



BUY (유지)

목표주가(12M) 16,000원
현재주가(2.15) 10,590원

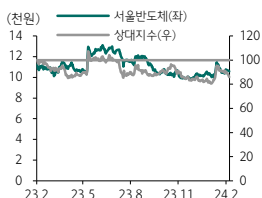
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	859.21
52주 최고/최저(원)	13,100/9,820
시가총액(십억원)	617.5
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	416.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
외국인지분율(%)	12.21
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 2인	28.53

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,032.8	1,152.0
영업이익(십억원)	(24.3)	15.5
순이익(십억원)	(33.0)	N/A
EPS(원)	257	N/A
BPS(원)	12,557	N/A

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,301.0	1,109.4	1,033.7	1,082.3
영업이익	63.2	(33.4)	(48.2)	4.3
세전이익	75.8	(30.8)	(62.1)	2.2
순이익	49.7	(1.1)	3.1	0.1
EPS	852	(19)	54	2
증감율	179.34	적전	흑전	(96.30)
PER	18.08	(531.58)	188.15	5,295.00
PBR	1.17	0.79	0.80	0.85
EV/EBITDA	8.87	16.04	18.58	8.80
ROE	7.03	(0.15)	0.45	0.02
BPS	13,208	12,792	12,706	12,495
DPS	460	220	220	220



Analyst 김록호 rookim@hanafn.com
RA 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 16일 | 기업분석_Earnings Review

서울반도체 (046890)

자동차향 매출액 성장에 주목

4Q23 Review: 가이드스 부합하는 매출액 달성

서울반도체의 23년 4분기 매출액은 2,719억원(YoY +11%, QoQ -4%), 영업손실 181억원(YoY, QoQ 적자확대)을 기록했다. 가이드스 매출액 2,600~2,800억원에 준하는 실적을 달성했다. 다만, 고객사 납기 긴급 대응으로 인한 제반 비용의 증가로 인해 수익성은 보다 악화되었다. 자동차 중심으로 견조한 수요와 IT의 부진한 수요가 지속되었다. IT는 연말 재고조정 강도가 예상보다 강했고, 자동차는 전분기에 이어 매출액 증가폭이 유의미했다. 일반 조명은 가격 경쟁 심화로 인해 외형은 유지되는 수준이었지만, 수익성에 악영향을 미친 것으로 추정된다. 전기차를 필두로 자동차 수요가 전반적으로 둔화되고 있는 상황에서도 자동차향 매출액이 견조하게 유지되고 있는 점은 긍정적이다.

1Q24 Preview: 자동차향 매출액 증가로 전년동기대비 증가 전망

24년 1분기 매출액은 2,497억원(YoY +11%, QoQ -8%), 영업손실은 68억원(YoY, QoQ 적자 축소)으로 전망한다. IT 비수기 진입으로 전분기대비 매출액이 감소할 전망이다. 다만, 자동차향 매출액은 견조한 흐름이 유지되며, 전년동기대비는 물론 전분기대비 증가세를 시현할 것으로 추정한다. 최근에 자동차 업체들은 외부 조명을 다양한 디자인으로 차별화하고 있다. 아울러 차량 내부의 디스플레이는 탑재 수량이 증가하고, 고해상도가 진행되며, 사이즈 역시 확대되고 있다. 차량 한 대당 탑재되는 LED 개수의 증가와 더불어 슬림한 LED 모듈에 대한 수요가 증가하고 있어 Wicop 채택 비중이 확대되고 있는 것으로 파악된다. 23년 상반기까지 수주잔고액이 원활하게 증가한 바 있는데, 23년 하반기에 매출액으로 이를 입증했다.

실적으로 보여줄 때

서울반도체에 대한 투자이견 'BUY', 목표주가 16,000원을 유지한다. 서울반도체는 2022년~2023년 2년 연속 적자를 시현했다. 코로나 이후 IT 수요가 전반적으로 부진했고, 일반 조명은 가격 경쟁으로 인해 어려운 환경이 지속되었다. 다만, 2023년 자동차향 매출액은 전년 대비 30% 이상 증가하며 전사에서 차지하는 비중이 17%에서 24%까지 확대되었다. 2024년에도 해당 기초는 유지될 것으로 추정되어, 자동차향 비중은 32%에 달할 것으로 전망한다. 매출액에서 절반을 차지하는 IT 부진으로 인해 전사 외형 및 수익성이 부진하지만, 자동차향 실적만 보면 유의미한 변화가 일어나고 있다. 자동차향 성장 가능성을 2023년 매출액으로 보여줬고, 2024년에도 재차 실적으로 입증한다면, 주가 측면에서 기회는 올 것으로 판단한다.

