영업활동현금흐름의 흑자폭이 크게 증가하였음. 2018년도 당진에 신규로 건설한 생산공장에서 생산을 시작하였고, 매출과 더불어 당기순이익이 확대되었으나, 매출채권이 다시 확대되며 영업활동현금흐름은 감소하였음. 2019년도 생산공장의 온기 반영과 신규 고객사 확대에 의하여 당기순이익의 추가 확대에 따른 영업활동 현금흐름 흑자폭의 추가 확대가 있었음. 2020년 3분기까지의 영업활동 현금흐름은 흑자폭을 유지하였으나, 코로나19로 인해 수출비중 75%인 동사의 매출액은 감소하였고 이로 인해 전년동기대비 흑자폭이 감소하였음.

투자활동 현금흐름은 지속적으로 마이너스를 유지하고 있음. 동사는 2017년과 2018년 마이너스폭이 확대되었음. 2017년 예산공장 화재 이후 평택에 임대공장을 통해 생산을 재개하였으며 당진에 신규 공장 건설을 착공하였음. 이후 2018년도 당진공장 완공 이후 당진에서 생산을 시작하였음. 동사는 기존에 예산공장에서 보유하고 있던 설비보다, 자동화 수준과 효율화 수준을 더욱 높은 설비를 들이며 약 900억원의 캐팩스를 지출하였기에, 투자활동 현금흐름의 마이너스폭이 큼. 2019년도에는 영업정상화로 인한 보유현금 확대에, 금융자산을 증가시키며 투자활동현금흐름의 마이너스폭이 높게 유지되었음.

재무활동 현금흐름은 대체로 흑자를 유지하고있음. 동사는 2015년과 2018년 차입금을 감소시키며 재무활동 현금흐름이 단기간 마이너스로 전환하였음.

4. 리스크

동사는 스마트 그리드시장에 대한センチメント에 따라 단기적 주가 하락이 가능. 이에 변동성을 이용하여 적극적인 델타 트레이딩을 할 경우 Capital gain이 기대됨.

5. 투자 결론

비츠로셀은 리튬일차전지의 전방산업(스마트 그리드, 방산 및 항공우주, 에너지 등)이 성장하는 가운데 기술력 및 가격 경쟁력을 기반으로 MS 2위를 점하고 있는 동사의 매출액 또한 성장할 것으로 기대함. 또한 동사는 자본총계 1,532억원 (이익잉여금 1,139억원), 부채비율 16%, 현금 354억원 (순현금상태), 토지 및 건물 223억원을 보유하여 자산가치가 높은 회사이기에, 2년 후 도래하는 조기상환청구에 대응이 용이함.