



축전지산업

Company

세방전지

아트라스BX

목 차

1. Overview
2. About Storage battery
3. The Storage battery industry Analysis
4. The Demand and Supply of Lead
5. Risk
6. Top pick

Research 2 & QM Team

일 시	08.07.07
총 괄	홍진호(헤르메스 투자자문) siggy00@hmasset.com
팀 장	장우진 박일규
팀 원	김도현 박성원 박의규 김성애 김현조 이승헌 하다일 조유리 김태훈 곽혜리 이재국 김수정 장영준 김수정 윤상진

Quantitative Management

2008년 7월 7일

산업분석 / 축전지

축전지산업

실적의 향상이 주가에 반영되는 시점

■ 2008년 1분기 영업이익 폭발적인 증가

계절적 비수기임에도 불구하고, 2008년 1분기 국내 상장사 세방전지, 아트라스BX는 작년 연간 영업이익에 육박하는 호실적을 기록.

■ 영세한 축전지업체들의 가동중단

2006년 중반부터 시작된 원재료의 가장 큰 비중을 차지하는 납(연)가격의 폭등과 부재료로 들어가는 황산가격의 급등으로 인해 국내외 축전지 업체 모두 원가의 압박을 받음. 이에 따라 중국 및 동남아 영세업체들이 운전자본의 급격한 증가를 견디지 못하고 공장가동 중단사태에 이룸. 이에 따른 수혜를 국내업체들이 누리고 있음.

■ 납 가격의 하향안정화에 따른 마진을 지속

납 가격의 하락과 더불어 산업구조 재편에 따른 판매단가 안정화에 따라 당분간 국내 축전지 업체들은 예전과 달리 안정된 이익을 기록할 가능성이 높아 보임.

■ Top pick: 아트라스BX, 세방전지

2008년 1분기에 보여준 축전지 업체들의 호실적은 일시적인 실적개선이 아닌 상당기간 지속 가능한 것이라 판단된다. 국내에 상장된 축전지 업체 아트라스BX, 세방전지를 업종내 Top pick으로 제시한다. 2위 업체인 아트라스BX를 최선호주로 추천하는 이유는 세방전지 대비 가격메리트가 더 높기 때문이다.

1. Overview

최근 국내 축전지업체의 주가가 연초 대비 2배 이상 상승하였다. 이는 작년 4분기부터 시작된 실적개선에 따른 것으로, 2008년 1분기 국내 축전지업체들은 작년 4분기 보다 더욱 놀라운 실적개선을 보여주었다.

납 가격 상승과 축전지 업체들의 마진율

국내 축전지 업체들의 주력제품은 **연-산 축전지(Lead-Acid Battery)**이다. 이 연산축전지의 주 수요처는 차량용이고 산업용, 군용 등으로도 쓰이고 있다.

연산축전지는 원재료인 납(연)의 비중이 원가의 약 60%에 이르는데, 제품 가격 결정력이 부족한 업체들에게는 납의 가격이 마진을 결정하는 중요한 요인이 된다. 이러한 상황에서 2007년 2분기까지는 메이저 업체들이 납 가격 상승을 제품 가격에 전가시키면서 안정적인 마진을 확보하는 가운데, 상대적으로 볼륨이 작은 국내 업체들은 동남아 및 중국 업체와의 경쟁 심화로 인해 납 가격의 상승을 제품 가격에 적절히 전가하지 못하였으며, 이로 인해 실적의 안정성이 떨어지는 Business Model로 시장에 인식되어 왔다.

국내 축전지업체의 가격 결정력 상승

그러나 작년 하반기부터 축전지 산업에서 의미있는 변화가 생기기 시작했다. 납 가격의 급등은 국내업체뿐만 아니라 우리나라 업체보다 더 열위에 있는 동남아 및 중국업체들의 수익성 악화에 치명적인 타격을 가져왔다. 구체적으로, 납 가격의 폭등과 더불어 부산물로 들어가는 황산가격 마저 급등함에 따라 영세한 중국 및 동남아 업체들은 늘어나는 운전자본 증가를 견디지 못하고 가동 중단사태까지 벌어진 것이다. 그 결과 그 동안 공급과잉을 보였던 축전지 시장에서

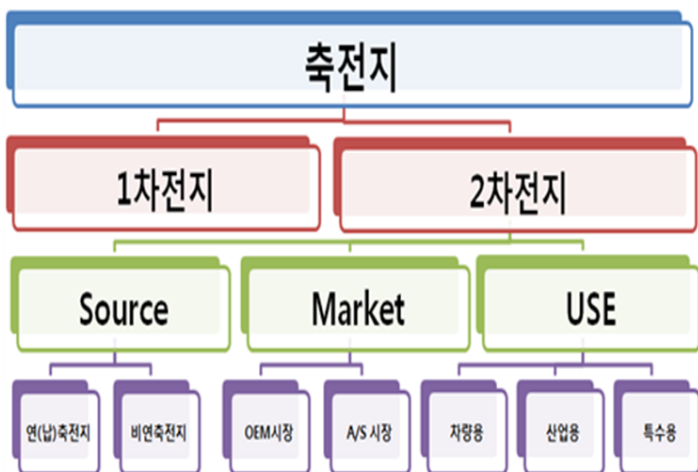
수급균형이 깨지기 시작했고 이는 국내 업체들의 가격 결정력을 높여주는 결과를 낳았다. 이로 인해 2007년 3분기 이후 국내 업체들은 해외 메이저 업체급의 마진율을 확보하게 되었으며, 납 가격 상승으로 인한 제품 단가 인상이 가져온 매출의 절대 규모 증가와 국내 축전지업체의 기본적인 펀더멘탈 상의 변화가 시장에 반영되면서 국내 축전지업체에게 새로운 세상이 열린 것이다.

2. About Storage battery

A. 축전지의 구분

축전지는 크게 충전이 불가능한 1차 전지와 충전이 가능한 2차 전지로 구분되어지며, 다시 2차 전지는 연 축전지와 비(非)연축전지로 나뉘어 진다. 부분별로는 완성차에 납품하는 OEM시장과 보수용인 A/S시장으로 이루어져 있으며, 용도별로는 자동차용, 산업용, 이륜용,

그림1. 축전지 분류



출처 : RISK

자동차용 축전지로 가장 많이 상용되는 연-산 축전지

미래에 자동차용 축전지는 리튬계 전지로 재편될 듯

2010년 하이브리드 자동차 시장 규모는 연간 100만~150만대, 1.33% 수준에 불과할 것.

특수용 등으로 나뉘어진다.¹

연-산 축전지(Lead-Acid Battery)는 자동차용 축전지를 대표하는 축전지로, 1800년대 말에 개발되어 지금까지 쓰이고 있다. 납 축전지는 비교적 싼 값으로 생산할 수 있고 사용 가능한 온도의 범위가 넓은 장점이 있다. 하지만 비교적 무겁고 에너지 저장 밀도가 높지 않아 높은 출력을 내는 부품에는 적합하지 않다. 그리하여 차량용 등으로는 널리 쓰이지만 항공기 로켓 등 최첨단 기기에는 그 사용이 제한 되는 것이 현실이며, 최근 하이브리드 자동차가 비 연축전지를 사용하는 것을 제외하고는 **자동차용 축전지**로는 99% 이상 **연-산 축전지**가 사용된다.

이외에 비 연축전지는 알칼리(니켈·카드뮴)축전지, 니켈-수소전지, 리튬이온전지 등이 있지만, 앞서 말한 하이브리드카용 니켈-수소전지를 제외하면 대부분 사용처가 휴대전화, 노트북, Portable 등으로 자동차용 축전지 시장과는 거리가 멀다.

B. 하이브리드 자동차와 비(非)연축전지

하이브리드 자동차의 성장과 함께 하이브리드 자동차 원가의 약 15%를 차지하는 핵심 부품인 2차전지 시장의 확대도 예상된다. 현재의 자동차에는 순간 출력 등에 큰 영향이 없고 안정성이 부각된 납축전지가 대세였다. 하지만 전기 에너지로 움직여야 하는 **하이브리드 자동차 시대에서는 납축전지는 사라질 것**으로 예상된다. 지금까지 하이브리드 자동차에는 니켈수소전지가 주로 사용되어 왔다. 그러나 하이브리드의 자동차 개발이 본격화된다면 리튬전지로의 전환이 불가피하다. 리튬전지는 같은 체적이라면, 출력이 2배 월등하며 이는 연비 향상은 물론 배출가스 저감으로 이어진다. 또한 수명이 긴 것도 리튬전지의 대표적 장점이다. 이러한 이유로 2차 전지 관련 조사기관인 **IIT(Institute of Information Technology)**는 **2017년 자동차용 2차전지 중 86%를 리튬계 전지가 점유할 것**으로 예측했다.

