



2018년 5월 2일 | Equity Research

서울반도체 (046890)

목록이... 천천히...

1Q18 Review: 영업이익 172억원으로 컨센서스 하회

서울반도체의 18년 1분기 매출액은 2,830억원(YoY +10%, QoQ +0%)으로 가이던스로 제시한 2,700~2,900억원에 부합했다. 영업이익은 172억원(YoY -27%, QoQ -14%)으로 컨센서스 210억원을 하회했다. 자동차향 조명 매출이 내수 및 유럽에서 고른 성장을 보이며 전체 조명용 매출액은 전년 동기대비 14% 증가한 것으로 추정된다. IT 매출도 TV 고객사 내에서의 점유율 확대와 모바일의 해외 고객사향 매출 증가로 전년동기대비 8% 증가했다. 수익성 악화는 환율 하락과 베트남 생산법인 가동 개시에 따른 초기 비용 등이 반영되었기 때문으로 파악된다.

2Q18 Preview: 전분기대비 실적 회복 전망

서울반도체의 18년 2분기 매출액은 2,891억원(YoY +8%, QoQ +2%), 영업이익은 211억원(YoY -12%, QoQ +23%)으로 전망한다. 모바일향 매출액은 전분기대비 해외 고객사의 물량 감소 영향을 받겠지만, TV는 신제품 출시로 인해 전분기대비 매출액 증가해 IT 전체적으로 전분기 수준의 매출액 달성을 가능할 전망이다. 조명용 매출액은 자동차 포함 전반적으로 비수기 탈피로 매출 증가가 전망된다.

과도한 주가 하락으로 상승 여력 발생

서울반도체에 대한 목표주가를 25,000원으로 하향하고, 주가 상승 여력이 15% 넘게 발생해 투자의견은 'BUY'로 상향한다. 목표주가는 전망치를 하향 수정하고, 12m forward BPS에 PBR 2.1배 적용해 산출했다. 하나금융투자는 서울반도체에 대한 전망과 판단에 대해서 지속적으로 동일한 시각을 유지한다. 어려운 LED 업계 내에서 천천히 목록하게 외형성장을 지속중에 있고, 차별화된 수익성을 시현 중인 서울반도체의 경쟁력은 입증됐다. 다만, 지속적으로 잠재되어 있는 중국발 공급과잉 우려 때문에 높은 멀티플을 적용하기에 무리가 있다고 언급했다. 현재 주가는 그러한 우려가 충분히 반영된 상태라 판단하며, 서울반도체는 트레이딩 전략으로 대응할 것을 추천한다.

Update

BUY (상향)

| TP(12M): 25,000원(하향) | CP(4월 30일): 19,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	875.95		
52주 최고/최저(원)	33,150/18,250		
시가총액(십억원)	1,107.8	1,215.5	1,359.1
시가총액비중(%)	0.39	72.0	87.3
발행주식수(천주)	58,305.4	EPS(원)	1,166
60일 평균 거래량(천주)	645.7	BPS(원)	11,968
60일 평균 거래대금(십억원)	14.1		13,180
18년 배당금(예상,원)	183		
18년 배당수익률(예상,%)	0.96		
외국인지분율(%)	8.53		
주요주주 지분율(%)			
이정훈 외 3 인	34.19		
신영자산운용	5.02		
주가상승률 1M 6M 12M	1M: 6M: 12M		
절대	(4.0) (30.4) 1.1		
상대	(4.6) (45.2) (27.5)		

Stock Price		
(천원)	서울반도체(좌)	상대지수(우)
36		170
31		150
26		130
21		110
16		90
17.4	21	100
17.7	26	110
17.10	31	120
18.1	36	130
18.4	21	100

