



Not Rated

목표주가(12M) Not Rated
현재주가(8.16) 15,300원

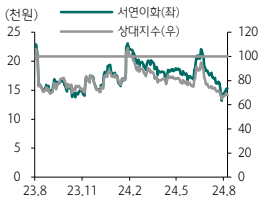
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,697.23
52주 최고/최저(원)	23,100/13,150
시가총액(십억원)	413.5
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	27,028.4
60일 평균 거래량(천주)	561.6
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
외국인지분율(%)	7.93
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 8월 19일 | 기업분석

서연이화 (200880)

P/E 2배 중반이네요

2Q24 Review: 영업이익률 4.8% 기록

서연이화의 2분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 14%/38% 증가한 10,290억원/498억원(영업이익률 4.8%, +0.8%p (YoY))을 기록했다. 브라질(-3% (YoY)) 매출액이 감소했지만, 비중이 큰 한국/유럽/인도/미국 매출액이 각각 2%/9%/4%/22% 증가하면서 기여했다. 특히, 미국 증가율이 높았던 것은 고객사들의 생산증가와 환율 상승, 그리고 전년 4월 인수한 서연이화어번의 기여가 있었기 때문이다. 고객별로는 2분기 매출액 중 88% 비중인 현대차/기아향 매출액이 14% (YoY) 증가했다. 매출총이익률/영업이익률은 각각 1.6%p/0.8%p (YoY) 상승한 15.0%/4.8%를 기록했다. 무형자산 상각비와 감가상각비의 증가(+49억원), 판매보증비 증가(+28억원), 해외 공장과 관련된 초기 비용의 반영 등에도 불구하고, 전년 동기의 낮은 기저와 외형 성장에 따른 레버리지 효과 등으로 이익률이 상승했다. 상반기 누적 영업이익은 942억원(+5%, 영업이익률 4.8%), 지배주주 순이익은 804억원(+22%)을 기록했다.

북미와 인도에 다수의 신규 공장들을 건설

서연이화의 성장은 인도와 미주 지역에서 발생 중이다. 인도에는 2023년 현지 스쿠터 제조업체를 고객으로 차저/인넷/시트 등을 공급 중이고, 2024년에는 인도 푸네 지역에 서연이화써밋푸네를 설립하여 2025년 생산을 목표로 하고 있다. 미주 지역에서는 2023년 미국 알라바마에 위치한 서연이화어번을 인수해 에어덕트/가니쉬/워셔탱크 등으로 제품 라인업을 확대했고, 멕시코에는 기존 서연이화멕시코(2014년 설립, 도어트림/콘솔 등 연 42만대 생산능력) 이외 2023년 서연NorthAmerica를 추가해 연간 50만대 규모의 필러 생산능력을 확보했다. 2024년에는 2개의 법인이 신규로 설립되었다. 서연이화서베너는 현대차 전기차 공장으로 도어트림/필러 등을 공급할 예정이고, 최근 설립된 서연이화텍사스는 신규 거래선을 대상으로 내외장부품 공급을 추진 중에 있다. 2023년 이후 1개의 인수 법인과 5개의 신설 법인이 설립된 바 생산 초기에는 낮은 수익성을 보이겠지만, 2025년 이후 외형 성장에 따른 레버리지 효과와 기존 공장들과의 시너지 효과 등을 통해 개선될 수 있을 것으로 예상된다.

현재 주가는 P/E 2배대로 극히 낮은 수준

2024년 매출액은 10% 증가한 3.94조원, 지배주주 순이익은 1,600억원 수준으로 예상된다. 이는 현재 시가총액 4,135억원을 감안할 때 P/E 2배 중반에 불과한 것이다. P/B도 0.4배이다. 단일 고객군에 대한 의존도가 높고, 초기 Capex 투자가 크다는 점은 Valuation상 할인 요인이다. 하지만, 해외 신공장들이 생산을 시작하여 가동률이 상승함에 따라 외형/이익에 대한 기여가 늘어날 것이고, 해외 신규 고객도 유치하고 있는 바 현재의 주가 Valuation은 극히 낮은 수준이라는 판단이다.

도표 1. 서연이화의 연결 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	603.5	687.8	707.3	842.6	780.3	900.9	919.6	973.6	938.7	1,029.0	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	293.6	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	193.9	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	35.5	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	137.5	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	279.5	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	63.9	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	23.5	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	1.6	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	545.4	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	358.9	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	124.8	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	154.5	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	49.8	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	57.1	-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	39.7	-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	14.2	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	27.6	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	38.2	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	70.8	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	93.7	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	15.0	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	4.8	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	5.5	-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	3.9	-2.2	-2.1	1.2	2.0	4.4

자료: 서연이화, 하나증권

도표 2. 서연이화의 해외 공장들 현황

(단위: %, 년, 만대, 명)

