

비트로셀

| Bloomberg Code (082920.KS) | Reuters Code (082920.KQ)

2023년 11월 15일

[혁신성장]

이병화 연구위원

☎ 02-3772-1569

✉ bh.lee@shinhan.com

백지우 연구원

☎ 02-3772-2671

✉ 100jiwoo@shinhan.com

추운 가을을 지나 따뜻한 겨울의 시작



매수
(유지)



현재주가 (11월 14일)

16,860 원



목표주가

28,000 원 (유지)



상승여력

66.1%

- ◆ 3Q23 실적 기대치 하회, 4Q23 매출 성장과 수익성 회복 전망
- ◆ 북미 에너지 인프라, 원유 시장 등 우호적인 업황 기조 지속
- ◆ 2024년 매출액과 영업이익 전년 대비 성장, 밸류에이션 매력 확보

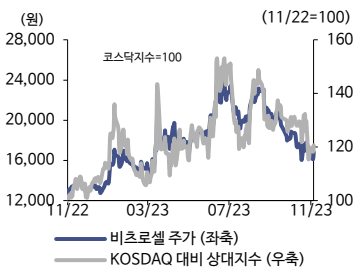


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

 **신한투자증권** 기업분석부

시가총액	376.6십억원
발행주식수	22.6백만주
유동주식수	13.6백만주(60.3%)
52 주 최고가/최저가	23,950 원/12,750 원
일평균 거래량 (60 일)	162,863 주
일평균 거래액 (60 일)	3,244 백만원
외국인 지분율	22.45%
주요주주	
비츠로테크 외 6 인	37.70%
FIDELITY MANAGEMENT 외 12 인	8.69%
절대수익률	
3개월	-24.1%
6개월	-3.5%
12개월	28.2%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-13.8%
6개월	-0.1%
12개월	17.8%

주가



3Q23 Re: 일회성 성격의 비용 반영

3Q23 연결 기준 매출액은 441억원(+29.3% YoY), 영업이익은 72억원(-19.5% YoY, OPM 16.4%)을 기록했다. 당사 추정치 대비 매출액은 16.7%, 영업이익은 66.3%를 하회했다. 3Q22부터 이어진 실적 서프라이즈 행진은 멈췄다. 계절적 성수기를 감안하면 아쉬운 결과다.

실적 부진 이유는 1) Bobbin과 고온전지의 전분기 대비 매출 감소, 2) 높은 매입 단가의 리튬 반영 등 원자재 비용 부담이 컸다. Wound와 앰플/열전지는 각각 25억원(-3.7% YoY), 37억원(+72.1% YoY)의 매출을 기록했다. 상반기 비수기, 하반기 성수기 공식은 희석 중이다.

4Q23 Pre: 수익성 회복, Bobbin과 고온전지 QoQ 매출 증가

4Q23 연결 기준 매출액 563억원(+8.1% YoY), 영업이익 128억원(+16.2% YoY, OPM +22.8%)을 전망한다. Bobbin과 고온전지는 각각 전분기 대비 17.3%, 37.5% 성장을 예상한다. 높은 매입 단가의 원자재 이슈가 소멸되면서 영업이익률은 20% 이상으로 회복할 것이다.

시장의 주된 관심은 실적 서프라이즈를 이끌었던 Bobbin과 고온전지의 매출 흐름이다. 우호적인 업황 기조와 두 주력 제품의 성장세는 유지될 전망이다. Bobbin의 주요 고객사 Xylem은 24년 매출 성장률 컨센서스가 블룸버그 기준 14.8%(YoY)다. 펜데믹 이후 성장세가 견조하다. 원유 시추용 고온전지 시장에서 비츠로셀의 점유율 30% 이상으로 추정된다. 우호적인 업황과 제품 경쟁력 기반의 점유율 상승 기조가 뚜렷하다.

투자의견 '매수', 목표주가 28,000원 '유지'

투자의견 '매수', 목표주가 28,000원으로 유지한다. 실적 추정치는 하향 조정했지만, EPS 적용 기준을 2024년으로 변경한다. 목표주가는 2024년 EPS 2,054원에 PER 13.6배를 적용했다. 지난 4년 평균 PER에 20.9% 할인된 수준이다. 실적 성장세 감안 시 밸류에이션 매력이크다.

