## 서울반도체(046890)

# 경쟁사와의 비교 불가!

**Buy** (Maintain)

| 목표주가(12M) | 29,000 원(상향) |
|---|---|
| 종가(2019/01/29) | 23,450 원 |

| Stock Indicator | |
|---|---|
| 자본금 | 29 십억원 |
| 발행주식수 | 5,831 만주 |
| 시가총액 | 1,367 십억원 |
| 외국인지분율 | 8.7% |
| 52 주 주가 | 15,700~27,700 원 |
| 60 일평균거래량 | 480,339 주 |
| 60 일평균거래대금 | 10.0 십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 21.2 | 15.0 | 27.4 | -12.2 |
| 상대수익률 | 16.0 | 4.6 | 35.1 | 10.6 |

Price Trend

| FY | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 1,110 | 1,194 | 1,224 | 1,288 |
| 영업이익(십억원) | 98 | 99 | 149 | 159 |
| 순이익(십억원) | 40 | 57 | 85 | 94 |
| EPS(원) | 692 | 978 | 1,460 | 1,609 |
| BPS(원) | 10,196 | 10,861 | 12,008 | 13,304 |
| PER(배) | 40.3 | 24.0 | 16.1 | 14.6 |
| PBR(배) | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| ROE(%) | 6.7 | 9.3 | 12.8 | 12.7 |
| 배당수익률(%) | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA(배) | 13.6 | 11.1 | 7.5 | 6.8 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

### 4Q18 베트남 공장 가동 안정화로 가파른 수익성 개선세

동사 4Q18 실적은 매출액 3,010 억원(YoY: +6%, QoQ: -6%), 영업이익 360 억원(YoY: +83%, QoQ: +29%)을 기록하며 시장 기대치(매출액 3,106 억원, 영업이익 288 억원)를 큰 폭으로 상회하였다. 호실적의 주요 요인으로는 첫째, 베트남 공장의 점진적인 가동률 상승으로 4 분기부터 80% 이상의 안정적 수준에 올라섰고, 둘째, Arcrich, Wicop, nPolar 등 고부가가치 제품 비중 확대로 수익성이 전분기 대비 크게 개선되었다는 점으로 요약된다. 부문별로 살펴보면 IT 부문은 주요 TV 고객사들의 Wicop 채택률이 증가하면서 매출 성장을 이끌었고, 자동차 부문은 기존 주력 제품인 Wicop 과 함께 기존 LED 대비 5~10 배 가량 휘도가 밝은 nPolar 제품 출하가 본격화되면서 성장세가 이어졌다. 특히 지난해 가동되기 시작한 베트남 신규 공장의 가동률이 올라오면서 제조 원가 절감에 뚜렷한 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

### 1Q19 계절적 비수기에도 견조한 실적 이어질 전망

통상적으로 1 분기는 계절적 최대 비수기임에도 불구하고 동사는 견조한 실적을 이어갈 것으로 전망된다. IT 수요는 다소 둔화되는 모습이 나타나겠지만 LED 조명과 자동차 조명의 출하가 꾸준히 증가하고 있어 실적의 견인차 역할을 할 것으로 판단되기 때문이다. 또한 베트남 공장 가동률이 안정화되면서 점진적인 수익성 개선세가 지속될 것으로 전망된다. 이를 반영한 1Q19 매출액과 영업이익은 각각 2,880 억원(YoY: +2%, QoQ: -4%), 340 억원(YoY: +96%, QoQ: -7%)을 기록할 것으로 추정된다.

동사는 4Q18 실적 Conference 를 통해 향후 보안 Solution 인 스마트폰 홍채인식, 자동차의 자율 주행을 도와주는 IR-LED (적외선 LED), VCSEL (Vertical Cavity Surface Emitting Laser), 차세대 디스플레이인 Micro LED 등 새로운 기술 개발에 주력할 계획임을 밝혔다. 또한 올해 자회사인 UV LED 를 주력으로 하고 있는 서울바이오시스도 재상장을 추진할 예정이다. 현재 IT, LED 조명 등에 국한되어있는 사업 구조의 다변화가 가시화될 경우 차별화된 실적 및 주가 Multiple 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단되는 바 꾸준히 관심을 가질 필요가 있다.

