



하나금융그룹

2019년 1월 31일 | Equity Research

서울반도체 (046890)

동일한 업황, 최대 이익 갱신

4Q18 Review: 영업이익 362억원으로 서프라이즈 시현

서울반도체의 18년 4분기 매출액은 3,006억원(YoY +6%, QoQ -6%), 영업이익은 362억원(YoY +81%, QoQ +29%)으로 컨센서스를 크게 상회하는 호실적을 달성했다. 베트남 생산법인의 가동률 상승으로 이익에 기여하기 시작했고, 수익성이 좋지 않은 일반조명용 매출비중이 축소되어 전사 이익률이 개선된 것으로 파악된다. TV, 모니터, 모바일, 자동차 등 전분야에 걸쳐 기술 선도적인 제품의 비중이 확대되고 있는 점도 향후 전사 수익성 개선 여력 측면에서 긍정적으로 판단된다.

2019년 사상 최대 영업이익 전망

서울반도체의 2019년 매출액은 1조 2,560억원, 영업이익은 1,182억원으로 각각 전년대비 5%, 19% 증가할 전망이다. 최대 매출액과 최대 영업이익 달성으로 어려운 LED 업황 안에서 차별화된 제품을 통해 이루어낸 실적이기에 의미하는 바가 크다고 생각된다. Nichia, Lumileds, Lextar, MLS, Everlight 등의 LED 업체들이 2016~2018년 매출액 정체 및 감소를 겪은 반면에 서울반도체는 2017년 16%, 2018년 8%의 성장률을 시현했다. 중국발 공급과잉으로 가격이 하락한다는 동일한 환경 안에서 매출액이 성장할 수 있는 것은 물량 증대 혹은 상대적으로 고가의 제품을 판매하고 있기 때문일 것이다. 서울반도체의 Acrich, nPola, Wicop과 같은 특허 제품을 보유할 수 있는 기술력과 그 제품들의 비중확대에 따른 경쟁력은 입증 완료되었다는 판단이다.

동일한 업황이라면 동일한 주가 수준 회복 가능

서울반도체에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 32,000원을 유지한다. 2017년 영업이익 981억원 기록해 최대치 달성하며 PBR 2.7배에 도달한 바 있다. 2019년 영업이익은 1,182억원으로 재차 최대치를 갱신할 전망이다. 2018년은 3분기 까지 전년동기대비 감익이었는데, 이는 베트남 투자에 의한 초기 비용 발생에 의한 것이다. 2019년의 전년대비 증익폭이 2017년보다는 축소되었지만, 당시와 현재의 업황이 동일하다고 판단되기 때문에 영업이익 최대치 갱신을 통해 주가도 당시 수준으로 회복될 것으로 생각된다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원 | CP(1월 30일): 24,550원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	715.30		
52주 최고/최저(원)	26,700/15,700	1,203.9	1,313.2
시가총액(십억원)	1,431.4	92.7	110.7
시가총액비중(%)	0.59	57.3	75.8
발행주식수(천주)	58,305.4		
60일 평균 거래량(천주)	497.0		
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5		
18년 배당금(예상,원)	183		
18년 배당수익률(예상,%)	0.95		
외국인지분율(%)	8.97		
주요주주 지분율(%)			
이정훈 외 3 인	34.19		
국민연금	7.11		
주가상승률	1M 6M 12M		
전대	26.9 33.4 (8.1)		
상대	19.8 43.6 18.4		

Stock Price	
(천원)	서울반도체(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	953.8	1,110.4	1,194.1	1,256.0	1,330.9
영업이익	십억원	57.5	98.3	99.0	118.2	129.3
세전이익	십억원	49.6	70.5	84.8	102.2	113.3
순이익	십억원	36.2	40.3	59.9	70.2	78.0
EPS	원	621	692	1,027	1,204	1,338
증감률	%	113.4	11.4	48.4	17.2	11.1
PER	배	25.05	40.27	18.83	20.39	18.35
PBR	배	1.48	2.65	1.75	2.03	1.85
EV/EBITDA	배	6.43	8.74	6.57	7.20	6.68
ROE	%	6.15	6.73	9.66	10.38	10.55
BPS	원	10,515	10,505	11,085	12,109	13,267
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	4Q18E	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018E	2019F
매출액	283.0	290.3	320.3	300.6	292.0	306.3	336.9	320.9	1,110.5	1,194.2	1,256.0
	10.5%	8.7%	5.2%	6.3%	3.2%	5.5%	5.2%	6.8%	16.4%	7.5%	5.2%
	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-2.9%	4.9%	10.0%	-4.7%			
휴대폰/태블릿	48.7	48.0	71.6	68.7	48.5	49.5	65.6	67.7	234.9	236.9	231.2
NBPC+MNT	18.9	21.1	20.3	18.8	19.6	21.8	21.2	20.5	56.6	79.2	83.1
TV	56.5	58.0	63.2	57.7	57.8	59.6	65.7	64.0	218.6	235.3	247.1
조명/자동차	158.9	163.3	165.3	155.3	166.0	175.4	184.3	168.7	600.4	642.8	694.5
매출비중											
휴대폰/태블릿	17.2%	16.5%	22.3%	22.8%	16.6%	16.1%	19.5%	21.1%	21.2%	19.8%	18.4%
NBPC+MNT	6.7%	7.3%	6.3%	6.3%	6.7%	7.1%	6.3%	6.4%	5.1%	6.6%	6.6%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	19.2%	19.8%	19.5%	19.5%	20.0%	19.7%	19.7%	19.7%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	51.7%	56.9%	57.3%	54.7%	52.6%	54.1%	53.8%	55.3%
영업이익	17.2	17.5	28.1	36.2	25.3	26.0	36.2	30.7	98.1	99.0	118.2
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	8.7%	8.5%	10.8%	9.6%	8.8%	8.3%	9.4%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

