

서울반도체 (046890)

상저하고 반복

1Q19 Preview: 영업이익 178억원으로 부진

서울반도체의 19년 1분기 매출액은 2,841억원(YoY +0.4%, QoQ -6%), 영업이익은 178억원(YoY +4%, QoQ -51%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 영업이익이 부진한 이유는 베트남으로 생산설비 이전하며 가동률이 하락하고, 관련 비용이 발생하기 때문으로 파악된다. 2020년말까지 전체 CAPA 중에 60%를 베트남으로 이전하는 계획을 갖고 있다. 현재 베트남으로 15~20% 수준의 CAPA가 옮겨졌고, 2분기부터 가동률 및 수율을 확보해나갈 예정이다. 2020년 상반기에 나머지 생산설비 이전이 이루어질 것이기 때문에 2020년까지 뚜렷한 상저하고 실적 흐름이 반복될 것으로 전망한다.

연간 영업이익 1,025억원으로 최대치 갱신 유효

상반기 생산설비 이전에 따른 비용 발생과 하반기 이전 후의 수익성 개선 효과가 반복될 것으로 전망한다. 19년 상반기 영업이익을 기존 추정치대비 29% 하향하지만, 하반기 영업이익은 1%만 하향한다. 18년 4분기 실적 서프라이즈에 따른 역기저에도 불구하고 베트남 생산비중 확대에 따른 수익성 개선이 가능할 것으로 기대한다. 2019년 연간 영업이익 1,025억원으로 기존대비 13% 하향하지만, 최대치 갱신한다는 전망에는 변함이 없다.

하반기 수익성 개선

서울반도체에 대한 투자 의견 'BUY'와 목표주가 32,000원을 유지한다. 19년 상반기 실적 하향은 업황의 부진보다는 생산설비 이전에 따른 비정상적인 이유 때문이다. 19년 하반기 베트남 생산 비중확대에 따른 전년 대비 수익성 개선이 확인된다면, 이는 2020년 이후로도 수익성이 개선될 여력을 기대할 수 있게 된다. 상반기 실적 하향에 따른 공포감 확대와 하반기 실적 회복 가시성에 대한 우려가 상존하지만, 2018년 수익성 개선 경험을 상기할 필요가 있다. 컨센서스 하향이 지속되겠지만, 주가가 이를 반영하고 있어 추가적인 하락은 제한적일 것으로 판단한다. 하반기 실적 가시성 확보되기 전에 선제적인 매수 전략이 유효할 것으로 생각된다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원 | CP(4월 11일): 20,050원

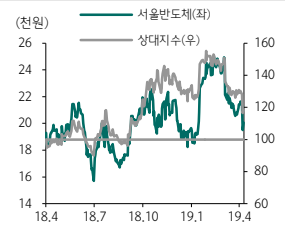
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	766.49
52주 최고/최저(원)	25,050/15,700
시가총액(십억원)	1,169.0
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	556.8
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5
19년 배당금(예상, 원)	284
19년 배당수익률(예상, %)	1.42
외국인지분율(%)	12.09
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 3인	34.19
국민연금	8.12
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.8) (5.6) 4.7
상대	(11.1) (12.9) 20.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,271.4	1,367.7
영업이익(십억원)	119.3	132.7
순이익(십억원)	83.2	94.9
EPS(원)	1,327	1,534
BPS(원)	12,348	13,620

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,110.4	1,194.2	1,209.3	1,281.1	1,297.3
영업이익	십억원	98.3	94.9	102.5	112.4	113.8
세전이익	십억원	70.5	78.4	86.5	96.4	97.6
순이익	십억원	40.3	62.8	66.9	71.3	75.3
EPS	원	692	1,077	1,147	1,222	1,291
증감률	%	11.4	55.6	6.5	6.5	5.6
PER	배	40.27	17.97	17.47	16.40	15.53
PBR	배	2.65	1.69	1.63	1.51	1.41
EV/EBITDA	배	8.74	7.18	7.38	6.86	6.56
ROE	%	6.73	10.10	9.93	9.81	9.61
BPS	원	10,505	11,430	12,298	13,241	14,252
DPS	원	183	284	284	284	284