### 매수 투자의견 유지, 목표주가 29,000 원으로 상향 조정

동사에 대한 목표주가를 29,000 원으로 상향 조정하고 매수 투자의견을 유지한다. 목표주가는 19 년 예상 BPS 12,008 원에 최근 3 년간 고점과 평균 P/B 배수 중간값을 적용하여 산출하였다. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 16.8 배, P/B 2.0 배 수준으로 과거 동사 주가에 적용되었던 Multiple 평균치 대비 저평가되어 있는 상황이다. 최근 중국 LED 업체들의 경우 정부의 보조금 축소, 특허 이슈, 수주 감소 등으로 수익성 악화 우려가 부각되고 있다. 반면 동사는 동종 업종 내 확실한 실적 우위를 지속하고 있는 바 긍정적인 시각을 유지한다.

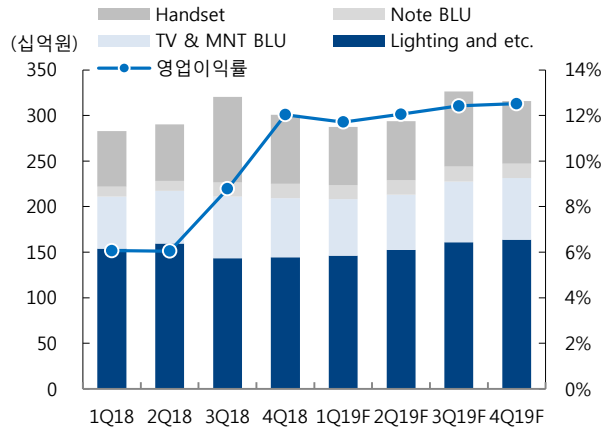
표 1. 서울반도체 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018 | 2019F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 283 | 290 | 320 | 301 | 288 | 294 | 326 | 316 | 1,110 | 1,194 | 1,224 |
| YoY | 10% | 9% | 5% | 6% | 2% | 1% | 2% | 5% | 16% | 8% | 2% |
| QoQ | 0% | 3% | 10% | -6% | -4% | 2% | 11% | -3% | - | - | - |
| 매출원가 | 213 | 215 | 231 | 213 | 204 | 205 | 226 | 222 | 826 | 871 | 857 |
| 매출원가율 | 75% | 74% | 72% | 71% | 71% | 70% | 69% | 70% | 74% | 73% | 70% |
| 매출총이익 | 70 | 76 | 90 | 88 | 84 | 89 | 100 | 94 | 284 | 323 | 366 |
| 매출총이익률 | 25% | 26% | 28% | 29% | 29% | 30% | 31% | 30% | 26% | 27% | 30% |
| 판매비 및 관리비 | 53 | 58 | 62 | 52 | 50 | 53 | 59 | 54 | 187 | 224 | 217 |
| 판관비율 | 19% | 20% | 19% | 17% | 17% | 18% | 18% | 17% | 17% | 19% | 18% |
| 영업이익 | 17 | 18 | 28 | 36 | 34 | 35 | 41 | 40 | 98 | 99 | 149 |
| 영업이익률 | 6% | 6% | 9% | 12% | 12% | 12% | 12% | 13% | 9% | 8% | 12% |
| YoY | -26% | -27% | -8% | 83% | 96% | 102% | 44% | 9% | 70% | 1% | 51% |
| QoQ | -13% | 2% | 60% | 29% | -7% | 5% | 15% | -2% | - | - | - |
| EBITDA | 46 | 45 | 56 | 70 | 65 | 67 | 72 | 69 | 212 | 217 | 273 |
| EBITDA margin | 16% | 15% | 17% | 23% | 23% | 23% | 22% | 22% | 19% | 18% | 22% |
| 순이익 | 11 | 13 | 14 | 27 | 22 | 27 | 26 | 16 | 46 | 66 | 92 |
| 순이익률 | 4% | 5% | 4% | 9% | 8% | 9% | 8% | 5% | 4% | 5% | 8% |
| YoY | 94% | -44% | -38% | -625% | 98% | 104% | 94% | -42% | 24% | 41% | 40% |
| QoQ | -318% | 20% | 2% | 99% | -18% | 23% | -4% | -41% | - | - | - |
| 부문별 매출액 및 비중 | | | | | | | | | | | |
| Lighting and etc. | 154 | 159 | 143 | 145 | 146 | 152 | 161 | 164 | 602 | 601 | 623 |
| TV & MNT BLU | 57 | 58 | 68 | 65 | 62 | 61 | 66 | 68 | 205 | 247 | 257 |
| Note BLU | 11 | 11 | 15 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 44 | 53 | 63 |
| Handset | 61 | 62 | 94 | 76 | 64 | 65 | 83 | 69 | 260 | 293 | 280 |
| Lighting and etc. | 54% | 55% | 45% | 48% | 51% | 52% | 49% | 52% | 54% | 50% | 51% |
| TV & MNT BLU | 20% | 20% | 21% | 22% | 22% | 21% | 20% | 21% | 18% | 21% | 21% |
| Note BLU | 4% | 4% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% | 4% | 4% | 5% |
| Handset | 22% | 21% | 29% | 25% | 22% | 22% | 25% | 22% | 23% | 25% | 23% |