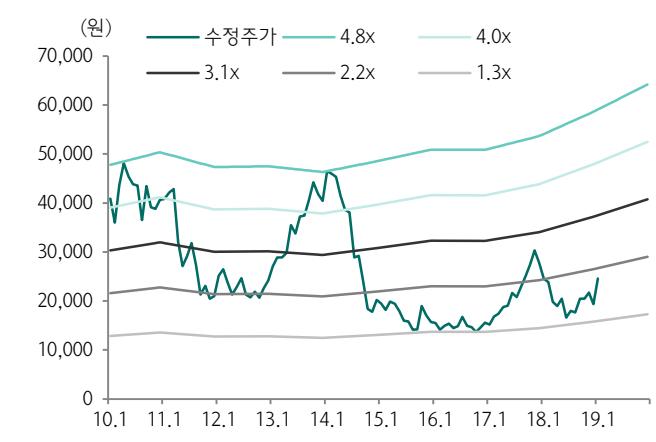
표 2. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 전)

(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
	10.5%	8.7%	5.1%	8.2%	2.8%	5.1%	4.9%	4.9%	16.4%	8.0%	4.5%
	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%

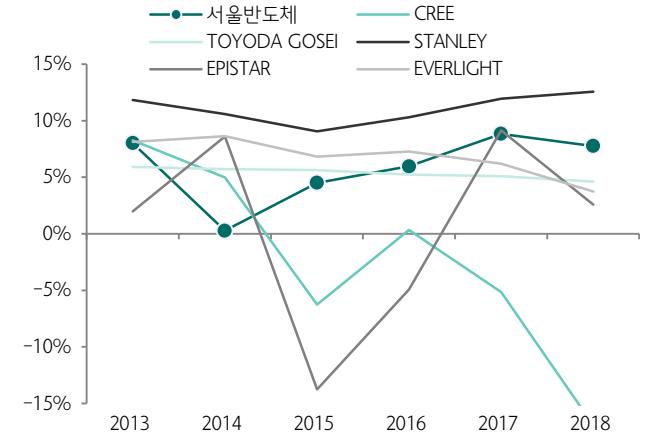
자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 글로벌 업체 영업이익률 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		953.8	1,110.4	1,194.1	1,256.0	1,330.9
매출원가		720.1	826.1	870.9	904.3	954.1
매출총이익		233.7	284.3	323.2	351.7	376.8
판관비		176.2	186.1	224.1	233.5	247.5
영업이익		57.5	98.3	99.0	118.2	129.3
금융순익		(3.7)	(28.0)	(8.9)	(19.7)	(13.7)
종속/관계기업순익		(0.5)	(0.1)	(0.1)	0.1	(1.4)
기타영업외순익		(3.7)	0.4	(5.3)	3.5	(0.9)
세전이익		49.6	70.5	84.8	102.2	113.3
법인세		12.1	24.1	19.3	25.6	28.1
계속사업이익		37.5	46.4	65.4	76.7	85.2
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		37.5	46.4	65.4	76.7	85.2
비지배주주지분		1.4	6.1	5.5	6.5	7.2
순이익						
지배주주순이익		36.2	40.3	59.9	70.2	78.0
지배주주지분포괄이익		34.9	32.9	61.6	72.8	80.9
NOPAT		43.5	64.7	76.4	88.7	97.2
EBITDA		170.7	212.8	209.5	225.5	234.3
성장성(%)						
매출액증가율		(5.7)	16.4	7.5	5.2	6.0
NOPAT증가율		31.8	48.7	18.1	16.1	9.6
EBITDA증가율		6.2	24.7	(1.6)	7.6	3.9
영업이익증가율		26.1	71.0	0.7	19.4	9.4
(지배주주)순익증가율		114.2	11.3	48.6	17.2	11.1
EPS증가율		113.4	11.4	48.4	17.2	11.1
수익성(%)						
매출총이익률		24.5	25.6	27.1	28.0	28.3
EBITDA이익률		17.9	19.2	17.5	18.0	17.6
영업이익률		6.0	8.9	8.3	9.4	9.7
계속사업이익률		3.9	4.2	5.5	6.1	6.4
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		621	692	1,027	1,204	1,338
BPS		10,515	10,505	11,085	12,109	13,267
CFPS		3,041	3,359	3,449	3,791	3,911
EBITDAPS		2,928	3,649	3,594	3,867	4,018
SPS		16,359	19,045	20,480	21,543	22,827
DPS		81	183	183	183	183
주가지표(배)						
PER		25.1	40.3	18.8	20.4	18.3
PBR		1.5	2.7	1.7	2.0	1.9
PCFR		5.1	8.3	5.6	6.5	6.3
EV/EBITDA		6.4	8.7	6.6	7.2	6.7
PSR		1.0	1.5	0.9	1.1	1.1
재무비율(%)						
ROE		6.1	6.7	9.7	10.4	10.5
ROA		3.3	3.5	4.6	5.1	5.3
ROIC		5.7	8.1	8.9	10.0	10.9
부채비율		67.3	81.6	87.5	78.8	75.0
순부채비율		21.8	23.0	23.1	13.7	5.1
이자보상배율(배)		11.8	22.6	16.4	18.1	20.7

