

2024. 8. 13

## Tech팀

## 이종욱

Senior Analyst

jwstar.lee@samsung.com

## 서울반도체 (046890)

## 다음 LED 사이클은 자동차로부터

- 2024 영업이익의 40억원으로 8개 분기 만의 흑자 전환 성공
- 다음 사이클은 TV가 아닌 자동차에서. 2026년 이르러 호황기 수준의 ROE 전망

## WHAT'S THE STORY?

BUY로 투자 의견 변경, 목표주가 12,000원 유지: 우리는 서울반도체의 투자 의견을 BUY로 상향한다. 22년 2월 HOLD로 의견을 하향한 뒤 2년 6개월 만의 투자 의견 변경이다. 이유는 1) 차량용 LED 탑재량 증가가 크고 장기적이며, 2) 차량용 IT에서 동사의 시장 장악력이 점유율로 나타나기 시작했고, 3) 주가가 24년 P/B 0.8배로 충분히 떨어졌기 때문이다. 이에 당사는 24~25년 rolling ROE 4.0% 수준에 거래되었던 과거 평균 P/B 1.0배를 25년 BPS에 적용하여 목표주가 12,000원을 유지한다.

회사는 빠르게 IT LED 회사에서 차량용 LED 회사로 탈바꿈 중이다. 하지만 자동차는 IT와는 달리 ROE에 발현되는 속도가 느리다. 우리는 2026년에는 차량용 LED로 인해 호황에 준하는 ROE가 나타날 것으로 생각된다. 하지만 지금 BUY로 상향하는 이유는 주가가 너무 많이 하락해 더 이상의 HOLD 의견이 무의미하고, 흑자 전환에 성공한 현시점에서 적자 전환의 우려가 감소할수록 주가는 P/B 1배로 수렴할 것이라 생각하기 때문이다. 향후 차량용 LED의 관심이 증가할수록 동사의 멀티플 프리미엄은 상승할 것으로 기대한다.

8개 분기 만에 흑자 전환 성공: 서울반도체의 2Q24 매출액은 2,830억원(+17% q-q, +11% y-y) 영업이익은 8개 분기 만에 흑자 전환하여 40억원(OPM 1.4%)을 기록했다. 우리의 기존 전망치를 소폭 상회하는 성공적인 턴어라운드였다. 연결 기준 자회사 서울바이오시스 영업이익이 62억원으로 흑자 전환한 것이 가장 크게 기여하였다. 매출 회복에 따른 영업 레버리지와 함께 원가 절감, 불용재고 상각 등 지난 2년간 비용 절감 노력이 더해진 결과이다. 특히 문제로 인해 TV와 조명 시장에서 중국 LED와 중국 외 LED 시장이 갈라지기 시작한 것도 계기 중 하나였다. 그 결과 당사는 2023년 TV LED 시장에서 1위를 차지하는 등 해당 부문의 승자로 굳혀 가고 있다.

(다음 페이지에 계속)

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	12,000원	29%
현재주가	9,300원	
시가총액	5,422.4억원	
Shares (float)	58,305,400주 (68.1%)	
52주 최저/최고	8,100원/12,120원	
60일-평균거래대금	17.3억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
서울반도체 (%)	-0.4	-13.5	-19.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	9.6	-7.5	-4.5

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	HOLD	
목표주가	12,000	12,000	0.0%
2024E EPS	193	561	-65.6%
2025E EPS	505	1,208	-58.2%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	12,000
Recommendation	3.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

