

환율과 원자재, 가격. 환상의 하모니!

Buy

## Valuation

**Target Price:** 29,133  
**Price:** 19,200  
**Margin of Safety:** 52%

**MktCap.(100mn):** 175,680**ROE:** 73.90%**ROA:** 39.66%**Op.Magin:** 20.29%**PER:** 2.81**PBR:** 1.54**Dividend Yield:** 4.90%**Major Sh.Holder:**

(주)한국 타이어 31.13%

## ● 대체 될 수 있는 납축전지... 하지만 실상은?

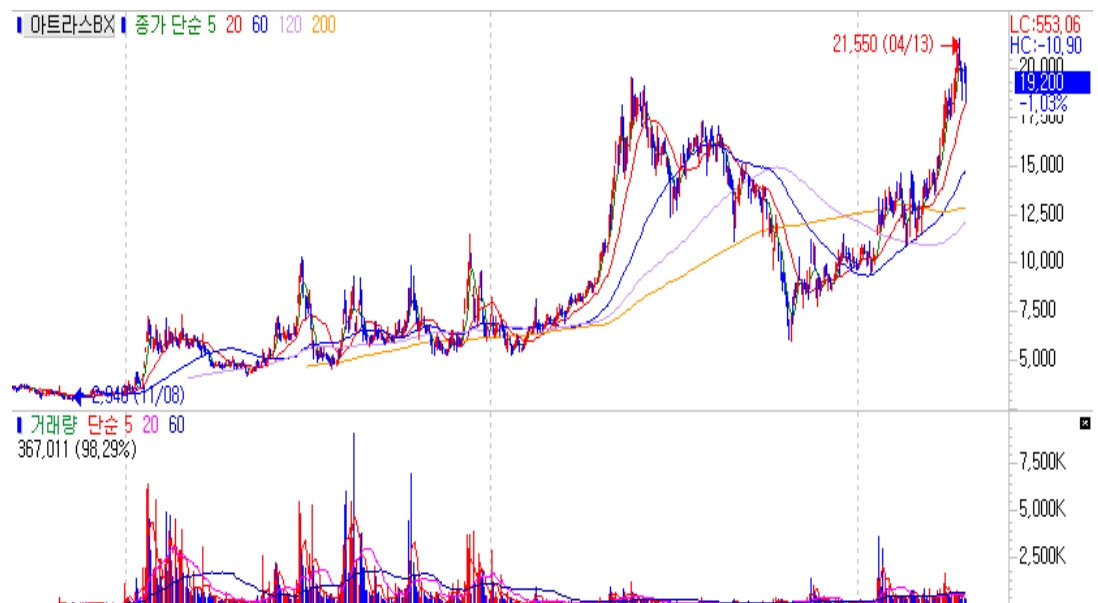
동사는 납축전지를 전문적으로 생산, 판매하는 회사이다. 하지만 납축전지는 에너지 효율 및 크기 중량 등의 면에서 앞으로 Ni-MH, Li-Ion 배터리로 대체될 것으로 예상된다. 따라서 동사의 절대 가치는 낮아 보인다. 하지만 이 대체재는 앞으로 10년 이상의 긴 R&D기간 및 단가 인하가 필요하다. 그 동안의 동사 현재 가치만 따져 보아도 현재의 주가가 저평가 되었음을 알 수 있다.

## ● 세방이 더 좋아 보여? 다른 면을 볼까?

동사와 같이 배터리 시장을 과점하고 있는 회사로는 세방 전지가 있다. 세방 전지는 배터리 시장 40%, 동사는 25%를 점유 하고 있다. 겉으로 보기에는 세방 전지가 점유율 1위로 시장을 선도 한다고 볼 수 있다. 하지만 세방 전지의 신규시장 진출 시도와 대기업과의 경쟁구도에 대비하여 동사의 납 효율성 증가계획은 더 돋보일 수 밖에 없다.

## ● 환상의 하모니, 언제까지 가능할 것인가?

동사는 2008년 배터리 가격, 환율, 원재료로 이어지는 삼박자의 하모니로 엄청난 영업 이익 및 순이익 개선을 하였다. 동사는 앞으로 고정적인 CAPA를 바탕으로 앞으로 이익의 변화는 배터리 가격, 환율, 원재료의 변화에 따라 달려있다. 따라서 이 하모니의 변화에 따른 목표 주가를 리서치 3팀이 분석하였다.



기업분석 3팀

윤원식, 송민철, 유슬아,  
신태현, 박종진

## I. 사업소개

동사는 1944년 이산주식회사로 설립되어 1977년 한국타이어 그룹의 인수로 그룹차원의 판매망을 구축하게 되었고 1994년 KOSDAQ시장에 상장되었다. 차량용 납축전지를 생산하는 업체로 'Atlas BX'라는 브랜드로 제품을 생산, 판매하는 업체이다. 차량용 납축전지는 충전에 의해 전기에너지를 화학적 에너지로 저장한 뒤 필요한 시기에 이를 방전하여 전기에너지를 얻을 수 있는 2차 전지로 분류된다. 동사에서 제작한 제품들은 일반적으로 자동차에서 엔진 시동 및 전장부품들에서 필요한 전력을 공급하는 데 이용된다. 납축전지의 특성상 3~4년의 교체주기가 있어 동사제품들은 대부분 자동차 A/S 부품시장에 공급되고 있다.

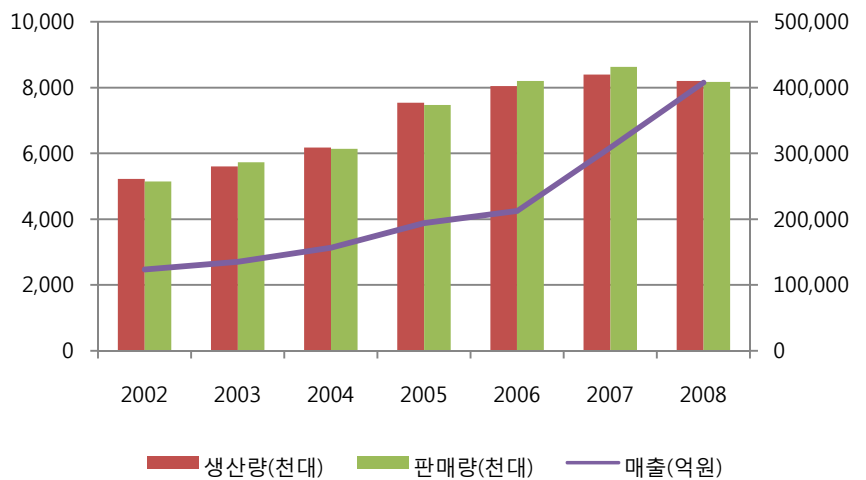
동사와 같은 사업을 영위하고 있는 업체로는 국내에 델코전지, 세방전지, 현대에너지셀 등이 있으며 이중 현대에너지셀과 델코의 경우 현대차 및 GM등의 신차시장의 OEM납품에 주력하고 있으며 세방전지와 동사는 수출위주의 A/S시장 비중이 높은 특징을 지니고 있다. 동사의 경우 국내에서는 약 25%의 점유율을 보이고 있고, 해외 시장의 경우 약 1.9%정도를 점유하고 있으며 점차 국내기업들의 점유율은 높아져 가고 있는 상황이다.

그림 1. ATLAS BX 제품사진



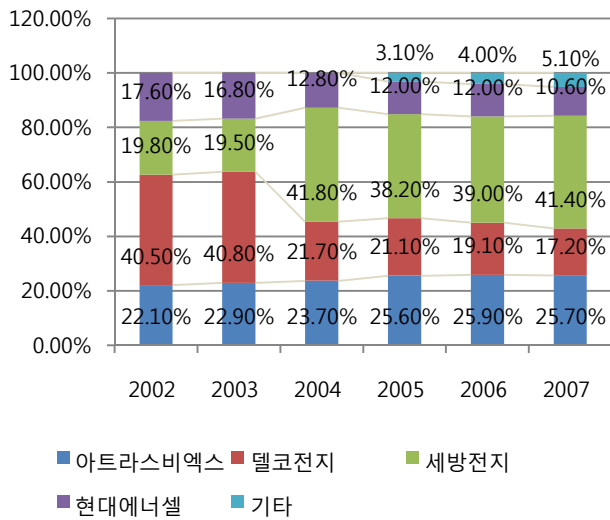
자료: 아트라스BX

그림 2. 매출 및 생산/판매량 추이



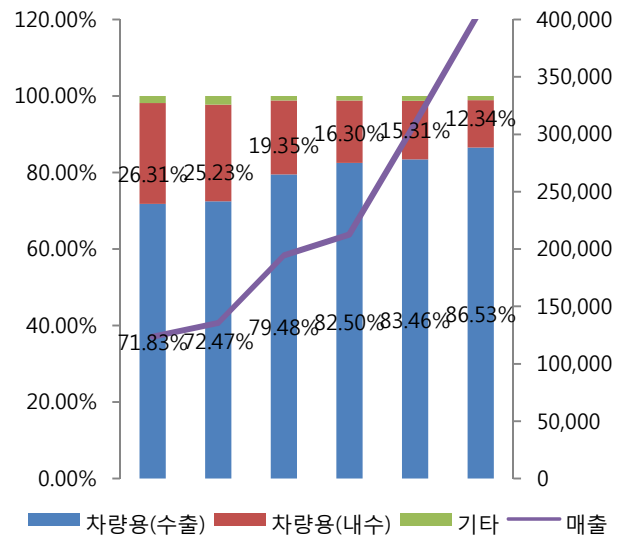
자료: Research 3 Team, 아트라스BX

그림 3. 내수 점유율 추이



자료: Research 3 Team, 아트라스BX

그림 4. 매출 구성 추이



자료: Research 3 Team, 아트라스BX

## II. 납축전지 시장의 현실

- 차량용 납축전지 (Lead-Acid Battery)의 대체 가능성

- 1) 차량용 납축전지와 자동차시장

필수적인 소모품인 차량용 납축전지는 그 수요가 꾸준하다.

