



BUY (유지)

목표주가(12M) 14,000원(하향)
현재주가(8.29) 9,760원

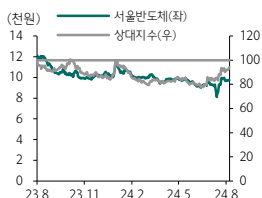
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	756.04
52주 최고/최저(원)	12,060/8,100
시가총액(십억원)	569.1
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	228.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
외국인지분율(%)	12.12
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 2인	28.53

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,089.8	1,124.4
영업이익(십억원)	12.2	37.7
순이익(십억원)	5.6	27.2
EPS(원)	69	377
BPS(원)	11,954	12,220

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,109.4	1,032.4	1,096.1	1,129.5
영업이익	(33.4)	(49.4)	10.9	25.8
세전이익	(30.8)	(70.2)	10.2	23.7
순이익	(1.1)	(22.4)	(12.3)	(20.7)
EPS	(19)	(384)	(210)	(356)
증감율	적전	적지	적지	적지
PER	(531.58)	(26.46)	(46.48)	(27.42)
PBR	0.79	0.82	0.81	0.84
EV/EBITDA	16.04	17.21	6.51	5.97
ROE	(0.15)	(3.24)	(1.83)	(3.20)
BPS	12,792	12,318	12,040	11,553
DPS	220	136	136	136



Analyst 김록호 rookim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 8월 30일 | 기업분석_Earnings Review

서울반도체 (046890)

자동차 비중 확대 지속중

2Q24 Review: 흑자 전환 성공

서울반도체의 24년 2분기 매출액은 2,830억원(YoY +11%, QoQ +17%), 영업이익은 40억원(YoY, QoQ 흑자전환)을 기록했다. 이는 컨센서스를 상회하는 실적이며, 2년만에 흑자 전환에 성공했다. IT 및 자동차향 매출액이 양호했는데, IT 내에서 스포츠 이벤트 효과로 인해 TV향 수요가 증가한 것으로 추정된다. 아울러 자동차향도 외부 조명 중심으로 견조한 흐름이 지속되었다. 이번 분기와 유사한 매출액인 23년 3분기 2,820억원으로 영업손실 134억원을 기록했던 것과 비교하면 원가 및 비용 절감 개선의 결과가 확인된 실적이라 판단된다. 자동차향 매출비중 확대를 통한 믹스 개선 효과도 일조한 것으로 추정된다. 아울러 분기 손익분기점 매출액 수준이 2,800억원 내외로 확인된 만큼 하반기에도 흑자 기조를 유지할 가능성이 높아 보인다.

3Q24 Preview: 자동차가 실적 견인

24년 3분기 매출액은 2,923억원(YoY +4%, QoQ +3%), 영업이익은 70억원(YoY 흑자전환, QoQ +73%)으로 전망한다. IT 성수기 진입으로 인해 IT향 매출액은 전분기대비 증가할 것으로 추정한다. 다만, 2분기에 스포츠 이벤트 효과가 집중되었던 점을 감안하면 증가폭은 제한적일 가능성이 높다. 외형 성장을 견인하는 부문은 자동차향으로 기대되는데, 이로 인해 전분기대비 수익성 개선도 가능할 것으로 판단한다. 국내외 고객사향 Wicop 매출액이 본격화되고 있고, 상대적으로 고가 모델들에 채택되고 있어 자동차향 매출액 증가는 이익률 향상에 긍정적일 것으로 분석된다. 다만, 전반적인 업황 자체가 매출액 규모를 의미 있게 성장시킬 수 있는 환경이 아니기 때문에 본격적인 실적 증가 및 회복을 기대하기는 어려운 상황이다.

실적은 바닥 통과. 외형 성장 동력이 필요

서울반도체에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 14,000원으로 하향한다. LED 업황의 장기 불황으로 인해 서울반도체에 대한 투자 매력도가 낮은 것은 사실이다. 다만, 2022~2023년 외형 축소 및 적자를 기록한 이후에 2024년 매출액은 전년대비 6% 증가하고, 영업이익은 109억원으로 흑자 전환할 것으로 전망된다. 실적이 바닥을 통과한 현재 시점에서 중장기 투자 의견은 'BUY'를 유지하는 것이 합리적이라 판단한다. 2024년과 2025년 BPS를 각각 4%, 6% 하향 조정하고, 2025년 BPS 비중 확대를 목표주가가도 하향한다. 자동차향 매출액이 꾸준히 증가해 매출비중이 30%에 달하고 있는 점이 긍정적이지만, 전사 외형 성장을 견인할 만한 새로운 동력이 필요하다.

