



2018년 10월 16일 | Equity Research

# 서울반도체 (046890)

## 상반기 부진을 만회

### 3Q18 Preview: 영업이익 262억원으로 컨센서스 상회

서울반도체의 18년 3분기 매출액은 3,257억원(YoY +7%, QoQ +12%), 영업이익은 262억원(YoY -14%, QoQ +50%)으로 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. 회사 측의 가이드인 3,000~3,200억원을 상회하는 매출액 달성하며 이익률 또한 예상보다 양호한 것으로 추정된다. 매출액 호조의 배경은 1) 북미 고객사향 태블릿 및 노트북용 BLU 공급이 양호했고, 2) TV 대형화 추세에 따라 BLU 탑재량 및 와이캡 채택이 증가한 것으로 파악된다. 추가적으로 3) 베트남 생산법인의 가동률 상승에 따라 전반적인 원가율 부담이 완화된 것도 이익에 기여한 것으로 분석된다. 조명/자동차용 매출액 또한 지속적으로 증가하고 있어 중장기 성장동력에는 변함이 없다.

### 4Q18에도 양호한 영업이익 시현 가능

IT를 포함한 대다수의 전방 산업에서 연말 재고조정을 하기 때문에 4분기는 일반적으로 비수기에 해당한다. 18년 4분기는 예년과 달리 양호한 이익이 기대된다. 베트남 생산법인의 가동률이 상반기 절반에도 미치지 못 했지만, 하반기 70% 이상으로 상승하며 이익률에 기여하기 때문이다. 자동차 헤드램프용 매출처가 다변화된 것으로 파악되어 전사적으로 수익성 제고가 가능하다. 18년 4분기는 물론 2019년은 전년 대비 이익률 개선이 가능할 것으로 추정된다.

### 중국 특허 침해 등의 반사이익도 기대 가능

서울반도체에 대한 투자자의견 'BUY'와 목표주가 25,000원을 유지한다. 2018년 연간 영업이익은 전년대비 11% 감소한 877억원으로 추정된다. 베트남으로 생산거점을 이전하며 비용이 반영되었기 때문인데, 가동률이 50% 미만이었던 18년 상반기에는 영업이익이 전년동기대비 27% 감소했다. 다만, 18년 4분기부터 해당 생산법인의 가동률 상승과 와이캡 등의 고수익성 제품 확대, 자동차용 헤드램프 매출처 다각화 등으로 전년동기대비 증익 구간으로 진입할 것으로 판단된다. 2019년 영업이익은 1,017억원으로 전년대비 16% 증가할 것으로 전망된다. 또한 미국에서 중국 LED 업체의 특허 침해 관련해서 서울반도체의 승소가 있었던 만큼 향후 미중 무역 분쟁 속에서 서울반도체의 반사이익도 기대할 수 있다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 25,000원 | CP(10월 15일): 20,800원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	718.87
52주 최고/최저 (원)	33,150/15,700
시가총액(십억원)	1,212.8
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	491.0
60일 평균 거래대금(십억원)	9.8
18년 배당금(예상, 원)	183
18년 배당수익률(예상, %)	0.88
외국인지분율(%)	6.70
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 3인	34.19
신영자산운용	6.36
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.2 7.8 (23.5)
상대	18.7 33.7 (29.5)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,208.0	1,334.8
영업이익(십억원)	84.4	102.9
순이익(십억원)	59.0	71.5
EPS(원)	925	1,150
BPS(원)	11,118	12,027

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	953.8	1,110.4	1,236.3	1,330.9	1,417.4
영업이익	십억원	57.5	98.3	87.7	101.7	108.3
세전이익	십억원	49.6	70.5	80.8	87.4	93.0
순이익	십억원	36.2	40.3	52.7	57.7	61.4
EPS	원	621	692	905	989	1,053
증감률	%	113.4	11.4	30.8	9.3	6.5
PER	배	25.05	40.27	23.00	21.03	19.75
PBR	배	1.48	2.65	1.82	1.70	1.59
EV/EBITDA	배	6.43	8.74	7.54	7.83	8.37
ROE	%	6.15	6.73	8.49	8.59	8.53
BPS	원	10,515	10,505	11,417	12,226	13,099
DPS	원	81	183	183	183	183