도표 1. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 후)

(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

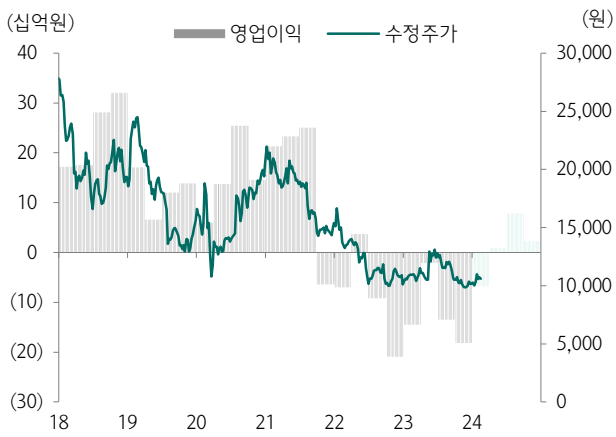
도표 2. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	224.5	255.2	277.8	273.3	245.0	270.4	296.5	292.8	1,109.5	1,030.8	1,104.7
YoY	-22.0%	-13.1%	-2.1%	11.7%	9.1%	6.0%	6.7%	7.1%	-14.7%	-7.1%	7.2%
QoQ	-8.2%	13.7%	8.9%	-1.6%	-10.4%	10.4%	9.7%	-1.3%			
IT(TV, PC, Mobile)	101.8	126.4	140.2	137.4	114.3	130.7	146.5	145.4	528.9	505.7	537.0
일반조명	58.3	63.1	64.1	60.0	60.2	64.3	68.4	62.4	267.8	245.5	255.2
자동차	49.0	58.8	61.1	63.0	58.6	64.4	69.6	73.1	189.1	231.9	265.6
기타(UV, VCSEL)	15.5	6.9	12.3	12.9	11.9	11.0	12.0	12.0	123.7	47.6	46.9
매출비중											
IT(TV, PC, Mobile)	45.3%	49.5%	50.5%	50.3%	46.7%	48.3%	49.4%	49.7%	47.7%	49.1%	48.6%
일반조명	26.0%	24.7%	23.1%	22.0%	24.6%	23.8%	23.1%	21.3%	24.1%	23.8%	23.1%
자동차	21.8%	23.0%	22.0%	23.0%	23.9%	23.8%	23.5%	25.0%	17.0%	22.5%	24.0%
기타(UV, VCSEL)	6.9%	2.7%	4.4%	4.7%	4.9%	4.1%	4.1%	4.1%	11.1%	4.6%	4.2%
영업이익	-13.8	-4.1	7.5	6.7	4.9	9.6	15.7	12.9	-21.4	-3.7	43.0
영업이익률	-6.1%	-1.6%	2.7%	2.4%	2.0%	3.5%	5.3%	4.4%	-1.9%	-0.4%	3.9%