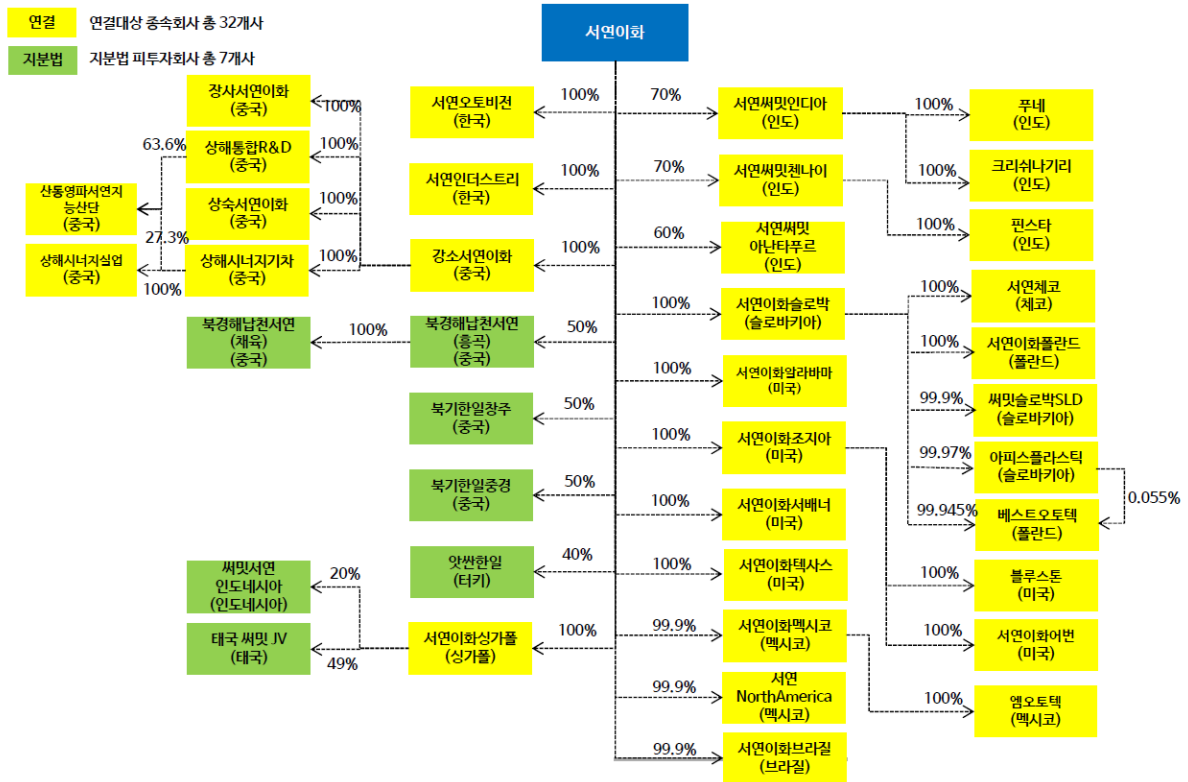
지역	법인명	지분율	설립년도	연 생산능력	종업원수	주력 품목
중국	북경해남천서연(홍곡)	50	2005	110	143	D/TRIM, H/LINING, F/CARPET, P/TRAY, CONSOLE
	북경해남천서연(채육)	50	2011	53	118	H/LINING, L/SIDE TRIM, L/TRAY
	강소서연이화	50	2002	60	600	BUMPER, D/TRIM, CONSOLE
인도	서연써밋인디아	70	2002	68	2,145	D/TRIM, BUMPER, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM
	서연써밋첸나이	70	2008	30	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

