

세방전지 004490

가늠조차 하기 힘든 구조적 성장에도 PER4.8배

연속되는 어닝 서프라이즈

2분기 매출액 5,196억원 (+31% YoY), 영업이익 590억원 (+87% YoY)로 예상치를 각각 7.1%, 28% 상회했다. 사측의 당초 경영 계획과 실적 가이던스를 계속 초과 달성하는 원인은 1) 국내는 물론 미국, 유럽의 높은 AGM 수요 지속, 2) 기존 납축전지의 공급 쇼트지 발생, 3) 원재료 (납)가격 하락에도 수요 증가와 환율 효과에 의한 판매가 상승, 4) 자회사 세방 리튬의 성장 및 수익성 개선, 5) 전사적으로 비용 효율화 중심의 수익성 개선 노력을 꼽을 수 있다.

추가로 AGM의 믹스 개선도 꼽을 수 있는데 마진율이 낮은 OE 비중이 전체의 40% 낮아진 반면 OE 대비 마진율이 3배 이상 높은 AS형 매출 비중이 60%까지 상승한 것으로 추정된다. 이로 인해 연결 영업 이익률은 11.4%로 연간 목표 11%를 초과 달성했다. 또한 기존 경쟁사들의 AGM으로의 공정 전환으로 납축전지 전체 생산량이 감소하면서 동사의 납축전지 오더량이 크게 증가하고 있는 것으로 파악된다. 수요 증가에 따른 판가 인상도 진행 중이다. 상반기 원재료 (납)가격이 0.74% 하락했으나 차량용 축전지 판매 가격은 1.8% 상승했다.

폭발적인 수요 재차 확인 + 자회사 세방 리튬 큰 폭의 성장

축전지 상반기 국내 매출은 +30.7% YoY, 수출은 24.9% YoY 성장했다. 이 중에서 북미 수출 성장률이 +50% YoY를 넘어선 것으로 추정되며 북미 AS시장까지 가세하면 26년까지 높은 성장률을 지속할 전망이다. 자회사 세방 리튬의 2분기 매출액은 883억 (+108% YoY)로 최대 실적 달성했다. 순이익은 1분기 적자에서 벗어나 약 50억원의 기록했다.

Target 배수 하향 조정해도 이익 확장으로 Target price는 증가

24년 연결 매출 2.1조원 (+27% YoY), 영업이익 2,370억원 (+83%YoY) 달성 가능하다. 25년 매출 2.5~2.6조원, 영업이익 3,000억원이 예상된다. 기타 자동차 부품 업체 대비 24, 25F 매출 성장률이 압도적이다. 그럼에도 25F PER 기준 4.8배다. 자동차 부품 업체 수준의 Target PER 배수 8배를 적용해도 이익 확장으로 목표주가는 기존 15만원에서 16만원으로 상향한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,352	1,473	1,685	2,141	2,597
영업이익	100	81	130	237	301
영업이익률(%)	7.4	5.5	7.7	11.1	11.6
세전이익	119	70	141	262	318
지배주주지분순이익	84	43	117	210	265
EPS(원)	6,022	3,059	8,348	15,005	18,945
증감률(%)	27.2	-49.2	172.9	79.7	26.3
ROE(%)	7.4	3.6	9.3	15.0	16.3
PER(배)	12.6	13.8	7.0	6.0	4.8
PBR(배)	0.9	0.5	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.8	4.3	3.6	3.6	2.6

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2024.08.16

매수(유지)

목표주가(상향)	160,000원
현재주가(08/14)	90,100원
상승여력	77.6%

Stock Data

KOSPI	2,644.5pt
시가총액(보통주)	1,261십억원
발행주식수	14,000천주
액면가	500원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	94천주
60일 평균거래대금	9,333백만원
외국인 지분율	29.0%
52주 최고가	122,500원
52주 최저가	47,900원
주요주주	
세방(외 9인)	39.8%
GS Yuasa International Ltd(외 1인)	16.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.1	3.3
3M	-17.8	-14.6
6M	9.9	9.0

주가차트

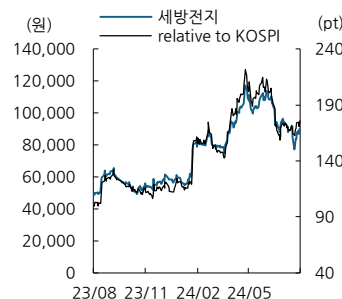


표1 세방전지 2Q24 실적 Vs. 당사 추정치

(십억원, %)	2Q24 실적	YoY	2Q24 DS추정치	차이 (%)
매출액	519.6	30.9	485.2	7.1
영업이익	59.0	87.2	46.1	28.0