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	953.8	1,110.4	1,194.1	1,261.2	1,356.2
영업이익	십억원	57.5	98.3	89.7	99.9	107.4
세전이익	십억원	49.6	70.5	75.6	90.8	98.1
순이익	십억원	36.2	40.3	63.2	75.9	82.0
EPS	원	621	692	1,084	1,301	1,406
증감률	%	113.4	11.4	56.6	20.0	8.1
PER	배	25.05	40.27	17.53	14.60	13.51
PBR	배	1.48	2.65	1.67	1.52	1.38
EV/EBITDA	배	6.43	8.74	6.19	5.75	5.37
ROE	%	6.15	6.73	10.18	11.16	10.96
BPS	원	10,515	10,505	11,409	12,530	13,756
DPS	원	81	183	183	183	183



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이진우

02-3771-7775

jinwlee@hanafn.com

 **하나금융투자**

표 1. 서울반도체 분기실적 추이 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	256.2	267.0	304.5	282.7	283.0	290.6	314.0	306.5	1,110.5	1,194.1	1,261.2
	9.2%	15.0%	24.0%	17.1%	10.5%	8.8%	3.1%	8.4%	16.4%	7.5%	5.6%
	6.1%	4.2%	14.0%	-7.2%	0.1%	2.7%	8.0%	-2.4%			
휴대폰/태블릿	54.7	58.3	66.8	55.1	48.7	48.9	63.9	65.5	234.9	227.0	227.0
NBPC+MNT	7.8	8.7	25.3	14.9	18.9	20.7	19.0	15.2	56.6	73.9	73.9
TV	52.6	53.0	59.4	53.6	56.5	54.2	59.1	52.3	218.6	222.0	222.0
조명/자동차	141.1	147.0	153.0	159.2	158.9	166.8	172.0	173.6	600.4	671.2	738.3
매출비중											
휴대폰/태블릿	21.4%	21.8%	21.9%	19.5%	17.2%	16.8%	20.3%	21.4%	21.2%	19.0%	18.0%
NBPC+MNT	3.0%	3.3%	8.3%	5.3%	6.7%	7.1%	6.1%	5.0%	5.1%	6.2%	5.9%
TV	20.5%	19.8%	19.5%	18.9%	20.0%	18.6%	18.8%	17.1%	19.7%	18.6%	17.6%
조명/자동차	55.1%	55.1%	50.3%	56.3%	56.1%	57.4%	54.8%	56.6%	54.1%	56.2%	58.5%
영업이익	23.4	24.1	30.6	20.0	17.2	20.1	27.8	24.7	98.1	89.7	99.9
영업이익률	9.1%	9.0%	10.0%	7.1%	6.1%	6.9%	8.8%	8.0%	8.8%	7.5%	7.9%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