2024년 매출액 2,325억원(+24.6% YoY), 영업이익 549억원(+24.5% YoY, OPM 23.6%)을 전망한다. 북미 에너지 인프라의 Bobbin, 원유 시장의 고온전지 모두 글로벌 No.1의 지위가 구축되고 있다. 비워있는 방산(Wound, 앰플/열전지)의 공간이 채워지면 완벽한 그림이 완성된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	113.2	17.4	17.0	790	7,741	18.2	9.4	1.9	10.6	(27.9)
2022	141.0	28.8	23.1	1,073	8,622	11.9	5.7	1.5	13.1	(27.5)
2023F	186.6	44.1	39.4	1,791	9,763	9.4	5.5	1.7	19.4	(28.1)
2024F	232.5	54.9	46.4	2,054	11,621	8.2	4.3	1.5	19.2	(28.8)
2025F	280.7	68.8	58.7	2,595	14,021	6.5	3.2	1.2	20.2	(31.3)

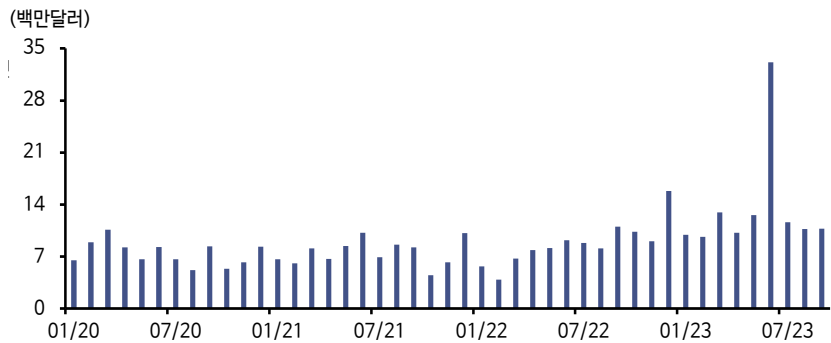
자료: 회사 자료, 신한투자증권

비츠로셀 목표주가 산출

	단위	값	비고
EPS	(원)	2,054	2024년 예상 EPS
Target PER	(배)	13.6	지난 4년 평균 20.9% 할인 적용
목표주가	(원)	28,000	
현재주가	(원)	16,860	
상승여력	(%)	66.1	

자료: 신한투자증권 추정

리튬이차전지 수출 금액 추이



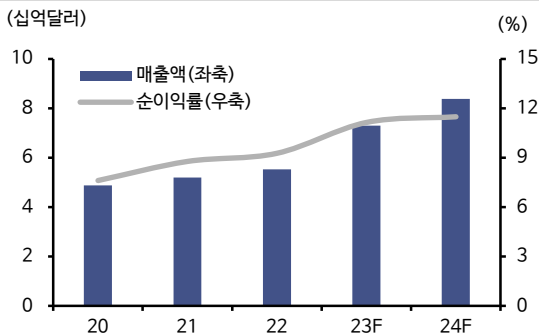
자료: 관세청, 신한투자증권

Valuation Multiple 추이

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022	2019~22 평균
PER (Avg.)	17.4	12.0	25.0	19.5	12.1	17.2
PER (High)	19.9	15.0	31.6	22.8	16.5	21.5
PER (Low)	12.1	10.0	15.7	16.3	9.4	12.9
PER (End)	13.9	14.4	25.2	18.2	11.9	17.4

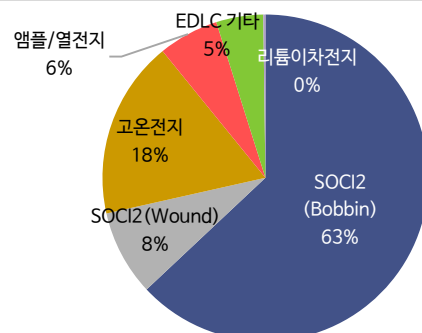
자료: QuantiWise, 신한투자증권

Xylem 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

비츠로셀 2023년 예상 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비츠로셀 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	21.5	33.3	34.1	52.1	36.4	49.8	44.1	56.3	141.0	186.6	232.5
SOCI2 (Bobbin)	13.1	18.9	20.3	26.0	22.7	32.1	28.3	34.5	78.4	117.6	132.7
SOCI2(Wound)	1.6	4.5	2.6	6.0	2.8	4.8	2.5	5.7	14.7	15.8	18.1
고온전지	5.0	6.5	7.5	11.0	7.9	8.3	7.0	9.7	30.0	32.9	36.7
앰플/열전지	0.5	1.2	2.2	6.4	1.1	1.9	3.7	4.5	10.3	11.2	36.2
EDLC 기타	1.3	2.1	1.5	2.7	1.9	2.5	2.4	1.9	7.6	8.7	8.1
리튬이차전지	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.4	0.8
영업이익	3.3	5.5	9.0	11.0	8.8	15.3	7.2	12.8	28.8	44.1	54.9
순이익	3.8	7.2	11.3	0.9	8.7	17.2	7.4	6.0	23.3	39.4	46.4
영업이익률 (%)	15.4	16.5	26.4	21.2	24.1	30.6	16.4	22.8	20.4	23.6	23.6
순이익률 (%)	17.7	21.7	33.4	1.7	24.1	34.6	16.7	10.7	16.5	21.1	20.0
매출액 (% YoY)	(10.4)	2.7	25.9	75.1	69.1	49.7	29.3	8.1	24.5	32.3	24.6
영업이익	(28.1)	(18.6)	95.9	645.7	165.1	177.6	(19.5)	16.2	65.5	52.9	24.6
순이익	(27.8)	33.8	125.1	(34.0)	129.3	137.9	(35.3)	601.6	35.8	70.6	17.8