납축전지는 니켈-이온 전지 다음으로 낮은 무게당 에너지(Wh) 생산량을 보이지만, 상대적으로 큰 순간 전력(W) 때문에 자동차의 스타팅 모터 구동에 적합하고 그 제작 단가가 저렴하여 차량용 배터리로 사랑 받고 있다. 현재 거의 모든 양산 차종은 스타팅모터, 점화플러그, 램프와 같은 각 종 전기장치 작동에 12V 납축전지를 사용하고 있으며, 배터리의 평균 교체주기는 4년으로 차 1대 당 4년에 한번은 수요가 일어난다고 볼 수 있다. 전세계의 차량 대수가 8억에 달하는 오늘날, 필수적인 소모품인 차량용 배터리의 수요는 낙관적으로 보인다. 그럼 과연 차량용 배터리 시장은 미래가 보장되었다고 볼 수 있을까?

**자동차업계의 대체 에너지 바람이 불며 하이브리드차량의 수요가 급증하고 있다.**

현재 자동차 업계에는 대체 에너지 바람이 불고 있다. 언제 급변할 지 모르는 휘발유 값에 대한 불안과 지구온난화와 같은 환경보존에 대한 인식이 늘어나면서 대체에너지 동력 차량에 대한 투자/개발 그리고 수요가 급격히 늘고 있다. 대체에너지 동력 차량 중 현재 가장 큰 대중화를 이룬 것은 하이브리드 차량이다. 배터리와 내연기관엔진을 같이 사용해 차량의 동력을 생산하는 하이브리드 방식은 아직 국내에는 보급화가 전혀 되어있지 않지만 미국의 경우 2006년부터 연25만대 이상의 판매를 기록하였다. 현재는 세계적으로 연간 50만대 수준으로 하이브리드차가 생산되고 있다.

**하이브리드 차량은 보급화는 확실히 되고 있다.**

2009년 초 하이브리드 차량의 판매가 다소 감소하였지만 미국 정부는 자동차생산업체에 강력한 환경규제를 부과하고 대대적인 보조금(\$24억)을 지원하며 2015년까지 백만 대가 넘는 하이브리드 차량을 도로에서 볼 수 있길 희망하고 있다. 자동차 판매의 거대시장으로 떠오르는 중국 또한 2011년 까지 50만 대 이상의 하이브리드차량 보급을 목표로 하고 있다. 국내 1위 자동차 생산 업체인 현대자동차도 수년 전부터 각종 모터쇼를 통해 하이브리드 차량을 선보이며 하이브리드 양산 의지를 보이고 있다.

**순수 전기자동차 판매 또한 높은 성장을 보이고 있다.**

내연기관의 도움 없이 순수 전기배터리에 의해 구동되는 전기자동차도 그 생산과 수요에 있어서 상승곡선을 그리고 있다. 미국시장서 이미 지난 2006년 5만3천대 이상을 기록하며 매년 평균 30%에 가까운 성장률을 보이고 있다.

**2) 하이브리드 & 전기자동차에 납축전지?**

**현재 양산 중인 하이브리드 차량은 별도의 납축전지를 사용하고 있다.**

현재 양산되어 있는 하이브리드 차량은 2가지 배터리를 사용하고 있다. 한가지는 내연기관과 함께 바퀴에 동력을 제공하는 구동배터리고 다른 하나는 기존의 내연기관 차량에서 사용하는, 동사가 생산하는, 차량용 납축전지 (Lead-acid battery)이다. 200-250V를 생산하는 구동배터리는 별도의 변압 없이 12V용 스타팅모터나 각종 전기장치에 사용이 불가능해 별도의 납축전지가 필요하다. 현재 미국시장에서 양산중인 27종의 하이브리드 차량 모두 동사가 생산하는 것과 같은 종류의 납축전지를 사용하고 있다.

**하이브리드 차량에서 점차 납축전지의 수요가 줄어들 전망이다.**

그러나 이는 납축전지의 꾸준한 수요를 보장해 주지 못한다. 비록 현재의 하이브리드 차량은 12V전압 생산을 위해 기존의 납축전지를 사용하고 있지만 점차 DC-DC 변압기를 이용하여 구동배터리에서 바로 12V의 전력을 뽑아오는 방식을 추구하고 있기 때문이다. 일례로 현대자동차는 이번 4월에 개최된 서울모터쇼에서 아반떼 LPI 하이브리드에 독자 개발한 12V 직류변환장치를 선보였다.



그림 5. 배터리의 종류와 특성

	Lead-Acid	Ni-MH	Li-ion
첫 실용시점	1859	1989	1991
현재 상용 단계	12V 배터리용 사용 중	차량 구동용 사용 중	차량 구동 개발 중
장점	오랜기간 동안 검증된 안정성.	- Lead-Acid 에 비해 약 2 배의 에너지 생산 효율성.  - 검증된 안정성.	- Ni-MH 에 비해 약 2 배의 에너지 생산 효율성.  - 미래의 플러그인 하이브리드차에 적합.  - 적은 부피로 차디자인에 더 큰 가능성 제공.
단점	무게와 부피	- Lead-acid 의 4 배에 달하는 단가.  - 이미 개발의 정점에 달해 더 이상의 잠재성이 없음.	- 가전제품용으로는 활성화가 되어 있지만 현재의 수준으로는 자동차용으로 부적합. - 대량생산 되기 전까지 높은 단가 수준
전기에너지(Wh/kg)	30-40	65-70	100-150
재활용 여부	매우 좋음	보통	좋음

자료: Ford Motor Company

하이브리드 차량의 보급화는 동사에 이익을 가져다 주지 못한다.

구동배터리 수요의 증가는 동사에게 호재가 될 수 있을까. 이는 상당히 불투명하다고 볼 수 있다. 그 이유는 구동배터리의 종류에 있다. 현재 동사가 주력하고 있는 배터리의 종류는 납축전지이다. 납축전지는 자동차를 구동하는 구동배터리로 상당한 한계가 있다. 충격과 온도에 대한 안전성은 뛰어나지만 무게 및 부피 대비 전기에너지 생산량이 적어 250V에 달하는 전압이 필요한 자동차에 너무나 큰 무게와 부피 부담을 안겨주기 때문이다.

납축전지는 하이브리드 차량에 쓰일 가능성이 거의 없다.

이와 같은 이유로 현재 Toyota, Honda, Ford, Lexus, GM등 주요 업체에서 양산되고 있는 모든 하이브리드 차량은 Ni-MH 배터리를 사용 중이다. Ultrabattery라며 효율성을 극대화한 납축전지가 호주에서 개발 중에 있지만 양산차에 적용이 가능할지는 미지수이고, 이는 동사의 납축전지 제조 능력과는 별개의 배터리이다.

차세대 배터리 Li-ion의 시장성이 주목된다.

극심한 진동과 고/저온을 견뎌내야 하는 자동차 배터리의 특성상 그 안전성에 있어서 문제가 있었던 Li-ion 배터리 또한, 테슬라 모터스라는 미국의 전기자동차 전문 제조업체에 의해 이미 탑재 차량이 양산 중에 있고 GM의 경우 Li-ion배터리를 사용하는 전기자동차를 내년 출시할 예정이다. 이번 서울모터쇼에서 현대자동차가 선보인 하이브리드차 또한 Li-polymer배터리 (Li-ion배터리와 그 성능에서 거의 비

스)를 장착했다. 이는 높은 단가와 기술적 문제를 가지고 있는 새로운 배터리 개발에 여러 업체에서 많은 노력을 쏟아붓고 있고 이미 어느 정도 그 성과를 달성했음을 증명하고 있다. 한국신용평가정보의 보고에 의하면 2010년에 Ni-MH에 비해 Li-ion의 가격프리미엄이 50% 수준으로 감소할 것으로 전망되며 2015년 하이브리드 시장의 95%를 점유할 것이라 예측하고 있다.