## SUMMARY FINANCIAL DATA

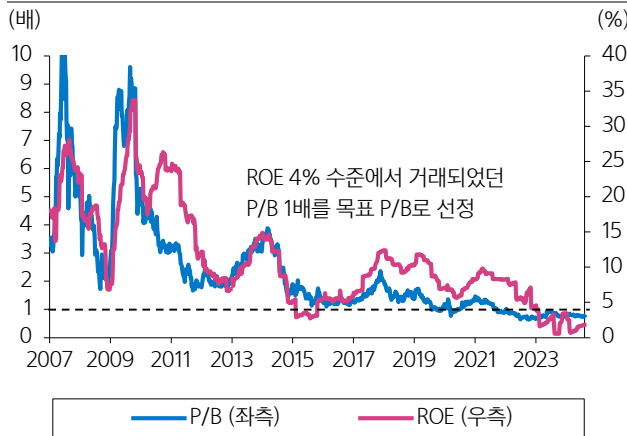
	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,032	1,072	1,124	1,214
영업이익 (십억원)	-49	16	50	90
순이익 (십억원)	-74	4	37	64
EPS (adj) (원)	-384	193	505	884
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	161.2	75.0
EBITDA margin (%)	4.0	9.6	12.0	14.4
ROE (%)	-3.2	1.7	4.3	7.1
P/E (adj) (배)	n/a	48.1	18.4	10.5
P/B (배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	17.2	6.5	4.9	3.7
Dividend yield (%)	1.3	1.5	1.5	1.5

자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

**다음 반등은 자동차로부터:** 동사는 최근 현대차 GV80의 헤드램프와 DRL에 WICOP(Packageless LED) 기술을 적용하였다고 발표했다. 자동차의 디자인 측면에서 LED의 면적이 줄어들고, 면적당 높은 광량이 요구되면서 동사의 design win이 증가하고 있다. 현재까지도 LED 탑재량이 크게 늘고 있었지만, 2026년 이후로는 리어램프에 글씨를 표현하고, 실내에 면발광 엠비언트 조명이 탑재되는 등 더욱 적극적인 도입이 예상된다. 우리는 동사의 자동차용 매출 비중이 22년 18%에서 24년 31%를 거쳐 26년에는 37%까지 확대되리라 생각한다. 특히 차량용 LED는 비교적 수익성이 높고 레퍼런스가 중요하기 때문에 동사의 성장 동력은 차량용 LED로부터 나올 가능성이 높아 보인다.

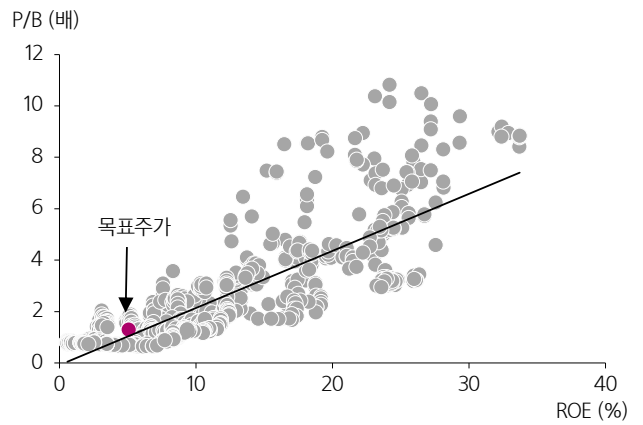
**시작은 미약하나 2026년을 기대:** 우리는 동사의 24년, 25년 영업이익을 7%, 4% 상향 조정한 161억원과 502억원으로 추정한다. 25년 ROE 5.2%로 19년 불황기 수준(4.9%)에 불과한 시작이다. 그러나 26년에 이르러 ROE 8.6%로 마지막 호황기였던 2018년에 육박할 것으로 보인다. 이는 꾸준히 비중이 늘어나는 차량용 LED 때문이다. 마이크로 LED는 이보다 개화가 늦을 것으로 보이나 여전히 성장 포텐셜이 좋아서 높은 멀티플을 유지하는 동력이 될 것이다.

서울반도체: PB와 ROE 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

서울반도체: P/B와 ROE 관계



자료: Quantwise, 삼성증권

**2분기 실적 결과**

(십억원)	2Q24	1Q24	2Q23	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	283.0	241.6	255.2	17.1	10.9
영업이익	4.0	-3.6	-2.1	n/a	n/a
세전사업계속이익	-3.2	-70.2	-2.4	n/a	n/a
순이익	-5.2	-74.5	-6.7	n/a	n/a
이익률 (%)					
영업이익	1.4	-1.5	-0.8		
세전사업계속이익	-1.1	-29.0	-0.9		
순이익	-1.8	-30.8	-2.6		

