Results Comment

서울반도체 (046890)

1Q 적자확대, 시간 필요

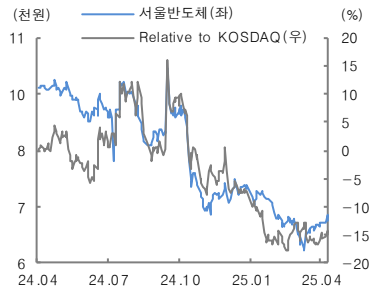
박강호
kangho.park@daishin.com

- 1Q25 영업이익(-196억원)은 적자확대(qoq), 추정치대비 하회
- 2Q25 영업이익은 -11억원으로 적자지속(qoq) 추정
- IT향 LED 매출 부진, 경쟁심화로 수익성 개선 시간 필요

투자의견	Marketperform
	시장수익률, 유지
6개월 목표주가	8,500
	하향
현재주가 (25.05.09)	6,700
	가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	391십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	10,300원 / 6,010원
120일 평균거래대금	17억원
외국인지분율	9.31%
주요주주	이정훈 외 2 인 28.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.5	-9.5	-23.4	-32.0
상대수익률	-0.7	-6.9	-21.2	-18.1



투자의견 시장수익률(Marketpeform)유지, 목표주가 8,500원 하향(15%)

2025년 1Q 매출(2,392억원)과 영업이익(-196억원)은 종전 추정(2,490억원/-33억원)을 하회. 영업이익은 2분기 연속 적자지속, 1Q 비수기이나 IT향 LED 수요 감소로 매출 약화, 조명에서 경쟁심화로 전체 매출이 부진하면서 고정비 부담이 가중, R&D 비용 증가에 기인. 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 하향, 목표주가를 8,500원(2025년 목표 P/B 0.74배(평균하단))으로 15% 하향, 투자의견 시장수익률(Marketperform) 유지

IT향 LED에서 비중은 높은 TV 수요 정체로 2025년 매출 부진이 예상. 중국 LCD 패널 업체의 점유율 증가로 중국 LED 비중이 높아지면서 경쟁 심화로 매출, 이익 개선에 부담 판단. 전장용 LED 매출 증가는 긍정적으로 판단. 신성장 요인이나 여전히 조명과 IT에서 매출 정체로 전체 수익성 개선에 시간이 필요. 2Q25 매출은 2,680억원, 영업이익은 -11억원으로 추정

1Q25 매출과 영업이익은 종전 추정을 하회

2025년 1Q 매출 2,392억원(-1% yoy/-9.9% qoq), 영업이익 -196억원(적자지속 yoy/qoq), 당기순이익 -247억원(적자지속 yoy/적자전환 qoq)을 기록. 비수기 영향과 IT향 LED 부진으로 손익분기점의 매출 수준을 하회, 고정비 부담과 R&D(260억원) 비중이 11%로 1%p(qoq/4%p yoy) 높아지면서 영업적자가 확대

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25					2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	242	266	249	239	-1.0	-9.9	250	268	-5.1	12.0
영업이익	-4	-3	-3	-20	적지	적지	-1	-1	적전	적지
순이익	3	9	-2	-18	적전	적전	0	-1	적지	적지

주: 순이익은 지배순이익 기준
자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,032	1,090	1,083	1,134	1,206
영업이익	-49	1	-10	25	31
세전순이익	-70	-5	-14	25	31
총당기순이익	-74	-2	-18	21	26
지배지분순이익	-22	-5	-13	18	22
EPS	-384	-87	-216	309	383
PER	NA	NA	NA	22.1	17.9
BPS	11,616	11,715	11,504	11,819	12,208
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	-3.2	-0.7	-1.9	2.7	3.2