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이진우

02-3771-7775

jinnwlee@hanafn.com

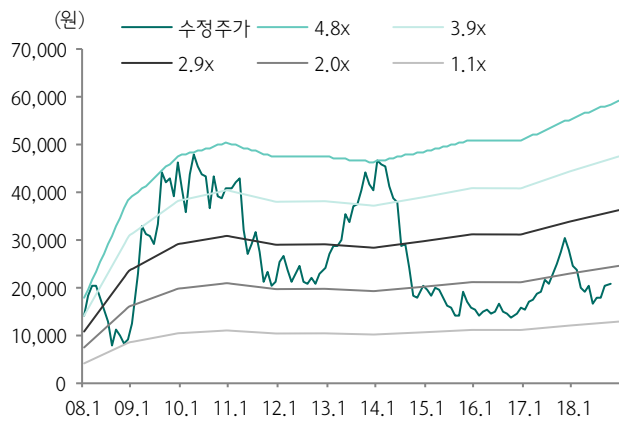
표 1. 서울반도체 분기실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018F	2019F
매출액	283.0	290.3	325.7	337.3	315.5	321.8	342.5	351.0	1,110.5	1,236.3	1,330.9
YoY	10.5%	8.7%	7.0%	19.3%	11.5%	10.8%	5.2%	4.1%	16.4%	11.3%	7.6%
QoQ	0.1%	2.6%	12.2%	3.5%	-6.4%	2.0%	6.5%	2.5%			
휴대폰/태블릿	48.7	48.0	71.7	86.7	63.2	60.0	66.4	75.1	234.9	255.1	264.7
NBPC+MNT	18.9	21.1	20.3	15.9	14.3	15.7	18.2	16.2	56.6	76.3	64.3
TV	56.5	58.0	63.2	57.9	54.2	58.4	67.0	65.6	218.6	235.5	245.2
조명/자동차	158.9	163.3	170.6	176.8	183.9	187.6	191.0	194.2	600.4	669.5	756.6
매출비중											
휴대폰/태블릿	17.2%	16.5%	22.0%	25.7%	20.0%	18.7%	19.4%	21.4%	21.2%	20.6%	19.9%
NBPC+MNT	6.7%	7.3%	6.2%	4.7%	4.5%	4.9%	5.3%	4.6%	5.1%	6.2%	4.8%
TV	20.0%	20.0%	19.4%	17.2%	17.2%	18.2%	19.6%	18.7%	19.7%	19.0%	18.4%
조명/자동차	56.1%	56.2%	52.4%	52.4%	58.3%	58.3%	55.8%	55.3%	54.1%	54.1%	56.9%
영업이익	17.2	17.5	26.2	26.7	22.2	22.6	30.2	26.8	98.1	87.7	101.7
영업이익률	6.1%	6.0%	8.1%	7.9%	7.0%	7.0%	8.8%	7.6%	8.8%	7.1%	7.6%

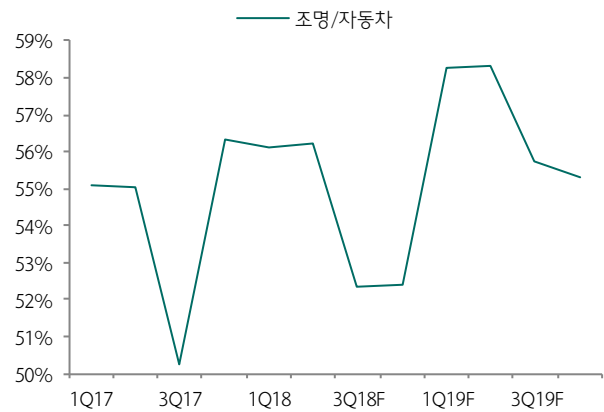
자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 자동차향 매출비중 (1Q17~4Q19)



