

세방전지 004490

믹스 개선에 따른 200% 넘는 이익 성장

1분기 계절적 비수기에도 211%의 이익 성장 달성

1분기 연결 매출액 4,666억원 (+23% YoY), 영업이익 460억원 (+211% YoY), 영업이익률 9.9%를 기록했다. 세방리튬의 일시적 영업 손실 25억원을 감안하면 실제 영업 이익률은 10.4%로 10년 내 최고치를 매 분기마다 경신 중이다.

이번 실적은 일회성 이익 없이 정상적 수준의 매출과 영업이익의 성장이었다는 측면에서 큰 의미가 있다. 이번 실적을 통해 확인된 것은 1) 하이브리드 차량향을 필두로 한 AGM의 높은 수요, 2) 마진율이 상대적으로 높은 AS향 판매 비중의 증가, 3) 전략적 판매 전략과 수익성 중심의 운영에 따른 매출 원가 개선 (87% > 81%), 4) 자회사 세방 리튬의 매출 성장 (+134% YoY)이다.

24F 연결 매출 1.97조원 (+17.4% YoY), 영업이익 1,970억 (+52% YoY)

전방 하이브리드향 AGM의 수요가 예상보다 강하고 AS향으로의 전략적 비중 확대도 2분기도 회사의 계획을 초과 달성하는 실적이 예상된다. 1분기가 계절적 비수기인 만큼 분기별 실적은 계단식 상승의 흐름이 예상된다.

AGM의 에프터마켓 (AS) 마진율은 완성차향 (OE) 대비 약 3배 이상 높다. 사측은 AS의 올해 판매량 계획치를 204만대 (+48.9% YoY)로 발표했다. 24년을 기점으로 사상 처음으로 AS의 판매 비중이 OE를 넘어서게 된다. 23년 AS와 OE 판매 비중은 4:6이었으나 24년은 5.2: 4.8, 25년은 6:4로 예측된다.

24F 순이익 상향 조정에 따라 목표주가 150,000원으로 상향 조정

사측은 유럽 등 선진국의 수요 대비 공급 부족하다고 밝혔다. 특히 전방 시장 약화에도 1) 여전히 EV향 AGM의 수요 존재, 2) ISG용 (스탑앤고 기능) AGM의 판매량 급증과 하이브리드향 AGM 교체 주기 도래 등을 감안하면 26년까지 AGM의 AS 판매량은 연평균 국내 32.4%, 해외 35.2%의 성장이 예상된다. 25년말까지 현재 AGM capa 400만대에서 100만대 추가 증설이 예상된다. 24년 높은 이익 성장과 AGM의 향후 높은 성장세를 감안하여 Target Multiple 13배를 적용했다. 올해 순이익 추정치 상향 조정에 따라 목표주가를 150,000원으로 상향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,352	1,473	1,685	1,978	2,243
영업이익	100	81	130	197	208
영업이익률(%)	7.4	5.5	7.7	10.0	9.3
세전이익	119	70	141	195	213
지배주주지분순이익	84	43	117	161	170
EPS(원)	6,022	3,059	8,348	11,468	12,169
증감률(%)	27.2	-49.2	172.9	37.4	6.1
ROE(%)	7.4	3.6	9.3	11.6	11.1
PER(배)	12.6	13.8	7.0	9.6	9.0
PBR(배)	0.9	0.5	0.6	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.8	4.3	3.6	5.1	4.6

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김수현 지주회사·미드스몰캡·비상장
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

2024.05.16

매수(유지)

목표주가(상향)	150,000원
현재주가(05/14)	109,600원
상승여력	36.9%

Stock Data

KOSPI	2,730.3pt
시가총액(보통주)	1,534십억원
발행주식수	14,000천주
액면가	500원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	107천주
60일 평균거래대금	9,629백만원
외국인 지분율	28.8%
52주 최고가	122,500원
52주 최저가	44,650원
주요주주	
세방(외 9인)	39.8%
GS Yuasa International Ltd(외 1인)	16.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	25.3	23.4
3M	33.7	29.5
6M	102.2	90.0