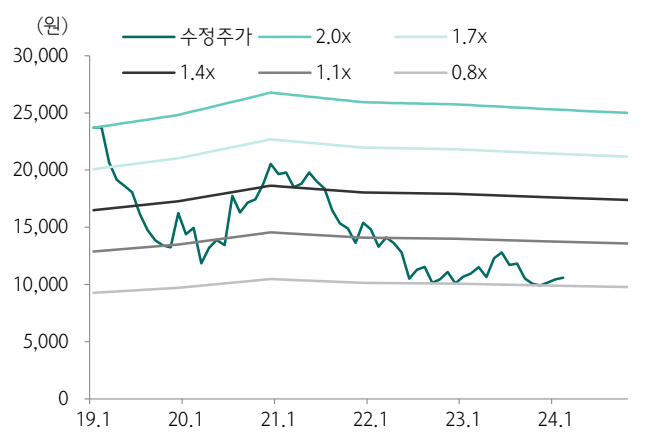
자료: 서울반도체, 하나증권

도표 3. 영업이익 vs 주가



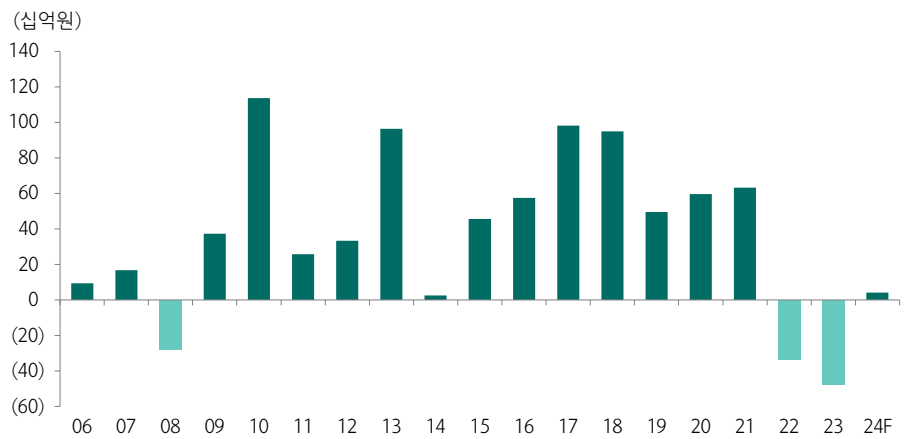
자료: 서울반도체, 하나증권

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	2023F	2024F	2025F
매출액	1,301.0	1,109.4	1,033.7	1,082.3	1,160.0
매출원가	1,035.0	917.6	849.1	873.2	916.9
매출총이익	266.0	191.8	184.6	209.1	243.1
판매비	202.9	225.3	232.8	204.8	215.0
영업이익	63.2	(33.4)	(48.2)	4.3	28.1
금융손익	15.2	6.9	(5.0)	(11.2)	(11.5)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.1	(9.0)	9.1	5.5
기타영업외손익	(2.5)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	75.8	(30.8)	(62.1)	2.2	22.1
법인세	14.3	23.5	1.7	0.5	5.1
계속사업이익	61.5	(54.3)	(63.9)	1.7	17.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	61.5	(54.3)	(63.9)	1.7	17.0
비배주주지분 순이익	11.8	(53.2)	(67.0)	1.5	15.7
지배주주순이익	49.7	(1.1)	3.1	0.1	1.3
지배주주지분포괄이익	66.6	1.6	7.9	0.1	0.8
NOPAT	51.3	(59.0)	(49.6)	3.3	21.7
EBITDA	140.6	51.7	42.0	88.1	104.8
성장성(%)					
매출액증가율	12.83	(14.73)	(6.82)	4.70	7.18
NOPAT증가율	5.77	적전	적지	흑전	557.58
EBITDA증가율	0.72	(63.23)	(18.76)	109.76	18.96
영업이익증가율	5.86	적전	적지	흑전	553.49
(지배주주)순이익증가율	179.21	적전	흑전	(96.77)	1,200.00
EPS증가율	179.34	적전	흑전	(96.30)	1,050.00
수익성(%)					
매출총이익률	20.45	17.29	17.86	19.32	20.96
EBITDA이익률	10.81	4.66	4.06	8.14	9.03
영업이익률	4.86	(3.01)	(4.66)	0.40	2.42
계속사업이익률	4.73	(4.89)	(6.18)	0.16	1.47

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	852	(19)	54	2	23
BPS	13,208	12,792	12,706	12,495	12,305
CFPS	3,198	1,617	884	1,666	1,892
EBITDAPS	2,412	887	720	1,511	1,798
SPS	22,314	19,028	17,728	18,562	19,896
DPS	460	220	220	220	220
주가지표(배)					
PER	18.08	(531.58)	188.15	5,295.00	460.43
PBR	1.17	0.79	0.80	0.85	0.86
PCFR	4.82	6.25	11.49	6.36	5.60
EV/EBITDA	8.87	16.04	18.58	8.80	7.24
PSR	0.69	0.53	0.57	0.57	0.53
재무비율(%)					
ROE	7.03	(0.15)	0.45	0.02	0.19
ROA	3.49	(0.08)	0.25	0.01	0.11
ROIC	6.10	(6.82)	(6.35)	0.45	3.17
부채비율	77.57	66.31	72.50	74.06	74.86
순부채비율	26.59	21.94	25.65	21.09	16.42
이자보상배율(배)	14.60	(3.84)	(4.12)	0.43	2.94