C. 하이브리드 자동차와 축전지업체

최근 고유가에 따라 하이브리드 자동차의 개발 및 출시가 이슈화 되면서 일부에서 기존 연-산 축전지 업체들의 실적악화를 우려하는 목소리가 있다. 그러나 이는 지나친 시기상조라 판단된다.

하이브리드카 시장은 2010년 전세계적으로 연간 100만~150만대 수준이 판매될 것으로 전망²되는데, 이는 전 세계 자동차 판매량(연간 7500만대를 상회)의 1.33% 수준이다. 2년 뒤에 전세계적으로 연간 100만~150만 대 수준의 '보급'이 이뤄진다고 하더라도 기존의 축전지 업체에 미치는 영향은 거의 없다고 볼 수 있는 것이다.

D. 차량용 납축전지

¹ 출처 : 세방전지 사업보고서

² 출처 : 산업자원부, '하이브리드자동차 기술 및 산업현황분석 최종보고서(2007년)'

그림 2. 차량용 축전지 매출 구조

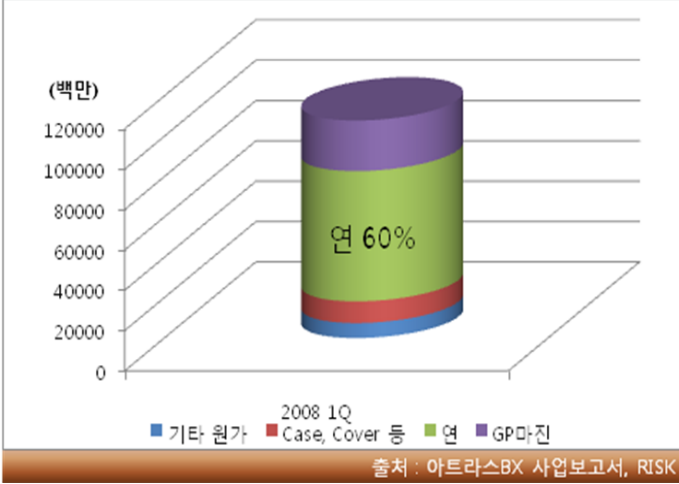
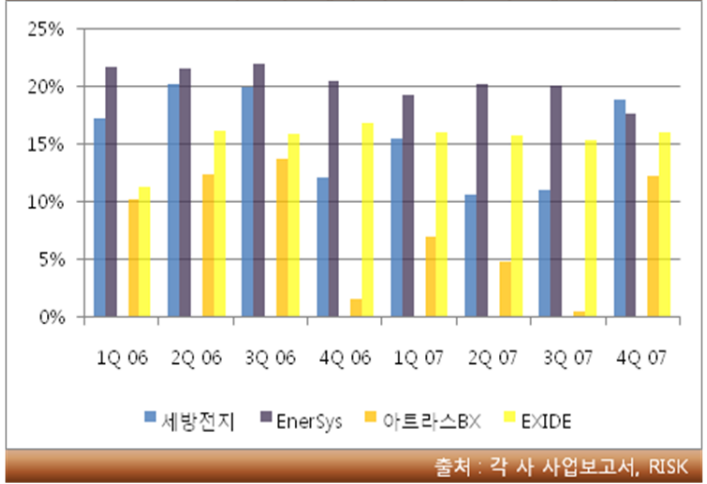


그림 3. 산업용 축전지업체와 차량용 축전지업체 GP마진



차량용 축전지 매출에서 납(연)이 차지하는 비중이 60%

현재 연-산 축전지의 주 사용처는 차량용 축전지 시장이며, 이러한 차량용 축전지 업체들의 원가 구조는 대략 그림 2와 같다.

그림 2는 국내 2위 축전지 업체인 아트라스BX의 2008년 1Q 매출원가 구조로써, 연(납)은 **차량용 축전지 원가에서 60%를 차지³**할 정도로 비중이 크다. 즉, 납 가격은 가격 결정권이 없는 업체들에게 매출원가의 상승으로 인한 마진 악화에 큰 부담을 가져올 수 있기 때문에, 축전지 업체들의 수익성 분석에 매우 중요한 요소이다.

참고로 납 축전지는 제조방법에 따라 건식과 습식 축전지가 있는데, 습식은 제조에서 판매까지 축전지 안에 전해액이 들어있지만, 건식 축전지는 내부에 전해액이 들어있지 않고 축전지와 전해액이 따로 있다. 축전지에 전해액을 부으면 비로소 축전지의 일생이 시작되는 것이다.

최근 추세는 건식 공정에서 습식 공정으로 변화하고 있다. 건식(dry type)은 비록 음극판을 산화하지 않고 출고하여 사용할 때 전해액을 넣기 때문에 습기를 차폐하고 밀봉하여 오랫동안 보관할 수 있다는 장점이 있지만, 주기적으로 전해액을 부어줘야 하는 불편함이 따른다. 반면 습식(wet type) 축전지는 출하 시부터 전해액이 들어있기 때문에 장시간 초기 충전이 필요한 단점이 있지만, 사용자 입장에서는 건식보다 손이 덜 가기 때문에, 업계 전반적으로 습식 축전지로 공정 변화가 이루어지고 있다. 하지만, 두 공정 간에 제품 원재료 상의 차이는 존재하지 않는다.

E. 산업용 납축전지

산업용 납축전지에는 UPS용⁴, 통신용, 예비전원용, 대체에너지용, 지게차용, 골프카/운반장비용, 보안장비/완구용 등의 다양한 용도가 있으며, 일반적으로 차량용 축전지에 비해서 산업용 축전지의 마진이 높은 편이다.

³ 동 분기에 세방전지는 (분기 연 매입액 / 분기 총 매출) = 57% 수준임.

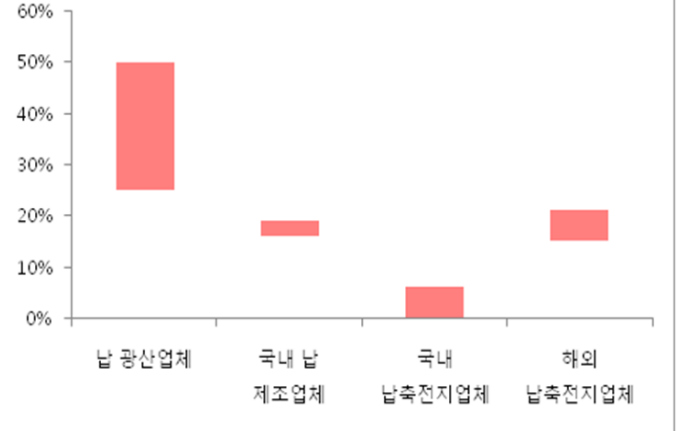
⁴ UPS는 제조설비, 은행전산시스템, 증권거래소, 관제소 등의 중요 설비에 안정된 전원을 공급하는 시스템

그림 4. 축전지업



출처 : RISK

그림 5 각 업체별 최근 3년 영업이익률



출처 : 각 사 사업보고서 RISK

국내 산업용 축전지 시장의 90%를 독점하고 있는 세방전지

국내 시장 같은 경우 세방전지가 산업용 축전지의 90%를 차지하고 독점 구조이며, 이를 통해서 안정적인 수익을 확보하고 있는 실정이다. 참고로 세방전지의 산업용 축전지 매출비중은 2007년 기준으로 22% 수준이다.