주가차트

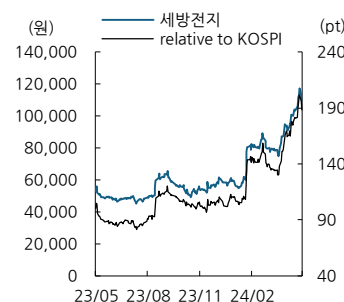


표1 세방전지 1Q24 실적 VS. 당사 추정치

(십억원, %)	1Q24 실적	YoY	1Q24 DS추정치	차이 (%)
매출액	466.6	23.5	480.4	-2.9
영업이익	46.1	211.5	45.6	1.0

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 세방전지 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F
연결 매출	377.9	396.8	409.1	501.0	466.6	485.2	501.1	524.7
차량용	269.2	284.9	391.0	410.7	395.0	393.2	469.2	451.8
산업용	47.9	105.4	(3.7)	57.3	41.7	84.3	10.0	40.1
이륜+재생	60.9	6.5	21.9	32.8	29.8	7.7	21.9	32.8
영업이익	14.8	31.5	35.4	48.2	46.1	46.1	50.1	55.1
OPM	3.9	7.9	8.7	9.6	9.9	9.5	10.0	10.5
순이익	16.4	28.4	36.7	36.9	43.0	38.8	40.1	42.5
NPM	4.3	7.2	9.0	7.4	9.2	8.0	8.0	8.1
지배주주 순이익	16.1	27.8	35.8	37.1	42.3	38.8	40.1	39.4
NPM	4.3	7.0	8.8	7.4	9.1	8.0	8.0	7.5

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 세방전지 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	22	23	24F	25F
연결 매출	1,473.1	1,684.8	1,977.6	2,242.6
차량용	1,110.0	1,355.8	1,709.2	1,965.5
산업용	239.5	206.9	176.1	184.9
이륜+재생	123.5	122.1	92.1	92.1
영업이익	81.1	129.9	197.4	207.7
OPM	5.5	7.7	10.0	9.3
순이익	42.7	118.4	164.4	179.4
NPM	2.9	7.0	8.3	8.0
지배주주 순이익	42.8	116.9	160.6	170.4
NPM	2.9	6.9	8.1	7.6

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 세방전지 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전	변경후	차이 (%)
	2024F	2024F	2024F
지배주주 순이익	156.7	160.6	2.5

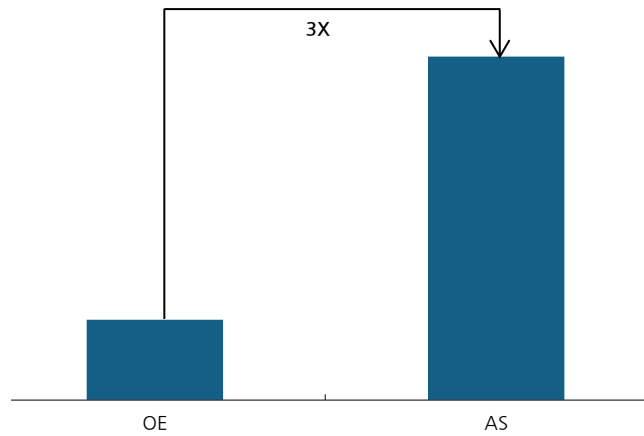
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 세방전지 목표주가 산정방식

(십억원, 배, 주)	배수 / 금액	비고
24F 지배주주 순이익	161	
발행주식수	14,000,000	
24F EPS	11,468	
Target P/E	13	3개년 PER에서 10% 할인
목표주가(원)	150,000	
현재주가(원)	105,900	
상승여력	36.9%	

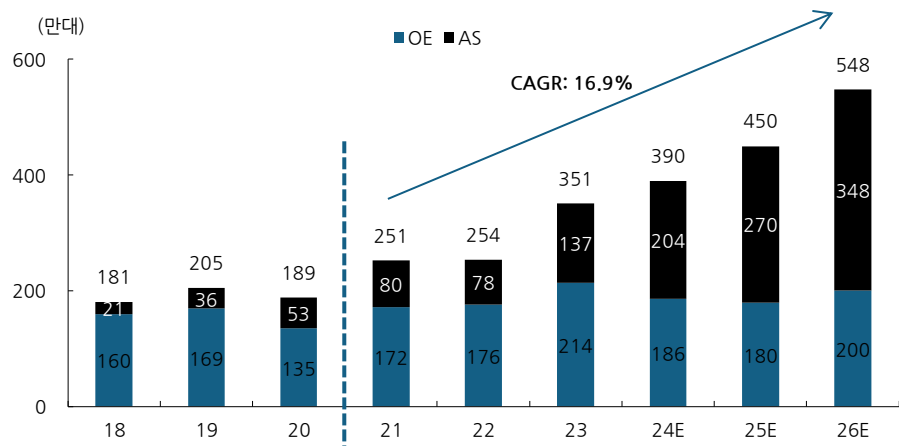
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 OE와 AS 마진을 차이