자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 세방전지 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F
연결 매출	377.9	396.8	409.1	501.0	466.6	519.6	538.1	616.7
YoY	6.0	10.4	15.3	24.5	23.5	30.9	31.5	23.1
차량용	269.2	284.9	391.0	410.7	395.0	442.1	473.1	534.0
산업용	47.9	105.4	(3.7)	57.3	41.7	45.6	35.0	50.0
이륜+재생	60.9	6.5	21.9	32.8	29.9	31.9	30.0	32.8
영업이익	14.8	31.5	35.4	48.2	46.1	59.0	61.3	70.9
OPM	3.9	7.9	8.7	9.6	9.9	11.4	11.4	11.5
순이익	16.4	28.4	36.7	36.9	43.0	56.6	56.5	64.8
NPM	4.3	7.2	9.0	7.4	9.2	10.9	10.5	10.5
지배주주 순이익	16.1	27.8	35.8	37.1	42.3	55.2	57.0	55.5
NPM	4.3	7.0	8.8	7.4	9.1	10.6	10.6	9.0

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	2,141.1	2,596.6
YoY	9.0	14.4	27.1	21.3
차량용	1,110.0	1,355.8	1,844.2	2,309.2
산업용	239.5	206.9	172.3	165.7
이륜+재생	123.5	122.1	124.6	121.6
영업이익	81.1	129.9	237.4	301.0
OPM	5.5	7.7	11.1	11.6
순이익	42.7	118.4	220.9	268.1
NPM	2.9	7.0	10.3	10.3
지배주주 순이익	42.8	116.9	210.1	265.2
NPM	2.9	6.9	9.8	10.2

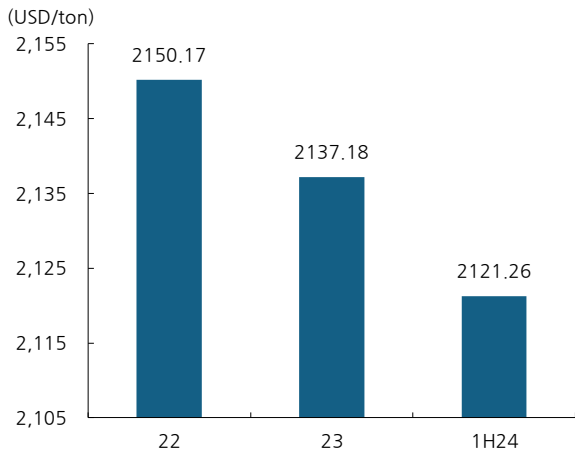
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 세방전지 실적전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		변경률 (%)	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,977.6	2,242.6	2,141.1	2,596.6	8.3	15.8
영업이익	197.4	207.7	237.4	301.0	20.2	44.9

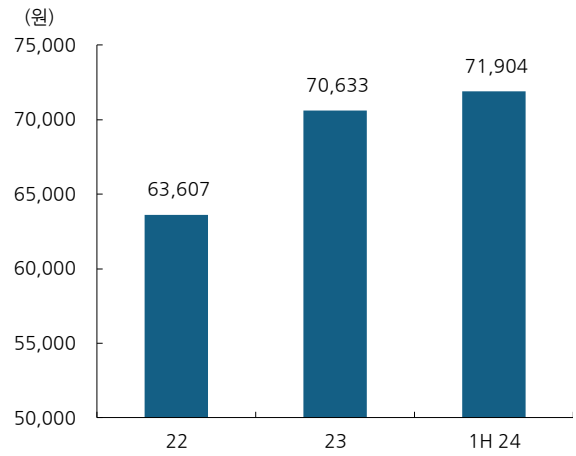
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 납 가격 변동 추이



