



BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원

주가(1/16): 20,150원

시가총액: 11,749억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/16)		693.38pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	27,700원	15,700원
등락률	-27.3%	28.3%
수익률	절대	상대
1W	6.6%	2.5%
1M	3.3%	23.1%
1Y	-24.5%	-1.9%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	467천주
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(18E)	0.6%
BPS(18E)	11,014원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,538	11,104	12,005	13,417
영업이익	575	983	932	1,036
EBITDA	1,707	2,128	2,025	2,096
세전이익	496	705	857	978
순이익	375	464	611	773
지배주주지분순이익	362	403	558	734
EPS(원)	621	692	957	1,259
증감률(%YoY)	113.5	11.4	38.4	31.6
PER(배)	25.1	31.0	21.1	16.0
PBR(배)	1.5	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	6.9	6.2
영업이익률(%)	6.0	8.8	7.8	7.7
ROE(%)	5.9	7.0	8.7	10.2
순부채비율(%)	17.5	14.3	14.8	8.7

Price Trend



실적 Preview

서울반도체 (046890)

위기일 때 빛나야 강자다



전기전자 대형사들의 4분기 실적이 대체로 부진할 것으로 예상되는 것과 대조적으로 서울반도체는 깜짝 실적이 점쳐진다. 이는 LED가 글로벌 경기 둔화 우려와 별도로 지속 성장하고 있고, 동사가 WICOP 등 차별화 제품군을 앞세워 선전하고 있다는 방증이다. 올해에도 자동차 매출 확대, 베트남 법인 정상화, TV 점유율 상승 스토리가 이어지며 안정적인 성장세를 보여줄 것이다.

>>> 4분기 호실적 기대, 제품 Mix 개선 돋보일 것

4분기 영업이익은 304억원(QoQ 8%, YoY 51%)으로 시장 컨센서스(263억원)를 크게 상회할 것으로 예상된다. 중국 경기 둔화 등 IT 거시 환경 우려가 증폭된 상황에서도 기대 이상의 실적을 달성할 수 있다는 것은 1) LED가 글로벌 경기 상황과 별도로 침투율이 상승하며 지속 성장하고 있고, 2) 동사의 제품 경쟁력과 수익 창출력이 우수함을 의미한다.

4분기는 노트북 등 모바일 매출이 예상보다 호조를 보인 것으로 추정되며, 모바일 부문에서는 색재현율이 높은 UCD 매출 비중이 늘어나고 있다. TV는 WICOP을 앞세워 점유율 상승세를 이어가고, 베트남 법인의 가동률이 향상되며 고정비 부담이 감소했을 것이다.

고부가인 모바일 및 자동차 매출 비중이 늘고, 아직 적자 기조인 일반 조명 매출이 감소하면서 제품 Mix가 개선돼 두 자리 수 영업이익률에 도전할 것이다.

>>> 19년 실적 전망 긍정적, 차별화 제품군 성과 확대

2019년 실적 전망도 긍정적이다.

1) 헤드램프를 중심으로 자동차 조명 매출이 확대되고, 2) 베트남 법인의 가동률이 정상 궤도에 진입하며 순이익이 개선될 것이다. 3) TV는 주요 고객의 Vendor 정책 변화와 더불어 입지가 대폭 향상될 것으로 기대된다. 지난 4분기를 시작으로 전년 동기 대비 이익 성장세가 이어질 것이다.

LED 시장은 기술적 차별화 사이클에 진입했고, 동사의 WICOP, SunLike, Acrich MJT 등 독자적 제품군이 본격적인 성과를 거두고 있다. 특히 WICOP은 올해 TV 매출의 대부분을 차지하는 동시에 헤드램프의 경쟁력을 이끌고, 모바일 분야로도 확산될 것이다.

최근 대만 Everlight 대상으로 승소하는 등 특허 대응력이 부각되고 있다. 적외선 LED, 마이크로 LED, VCSEL 등 차세대 기술에 선제적인 R&D 투자를 병행하고 있어 미래 경쟁력으로 이어질 것이다.