도표 1. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	224.5	255.2	282.0	271.9	241.6	283.0	292.3	279.8	1,033.6	1,096.7	1,129.5
YoY	-22.0%	-13.1%	-0.6%	11.2%	7.6%	10.9%	3.6%	2.9%	-6.8%	6.1%	3.0%
QoQ	-8.2%	13.7%	10.5%	-3.6%	-11.1%	17.1%	3.3%	-4.3%			
IT(TV, PC, Mobile)	101.8	126.4	140.6	116.4	100.2	126.3	128.0	120.9	485.2	475.5	456.2
일반조명	58.3	63.1	61.8	62.4	54.3	62.1	65.6	58.0	245.6	240.0	248.5
자동차	49.0	58.8	65.3	79.6	73.3	80.7	84.7	87.2	252.7	325.9	369.5
기타(UV, VCSEL)	15.5	6.9	14.4	13.4	13.8	13.9	13.9	13.8	50.2	55.4	55.4
매출비중											
IT(TV, PC, Mobile)	45.3%	49.5%	49.9%	42.8%	41.5%	44.6%	43.8%	43.2%	46.9%	43.4%	40.4%
일반조명	26.0%	24.7%	21.9%	23.0%	22.5%	21.9%	22.5%	20.7%	23.8%	21.9%	22.0%
자동차	21.8%	23.0%	23.1%	29.3%	30.3%	28.5%	29.0%	31.2%	24.4%	29.7%	32.7%
기타(UV, VCSEL)	6.9%	2.7%	5.1%	4.9%	5.7%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	4.9%
영업이익	-13.8	-2.1	-13.4	-18.1	-3.6	4.0	7.0	3.5	-47.4	10.9	25.8
영업이익률	-6.1%	-0.8%	-4.7%	-6.7%	-1.5%	1.4%	2.4%	1.2%	-4.6%	1.0%	2.3%

자료: 서울반도체, 하나증권

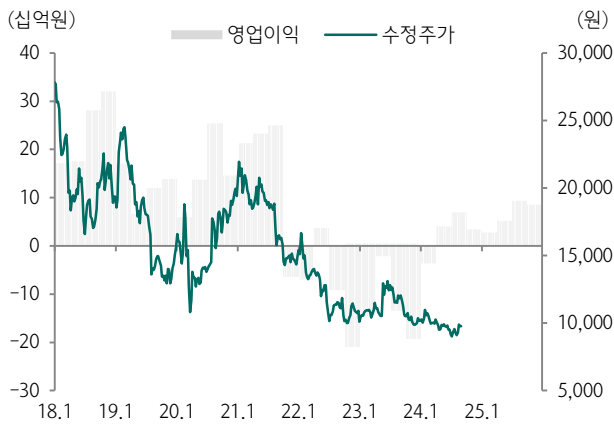
도표 2. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	224.5	255.2	282.0	271.9	249.7	270.5	287.2	274.9	1,109.5	1,033.6	1,082.3
YoY	-22.0%	-13.1%	-0.6%	11.2%	11.2%	6.0%	1.8%	1.1%	-14.7%	-6.8%	4.7%
QoQ	-8.2%	13.7%	10.5%	-3.6%	-8.2%	8.3%	6.2%	-4.3%			
IT(TV, PC, Mobile)	101.8	126.4	140.6	116.4	99.1	114.8	122.1	115.0	528.9	485.2	450.9
일반조명	58.3	63.1	61.8	62.4	56.9	58.7	62.5	55.0	267.8	245.6	233.0
자동차	49.0	58.8	65.3	79.6	81.2	85.3	89.5	92.2	189.1	252.7	348.2
기타(UV, VCSEL)	15.5	6.9	14.4	13.4	12.5	11.8	13.0	12.7	123.7	50.2	50.1
매출비중											
IT(TV, PC, Mobile)	45.3%	49.5%	49.9%	42.8%	39.7%	42.4%	42.5%	41.8%	47.7%	46.9%	41.7%
일반조명	26.0%	24.7%	21.9%	23.0%	22.8%	21.7%	21.8%	20.0%	24.1%	23.8%	21.5%
자동차	21.8%	23.0%	23.1%	29.3%	32.5%	31.5%	31.2%	33.5%	17.0%	24.4%	32.2%
기타(UV, VCSEL)	6.9%	2.7%	5.1%	4.9%	5.0%	4.4%	4.5%	4.6%	11.1%	4.9%	4.6%
영업이익	-13.8	-4.1	-13.4	-18.1	-6.8	0.9	7.8	2.3	-21.4	-47.4	4.3
영업이익률	-6.1%	-1.6%	-4.7%	-6.7%	-2.7%	0.3%	2.7%	0.8%	-1.9%	-4.6%	0.4%