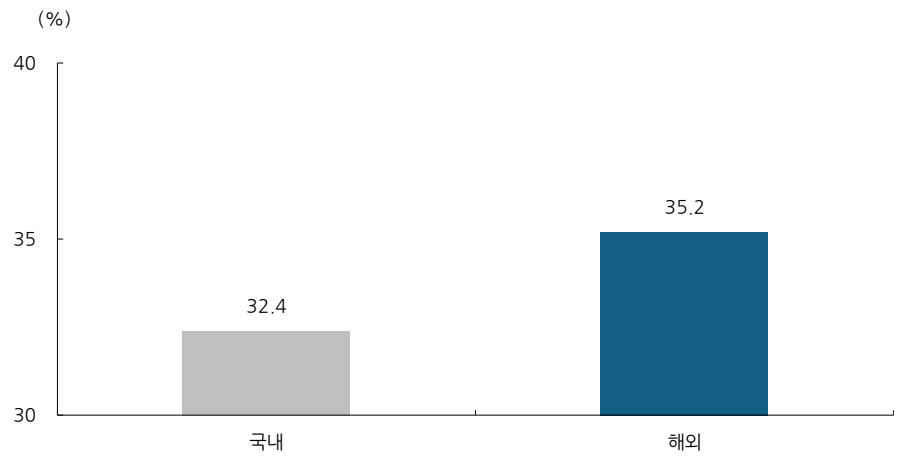
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 AGM 판매 현황 및 예상 물량



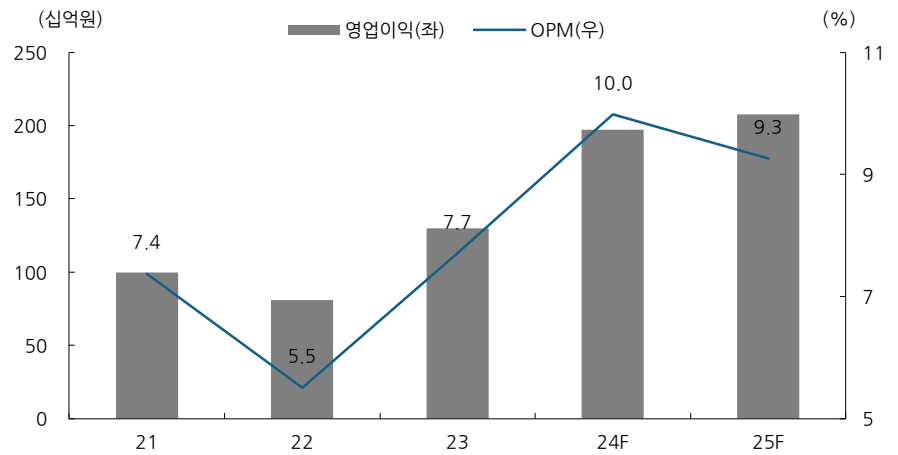
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 국내 및 해외 AGM의 AS향 연평균 성장률(21~26년)



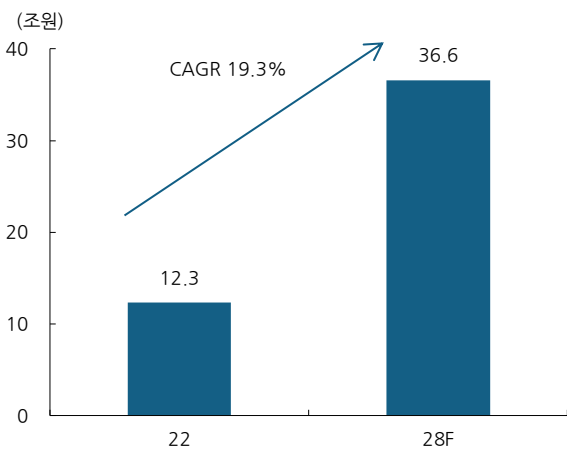
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터