표 2. 서울반도체 분기실적 추이 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	256.2	267.0	304.5	282.7	269.8	283.0	309.7	304.5	953.9	1,110.5	1,167.1
	9.2%	15.0%	24.0%	17.1%	5.3%	6.0%	1.7%	7.7%	-5.7%	16.4%	5.1%
	6.1%	4.2%	14.0%	-7.2%	-4.6%	4.9%	9.4%	-1.7%			
휴대폰/태블릿	54.7	58.3	66.8	55.1	47.7	47.5	63.9	65.5	182.2	234.9	224.5
NBPC+MNT	7.8	8.7	25.3	14.9	16.8	20.5	19.0	15.2	34.5	56.6	71.6
TV	52.6	53.0	59.4	53.6	47.2	49.8	54.9	50.3	194.6	218.6	202.2
조명/자동차	141.1	147.0	153.0	159.2	158.1	165.2	172.0	173.6	542.7	600.4	668.8
매출비중											
휴대폰/태블릿	21.4%	21.8%	21.9%	19.5%	17.7%	16.8%	20.6%	21.5%	19.1%	21.2%	19.2%
NBPC+MNT	3.0%	3.3%	8.3%	5.3%	6.2%	7.3%	6.1%	5.0%	3.6%	5.1%	6.1%
TV	20.5%	19.8%	19.5%	18.9%	17.5%	17.6%	17.7%	16.5%	20.4%	19.7%	17.3%
조명/자동차	55.1%	55.1%	50.3%	56.3%	58.6%	58.4%	55.5%	57.0%	56.9%	54.1%	57.3%
영업이익	23.4	24.1	30.6	20.0	23.1	25.3	31.0	26.9	56.9	98.1	106.3
영업이익률	9.1%	9.0%	10.0%	7.1%	8.6%	9.0%	10.0%	8.8%	6.0%	8.8%	9.1%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	953.8	1,110.4	1,194.1	1,261.2	1,356.2
매출원가	720.1	826.1	891.5	941.6	1,012.6
매출총이익	233.7	284.3	302.6	319.6	343.6
판관비	176.2	186.1	212.8	219.7	236.3
영업이익	57.5	98.3	89.7	99.9	107.4
금융순익	(3.7)	(28.0)	(29.0)	(28.3)	(27.8)
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.1)	17.2	20.1	20.1
기타영업외손익	(3.7)	0.4	(2.3)	(0.9)	(1.6)
세전이익	49.6	70.5	75.6	90.8	98.1
법인세	12.1	24.1	18.9	22.7	24.5
계속사업이익	37.5	46.4	56.7	68.1	73.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	37.5	46.4	56.7	68.1	73.6
비지배주주지분					
순이익	1.4	6.1	(6.5)	(7.8)	(8.4)
지배주주순이익	36.2	40.3	63.2	75.9	82.0
지배주주지분포괄이익	34.9	32.9	57.2	68.7	74.2
NOPAT	43.5	64.7	67.3	74.9	80.5
EBITDA	170.7	212.8	211.3	219.2	227.7
성장률(%)					
매출액증가율	(5.7)	16.4	7.5	5.6	7.5
NOPAT증가율	31.8	48.7	4.0	11.3	7.5
EBITDA증가율	6.2	24.7	(0.7)	3.7	3.9
영업이익증가율	26.1	71.0	(8.7)	11.4	7.5
(지배주주)순익증가율	114.2	11.3	56.8	20.1	8.0
EPS증가율	113.4	11.4	56.6	20.0	8.1
수익성(%)					
매출총이익률	24.5	25.6	25.3	25.3	25.3
EBITDA이익률	17.9	19.2	17.7	17.4	16.8
영업이익률	6.0	8.9	7.5	7.9	7.9
계속사업이익률	3.9	4.2	4.7	5.4	5.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	621	692	1,084	1,301	1,406
BPS	10,515	10,505	11,409	12,530	13,756
CFPS	3,041	3,359	3,594	4,020	4,157
EBITDAPS	2,928	3,649	3,624	3,760	3,905
SPS	16,359	19,045	20,480	21,631	23,261
DPS	81	183	183	183	183
주가지표(배)					
PER	25.1	40.3	17.5	14.6	13.5
PBR	1.5	2.7	1.7	1.5	1.4
PCFR	5.1	8.3	5.3	4.7	4.6
EV/EBITDA	6.4	8.7	6.2	5.8	5.4
PSR	1.0	1.5	0.9	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	6.1	6.7	10.2	11.2	11.0
ROA	3.3	3.5	5.0	5.7	5.8
ROIC	5.7	8.1	8.1	8.8	9.2
부채비율	67.3	81.6	80.6	73.9	72.1
순부채비율	21.8	23.0	17.2	11.0	6.6
이자보상배율(배)	11.8	22.6	17.8	20.7	23.2