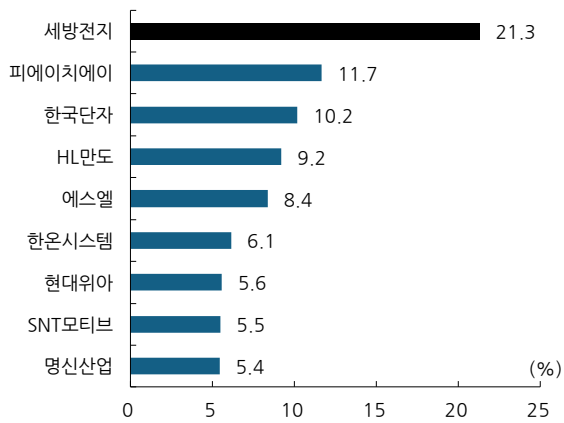
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림2 차량용 납축전지 판매 단가 추이



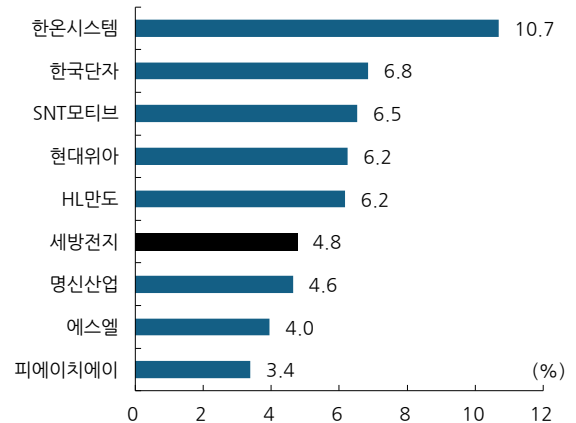
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림3 자동차 부품사 25F 매출 성장률 (YoY) 비교



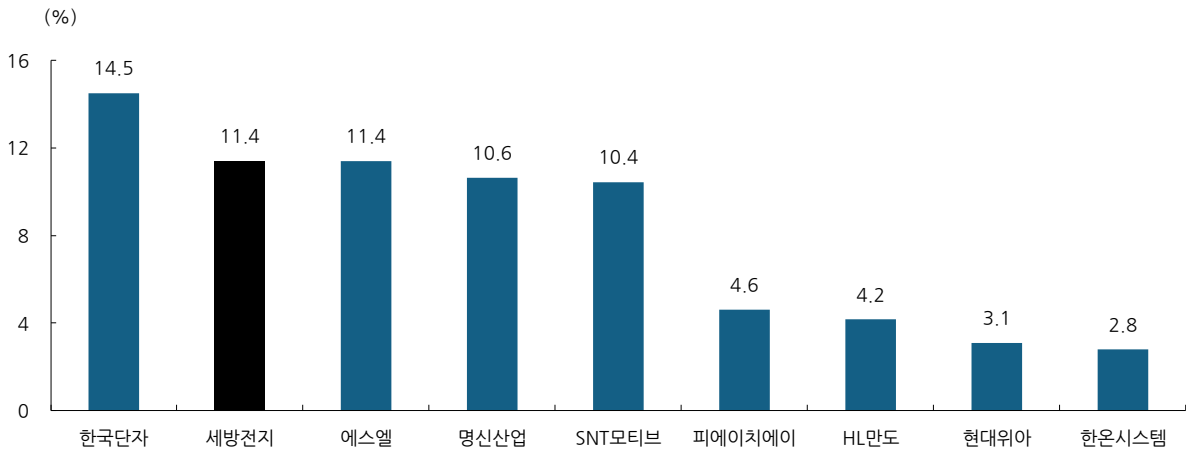
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림4 자동차 부품사 25F PER 비교



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림5 자동차 부품 기업 2Q24 영업 이익률 비교



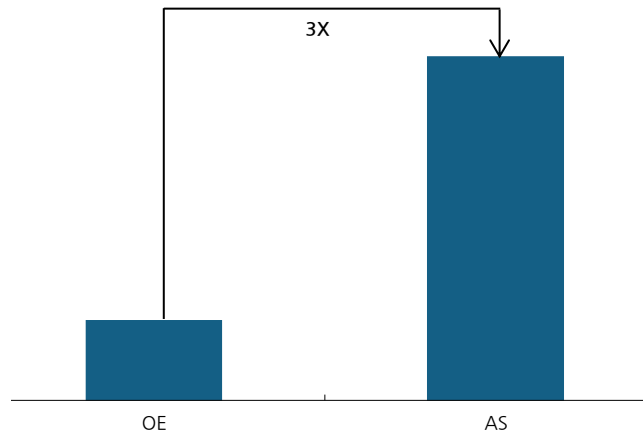
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표5 세방전지 목표주가 산정방식