자료: 서울반도체, 삼성증권

## 연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,061	1,105	1,072.5	1,124.5	1.1	1.7
영업이익	15.0	48.3	16.1	50.2	7.3	3.9
세전이익	4.6	41.4	5.3	45.2	15.3	9.1
순이익	3.8	34.0	4.1	36.6	8.1	7.7

자료: 삼성증권 추정

## 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023E	2024E	2025E
매출액	241.6	283.0	294.6	253.3	256.1	290.4	309.5	268.5	1,032.4	1,072.5	1,124.5
모바일	43.7	41.7	46.7	25.9	44.6	42.6	47.6	26.4	149.2	158.0	161.1
노트북/PC	71.1	76.9	90.3	80.0	71.8	78.5	92.2	82.1	325.7	318.3	324.6
TV/모니터	72.3	83.7	89.2	90.8	84.6	97.9	99.9	101.6	282.7	335.9	384.1
조명 및 기타	54.6	70.8	68.4	56.7	55.1	71.5	69.7	58.4	250.7	250.4	254.7
영업이익	-3.6	4.0	9.5	6.2	9.5	12.5	18.7	9.5	-49.4	16.1	50.2
영업이익률 (%)	-1.5	1.4	3.2	2.4	3.7	4.3	6.1	3.5	-4.8	1.5	4.5
세전이익	-70.2	-3.2	6.2	6.8	-4.5	5.3	9.9	12.8	-70.2	5.3	45.2
당기순이익	-74.5	-5.2	8.6	5.5	-4.8	4.1	8.0	10.4	-74.5	4.1	36.6

자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,109	1,032	1,072	1,124	1,214
매출원가	918	851	817	824	854
매출총이익	192	182	256	301	360
(매출총이익률, %)	17.3	17.6	23.8	26.7	29.6
판매 및 일반관리비	225	231	240	251	270
영업이익	-33	-49	16	50	90
(영업이익률, %)	-3.0	-4.8	1.5	4.5	7.4
영업외손익	3	-21	-11	-5	-10
금융수익	97	52	120	103	100
금융비용	90	64	128	125	121
지분법손익	0	-0	0	0	0
기타	-4	-9	-3	17	11
세전이익	-31	-70	5	45	80
법인세	24	4	1	9	16
(법인세율, %)	-76.5	-6.1	23.1	19.0	20.0
계속사업이익	-54	-74	4	37	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-54	-74	4	37	64
(순이익률, %)	-4.9	-7.2	0.4	3.3	5.3
지배주주순이익	-1	-22	11	29	52
비지배주주순이익	-53	-52	-7	7	12
EBITDA	52	42	103	135	175
(EBITDA 이익률, %)	4.7	4.0	9.6	12.0	14.4
EPS (지배주주)	-19	-384	193	505	884
EPS (연결기준)	-932	-1,277	70	627	1,098
수정 EPS (원)*	-19	-384	193	505	884

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	156	121	46	116	135
당기순이익	-54	-74	4	37	64
현금유출입이없는 비용 및 수익	149	150	96	117	122
유형자산 감가상각비	76	83	79	78	78
무형자산 상각비	9	8	8	7	7
기타	63	59	9	32	37
영업활동 자산부채 변동	92	67	-42	-18	-24
투자활동에서의 현금흐름	-50	-42	-55	-85	-96
유형자산 증감	-45	-46	-50	-70	-80
장단기금융자산의 증감	-3	3	-0	-0	-0
기타	-2	2	-5	-15	-15
재무활동에서의 현금흐름	-113	-55	-22	4	-23
차입금의 증가(감소)	-68	-36	-14	12	-15
자본금의 증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금	-27	-12	-8	-8	-8
기타	-18	-10	0	0	0
현금증감	-7	24	-33	33	16
기초현금	86	79	103	70	102
기말현금	79	103	70	102	119
Gross cash flow	94	76	101	153	186
Free cash flow	106	70	-4	46	55