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

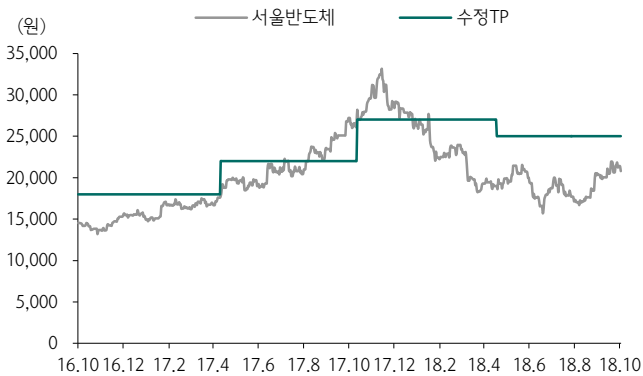
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	953.8	1,110.4	1,236.3	1,330.9	1,417.4
매출원가	720.1	826.1	915.2	978.3	1,041.9
매출총이익	233.7	284.3	321.1	352.6	375.5
판매비	176.2	186.1	233.4	250.9	267.2
영업이익	57.5	98.3	87.7	101.7	108.3
금융손익	(3.7)	(28.0)	(5.4)	(18.2)	(12.1)
중속/관계기업손익	(0.5)	(0.1)	3.6	6.2	0.5
기타영업외손익	(3.7)	0.4	(5.0)	(2.3)	(3.7)
세전이익	49.6	70.5	80.8	87.4	93.0
법인세	12.1	24.1	21.7	22.7	24.2
계속사업이익	37.5	46.4	59.1	64.7	68.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	37.5	46.4	59.1	64.7	68.9
비지배주주지분	1.4	6.1	6.4	7.0	7.4
순이익					
지배주주순이익	36.2	40.3	52.7	57.7	61.4
지배주주지분포괄이익	34.9	32.9	47.4	48.1	51.2
NOPAT	43.5	64.7	64.2	75.2	80.1
EBITDA	170.7	212.8	196.4	190.7	181.2
성장성(%)					
매출액증가율	(5.7)	16.4	11.3	7.7	6.5
NOPAT증가율	31.8	48.7	(0.8)	17.1	6.5
EBITDA증가율	6.2	24.7	(7.7)	(2.9)	(5.0)
영업이익증가율	26.1	71.0	(10.8)	16.0	6.5
(지배주주)순이익증가율	114.2	11.3	30.8	9.5	6.4
EPS증가율	113.4	11.4	30.8	9.3	6.5
수익성(%)					
매출총이익률	24.5	25.6	26.0	26.5	26.5
EBITDA이익률	17.9	19.2	15.9	14.3	12.8
영업이익률	6.0	8.9	7.1	7.6	7.6
계속사업이익률	3.9	4.2	4.8	4.9	4.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	621	692	905	989	1,053
BPS	10,515	10,505	11,417	12,226	13,099
CFPS	3,041	3,359	3,129	3,281	3,007
EBITDAPS	2,928	3,649	3,369	3,270	3,108
SPS	16,359	19,045	21,204	22,826	24,310
DPS	81	183	183	183	183
주가지표(배)					
PER	25.1	40.3	23.0	21.0	19.7
PBR	1.5	2.7	1.8	1.7	1.6
PCFR	5.1	8.3	6.6	6.3	6.9
EV/EBITDA	6.4	8.7	7.5	7.8	8.4
PSR	1.0	1.5	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	6.1	6.7	8.5	8.6	8.5
ROA	3.3	3.5	4.0	4.0	4.1
ROIC	5.7	8.1	7.4	8.1	8.0
부채비율	67.3	81.6	95.1	88.6	86.2
순부채비율	21.8	23.0	26.6	25.9	26.3
이자보상배율(배)	11.8	22.6	15.2	15.9	17.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	503.7	575.5	724.2	732.8	761.0
금융자산	61.2	77.7	130.4	93.6	80.2
현금성자산	32.4	47.2	94.0	54.4	38.5
매출채권 등	322.5	351.9	419.8	451.9	481.3
재고자산	108.5	137.5	164.0	176.5	188.0
기타유동자산	11.5	8.4	10.0	10.8	11.5
비유동자산	586.9	651.9	686.0	727.9	785.7
투자자산	23.7	9.6	11.5	12.3	13.1
