



Not Rated

목표주가(12M) Not Rated  
현재주가(5.27) 17,610원

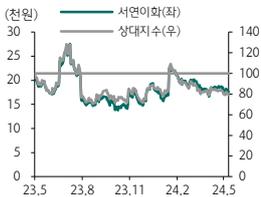
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,722.99
52주 최고/최저(원)	27,600/13,780
시가총액(십억원)	476.0
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	27,028.4
60일 평균 거래량(천주)	289.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5
외국인지분율(%)	9.55
주요주주 지분율(%)	
서연 외 5인	57.06

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,942	4,257
영업이익(십억원)	214	239
순이익(십억원)	190	195
EPS(원)	6,586	6,771
BPS(원)	36,710	43,260

Stock Price



Financial Data

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	1,962	2,180	2,845	3,574
영업이익	48	66	151	193
세전이익	(30)	51	116	195
순이익	(41)	26	56	158
EPS	(1,527)	973	2,060	5,837
증감율	적지	폭전	111.7	183.3
PER	(4.8)	7.2	3.8	3.3
PBR	0.3	0.3	0.3	0.6
EV/EBITDA	4.7	3.6	1.8	2.9
ROE	(6.8)	4.0	7.7	17.9
BPS	22,313	24,588	26,709	32,624
DPS	100	150	150	200



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com  
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 5월 28일 | 기업분석

# 서연이화 (200880)

## 분기 매출액 1조원 시대가 곧 시작

### 1Q24 Review: 영업이익률 4.7% 기록

1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 +20%/-17% 변동한 9,387억원/444억원(영업이익률 4.7%, -2.1%p (YoY))을 기록했다. 브라질(-11% (YoY))을 제외한 대부분 지역들의 매출액이 증가했는데 특히, 비중이 큰 한국/유럽/인도/미국 매출액이 각각 1%/9%/0%/83% 증가했다. 상대적으로 비중이 작은 중국/멕시코 매출액도 92%/53% (YoY) 증가하면서 기여했다. 미국 매출액이 급증한 영향은 고객사들의 생산증가 및 환율 상승과 함께 전년 4월 인수한 광성아메리카(현재 서연이화어번) 매출액이 반영되었기 때문이다. 서연이화어번의 편입 효과를 제외했을 경우 연결 매출액 증가율은 7% 수준이었을 것으로 추정한다. 관련 지저 효과는 2분기부터 없어진다. 고객별로는 1분기 매출액 중 88% 비중인 현대차/기아향 매출액이 19% 증가했는데, 물량 증가와 믹스 개선, 환율 상승, 서연이화어번의 편입 등에 기인한다. 매출총이익률/영업이익률은 각각 0.6%p/2.1%p (YoY) 하락한 15.6%/4.7%를 기록했는데, 서연이화어번의 상대적으로 낮은 수익성과 인수 관련 무형자산상각비(48억원)의 반영(상각비 효과를 제외한 실질 영업이익률은 5.2%로 추정), 신규 건설한 미국/멕시코/인도 공장 관련 초기 비용이 반영되었기 때문이다.

### 2023년 이후 6개 공장들이 신규로 가세

인도/미국/멕시코에 6개 신규 공장을 인수 및 건설했다. 인도에 '23년 스쿠터용 차저/인렛/시트 생산법인인 서연서미크리쉬나기리를 설립했고, '24년에 고객사가 인수한 푸네 공장 지원을 위해 서연이화써미푸네를 설립해 공장을 건설 중이다. 푸네 공장은 '25년 생산이 전망된다. 멕시코에는 서연NorthAmerica를 '23년에 설립했고, 연간 50만대 규모로 Pillar를 생산한다. 미국에서 '23년 서연이화어번을 인수했고, 에어덕트/가니쉬/워셔탱크 등으로 연간 4천억원 이상의 매출을 발생 중이다. '24년 완공되는 서연이화서베너 공장에서는 전기차 전용 모델에 대한 도어트림/필러 등을 공급할 예정이다. '24년 설립된 서연이화텍사스 법인은 신규 거래선을 대상으로 '25년 이후 내외장부품을 공급할 것으로 보인다. 신설 및 인수한 공장들이 '24년~'25년에 걸쳐 완공되면서 외형 성장에 기여할 것이다. 기존 고객들뿐만 아니라 신규 거래선 확보도 기대된다. 비록 인프라 구축 및 생산 초기의 고정비 부담으로 수익 기여까지 시간이 걸리겠지만, 외형 성장에 따른 영업 레버리지 효과가 발생하고 기존 공장들과 구매/영업 시너지가 진행될수록 수익성도 개선될 것으로 전망한다.