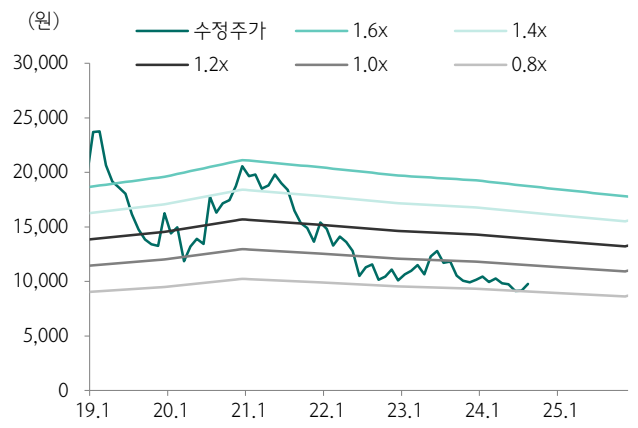
자료: 서울반도체, 하나증권

도표 3. 영업이익 vs 주가



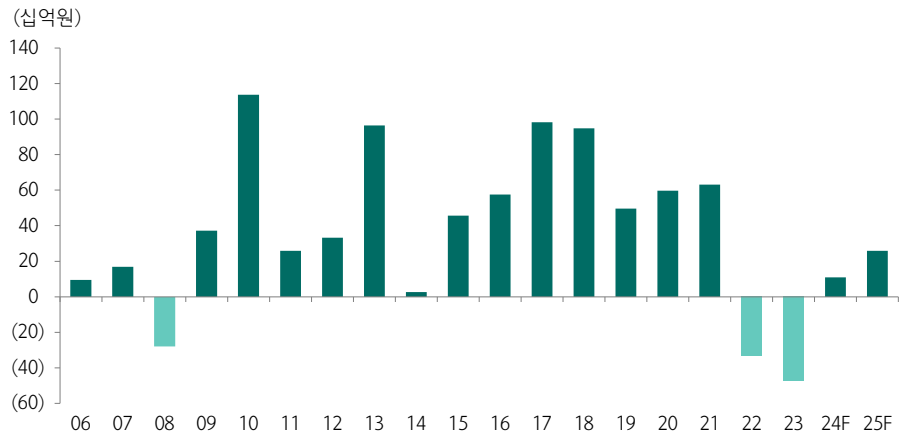
자료: 서울반도체, 하나증권

도표 4. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 서울반도체, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,301.0	1,109.4	1,032.4	1,096.1	1,129.5
매출원가	1,035.0	917.6	850.8	861.4	873.6
매출총이익	266.0	191.8	181.6	234.7	255.9
판매비	202.9	225.3	230.9	223.8	230.1
영업이익	63.2	(33.4)	(49.4)	10.9	25.8
금융손익	15.2	6.9	(11.8)	(5.2)	(10.3)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.1	(0.1)	1.9	8.2
기타영업외손익	(2.5)	(4.4)	(8.9)	2.6	0.0
세전이익	75.8	(30.8)	(70.2)	10.2	23.7
법인세	14.3	23.5	4.3	1.9	5.0
계속사업이익	61.5	(54.3)	(74.5)	8.3	18.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	61.5	(54.3)	(74.5)	8.3	18.7
비배주주지분 순이익	11.8	(53.2)	(52.1)	20.6	39.4
지배주주순이익	49.7	(1.1)	(22.4)	(12.3)	(20.7)
지배주주지분포괄이익	66.6	1.6	(21.9)	(7.0)	(15.4)
NOPAT	51.3	(59.0)	(52.4)	8.9	20.4
EBITDA	140.6	51.7	41.5	103.0	112.0
성장성(%)					
매출액증가율	12.83	(14.73)	(6.94)	6.17	3.05
NOPAT증가율	5.77	적전	적지	흑전	129.21
EBITDA증가율	0.72	(63.23)	(19.73)	148.19	8.74
영업이익증가율	5.86	적전	적지	흑전	136.70
(지배주주)순이익증가율	179.21	적전	적지	적지	적지
EPS증가율	179.34	적전	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	20.45	17.29	17.59	21.41	22.66
EBITDA이익률	10.81	4.66	4.02	9.40	9.92
영업이익률	4.86	(3.01)	(4.78)	0.99	2.28
계속사업이익률	4.73	(4.89)	(7.22)	0.76	1.66

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	852	(19)	(384)	(210)	(356)
BPS	13,208	12,792	12,318	12,040	11,553
CFPS	3,198	1,617	1,295	2,257	2,061
EBITDAPS	2,412	887	712	1,766	1,921
SPS	22,314	19,028	17,706	18,799	19,373
DPS	460	220	136	136	136
주가지표(배)					
PER	18.08	(531.58)	(26.46)	(46.48)	(27.42)
PBR	1.17	0.79	0.82	0.81	0.84
PCFR	4.82	6.25	7.85	4.32	4.74
EV/EBITDA	8.87	16.04	17.21	6.51	5.97
PSR	0.69	0.53	0.57	0.52	0.50
재무비율(%)					
ROE	7.03	(0.15)	(3.24)	(1.83)	(3.20)
ROA	3.49	(0.08)	(1.78)	(1.00)	(1.66)
ROIC	6.10	(6.82)	(6.77)	1.24	3.01
부채비율	77.57	66.31	77.22	78.15	79.06
순부채비율	26.59	21.94	16.30	9.94	3.95
이자보상배율(배)	14.60	(3.84)	(4.07)	0.72	1.58