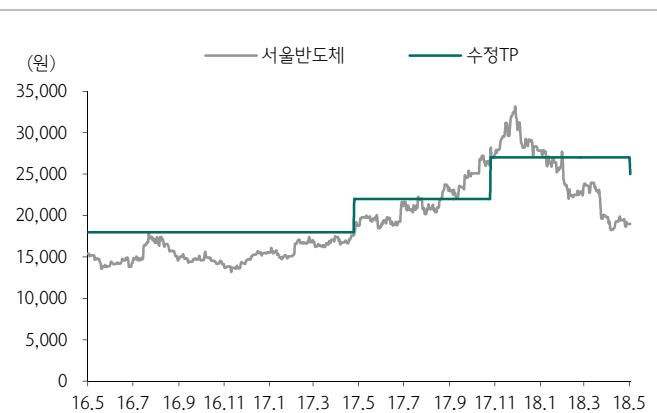
자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	503.7	575.5	653.2	697.9	775.9
금융자산	61.2	77.7	113.6	128.0	163.0
현금성자산	32.4	47.2	80.5	93.1	125.5
매출채권 등	322.5	351.9	381.5	402.9	433.3
재고자산	108.5	137.5	149.0	157.4	169.3
기타유동자산	11.5	8.4	9.1	9.6	10.3
비유동자산	586.9	651.9	650.6	658.0	674.2
투자자산	23.7	9.6	10.4	11.0	11.8
금융자산	21.6	7.4	8.0	8.5	9.1
유형자산	480.1	540.6	558.4	578.4	602.5
무형자산	48.9	61.5	41.6	28.4	19.6
기타비유동자산	34.2	40.2	40.2	40.2	40.3
자산총계	1,090.6	1,227.3	1,303.9	1,355.9	1,450.1
유동부채	396.2	435.5	465.7	460.0	491.0
금융부채	162.1	118.2	123.1	99.2	104.2
매입채무 등	219.1	292.7	317.2	335.1	360.3
기타유동부채	15.0	24.6	25.4	25.7	26.5
비유동부채	42.5	116.0	116.1	116.1	116.3
금융부채	40.9	114.7	114.7	114.7	114.7
기타비유동부채	1.6	1.3	1.4	1.4	1.6
부채총계	438.7	551.4	581.7	576.2	607.3
지배주주지분	603.1	594.5	647.2	712.5	784.0
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	346.0	347.6	347.6	347.6	347.6
자본조정	(35.0)	(73.4)	(73.4)	(73.4)	(73.4)
기타포괄이익누계액	0.2	(7.5)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
이익잉여금	262.7	298.6	351.3	416.7	488.2
비지배주주지분	48.8	81.4	74.9	67.2	58.8
자본총계	651.9	675.9	722.1	779.7	842.8
순금융부채	141.8	155.3	124.3	85.9	55.9
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	94.7	167.3	170.4	196.6	198.3
당기순이익	37.5	46.4	56.7	68.1	73.6
조정	122.4	128.4	130.1	140.4	141.6
감가상각비	113.2	114.5	121.6	119.3	120.3
외환거래손익	(3.6)	10.6	12.5	25.3	25.4
지분법손익	0.5	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타	12.3	3.2	(3.9)	(4.1)	(4.0)
영업활동 변동	(65.2)	(7.5)	(16.4)	(11.9)	(16.9)
투자활동 현금흐름	(33.2)	(168.2)	(135.0)	(153.5)	(164.1)
투자자산감소(증가)	(13.0)	14.3	(0.7)	(0.4)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(42.0)	(148.0)	(119.5)	(126.1)	(135.6)
기타	21.8	(34.5)	(14.8)	(27.0)	(27.8)
재무활동 현금흐름	(70.0)	17.5	(5.6)	(34.4)	(5.5)
금융부채증가(감소)	(54.9)	29.9	4.9	(23.9)	5.0
자본증가(감소)	(0.4)	1.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.2)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.5)	(4.7)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
현금의 증감	(8.8)	14.7	33.4	12.5	32.4
Unlevered CFO	177.3	195.8	209.5	234.4	242.4
Free Cash Flow	49.3	8.4	50.9	70.5	62.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.5.2	BUY	25,000		
17.10.26	Neutral	27,000	-7.17%	22.78%
17.4.25	Neutral	22,000	-1.61%	23.64%
16.8.1	Neutral	18,000	-13.54%	-2.22%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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(매도)_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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 05월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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.