서울반도체 실적 전망

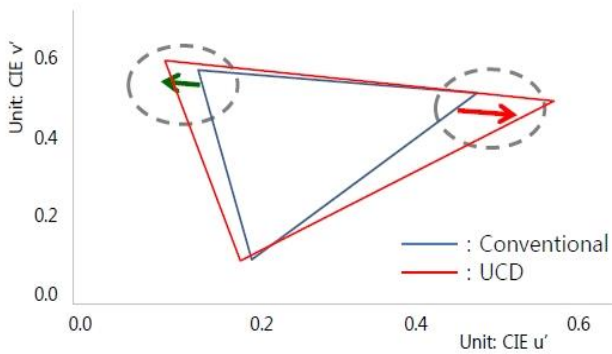
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	2,830	2,903	3,203	3,070	2,963	3,273	3,644	3,538	11,104	16.4%	12,005	8.1%	13,417	11.8%
TV	491	560	593	543	513	621	690	644	2,033	1.0%	2,187	7.6%	2,468	12.9%
중대형 BLU	110	117	140	134	124	124	162	132	463	0.5%	502	8.3%	541	7.9%
모바일	607	663	927	723	591	590	775	777	2,574	54.7%	2,920	13.4%	2,734	-6.4%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,669	1,735	1,937	2,017	1,985	6,047	12.0%	6,397	5.8%	7,674	19.9%
영업이익	172	176	281	304	196	213	313	315	983	70.8%	932	-5.1%	1,036	11.1%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	9.9%	6.6%	6.5%	8.6%	8.9%	8.8%	2.8%p	7.8%	-1.1%p	7.7%	0.0%p
세전이익	151	207	211	288	180	198	298	302	705	42.0%	857	21.7%	978	14.1%
순이익	115	94	133	216	135	148	224	227	403	11.4%	558	38.4%	734	31.6%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 UCD 기술 장점

높은 색재현율 (NTSC: 70 → 90 이상)



자료: 서울반도체

Mini LED와 Micro LED 비교

구분	Mini LED	Micro LED
크기	100~200 μ m	100 μ m 이하
응용처	LCD BLU, Fine pitch 디스플레이	자발광 디스플레이, 마이크로 프로젝션 디스플레이
LED 탑재량 (일반 TV 기준)	수천개 이상 (직하형 LED BLU)	수백만개
양산 계획	2018년 시작	2019~2022년
장점	HDR, 노치 디자인, 커브드 디자인	높은 광효율, 고휘도, 높은 명암비, 고신뢰성, 빠른 응답속도
LCD 대비 원가 격차	LCD 패널 대비 20% 증가	양산 초기 LCD 패널 대비 3배 이상

자료: LEDinside, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	3,228	12,164	13,341	3,070	12,005	13,417	-4.9%	-1.3%	0.6%
영업이익	288	917	1,015	304	932	1,036	5.4%	1.7%	2.1%
세전이익	272	842	957	288	857	978	5.7%	1.8%	2.2%
순이익	204	546	718	216	558	734	5.7%	2.1%	2.2%
EPS(원)		937	1,232		957	1,259		2.1%	2.2%
영업이익률	8.9%	7.5%	7.6%	9.9%	7.8%	7.7%	1.0%	0.2%	0.1%
세전이익률	8.4%	6.9%	7.2%	9.4%	7.1%	7.3%	0.9%	0.2%	0.1%
순이익률	6.3%	4.5%	5.4%	7.0%	4.6%	5.5%	0.7%	0.2%	0.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	12,005	13,417	14,584
매출원가	7,201	8,261	8,795	9,855	10,697
매출총이익	2,337	2,843	3,210	3,562	3,887
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,278	2,526	2,731
영업이익(보고)	575	983	932	1,036	1,155
영업이익(핵심)	575	983	932	1,036	1,155
영업외손익	-79	-278	-75	-58	9
이자수익	9	12	7	6	7
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	533	339	434	79	63
이자비용	49	43	60	64	61
외환손실	535	591	410	79	0
관계기업지분손익	-5	-1	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	-17	45	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-5	62	0	0
기타	-17	-34	-104	0	0
법인세차감전이익	496	705	857	978	1,164
법인세비용	121	241	246	205	244
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	28.7%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	611	773	920
지배주주지분순이익(억원)	362	403	558	734	874
EBITDA	1,707	2,128	2,025	2,096	2,066
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,704	1,833	1,830
수정당기순이익	387	437	568	773	920
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	8.1	11.8	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	-5.1	11.1	11.5
영업이익(핵심)	26.2	70.8	-5.1	11.1	11.5
EBITDA	6.2	24.7	-4.8	3.5	-1.5
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	38.4	31.6	19.0
EPS	113.5	11.4	38.4	31.6	19.0
수정순이익	47.3	12.9	30.0	36.0	19.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,546	1,729	1,709
당기순이익	375	464	611	773	920
감가상각비	990	968	907	912	799
무형자산상각비	141	177	186	149	111
외환손익	-36	95	-24	0	-63
자산처분손익	20	79	1	0	0
지분법손익	5	1	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-75	17	96	-121
기타	104	-37	-154	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,639	-1,481	-1,456
투자자산의 처분	239	70	31	-50	-33
유형자산의 처분	35	108	0	0	0
유형자산의 취득	-454	-1,588	-1,658	-1,409	-1,409
무형자산의 처분	-152	-272	0	0	0
기타	0	0	-12	-21	-14
재무활동현금흐름	-700	175	761	-301	-213
단기차입금의 증가	0	0	859	-200	0
장기차입금의 증가	-630	18	0	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-47	-105	-103	-115
기타	-5	204	7	2	1
현금및현금성자산의순증가	-88	147	668	-53	39
기초현금및현금성자산	413	324	472	1,140	1,087
기말현금및현금성자산	324	472	1,140	1,087	1,126
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,529	1,633	1,830
Op Free Cash Flow	308	-143	117	566	293