**3) 동사의 Li-ion 배터리 시장 진입 여부**

동사가 Li-ion배터리 시장에 진입하기엔 장벽이 너무 높다.

현재 자동차용 배터리로서 가장 장래가 밝은 Li-ion 배터리의 경우 대기업에 의한 시장점유가 예상되어 그 진입장벽이 높아 보인다. 한국신용평가정보에 의하면 2004년 10월부터 올해 9월까지 LG화학과 현대자동차가 146억의 R&D자금으로 하이브리드용 Li-ion배터리 개발에 있고, SK모바일에너지, LG화학, SB리모티브가 현대자동차와 2013년 9월까지 175억원 규모의 10마일용 PHEV(플러그인 하이브리드)용 Li-ion 배터리 개발을, 2013년 9월까지 200억 규모의 R&D자금으로 삼성SDI, LG화학, EIG등이 20마일용 PHEV Li-ion배터리 개발을 연구 기획 중이다. 납축전지에만 전념해온 동사의 경우, Li-ion 배터리 시장의 진입이 쉽지 않아 보이는 바, 납축전지의 수요가 줄어들기 시작하면 동사에 어느 정도 매출 감소를 가져올 것으로 예상된다.

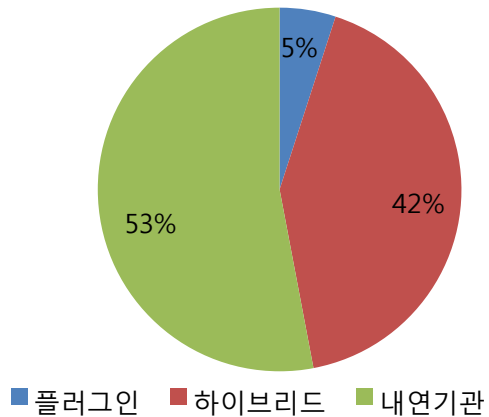
**4) 차량용 12V 납축전지에 전념**

동사는 12V 납축전지 생산에 전념, 하이브리드 차량의 보급화에 큰 영향을 받지 않는다.

현재 동사의 방침은 구동배터리의 개발보다는 12V용 납축전지 생산에 전념하는 것이다. 앞서 언급 했듯이, 하이브리드 & 전기자동차의 보급과 구동배터리에서 바로 전기를 끌어올 수 있게 하는 직류전환장치의 상용화로 12V 납축전지의 수요는 점차 저성장 할 것임이 전망된다. 하지만 밑의 Global Insight의 자료에서 보듯이 2020년에도 신규 자동차 시장에서 내연기관 자동차의 비율은 50%에 달한다. 내년 부터 하이브리드 및 플러그인 자동차의 비율이 같은 비율로 늘어난다고 가정했을 때, 2020년 까지 전세계 자동차 대수에서 내연기관 자동차의 비율은 약 75%라고 생각할 수 있다. 이는 내연기관 자동차 대수가 연간 약 3%의 감소를 기록할 것이라는 것을 의미하며 이 감소치는 경쟁사에 비해 높은 영업이익율을 가지고 있는 동사에게 있어서 시장점유율 증가를 통해 회복할 수 있는 수준으로 판단된다. 또한 동사는 신차에 대한 납품보다는 납축전지의 A/S용 납품이 매출의 상당부분을 차지하기 때문에 납축전지 시장의 사양 흐름에 어느 정도 유예를 적용 받을 것으로 보인다.

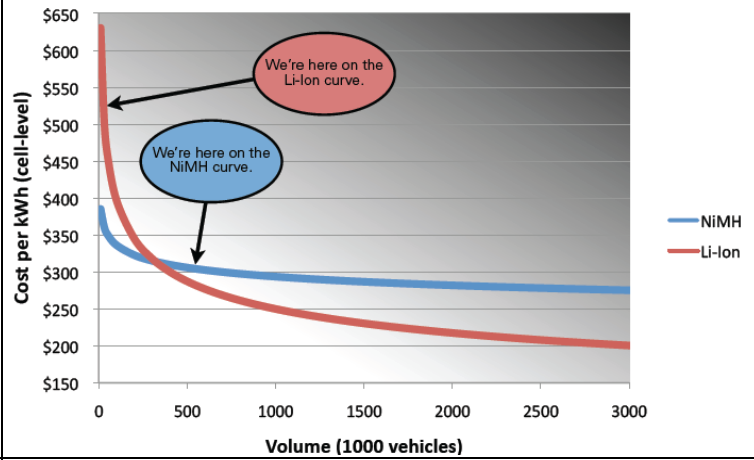


그림 6. 자동차 생산 시장 전망, 2020년



자료: Global Insight

그림 7. Ni-MH와 Li-Ion 배터리 단가추이



자료: Kromer et al(2007) & PMI analysis

**Li-ion배터리가 12V 납축전지 시장에 진입하기엔 무리가 있다.**

기존 내연기관 자동차에 사용되는 12V 납축전지의 Li-ion화 리스크 또한 향후 수년간은 동사를 위협할 수준에 도달하리라고 생각되지 않는다. Ni-MH나 Li-ion배터리가 기존의 납축전지를 대체하기 위해서는 높은단가를 극복해야만 한다.

현재 납축전지의 단가는 Ni-MH 의 1/4 수준으로 이미 개량의 잠재성이 고갈된 Ni-MH 배터리의 경우 현재보다 더 낮아질 가능성은 희박하다. 차세대 배터리 시장을 이끌 Li-ion 배터리 또한 납축전지의 낮은 단가에 근접하기 위해서는 최소한 300 만 대 이상의 생산량에 도달해야 하지만 (그림 3 참조), 현재 하이브리드 시장 규모는 연 50 만대에 불과하다. 예상보다 하이브리드 시장의 성장성이 크다고 가정하더라도 Li-ion 배터리의 12V 납축전지 대체화에는 기술적 장벽도 존재한다. 2010 년 양산이 계획되어 있는 GM Volt 의 경우, Li-ion 배터리를 탑재하지만 고온에 약한 Li-ion 특성상 배터리 자체 냉각을 위한 냉각장치가 탑재되어 있다. 이는 Li-ion 배터리가 차량용으로 쓰이기 위해서는 냉각장치가 필수적이라는 사실을 증명하는데 이러한 냉각장치를 보조전력을 위해 쓰일 12V 전지에 적용한다는 것은 Li-ion 의 적은 부피 및 무게 장점을 상쇄하게 된다. 즉, 구동배터리의 Li-ion 화는 이미 진행 중이지만 이것이 12V 납축전지의 Li-ion 화를 뜻하는 것은 아니다라고 결론 지을 수 있겠다.

● 영업이익, 당기순이익 급증

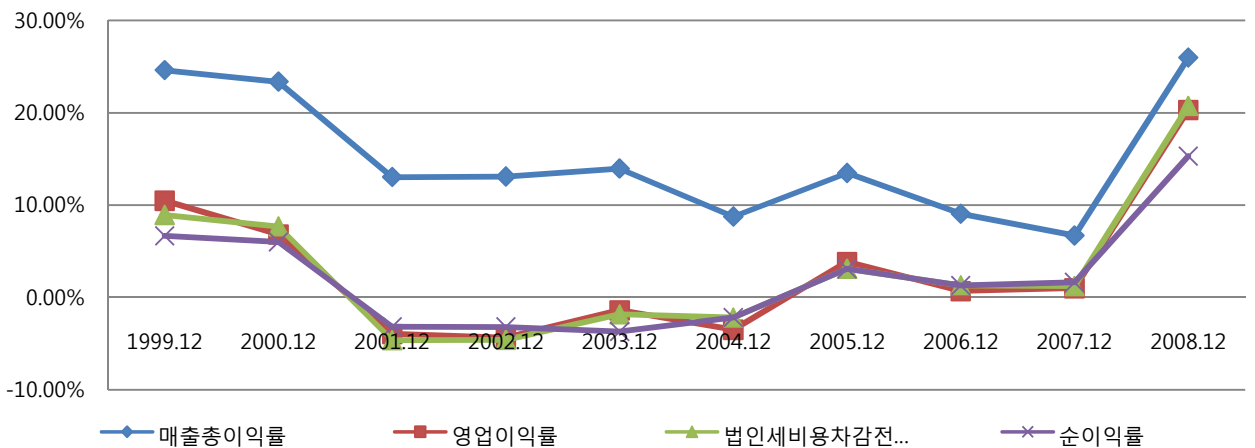
2008년 재무제표를 살펴보면 2007년과 2008년 매출총이익, 영업이익 및 당기순이익이 급증한 것을 확인할 수 있다. 동사의 출하량은 2007년 800만대를 정점으로 정체를 보이며 소폭 하락하고 있음에도 불구하고 동사의 매출과 이익은 큰 폭으로 증가하였다.