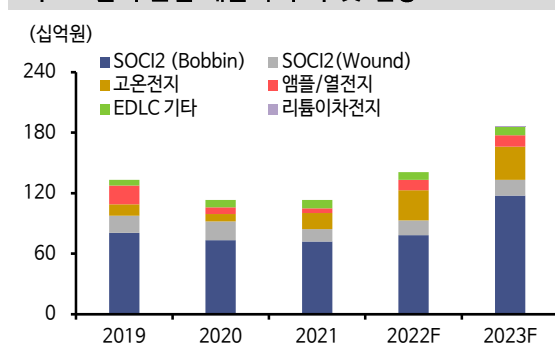
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비츠로셀 실적 추정치 변경

(십억원, %)	변경후 실적 (십억원)		변경전 실적 (십억원)		변화율 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	186.6	232.5	203.1	251.0	(8.1)	(7.4)
영업이익	44.1	54.9	51.0	58.8	(13.6)	(6.6)
순이익	39.4	46.4	42.9	48.3	(8.2)	(3.8)

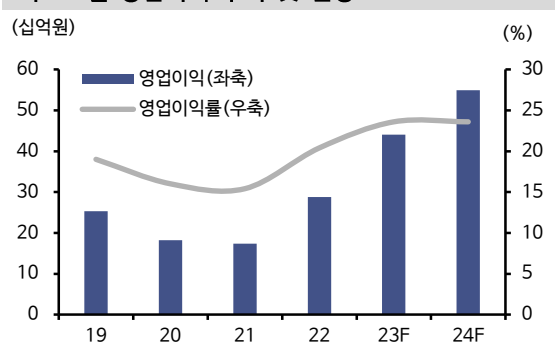
자료: 전자 공시, 신한투자증권 추정

비츠로셀 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

비츠로셀 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	206.2	237.2	287.5	345.1	410.3
유동자산	117.6	145.3	185.3	228.7	277.6
현금및현금성자산	18.4	46.6	56.7	68.4	84.2
매출채권	18.3	21.8	28.8	35.9	43.4
재고자산	31.3	43.7	57.8	72.0	86.9
비유동자산	88.6	91.9	102.2	116.4	132.7
유형자산	80.1	72.8	80.0	90.8	103.3
무형자산	4.9	4.6	3.9	3.4	3.0
투자자산	0.9	12.1	16.0	19.9	23.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	39.5	51.5	66.7	82.4	93.4
유동부채	35.5	49.1	63.6	78.6	88.8
단기차입금	0.5	0.5	2.5	1.4	1.4
매입채무	4.6	12.1	16.0	19.9	24.1
유동성장기부채	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.0	2.4	3.1	3.8	4.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	166.7	185.7	220.7	262.7	316.9
자본금	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3
기타자본	(3.5)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	140.5	161.1	196.0	238.1	292.3
지배주주지분	166.7	185.7	220.7	262.7	316.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	19.1	24.2	30.7	37.5	39.1
*순차입금(순현금)	(46.6)	(51.1)	(62.0)	(75.8)	(99.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	25.2	26.5	39.0	48.1	61.9
당기순이익	17.0	23.1	39.4	46.4	58.7
유형자산상각비	9.5	9.9	12.3	14.5	16.9
무형자산상각비	0.9	0.8	0.7	0.5	0.4
외환환산손실(이익)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
지분법, 종속, 관계기업실익(이익)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.2)	(13.6)	(14.0)	(13.9)	(14.6)
(법인세납부)	(0.7)	(4.7)	(10.6)	(11.4)	(14.6)
기타	4.7	10.5	11.3	12.1	15.2
투자활동으로인한현금흐름	(38.5)	7.8	(31.2)	(38.7)	(43.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(9.7)	(5.0)	(19.5)	(25.3)	(29.4)
유형자산의감소	0.0	2.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.0)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.7)	0.0	(3.9)	(3.9)	(4.1)
기타	(28.1)	11.0	(7.8)	(9.5)	(9.9)
FCF	10.5	21.8	13.6	19.0	27.5
재무활동으로인한현금흐름	(6.1)	(6.2)	2.2	2.4	(2.8)
차입금의증가(감소)	(0.3)	(0.2)	6.4	6.9	1.6
자기주식의처분(취득)	3.5	3.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.6)	(3.2)	(4.2)	(4.4)	(4.4)
기타	(6.7)	(5.9)	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	(0.0)	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(19.5)	28.1	10.1	11.8	15.7
기초현금	37.9	18.4	46.6	56.7	68.4