3. The Storage battery industry Analysis A. Value chain of Storage battery industry

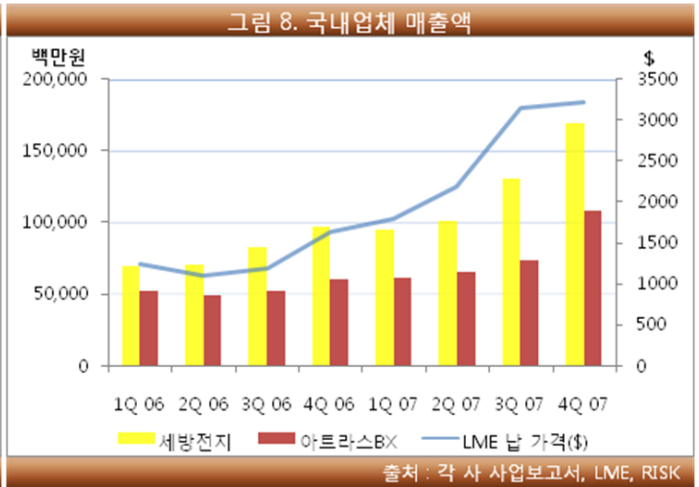
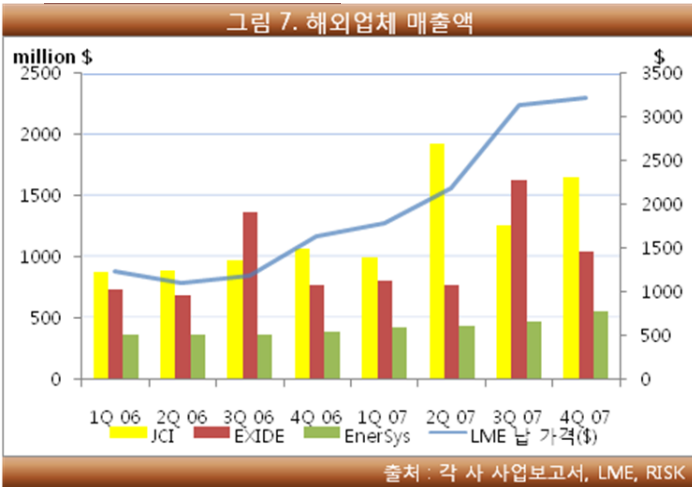
축전지의 가장 핵심 원재료는 납으로, 주요 공급업체는 대부분 호주와 같은 천연자원이 많은 나라를 중심으로 활동하는 글로벌 메이저업체들에 의해 구성되어 있다. 국내 광산업체들이 채산성 악화로 대부분 폐광한 것과는 달리 BHP billiton과 같은 메이저 회사는 2007년 사업연도 영업이익률이 25~50%에 이를 정도로 막강한 수익성을 유지하고 있다. 영업이익률의 변동폭이 큰 이유는 납을 포함한 원재료 가격 시장의 변동이 심해졌기 때문으로 추정된다.

다음은 납 제련업체로, 국내에서는 고려아연이 2007년 기준 납 공급의 45%를 책임지고 있으며, 전체 영업이익률은 16~19%에 이르고 있어 납 광산업체에 비해 비교적 적은 마진폭을 유지하고 있으나, 변동폭과 마진율의 수준을 보았을 때, 산업 전체 구조에서 중간단계업체로서 안정적인 마진을 확보하고 있다.

마지막으로 납을 가지고 축전지를 완성시키는 축전지업체의 경우 크게 메이저업체와 기타 업체로 나뉘어 볼 수 있는데, 전체 시장의 약 70%정도를 차지하고 있는 메이저업체들(Johnson Control, Exide Technology, EnerSys, 이상 미국, GS Yuasa(日))의 경우 영업이익률이 15~21%에 이르지만, 국내 축전지업체와 같이 점유율이 2~3% 내외의 중소기업의 경우 Bargaining power가 부족하고, 경쟁이 치열해 영업이익률이 0~6% 수준에 불과했다.

전체적으로 가장 가격결정력이 높은 곳은 광산업체들로서 마진이 다른 단계보다 월등히 높은 편이고, 후방업체로 갈수록 시장 점유율이나 협상력에 따라 마진이 결정됨을 알 수 있다.

2007년까지 국내 납축전지업체는 해외 메이저업체에 비해 마진율이 저조



B. 축전지 수요의 지속적인 증가

자동차 산업과 연계되어 있는 납축전지 시장의 안정적인 수요 기반과 성장성

연-산 축전지 산업은 자동차 산업과 연관성이 높다. 국내 축전지 업체들 매출의 대부분을 차지하는 차량용을 기준으로 수요시장을 살펴보면 [매년 신차 차량 수요(OEM시장)+기존차량용 교체수요(A/S시장)]로 요약될 수 있다. 전체적으로 OEM시장과 A/S시장은 대략 2:8 정도의 매출비율을 보인다.

차량용 배터리의 평균 수명은 대략 2.8~3.0년 으로 추정된다. 다만, 수요측면에서 최근에 일어난 긍정적인 변화는 Car Audio, DMB, 네비게이션 등 자동차에 적용되는 전자기기의 발달로 예전과 달리 전력소모가 커졌다는 점이다. 이는 축전지 수명을 짧아지게 하는 결과를 낳았고(물론 축전지 자체도 기술개발로 평균 수명이 늘어나긴 했다.) 결과적으로 배터리 수명이(교체주기) 기존 2.8~3.0년에서 2.5년 정도로 짧아지게 됐다.

실제로 전 세계 자동차 판매량 증가율과 국내 축전지업체들의 차량용 연축전지 판매량 증가율을 비교해보았을 때, 전 세계 자동차 판매량이 4년 동안 3~5% 정도 수준의 증가율을 보인 반면, 국내 축전지업체들의 판매량은 4년 동안 8~10% 정도의 증가율을 보였다.

C. 제품 단가 인상으로 인한 축전지업계 전체의 매출 증가

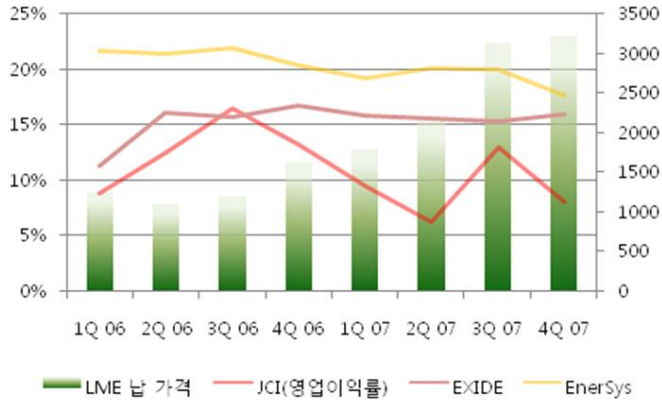
납 가격 상승으로 인한 제품 단가 인상으로 인해 축전지업계 전반의 매출 증가

2007년 국내외 축전지업체들의 매출이 크게 증가하였는데, 이는 납 가격 상승으로 인한 제품 단가 인상에 기인한 바가 크다.

이로 인해 해외 업체의 경우 2006년 대비 2007년 매출액이 업체별로 19%에서 53%까지 매출이 상승했으며, 국내업체의 경우 업체별로 45%에서 55%까지 증가하였다.

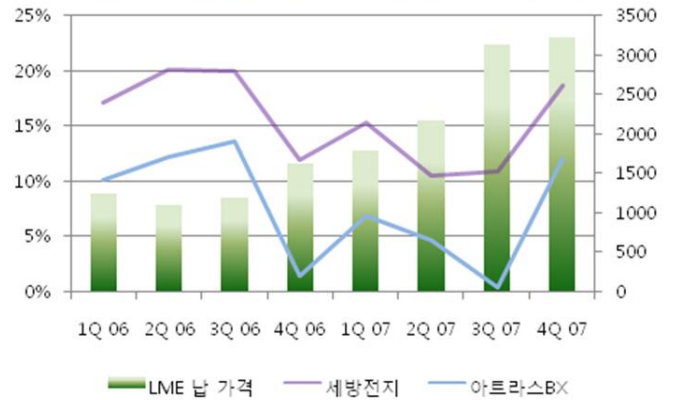
국내 상장업체(세방전지, 아트라스BX)의 매출액 성장률만 보아도 1999년부터 2006년까지 평균 성장률은 두 회사 모두 10%가 안되지만, 2007년 납 가격이 2배 이상 증가하면서 매출액이 큰 폭으로 증가하게 있었다.