이러한 원인으로는 2007년 하반기를 기점으로 급등한 환율에 의한 효과와 원재료 가격의 하락을 들 수 있다. 수출비중이 87%에 달하는 동사의 경우 환율상승에 의한 영향이 고스란히 매출의 증가를 가져왔고 이로 인한 매출차이가 대부분 당기순이익 증가에 기여하게 되었다. 그러나 수출가격에 연동되어 상승하는 국내 내수시장은 제품가격 상승으로 인해 내수시장의 출하량이 다소 감소한 것으로 보인다.

납축전지의 경우 매출원가 중 원재료가 차지하는 비중은 70%이상을 차지한다. 최근의 납 가격은 2007년 최고점대비 63%이상 감소한 상태로 2006년 이후 약 44.8% 급증했던 납가격의 경우 2008년 4.58% 감소하면서 환율과 함께 이익에 큰 기여를 하고 있다.

또한 동사는 2001년 전주신공장 완공과 함께 축전지에 쓰이는 납의 양을 줄이는 연구를 지속하여 왔다고 밝히고 있다. 이에 리서치 3팀은 아래 그래프에서 제시된 개당 쓰이는 납의 양은 사업보고서에 표시된 매출원가 및 납 평균 가격 등을 바탕으로 분석 하였으며, 이를 통해 2004년 이후 개당 납의 양이 급격히 감소한 것을 확인할 수 있었다. 이러한 영향으로 타사에 비해 가격 경쟁력 및 납 가격의 급변으로 인한 영향을 수익성 악화 영향을 줄이는 데 효과적으로 대처하고 있음을 확인 하였다.

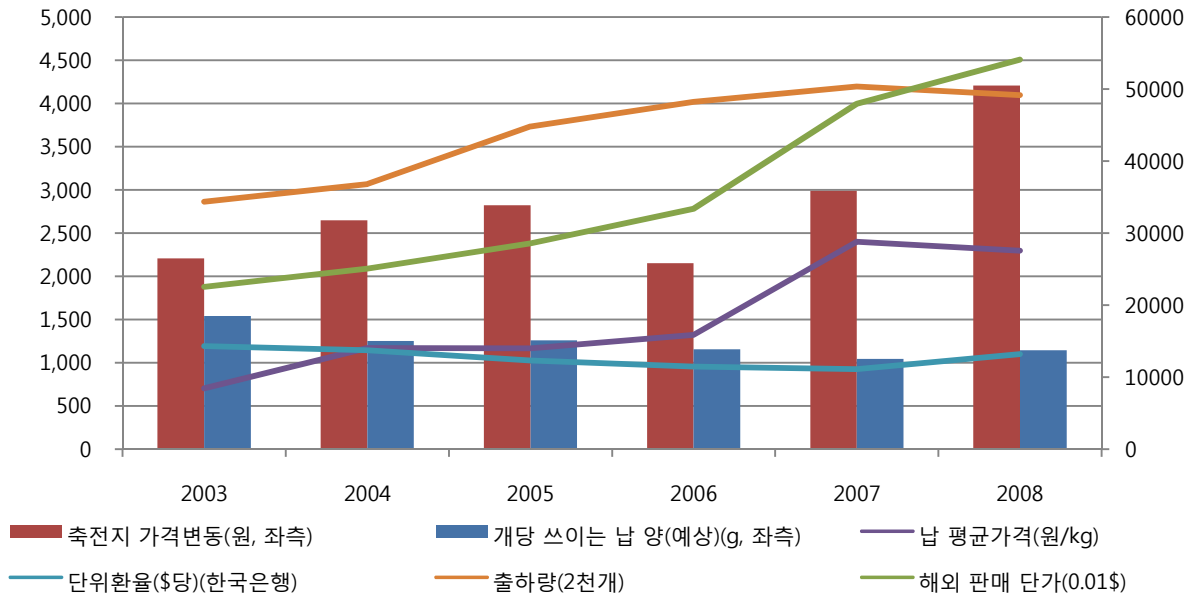
그림 8. 수익성 변화 추이



자료: Research 3 Team, 아트라스BX

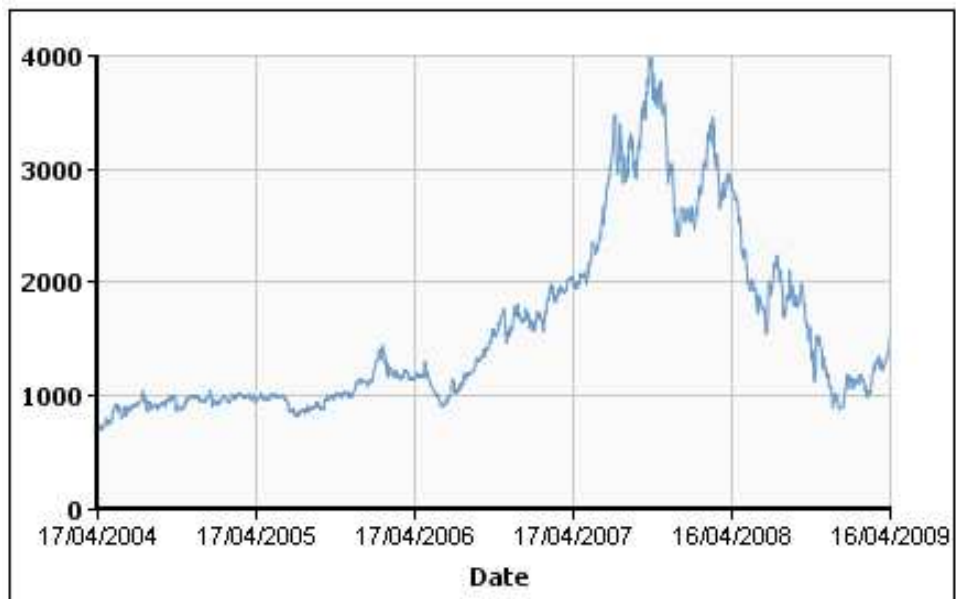


그림 9. 환율 및 원재료에 의한 영향



자료: Research 3 Team, 아트라스BX

그림 10. 원재료(납)가격 변화 추이



자료: London Metal Exchange

### Ⅲ. 경쟁사 분석

- 수익성을 높이고 있는 아트라스 BX

국내 납축전지 시장은 세방전지, 아트라스BX, 델코, 현대에너셀이 과점하고 있다.

현재 국내 납축전지 시장은 세방전지, 아트라스 BX, 델코, 현대에너셀 4 개 업체가 과점하고 있다. 이 중 세방전지와 아트라스 BX 는 시장 규모가 더 큰 A/S 시장 (70%), 해외시장을 공략하고 있고, 델코와 현대에너셀은 완성차에 납품하는 OEM 시장(30%)에 집중하고 있다. 시장점유율은 2008 년 기준 세방전지 40.1%, 아트라스 BX 26.7%, 델코 19.6%, 현대에너셀 12.4%로, 4 년간의 시장점유율 추이를 보면 큰 변동 없이 세방전지와 아트라스가 1,2 위를 지키고 있다. 수출을 주로 하고 있는 세방전지와 동사의 세계시장 점유율은 각각 3.2%, 1.9%로 낮은 수치를 기록하고 있다. 하지만 꾸준히 시장에서 점유율을 높여가며 성장하고 있다.

동사와 세방전지 모두 원화약세와 납가격 인하로 실적이 대폭 개선되었다.

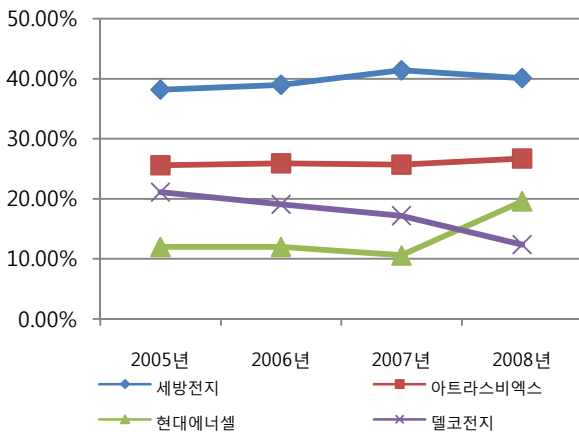
동사와 세방전지가 집중하고 있는 A/S 시장은 신차보다는 기존 자동차 물량이 훨씬 많기 때문에 신규수요 시장보다 큰 규모를 가지고 있다. 자동차 생산변화의 큰 영향을 받기보다는 일정 규모의 시장을 유지하고 있는 특성을 지니고 있기 때문에 2008 년 경기침체로 인해 자동차 판매수가 줄었음에도 매출액은 증가했다. 한편, 수출시장은 세계 시장의 수요 변동에 따른 영향을 받고 있고, 납축전지는 국내 생산대비 수출비중이 내수보다 큰 규모의 수급구조를 이루고 있어 수출위주의 매출이 이루어지고 있다. 수출 시장에 진출한 동사와 세방전지는 2008 년 원화 약세로 인해 환율 수혜를 입었고, 납축전지 원재료인 납의 가격이 크게 하락했고, 동시에 제품의 단가는 상승하면서 추가 수익을 얻을 수 있었다.