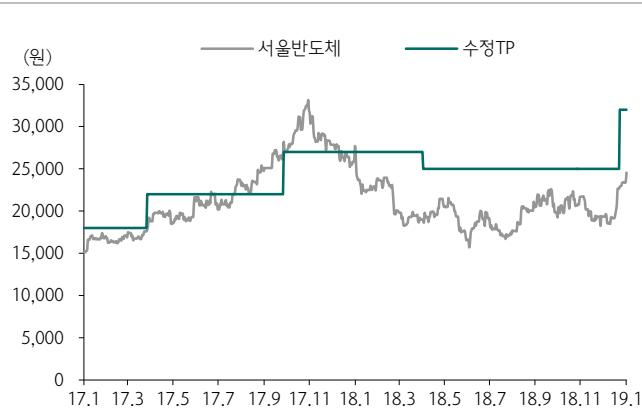
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		503.7	575.5	667.1	725.0	825.5
금융자산		61.2	77.7	138.0	168.3	235.7
현금성자산		32.4	47.2	105.5	134.2	199.6
매출채권 등		322.5	351.9	374.1	393.5	417.0
재고자산		108.5	137.5	146.1	153.7	162.9
기타유동자산		11.5	8.4	8.9	9.5	9.9
비유동자산		586.9	651.9	695.0	688.2	683.9
투자자산		23.7	9.6	10.2	10.7	11.4
금융자산		21.6	7.4	7.9	8.3	8.8
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	39.7	39.7	39.6
자산총계		1,090.6	1,227.3	1,362.1	1,413.2	1,509.5
유동부채		396.2	435.5	541.5	528.8	552.8
금융부채		162.1	118.2	212.8	183.6	187.5
매입채무 등		219.1	292.7	311.1	327.2	346.7
기타유동부채		15.0	24.6	17.6	18.0	18.6
비유동부채		42.5	116.0	94.0	94.1	94.1
금융부채		40.9	114.7	92.7	92.7	92.7
기타비유동부채		1.6	1.3	1.3	1.4	1.4
부채총계		438.7	551.4	635.5	622.9	646.9
지배주주지분		603.1	594.5	646.3	706.0	773.6
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	348.6	408.3	475.8
비지배주주지분		48.8	81.4	80.3	84.3	89.0
자본총계		651.9	675.9	726.6	790.3	862.6
순금융부채		141.8	155.3	167.5	107.9	44.4
현금흐름표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		94.7	167.3	173.2	179.3	182.1
당기순이익		37.5	46.4	65.4	76.7	85.2
조정		122.4	128.4	104.8	113.4	109.9
감가상각비		113.2	114.5	110.5	107.3	104.9
외환거래손익		(3.6)	10.6	0.7	7.6	4.8
지분법손익		0.5	0.1	0.2	(0.2)	(0.2)
기타		12.3	3.2	(6.6)	(1.3)	0.4
영업활동 자산부채 변동		(65.2)	(7.5)	3.0	(10.8)	(13.0)
투자활동 현금흐름		(33.2)	(168.2)	(170.4)	(112.8)	(111.0)
투자자산감소(증가)		(13.0)	14.3	(2.2)	(3.7)	(4.3)
유형자산감소(증가)		(42.0)	(148.0)	(149.5)	(100.0)	(100.0)
기타		21.8	(34.5)	(18.7)	(9.1)	(6.7)
재무활동 현금흐름		(70.0)	17.5	55.2	(39.8)	(6.6)
금융부채증가(감소)		(54.9)	29.9	72.5	(29.3)	3.9
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	58.4	28.7	65.3
Unlevered CFO		177.3	195.8	201.1	221.1	228.0
Free Cash Flow		49.3	8.4	23.8	79.3	82.1



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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 30일

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 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 01월 31일 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.