그림4 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



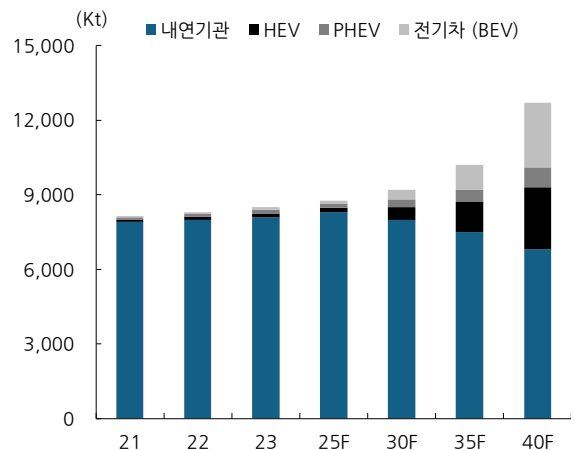
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 차량용 Stop & Go 배터리 (AGM 등) 글로벌 시장 전망



자료: Business Research Insight, DS투자증권 리서치센터

그림6 차량별 납 소비량 전망



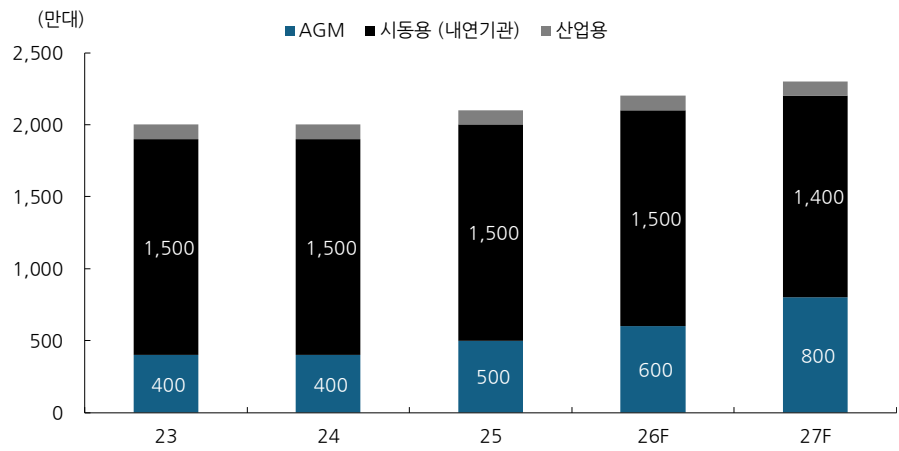
자료: Wood Mackenzie, 19th ABC_21, DS투자증권 리서치센터

표6 일반 납축 전지와 AGM 성능 및 가격 비교

	SLA(일반 납축 전지)	AGM(Absorbent Glass Mat)
적용차량	일반 내연 기관 차량	고급형 Stop & Go, 하이브리드, 전기차
수명	100%	300%
연료절감	-	5~10%
가격	100%	200%
CCA(콜드 크랭킹 앰프)	100%	150%