그림 9. 해외 축전지업체 GP마진율 & LME 납 가격



출처 : 각 사 사업보고서, LME, RISK

그림 10. 국내 축전지업체 GP마진율 & LME 납 가격



출처 : 각 사 사업보고서, LME, RISK

불안정했던 국내 축전지업체의 수익성

납 가격 상승으로 인한 마진 압박과 시장 재편으로 인해 국내 업체들의 가격 협상력 상승

D. 국내 업체와 해외 업체의 비교

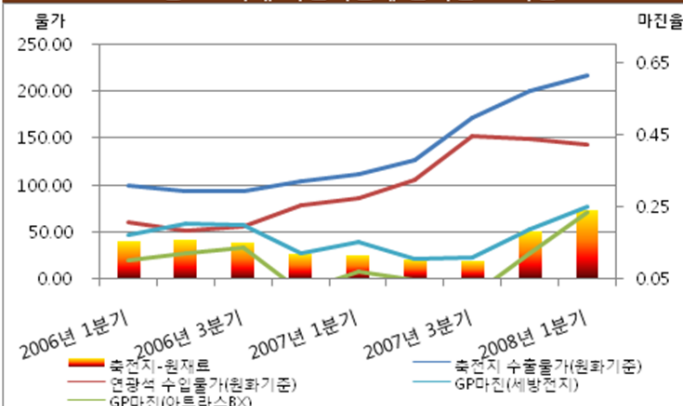
앞서 밝힌 대로 납 축전지 시장은 상위 3사(Johnson Control, Exide Technology, EnerSys)의 매출 규모와 기타 업체들의 매출 규모가 큰 차이를 보이면서 과점 시장 형태를 유지하고 있다. 상위 3사의 경우 전체 납 축전지 시장의 약 70%를 차지하고 있다. 국내 축전지 업체 중에서 수출비중이 50%를 상회하는 두 개 업체의 매출액만 놓고 보았을 때, 각각 2~3%씩 차지해서, 약 5%의 시장 점유율을 확보하고 있는 것으로 추정된다.

또한 국내 업체와 해외 업체는 가격 협상력에서도 차이가 있는데, 해외 업체들은 2배 이상의 납 가격 변동에도 불구하고 이를 적절히 제품 가격으로 전가시킴으로써 GP마진을 일정하게 유지하는 반면 국내 업체들은 제품 가격에 적절하게 전가시키지 못함으로 인해서 오랜 기간 낮은 수익성에 만족해야 했다.

E. 국내 업체들의 경쟁력 향상

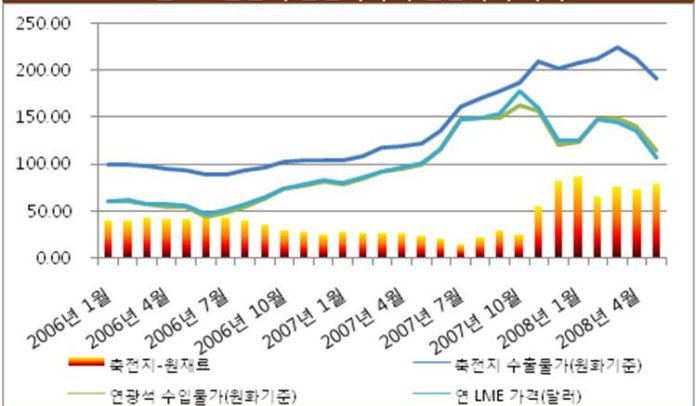
하지만 위와 같은 시장 흐름에 변화가 나타나기 시작했는데, 국내 업체들의 마진율이 급증하고 있는 것이다. 국내 축전지업계의 GP마진은 그림11~12에서 보는 바와 같이 2007년 3분기까지 납을 제조하기 위해서 들여오는 연광석 수입물

그림 11. 국내 축전지업체 분기별 GP마진



출처 : 한국은행, 각 사 사업보고서, RISK

그림 12. 월별 수출물가와 수입물가의 차이



출처 : 한국은행, RISK

예전과 달라진 국내 축전지 업체들의 경쟁력

그림 13. 납 가격과 국내 업체의 GP 마진



가 대비하여 수출물가를 적절히 상승시키지 못함으로써, 수출물가와 수입물가의 차이가 좁혀져, 2007년 3분기까지 수익성 악화를 겪어야만 했다.

하지만, 그 동안 지속된 납 가격 상승이 앞에서 밝힌 대로 동남아 및 중국업체들에게 큰 압박으로 작용하여 상당수 업체들이 가동을 중단하게 되었다. 그 결과 그 동안 공급과잉을 보였던 축전지 시장에서 수급균형이 깨지기 시작했고 이는 국내 업체들의 가격 협상력을 높여주는 결과를 낳았다.

이로 인해 평균 납 가격이 정점을 찍은 2007년 3분기 이후 납 가격이 하락함에도 불구하고, 국내 업체들이 마진을 확보 차원에서 제품 단가를 올림으로써 축전지 수출 물가와 연광석 수입 물가의 베이스스가 커지게 된 것이다.

비록 이후에 연광석 수입 물가가 지속적으로 낮아지면서 판매 단가가 4월과 5월 연속 하락세를 보이고 있지만, 축전지 수출 물가와 연광석 수입 물가의 베이스스가 유지되는 이상 축전지업체들이 딜러에 대해서 가격 협상력을 유지하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

4. The Demand and Supply of Lead

A. 납 가격 분석의 필요성

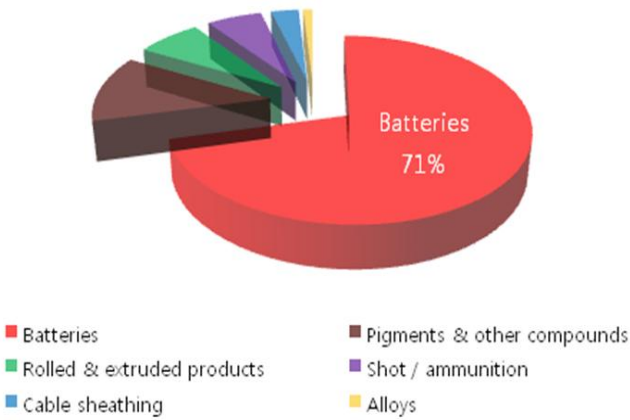
앞서 언급한대로 납은 원가에서 차지하는 비중이 크고, 그림 3에서 보는 것처럼 국내 축전지 업체들의 경우, 납 가격 추이가 판매 단가와 매출총이익률(GP마진)에 상당한 영향을 주는 것을 알 수 있기 때문에 납에 대한 분석을 할 필요가 있다. 특히 납 가격은 국내업체들의 수출단가에 큰 영향을 미친다는 측면에서 매우 중요한 factor 이다.

B. 납 가격 변동 요인

ㄱ. 납 생산과 소비

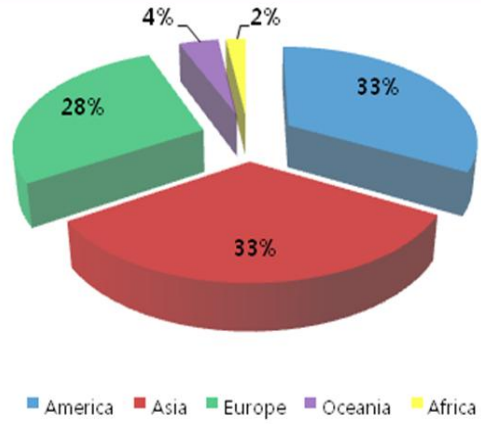
납의 생산은 어느 특정 지역에 치중하는 것이 아니라, 크게 America와 호주를 포함한 Asia & Oceania 그리고 Europe이 3등분하고 있다. 이중에서 Asia를 포함하는 중국 납 생산의 경우, 중국 자체의 수요량 또한 전세계 납 수요량의 30%에 해당하기 때문에 납 수요를 충족하기 위해 환급세 폐지뿐만 아니라 납

그림 14. Industrial Consumption



출처 : LME, RISK

그림 15. World lead production



출처 : LME, RISK

납 소비의 70%를 차지하고 있는 축전지

수출관세 자체의 인상을 단행했으며, 2007년 당시 전 세계 납 생산의 37%를 생산하던 중국이 위와 같은 수출 제한 정책으로 인해 월 평균 수출을 기존의 1/3로 감소시킨 상태이다.

납의 산업별 소비는 전체의 71%가 축전지(배터리) 생산에 들어가기 때문에, 납 가격의 변동이 가격 결정권이 없는 축전지업체의 매출 구조에는 즉각적인 영향을 줄 수 있다.

ㄱ. 납 공급 요인

중국의 수출억제 정책 (수출관세 인상, 수출 환급세 폐지) 으로 중국 납 시장의 내수화가 이루어 지게 되고, 중국 내의 납 가격과 LME 시장의 납 가격의 차이거래 기회가 해소될 때까지 국제 납 가격의 상승을 지지하게 된다.