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,108	1,154	1,083	1,134	-2.3	-1.7
판매비와 관리비	234	239	234	239	-0.1	-0.1
영업이익	9	25	-10	25	적자조정	0.0
영업이익률	0.9	2.2	-0.9	2.2	적자조정	0.0
영업외손익	-1	-1	-4	0	적자유지	적자유지
세전순이익	8	25	-14	25	적자조정	0.2
지배지분순이익	5	17	-13	18	적자조정	6.4
순이익률	0.6	1.7	-1.7	1.9	적자조정	0.1
EPS(지배지분순이익)	93	291	-216	309	적자조정	6.4

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 1. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 후) (단위: 십억원)

	1Q24	2Q	3Q	4Q	1Q25	2QF	3QF	4QF	2024	2025F	2026F
매출	**241.6**	**282.4**	**300.8**	**265.7**	**239.2**	**268.0**	**295.8**	**280.2**	**1,090.5**	**1,083.2**	**1,134.5**
매출비중											
일반조명	21.2%	19.5%	19.5%	21.5%	21.7%	20.8%	19.7%	20.1%	20.3%	20.5%	19.1%
자동차	24.0%	22.4%	22.6%	25.9%	26.2%	25.9%	25.4%	25.7%	23.7%	25.8%	28.3%
IT(TV, 모니터 등)	42.7%	47.2%	47.3%	40.6%	40.3%	42.6%	44.4%	42.7%	44.6%	42.6%	41.3%
기타(UV, VCSEL 등)	12.0%	10.9%	10.6%	12.1%	11.8%	10.8%	10.5%	11.4%	11.3%	11.1%	11.2%
매출총이익	**45.6**	**63.1**	**69.5**	**54.0**	**36.2**	**56.8**	**67.0**	**63.7**	**232.2**	**223.7**	**264.1**
이익률	18.9%	22.3%	23.1%	20.3%	15.1%	21.2%	22.7%	22.7%	21.3%	20.7%	23.3%
판관비	**49.2**	**59.1**	**65.6**	**57.5**	**55.9**	**57.9**	**60.3**	**59.6**	**231.4**	**233.7**	**238.7**
비중	20%	21%	22%	22%	23%	22%	20%	21%	21.2%	21.6%	21.0%
영업이익	**-3.6**	**4.0**	**3.9**	**-3.5**	**-19.6**	**-1.1**	**6.7**	**4.2**	**0.8**	**-9.9**	**25.5**
이익률	-1.5%	1.4%	1.3%	-1.3%	-8.2%	-0.4%	2.3%	1.5%	0.1%	-0.9%	2.2%
세전이익	**-3.2**	**5.9**	**-3.7**	**-4.1**	**-22.2**	**-1.3**	**6.3**	**2.9**	**-5.0**	**-14.4**	**25.0**
이익률	-1.3%	2.1%	-1.2%	-1.5%	-9.3%	-0.5%	2.1%	1.0%	-0.5%	-1.3%	2.2%
당기순이익	**-5.2**	**8.3**	**-8.1**	**3.1**	**-24.7**	**-1.1**	**5.4**	**2.4**	**-1.9**	**-18.0**	**21.2**
이익률	-2.2%	2.9%	-2.7%	1.1%	-10.3%	-0.4%	1.8%	0.9%	-0.2%	-1.7%	1.9%

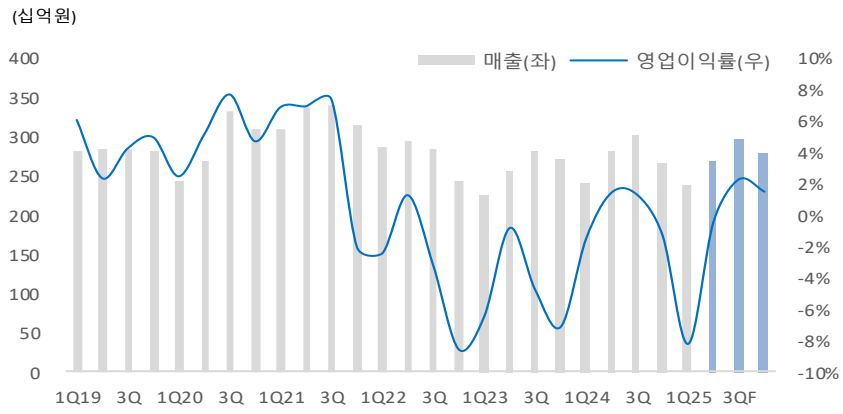
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 2. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 전) (단위: 십억원)