### P/E 3배대의 Valuation에서 추가 거래 중

'24년 매출액은 10% 증가한 3.94조원에 이를 것인데 비해, 현재 시가총액 4,760억원과 '24년 예상 지배주주순이익(1,500억원) 기준 P/E 3배 초반의 낮은 Valuation에서 거래 중이다. P/B는 0.4배대다. 단일 고객군에 대한 의존도와 5% 전후의 수익성, 지속된 Capex 투자 등은 할인 요인이거나, 신규 공장들에 대한 투자가 막바지로 외형 기여가 시작되고 이후 수익 기여에 따른 높은 성장성이 예상되므로 현재 주가는 저평가되었다고 판단한다.

도표 1. 서연이화의 연결 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	603.5	687.8	707.3	842.6	780.3	900.9	919.6	973.6	938.7	1,976.8	1,962.4	2,180.1	2,845.3	3,574.3
한국	192.8	238.1	224.7	252.5	255.7	287.5	271.5	300.2	258.4	690.2	729.0	822.5	908.1	1,114.9
유럽	126.0	147.6	134.8	183.9	175.2	178.3	154.9	181.7	191.7	344.1	352.9	426.4	592.3	690.0
중국	28.3	15.4	24.0	51.6	12.6	19.6	26.6	23.0	24.3	181.5	166.7	100.4	119.2	81.8
인도	118.5	123.6	146.2	170.3	148.3	132.2	158.4	129.2	148.6	300.3	336.7	383.1	558.6	568.1
미국	92.2	108.6	120.8	131.4	139.5	230.0	251.7	257.2	255.8	265.1	241.3	276.3	452.9	878.3
멕시코	21.7	28.1	28.9	30.6	27.2	28.8	31.1	63.1	41.5	109.0	83.2	86.0	109.3	150.1
브라질	20.8	24.4	27.9	24.5	20.6	24.4	25.3	18.2	18.4	86.6	52.5	80.7	97.6	88.5
기타	3.3	2.0	0.0	2.0	1.2	0.1	0.2	1.0	0.1	0.0	0.1	4.7	7.3	2.6
(거래처별)														
현대차	305.1	360.3	368.9	409.4	406.7	488.7	480.3	525.9	503.4	1,006.9	993.3	1,177.7	1,443.7	1,901.6
기아	237.3	250.3	259.0	334.5	282.8	301.7	219.4	403.5	318.9	689.9	666.7	737.6	1,081.1	1,207.4
기타	61.2	77.2	79.3	98.7	90.8	110.5	219.9	44.1	116.4	279.9	302.4	264.8	320.5	465.3
매출총이익	90.1	109.7	115.7	136.2	126.2	121.1	145.0	153.4	146.3	208.8	239.5	297.1	451.7	545.7
영업이익	22.6	30.8	36.2	61.1	53.6	36.0	57.6	45.8	44.4	21.9	48.5	66.0	150.7	193.1
세전이익	29.7	26.3	77.8	-17.5	61.7	33.4	60.9	39.0	54.4	-42.9	-30.4	51.2	116.3	195.0
순이익	20.4	5.3	64.0	-34.0	45.4	20.5	57.8	34.1	40.7	-42.8	-41.3	26.3	55.7	157.8
증가율 (YoY)														
매출액	15.2	30.5	38.7	36.1	29.3	31.0	30.0	15.5	20.3	6.8	-0.7	11.1	30.5	25.6
매출총이익	27.8	42.5	62.0	74.2	40.0	10.4	25.3	12.6	15.9	21.1	14.7	24.1	52.0	20.8
영업이익	31.4	48.8	88.5	588.7	137.3	17.0	59.1	-25.0	-17.3	81.9	121.5	36.0	128.4	28.2
세전이익	194.1	-3.7	202.7	적지	107.6	27.1	-21.8	흑전	-11.8	적전	적지	흑전	127.0	67.7
순이익	2,232.5	-69.4	166.3	적지	122.9	285.6	-9.8	흑전	-10.4	적전	적지	흑전	111.8	183.4
Margin														
매출총이익률	14.9	15.9	16.4	16.2	16.2	13.4	15.8	15.8	15.6	10.6	12.2	13.6	15.9	15.3
영업이익률	3.7	4.5	5.1	7.2	6.9	4.0	6.3	4.7	4.7	1.1	2.5	3.0	5.3	5.4
세전이익률	4.9	3.8	11.0	-2.1	7.9	3.7	6.6	4.0	5.8	-2.2	-1.5	2.3	4.1	5.5
순이익률	3.4	0.8	9.1	-4.0	5.8	2.3	6.3	3.5	4.3	-2.2	-2.1	1.2	2.0	4.4

자료: 서연이화, 하나증권

도표 2. 서연이화의 해외 공장들 현황

(단위: %, 년, 만대, 명)