(십억원, 배, 주)	배수 / 금액	비고
25F 순이익	265	
발행주식수	13,140,453	
25F EPS	20,184	
Target P/E	8	3개년 PER에서 40% 할인
목표주가(원)	160,000	
현재주가(원)	90,100	
상승여력	77.6%	

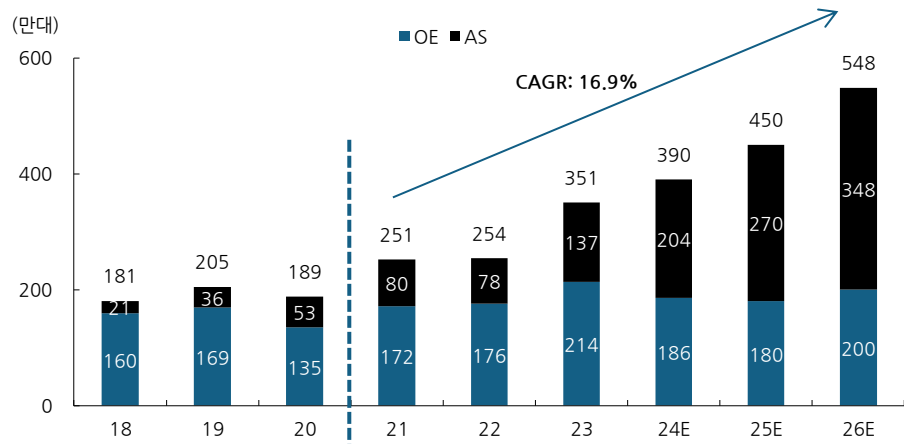
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림6 OE와 AS 마진을 차이



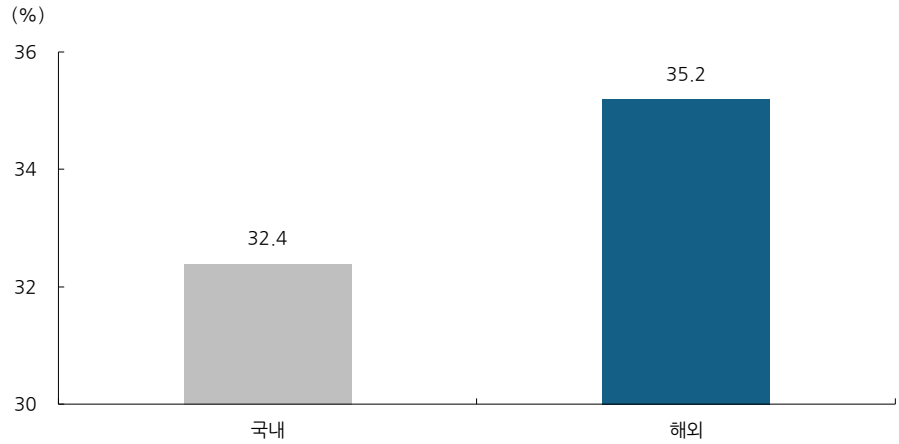
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 AGM 판매 현황 및 예상 물량



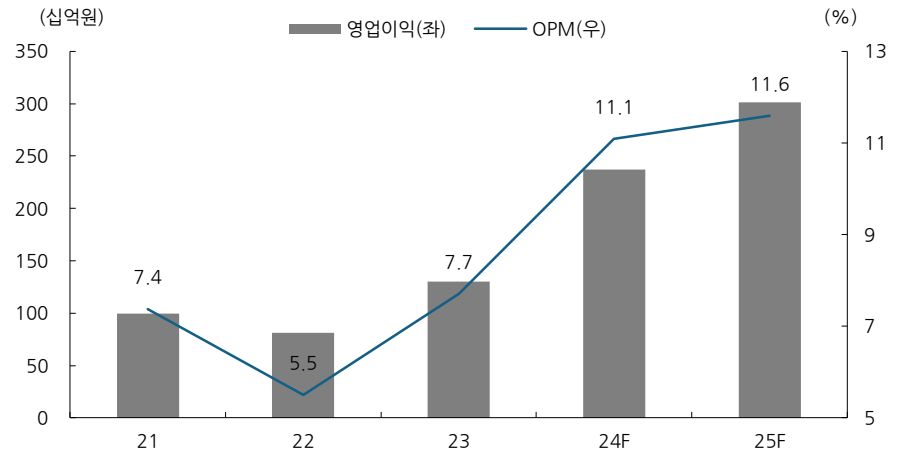
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터 추정