	1Q24	2Q	3Q	4Q	1Q25F	2QF	3QF	4QF	2024	2025F	2026F
매출	**241.6**	**282.4**	**300.8**	**268.4**	**249.0**	**272.8**	**301.3**	**285.4**	**1,093.2**	**1,108.4**	**1,154.2**
매출비중											
일반조명	21.2%	19.5%	19.5%	21.3%	21.4%	20.4%	19.4%	19.8%	20.3%	20.2%	18.8%
자동차	24.0%	22.4%	22.6%	25.6%	25.7%	25.0%	24.5%	24.9%	23.6%	25.0%	27.4%
IT(TV, 모니터 등)	42.7%	47.2%	47.3%	41.0%	41.1%	43.3%	45.1%	43.4%	44.7%	43.3%	42.0%
기타(UV, VCSEL 등)	12.0%	10.9%	10.6%	12.0%	11.8%	11.3%	10.9%	11.9%	11.3%	11.4%	11.7%
매출총이익	**45.6**	**63.1**	**69.5**	**55.5**	**52.6**	**59.7**	**67.2**	**63.8**	**233.7**	**243.3**	**264.3**
이익률	18.9%	22.3%	23.1%	20.7%	21.1%	21.9%	22.3%	22.3%	21.4%	21.9%	22.9%
판관비	**49.2**	**59.1**	**65.6**	**57.6**	**55.9**	**57.9**	**60.3**	**59.6**	**231.5**	**233.8**	**238.8**
비중	20%	21%	22%	21%	22%	21%	20%	21%	21.2%	21.1%	20.7%
영업이익	**-3.6**	**4.0**	**3.9**	**-2.1**	**-3.3**	**1.8**	**6.9**	**4.2**	**2.2**	**9.5**	**25.5**
이익률	-1.5%	1.4%	1.3%	-0.8%	-1.3%	0.7%	2.3%	1.5%	0.2%	0.9%	2.2%
세전이익	**-3.2**	**5.9**	**-3.7**	**8.5**	**-2.9**	**1.6**	**6.5**	**2.8**	**7.6**	**8.0**	**24.9**
이익률	-1.3%	2.1%	-1.2%	3.2%	-1.2%	0.6%	2.2%	1.0%	0.7%	0.7%	2.2%
당기순이익	-5.2	8.3	-8.1	14.5	-2.3	1.3	5.2	2.3	9.5	6.4	19.9
이익률	-2.2%	2.9%	-2.7%	5.4%	-0.9%	0.5%	1.7%	0.8%	0.9%	0.6%	1.7%

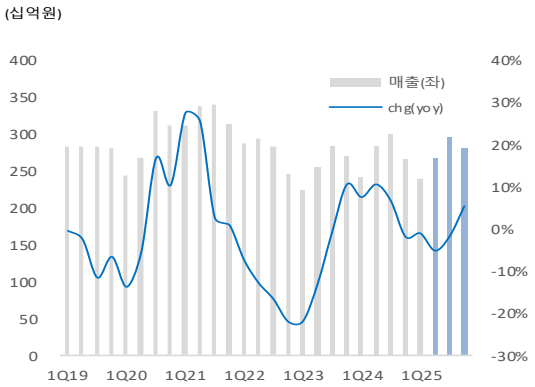
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