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,601	7,058	7,616
현금및현금성자산	324	472	1,140	1,087	1,126
유동금융자산	288	305	270	311	338
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,767	4,091	4,447
재고자산	1,085	1,375	1,423	1,568	1,704
기타유동비금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	5,869	6,519	7,162	7,589	8,138
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	310	358	389
투자자산	281	83	86	95	101
유형자산	4,801	5,406	5,990	6,488	7,098
무형자산	489	615	636	487	376
기타비유동자산	127	129	140	161	175
자산총계	10,906	12,273	13,763	14,646	15,754
유동부채	3,962	4,355	5,519	5,930	6,333
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,173	3,657	3,975
단기차입금	1,046	324	1,183	983	983
유동성장기차입금	298	275	325	325	325
기타유동부채	392	772	838	966	1,050
비유동부채	425	1,160	996	798	699
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	977	777	677
기타비유동부채	16	12	19	21	23
부채총계	4,387	5,514	6,515	6,728	7,032
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	0	0	0
이익잉여금	2,627	2,986	3,445	4,087	4,858
기타자본	-485	-930	2,686	2,686	2,686
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,422	7,064	7,836
비지배주주지분자본총계	488	814	826	853	887
자본총계	6,519	6,759	7,248	7,918	8,722
순차입금	1,141	969	1,075	687	521
총차입금	1,753	1,746	2,485	2,085	1,985

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	957	1,259	1,498
BPS	10,344	10,196	11,014	12,116	13,439
주당EBITDA	2,928	3,649	3,474	3,595	3,543
CFPS	2,585	2,760	2,923	3,143	3,139
DPS	81	183	180	200	250
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	21.1	16.0	13.4
PBR	1.5	2.1	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.2	7.2	6.9	6.2	6.2
PCFR	6.0	7.8	6.9	6.4	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	7.8	7.7	7.9
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	7.8	7.7	7.9
EBITDA margin	17.9	19.2	16.9	15.6	14.2
순이익률	3.9	4.2	5.1	5.8	6.3
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	8.7	10.2	11.1
투자자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	8.5	10.0	10.6
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	89.9	85.0	80.6
순차입금비율	17.5	14.3	14.8	8.7	6.0
이자보상배율(배)	11.8	22.6	15.5	16.1	18.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4
재고자산회전율	8.9	9.0	8.6	9.0	8.9
매입채무회전율	4.1	4.3	3.9	3.9	3.8

Compliance Notice

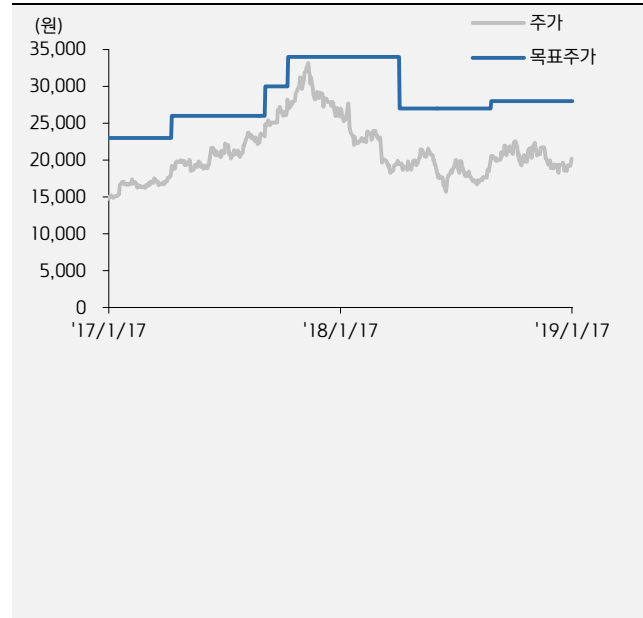
- 당사는 1월 16일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2017/01/04	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.52	-30.00
	2017/02/02	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-31.04	-24.35
	2017/03/21	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-29.69	-20.65
	2017/04/26	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.41	-22.88
	2017/06/02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.55	-22.88
	2017/06/20	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-23.10	-14.42
	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-20.10	-8.65
	2017/09/20	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-14.15	-6.00
	2017/10/26	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-20.17	-19.26
	2017/11/01	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-13.59	-2.50
	2017/12/27	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-16.36	-2.50
	2018/01/31	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-25.20	-2.50
	2018/04/20	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-29.12	-27.59
	2018/05/02	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.79	-20.19
	2018/07/12	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.79	-20.19
	2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-30.46	-20.19
	2018/09/11	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.56	-19.46
	2018/10/30	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.44	-19.46
	2018/11/28	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.76	-19.46
	2019/01/07	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-27.12	-19.46
	2019/01/17	BUY(Maintain)	28,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%