지역	법인명	지분율	설립년도	연 생산능력	종업원수	주력 품목
중국	북경해남천서연(홍곡)	50	2005	110	143	D/TRIM, H/LINING, F/CARPET, P/TRAY, CONSOLE
	북경해남천서연(채육)	50	2011	53	118	H/LINING, L/SIDE TRIM, L/TRAY
	강소서연이화	50	2002	60	600	BUMPER, D/TRIM, CONSOLE
인도	서연써밋인디아	70	2002	68	2,145	D/TRIM, BUMPER, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM
	서연써밋첸나이	70	2008	30	209	D/TRIM, BUMPER
	서연써밋아난타푸르	60	2017	40	1,502	D/TRIM, BUMPER, COWL TOP COVER, ROOF RACK
	서연써밋크리쉬나기리	100	2023	30(스쿠터)	n/a	Charger Assy, Vehicle Inlet, Seat
	서연이화써밋푸네	100	2024	n/a	n/a	D/TRIM, BUMPER
인도네시아	써밋서연인도네시아	20	2020	30	270	BUMPER
유럽	앗싼한일	40	1997	25	1,058	D/TRIM, BUMPER, SEAT, CONSOLE, C/PAD
	서연이화슬로박	100	2005	40	815	PILLAR, C/PAD, CTR BOX, SHROUD UPR/LWR
	서연이화폴란드	100	2012	50	439	D/TRIM, PILLAR, CONSOLE, COWL TOP COVER
미주	서연이화알라바마	100	2005	40	738	D/TRIM, P/TRAY, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM
	서연이화어번	100	2006/2023	80	438	AIR DUCT, EXTERIOR GARNISH, WASHER TANK
	서연이화조지아	100	2010	40	508	D/TRIM, L/SIDE TRIM, BACK PNL MOLD'G
	서연이화서배너	100	2024	30	n/a	D/TRIM, H/LINING, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM, PILLAR
	서연이화브라질	99.99	2009	20	367	D/TRIM, H/LINING, F/CARPET, CONSOLE
	서연이화멕시코	99.99	2014	42	430	D/TRIM, CONSOLE, PILLAR, W/HOUSE
	서연NorthAmerica	99.99	2023	50	n/a	Pillar
서연이화텍사스	100	2024	n/a	n/a	n/a	

주: 서연써밋크리쉬나기리(스쿠터)를 제외한 나머지 생산능력은 완성차 생산대수 기준

주2: 서연이화어번은 2006년 설립이지만, 서연이화가 2023년 인수

자료: 서연이화, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>매출액</b>	<b>1,977</b>	<b>1,962</b>	<b>2,180</b>	<b>2,845</b>	<b>3,574</b>
매출원가	1,768	1,723	1,883	2,394	3,029
매출총이익	209	239	297	451	545
판매비	187	191	231	301	353
<b>영업이익</b>	<b>22</b>	<b>48</b>	<b>66</b>	<b>151</b>	<b>193</b>
금융손익	(13)	(42)	(2)	(10)	(12)
종속/관계기업손익	(14)	(9)	(5)	(3)	12
기타영업외손익	(34)	(28)	(7)	(22)	2
<b>세전이익</b>	<b>(39)</b>	<b>(30)</b>	<b>51</b>	<b>116</b>	<b>195</b>
법인세	5	10	21	56	31
계속사업이익	(45)	(41)	30	60	164
중단사업이익	(4)	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>(48)</b>	<b>(41)</b>	<b>30</b>	<b>60</b>	<b>164</b>
비배주주지분 손이익	(2)	0	3	5	6
<b>지배주주순이익</b>	<b>(47)</b>	<b>(41)</b>	<b>26</b>	<b>56</b>	<b>158</b>
지배주주지분포괄이익	(41)	(36)	64	61	164
NOPAT	25	65	38	78	162
EBITDA	99	135	154	250	319
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.8	(0.8)	11.1	30.5	25.6
NOPAT증가율	흑전	160.0	(41.5)	105.3	107.7
EBITDA증가율	20.7	36.4	14.1	62.3	27.6
영업이익증가율	83.3	118.2	37.5	128.8	27.8
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	115.4	182.1
EPS증가율	적지	적지	흑전	111.7	183.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	10.6	12.2	13.6	15.9	15.2
EBITDA이익률	5.0	6.9	7.1	8.8	8.9
영업이익률	1.1	2.4	3.0	5.3	5.4
계속사업이익률	(2.3)	(2.1)	1.4	2.1	4.6

