

서울반도체 (046890)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견 **Markektperform**
시장수익률, 하향

6개월 목표주가 **12,000**
하향

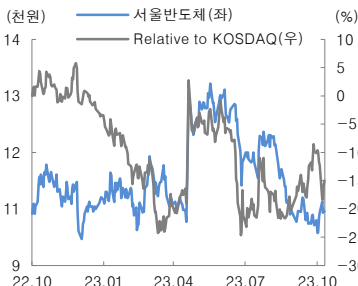
현재주가 **10,500**
(23,011.09)

가전 및 전자부품업종

ESG평가 등급 S A+ A **B+** B C D

KOSDAQ	802.87
시가총액	612십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	13,100원 / 9,940원
120일 평균거래대금	118억원
외국인지분율	12.82%
주요주주	이정훈 외 2 인 28.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	-9.2	-2.1	-6.3
상대수익률	1.6	2.8	2.0	-16.6



수익성 개선 지연

- 3Q 매출(2,820억원) 부합/영업이익(-135억원) 추정과 컨센서스 하회
- 4Q 영업이익도 적자 지속 전망, 수익성 개선 지연
- 전장향 및 마이크로 LED 매출 확대가 중요

투자의견 시장수익률 하향, 목표주가 12,000원 하향(11.1%)

2023년 주당순자산(BPS) X 목표 P/B 1.03배 적용하여 목표주가 12,000원으로 하향(11.1%). 그리고 투자의견은 시장수익률(Marketperform)로 하향. 2023년 3Q에 매출 증가 (10.5% qoq)하였으나 영업이익은 적자 지속. 종전 추정(흑자전환)과 컨센서스(흑자전환) 대비 부진한 실적으로 평가. 4Q에 매출 둔화로 다시 진입 등 수익성 개선의 불투명성 지속. 전장향 및 마이크로 LED 개화 등 신성장 요인의 변화가 필요, 단기적 주가 상승 요인은 제한적 판단

3Q 매출 2,820억원, 영업이익 -135억원, 영업적자 지속

2023년 3Q 매출은 2,820억원(-0.6% yoy/10.5% qoq), 영업이익 -134.6억원(적지 qoq/적전 yoy), 당기순이익 -208억원(적지 qoq/적전 yoy) 시현. 매출은 종전 추정에 부합하였으나 영업이익과 당기순이익은 종전 추정 및 컨센서스를 하회. 영업이익은 4개 분기 연속 적자를 기록. 조명과 IT 분야에서 경쟁 심화, 가격경쟁, 그리고 일회성 비용이 추가에 기인

2024년 전장향 및 마이크로 매출 확대가 필요

2023년 4Q에 실적(매출 2,707억원, 영업이익 -24억원) 개선이 부진할 전망. 전방 산업인 TV 수요 정체, 또한 중국 LCD(LCD) 패널 업체의 글로벌 점유율 증가 및 경쟁 심화를 반영하면 의미 있는 실적 개선을 기대하기 어려움. 조명에서 공급과잉 및 장기화 속에서 TV와 모바일 기기의 기술 변화(OLED 비중 확대)가 성장 전망에 불확실성으로 해석

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2Q23	직전추정	잠정치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	284	255	281	282	-0.6	10.5	280	271	10.7	-4.0
영업이익	-9	-2	1	-13	적지	적지	4	-2	적지	적지
순이익	15	5	1	-2	적전	적전	1	-4	적지	적지

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,301	1,109	1,032	1,152	1,265
영업이익	63	-33	-32	15	34
세전순이익	76	-31	-38	4	26
총당기순이익	62	-54	-44	3	20
지배지분순이익	50	-1	1	3	17
EPS	852	-19	16	45	298
PER	18.1	NA	651.9	232.9	35.2
BPS	12,515	12,091	11,899	11,735	11,825
PBR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE	7.0	-0.2	0.1	0.4	2.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,035	1,207	1,032	1,152	-0.3	-4.5
판매비와 관리비	213	216	212	213	-0.6	-1.1
영업이익	-16	22	-32	15	적자유지	-28.9
영업이익률	-1.6	1.8	-3.1	1.3	적자유지	-0.5
영업외손익	0	-3	-6	-12	적자조정	적자유지
세전순이익	-16	19	-38	4	적자유지	-79.5
지배지분순이익	6	13	1	3	-84.3	-79.5
순이익률	-1.8	1.3	-4.3	0.3	적자유지	-1.0
EPS(지배지분순이익)	102	220	16	45	-84.3	-79.5