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	550	529	551	607	663
현금 및 현금등가물	79	103	70	102	119
매출채권	307	287	308	323	349
재고자산	139	121	153	161	173
기타	26	19	20	21	22
비유동자산	739	690	663	653	653
투자자산	19	8	8	8	9
유형자산	657	618	589	581	583
무형자산	29	25	27	24	23
기타	34	39	39	39	39
자산총계	1,290	1,219	1,214	1,260	1,317
유동부채	305	405	403	419	419
매입채무	186	232	241	242	251
단기차입금	49	32	44	56	41
기타 유동부채	70	141	117	121	128
비유동부채	209	126	127	127	128
사채 및 장기차입금	197	113	113	113	113
기타 비유동부채	12	13	13	14	15
부채총계	514	531	530	547	547
지배주주지분	705	677	681	703	747
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	320	323	323	323	323
이익잉여금	391	360	363	385	429
기타	-35	-34	-34	-34	-34
비지배주주지분	71	11	3	10	23
자본총계	776	688	684	713	770
순부채	170	112	130	110	78

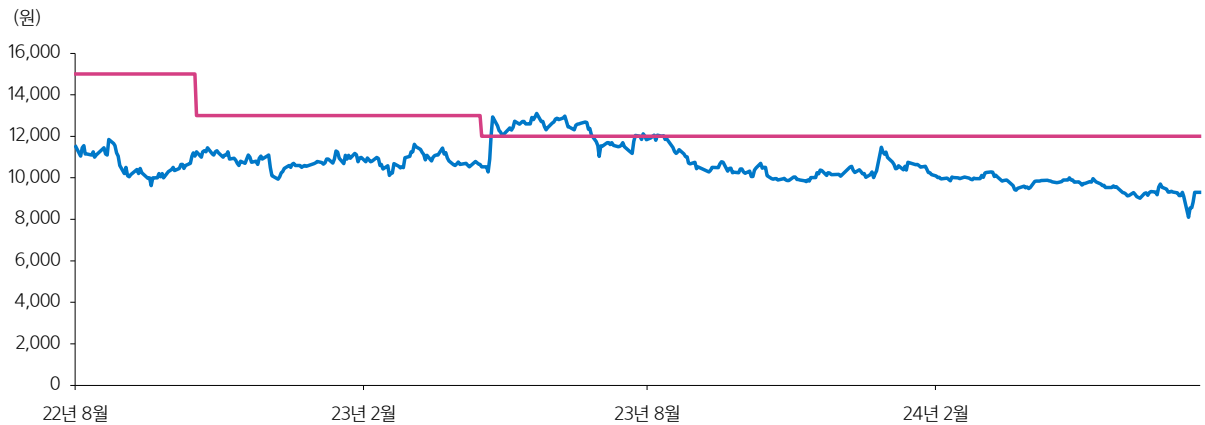
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	-14.7	-6.9	3.9	4.8	7.9
영업이익	적전	적지	흑전	211.4	79.3
순이익	적전	적지	흑전	799.2	75.0
수정 EPS**	적전	적지	흑전	161.2	75.0
주당지표					
EPS (지배주주)	-19	-384	193	505	884
EPS (연결기준)	-932	-1,277	70	627	1,098
수정 EPS**	-19	-384	193	505	884
BPS	12,504	12,013	12,077	12,463	13,241
DPS (보통주)	220	136	136	136	136
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	48.1	18.4	10.5
P/B***	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	16.0	17.2	6.5	4.9	3.7
비율					
ROE (%)	-0.2	-3.2	1.7	4.3	7.1
ROA (%)	-3.9	-5.9	0.3	3.0	5.0
ROIC (%)	-6.0	-6.1	1.6	5.1	8.8
배당성향 (%)	-1,127.8	-34.3	68.0	26.0	14.9
배당수익률 (보통주, %)	2.2	1.3	1.5	1.5	1.5
순부채비율 (%)	21.9	16.3	19.1	15.4	10.2
이자보상배율 (배)	-3.8	-4.1	1.4	4.6	8.3

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 8월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 8월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2022/5/11	11/11	2023/5/12	2024/5/12	2024/8/13
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
TP (₩)	15000	13000	12000	12000	12000
과리율 (평균)	-25.93	-16.60	-9.32	-21.44	
과리율 (최대or최소)	-14.67	-10.62	9.17	-16.67	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2024.06.30 기준

매수(80%) 중립(20%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA