



하나금융그룹

2019년 1월 22일 | Equity Research

서울반도체 (046890)

가뭄 속의 단비

4Q18 Preview: 영업이익 301억원으로 컨센서스 상회

서울반도체의 18년 4분기 매출액은 3,058억원(YoY +8.2%, QoQ -4.5%)으로 컨센서스를 하회하고, 영업이익은 301억원(YoY +50.2%, QoQ +6.8%)으로 컨센서스를 상회할 전망이다. 매출액은 일반조명용 출하 둔화에 의한 것으로 이는 전사 수익성 측면에서 오히려 긍정적으로 작용한다. 베트남 생산법인의 가동률이 상승해 전사 이익에 기여하기 시작한 것도 예상대비 실적이 양호한 원인이다. 자동차 헤드램프用 nPola 공급 개시도 수익성 측면에서 플러스 요인이다.

2019년 재차 증익 전망

서울반도체의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 4.5%, 21% 증가할 전망이다. 2018년 매출액 증가에도 불구하고 영업이익이 감소한 원인은 베트남 생산법인 관련 투자가 17년 3월~ 18년 6월 진행되었고, 이후 이를 정상화시키는 과정에서 비용이 반영되었기 때문이다. 18년 4분기부터 베트남 법인이 이익에 기여하기 시작하고, 이런 기조가 2019년 연간 유지되어 증익 가시성이 높다는 판단이다. Wicop, nPola와 같은 기술 선도 제품의 매출비중 확대가 지속되는 점도 실적 개선 및 차별화의 근거이다.

업황과 실적 고려시 2017년 주가 도달 가능

서울반도체에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 32,000원으로 상향한다. 2019년 BPS 11,976원에 2017년 고점 PBR 2.7배 적용해 목표주가 산출한다. 서울반도체는 중국발 공급과잉이라는 LED 산업의 커다란 난제 속에서 여타 LED 업체대비 확연한 실적 우위를 지속중이다. 정부의 보조금 및 회계 관련 이슈가 부각된 중국 업체의 실적은 동일선상 비교가 무의미하다. 2019년 영업이익은 2017년을 상회하고, 현재 업황은 당시와 유사하기에 주가 역시 재차 전고점 수준의 밸류에이션에 근접할 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원(상향) | CP(1월 21일): 22,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	695.62		
52주 최고/최저(원)	27,700/15,700	1,207.7	1,329.5
시가총액(십억원)	1,335.2	90.4	109.5
시가총액비중(%)	0.57	54.7	73.0
발행주식수(천주)	58,305.4		
60일 평균 거래량(천주)	505.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	10.4		
18년 배당금(예상, 원)	183		
18년 배당수익률(예상, %)	0.95		
외국인지분율(%)	7.94		
주요주주 지분율(%)			
이정훈 외 3 인	34.19		
국민연금	7.11		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	18.3 20.2 (13.3)		
상대	14.6 36.8 9.7		

Stock Price	
(천원)	서울반도체(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	953.8	1,110.4	1,199.4	1,252.9	1,334.3
영업이익	십억원	57.5	98.3	93.0	112.6	119.9
세전이익	십억원	49.6	70.5	83.1	100.6	107.1
순이익	십억원	36.2	40.3	55.3	67.0	71.4
EPS	원	621	692	949	1,150	1,224
증감률	%	113.4	11.4	37.1	21.2	6.4
PER	배	25.05	40.27	20.39	19.92	18.70
PBR	배	1.48	2.65	1.76	1.91	1.76
EV/EBITDA	배	6.43	8.74	6.80	6.99	6.61
ROE	%	6.15	6.73	8.95	10.01	9.80
BPS	원	10,515	10,505	11,006	11,976	13,020
DPS	원	81	183	183	183	183