더 많은 수익을 낸 업체는 아트라스BX이다.

이와 같이 수출 시장에 집중하고 있는 아트라스 BX 와 세방전지 모두 원화약세와 납가격 하락의 호재로 2008 년 같이 실적이 크게 개선되었다. 하지만 두 업체 중 보다 더 큰 수익을 거둔 업체는 아트라스 BX 이다. 동사는 매출액총이익이 412%, 영업이익이 2605%, 당기순이익이 1152%만큼 증가했고, 세방전지는 각각 131%, 272%, 301%씩 증가했다. 그렇다면 왜 동사가 세방전지보다 더 큰 수익을 거둘 수 있었을까?

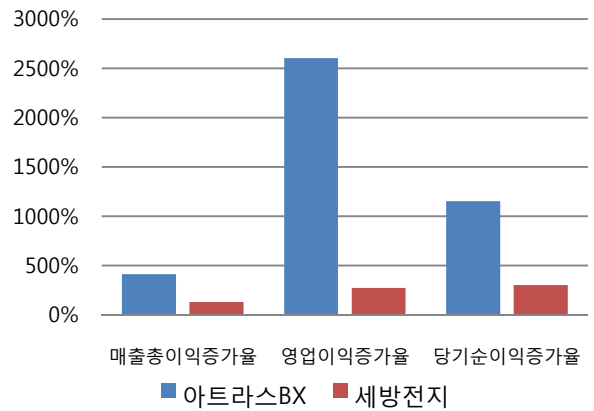


그림 11. 국내 시장 점유율



자료 : kislinc, 아트라스BX

그림 12. 동사와 세방전지의 수익성 비교



자료 : 아트라스BX, 세방전지

수출비중이 높은 동사가 환율 효과가 더 컸다.

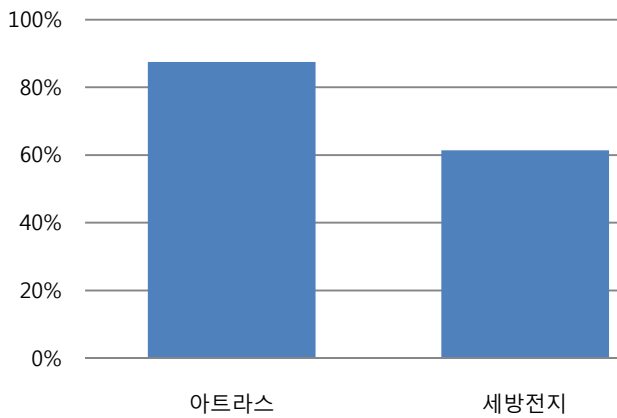
먼저 수출비중에서 그 원인을 찾을 수 있다. 동사는 생산하는 납축전지의 88%를 해외 여러 나라로 수출하고 있고, 세방전지는 제품의 61%만을 수출하고 있다. 2008년 원화가 약세를 보이면서 세방전지보다 수출비중이 높은 동사의 환차익이 더 크게 발생했고, 그만큼 당기순이익률도 더 크게 증가할 수 있었던 것으로 판단된다.

● 원가경쟁력을 지닌 아트라스BX

원가경쟁에서도 동사가 세방전지보다 우위에 있다.

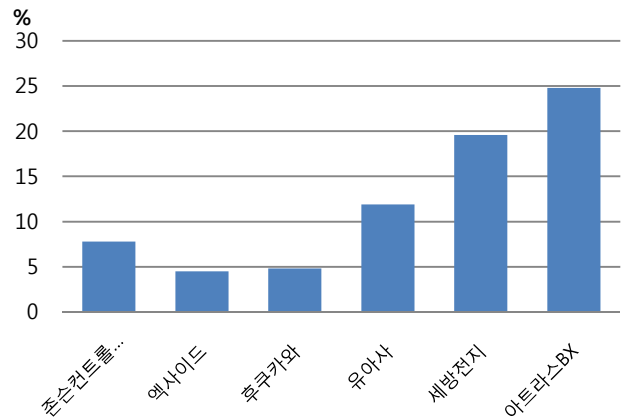
원가경쟁에서도 세방전지를 앞섰기 때문에 순이익을 더 늘릴 수 있었다. 축전지 제조에 있어 납이 원재료의 80%를 차지하기 때문에 축전지업계의 수익성에 끼치는 영향이 크다. 따라서 납가격이 크게 떨어진 2008년에 축전지제조 업체 모두 이익이 발생했고, 특히 동사의 경우 단위전지당 사용되는 납의 양을 줄이며 대폭 원가를 절감할 수 있었기 때문에 타 업체에 비해 더 높은 수익성을 확보했다. 동사는 공정개선을 통해 단위전지당 소요되는 납 중량을 5~10% 선으로 줄였다. 납축전지의 성능은 높이면서 단위전지당 소요되는 납 중량을 줄이려면 특별한 기술이 필요하며, 이 기술은 납축전지 제조업체 세계시장점유율 1위 업체인 Johnson Controls, Inc.(JCI)와 동사 외에는 아직 도입한 회사가 없다. 기술을 통해 원가 절감을 한 동사의 영업이익률은 해외 여타 업체들과 비교해도 독보적으로 높다. 시장 점유율 1위인 JCI는 물론 세방전지를 제외한 미국, 일본 업체들도 영업이익률이 한 자릿수에 그쳤지만, 동사는 25%에 가까운 높은 영업이익률을 기록했다. 또한 원재료 조달주기를 기존 3~6개월에서 1~2개월로 단축했고, 제품 단가도 매년 높이는 등 구조적으로 납 가격 상승에 의한 영향을 감소시키기 위한 노력을 기울이고 있어 향후 납가격이 상승한다고 해도 세방전지에 비해 타격을 덜 받을 것으로 판단된다.

그림 13. 동사와 세방전지의 수출 비중



자료 : Research 3 Team

그림 14. 납축전지 제조업체 영업이익률



자료 : 아트라스BX, 세방전지

● **新사업 비교**

**세방전지의 Ni-MH와 Li-ion전지 시장으로의 진출은 현명한 선택이었을까?**

동사가 세방전지보다 실적이 더 크게 향상되면서 경쟁력 있는 되는 모습을 보였지만, 세방전지와 비교에서 약점으로 언급되는 부분이 바로 미래 성장성 부분이다. 세방전지는 납축전지 시장의 성장이 둔화될 것으로 판단하고, 새로운 이차전지 개발을 해오고 있는데 반해 동사는 새로운 성장동력을 모색하려는 움직임을 보이지 않았다. 하지만 과연 세방전지의 Ni-MH와 Li-ion 전지 시장으로의 진출이 현명한 판단이었는지, 이 사업부에서 수익을 낼 수 있는지 고려해 볼 필요가 있다.

**1조 이상의 투자비용이 필요하고 이미 대기업이 진출해있는 Ni-MH와 Li-ion전지 시장으로의 진출 성공가능성은 희박하다.**

세방전지는 2005년에 Ni-MH를 개발해 2007년 9월부터 양산하기 시작했다. 이후 이는 산업용 축전지에 사용되어 왔고, 최근 차량용에도 이용하려고 하고 있다. 하지만 산업용에서 차량용으로 적용 범위를 넓히려면 차량용 납축전지 매출처도 확보해야 하고 많은 투자비용이 더 들어가야 하기 때문에 차량용 전지 사업으로의 진출 가능성이 크지 않은 상태로 보인다. 세방전지는 Li-ion 전지개발도 진행 중인데 Li-ion 전지를 개발, 양산하기 위해서는 1조 이상의 투자비용이 필요해 중소기업이 양산하기에는 무리가 따른다. 또한 이미 대기업 LG 화학은 GM, 기아, 현대자동차와 협력하고 있고, Panasonic은 Toyota와 함께 Panasonic EV Energy를 설립하여 차량용 Ni-MH 전지를 생산하고 있기 때문에 세방전지가 Ni-MH와 Li-ion 전지 시장 진출의 성공가능성은 낮다고 판단된다.

동사는 Ni-MH와 Li-ion 전지 대신 AGM배터리를 개발하는 등 수익성이 높은 사업에 집중하고 있다.