기말현금	18.4	46.6	56.7	68.4	84.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	113.2	141.0	186.6	232.5	280.7
증감률 (%)	0.1	24.5	32.3	24.6	20.7
매출원가	80.0	99.4	127.2	157.7	189.7
매출총이익	33.2	41.6	59.3	74.9	90.9
매출총이익률 (%)	29.3	29.5	31.8	32.2	32.4
판매관리비	15.8	12.8	15.3	20.0	22.1
영업이익	17.4	28.8	44.1	54.9	68.8
증감률 (%)	(4.0)	65.5	52.9	24.6	25.3
영업이익률 (%)	15.4	20.4	23.6	23.6	24.5
영업외손익	2.6	(0.3)	5.9	2.9	4.4
금융손익	0.3	(0.7)	3.5	1.4	2.4
기타영업외손익	2.4	0.6	2.5	1.5	2.0
중속 및 관계기업관련손익	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	20.1	28.5	50.0	57.8	73.2
법인세비용	3.0	5.4	10.6	11.4	14.6
계속사업이익	17.0	23.1	39.4	46.4	58.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.0	23.1	39.4	46.4	58.7
증감률 (%)	20.5	35.8	70.6	17.8	26.3
순이익률 (%)	15.0	16.4	21.1	20.0	20.9
(지배주주)당기순이익	17.0	23.1	39.4	46.4	58.7
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	17.0	24.2	39.4	46.4	58.7
(지배주주)총포괄이익	17.0	24.2	39.4	46.4	58.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	27.8	39.6	57.1	69.9	86.1
증감률 (%)	(0.3)	42.3	44.4	22.4	23.2
EBITDA 이익률 (%)	24.6	28.1	30.6	30.1	30.7

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	790	1,073	1,791	2,054	2,595
EPS (지배순이익, 원)	790	1,073	1,791	2,054	2,595
BPS (자본총계, 원)	7,741	8,622	9,763	11,621	14,021
BPS (지배지분, 원)	7,741	8,622	9,763	11,621	14,021
DPS (원)	150	200	200	200	200
PER (당기순이익, 배)	18.2	11.9	9.4	8.2	6.5
PER (지배순이익, 배)	18.2	11.9	9.4	8.2	6.5
PBR (자본총계, 배)	1.9	1.5	1.7	1.5	1.2
PBR (지배지분, 배)	1.9	1.5	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA (배)	9.4	5.7	5.5	4.3	3.2
배당성향 (%)	18.8	18.3	11.2	9.5	7.6
배당수익률 (%)	1.0	1.6	1.2	1.2	1.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	24.6	28.1	30.6	30.1	30.7
영업이익률 (%)	15.4	20.4	23.6	23.6	24.5
순이익률 (%)	15.0	16.4	21.1	20.0	20.9
ROA (%)	8.6	10.4	15.0	14.7	15.5
ROE (지배순이익, %)	10.6	13.1	19.4	19.2	20.2
ROIC (%)	12.1	19.3	26.0	28.2	30.1
안정성					
부채비율 (%)	23.7	27.7	30.2	31.4	29.5
순차입금비율 (%)	(27.9)	(27.5)	(28.1)	(28.8)	(31.3)
현금비율 (%)	51.8	94.8	89.1	87.0	94.8
이자보상배율 (배)	13.7	36.1	43.5	43.7	48.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.2	3.4	3.5	3.4	3.4
재고자산회수기간 (일)	93.5	97.0	99.2	101.9	103.3
매출채권회수기간 (일)	51.7	51.9	49.5	50.8	51.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

비츠로셀(082920)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 12월 06일	매수	23,000	(37.7)	(32.2)
2022년 04월 04일	매수	19,000	(35.7)	(26.6)
2022년 08월 18일	매수	21,000	(38.3)	(25.5)
2023년 01월 18일	매수	23,000	(20.9)	4.1
2023년 07월 19일	6개월경과		(12.6)	(7.4)
2023년 08월 11일	매수	28,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이병화, 백지우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------