

2023. 5. 12

Tech팀

이종욱

Senior Analyst

jwstar.lee@samsung.com

류형근

Research Associate

hyungkeun.ryu@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	12,000원	12.7%
현재주가	10,650원	
시가총액	6,209.5억원	
Shares (float)	58,305,400주 (68.1%)	
52주 최저/최고	9,620원/12,800원	
60일-평균거래대금	26.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
서울반도체 (%)	-3.2	-5.3	-14.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	5.6	-16.0	-9.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	12,000	13,000	-7.7%
2023E EPS	-180	677	nm
2024E EPS	825	612	34.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	14,750
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

서울반도체 (046890)

회복의 트리거가 필요

- 1Q23 영업손실 138억원으로 적자 지속하며 컨센서스 하회. 2Q23는 소폭의 흑자 전환 기대
- 매출 감소의 최저점은 지나고 있으나, 여전히 회복의 지속성과 트리거가 필요. HOLD 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

1Q23 실적 하회: 매출액 2,245억원(-8% q-q, -22% y-y)과 영업손실 138억원(OPM -6.1%)의 1Q23 실적을 발표하였다. 매출액은 기존 가이드선(2,300-2,500억원)을 하회하였는데, 그 이유는 전방산업 수요 둔화로 인한 LED 출하 감소 때문이다. 특히 PC, TV 등 IT용 LED 제품의 재고 조정이 있었던 것으로 판단된다. R&D 비용과 판관비를 축소하는 노력을 손실 폭을 최대한 방어하는 한편 가동률을 58%까지 하향하여 (1Q22 가동률 65%) 재고 자산 관리를 하였다.

2Q23 매출 회복, 그러나 여전히 지속성에 의심: 우리는 동사의 2Q 매출액을 2,610억원, 영업이익 25억원으로 매출액은 기업 가이드선(2,500-2,700억원)에 부합하며 흑자 전환할 것으로 추정한다. 기업과 채널의 재고 소진 이후의 주문 회복과 우호적인 환율, 보수적으로 변한 동사의 전망 등을 고려한 결과다. 그러나, 2Q의 매출 회복에도 불구하고 PC와 TV의 업황 회복의 시그널이 불투명하여 투자자들은 지속해서 지속성을 의심하리라 생각된다. 3Q23 이후 차량용 LED 비중의 추가 성장이나, IT LED의 재고 축적 사이클의 감지가 필요하다.

바닥의 끝자락, 건강한 재무 지표가 위안: 매출 변화율과 영업이익률의 트렌드를 고려할 때 2023년 상반기가 부진한 업황의 바닥이라고 생각한다. 그러나 투자자들은 좀더 명확한 시그널을 확인하고 싶을 것이라 생각한다. 특히 동사 매출의 75%를 차지하는 IT와 조명용 LED의 반응은 시간이 좀더 소요되리라 판단한다. 22년 연간 적자 등 부정적 수익성에도 불구하고, 재고자산이 32% y-y 하락하고, 순차입금 비율을 20%로 유지하고 있다는 것은 반등을 위한 긍정적인 지표라고 생각된다.

목표주가 12,000원으로 소폭 조정, HOLD 의견 유지: 2023년 연간 매출액을 1조 145억원으로, 영업손실 9억원으로 추정한다. 업황의 바닥은 확인해 가지만 추가적인 회복의 트리거가 필요하다. P/B를 1배로 추가 하향 적용하여 목표주가를 13,000원에서 12,000원으로 하향 조정한다. 사이클 저점에서 동사의 P/B는 0.7배까지 하락한 경험이 있으나, 흑자 전환을 앞두고 P/B 1배까지는 거래가 가능할 것으로 보기 때문이다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	1,301	1,109	1,015	1,030
영업이익 (십억원)	63	-33	-1	47
순이익 (십억원)	62	-54	-13	46
EPS (adj) (원)	852	-19	-180	825
EPS (adj) growth (%)	179.5	적전	적지	흑전
EBITDA margin (%)	10.8	4.7	8.3	13.2
ROE (%)	7.0	-0.2	-1.5	6.9
P/E (adj) (배)	18.1	n/a	n/a	12.9
P/B (배)	1.2	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	8.9	16.0	11.0	6.8
Dividend yield (%)	3.0	2.2	2.1	2.1