동사는 Ni-MH와 Li-ion 전지 개발은 하고 있지 않다. 대신 AGM 배터리를 개발했는데, AGM 배터리(Absorptive Glass Mat)는 제 3 세대 차량용으로 개발된 특수유리섬유 격리판 기술이 적용된 배터리로, 산이 넘어오지 않도록 하는 유리섬유매트의 separator를 가지고 있다. AGM 배터리는 에너지 밀도를 극대화 할 수 있고, 하이브리드카에도 사용될 수 있다. 하이브리드카에 사용된다면 Ni-MH와 Li-ion 전지보다 5 배~15 배가 저렴하기 때문에 유리한 위치를 점할 수 있다. 또한 동사는 기존에 집중했던 UPS 시장이 아닌 태양광, 풍력발전에 사용되는 산업용 축전지 시장에 진출하기 위한 준비를 하고 있다. 현재 이를 위해 전주공장에서 AGM 축전지라인을 혼류형태로 생산하고 있다. 혼류형태는 생산단가가 비교적 높지만, 고부가가치 제품이라 수익성이 좋다는 장점이 있다. 풍력과 태양광은 대체 에너지로 주목받고 있고, 풍력 발전기의 수요도 늘어날 것으로 보여 향후 동사의 축전지의 수요도 많아질 것으로 기대되며 늘어날 수요에 대비해 동사는 2 년내에 신규 생산라인 설치를 계획 중에 있다고 밝히고 있다. 동사는 축전지 제조기술을 극대화 해 경쟁력 있는 분야에 집중하며 품질을 높이는 동시에 기존에 생산해오던 축전지에 부가 가치를 주입해 수익성을 높이는데 주력하고 있으며, 끊임없이 틈새시장을 공략 하며 미래에 대비하고 있다.

그림 15. AGM배터리



자료 : 아트라스BX

그림 16. 2차 전지업체와 완성차업체 파트너

전지업체	완성차업체	JV or 전지 생산업체	투자	생산 계획	하이브리드카로의 전지 공급 실적
LG 화학(한)	GM 현대차	LG 화학	2015년까지 총 1조원 투자	Volt 및 2015년까지 GM이 생산하는 전기자동차 25만대 배터리 독점 공급 09년 현대 아반떼, 기아 포르테 하이브리드에 장착	
삼성 SDI(한)	미정	SB-Limotive	SDI와 보쉬가 50:50 투자	세계 1위 자동차 전장업체 보쉬와 합작. 유럽 완성차업체 3개와 협력 중	
파나소닉(일)	도요타	Panasonic EV Energy	도요타 60%, 파나소닉 40% 지분 투자	2010년부터 연간 100만대 이상 판매계획. 니켈수소이온 전지 연간 50만개 생산 중, 09년 80만개, 10년 100만개 생산 계획	도요타 Prius, Camry 등
산오(일)	폭스바겐	산오	2015년까지 약 800억엔 투자(주요 폭스바겐용 리튬이온 전지)	09년 1.5~2만대 규모로 생산 개시, 15년 연 170~180만대(월 천만셀)로 확대, 20년 200만대 목표. 2010년 시장 점유율 50%, 20년 40% 목표	포드 Escape, 머큐리 Mariner, 혼다 Accord, insight, 아우디 Q7(예정)

자료 : 신영증권 산업분석 보고서

## IV. 이러한 상태가 계속 유지될 수 있을까?

2008년 매출은 판매 단가와 환율상승으로 대폭 성장하였다

과점적 지위는 판매 가격 결정에 큰 영향을 미친다

- 환율과 납가격 상승이 매출성장에 미친 영향 분석

2007년과 비교해서 2008년의 제품 출하량은 큰 차이가 없다. 하지만 단가 인상효과로 매출이 516억 증가했고, 환율효과로 564억원이 증가했다. 전년 대비 매출 증가와 1%였던 영업이익이 20.3%로 개선된 것은 단가 인상과 환율 상승 때문에 일어난 것이다. 다른 요건들은 고정시킨 채 economist가 예측한 2009년 환율을 적용 시킬 경우 매출액이 더욱 늘어난다. 따라서 아트라스 BX는 이와 같은 매출을 계속 유지할 수 있을 것인지 여러 요인들을 분석해보았다.

- 납축전지 판매단가의 향후 추이

- 1) 내수 시장에서 과점적 지위

2006년부터 2007년 2분기까지 가파른 납 가격의 상승이 축전지 판매단가 상승에 결정적인 요인으로 작용했다. 하지만 2007년 3분기 이후 납 가격은 하락하고 있으나, 축전지 판매단가는 떨어지지 않고 상승하는 추세를 이어갔다. 이렇게 벌어진 판매단가와 원재료의 가격차이가 아트라스 BX의 영업이익률 상승에 기여했다. 그리고 현재 국내 축전지 시장은 4개사가 과점을 이루고 있어 원재료 가격의 하락이 제품가격 하락에 큰 영향을 주지는 못할 것으로 보인다. IR과의 통화에서도 한 번 올라간 가격을 떨어뜨리기엔 고려해야 할 요소가 많아 가격인하는 쉽게 일어나지 않을 것이고, 하락하더라도 폭이 크지 않을 것이라는 것을 알 수 있었다.

그림 17. 요인 별 매출증가 분석

	국내출하량	단가	수출출하량	단가(\$)	환율	매출
2007 매출	1,425	₩35,866	6,971	40	925	₩309,036,050
2008 수량변화	1,088	₩35,866	7,111	40	925	₩302,129,208
수량감소효과						-6,906,842
2008 단가변화 시	1,088	₩50,502	7,111	45.1	925	₩351,599,319
단가변화 효과						51,599,319
2008 환율변화 시	1,088	₩50,502	7,111	45.1	1,101	₩408,043,592
환율변화효과						56,444,274
2009 환율 1425 원대	1,088	₩50,502	7,111	45.1	1,345	₩486,295,881

자료: Research 3 Team, 아트라스BX



현재 47%의 공급계약은 납가격 변화에도 영업이익을 훼손하지 않는다

환율과 납가격의 상승은 모두 납축전지 판매단가를 상승시킨다

국내 축전지 산업은 세방전지가 45%, 아트라스 BX가 25%를 점유하고 있다. 지배적인 점유율을 차지하고 있는 두 회사의 축전지 판매단가는 큰 차이 없이 변화하고 있다. 이 두 기업이 다만 가장 고려하는 것은 서로의 가격인 것으로 보인다.

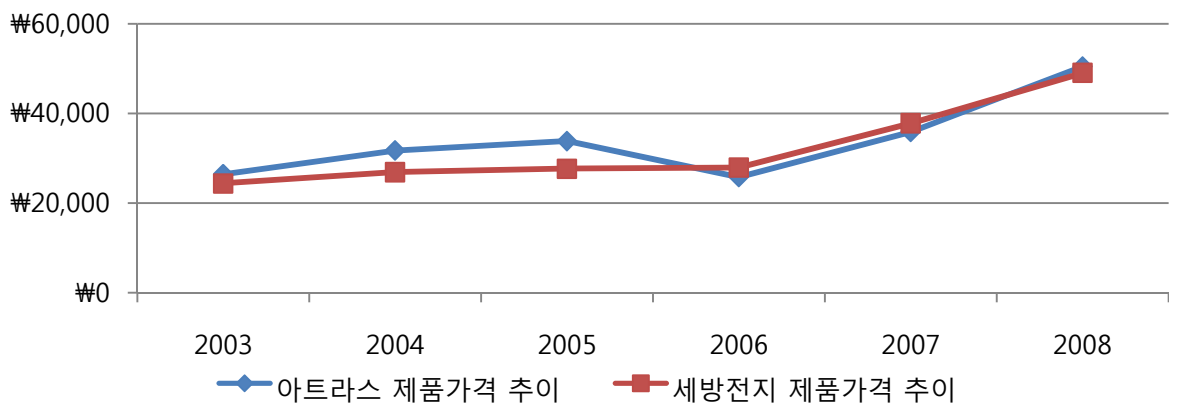
2) 납가격 연동 계약의 급증

현재 납가격이 떨어져있는 상태에서 판매단가가 떨어지지 않아 큰 매출 이익을 내고 있는 상황이다. 게다가 앞으로 원재료 가격이 상승해도 이에 판매단가를 연동하여 공급하는 계약이 전체 공급계약 중 47%를 차지한다고 한다. 환율과 판매가격 상승에 인한 일지적인 영업이익 상승이 아니라 앞으로도 지속 가능한 이익구조를 갖추게 된 것이다. 따라서 축전지의 판매단가는 지금 수준을 유지하거나, 원재료 가격이 상승하면 그와 같이 상승하는 모습을 보일 것으로 예상된다.