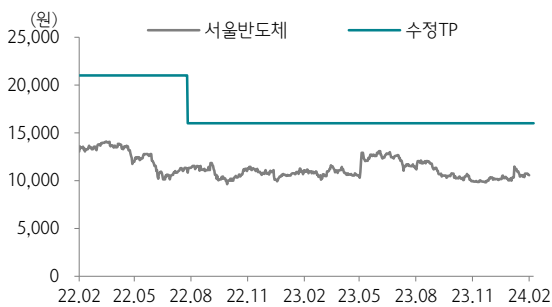
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	729.7	550.4	516.6	556.3	611.1
금융자산	93.8	81.9	39.1	73.6	93.8
현금성자산	86.0	78.8	35.6	70.1	90.0
매출채권	379.6	306.6	340.8	344.6	369.3
재고자산	209.8	139.2	111.3	112.6	120.7
기타유동자산	46.5	22.7	25.4	25.5	27.3
비유동자산	783.4	739.4	701.3	654.0	612.8
투자자산	18.5	19.4	10.1	10.2	10.6
금융자산	16.8	17.6	8.0	8.1	8.4
유형자산	674.0	656.6	627.5	586.0	548.7
무형자산	40.1	29.2	25.0	19.1	14.8
기타비유동자산	50.8	34.2	38.7	38.7	38.7
자산총계	1,513.1	1,289.9	1,217.9	1,210.3	1,223.9
유동부채	458.8	305.1	326.6	329.6	337.9
금융부채	125.3	51.0	44.0	44.0	32.5
매입채무	232.5	185.9	206.7	209.0	224.0
기타유동부채	101.0	68.2	75.9	76.6	81.4
비유동부채	202.1	209.2	185.3	185.4	186.0
금융부채	195.1	201.1	176.2	176.2	176.2
기타비유동부채	7.0	8.1	9.1	9.2	9.8
부채총계	661.0	514.3	511.9	515.0	524.0
지배주주지분	729.7	705.0	699.9	687.7	676.6
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	319.9	319.9	320.1	320.1	320.1
자본조정	(45.6)	(46.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)
기타포괄이익누계액	10.3	11.4	15.3	15.3	15.3
이익잉여금	416.0	390.6	381.4	369.1	358.0
비지배주주지분	122.4	70.6	6.1	7.6	23.3
자본총계	852.1	775.6	706.0	695.3	699.9
순금융부채	226.6	170.2	181.1	146.6	114.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	98.4	155.7	88.8	84.8	89.3
당기순이익	61.5	(54.3)	(63.9)	1.7	17.0
조정	127.5	118.3	100.2	83.8	76.7
감가상각비	77.4	85.2	90.2	83.8	76.7
외환거래손익	(1.9)	10.2	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	51.9	23.0	10.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(90.6)	91.7	52.5	(0.7)	(4.4)
투자활동 현금흐름	(116.4)	(50.2)	(37.4)	(36.5)	(35.7)
투자자산감소(증가)	2.1	(0.8)	9.4	(0.1)	(0.5)
자본증가(감소)	(141.3)	(45.4)	(41.7)	(36.4)	(35.0)
기타	22.8	(4.0)	(5.1)	0.0	(0.2)
재무활동 현금흐름	67.8	(113.1)	(55.1)	(12.4)	(23.9)
금융부채증가(감소)	110.2	(68.3)	(31.9)	0.0	(11.5)
자본증가(감소)	(4.9)	0.0	0.2	0.0	0.0
기타재무활동	(25.4)	(17.6)	(11.0)	0.0	0.0
배당지급	(12.1)	(27.2)	(12.4)	(12.4)	(12.4)
현금의 증감	51.2	(7.2)	(41.3)	34.5	19.9
Unlevered CFO	186.4	94.3	51.6	97.2	110.3
Free Cash Flow	(43.2)	106.5	46.4	48.4	54.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.8.10	BUY	16,000		
22.2.10	BUY	21,000	-40.61%	-32.86%

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 2월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 2월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	93.49%	6.05%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 12일