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 1. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2Q	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
매출	287.6	293.6	283.7	244.6	224.5	255.2	282.0	270.7	1,109.4	1,032.4	1,152.2
매출비중											
일반조명	25.2%	26.1%	21.1%	24.9%	24.8%	23.0%	21.4%	21.3%	24.3%	22.5%	20.7%
자동차	12.1%	16.3%	17.2%	21.0%	21.2%	20.4%	20.0%	21.8%	16.5%	20.8%	24.0%
IT(TV, 모니터 등)	54.2%	46.1%	47.3%	41.7%	41.5%	44.5%	46.9%	44.9%	47.5%	44.6%	43.0%
기타(UV, VCSEL 등)	8.5%	11.5%	14.4%	12.4%	12.5%	12.1%	11.7%	12.0%	11.7%	12.1%	12.3%
매출총이익	43.1	56.7	44.4	47.7	39.9	47.3	39.7	49.9	191.9	179.2	228.8
이익률	15.0%	19.3%	15.7%	19.5%	17.8%	18.5%	14.1%	18.4%	17.3%	17.4%	19.9%
판매비	50.1	53.0	53.6	68.6	53.7	51.4	53.2	52.3	225.3	211.7	213.3
비중	17%	18%	19%	28%	24%	20%	19%	19%	20.3%	20.5%	18.5%
영업이익	-7.0	3.7	-9.2	-20.9	-13.8	-4.1	-13.5	-2.4	-33.4	-32.5	15.5
이익률	-2.4%	1.3%	-3.2%	-8.6%	-6.1%	-1.6%	-4.8%	-0.9%	-3.0%	-3.1%	1.3%
세전이익	-4.1	12.4	8.1	-47.2	-12.7	-4.3	-16.6	-6.0	-30.8	-38.2	3.9
이익률	-1.4%	4.2%	2.8%	-19.3%	-5.7%	-1.7%	-5.9%	-2.2%	-2.8%	-3.7%	0.3%
당기순이익	-1.6	9.0	-1.9	-59.7	-11.6	-8.5	-20.8	-4.8	-54.3	-44.0	3.1
이익률	-0.6%	3.1%	-0.7%	-24.4%	-5.2%	-3.3%	-7.4%	-1.8%	-4.9%	-4.3%	0.3%