도표 3. 서연이화의 자회사 지분구조



자료: 서연이화, 하나증권

도표 4. 서연이화의 주요 제품들

Interior & Exterior Parts			Mold & Exterior Parts ETC.		Seat & Seat Pad Parts	
<p>Door Trim 자율 수납공간, 안전 및 전자 장비들이 장착되어 자동차 실내 미관 향상 및 승객의 편의하고 쾌적한 공간을 마련해주며, 주행 중 발생하는 외부 충격으로부터 운전자 및 승객을 보호하는 역할</p> 	<p>Garnish 자동차 실내 미관 향상 및 핸들, IMS 스위치 등 편의장치를 구성해 운전자 또는 승객에 편의성을 제공</p> 	<p>Head Lining 천장으로 부터 오는 외부 소음 차단 및 승객의 안락하고 쾌적한 공간을 마련해 주며, 외부로부터의 온도 변화에 대한 단열재 역할을 제공</p> 	<p>Injection Mold 고온에서 용해된 플라스틱 수지를 금형 내부에 주입해 냉각 과정을 거쳐 제품을 생산하는 공정이므로, 동일한 크기의 제품을 대량으로 생산하기 위한 용도</p> 	<p>Excavator Seat 굴삭기 캐빈 내에 장착되는 시트용 굴삭기 운전이 용이하도록 시트 높이 및 각도조절, 서스펜션 등을 갖춰 작업 편의를 높임</p> 	<p>MIL_WD Seat 고속버스 및 관광버스를 위한 시트용 일반버스 시트에 비해 안전하고 안락하며, 전후좌우의 목이 넘어 장거리 운행 시 피로감을 줄여주는 고급형 승객시트</p> 	
<p>Bumper 자동차의 앞 뒤에서 차체를 보호하기 위해 설치되어 있는 장치로서 외부 물체와 부딪혔을 때 그 충격을 흡수하는 역할</p> 	<p>Consol 운전자와 보조석 사이에 위치하여 소음의 소지품 보관 및 운전자의 팔 지지 역할을 하는 암레스트를 비롯해 변속레버, 각종 스위치, 컵홀더 등 운전자 또는 승객에 편의성을 제공</p> 	<p>Package Tray 승용차 후석 시트의 후방에서 차량의 실내와 트렁크 공간을 차단하는 리어 제키트 트레이 패널 위에 장착하는 부품으로, 내부 디자인을 향상하고 산반의 역할을 하여 승객에게 편의성을 제공</p> 	<p>Press Tools 자동차 차체를 이루는 재질을 동일한 크기로 대량 생산할 수 있는 틀</p> 	<p>Prestige Seat 고속버스 및 관광버스를 최고급 1인용 시트로, 계란의 프라이머시 보호 및 전후 좌석의 각도 조절에 영향을 받지 않으며, 모니터, 무선충전기, 전동각도조절 등 최고의 편의시설을 갖춘 최상위 승객시트</p> 	<p>Head Rest 시트의 머리 받침 부분으로 승객의 머리를 지지해 후방 추돌 시 목에 손상을 최소화</p> 	
<p>Cargo Screen RV 또는 SUV 차량의 리어 시트 뒤 좌물칸에 장착되는 것으로 외부로부터의 노출을 방지하고 내부 디자인을 향상</p> 	<p>Cockpit Module 자동차 계기판과 중앙디스플레이 등 각종 전자장비를 감싸고 있는 기본 틀로서, 내부를 충격으로부터 보호하는 완충재 역할</p> 	<p>Cabin 굴삭기의 운전석으로 피이프 프레임에 적용해 중량비 전복 시 운전자의 안전을 확보. 후방카메라, 사이드뷰-리어뷰 카메라를 통해 시야 확보를 돕고, 그 밖에 스피커, 사이드미러, 램프, FULL LED LAMP, TMS, 마이ক্র론 등 다양한 작업자 편의 및 안전 장치 장착</p> 	<p>Cush Pad 운전자 및 승객의 목과 시 골반과 허리에 집중되는 하중을 분산해 장시간 운전해도 피로감을 감소시켜 편안한 운행을 도움</p> 	<p>Back Pad 다양한 체형의 운전자와 승객에 편안한 자세와 안락함을 제공하기 위한 등받이로, 적절한 탄력 지지와 코너링 시 운전자의 좌우 돌림을 방지</p> 		

자료: 서연이화, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	1,977	1,962	2,180	2,845	3,574
매출원가	1,768	1,723	1,883	2,394	3,029
매출총이익	209	239	297	451	545
판매비	187	191	231	301	353
영업이익	22	48	66	151	193
금융손익	(13)	(42)	(2)	(10)	(12)
종속/관계기업손익	(14)	(9)	(5)	(3)	12
기타영업외손익	(34)	(28)	(7)	(22)	2
세전이익	(39)	(30)	51	116	195
법인세	5	10	21	56	31
계속사업이익	(45)	(41)	30	60	164
중단사업이익	(4)	0	0	0	0
당기순이익	(48)	(41)	30	60	164
비배주주지분 손이익	(2)	0	3	5	6
지배주주순이익	(47)	(41)	26	56	158
지배주주지분포괄이익	(41)	(36)	64	61	164
NOPAT	25	65	38	78	162
EBITDA	99	135	154	250	319
성장성(%)					
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
수익성(%)					
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

	2019	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)					
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
주가지표(배)					
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
재무비율(%)					
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
유동자산	790	810	772	969	1,035
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
비유동자산	1,030	994	1,019	961	1,323
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
자산총계	1,821	1,804	1,791	1,930	2,358
유동부채	962	912	869	986	1,135
금융부채	401	369	331	316	303
매입채무	418	402	379	476	531
기타유동부채	143	141	159	194	301
비유동부채	237	260	224	187	297
금융부채	209	243	206	165	245
기타비유동부채	28	17	18	22	52
부채총계	1,199	1,172	1,093	1,173	1,432
지배주주지분	611	603	665	722	882
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
비지배주주지분	11	29	33	35	44
자본총계	622	632	698	757	926
순금융부채	439	413	331	192	347

현금흐름표

(단위:십억원)

	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	192	115	188	218	190
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)
투자활동 현금흐름	(292)	(124)	(102)	(61)	(210)
투자자산감소(증가)	40	4	10	(2)	(3)
자본증가(감소)	(261)	(93)	(80)	(51)	(254)
기타	(71)	(35)	(32)	(8)	47
재무활동 현금흐름	80	49	(120)	(65)	(22)
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)
현금의 증감	(18)	32	(26)	88	(40)
Unlevered CFO	122	160	192	293	340
Free Cash Flow	(92)	(11)	82	124	(70)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서연이화



날짜	투자 의견	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 8월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2024년 8월 16일 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.04%	5.50%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 08월 16일