



Not Rated

목표주가(12M) Not Rated
현재주가(11.14) 15,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,433.25
52주 최고/최저(원)	27,600/7,740
시가총액(십억원)	405.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	27,028.4
60일 평균 거래량(천주)	479.8
60일 평균 거래대금(십억원)	7.6
외국인지분율(%)	11.35
주요주주 지분율(%)	
서연 외 5인	57.06

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	1,977	1,962	2,180	2,845
영업이익	22	48	66	151
세전이익	(39)	(30)	51	116
순이익	(47)	(41)	26	56
EPS	(1,721)	(1,527)	973	2,060
증감율	적지	적지	흑전	111.7
PER	(2.9)	(4.8)	7.2	3.8
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.9	4.7	3.6	1.8
ROE	(7.6)	(6.8)	4.0	7.7
BPS	22,613	22,313	24,588	26,709
DPS	100	100	150	150



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 15일 | 기업분석

서연이화 (200880)

3분기 수익성 다시 상승

3Q23 Review: 영업이익률 6.3% 기록

서연이화의 3분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 30%/59% 증가한 9,196억원/576억원(영업이익률 6.3%, +1.2%p (YoY))을 기록했다. 브라질을 제외한 대부분의 지역에서 매출액이 증가했고, 특히, 비중이 큰 한국/유럽/인도/미국 매출액이 각각 21%/15%/8%/108% 증가했다. 미국 매출액이 급증한 영향은 4월 미국에서 인수한 광성아메리카(현재 서연이화여번) 매출액이 1,045억원 반영된 효과로 이를 제외한 미국 및 연결 매출액 증가율은 각각 22%/15%였을 것이다. 고객별로는 전체 매출액 중 76% 비중인 현대차/기아향 매출액이 11% 증가했는데, 물량 증가와 믹스 개선에 기인한다. 기타 고객향 매출액은 177% (YoY) 증가했다. 매출총이익률은 0.6%p (YoY) 하락한 15.8%을 기록했는데, 연결 편입된 광성아메리카의 낮은 수익성에서 기인한다. 하지만, 외형 성장과 2분기일회성 비용요인들이 제거되면서 2분기 대비로는 2.3%p 상승했다. 영업이익률은 1.2%p (YoY), 2.3%p (QoQ) 상승한 6.3%를 기록했는데, 외형 성장에도 운반비/연구개발비/보증비 등 각종 비용들이 제한된 덕분이다.

최근 2년 간 매출액이 65% 성장

2023년 매출액/영업이익은 27%/38% 증가한 3.6조원/2,075억원으로 전망한다. 2분기부터 반영되고 있는 인수 효과를 제외하면 실질 외형 성장률은 15% 수준인 것이다. 매출액이 2년 전에 비해 65%, 인수 효과를 제외해도 50% 증가한 것이다. 고객사들의 생산 증가와 함께 고가 차종 위주로의 믹스 개선, 그리고 고객 확대의 효과에서 기인한다. 최근 시장수요 둔화로 전방 고객들의 생산 증가율이 다소 하락하고 있지만, 2023년 중 신설 및 인수한 공장들의 기여가 2024년~2025년에 걸쳐 발생하면서 외형은 추가 성장이 예상된다. 다만, 2022년~2023년에는 외형 성장에 비해 고정성 비용의 증가폭이 작아 수익성이 5%~6%대로 상승했지만, 2024년~2025년에는 신규 공장의 가동 후 초기 비용증가가 발생하면서 추가적인 수익성 상승은 제한될 것으로 보인다.

P/E 2배대에서 거래 중

현재 시가총액 4,054억원을 기록 중이다. 3분기 누적 지배주주순이익이 1,237억원이고, 4분기까지 감안할 때 연간으로는 1,600억원 이상일 것으로 예상되는 바 P/E 2배 중반의 낮은 Valuation에서 거래되고 있다. 제품의 부가가치가 낮고 단일 고객군에 대한 의존도가 높다는 점은 할인 요인이지만, 신규 공장들의 매출 기여와 전기차 모델들에 대한 납품 증가가 진행되면서 성장이 유지될 것이라는 점에서 현재의 주가는 업황 둔화에 대한 우려를 지나치게 반영하면서 저평가 상태에 있다는 판단이다.