그림8 국내 및 해외 AGM의 AS향 연평균 성장률(21~26년)



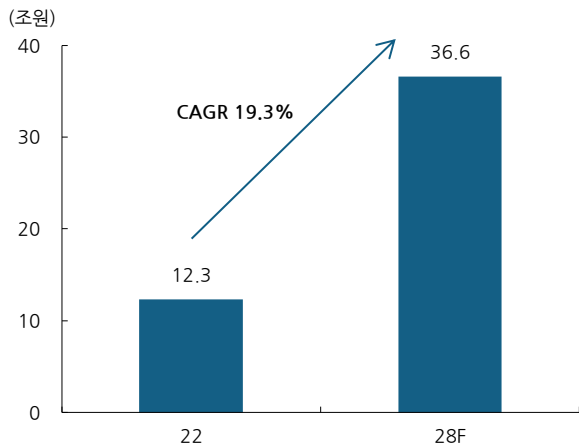
자료: 세방전지, DS투자증권 리서치센터

그림9 영업이익, OPM 추이 및 전망



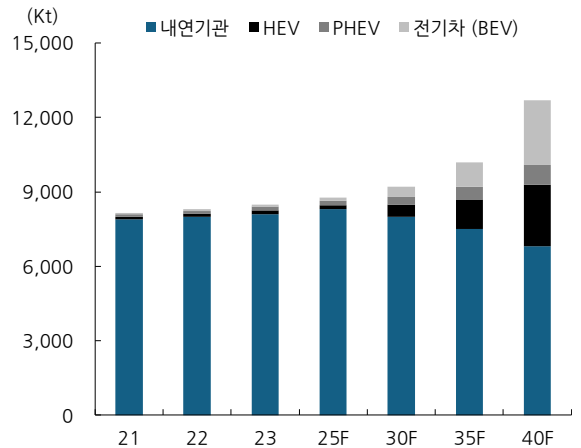
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 차량용 Stop & Go 배터리 (AGM 등) 글로벌 시장 전망



자료: Business Research Insight, DS투자증권 리서치센터

그림11 차량별 납 소비량 전망



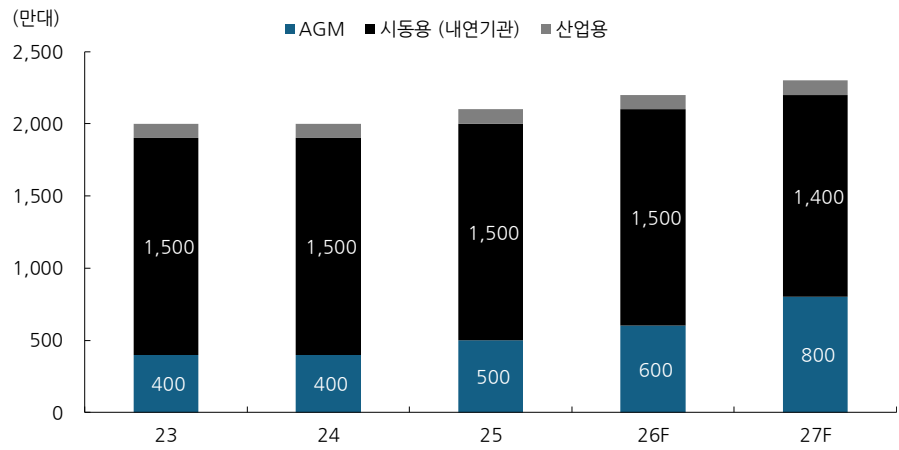
자료: Wood Mackenzie, 19th ABC_21, DS투자증권 리서치센터