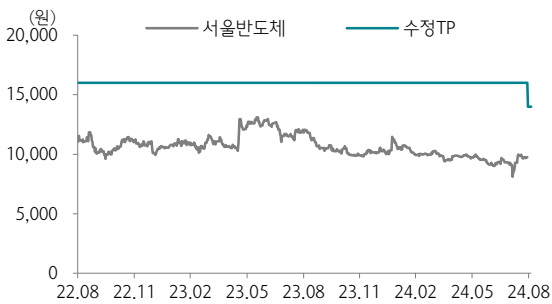
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	729.7	550.4	529.1	591.8	653.8
금융자산	93.8	81.9	104.3	152.6	193.8
현금성자산	86.0	78.8	102.6	150.9	191.9
매출채권	379.6	306.6	286.8	296.5	310.6
재고자산	209.8	139.2	120.7	124.8	130.7
기타유동자산	46.5	22.7	17.3	17.9	18.7
비유동자산	783.4	739.4	690.0	644.0	608.0
투자자산	18.5	19.4	7.9	8.1	8.4
금융자산	16.8	17.6	6.2	6.4	6.5
유형자산	674.0	656.6	618.3	574.0	542.3
무형자산	40.1	29.2	25.1	24.5	20.0
기타비유동자산	50.8	34.2	38.7	37.4	37.3
자산총계	1,513.1	1,289.9	1,219.1	1,235.7	1,261.8
유동부채	458.8	305.1	404.8	417.2	431.8
금융부채	125.3	51.0	98.5	105.5	105.5
매입채무	232.5	185.9	231.8	239.7	251.1
기타유동부채	101.0	68.2	74.5	72.0	75.2
비유동부채	202.1	209.2	126.4	124.9	125.3
금융부채	195.1	201.1	117.9	116.1	116.1
기타비유동부채	7.0	8.1	8.5	8.8	9.2
부채총계	661.0	514.3	531.2	542.1	557.1
지배주주지분	729.7	705.0	677.3	661.1	632.7
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	319.9	319.9	322.6	322.6	322.6
자본조정	(45.6)	(46.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)
기타포괄이익누계액	10.3	11.4	11.9	15.6	15.6
이익잉여금	416.0	390.6	359.6	339.7	311.3
비지배주주지분	122.4	70.6	10.6	32.5	72.0
자본총계	852.1	775.6	687.9	693.6	704.7
순금융부채	226.6	170.2	112.1	69.0	27.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	98.4	155.7	120.7	101.8	101.7
당기순이익	61.5	(54.3)	(74.5)	8.3	18.7
조정	127.5	118.3	128.4	105.7	86.2
감가상각비	77.4	85.2	90.9	92.1	86.2
외환거래손익	(1.9)	10.2	7.6	5.6	0.0
지분법손익	0.1	(0.1)	(0.3)	1.1	0.0
기타	51.9	23.0	30.2	6.9	0.0
영업활동 자산부채변동	(90.6)	91.7	66.8	(12.2)	(3.2)
투자활동 현금흐름	(116.4)	(50.2)	(41.6)	(34.9)	(50.3)
투자자산감소(증가)	2.1	(0.8)	11.6	0.9	(0.2)
자본증가(감소)	(141.3)	(45.4)	(46.2)	(30.0)	(50.0)
기타	22.8	(4.0)	(7.0)	(5.8)	(0.1)
재무활동 현금흐름	67.8	(113.1)	(55.3)	(17.0)	(7.7)
금융부채증가(감소)	110.2	(68.3)	(35.7)	5.2	0.0
자본증가(감소)	(4.9)	0.0	2.7	0.0	0.0
기타재무활동	(25.4)	(17.6)	(9.9)	(14.5)	0.0
배당지급	(12.1)	(27.2)	(12.4)	(7.7)	(7.7)
현금의 증감	51.2	(7.2)	23.8	50.1	41.1
Unlevered CFO	186.4	94.3	75.5	131.6	120.2
Free Cash Flow	(43.2)	106.5	69.7	70.2	51.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.30	BUY	14,000	-	-
23.8.10	1년 경과	-	-	-
22.8.10	BUY	16,000	-30.11%	-18.13%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)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 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 8월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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	94.17%	5.38%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 08월 27일