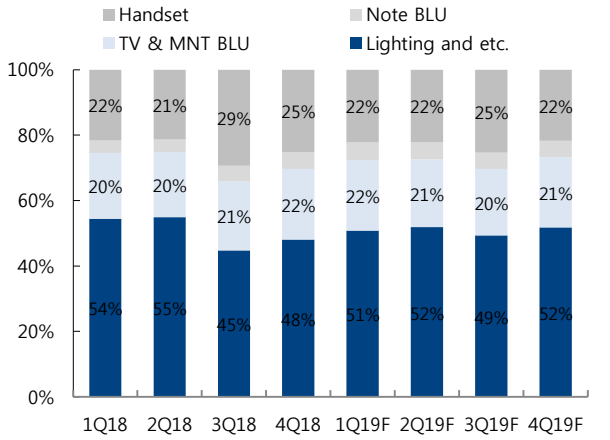
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림1. 서울반도체 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



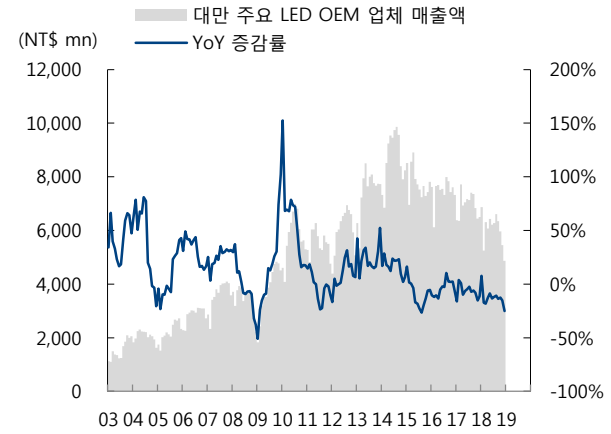

자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림2. 서울반도체 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망




자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림3. 대만 주요 LED 업체 합산 매출액 및 YoY 증감률 추이

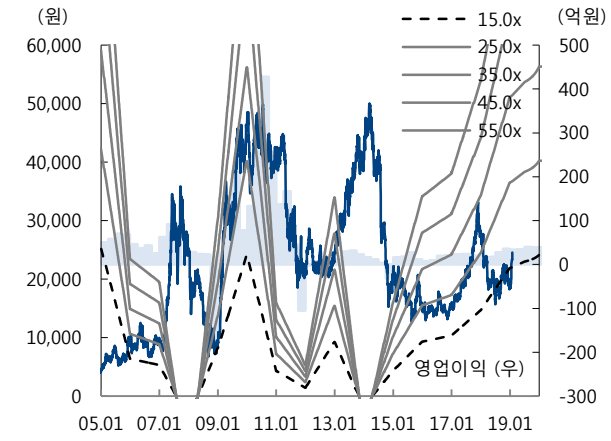



자료: 각사, 하이투자증권

그림4. 서울반도체 주가와 대만 LED 업체 매출 YoY 증감률

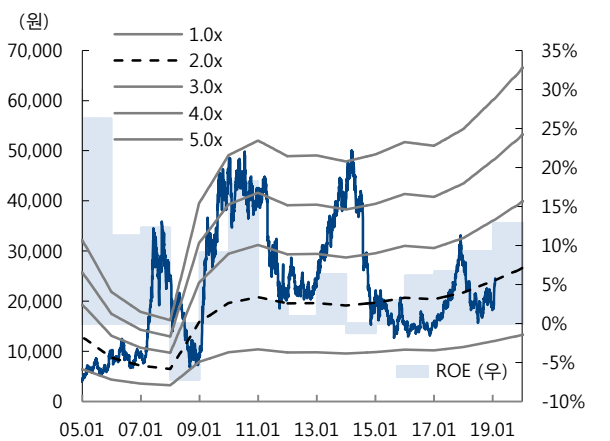
자료: 각사, 하이투자증권

그림5. 서울반도체 12 개월 Forward P/E Chart




자료: 하이투자증권

그림6. 서울반도체 12 개월 Forward P/B Chart




자료: 하이투자증권

표 2. 서울반도체 목표주가 산출

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019F | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EPS (원) | 290 | 95 | 619 | -118 | 291 | 621 | 692 | 978 | 1,460 | |
| BPS (원) | 10,405 | 9,782 | 9,811 | 9,571 | 9,852 | 10,344 | 10,196 | 10,861 | 12,008 | |
| 고점 P/E (배) | 154 | 301 | 72.0 | -130 | 76.4 | 28.8 | 47.9 | 28.5 | 16.8 | 최근 3년간 평균: 35.1 |
| 평균 P/E (배) | 106 | 241 | 55.9 | -292 | 59.1 | 23.9 | 31.0 | 21.1 | 14.4 | 최근 3년간 평균: 22.6 |
| 저점 P/E (배) | 64.0 | 214 | 39.2 | -424.3 | 23.2 | 20.9 | 21.3 | 16.1 | 12.7 | 최근 3년간 평균: 17.7 |
| 고점 P/B (배) | 4.3 | 2.9 | 4.5 | 5.2 | 2.3 | 1.7 | 3.1 | 2.6 | 2.0 | 최근 3년간 평균: 2.4 |
| 평균 P/B (배) | 3.0 | 2.3 | 3.5 | 3.6 | 1.8 | 1.4 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 최근 3년간 평균: 1.8 |
| 저점 P/B (배) | 1.8 | 2.1 | 2.5 | 1.6 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 최근 3년간 평균: 1.5 |
| ROE | 2.9% | 0.9% | 6.3% | -1.2% | 3.0% | 6.1% | 6.7% | 9.3% | 12.8% | 지배주주순이익 기준 |
| Target P/B (배) | | | | | | | | | 2.4 | 최근 3년간 고점-평균 P/B 배수 중간값 |
| 적용 BPS (원) = 19년 | | | | | | | | | 12,008 | |
| 적정주가 (원) | | | | | | | | | 28,258 | 19년 예상 실적 기준 P/E 19.9배, P/B 2.4배 |
| 목표주가 (원) | | | | | | | | | 29,000 | |
| 전일 종가 (원) | | | | | | | | | 24,550 | 19년 예상 실적 기준 P/E 16.8배, P/B 2.0배 |
| 상승 여력 | | | | | | | | | 18.1% | |

자료: 서울반도체, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (단위:십억원) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 575 | 618 | 696 | 804 |
| 현금 및 현금성자산 | 47 | 47 | 115 | 192 |
| 단기금융자산 | 30 | 32 | 30 | 29 |
| 매출채권 | 352 | 389 | 393 | 417 |
| 재고자산 | 137 | 142 | 148 | 156 |
| 비유동자산 | 652 | 671 | 672 | 670 |
| 유형자산 | 541 | 550 | 556 | 557 |
| 무형자산 | 62 | 70 | 64 | 61 |
| 자산총계 | 1,227 | 1,290 | 1,368 | 1,473 |
| 유동부채 | 435 | 450 | 449 | 465 |
| 매입채무 | 293 | 312 | 308 | 324 |
| 단기차입금 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 유동성장기부채 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 비유동부채 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 사채 | - | - | - | - |
| 장기차입금 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 부채총계 | 551 | 566 | 565 | 581 |
| 지배주주지분 | 595 | 633 | 700 | 776 |
| 자본금 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 자본잉여금 | 348 | 348 | 348 | 348 |
| 이익잉여금 | 299 | 345 | 420 | 503 |
| 기타자본항목 | -73 | -73 | -73 | -73 |
| 비지배주주지분 | 81 | 90 | 103 | 117 |
| 자본총계 | 676 | 723 | 803 | 893 |