자료: 업계 자료, 언론 보도, DS투자증권 리서치센터

그림7 세방전지 Capa 추이 및 전망



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

[세방전지 004490]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,058	938	1,025	1,112	1,217	매출액	1,352	1,473	1,685	1,978	2,243
현금 및 현금성자산	96	130	151	163	242	매출원가	1,140	1,264	1,421	1,623	1,856
매출채권 및 기타채권	251	278	382	387	439	매출총이익	212	209	264	355	387
재고자산	244	267	213	282	256	판매비 및 관리비	112	128	134	158	179
기타	466	262	280	280	280	영업이익	100	81	130	197	208
비유동자산	627	739	816	877	956	(EBITDA)	142	131	184	265	281
관계기업투자등	80	164	197	197	197	금융손익	2	-2	1	-10	-6
유형자산	329	338	353	364	397	이자비용	4	7	9	10	6
무형자산	28	32	32	42	52	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	1,684	1,677	1,841	1,989	2,173	기타영업외손익	17	-8	10	7	11
유동부채	432	416	464	460	494	세전계속사업이익	119	70	141	195	213
매입채무 및 기타채무	140	177	259	256	290	계속사업법인세비용	33	28	22	31	34
단기금융부채	257	203	167	167	167	계속사업이익	85	43	118	164	179
기타유동부채	35	37	37	37	37	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	41	14	35	35	36	당기순이익	85	43	118	164	179
장기금융부채	29	6	5	5	5	지배주주	84	43	117	161	170
기타비유동부채	11	8	30	30	30	총포괄이익	88	45	114	164	179
부채총계	472	431	499	495	530	매출총이익률 (%)	15.7	14.2	15.7	18.0	17.2
지배주주지분	1,180	1,212	1,304	1,456	1,613	영업이익률 (%)	7.4	5.5	7.7	10.0	9.3
자본금	7	7	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	10.5	8.9	10.9	13.4	12.5
자본잉여금	53	53	55	55	55	당기순이익률 (%)	6.3	2.9	7.0	8.3	8.0
이익잉여금	1,141	1,180	1,282	1,434	1,591	ROA (%)	5.3	2.5	6.6	8.4	8.2
비지배주주지분(연결)	32	34	38	38	38	ROE (%)	7.4	3.6	9.3	11.6	11.1
자본총계	1,212	1,246	1,342	1,494	1,651	ROIC (%)	6.5	4.4	10.8	15.8	15.1

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	12	61	183	109	208	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	85	43	118	164	179	P/E	12.6	13.8	7.0	9.6	9.0
비현금수익비용가감	72	107	76	23	20	P/B	0.9	0.5	0.6	1.1	1.0
유형자산감가상각비	42	48	52	64	70	P/S	0.8	0.4	0.5	0.8	0.7
무형자산상각비	1	2	2	3	4	EV/EBITDA	7.8	4.3	3.6	5.1	4.6
기타현금수익비용	30	57	23	-44	-53	P/CF	6.7	4.0	4.2	8.2	7.7
영업활동 자산부채변동	-119	-53	12	-78	9	배당수익률 (%)	0.8	1.4	1.2	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	-34	-40	-104	-6	-52	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-77	-44	23	-69	26	매출액	7.9	9.0	14.4	17.4	13.4
매입채무 증가(감소)	7	38	65	-4	34	영업이익	15.5	-18.7	60.2	51.9	5.3
기타자산 부채변동	-15	-7	28	0	0	세전이익	34.4	-40.6	99.5	38.9	9.1
투자활동 현금	-104	-7	-110	-88	-116	당기순이익	27.8	-49.9	177.4	38.9	9.1
유형자산처분(취득)	-48	-41	-41	-75	-102	EPS	27.2	-49.2	172.9	37.4	6.1
무형자산 감소(증가)	-1	0	-2	-13	-14	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	5	127	-31	0	0	부채비율	39.0	34.6	37.2	33.2	32.1
기타투자활동	-59	-93	-36	0	0	유동비율	245.1	225.2	221.1	241.7	246.2
재무활동 현금	51	-19	-54	-9	-13	순차입금/자기자본(x)	3.8	-2.7	-12.0	-11.6	-15.3
차입금의 증가(감소)	58	-5	-41	0	0	영업이익/금융비용(x)	27.2	11.8	14.2	20.5	37.6
자본의 증가(감소)	-7	-18	-18	-9	-13	총차입금 (십억원)	286	209	173	173	173
배당금의 지급	7	8	8	9	13	순차입금 (십억원)	46	-34	-161	-173	-252
기타재무활동	0	4	5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-40	33	21	12	79	EPS	6,022	3,059	8,348	11,468	12,169
기초현금	137	96	130	151	163	BPS	84,291	86,599	93,167	103,978	115,227
기말현금	96	130	151	163	242	SPS	96,572	105,224	120,344	141,255	160,187
NOPLAT	72	49	109	166	175	CFPS	11,266	10,708	13,917	13,392	14,262
FCF	-65	91	97	21	92	DPS	600	600	700	980	1,000

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

세방전지 (004490) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-02-07	담당자변경				
2024-02-07	매수	100,000	-18.0	-10.6	
2024-03-11	매수	115,000	-24.5	-7.9	
2024-05-08	매수	145,000	-22.0	-19.2	
2024-05-16	매수	150,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.