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

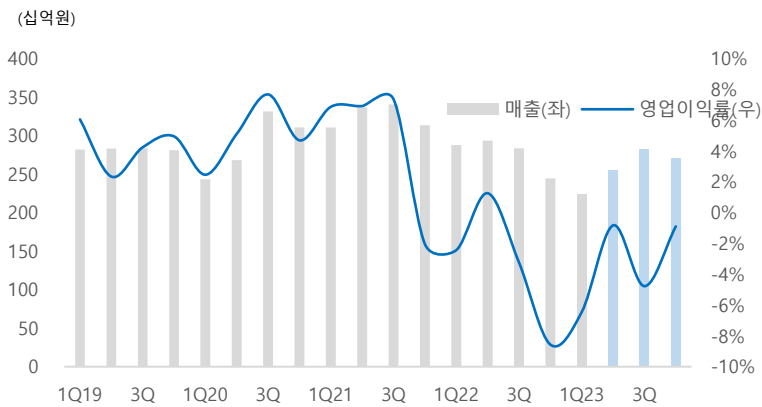
표 2. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2Q	3QF	4QF	2022	2023F	2024F
매출	287.6	293.6	283.7	244.6	224.5	255.2	281.4	274.1	1,109.4	1,035.3	1,207.1
매출비중											
일반조명	25.2%	26.1%	21.1%	24.9%	24.8%	23.0%	21.5%	21.1%	24.3%	22.5%	20.6%
자동차	12.1%	16.3%	17.2%	21.0%	21.2%	20.4%	19.9%	21.3%	16.5%	20.7%	22.8%
IT(TV, 모니터 등)	54.2%	46.1%	47.3%	41.7%	41.5%	44.5%	46.9%	45.8%	47.5%	44.8%	44.9%
기타(UV, VCSEL 등)	8.5%	11.5%	14.4%	12.4%	12.5%	12.1%	11.7%	11.8%	11.7%	12.0%	11.7%
매출총이익	43.1	56.7	44.4	47.7	39.9	47.3	54.9	54.4	191.9	196.9	237.6
이익률	15.0%	19.3%	15.7%	19.5%	17.8%	18.5%	19.5%	19.8%	17.3%	19.0%	19.7%
판매비	50.1	53.0	53.6	68.6	53.7	51.4	53.8	53.0	225.3	212.9	215.8
비중	17%	18%	19%	28%	24%	20%	19%	19%	20.3%	20.6%	17.9%
영업이익	-7.0	3.7	-9.2	-20.9	-13.8	-4.1	1.1	1.4	-33.4	-16.1	21.8
이익률	-2.4%	1.3%	-3.2%	-8.6%	-6.1%	-1.6%	0.4%	0.5%	-3.0%	-1.6%	1.8%
세전이익	-4.1	12.4	8.1	-47.2	-12.7	-4.3	1.0	0.7	-30.8	-15.7	18.9
이익률	-1.4%	4.2%	2.8%	-19.3%	-5.7%	-1.7%	0.4%	0.3%	-2.8%	-1.5%	1.6%
당기순이익	-1.6	9.0	-1.9	-59.7	-11.6	-8.5	0.8	0.6	-54.3	-18.8	15.1
이익률	-0.6%	3.1%	-0.7%	-24.4%	-5.2%	-3.3%	0.3%	0.2%	-4.9%	-1.8%	1.3%

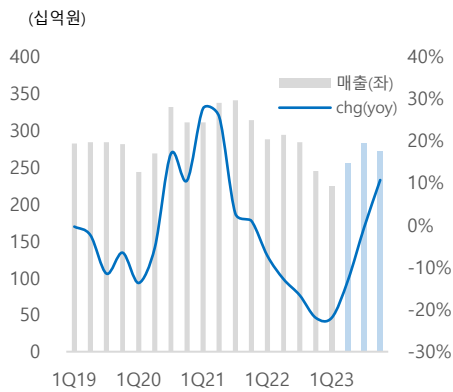
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



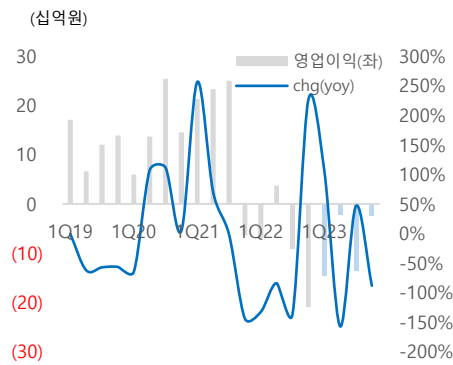
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



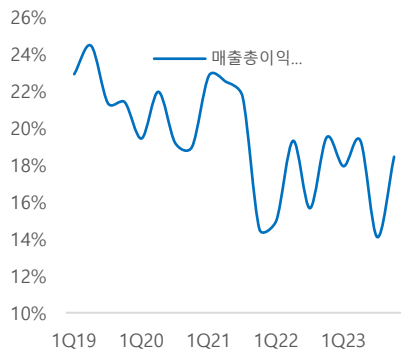
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



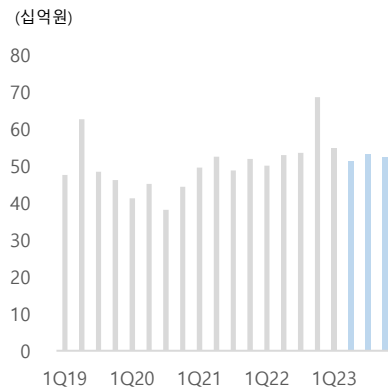
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출총이익률 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 5. 판매비 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