중국의 수출 규제로 인한 납 공급의 불안

Date	변경 전	변경 후
2006/9	수출 VAT 환급률 축소 (납)	13% → 0%
2006/9	수출 VAT 환급률 축소 (납 제품)	13% → 8%
2007/6	납 수출 관세 변경	0% → 10%

위 표에서 볼 수 있듯이, 중국 정부의 수출 규제로 중국의 납 순 수출량이 크게 줄어드는 모습을 보이고 있다. 2007년 1월부터 4월까지 중국의 납 순 수출량은 전년동기대비 57% 감소하였다. 뿐만 아니라, 2007년 6월 이후에는 환급세 폐지뿐만이 아닌 납 수출 관세 그 자체를 인상하면서 중국 내 납 생산 업체들이 중국 내수 시장에 주력하게 되었고, 이는 전세계 납 시장에 추가적인 공급 제한을 가속화했다. 2007년 당시 전 세계 납 생산의 37%를 생산하던 중국이 2006년 법 개정 이후 월 평균 수출을 기존의 1/3로 감소시키게 된다. (월 평균 6만 톤 → 월 평균 2만 톤)

납 광산업체들의 생산
재개로 인한 납 공급의
안정화

신형 시장 위주의 자동
차 수요 증가로 인한
전체 자동차 시장의 구
준한 성장

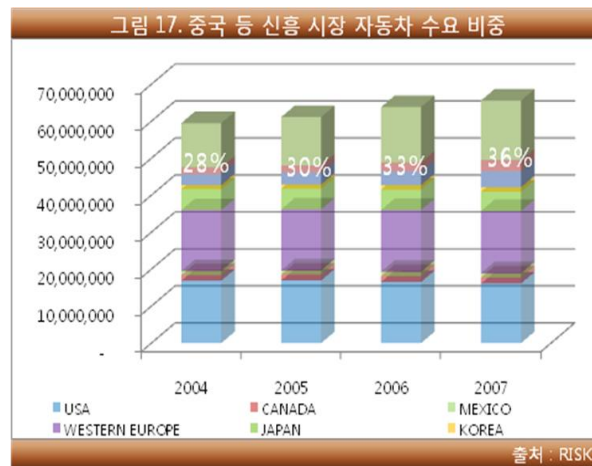
반면 지난 해 사고와 개보수, 설비투자 등으로 폐쇄되었던 호주, 미국 등의 납 광산들이 납 생산을 재개하고, 과거에 비해 납 가격이 크게 상승하면서 중국 생산기지의 LME 납품 정상화로 인하여 약 7만 5천 톤의 추가 공급이 예상되고 있다.⁵ 이는 2006년 이후 지속적인 생산설비 투자의 결과로 납 공급의 안정화에 기여하고 있다.

ㄷ. 납 수요 요인

미국이나 서유럽, 일본을 비롯한 선진국들의 자동차 판매량은 전체적으로 소폭의 감소세를 보이고 있어 신차를 통한 축전지 수요는 감소하겠지만, 축전지 교체주기 감소와 기존의 차량 등록대수를 고려한 A/S시장까지 감안한다면 축전지 수요에 대한 감소 폭은 크지 않을 것으로 판단된다.

반면 중국, 동유럽과 신흥시장에서의 자동차 판매량은 선진국들의 감소세를 압도할 정도로 큰 폭으로 상승하고 있다. 이로 인해 이 시장에서의 축전지 수요 또한 엄청난 속도로 증가할 것으로 보이며, 매년 빠른 속도로 증가하는 자동차 등록대수까지 고려했을 때, 축전지에 대한 수요는 큰 증가세를 기록할 것으로 보인다.

중국 자동차 공업협회 통계에 따르면, 2006년 1월 에서 9월까지 9개월간 중국의 자동차 생산량과 판매량은 각각 528.32만대와 517만대로 각각 전년동기



에 비해 25.74% 와 25% 증가한 것으로 나타났다. 특히 차량 생산 증가현상이 발생하는 3월 전후를 제외한 2006년 9월 중국의 자동차 생산은 66.3만대로 전월 대비 25.35% 증가하여 동 기간 기준으로는 사상 최대치를 기록하는 등 중국의 자동차 생산량은 급증세를 보이고 있으며, 이에 따라 배터리 수요가 급

증하고 있다. 전체 납 소비의 75%을 차지하고 있는 배터리 수요의 증가는 납 가격 상승에 가장 큰 역할을 하였다.⁶

⁵ 출처 : 산업연구원

⁶ 출처 : Korea PDS, 2007년 11월

**중국 자동차 시장의 폭
발적인 성장**

그림 20. 중국 자동차 생산량 및 증가율



출처 : 중국 국가통계국, 코리아 PDS

ㄷ. 납 가격 전망

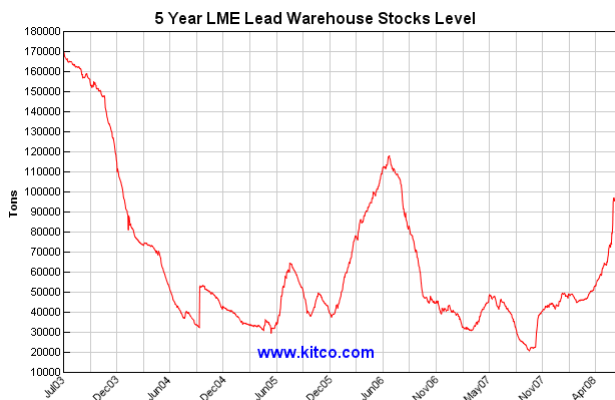
**납 수급 안정에 따른
가격 안정화**

최근 납 가격이 급격한 하락에도 불구하고, LME 재고 증가세가 이어지고 있어 당분간 납 가격은 약세 국면을 벗어나기 힘들 것으로 보인다.

그러나 최근 Barclays Capital 에서 분석한 자료에 의하면, 5월을 전후한 재고 증가는 매년 있어왔던 계절적 수요 변화의 큰 틀을 벗어나지 않고 있으므로, 계절적 비수기를 지나면 재차 수요증가와 함께 가격이 큰 폭으로 반등할 가능성이 있을 것으로 전망하고 있다.

기술적으로 보아도 LME 납의 재고 수준이 2006년 6월 기록했던 고점 부근 근처까지 올라온 상황이라 납 재고의 추가적인 증가에 따른 납 가격의 하락 보다는 재고의 감소로 인한 가격 반등이 예상된다. (그림 21, 22 참고)

결론적으로 납 가격은 당분간 1,600~2,000달러/ton 범위 내에서 움직일 것으로 판단된다.



[그림21] LME 5년간 납 재고추이



[그림22] LME 5년간 납 가격추이

납 가격 안정화와 국내 축전지업체의 실적 안정화

C. 납 가격과 국내 축전지업체 실적과의 관계

그렇다면 납 가격과 국내 축전지업체들의 실적과는 어떤 연관성이 있을까? 결론적으로, 납 가격의 급격한 상승 혹은 하락 보다는 stable하게 움직이는 것이 가장 좋을 것이다.

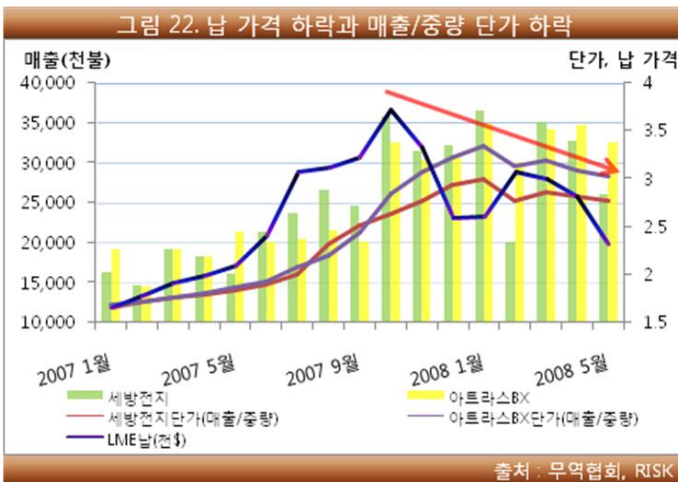
우선 납가격이 상승하는 경우를 살펴보면, 긍정적인 측면은 제품가격을 상승시킬 수 있는 명분을 만들어 준다는 것이다. 그렇게 되면 자연스럽게 매출액은 증가하게 되게 그로 인해 고정비 절감 효과가 있다.

반면 원재료 가격 상승에 따른 원가부담이 증가하게 되고, 만일 납가격이 급격하게 상승하게 된다면 제품가격 상승과 원재료 가격 상승 사이에서 오는 시차에 의해 분기별로 변동성이 매우 큰 GP마진율을 보일 것이다.