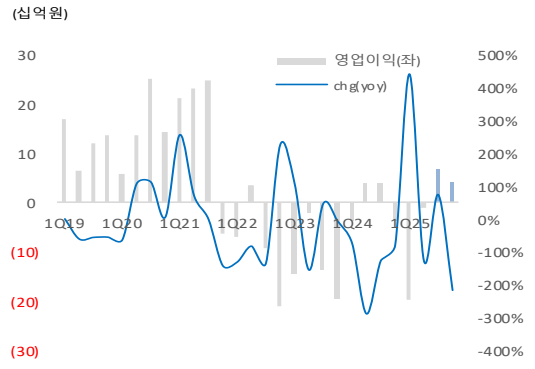
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



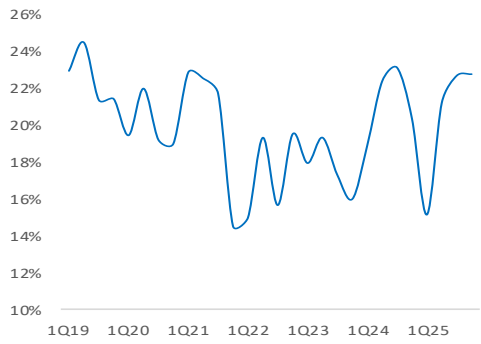
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



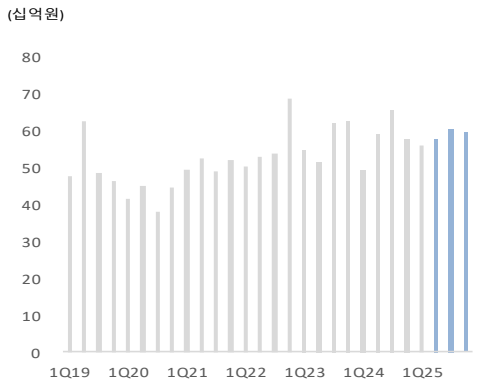
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출총이익률 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 5. 판관비 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

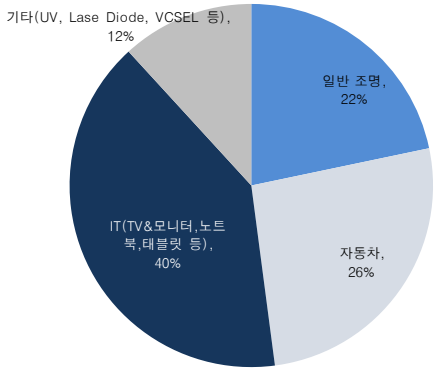
– IT, 자동차, 일반조명 등 전세계 5위권 내의 종합 LED 제조업체
– 고부가 가치 LED 제품 시장 및 적용 분야(자동차, 웨어러블) 확대가 중요
– 자산 1.19조원, 부채 5,167억원, 자본 6,770억원(2025년 3월말 기준)

주가 변동요인

– 고부가 제품인 자동차 헤드램프(Wicop) 채용 대수 증가
– 베트남 생산시설의 가동률 확대 및 수율 안정화
– 미니 LED, 마이크로 LED 등 차세대 디스플레이 기술 상용화 시기 및 동사의 대량생산 가능 시기