자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

1분기 실적결과

(십억원)	1Q23	4Q22	1Q22	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	224.5	244.6	287.6	-8.2	-21.9
영업이익	-13.8	-20.9	-7.0	적자지속	적자지속
세전사업계속이익	-12.7	-47.2	-4.1	적자지속	적자지속
순이익	-11.6	-59.7	-1.6	적자지속	적자지속
이익률 (%)					
영업이익	-6.1	-8.6	-2.4		
세전사업계속이익	-5.7	-19.3	-1.4		
순이익	-5.2	-24.4	-0.6		

자료: 서울반도체, 삼성증권

목표주가 산정

(원)	2023E
2023년 BPS	12,098
목표 PBR (배)*	1.0
목표주가	12,000
현 주가	10,650
상승 여력 (%)	12.7

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	287.6	293.6	283.7	244.6	224.5	261.0	278.3	250.8	1,109.4	1,014.5	1,029.6
모바일	69.0	52.8	48.2	48.9	35.9	53.9	49.2	49.9	219.0	188.9	192.7
노트북/PC	100.6	117.4	99.3	73.4	76.3	79.6	89.1	74.3	390.7	319.3	308.9
TV/모니터	34.5	47.0	62.4	61.2	51.6	55.0	69.9	68.5	205.0	245.0	279.7
조명 및 기타	83.4	76.3	73.8	61.2	60.6	72.5	70.1	58.1	294.6	261.3	248.2
영업이익	-7.0	3.7	-9.2	-20.9	-13.8	2.5	11.3	-0.9	-33.4	-0.9	47.2
영업이익률 (%)	-2.4	1.3	-3.2	-8.6	-6.1	0.9	4.1	-0.4	-3.0	-0.1	4.6
세전이익	-4.1	12.4	8.1	-47.2	-12.7	1.4	10.3	-9.4	-30.8	-10.4	33.1
당기순이익	-1.6	9.0	-1.9	-59.7	-11.6	1.8	13.0	-11.9	-54.3	-8.7	41.9

자료: 서울반도체, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,153	1,301	1,109	1,015	1,030
매출원가	924	1,035	918	809	773
매출총이익	229	266	192	205	257
(매출총이익률, %)	19.8	20.5	17.3	20.3	24.9
판매 및 일반관리비	169	203	225	206	209
영업이익	60	63	-33	-1	47
(영업이익률, %)	5.2	4.9	-3.0	-0.1	4.6
영업외손익	-24	13	3	-9	-11
금융수익	56	64	97	69	71
금융비용	75	49	90	75	78
지분법손익	-0	-0	0	0	0
기타	-4	-2	-4	-4	-4
세전이익	36	76	-31	-10	36
법인세	7	14	24	3	-10
(법인세율, %)	18.7	18.9	-76.5	-26.6	-26.6
계속사업이익	29	62	-54	-13	46
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	29	62	-54	-13	46
(순이익률, %)	2.5	4.7	-4.9	-1.3	4.4
지배주주순이익	18	50	-1	-10	48
비지배주주순이익	11	12	-53	-2	-2
EBITDA	140	141	52	85	136
(EBITDA 이익률, %)	12.1	10.8	4.7	8.3	13.2
EPS (지배주주)	305	852	-19	-180	825
EPS (연결기준)	498	1,055	-932	-221	782
수정 EPS (원)*	305	852	-19	-180	825

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	90	98	156	41	137
당기순이익	29	62	-54	-13	46
현금유출이없는 비용 및 수익	133	125	149	93	86
유형자산 감가상각비	67	67	76	79	84
무형자산 상각비	13	10	9	7	5
기타	53	48	63	7	-3
영업활동 자산부채 변동	-57	-91	92	-30	2
투자활동에서의 현금흐름	-92	-116	-50	-95	-118
유형자산 증감	-56	-141	-45	-100	-120
장단기금융자산의 증감	4	-2	-3	1	-0
기타	-41	27	-2	4	2
재무활동에서의 현금흐름	-7	68	-113	33	-40
차입금의 증가(감소)	-35	110	-68	45	-28
자본금의 증가(감소)	2	-5	0	0	0
배당금	-10	-12	-27	-12	-12
기타	36	-25	-18	0	-0
현금증감	-10	51	-7	-23	-24
기초현금	44	35	86	79	55
기말현금	35	86	79	55	32
Gross cash flow	162	186	94	80	131
Free cash flow	32	-43	106	-59	17