두번째로 납가격이 하락하는 경우를 보면(현재의 상황) 납가격의 하락은 제품 단가 하락 압력 요인으로 작용하여 매출액이 다소 감소할 여지가 생긴다. 반면 원재료 가격 하락에 따른 원가하락은 이익률에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

현재와 같이 납가격이 하락하는 상황에서의 핵심 포인트는 결국 '납 가격 하락'보다 제품가격 하락폭이 더 크냐, 작냐' 일 것이다. 만일 제품가격 하락폭이 납 가격 하락폭 보다 작다면, 향후 국내 축전지 업체들의 수익성은 올해 1분기 보다 더 올라간다는 결론에 이른다.

→ 매출액 감소에 따른 절대 이익의 감소를 보전



**납 가격 안정화와 국내
축전지업체의 실적 안
정화**

5. Risk 요인

축전지 업체들에 대한 대표적인 시장의 우려는 크게 2가지로 보인다.

- 1) 납가격이 최근 급락을 하였는데, 동남아 및 중국의 영세업체들이 다시
 영업을 재개하여 예전과 같은 수익성 악화로 돌아가는 것이 아닌가?
 - 이 부분이 시장의 가장 큰 우려인 것으로 보인다. 우리는 이 질
 문에 대해 '그렇지 않다'라고 판단한다. 그 이유로는 우선 업계
 관계자의 말에 따르면 상당기간 공장가동이 중단된 상태에서 다
 시 공장을 재개하는게 말처럼 쉬운 일이 아니라고 한다. 어느 공
 장이든 한번 가동이 중단된 이후 다시 예전의 수율을 확보하기
 까지는 꽤 긴 시간이 걸린다고 한다.
 - 두번째로는 동남아 업체들의 경우 상당수가 아직까지는 기술력
 이 부족하여 축전지를 완제품이 아닌 반제품의 형태로 수출을
 한다. 이경우 축전지 원재료 중 하나인 '황산'이 쉽게 증발을 하
 게 되어 지속적으로 황산을 재투입 해줘야 한다. 그런데 작년 납
 에 이어 올해 황산가격이 전년대비 5~6배 가량 폭등하여 또다른
 원가부담에 노출되게 되었다. 국내업체의 경우 완제품을 생산하
 여 수출을 하기 때문에 황산이 원가에서 차지하는 비중이 미미
 하지만, 반제품 형태로 수출하는 동남아 업체들의 경우 그 비중
 이 다소 큰 것으로 보인다.
- 2) 현재 국내 뿐만 아니라 글로벌 축전지 업체들도 최근 뛰어난 실적개선을
 보였는데, 이럴 경우 자연히 증설경쟁이 일어나 또다시 공급과잉 상황으
 로 가는 것이 아닌가?
 - 물론 그럴 가능성은 상존하고 있다. 하지만 최근 '하이브리드 자
 동차' 열풍이 불면서 축전지 업체들이 전반적으로 증설을 꺼리는
 분위기 이다. 쉽게말해 하이브리드 자동차와 같은 신개념의 차량
 으로 패러다임이 변할지, 아닐지 확실치 않은 상황에서 무리하게
 기존의 구식(?) 축전지를 생산하는 설비를 증설하기가 쉽지 않다
 는 것이다. 그 보다는 기존의 설비로 최대한 수익을 창출한 후에
 쌓여있는 현금으로 다가올 미래에 대비하는 것이 보다 현명한
 선택이라는 것이다.

6. 업종 내 Top pick 제시

Top pick

아트라스BX, 세방전지

국내에 상장된 축전지 업체 세방전지, 아트라스BX 모두 Top pick으로 제시한다. 그 중에서도 아트라스BX에 대한 의견을 좀더 공격적으로 제시한다. 그 이유는

1. 세방전지가 업종 내 1위기업이라는 점이 프리미엄 요소이긴 하지만, 올해 예상실적 대비 두 업체간 시가총액 격차가 지나치게 벌어졌다는 판단에서 아트라스BX가 상대적으로 가격 메리트가 크게 작용하고
2. 최근의 환율동향을 감안해 봤을 때 상대적으로 수출비중이 큰 아트라스BX가 실적개선의 폭이 더욱 클 것으로 판단되며(수출비중: 세방전지 55.09%, 아트라스BX 83.46%, 2007년 기준)
3. 아트라스BX가 지난 2004년 도입한 신기술로 인해 제품당 투입되는 납의 중량을 10% 이상 절감시킨 것으로 보인다. 이에 따른 원가절감 효과로 양호한 수익성을 유지할 것으로 판단된다.

투자의견으로 아트라스BX(Strong Buy), 세방전지(Buy)를 제시한다.

[세방전지 실적추이 및 전망]

항목	1Q	2Q	3Q	4Q	2007	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	2008(E)
매출액(억원)	944.3	1,014.9	1,306.3	1,697.4	4,962.9	1,545.8	1,432.3	1,436.7	1,473.9	5,888.7
차량용	723.8	735.3	972.1	1,328.6	3,759.9	1,203.1	1,113.9	1,102.4	1,176.6	4,595.9
산업용	196.8	249.7	309.0	343.4	1,098.8	316.0	292.4	308.2	271.4	1,188.0
매출총이익	145.0	106.8	142.6	318.0	712.5	385.5	318.6	371.8	419.5	1,495.4
GP margin	15.36%	10.52%	10.92%	18.73%	14.36%	24.94%	22.24%	25.88%	28.46%	25.39%
영업이익	49.1	5.5	36.2	205.7	296.5	269.8	205.4	241.9	296.0	1,013.1
OP margin	5.20%	0.54%	2.77%	12.12%	5.97%	17.46%	14.34%	16.84%	20.08%	17.17%

[아트라스BX 실적추이 및 전망]

항목	1Q	2Q	3Q	4Q	2007	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	2008(E)
매출액(억원)	617.2	653.8	739.5	1,078.3	3,088.7	1,090.6	1,062.7	885.1	929.7	3,968.1
차량용	609.9	646.5	726.5	1,067.9	3,050.8	1,078.4	1,052.7	875.1	919.7	3,925.9
기타(산업용)-상품	7.2	7.3	13.0	10.5	38.0	12.2	10.0	10.0	10.0	42.2
매출총이익	42.5	30.7	3.1	130.5	206.8	254.4	240.4	275.5	287.1	1,057.5
GP margin	6.89%	4.70%	0.42%	12.10%	6.70%	23.33%	22.62%	31.13%	30.89%	26.65%
영업이익	1.2	-11.6	-39.0	79.9	30.5	204.9	193.9	227.1	231.5	857.4
OP margin	0.19%	-1.77%	-5.27%	7.41%	0.99%	18.79%	18.24%	25.66%	24.90%	21.53%

세방전지(004490)

주가(2008.7.7): 19,700원

시가총액: 2,758억원

주요주주: (주)세방(33.71%), GS Yuasa(16%)

투자의견: BUY

목표주가: Not Rated

차량용과 산업용의 적절한 제품 포트폴리오, 1위 기업으로서의 Premium!

■ 2008년 1분기 매출액 1,545억원, 영업이익 270억원 기록

동사는 올해 1분기, 매출액 1,545.8억원, 영업이익 269.8억원(영업이익률 17.46%)을 기록하여 어닝서프라이즈를 기록하였다. 특히 영업이익의 경우 단 1분기 만에 2007년 연간 영업이익(296.5억원)에 육박하는 놀라운 실적을 기록하였다.

■ 수출시장의 호조 & 내수시장 에서의 막강한 브랜드 인지도

동사는 국내 축전지 업체 1위 기업으로서, 내수시장에서 '로케트 배터리'라는 고객 충성도 높은 브랜드를 보유하고 있다. 또한 국내 산업용 축전지 시장의 90% M/S를 보유할 만큼 산업용 축전지 시장에서 막강한 위치를 점유하고 있다.

다소 변동성이 큰 차량용 배터리 외에 상대적으로 안정적인 수익을 창출하는 산업용 배터리까지 제품 포트폴리오를 구성하고 있어 이익의 안정성은 국내 축전지 업체 중 가장 뛰어나다고 판단된다.

■ 납 가격의 하향안정화에 따른 마진을 지속

납 가격의 하락과 더불어 산업구조 재편에 따른 판매단가 안정화에 따라 예전과는 다른 기업으로 탈바꿈 하였다. 따라서 동사의 기업가치에 대한 Revaluation이 지속적으로 이뤄질 것으로 판단된다.

