



BUY (유지)

목표주가(12M) 14,000원
현재주가(11.08) 8,750원

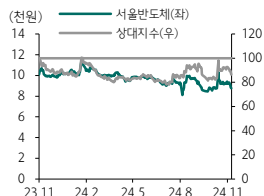
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	743.38
52주 최고/최저(원)	11,480/8,100
시가총액(십억원)	510.2
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	487.2
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7
외국인지분율(%)	12.26
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 2 인	28.53

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,091.9	1,126.1
영업이익(십억원)	11.7	33.7
순이익(십억원)	6.5	24.4
EPS(원)	(25)	133
BPS(원)	11,878	11,888

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,109.4	1,032.4	1,099.2	1,183.8
영업이익	(33.4)	(49.4)	4.8	39.3
세전이익	(30.8)	(70.2)	(2.5)	34.2
순이익	(1.1)	(22.4)	(5.3)	27.0
EPS	(19)	(38.4)	(91)	463
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(531.58)	(26.46)	(96.15)	18.90
PBR	0.79	0.82	0.72	0.70
EV/EBITDA	16.04	17.21	6.21	4.47
ROE	(0.15)	(3.24)	(0.79)	3.98
BPS	12,792	12,318	12,159	12,490
DPS	220	136	136	136



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 11일 | 기업분석_Earnings Review

서울반도체 (046890)

비수기에도 견조한 자동차향 매출

3Q24 Review: 매출액 부합

서울반도체의 24년 3분기 매출액은 3,008억원(YoY +7%, QoQ +7%), 영업이익은 39억원(YoY 흑자전환, QoQ -3%)을 기록했다. 이는 회사 측이 제시한 가이드언스에 준하는 수준이다. TV, 노트북, 스마트폰의 수요 둔화로 인해 IT향 매출액이 주춤했지만, 자동차향 매출액이 전분기대비 20% 가까이 증가해 외형 성장을 견인했다. 자동차 매출액은 DLR 헤드 램프 포함한 외부 조명과 디스플레이향 수요가 양호했다. 차량에 탑재되는 디스플레이의 탑재량과 사이즈 확대에 해당 시장 자체가 견조하게 성장중인 것으로 파악된다. 외형 성장에도 불구하고, 판관비 증가로 인해 영업이익률은 전분기대비 소폭 악화되었다.

2024년 실적 우상향 마무리

서울반도체의 2024년 매출액은 1조 992억원으로 6% 증가하고, 영업이익은 47억원으로 전년대비 흑자 전환에 성공할 것으로 전망한다. 전반적인 IT 제품의 수요가 주춤했음에도 전년대비 외형 성장이 가능했던 것은 자동차향 매출액이 전년대비 20% 이상 증가했기 때문이다. 아울러 일반 조명 부문도 특허 관련 승소가 이어지며, 전년대비 매출액이 증가할 전망이다. Wicop과 Sun Like 등의 차별화된 제품으로 전장 및 일반 조명의 시장 성장률을 상회하고 있어 어려운 환경에서 유의미한 실적을 시현한 것으로 평가한다.

자동차 비중 확대에 체질 개선 성공. 실적 정상화 진입

서울반도체에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 14,000원을 유지한다. 서울반도체의 매출액 중에서 IT향 비중이 여전히 40% 이상으로 가장 크지만, 전장향 매출액은 매년 2~30% 성장하면서 매출 비중 30%에 근접하고 있다. 2025년에는 IT 비중 39%, 전장향 비중 34%로 유사한 수준에 달할 것으로 추정한다. 자동차용 LED는 외부 조명은 물론 내부 조명 및 디스플레이의 탑재 수량 증가와 대면적화로 견조한 시장 성장률을 보이는 영역이다. 서울반도체의 Wicop 제품은 글로벌 유수의 자동차 OEM들 100개 이상의 모델에 채택되고 있다. 2024년 지난 2년간의 적자에서 벗어났고, 2025년은 실적이 정상화되는 해인 만큼 주가도 그에 상응하는 흐름이 나올 것으로 기대한다.

도표 1. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	241.6	282.4	300.8	274.4	270.5	289.5	317.3	306.6	1,033.6	1,099.2	1,183.8
YoY	7.6%	10.7%	6.6%	0.9%	11.9%	2.5%	5.5%	11.7%	-6.8%	6.3%	7.7%
QoQ	-11.1%	16.9%	6.5%	-8.8%	-1.4%	7.0%	9.6%	-3.4%			
IT(TV, PC, Mobile)	100.2	128.2	131.1	108.8	105.4	111.4	123.9	118.8	485.2	468.3	459.6
일반조명	62.0	70.1	71.6	68.7	63.4	67.7	73.5	68.2	245.6	272.4	272.8
자동차	65.6	70.2	84.2	85.9	88.5	97.3	107.1	107.1	252.7	306.0	400.0
기타(UV, VCSEL)	13.8	13.9	13.9	11.0	13.2	13.0	12.8	12.5	50.2	52.6	51.4
매출비중											
IT(TV, PC, Mobile)	41.5%	45.4%	43.6%	39.6%	39.0%	38.5%	39.1%	38.8%	46.9%	42.6%	38.8%
일반조명	25.7%	24.8%	23.8%	25.0%	23.4%	23.4%	23.2%	22.3%	23.8%	24.8%	23.0%
자동차	27.1%	24.9%	28.0%	31.3%	32.7%	33.6%	33.8%	34.9%	24.4%	27.8%	33.8%
기타(UV, VCSEL)	5.7%	4.9%	4.6%	4.0%	4.9%	4.5%	4.0%	4.1%	4.9%	4.8%	4.3%
영업이익	-3.7	4.0	3.9	0.5	3.4	7.0	16.0	12.8	-47.4	4.7	39.3
영업이익률	-1.5%	1.4%	1.3%	0.2%	1.3%	2.4%	5.1%	4.2%	-4.6%	0.4%	3.3%