도표 1. 서연이화의 연결 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	2019	2020	2021	2022
매출액	523.8	527.1	509.8	619.3	603.5	687.8	707.3	842.6	780.3	900.9	919.6	1,976.8	1,962.4	2,180.1	2,845.3
한국	191.6	214.8	190.8	238.4	192.8	238.1	224.7	304.0	255.7	287.5	271.5	690.2	729.0	822.5	959.7
유럽	94.8	101.2	93.2	131.8	126.0	147.6	134.8	156.5	175.2	178.3	154.9	344.1	352.9	426.4	564.9
중국	24.5	14.5	24.6	37.4	28.3	15.4	24.0	49.4	12.6	19.6	26.6	181.5	166.7	100.4	117.0
인도	99.9	82.9	102.4	88.1	118.5	123.6	146.2	163.5	148.3	132.2	158.4	300.3	336.7	383.1	551.8
미국	74.0	73.7	58.3	75.3	92.2	108.6	120.8	121.1	139.5	230.0	251.7	265.1	241.3	276.3	442.6
멕시코	23.4	21.7	22.8	18.7	21.7	28.1	28.9	29.1	27.2	28.8	31.1	109.0	83.2	86.0	107.8
브라질	15.6	18.4	17.7	29.7	20.8	24.4	27.9	22.7	20.6	24.4	25.3	86.6	52.5	80.7	95.8
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	3.3	2.0	0.0	0.5	1.2	0.1	0.2	0.0	0.1	4.7	5.8
(거래처별)															
현대차	287.1	295.7	272.0	323.0	305.1	360.3	368.9	409.4	406.7	488.7	480.3	1,006.9	993.3	1,177.7	1,443.7
기아	176.5	176.2	186.3	198.6	237.3	250.3	259.0	334.5	282.8	301.7	219.4	689.9	666.7	737.6	1,081.1
기타	60.2	55.3	51.6	97.7	61.2	77.2	79.3	98.7	90.8	110.5	219.9	279.9	302.4	264.8	320.5
매출총이익	70.5	77.0	71.4	78.2	90.1	109.7	115.7	136.2	126.2	121.1	145.0	208.8	239.5	297.1	451.7
영업이익	17.2	20.7	19.2	8.9	22.6	30.8	36.2	61.1	53.6	36.0	57.6	21.9	48.5	66.0	150.7
세전이익	10.1	27.3	25.7	-11.9	29.7	26.3	77.8	-17.5	61.7	33.4	60.9	-42.9	-30.4	51.2	116.3
순이익	0.9	17.4	24.0	-16.0	20.4	5.3	64.0	-34.0	45.4	20.5	57.8	-42.8	-41.3	26.3	55.7
증가율 (YoY)															
매출액	17.0	49.4	-4.7	-1.3	15.2	30.5	38.7	36.1	29.3	31.0	30.0	6.8	-0.7	11.1	30.5
매출총이익	92.3	185.5	-5.0	-22.4	27.8	42.5	62.0	74.2	40.0	10.4	25.3	21.1	14.7	24.1	52.0
영업이익	흑전	흑전	-33.1	-78.8	31.4	48.8	88.5	588.7	137.3	17.0	59.1	81.9	121.5	36.0	128.4
세전이익	흑전	흑전	256.7	적전	194.1	-3.7	202.7	적지	107.6	27.1	-21.8	적전	적지	흑전	127.0
순이익	흑전	흑전	631.6	적전	2,232.5	-69.4	166.3	적지	122.9	285.6	-9.8	적전	적지	흑전	111.8
Margin															
매출총이익률	13.5	14.6	14.0	12.6	14.9	15.9	16.4	16.2	16.2	13.4	15.8	10.6	12.2	13.6	15.9
영업이익률	3.3	3.9	3.8	1.4	3.7	4.5	5.1	7.2	6.9	4.0	6.3	1.1	2.5	3.0	5.3
세전이익률	1.9	5.2	5.0	-1.9	4.9	3.8	11.0	-2.1	7.9	3.7	6.6	-2.2	-1.5	2.3	4.1
순이익률	0.2	3.3	4.7	-2.6	3.4	0.8	9.1	-4.0	5.8	2.3	6.3	-2.2	-2.1	1.2	2.0