3) 환율과 납 가격이 납축전지 판매단가에 미치는 영향

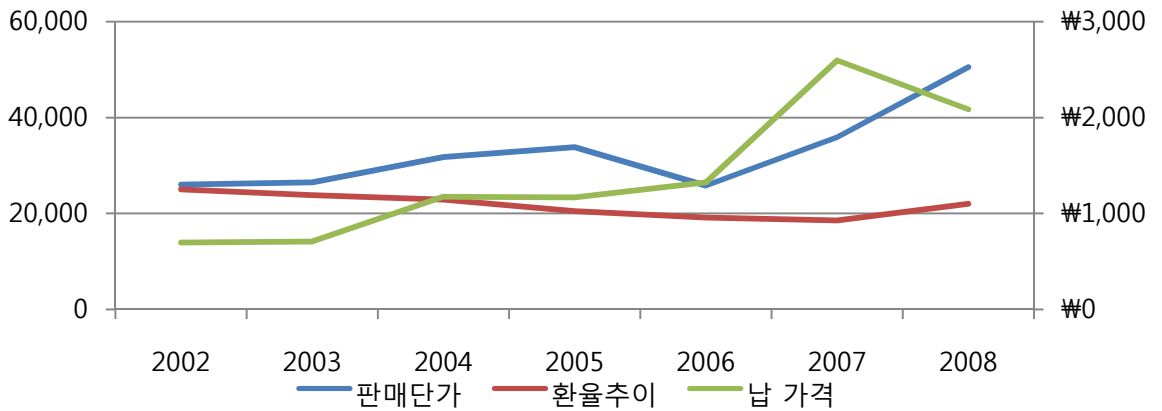
환율이 떨어졌던 2007년까지 납축전지 판매단가를 상승 시킨 것은 원재료의 가격이었다. 하지만 2007년부터 2008년에 걸쳐 원재료의 가격이 떨어지고 있음에도 환율이 상승한 것이 판매단가의 상승에 영향을 미치고 있다. 환율과 납 가격은 서로 다른 요인이 떨어지고 있는 상황에서도 판매단가를 올리는 모습을 보여주고 있다. 이는 축전지 산업을 과점하고 있는 몇 개의 회사가 갖는 가격 지배력이 환율이나 납 가격 상승을 구실로 판매단가를 올리고 있는 상황으로 보인다. 결국 판매단가는 납 가격이나 환율만 생각해 볼 때, 두 요인이 동시에 하락하지 않는 이상 감소하기 어려울 것이다.

그림 18. 아트라스BX와 세방전지의 납축전지 판매단가 추이



자료: Research 3 Team, 아트라스BX, 세방전지

그림 19. 환율, 납 가격, 납축전지 판매단가의 변화 추이



자료: Kislinc, 아트라스BX

4) 세계시장에서도 비슷한 상황

동사는 반사이익을 꾸준히 누릴 것이며 중국, 인도 등의 신규 진입은 제한적일 것이다.

세계 납축전지시장의 절반 가까이를 점유하고 있는 2개사(JCI:36%, Exide)의 상황 또한 국내 시장의 상황과 비슷한 편이다. 전세계에 대표적인 납축전지 생산업체들의 영업이익률을 (표14) 비교해 보면 동사가 월등히 높은 상태로 납 가격의 상승으로 영업이익이 감소할 경우 앞서 언급한 2개사는 무리한 가격경쟁보다는 꾸준한 단가 인상으로 대응 할 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 동사는 가격인상으로 인한 반사이익을 꾸준히 누릴 것으로 보이며, 성장성이 한계가 있는 상황에서 중국 및 인도 등의 신규진입 또한 제한적일 것으로 보인다. 그리고 이러한 단가의 변화는 납 가격의 하락에 시차를 두고 영향을 받으나 원가 상승에 비해 둔감할 가능성이 높다.

● 이익구조를 계속 유지할 수 있을 것인가?

여러가지 요인을 고려했을 때 향후 몇 년간 높은 영업이익률이 기대된다

아트라스BX의 이익구조에 영향을 미치는 요인들은 여러 가지가 있다. 먼저, 환율은 정부의 수출 부양을 위한 고환율 정책과 맞물려 높게 유지될 것으로 예상된다. 하지만 납 가격의 하락과 2007년 3분기까지 급격하게 올랐던 납 가격 때문에 도산위기에 처했던 세계의 경쟁기업들이 생산을 재개하는 시점이라 향후 납축전지 판매단가를 낮춰야하는 요인으로 작용하고 있다. 향후 5년간의 예상 환율과 납 가격 추이(3년 만기 납 선물가격 기준), 납축전지의 판매단가 하락압박을 고려하면 환율이 1345원으로 예상되는 2009년에 일시적으로 영업이익률이 대폭 상승했다가 그 이후엔 차츰 감소할 것으로 보인다. 이 시나리오를 따라 상황이 전개된다면 영업이익률은 다음 표와 같은 모습을 보일 것이라 추정되고, 목표주가 29.134로 53%의 안전마진이 발생한다. 상세한 가정과 환율, 납 가격의 민감도 분석을 Valuation에서 다루었다.



## V. Valuation

밸류에이션은 절대적 평가 방법인 DCF 모델을 사용하였고, 산출된 기업가치를 바탕으로 적정 가격을 제시하였다. 각 요소에 대한 가정 및 근거는 다음과 같다. 본 리서치 3 팀은 동사의 매출 및 이익 실현 과정이 환율과 원자재 가격에 큰 영향을 받는 것을 찾고 환율 및 원자재 스프레드를 만들어서 Valuation 을 하였다.

### 1) 스프레드의 매출량

동사는 전주 제 2 공장 완공(2000 년부터 투자)을 한 이후로 최대 생산량이 약 8,400,000 개 정도가 된다. 이 수치는 100%의 공장 가동률을 가정한 것이다. 2006 년 이후 공장 가동률은 꾸준히 96%정도 되면서 생산량이 8,200,000 개 정도이다. 앞으로도 이것 이상의 생산은 힘들다고 판단하며 동사의 CAPA 증설계획도 없으므로 미래의 총 생산량은 고정된 후 환율과 원자재 가격에 따른 스프레드를 구해서 DCF 모델을 적용하였다.

### 2) 스프레드의 매출 비중 및 납품 가격대

동사는 모든 매출액이 납축전지로 매출 비중 100%이다. 동사는 내수와 수출로 매출을 이루고 있는데 납품 가격대는 비슷하다. 왜냐하면 국내 가격과 수출 가격이 다르면 리테일러들의 차익거래가 이루어 질 수 있다. 따라서 DCF 에서의 매출액 부분을 하나로 통일해서 Valuation 모델을 가정하였다.

### 3) 개당 들어가는 납의 양 및 개당 비용

추론 과정은 다음과 같다. 매출 원가에서 생산량 개수로 나누어서 개당 비용을 구하였다. 또한 원재료에서 납이 차지하는 비중이 90%에 육박 하기 때문에 납이 차지하는 비중을 100%이라고 가정하고 개당 들어가는 납의 Kg 을 구하였다.

### 4) 환율 및 원재료 가격

스프레드의 환율은 및 원재료 가격은 그것이 영구적으로 이루어 진다고 가정 했을 시의 목표주가이다. 환율은 안정적인 값으로 회귀가 가능하나 원재료 가격이 영구적으로 이루어 진다는 것은 비현실 적인 가정이기 는 하나 원재료 가격의 변화에 따른 Target Price 의 변화를 볼 수 있다는 점에서 의미가 있다.

매출액대비비율	2008	2009	2010	2011	2012	2013
영업이익률	20.29%	40.39%	36.33%	22.48%	8.78%	-11.80%
유,무형자산 상각비	1.87%	4.04%	4.04%	4.04%	4.04%	4.04%
영업용운전자본	3.08%	5.14%	5.14%	5.14%	5.14%	5.14%
순유형고정자산	12.27%	11.36%	11.04%	10.90%	10.70%	10.40%
순무형고정자산	0.05%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%
기타영업용순자산	-0.07%	-1.51%	-1.51%	-1.51%	-1.51%	-1.51%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	407,860,978	477,630,492	410,968,900	323,235,737	295,611,465	268,333,917
환율	1,101	1,345	1,205	1,018	1,000	975
원재료(단위:\$/kg)	2.08	1.51	1.57	1.81	2.04	2.40
개당 들어가는 납의양	13.71	13.70	13.69	13.67	13.66	13.65
개당비용(단위:천원)	31.41	27.82	25.89	25.19	27.86	31.93
출하량	8,200,000	8,036,000	7,875,280	7,717,774	7,563,419	7,412,151
매출원가	301,299,745	261,600,702	238,571,157	227,483,109	246,572,440	276,899,255
개당가격(단위:\$)	45.09	44.19	43.31	41.14	39.08	37.13
개당가격(단위:천원)	49.65	59.44	52.18	41.88	39.08	36.20
매출액	407,103,586	477,630,492	410,968,900	323,235,737	295,611,465	268,333,917
매출액 대비 판관비 비중	5.67%	4.84%	5.62%	7.15%	7.81%	8.61%
영업이익률	20.3%	40.4%	36.3%	22.5%	8.8%	-11.8%
예상 EBIT	82,761,334	192,933,736	149,301,690	72,656,575	25,942,971	(31,661,391)
NOPLAT	60,001,967	146,243,772	116,455,318	56,672,129	20,235,518	(24,695,885)
(+)유,무형자산 상각비	7,646,900	19,273,958	16,583,944	13,043,623	11,928,893	10,828,154
총현금유입	67,648,867	165,517,730	133,039,262	69,715,751	32,164,411	(13,867,731)