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

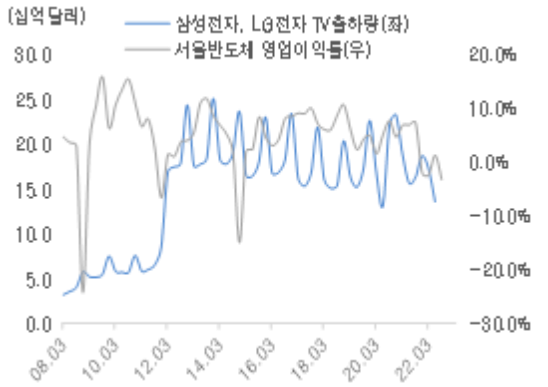
매출 비중



주: 2025년 1분기 연결 매출 기준
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

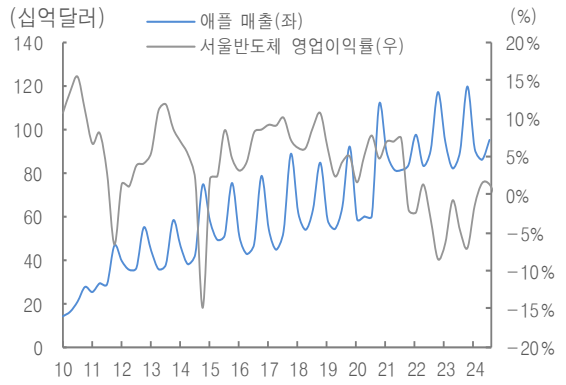
2. Earnings Driver

TV 출하량 vs. 서울반도체 영업이익률



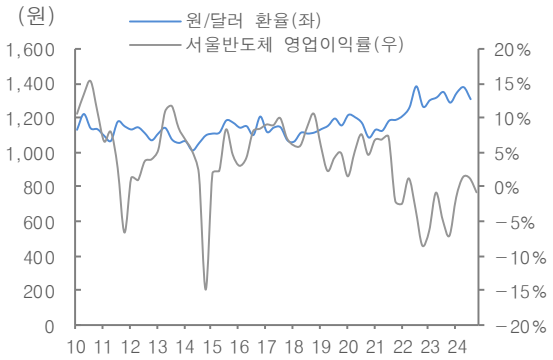
자료: 서울반도체, IHS, 대신증권 Research Center

애플 매출 vs. 영업이익률



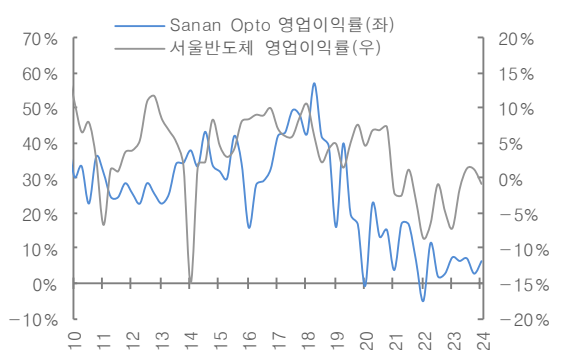
자료: 서울반도체, 애플, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantiwise, 대신증권 Research Center

대만 싼안 옵토 vs. 서울반도체 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantiwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,032	1,090	1,083	1,134	1,206
매출원가	851	858	859	870	935
매출총이익	182	232	224	264	271
판매비와관리비	231	231	234	239	240
영업이익	-49	1	-10	25	31
영업이익률	-4.8	0.1	-0.9	2.2	2.6
EBITDA	42	94	44	78	84
영업외손익	-21	-6	-4	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	52	98	57	57	57
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-64	-103	-56	-56	-56
외환관련손실	52	89	43	43	43
기타	-9	-1	-4	0	0
법인세비용차감전순손익	-70	-5	-14	25	31
법인세비용	-4	3	-4	-4	-5
계속사업순손익	-74	-2	-18	21	26
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-74	-2	-18	21	26
당기순이익률	-7.2	-0.2	-1.7	1.9	2.2
비지배지분순이익	-52	3	-5	3	4
지배지분순이익	-22	-5	-13	18	22
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	2	2	2
포괄순이익	-75	21	5	44	50
비지배지분포괄이익	-53	8	1	7	7
지배지분포괄이익	-22	13	3	38	42