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)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	648	730	550	552	530
현금 및 현금등가물	35	86	79	55	32
매출채권	367	380	307	314	318
재고자산	150	210	139	160	156
기타	96	54	26	24	24
비유동자산	682	783	739	753	785
투자자산	21	19	19	19	19
유형자산	580	674	657	678	714
무형자산	39	40	29	23	17
기타	42	51	34	34	34
자산총계	1,330	1,513	1,290	1,306	1,315
유동부채	503	459	305	352	328
매입채무	246	232	186	184	187
단기차입금	94	121	49	61	73
기타 유동부채	163	105	70	106	67
비유동부채	36	202	209	204	204
사채 및 장기차입금	28	191	197	192	192
기타 비유동부채	8	11	12	11	11
부채총계	539	661	514	555	531
지배주주지분	684	730	705	682	718
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	325	320	320	320	320
이익잉여금	377	416	391	368	403
기타	-47	-35	-35	-35	-35
비지배주주지분	107	122	71	68	66
자본총계	791	852	776	750	784
순부채	175	232	170	239	235

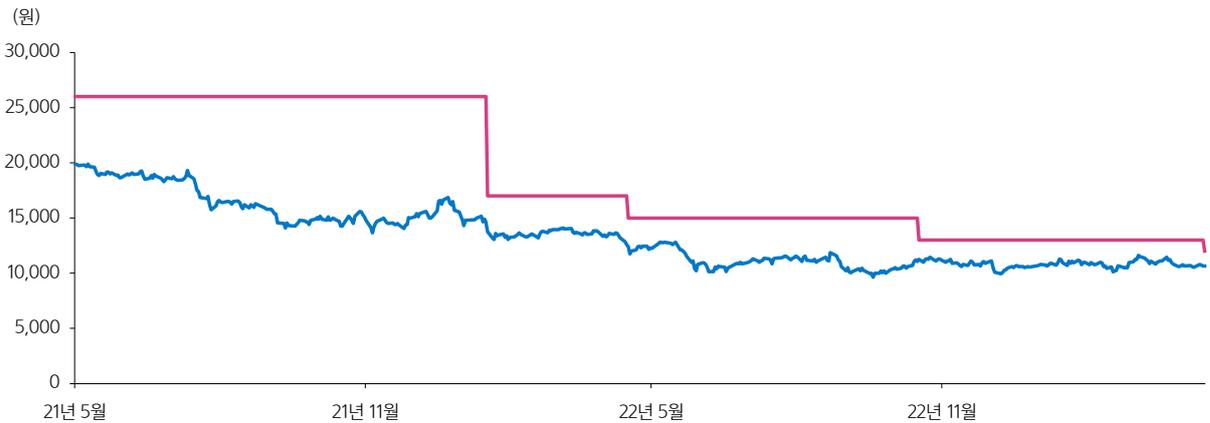
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	2.0	12.8	-14.7	-8.6	1.5
영업이익	20.4	6.0	적전	적지	흑전
순이익	-19.0	111.9	적전	적지	흑전
수정 EPS**	-48.5	179.5	적전	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	305	852	-19	-180	825
EPS (연결기준)	498	1,055	-932	-221	782
수정 EPS**	305	852	-19	-180	825
BPS	12,054	12,942	12,504	12,098	12,731
DPS (보통주)	157	460	220	220	220
Valuations (배)					
P/E***	67.5	18.1	n/a	n/a	12.9
P/B***	1.7	1.2	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.6	8.9	16.0	11.0	6.8
비율					
ROE (%)	2.6	7.0	-0.2	-1.5	6.9
ROA (%)	2.2	4.3	-3.9	-1.0	3.5
ROIC (%)	5.5	5.3	-6.0	-0.1	6.1
배당성향 (%)	50.1	52.2	-1,127.8	-118.4	25.8
배당수익률 (보통주, %)	0.8	3.0	2.2	2.1	2.1
순부채비율 (%)	22.2	27.2	21.9	31.8	30.0
이자보상배율 (배)	12.5	14.6	-3.8	-0.1	5.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 5월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 5월 11일 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 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/2/9	11/8	2022/2/11	5/11	11/11	2023/5/12
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (₩)	26000	26000	17000	15000	13000	12000
과리율 (평균)	-30.23	-42.15	-20.24	-25.93	-16.60	
과리율 (최대or최소)	-17.69	-35.19	-17.06	-14.67	-10.62	

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

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 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 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / 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