항목	1Q	2Q	3Q	4Q	2007	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	2008(E)
매출액(억원)	944.3	1,014.9	1,306.3	1,697.4	4,962.9	1,545.8	1,432.3	1,436.7	1,473.9	5,888.7
매출총이익	145.0	106.8	142.6	318.0	712.5	385.5	318.6	371.8	419.5	1,495.4
GP margin	15.36%	10.52%	10.92%	18.73%	14.36%	24.94%	22.24%	25.88%	28.46%	25.39%
영업이익	49.1	5.5	36.2	205.7	296.5	269.8	205.4	241.9	296.0	1,013.1
OP margin	5.20%	0.54%	2.77%	12.12%	5.97%	17.46%	14.34%	16.84%	20.08%	17.17%

1. 기업개요

동사는 지난 1966년 설립된 이후 축전지 외길을 걸어온 국내 축전지 업계 1위 기업(매출액 기준)이다. 세방그룹의 핵심 계열사로, 주요주주로는 (주)세방이 33.71%로 최대주주이고, 일본의 축전지 업체인 GS Yuasa가 16%의 지분율로 2대주주 이다. 이의순 세방그룹 회장의 딸인 이상희씨가 10.2% 지분을 소유하고 있다.

2. 주요제품

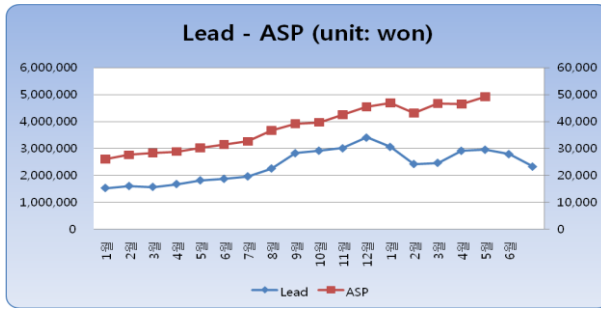
동사는 차량용 배터리를 주력 제품으로 판매하는 업체로서, 이륜용, 산업용 제품까지 제품 포트폴리오를 갖추고 있다. 매출비중으로는 2007년 기준으로 차량용이 75.76%, 산업용 22.14%, 이륜용 0.7%를 보이고 있다.



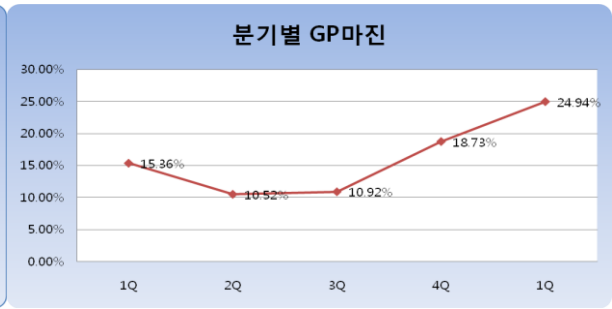
[그림1] 차량용 배터리
출처: 세방전지

3. 투자포인트

위에서 살펴본 바와 같이 현재 주 원재료인 납 가격이 다소 급격하게 하락하고 있다. 이는 원재료가격 하락이라는 긍정적인 측면과 함께 제품단가 인하 압력이 거세질 것이라는 부정적인 측면을 모두 내포하고 있다. 결론적으로 '납 가격 하락폭과 제품가격 하락폭 중 어느 쪽이 더 큰가?'라는 질문에 도달하게 되는데, 최근의 수출상황을 보면 이 질문에 대한 답은 국내 업체들에게 긍정적으로 돌아오고 있다.



[그림2] Lead - ASP 추이 (출처: 무역협회)



[그림3] 분기별 매출총이익률 (출처: 사업보고서)

위의 그림2는 세방전지의 지난 2007년 1월~2008년 5월까지의 월별 수출단가 및 LME 납 가격의 추이를 보여준다. 단, 세방전지의 경우 산업용 배터리는 거의 내수용으로 판매되기 때문에 위 데이터에는 차량용만 고려되었다.

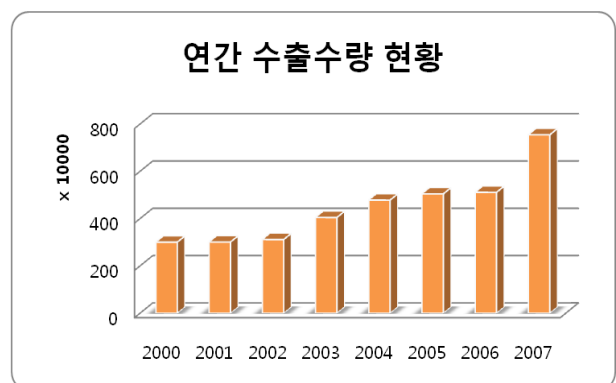
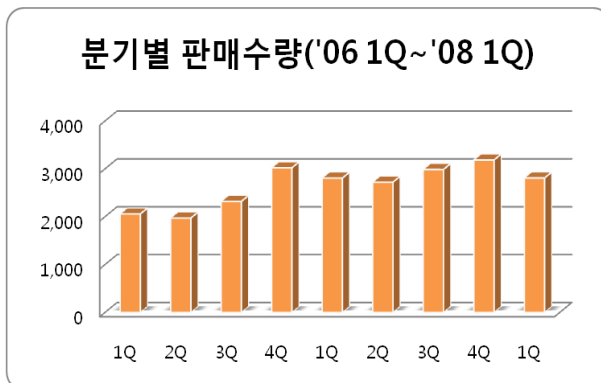
그림2를 보면 작년 하반기부터 의미있는 모습이 나타나기 시작하는데, 납 가격의 하락에도 불구하고 제품평균가격이 상당히 안정적인 모습을 보인다. 이것이 바로 앞서 산업분석에서 언급한 것처럼 중국 및 동남아 영세업체들의 일부 몰락에 따른 수출시장에서의 국내 축전지 업체의 높아진 위상을 보여주는 것이다.

제품판매가격과 납 가격과의 차이, 즉 스프레드 확대는 그대로 동사의 매출총이익률의 개선으로 이어졌다. (그림3 참조)

이와 같은 스프레드의 확대가 작년 하반기부터 발생한 이유는 크게 3가지로 보이는데,

- 1) 중국 및 동남아 업체들의 가동중단사태에 따른 국내 업체들의 Bargaining power 증가
- 2) 환율의 급격한 상승(ASP, 납 가격 모두 환율의 영향을 받지만, 환율이 오르는 추세에서는 스프레드가 확대되는 경향을 보임)
- 3) 꾸준한 배터리 수요의 증가

이상에서 살펴본 것을 토대로, 동사의 실적개선이 일시적인 것이 아닌 상당기간 지속 가능한 것이란 점에서 동사에 대한 지속적인 Revaluation이 일어날 것으로 판단한다.



아트라스BX(023890)

주가(2008.7.7): 13,700원
 시가총액: 1,254억원
 주요주주: 한국타이어(31.13%)

투자의견: Strong BUY
 목표주가: Not Rated

미운오리 새끼에서 백조로 부활한 아트라스BXI

■ 2008년 1분기 매출액 1,090억원, 영업이익 205억원(영업이익률 18.8%)기록

2008년 1분기, 아트라스BX는 국내 상장사 가운데 가장 큰 폭의 영업이익 증가율을 보였다. 매출액 1,090.6억원, 영업이익 204.9억원을 기록, 전년동기대비 영업이익이 무려 200배 가량 증가하는 엄청난 실적개선을 기록하였다.

■ 올해 어닝 모멘텀은 단연 최고가 될 듯

동사를 포함하여 국내 축전지 업체들 모두 전년대비 큰 폭의 이익증가가 예상된다. 그 중에서도 특히 동사의 실적개선이 단연 돋보일 것으로 보이는데, 이는 전년도 실적 악화에 따른 기저효과와 더불어 국내 축전지 업체 중 가장 수출비중이 높은 동사의 경우 원/달러 환율 상승의 수혜를 가장 크게 입을 것이기 때문이다.

■ 원/달러 환율 상승의 수혜를 누리라

동사는 국내 축전지 업체 2위(매출액기준) 기업으로서, 세방전지와는 달리 예전부터 수출비중이 큰 특성을 보였다. 자체적인 원가절감과 더불어 모회사인 한국타이어의 글로벌 판매망을 십분 활용하여 수출시장에서 꾸준한 성장이 예상된다.

또한 최근의 환율상황을 감안할 때 해외 경쟁사 대비 가격경쟁력은 한층 높아진 상황이다.

항목	1Q	2Q	3Q	4Q	2007	1Q	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	2008(E)
매출액(억원)	617.2	653.8	739.5	1,078.3	3,088.7	1,090.6	1,062.7	885.1	929.7	3,968.1
매출총이익	42.5	30.7	3.1	130.5	206.8	254.4	240.4	275.5	287.1	1,057.5
GP margin	6.89%	4.70%	0.42%	12.10%	6.70%	23.33%	22.62%	31.13%	30.89%	26.65%
영업이익	1.2	-11.6	-39.0	79.9	30.5	204.9	193.9	227.1	231.5	857.4
OP margin	0.19%	-1.77%	-5.27%	7.41%	0.99%	18.79%	18.24%	25.66%	24.90%	21.53%

1. 기업개요

동사는 1944년, 당시 폐 축전지를 수거해 재활용하는 식으로 처음 사업을 시작하였다. 당시 회사 이름은 '이산주식회사'였고 일본인이 사장을 맡았었다.

이후 사명을 '한국전지주식회사'로 바꾼 뒤 1960년 미국의 자금을 받아 최신 설비를 도입하여 본격적으로 축전지 제조업에 뛰어들었다. 그 뒤 77년에 한국타이어그룹으로 편입된 뒤 현재까지 이어지고 있다. 동사의 주요주주로는 한국타이어(000240)가 지분을 33.13%로 최대주주이다.

2. 주요제품

동사는 차량용 배터리 위주의 제품을 판매하는 축전지 업체이다. 일부 상품매출로 산업용 배터리를 판매하기도 하지만 매출비중은 1% 내외로 아주 미미한 수준이다.

2007년 기준 차량용 배터리의 매출비중은 98.77%로 압도적이며 수출비중은 83.46%로 매우 높은 편이다.

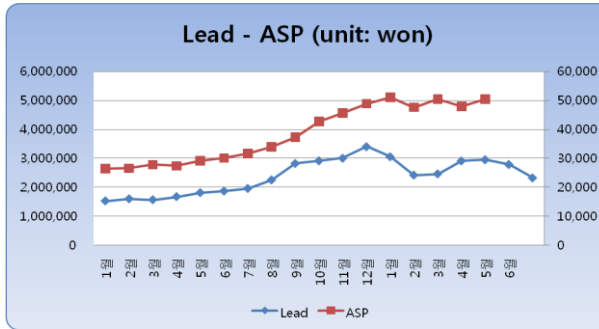


[그림1] 차량용 배터리

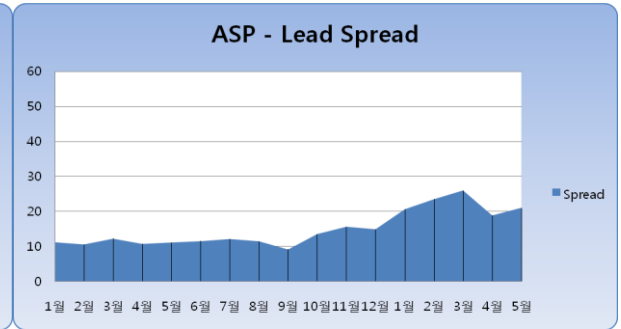
출처: 아트라스BX

3. 투자포인트

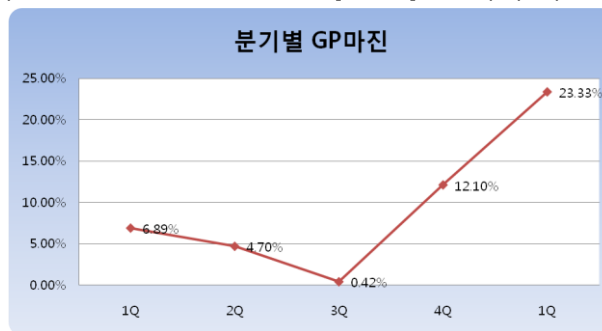
세방전지에서 살펴본 바와 같이 최근 납 가격이 다소 급격하게 하락하고 있다. 이에 따라 동사 역시 제품판매가격과 납 가격과의 스프레드를 살펴볼 필요가 있다.



[그림2] Lead - ASP 추이 (출처: 무역협회)



[그림3] 납 가격-제품가격 스프레드



[그림4] 아트라스BX 분기별 매출총이익률(출처: 사업보고서)

위의 [그림 2]는 아트라스BX의 2007년 1월~2008년 5월 까지의 월별 수출단가와 납 가격과의 추이를 보여주는 그림이다. 그림에서 보는 바와 같이 동사 역시 세방전지와 마찬가지로 작년 하반기 이후 의미 있는 모습을 보여주고 있다. 아트라스의 경우 차량용 배터리가 매출의 거의 대부분을 차지하고 있고 수출비중 또한 높기 때문에 세방전지와 비교해서 보다 정확한 접근이 가능하다.

그림3 에서 보는 바와 같이 제품판매가격과 납 가격과의 스프레드 격차는 그대로 매출총이익률의 개선으로 이어졌다.

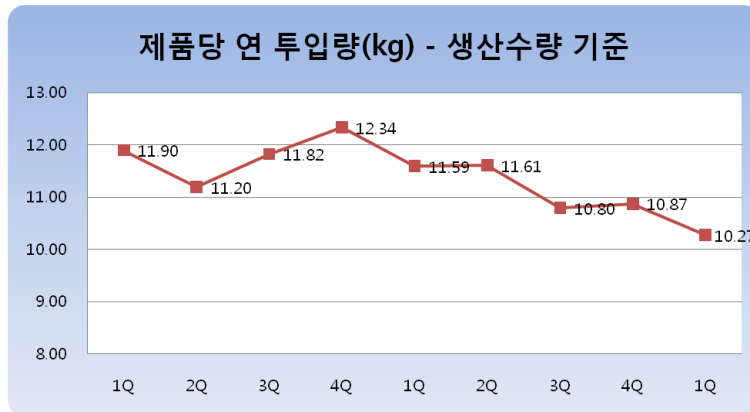
우리는 이러한 스프레드 확대에 의한 동사의 이익률 개선이 일시적인 개선이 아닌 당분간 지속 가능한 것이라 판단한다. 그 근거로는 크게 4가지를 들 수 있는데

- 1) 중국 및 동남아 업체들의 가동중단사태에 따른 국내 업체들의 Bargaining power 증가
 - 2) 환율의 급격한 상승(ASP, 납 가격 모두 환율의 영향을 받지만, 환율이 오르는 추세에서는 스프레드가 확대되는 경향을 보임, 동사의 경우 타 축전지업체 대비 수출비중이 높기 때문에 환율의 영향을 더욱 민감하게 받음)
 - 3) 모회사인 '한국타이어'의 글로벌 판매망을 이용한 수출시장에서의 꾸준한 성장
 - 4) 2004년 도입한 신기술의 적용으로 제품당 납 투입량의 절감
- 등이다.

동사의 경우 특히 4번, 제품당 납 투입량의 절감에 주목할 필요가 있다.

이 부분은 지난 2000년으로 거슬러 올라가는데, 당시에 세계 축전지 시장은 이미 공급과잉 상태였다. 그러한 상황에서 동사는 매출액 1,000억원 규모이던 당시 상황에서 400억원을 투입하여 첨단공장을 전주에 건설한다.(전주공장) 그 결과 2001~2004년 동안 감가상각비 부담으로 인해 4년 연속 적자로 감당을 했다.

이 전주공장의 성과가 작년부터 그 빛을 발휘하고 있다고 판단되는데, 그 근거는 그림5에서 잘 보여주고 있다.



[그림 5] 제품당 납(연) 투입량 (출처: 사업보고서)

그림5는 2006년 1분기 ~ 2008년 1분기 동안의 동사의 제품당 납 투입량(단위: kg)의 추이를 사업보고서를 토대로 추정된 것이다. 그림에서 보는 바와 같이 2006년 4분기 제품 1개당 평균 12.34kg이 투입되던 것이 지난 1분기에는 그 수치가 10.27kg까지 대략 16.77% 줄어든 것으로 파악이 된다. 더욱 의미가 있는 것은, 이러한 변화가 일시적으로 나타난 것이 아니라 작년 1분기부터 추세적으로 하락해 왔다는 점이다.

납이 동사의 매출원가에 60% 정도를 차지하는 점을 감안해 봤을 때 납 투입량의 16.77% 절감은 결코 적은 부분이 아니다.