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	529	590	594	654	664
현금및현금성자산	103	77	62	43	32
매출채권 및 기타채권	295	318	316	386	410
재고자산	121	159	181	189	186
기타유동자산	10	35	35	35	36
비유동자산	690	672	663	656	658
유형자산	618	597	593	591	596
관계기업투자금	2	1	0	0	-1
기타비유동자산	70	74	69	66	63
자산총계	1,219	1,261	1,256	1,310	1,322
유동부채	405	449	448	463	416
매입채무 및 기타채무	287	322	320	334	285
차입금	32	75	76	77	78
유동성채무	66	38	39	39	40
기타유동부채	19	13	13	13	13
비유동부채	126	111	106	107	107
차입금	113	98	93	93	93
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	14	14	14	14
부채총계	531	560	555	569	522
지배지분	677	683	671	689	712
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	323	323	323	323	323
이익잉여금	360	347	334	352	374
기타자본변동	-34	-15	-15	-15	-15
비지배지분	11	18	31	52	88
자본총계	688	701	701	741	800
순차입금	112	122	133	153	165

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-384	-87	-216	309	383
PER	NA	NA	NA	22.1	17.9
BPS	11,616	11,715	11,504	11,819	12,208
PBR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	712	1,609	754	1,345	1,438
EV/EBITDA	17.2	6.0	12.6	7.6	7.7
SPS	17,706	18,703	18,578	19,457	20,685
PSR	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	1,295	2,205	1,131	1,790	1,892
DPS	136	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.9	5.6	-0.7	4.7	6.3
영업이익 증가율	적지	흑전	적전	흑전	21.8
순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	23.9
수익성					
ROIC	-6.0	0.0	-1.5	2.5	2.8
ROA	-3.9	0.1	-0.8	2.0	2.4
ROE	-3.2	-0.7	-1.9	2.7	3.2
안정성					
부채비율	77.2	79.9	79.1	76.8	65.3
순차입금비율	16.3	17.4	19.0	20.7	20.6
이자보상배율	-4.1	0.1	-0.8	1.9	2.3

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	121	60	21	15	16
당기순이익	-74	-2	-18	21	26
비현금항목의 가감	150	130	84	83	84
감가상각비	91	93	54	53	53
외환손익	8	4	-10	-10	-10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	51	33	40	40	41
자산부채의 증감	67	-53	-31	-76	-80
기타현금흐름	-22	-16	-13	-14	-15
투자활동 현금흐름	-42	-63	-51	-53	-61
투자자산	10	1	1	1	1
유형자산	-46	-43	-45	-47	-55
기타	-6	-21	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	-55	-32	-6	-1	-1
단기차입금	0	0	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-40	-21	-5	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-8	0	0	0
기타	-2	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	24	-25	-15	-19	-11
기초 현금	79	103	77	62	43
기말 현금	103	77	62	43	32
NOPLAT	-52	0	-12	22	26
FCF	-15	45	-9	22	19

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

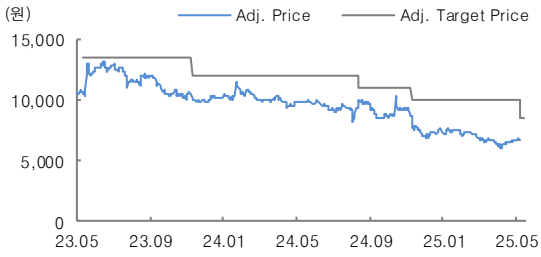
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.05.10	25.02.16	24.11.10	24.08.13	24.05.14	24.05.10
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	6개월 경과
목표주가	8,500	10,000	10,000	11,000	12,000	12,000
괴리율(평균,%)		(29.68)	(26.33)	(16.44)	(21.54)	(18.54)
괴리율(최대/최소,%)		(19.20)	(19.20)	(6.36)	(16.67)	(18.50)
제시일자	24.02.18	23.11.10	23.08.10	23.05.12		
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy		
목표주가	12,000	12,000	13,500	13,500		
괴리율(평균,%)	(15.68)	(14.33)	(13.70)	(9.21)		
괴리율(최대/최소,%)	(4.33)	(4.33)	(2.96)	(2.96)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250507)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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