금융자산	21.6	7.4	8.8	9.5	10.1
유형자산	480.1	540.6	576.3	630.3	697.3
무형자산	48.9	61.5	60.9	47.8	37.9
기타비유동자산	34.2	40.2	37.3	37.5	37.4
자산총계	1,090.6	1,227.3	1,410.2	1,460.7	1,546.7
유동부채	396.2	435.5	582.2	580.9	610.9
금융부채	162.1	118.2	219.0	190.3	195.1
매입채무 등	219.1	292.7	349.1	375.8	400.2
기타유동부채	15.0	24.6	14.1	14.8	15.6
비유동부채	42.5	116.0	105.1	105.2	105.3
금융부채	40.9	114.7	103.6	103.6	103.6
기타비유동부채	1.6	1.3	1.5	1.6	1.7
부채총계	438.7	551.4	687.3	686.1	716.2
지배주주지분	603.1	594.5	647.7	694.8	745.7
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	346.0	347.6	334.2	334.2	334.2
자본조정	(35.0)	(73.4)	(53.7)	(53.7)	(53.7)
기타포괄이익누계액	0.2	(7.5)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
이익잉여금	262.7	298.6	341.4	388.6	439.5
비지배주주지분	48.8	81.4	75.2	79.8	84.8
자본총계	651.9	675.9	722.9	774.6	830.5
순금융부채	141.8	155.3	192.3	200.3	218.6
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	94.7	167.3	133.9	145.2	129.3
당기순이익	37.5	46.4	59.1	64.7	68.9
조정	122.4	128.4	88.8	98.4	76.7
감가상각비	113.2	114.5	108.7	89.0	72.9
외환거래손익	(3.6)	10.6	(9.6)	10.8	3.6
지분법손익	0.5	0.1	0.8	(0.5)	(0.6)
기타	12.3	3.2	(11.1)	(0.9)	0.8
영업활동 현금흐름	(65.2)	(7.5)	(14.0)	(17.9)	(16.3)
투자활동 현금흐름	(33.2)	(168.2)	(157.8)	(147.4)	(140.4)
투자자산감소(증가)	(13.0)	14.3	(3.3)	(4.0)	(4.3)
유형자산감소(증가)	(42.0)	(148.0)	(132.3)	(130.0)	(130.0)
기타	21.8	(34.5)	(22.2)	(13.4)	(6.1)
재무활동 현금흐름	(70.0)	17.5	70.3	(39.3)	(5.6)
금융부채증가(감소)	(54.9)	29.9	89.7	(28.8)	4.9
자본증가(감소)	(0.4)	1.6	(13.5)	0.0	0.0
기타재무활동	(8.2)	(9.3)	7.1	0.0	0.0
배당지급	(6.5)	(4.7)	(13.0)	(10.5)	(10.5)
현금의 증감	(8.8)	14.7	46.9	(39.6)	(16.0)
Unlevered CFO	177.3	195.8	182.4	191.3	175.3
Free Cash Flow	49.3	8.4	0.4	15.2	(0.7)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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%
17.1.16	Neutral	18,000	-8.28%	-2.22%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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	92.1%	7.1%	0.9%	100.1%

\* 기준일: 2018년 10월 16일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 10월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.