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

표 1. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	283.0	290.3	320.2	305.8	290.9	305.2	335.9	320.9	1,110.5	1,199.3	1,252.9
YoY	10.5%	8.7%	5.1%	8.2%	2.8%	5.1%	4.9%	4.9%	16.4%	8.0%	4.5%
QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-4.5%	-4.9%	4.9%	10.1%	-4.5%			
휴대폰/태블릿	48.7	48.0	71.6	71.5	47.4	48.3	64.7	67.7	234.9	239.8	228.1
NBPC+MNT	18.9	21.1	20.3	20.2	19.6	21.8	21.2	20.5	56.6	80.5	83.1
TV	56.5	58.0	63.2	62.6	57.8	59.6	65.7	64.0	218.6	240.2	247.1
조명/자동차	158.9	163.3	165.1	151.5	166.0	175.4	184.3	168.7	600.4	638.8	694.5
매출비중											
휴대폰/태블릿	17.2%	16.5%	22.4%	23.4%	16.3%	15.8%	19.2%	21.1%	21.2%	20.0%	18.2%
NBPC+MNT	6.7%	7.3%	6.3%	6.6%	6.7%	7.2%	6.3%	6.4%	5.1%	6.7%	6.6%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	20.5%	19.9%	19.5%	19.6%	20.0%	19.7%	20.0%	19.7%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	49.5%	57.1%	57.5%	54.9%	52.6%	54.1%	53.3%	55.4%
영업이익	17.2	17.5	28.2	30.1	24.3	25.8	31.2	31.3	98.1	93.0	112.6
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	9.8%	8.3%	8.4%	9.3%	9.8%	8.8%	7.8%	9.0%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

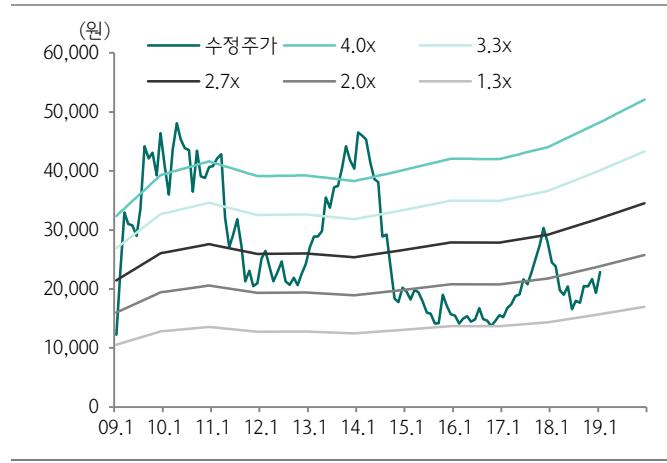
표 2. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	283.0	290.3	320.2	320.9	310.9	317.5	341.1	344.0	1,110.5	1,214.4	1,313.6
YoY	10.5%	8.7%	5.1%	13.5%	9.9%	9.4%	6.6%	7.2%	16.4%	9.4%	8.2%
QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	0.2%	-3.1%	2.1%	7.4%	0.8%			
휴대폰/태블릿	48.7	48.0	71.6	79.5	62.7	59.6	65.7	69.2	234.9	247.8	257.2
NBPC+MNT	18.9	21.1	20.3	14.9	15.2	16.6	19.2	15.1	56.6	75.2	66.0
TV	56.5	58.0	63.2	54.8	54.2	58.4	67.0	65.6	218.6	232.4	245.2
조명/자동차	158.9	163.3	165.1	171.7	178.8	182.9	189.3	194.2	600.4	659.0	745.2
매출비중											
휴대폰/태블릿	17.2%	16.5%	22.4%	24.8%	20.2%	18.8%	19.3%	20.1%	21.2%	20.4%	19.6%
NBPC+MNT	6.7%	7.3%	6.3%	4.6%	4.9%	5.2%	5.6%	4.4%	5.1%	6.2%	5.0%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	17.1%	17.4%	18.4%	19.6%	19.1%	19.7%	19.1%	18.7%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	53.5%	57.5%	57.6%	55.5%	56.4%	54.1%	54.3%	56.7%
영업이익	17.2	17.5	28.2	26.1	24.6	26.8	32.2	30.4	98.1	89.1	114.0
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	8.1%	7.9%	8.4%	9.4%	8.8%	8.8%	7.3%	8.7%