자료: 서울반도체, 하나증권

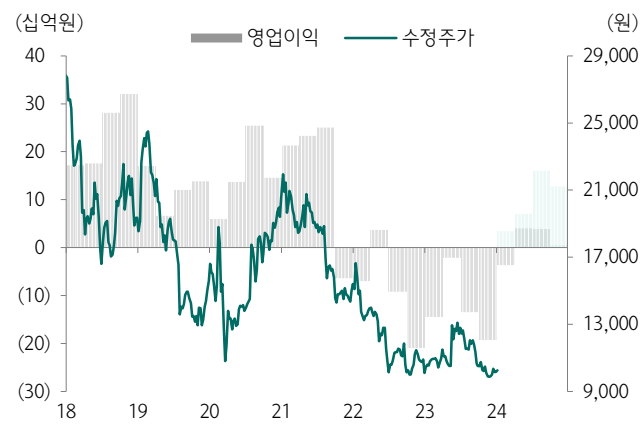
도표 2. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 전)

(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%

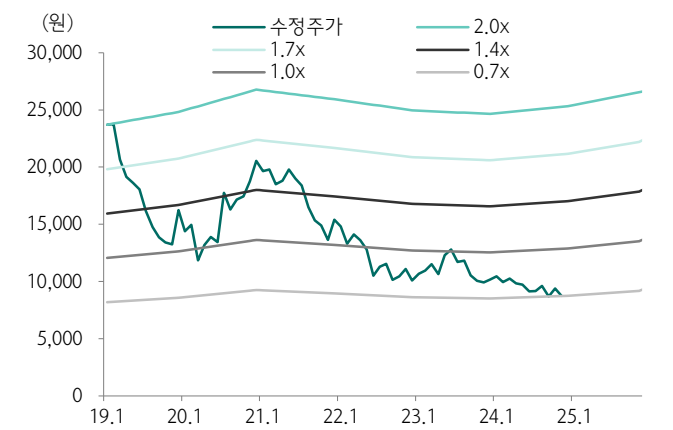
자료: 서울반도체, 하나증권

도표 3. 영업이익 vs 주가



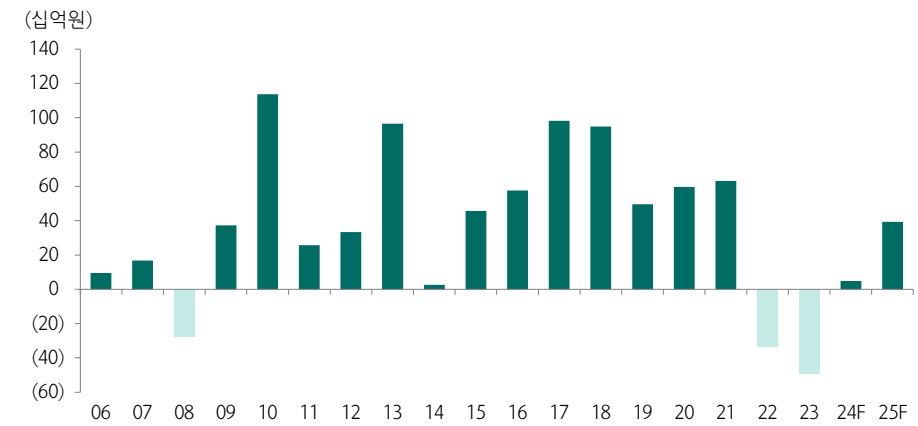
자료: 서울반도체, 하나증권

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	1,032.4	1,099.2	1,183.8
매출원가	1,035.0	917.6	850.8	864.7	901.8
매출총이익	266.0	191.8	181.6	234.5	282.0
판매비	202.9	225.3	230.9	229.7	242.7
영업이익	63.2	(33.4)	(49.4)	4.8	39.3
금융손익	15.2	6.9	(11.8)	(5.5)	(11.0)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.1	(0.1)	(4.4)	5.9
기타영업외손익	(2.5)	(4.4)	(8.9)	2.6	0.0
세전이익	75.8	(30.8)	(70.2)	(2.5)	34.2
법인세	14.3	23.5	4.3	2.8	7.2
계속사업이익	61.5	(54.3)	(74.5)	(5.3)	27.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	61.5	(54.3)	(74.5)	(5.3)	27.0
비배주주지분 순이익	11.8	(53.2)	(52.1)	(0.0)	0.0
지배주주순이익	49.7	(1.1)	(22.4)	(5.3)	27.0
지배주주지분포괄이익	66.6	1.6	(21.9)	4.2	(22.2)
NOPAT	51.3	(59.0)	(52.4)	10.3	31.0
EBITDA	140.6	51.7	41.5	96.9	125.5
성장성(%)					
매출액증가율	12.83	(14.73)	(6.94)	6.47	7.70
NOPAT증가율	5.77	적전	적지	흑전	200.97
EBITDA증가율	0.72	(63.23)	(19.73)	133.49	29.51
영업이익증가율	5.86	적전	적지	흑전	718.75
(지배주주)순이익증가율	179.21	적전	적지	적지	흑전
EPS증가율	179.34	적전	적지	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	20.45	17.29	17.59	21.33	23.82
EBITDA이익률	10.81	4.66	4.02	8.82	10.60
영업이익률	4.86	(3.01)	(4.78)	0.44	3.32
계속사업이익률	4.73	(4.89)	(7.22)	(0.48)	2.28

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	852	(19)	(384)	(91)	463
BPS	13,208	12,792	12,318	12,159	12,490
CFPS	3,198	1,617	1,295	2,044	2,252
EBITDAPS	2,412	887	712	1,662	2,152
SPS	22,314	19,028	17,706	18,852	20,304
DPS	460	220	136	136	136
주가지표(배)					
PER	18.08	(531.58)	(26.46)	(96.15)	18.90
PBR	1.17	0.79	0.82	0.72	0.70
PCFR	4.82	6.25	7.85	4.28	3.89
EV/EBITDA	8.87	16.04	17.21	6.21	4.47
PSR	0.69	0.53	0.57	0.46	0.43
재무비율(%)					
ROE	7.03	(0.15)	(3.24)	(0.79)	3.98
ROA	3.49	(0.08)	(1.78)	(0.44)	2.17
ROIC	6.10	(6.82)	(6.77)	1.44	4.58