자료: 서연이화, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,851	1,977	1,962	2,180	2,845
매출원가	1,678	1,768	1,723	1,883	2,394
매출총이익	173	209	239	297	451
판매비	160	187	191	231	301
영업이익	12	22	48	66	151
금융손익	(8)	(13)	(42)	(2)	(10)
종속/관계기업손익	5	(14)	(9)	(5)	(3)
기타영업외손익	10	(34)	(28)	(7)	(22)
세전이익	20	(39)	(30)	51	116
법인세	25	5	10	21	56
계속사업이익	(5)	(45)	(41)	30	60
중단사업이익	(3)	(4)	0	0	0
당기순이익	(8)	(48)	(41)	30	60
비배주주지분 손이익	(1)	(2)	0	3	5
지배주주순이익	(7)	(47)	(41)	26	56
지배주주지분포괄이익	(9)	(41)	(36)	64	61
NOPAT	(3)	25	65	38	78
EBITDA	82	99	135	154	250
성장성(%)					
매출액증가율	(7.8)	6.8	(0.8)	11.1	30.5
NOPAT증가율	적전	흑전	160.0	(41.5)	105.3
EBITDA증가율	30.2	20.7	36.4	14.1	62.3
영업이익증가율	흑전	83.3	118.2	37.5	128.8
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	115.4
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	111.7
수익성(%)					
매출총이익률	9.3	10.6	12.2	13.6	15.9
EBITDA이익률	4.4	5.0	6.9	7.1	8.8
영업이익률	0.6	1.1	2.4	3.0	5.3
계속사업이익률	(0.3)	(2.3)	(2.1)	1.4	2.1

투자지표	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	(245)	(1,721)	(1,527)	973	2,060
BPS	24,220	22,613	22,313	24,588	26,709
CFPS	3,760	4,500	5,924	7,096	10,940
EBITDAPS	3,032	3,653	5,007	5,687	9,231
SPS	68,474	73,137	72,604	80,658	105,269
DPS	100	100	100	150	150
주가지표(배)					
PER	(18.2)	(2.9)	(4.8)	7.2	3.8
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	1.2	1.1	1.2	1.0	0.7
EV/EBITDA	5.7	5.9	4.7	3.6	1.8
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(1.0)	(7.6)	(6.8)	4.0	7.7
ROA	(0.4)	(2.6)	(2.3)	1.5	2.9
ROIC	(0.4)	2.2	6.2	3.7	8.1
부채비율	154.5	192.9	185.4	156.6	155.0
순부채비율	49.6	70.6	65.3	47.4	25.4
이자보상배율(배)	0.7	1.1	2.6	3.8	7.6

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	853	790	810	772	969
금융자산	188	171	199	205	289
현금성자산	132	115	147	120	209
매출채권	410	361	360	335	431
재고자산	112	104	115	128	152
기타유동자산	143	154	136	104	97
비유동자산	843	1,030	994	1,019	961
투자자산	63	46	55	56	72
금융자산	6	7	17	17	5
유형자산	701	853	836	857	798
무형자산	24	14	14	12	11
기타비유동자산	55	117	89	94	80
자산총계	1,696	1,821	1,804	1,791	1,930
유동부채	865	962	912	869	986
금융부채	390	401	369	331	316
매입채무	371	418	402	379	476
기타유동부채	104	143	141	159	194
비유동부채	165	237	260	224	187
금융부채	128	209	243	206	165
기타비유동부채	37	28	17	18	22
부채총계	1,030	1,199	1,172	1,093	1,173
지배주주지분	655	611	603	665	722
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	416	416	446	446	446
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄이익누계액	2	10	11	48	50
이익잉여금	223	171	132	157	213
비지배주주지분	12	11	29	33	35
자본총계	667	622	632	698	757
순금융부채	331	439	413	331	192

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	(30)	192	115	188	218
당기순이익	(8)	(48)	(41)	30	60
조정	85	155	191	128	182
감가상각비	70	77	87	88	99
외환거래손익	44	38	43	32	23
지분법손익	(26)	(5)	(2)	(3)	(22)
기타	(3)	45	63	11	82
영업활동 자산부채변동	(107)	85	(35)	30	(24)
투자활동 현금흐름	(205)	(292)	(124)	(102)	(61)
투자자산감소(증가)	37	40	4	10	(2)
자본증가(감소)	(170)	(261)	(93)	(80)	(51)
기타	(72)	(71)	(35)	(32)	(8)
재무활동 현금흐름	62	80	49	(120)	(65)
금융부채증가(감소)	9	87	(16)	(100)	(63)
자본증가(감소)	0	0	30	0	0
기타재무활동	57	(4)	38	(16)	3
배당지급	(4)	(3)	(3)	(4)	(5)
현금의 증감	(173)	(18)	32	(26)	88
Unlevered CFO	102	122	160	192	296
Free Cash Flow	(210)	(92)	(11)	82	124

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 2023년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2023년 11월 14일 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 14일