포괄손익계산서

| (단위:십억원,%) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,110 | 1,194 | 1,224 | 1,288 |
| 증가율(%) | 16.4 | 7.5 | 2.5 | 5.3 |
| 매출원가 | 826 | 871 | 857 | 900 |
| 매출총이익 | 284 | 323 | 366 | 388 |
| 판매비와관리비 | 186 | 224 | 217 | 228 |
| 연구개발비 | 83 | 100 | 97 | 94 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 98 | 99 | 149 | 159 |
| 증가율(%) | 70.8 | 0.8 | 50.7 | 6.9 |
| 영업이익률(%) | 8.8 | 8.3 | 12.2 | 12.4 |
| 이자수익 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 이자비용 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 지분법이익(손실) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 0 | -1 | -2 | -2 |
| 세전계속사업이익 | 70 | 85 | 132 | 145 |
| 법인세비용 | 24 | 19 | 34 | 37 |
| 세전계속이익률(%) | 6.3 | 7.1 | 10.8 | 11.3 |
| 당기순이익 | 46 | 66 | 98 | 108 |
| 순이익률(%) | 4.2 | 5.5 | 8.0 | 8.4 |
| 지배주주귀속 순이익 | 40 | 57 | 85 | 94 |
| 기타포괄이익 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 총포괄이익 | 39 | 58 | 90 | 100 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 40 | 57 | 85 | 94 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 167 | 152 | 203 | 209 |
| 당기순이익 | 46 | 66 | 98 | 108 |
| 유형자산감가상각비 | 11 | 10 | 11 | 11 |
| 무형자산상각비 | 18 | 22 | 25 | 23 |
| 지분법관련손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동 현금흐름 | -168 | -149 | -125 | -126 |
| 유형자산의 처분(취득) | 11 | - | - | - |
| 무형자산의 처분(취득) | -27 | -30 | -20 | -20 |
| 금융상품의 증감 | -2 | -2 | 2 | 2 |
| 재무활동 현금흐름 | 17 | 18 | 18 | 18 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | 2 | - | - | - |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | -5 | -11 | -11 | -11 |
| 현금및현금성자산의증감 | 15 | 0 | 68 | 77 |
| 기초현금및현금성자산 | 32 | 47 | 48 | 115 |
| 기말현금및현금성자산 | 47 | 48 | 115 | 192 |

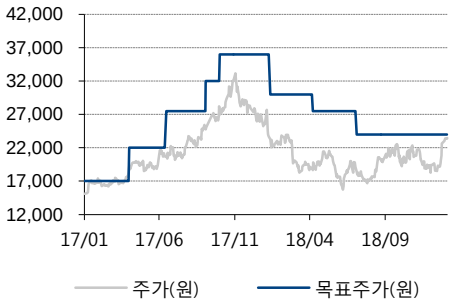
주요투자지표

| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 692 | 978 | 1,460 | 1,609 |
| BPS | 10,196 | 10,861 | 12,008 | 13,304 |
| CFPS | 1,180 | 1,530 | 2,081 | 2,191 |
| DPS | 183 | 183 | 183 | 183 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 40.3 | 24.0 | 16.1 | 14.6 |
| PBR | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| PCR | 23.6 | 15.3 | 11.3 | 10.7 |
| EV/EBITDA | 13.6 | 11.1 | 7.5 | 6.8 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 6.7 | 9.3 | 12.8 | 12.7 |
| EBITDA 이익률 | 11.4 | 11.0 | 15.2 | 15.0 |
| 부채비율 | 81.6 | 78.3 | 70.3 | 65.1 |
| 순부채비율 | 14.3 | 13.2 | 3.6 | -5.2 |
| 매출채권회전율(x) | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 3.2 |
| 재고자산회전율(x) | 9.0 | 8.6 | 8.4 | 8.5 |

자료 : 서울반도체, 하이투자증권 리서치센터

서울반도체

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이




| 일자 | 투자의견 | 목표주가 (원) | 목표주가 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017-04-26 | Buy | 22,000 | 6 개월 | -10.3% | -1.6% |
| 2017-07-10 | Buy | 27,500 | 1 년 | -18.9% | -7.6% |
| 2017-09-28 | Buy | 32,000 | 1 년 | -17.0% | -11.9% |
| 2017-10-26 | Buy | 36,000 | 1 년 | -21.4% | -7.9% |
| 2018-02-05 | Buy | 30,000 | 1 년 | -29.3% | -20.2% |
| 2018-05-02 | Buy | 27,500 | 1 년 | -30.2% | -21.6% |
| 2018-07-30 | Buy | 24,000 | 1 년 | -16.8% | -2.3% |
| 2019-01-31 | Buy | 29,000 | 1 년 | | |

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 비율(%) | 90.9% | 9.1% | - |