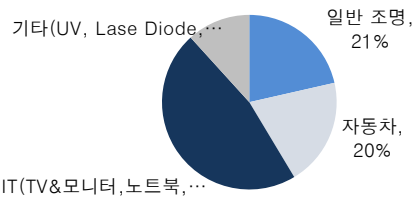
- IT, 자동차, 일반조명 등 전세계 5위권 내의 종합 LED 제조업체
- 고부가 가치 LED 제품 시장 및 적용 분야(자동차, 웨어러블) 확대가 중요
- 자산 1,25조, 부채 4,975억원, 자본 7,492억원(2023년 6월 기준)

주가 변동요인

- 고부가 제품인 자동차 헤드램프(Woop) 채용 대수 증가
- 베트남 생산시설의 가동률 확대 및 수출 안정화
- 미니 LED, 마이크로LED 등 차세대 디스플레이 기술 상용화 시기 및 동사의 대량생산 가능 시기

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

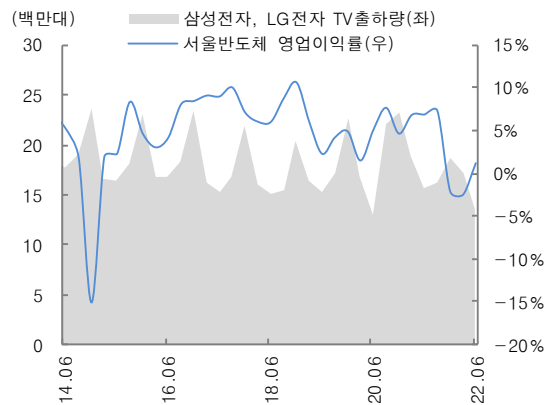
매출 비중



주: 2023 3분기 연결 매출 기준
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

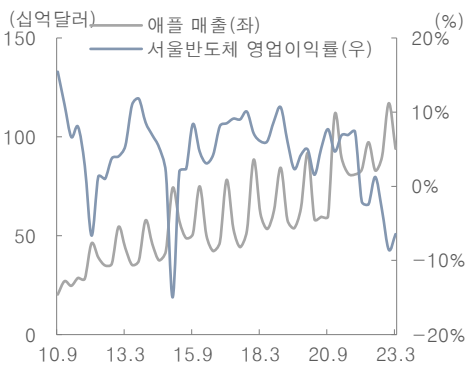
2. Earnings Driver

TV 출하량 vs. 서울반도체 영업이익률



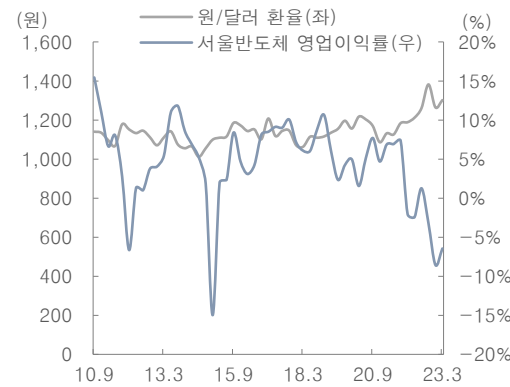
자료: 서울반도체, IHS, 대신증권 Research Center

애플 매출 vs. 영업이익률



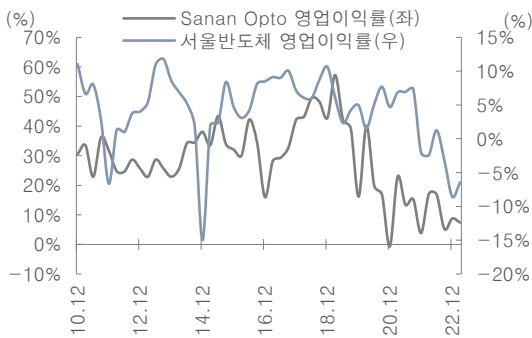
자료: 서울반도체, 애플, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research Center