부채비율	77.57	66.31	77.22	78.82	81.84
순부채비율	26.59	21.94	16.30	11.78	5.62
이자보상배율(배)	14.60	(3.84)	(4.07)	0.32	2.41

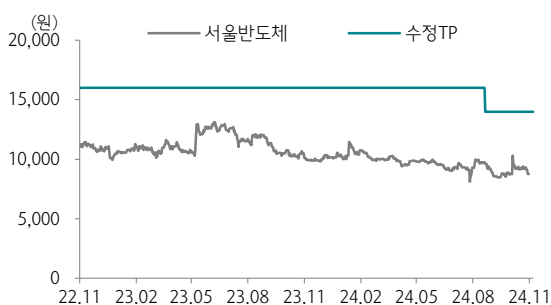
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	729.7	550.4	529.1	572.1	663.5
금융자산	93.8	81.9	104.3	141.5	182.3
현금성자산	86.0	78.8	102.6	139.8	180.4
매출채권	379.6	306.6	286.8	290.8	324.9
재고자산	209.8	139.2	120.7	122.3	136.7
기타유동자산	46.5	22.7	17.3	17.5	19.6
비유동자산	783.4	739.4	690.0	643.9	608.2
투자자산	18.5	19.4	7.9	8.1	8.6
금융자산	16.8	17.6	6.2	6.3	6.6
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	37.3	37.3
자산총계	1,513.1	1,289.9	1,219.1	1,216.0	1,271.7
유동부채	458.8	305.1	404.8	411.3	446.6
금융부채	125.3	51.0	98.5	105.5	105.5
매입채무	232.5	185.9	231.8	235.1	262.6
기타유동부채	101.0	68.2	74.5	70.7	78.5
비유동부채	202.1	209.2	126.4	124.7	125.7
금융부채	195.1	201.1	117.9	116.1	116.1
기타비유동부채	7.0	8.1	8.5	8.6	9.6
부채총계	661.0	514.3	531.2	536.0	572.3
지배주주지분	729.7	705.0	677.3	668.0	687.3
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	346.7	366.0
비지배주주지분	122.4	70.6	10.6	12.0	12.0
자본총계	852.1	775.6	687.9	680.0	699.3
순금융부채	226.6	170.2	112.1	80.1	39.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	98.4	155.7	120.7	89.5	105.5
당기순이익	61.5	(54.3)	(74.5)	(5.3)	27.0
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	(10.9)	(7.7)
투자활동 현금흐름	(116.4)	(50.2)	(41.6)	(34.8)	(50.7)
투자자산감소(증가)	2.1	(0.8)	11.6	1.0	(0.5)
자본증가(감소)	(141.3)	(45.4)	(46.2)	(30.0)	(50.0)
기타	22.8	(4.0)	(7.0)	(5.8)	(0.2)
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	39.0	40.6
Unlevered CFO	186.4	94.3	75.5	119.2	131.3
Free Cash Flow	(43.2)	106.5	69.7	57.9	55.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서울반도체



날짜	투자 의견	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 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 11월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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 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	93.83%	5.73%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 11월 08일