WACC	14.27%
영구성장률	-10.00%
예상 ROIC(2 단계)	-61.72%
FCFF 추정(2 단계)	(20,694,929)
Terminal Value	(85,268,989)

현재가치의 합	268,936,190
PV of TV	(43,764,981)
현금 + 시장성유가증권	50,985,598
비영업용자산	4,465,697
Value of the Firm	280,622,505
(-)Value of the Debt	14,051,612
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	266,570,893
발행주식수	9,150,000
희석주식수	0
<b>목표주가</b>	<b>₩ 29,133</b>
<b>현재주가</b>	<b>₩ 19,200</b>
<b>기대수익률</b>	<b>52%</b>

자기자본비용	14.85%	
1년치일별베타	1.31793	
한국시장프리미엄	7.38%	
3년만기국채수익률(연평균)	5.12%	
<b>WACC</b>	<b>14.27%</b>	
차입금가치(이자발생부채)	14,051,612	
주주지분가치(시가총액)	175,680,000	
한계조달금리	9.06%	
구분	수치	비고
1987년 평균지수	417.6	한국 증권 거래소 홈페이지
2008년 평균지수	1529.5	
시장프리미엄	7.38%	21년간 지수수익률의 기하평균 및 한국 시장 알파

그림 20. 예상 주가 스프레드

	W800	W900	W1,000	W1,100	W1,200	W1,300
\$1.00	W65,181	W73,371	W81,561	W89,751	W97,942	W106,132
\$1.20	W56,035	W63,082	W70,129	W77,176	W84,223	W91,270
\$1.40	W46,889	W52,792	W58,696	W64,600	W70,504	W76,408
\$1.60	W37,743	W42,503	W47,264	W52,024	W56,785	W61,545
\$1.80	W28,597	W32,214	W35,831	W39,449	W43,066	W46,683
\$2.00	W19,451	W21,925	W24,399	W26,873	W29,347	W31,821
\$2.20	W10,305	W11,635	W12,966	W14,297	W15,628	W16,959
\$2.40	W1,159	W1,346	W1,534	W1,721	W1,909	W2,096
\$2.60	(W7,987)	(W8,943)	(W9,899)	(W10,854)	(W11,810)	(W12,766)
\$2.80	(W17,133)	(W19,232)	(W21,331)	(W23,430)	(W25,529)	(W27,628)
\$3.00	(W26,279)	(W29,522)	(W32,764)	(W36,006)	(W39,248)	(W42,490)
\$3.20	(W35,425)	(W39,811)	(W44,196)	(W48,582)	(W52,967)	(W57,352)
\$3.40	(W44,571)	(W50,100)	(W55,629)	(W61,157)	(W66,686)	(W72,215)
\$3.60	(W53,717)	(W60,389)	(W67,061)	(W73,733)	(W80,405)	(W87,077)
\$3.80	(W62,863)	(W70,678)	(W78,494)	(W86,309)	(W94,124)	(W101,939)

자료 : Research 3 Team

그림 21. 예상 수익률 스프레드

	W800	W900	W1,000	W1,100	W1,200	W1,300
\$1.00	241.26%	284.14%	327.02%	369.90%	412.78%	455.67%
\$1.20	193.37%	230.27%	267.17%	304.06%	340.96%	377.85%
\$1.40	145.49%	176.40%	207.31%	238.22%	269.13%	300.04%
\$1.60	97.61%	122.53%	147.45%	172.38%	197.30%	222.23%
\$1.80	49.72%	68.66%	87.60%	106.54%	125.48%	144.41%
\$2.00	1.84%	14.79%	27.74%	40.70%	53.65%	66.60%
\$2.20	-46.05%	-39.08%	-32.11%	-25.15%	-18.18%	-11.21%
\$2.40	-93.93%	-92.95%	-91.97%	-90.99%	-90.01%	-89.02%
\$2.60	-141.82%	-146.82%	-151.83%	-156.83%	-161.83%	-166.84%
\$2.80	-189.70%	-200.69%	-211.68%	-222.67%	-233.66%	-244.65%
\$3.00	-237.59%	-254.56%	-271.54%	-288.51%	-305.49%	-322.46%
\$3.20	-285.47%	-308.43%	-331.39%	-354.35%	-377.31%	-400.27%
\$3.40	-333.36%	-362.30%	-391.25%	-420.20%	-449.14%	-478.09%
\$3.60	-381.24%	-416.17%	-451.11%	-486.04%	-520.97%	-555.90%
\$3.80	-429.13%	-470.04%	-510.96%	-551.88%	-592.80%	-633.71%

자료 : Research 3 Team



## VI. Appendix

### 손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	1,942	2,124	3,089	4,079
매출원가	1,680	1,932	2,882	3,020
매출총이익	261	192	207	1,059
판매비 및 일반관리비	187	178	176	231
인건비	18	21	20	34
감가상각비	1	2	2	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타판매비 및 일반관리비	24	24	21	33
영업이익	75	14	31	828
영업외손익	-15	13	7	17
이자수익	0	0	0	11
이자비용	20	13	13	10
외환차손익	-3	-0	0	24
외환환산손익	0	0	1	-9
지분법이익의 손익	5	5	5	6
기타영업외손익	4	-0	15	-4
세전계속사업이익	60	28	38	845
법인세비용	0	0	-12	222
계속사업이익	60	27	50	623
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	60	27	50	623
EPS (원)	655	298	544	6,813
수정 EPS				

### 현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로 인한 현금흐름	113	173	-87	808
당기순이익	60	27	50	623
비현금수익비용가감	114	86	102	128
유형자산감가상각비	78	73	69	71
무형자산상각비	4	4	5	6
퇴직급여	21	15	19	23
외환환산손익	-0	-0	-1	6
지분법평가손익	-3	173	-87	808
기타	14	-179	98	-786
영업활동으로 인한 자산부채변동	-61	60	-239	57
투자활동으로 인한 현금흐름	-54	-39	-52	-338
유형자산 투자	-55	-38	-43	-112
유형자산 처분	0	0	2	0
무형자산 증감	-2	-5	-1	-0
투자자산 증감	4	1	-9	0
기타	-1	3	1	-225
재무활동으로 인한 현금흐름	-66	-157	154	-202
정당기차입금증가	70	-88	163	-194
사채증감	0	100	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-6	-4	-7
기타	-137	-162	-5	0
영업투자재무활동 기타현금흐름	0	0	0	0
순현금흐름	-8	-23	15	268
기초현금	37	29	6	22
말현금	29	6	22	290

### 대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	500	441	752	1,244
현금등가물 및 단기금융상품	29	6	22	510
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	229	210	398	325
재고자산	227	200	290	390
비유동자산	593	587	574	574
투자자산	43	73	69	45
유형자산	517	483	459	500
무형자산	20	21	17	2
자산총계	1,093	1,028	1,325	1,818
유동부채	538	349	602	649
매입채무	128	168	244	167
단기차입금	163	74	240	41
유동성장기차입금	6	0	0	0
비유동부채	64	164	175	30
사채	0	100	100	0
장기차입금	7	1	0	0
부채총계	602	513	778	679
자본금	92	92	92	92
자본잉여금	316	316	316	316
이익잉여금	84	105	151	767
자본조정	0	0	0	0
자본총계	492	515	548	1,139

### 주요투자지표

(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	23.9%	9.4%	45.4%	32.0%
EBITDA 성장률 %	545.7%	-41.4%	13.8%	767.2%
EBIT 성장률 %	236.2%	-80.7%	113.0%	2604.5%
총자산성장률 %	2.1%	-5.9%	28.9%	37.2%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	13.5%	9.1%	6.7%	26.0%
EBITDA 마진률 %	8.1%	4.3%	3.4%	22.2%
EBIT 마진률 %	3.8%	0.7%	1.0%	20.3%
세전계속사업이익률 %	3.1%	1.3%	1.2%	20.7%
당기순이익률 %	3.1%	1.3%	1.6%	15.3%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	122.4%	99.6%	142.0%	59.6%
순부채비율 %	61.3%	33.9%	58.1%	-32.4%
유동비율 %	93.0%	126.4%	124.8%	191.7%
당좌비율 %	50.7%	69.1%	76.6%	131.6%
이자보상배율	3.8	1.1	2.3	85.3
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	13.0%	5.4%	9.4%	73.9%
ROA %	5.5%	2.6%	4.2%	39.7%
ROIC %	9.6%	1.9%	1.6%	78.7%
<b>Per Share Ratios</b>				
수정 EPS	656	299	544	6,813
주당순자산	5,372	5,630	5,984	12,453
주당현금흐름	1,549	1,143	1,349	7,648
주당배당금	100	60	80	500