대만 산안 옵토 vs. 서울반도체 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,301	1,109	1,032	1,152	1,265
매출원가	1,035	918	853	923	1,011
매출총이익	266	192	179	229	254
판매비와관리비	203	225	212	213	220
영업이익	63	-33	-32	15	34
영업이익률	4.9	-3.0	-3.1	1.3	2.7
EBITDA	141	52	30	75	86
영업외손익	13	3	-6	-12	-8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	64	97	72	72	72
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-49	-90	-55	-55	-55
외환관련손실	41	78	43	43	43
기타	-2	-4	-23	-29	-26
법인세비용차감전순손익	76	-31	-38	4	26
법인세비용	-14	-24	-6	-1	-5
계속사업순손익	62	-54	-44	3	20
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	-54	-44	3	20
당기순이익률	4.7	-4.9	-4.3	0.3	1.6
비지배지분순이익	12	-53	-45	0	3
지배지분순이익	50	-1	1	3	17
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	1	1	1	1
포괄순이익	85	-48	-38	10	27
비지배지분포괄이익	18	-50	-38	1	4
지배지분포괄이익	67	2	1	8	23

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	852	-19	16	45	298
PER	18.1	NA	651.9	232.9	35.2
BPS	12,515	12,091	11,899	11,735	11,825
PBR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9
EBITDAPS	2,412	887	514	1,283	1,481
EV/EBITDA	8.9	16.0	29.3	12.0	10.6
SPS	22,314	19,028	17,707	19,761	21,692
PSR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
CFPS	3,198	1,617	463	1,127	1,376
DPS	460	220	220	220	220

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	128	-14.7	-6.9	11.6	9.8
영업이익 증가율	60	적전	적지	흑전	119.3
순이익 증가율	111.9	적전	적지	흑전	561.0
수익성					
ROIC	5.3	-5.9	-4.0	1.3	2.8
ROA	4.4	-2.4	-2.5	1.2	2.7
ROE	7.0	-0.2	0.1	0.4	2.5
안정성					
부채비율	77.6	66.3	64.4	66.7	67.6
순차입금비율	26.6	21.9	25.2	27.9	29.0
이자보상배율	14.6	-3.8	-3.9	1.9	4.3

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	730	550	548	577	611
현금및현금성자산	86	79	48	21	3
매출채권 및 기타채권	417	323	361	401	439
재고자산	210	139	130	145	159
기타유동자산	17	10	10	10	11
비유동자산	783	739	712	689	674
유형자산	674	657	634	614	602
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타비유동자산	108	81	76	72	70
자산총계	1,513	1,290	1,260	1,265	1,285
유동부채	459	305	294	316	337
매입채무 및 기타채무	303	238	225	245	264
차입금	121	49	51	52	54
유동성채무	4	2	2	2	2
기타유동부채	30	16	17	17	17
비유동부채	202	209	200	190	182
차입금	191	197	187	178	169
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11	12	12	12	13
부채총계	661	514	494	506	518
자배지분	730	705	694	684	689
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	320	320	320	320	320
이익잉여금	416	391	379	369	374
기타지분변동	-35	-35	-34	-34	-34
비자배지분	122	71	73	75	77
자본총계	852	776	766	759	767
순차입금	227	170	193	211	222

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	98	156	-20	30	43
당기순이익	62	-54	-44	3	20
비현금항목의 가감	125	149	71	63	60
감가상각비	77	85	62	59	52
외환손익	-2	10	-26	-26	-26
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	49	53	35	30	34
자산부채의 증감	-91	92	-33	-27	-25
기타현금흐름	3	-30	-14	-8	-12
투자활동 현금흐름	-116	-50	-35	-35	-37
투자자산	42	5	0	0	0
유형자산	-141	-45	-35	-35	-37
기타	-17	-10	0	0	0
재무활동 현금흐름	68	-113	-24	-24	-23
단기차입금	0	0	1	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	96	-83	-10	-9	-9
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-27	-12	-12	-12
기타	-17	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	51	-7	-31	-26	-18
기초 현금	35	86	79	48	21
기말 현금	86	79	48	21	3
NOPLAT	51	-59	-37	12	27
FCF	-28	-32	-13	33	39