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

그림12 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	1,155	1,344	매출액	1,352	1,473	1,685	2,141	2,597
현금 및 현금성자산	96	130	151	150	259	매출원가	1,140	1,264	1,421	1,733	2,088
매출채권 및 기타채권	251	278	382	419	508	매출총이익	212	209	264	408	508
재고자산	244	267	213	305	296	판매비 및 관리비	112	128	134	171	207
기타	466	262	280	280	280	영업이익	100	81	130	237	301
비유동자산	627	739	816	905	1,023	(EBITDA)	142	131	184	305	378
관계기업투자등	80	164	197	197	197	금융손익	2	-2	1	-10	-6
유형자산	329	338	353	370	415	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	2,060	2,367	기타영업외손익	17	-8	10	34	23
유동부채	432	416	464	481	540	세전계속사업이익	119	70	141	262	318
매입채무 및 기타채무	140	177	259	277	336	계속사업법인세비용	33	28	22	41	50
단기금융부채	257	203	167	167	167	계속사업이익	85	43	118	221	268
기타유동부채	35	37	37	37	37	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	41	14	35	35	36	당기순이익	85	43	118	221	268
장기금융부채	29	6	5	5	5	지배주주	84	43	117	210	265
기타비유동부채	11	8	30	30	30	총포괄이익	88	45	114	221	268
부채총계	472	431	499	517	576	매출총이익률 (%)	15.7	14.2	15.7	19.1	19.6
지배주주지분	1,180	1,212	1,304	1,505	1,753	영업이익률 (%)	7.4	5.5	7.7	11.1	11.6
자본금	7	7	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	10.5	8.9	10.9	14.3	14.6
자본잉여금	53	53	55	55	55	당기순이익률 (%)	6.3	2.9	7.0	10.3	10.3
이익잉여금	1,141	1,180	1,282	1,483	1,731	ROA (%)	5.3	2.5	6.6	10.8	12.0
비지배주주지분(연결)	32	34	38	38	38	ROE (%)	7.4	3.6	9.3	15.0	16.3
자본총계	1,212	1,246	1,342	1,543	1,791	ROIC (%)	6.5	4.4	10.8	18.4	20.2

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	12	61	183	103	258	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	85	43	118	221	268	P/E	12.6	13.8	7.0	6.0	4.8
비현금수익비용가감	72	107	76	-6	11	P/B	0.9	0.5	0.6	0.8	0.7
유형자산감가상각비	42	48	52	65	73	P/S	0.8	0.4	0.5	0.6	0.5
무형자산상각비	1	2	2	3	4	EV/EBITDA	7.8	4.3	3.6	3.6	2.6
기타현금수익비용	30	57	23	-74	-66	P/CF	6.7	4.0	4.2	5.9	4.5
영업활동 자산부채변동	-119	-53	12	-112	-21	배당수익률 (%)	0.8	1.4	1.2	1.5	1.7
매출채권 감소(증가)	-34	-40	-104	-38	-89	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-77	-44	23	-92	9	매출액	7.9	9.0	14.4	27.1	21.3
매입채무 증가(감소)	7	38	65	18	59	영업이익	15.5	-18.7	60.2	82.7	26.8
기타자산 부채변동	-15	-7	28	0	0	세전이익	34.4	-40.6	99.5	86.6	21.4
투자활동 현금	-104	-7	-110	-94	-132	당기순이익	27.8	-49.9	177.4	86.6	21.4
유형자산처분(취득)	-48	-41	-41	-81	-119	EPS	27.2	-49.2	172.9	79.7	26.3
무형자산 감소(증가)	-1	0	-2	-13	-14	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	5	127	-31	0	0	부채비율	39.0	34.6	37.2	33.5	32.1
기타투자활동	-59	-93	-36	0	0	유동비율	245.1	225.2	221.1	239.9	248.7
재무활동 현금	51	-19	-54	-9	-17	순차입금/자기자본(x)	3.8	-2.7	-12.0	-10.4	-15.0
차입금의 증가(감소)	58	-5	-41	0	0	영업이익/금융비용(x)	27.2	11.8	14.2	24.6	54.5
자본의 증가(감소)	-7	-18	-18	-9	-17	총차입금 (십억원)	286	209	173	173	173
배당금의 지급	7	8	8	9	17	순차입금 (십억원)	46	-34	-161	-161	-269
기타재무활동	0	4	5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-40	33	21	0	109	EPS	6,022	3,059	8,348	15,005	18,945
기초현금	137	96	130	151	150	BPS	84,291	86,599	93,167	107,514	125,230
기말현금	96	130	151	150	259	SPS	96,572	105,224	120,344	152,933	185,468
NOPLAT	72	49	109	200	254	CFPS	11,266	10,708	13,917	15,380	19,952
FCF	-65	91	97	9	126	DPS	600	600	700	1,310	1,490

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

세방전지 (004490) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	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	-34.4	-24.3	
2024-06-05	매수	150,000	-35.4	-24.3	
2024-08-16	매수	160,000			

투자이건 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 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자이건 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	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 당사에게 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.