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(1,721)	(1,527)	973	2,060	5,837
BPS	22,613	22,313	24,588	26,709	32,624
CFPS	4,500	5,924	7,096	10,853	12,588
EBITDAPS	3,653	5,007	5,687	9,231	11,792
SPS	73,137	72,604	80,658	105,269	132,241
DPS	100	100	150	150	200
<b>주가지표(배)</b>					
PER	(2.9)	(4.8)	7.2	3.8	3.3
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.6
PCFR	1.1	1.2	1.0	0.7	1.5
EV/EBITDA	5.9	4.7	3.6	1.8	2.9
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(7.6)	(6.8)	4.0	7.7	17.9
ROA	(2.6)	(2.3)	1.5	2.9	6.7
ROIC	2.2	6.2	3.7	8.1	12.2
부채비율	192.9	185.4	156.6	155.0	154.7
순부채비율	70.6	65.3	47.4	25.4	37.4
이자보상비율(배)	1.1	2.6	3.8	7.6	6.0

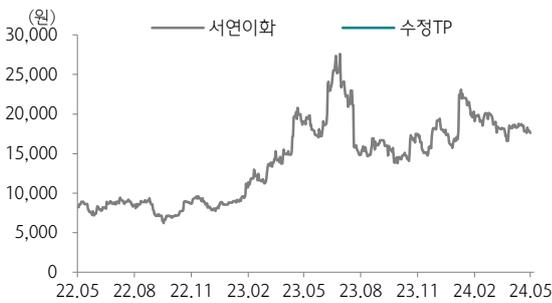
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>유동자산</b>	<b>790</b>	<b>810</b>	<b>772</b>	<b>969</b>	<b>1,035</b>
금융자산	171	199	205	289	202
현금성자산	115	147	120	209	169
매출채권	361	360	335	431	447
재고자산	104	115	128	152	215
기타유동자산	154	136	104	97	171
<b>비유동자산</b>	<b>1,030</b>	<b>994</b>	<b>1,019</b>	<b>961</b>	<b>1,323</b>
투자자산	46	55	56	72	87
금융자산	7	17	17	5	3
유형자산	853	836	857	798	1,036
무형자산	14	14	12	11	95
기타비유동자산	117	89	94	80	105
<b>자산총계</b>	<b>1,821</b>	<b>1,804</b>	<b>1,791</b>	<b>1,930</b>	<b>2,358</b>
<b>유동부채</b>	<b>962</b>	<b>912</b>	<b>869</b>	<b>986</b>	<b>1,135</b>
금융부채	401	369	331	316	303
매입채무	418	402	379	476	531
기타유동부채	143	141	159	194	301
<b>비유동부채</b>	<b>237</b>	<b>260</b>	<b>224</b>	<b>187</b>	<b>297</b>
금융부채	209	243	206	165	245
기타비유동부채	28	17	18	22	52
<b>부채총계</b>	<b>1,199</b>	<b>1,172</b>	<b>1,093</b>	<b>1,173</b>	<b>1,432</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>611</b>	<b>603</b>	<b>665</b>	<b>722</b>	<b>882</b>
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	416	446	446	446	446
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄이익누계액	10	11	48	50	63
이익잉여금	171	132	157	213	360
<b>비지배주주지분</b>	<b>11</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>44</b>
<b>자본총계</b>	<b>622</b>	<b>632</b>	<b>698</b>	<b>757</b>	<b>926</b>
순금융부채	439	413	331	192	347

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>192</b>	<b>115</b>	<b>188</b>	<b>218</b>	<b>190</b>
당기순이익	(48)	(41)	30	60	164
조정	155	191	128	180	121
감가상각비	77	87	88	99	126
외환거래손익	38	43	32	23	12
지분법손익	(5)	(2)	(3)	(22)	(12)
기타	45	63	11	80	(5)
영업활동 자산부채변동	85	(35)	30	(22)	(95)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(292)</b>	<b>(124)</b>	<b>(102)</b>	<b>(61)</b>	<b>(210)</b>
투자자산감소(증가)	40	4	10	(2)	(3)
자본증가(감소)	(261)	(93)	(80)	(51)	(254)
기타	(71)	(35)	(32)	(8)	47
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>80</b>	<b>49</b>	<b>(120)</b>	<b>(65)</b>	<b>(22)</b>
금융부채증가(감소)	87	(16)	(100)	(63)	47
자본증가(감소)	0	30	0	0	(0)
기타재무활동	(4)	38	(16)	3	(64)
배당지급	(3)	(3)	(4)	(5)	(5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(18)</b>	<b>32</b>	<b>(26)</b>	<b>88</b>	<b>(40)</b>
Unlevered CFO	122	160	192	293	340
Free Cash Flow	(92)	(11)	82	124	(70)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서연이화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.3.10	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 5월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.64%	5.91%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 24일