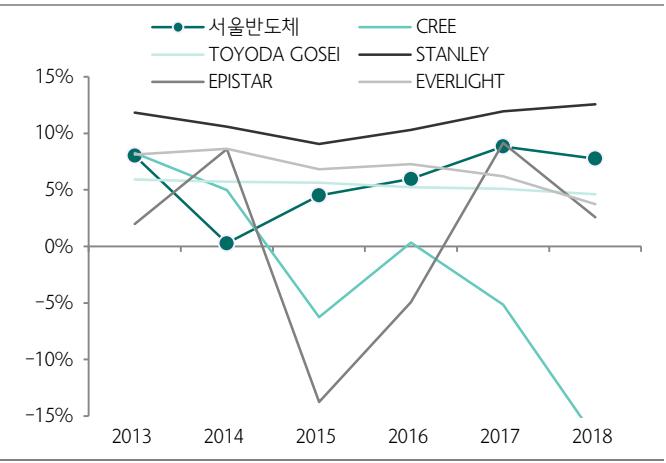
자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 글로벌 업체 영업이익률 비교



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	953.8	1,110.4	1,199.4	1,252.9	1,334.3
매출원가	720.1	826.1	875.7	899.0	957.4
매출총이익	233.7	284.3	323.7	353.9	376.9
판관비	176.2	186.1	230.7	241.3	257.0
영업이익	57.5	98.3	93.0	112.6	119.9
금융손익	(3.7)	(28.0)	(5.0)	(17.8)	(10.9)
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.1)	0.5	2.3	(1.0)
기타영업외손익	(3.7)	0.4	(5.3)	3.5	(0.9)
세전이익	49.6	70.5	83.1	100.6	107.1
법인세	12.1	24.1	22.5	27.2	28.9
계속사업이익	37.5	46.4	60.6	73.4	78.2
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	37.5	46.4	60.6	73.4	78.2
비지배주주지분 순이익	1.4	6.1	5.3	6.4	6.8
지배주주순이익	36.2	40.3	55.3	67.0	71.4
지배주주지분포괄이익	34.9	32.9	56.6	69.2	73.7
NOPAT	43.5	64.7	67.8	82.2	87.5
EBITDA	170.7	212.8	203.5	219.8	224.8
성장성(%)					
매출액증가율	(5.7)	16.4	8.0	4.5	6.5
NOPAT증가율	31.8	48.7	4.8	21.2	6.4
EBITDA증가율	6.2	24.7	(4.4)	8.0	2.3
영업이익증가율	26.1	71.0	(5.4)	21.1	6.5
(지배주주)순익증가율	114.2	11.3	37.2	21.2	6.6
EPS증가율	113.4	11.4	37.1	21.2	6.4
수익성(%)					
매출총이익률	24.5	25.6	27.0	28.2	28.2
EBITDA이익률	17.9	19.2	17.0	17.5	16.8
영업이익률	6.0	8.9	7.8	9.0	9.0
계속사업이익률	3.9	4.2	5.1	5.9	5.9

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	621	692	949	1,150	1,224
BPS	10,515	10,505	11,006	11,976	13,020
CFPS	3,041	3,359	3,421	3,731	3,757
EBITDAPS	2,928	3,649	3,490	3,771	3,856
SPS	16,359	19,045	20,570	21,488	22,885
DPS	81	183	183	183	183
주가지표(배)					
PER	25.1	40.3	20.4	19.9	18.7
PBR	1.5	2.7	1.8	1.9	1.8
PCFR	5.1	8.3	5.7	6.1	6.1
EV/EBITDA	6.4	8.7	6.8	7.0	6.6
PSR	1.0	1.5	0.9	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	6.1	6.7	9.0	10.0	9.8
ROA	3.3	3.5	4.3	4.8	4.9
ROIC	5.7	8.1	7.9	9.2	9.8
부채비율	67.3	81.6	89.0	80.2	77.1
순부채비율	21.8	23.0	24.4	15.1	7.5
이자보상배율(배)	11.8	22.6	15.4	17.2	19.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