[Compliance Notice]

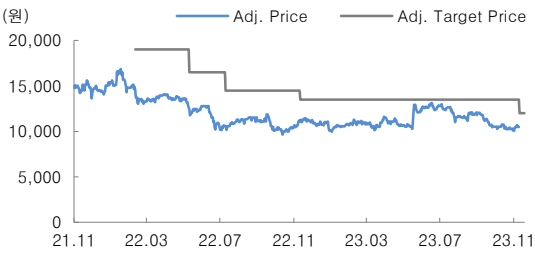
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

서울반도체(046890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	23.11.10	23.08.10	23.05.12	23.02.09	22.11.11	22.07.10
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,000	13,500	13,500	13,500	13,500	14,500
과리율(평균%)		(13.70)	(9.28)	(19.69)	(19.89)	(25.26)
과리율(최대/최소%)		(2.96)	(2.96)	(13.93)	(15.19)	(18.28)
제시일자	22.05.11	22.02.10				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	16,500	19,000				
과리율(평균%)	(29.17)	(28.62)				
과리율(최대/최소%)	(22.42)	(25.79)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

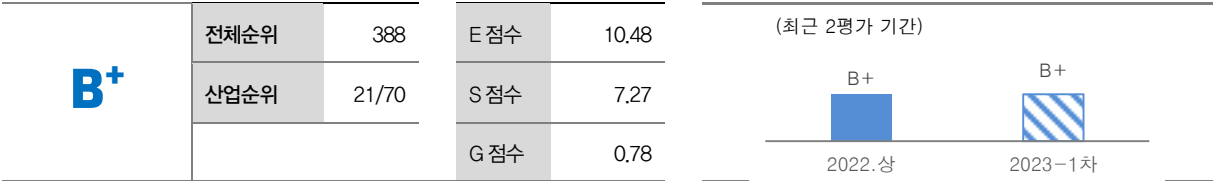
등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	우수	ESG 시스템이 구축되어 있으며, 관련 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		ESG 시스템이 구축되어 있으나, ESG 관련 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	ESG 시스템이 부분적으로 구축되어 있어, 일정 수준의 ESG 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	ESG 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 관련 내용의 정보공개가 필요함. ESG 리스크 관리 수준이 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

서울반도체

통합 ESG 등급

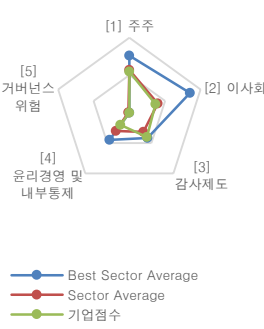
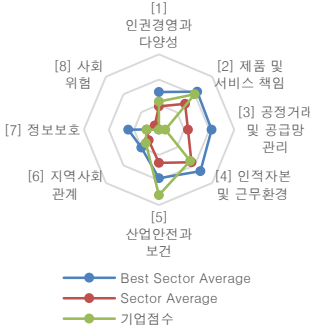
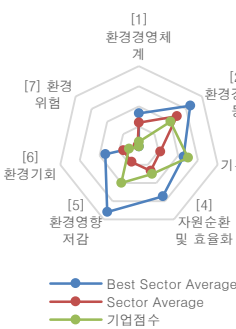
직전 대비 변동

최근 2평가 기간



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영체계	■	인권경영과 다양성	■■■	주주	■■■
환경경영활동	■■	제품 및 서비스 책임	■■■■	이사회	■■
기후변화대응	■■■	공정거래 및 공급망 관리	■	감사제도	■■■
자원순환 및 효율화	■■	인적자본 및 근무환경	■■■	윤리경영 및 내부통제	■■
환경영향 저감	■■■	산업안전과 보건	■■■■■	거버넌스 위험	■■■■■
환경기회	■■	지역사회 관계	■■■		
환경 위험	■■■■■	정보보호	■■		
		사회 위험	■■■■■		



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

* 환경/사회/거버넌스 위험은 0에 가까울수록 리스크가 낮음

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 대신경제연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