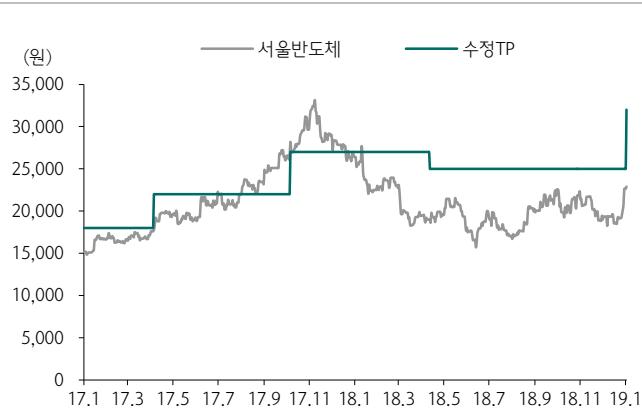
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	503.7	575.5	668.9	721.1	817.0
금융자산	61.2	77.7	130.4	158.6	217.9
현금성자산	32.4	47.2	97.5	124.1	181.2
매출채권 등	322.5	351.9	380.7	397.6	423.5
재고자산	108.5	137.5	148.7	155.3	165.4
기타유동자산	11.5	8.4	9.1	9.6	10.2
비유동자산	586.9	651.9	695.1	688.3	684.1
투자자산	23.7	9.6	10.4	10.9	11.6
금융자산	21.6	7.4	8.0	8.4	8.9
유형자산	480.1	540.6	582.0	589.1	595.0
무형자산	48.9	61.5	63.1	48.7	37.9
기타비유동자산	34.2	40.2	39.6	39.6	39.6
자산총계	1,090.6	1,227.3	1,364.0	1,409.4	1,501.1
유동부채	396.2	435.5	548.2	533.0	559.4
금융부채	162.1	118.2	213.9	184.2	188.5
매입채무 등	219.1	292.7	316.6	330.7	352.2
기타유동부채	15.0	24.6	17.7	18.1	18.7
비유동부채	42.5	116.0	94.0	94.1	94.2
금융부채	40.9	114.7	92.7	92.7	92.7
기타비유동부채	1.6	1.3	1.3	1.4	1.5
부채총계	438.7	551.4	642.2	627.1	653.6
지배주주지분	603.1	594.5	641.7	698.3	759.1
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	346.0	347.6	330.0	330.0	330.0
자본조정	(35.0)	(73.4)	(61.4)	(61.4)	(61.4)
기타포괄이익누계액	0.2	(7.5)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	262.7	298.6	344.0	400.5	461.4
비지배주주지분	48.8	81.4	80.1	84.0	88.4
자본총계	651.9	675.9	721.8	782.3	847.5
순금융부채	141.8	155.3	176.1	118.3	63.2

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	94.7	167.3	164.8	175.5	170.9
당기순이익	37.5	46.4	60.6	73.4	78.2
조정	122.4	128.4	104.8	111.5	107.1
감가상각비	113.2	114.5	110.5	107.3	104.9
외환거래손익	(3.6)	10.6	0.7	5.6	1.9
지분법손익	0.5	0.1	0.2	(0.2)	(0.2)
기타	12.3	3.2	(6.6)	(1.2)	0.5
영업활동 자산부채 변동	(65.2)	(7.5)	(0.6)	(9.4)	(14.4)
투자활동 현금흐름	(33.2)	(168.2)	(171.1)	(110.6)	(108.4)
투자자산감소(증가)	(13.0)	14.3	(2.4)	(3.7)	(4.3)
유형자산감소(증가)	(42.0)	(148.0)	(149.5)	(100.0)	(100.0)
기타	21.8	(34.5)	(19.2)	(6.9)	(4.1)
재무활동 현금흐름	(70.0)	17.5	56.3	(40.2)	(6.2)
금융부채증가(감소)	(54.9)	29.9	73.6	(29.7)	4.3
자본증가(감소)	(0.4)	1.6	(17.6)	0.0	0.0
기타재무활동	(8.2)	(9.3)	13.3	(0.0)	0.0
배당지급	(6.5)	(4.7)	(13.0)	(10.5)	(10.5)
현금의 증감	(8.8)	14.7	50.3	26.7	57.1
Unlevered CFO	177.3	195.8	199.5	217.5	219.0
Free Cash Flow	49.3	8.4	15.3	75.5	70.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.1.22	BUY	32,000		
18.5.2	BUY	25,000	-21.74%	-9.40%
17.10.26	Neutral	27,000	-7.17%	22.78%
17.4.25	Neutral	22,000	-1.61%	23.64%
17.2.2	Neutral	18,000	-6.67%	-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	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 1월 21일

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 2019년 01월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 01월 22일 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.