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	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	283.0	290.3	320.3	300.6	284.1	291.6	324.6	309.0	1,110.5	1,194.2	1,209.3
YoY	10.5%	8.7%	5.2%	6.3%	0.4%	0.4%	1.3%	2.8%	16.4%	7.5%	1.3%
QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-5.5%	2.6%	11.3%	-4.8%			
모바일	48.7	48.0	71.6	68.7	45.5	45.3	64.5	66.3	234.9	236.9	221.7
IT	18.9	21.1	20.3	18.8	20.1	21.8	21.2	20.5	56.6	79.2	83.6
TV	56.5	58.0	63.2	57.7	56.4	56.9	62.7	60.8	218.6	235.3	236.9
조명/자동차	158.9	163.3	165.3	155.3	162.1	167.5	176.2	161.3	600.4	642.8	667.1
매출비중											
모바일	17.2%	16.5%	22.3%	22.8%	16.0%	15.5%	19.9%	21.5%	21.2%	19.8%	18.3%
IT	6.7%	7.3%	6.3%	6.3%	7.1%	7.5%	6.5%	6.6%	5.1%	6.6%	6.9%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	19.2%	19.9%	19.5%	19.3%	19.7%	19.7%	19.7%	19.6%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	51.7%	57.1%	57.5%	54.3%	52.2%	54.1%	53.8%	55.2%
영업이익	17.2	17.5	28.1	36.2	17.8	18.5	34.7	31.6	98.1	99.0	102.5
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	6.3%	6.3%	10.7%	10.2%	8.8%	8.3%	8.5%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

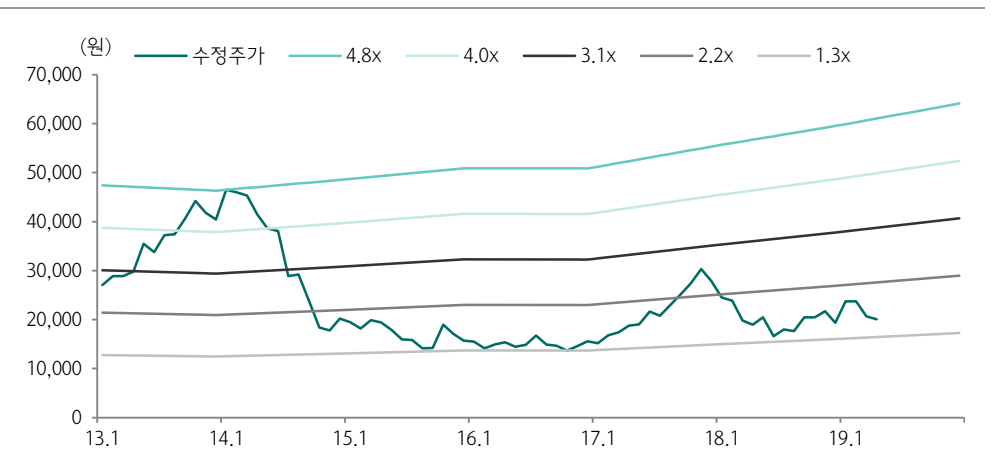
표 2. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 전)

(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
YoY	10.5%	8.7%	5.2%	6.3%	3.2%	5.5%	5.2%	6.8%	16.4%	7.5%	5.2%
QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-2.9%	4.9%	10.0%	-4.7%			
모바일	48.7	48.0	71.6	68.7	48.5	49.5	65.6	67.7	234.9	236.9	231.2
IT	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											
모바일	17.2%	16.5%	22.3%	22.8%	16.6%	16.1%	19.5%	21.1%	21.2%	19.8%	18.4%
IT	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

그림 1. 서울반도체의 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110.4	1,194.2	1,209.3	1,281.1	1,297.3
매출원가	826.1	871.0	881.9	930.4	942.2
매출총이익	284.3	323.2	327.4	350.7	355.1
판매비	186.1	228.3	224.8	238.3	241.3
영업이익	98.3	94.9	102.5	112.4	113.8
금융손익	(28.0)	(3.8)	(14.0)	(7.9)	(8.6)
중속/관계기업손익	(0.1)	(0.0)	3.2	0.8	(0.6)
기타영업외손익	0.4	(12.7)	(5.2)	(8.9)	(7.1)
세전이익	70.5	78.4	86.5	96.4	97.6
법인세	24.1	15.8	19.9	22.1	21.5
계속사업이익	46.4	62.6	66.6	74.3	76.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	62.6	66.6	74.3	76.1
비지배주주지분 순이익	6.1	(0.2)	(0.3)	3.1	0.9
지배주주순이익	40.3	62.8	66.9	71.3	75.3
지배주주지분포괄이익	32.9	62.8	67.7	75.5	77.3
NOPAT	64.7	75.8	79.0	86.7	88.8
EBITDA	212.8	201.9	196.7	205.9	206.2
성장성(%)					
매출액증가율	16.4	7.5	1.3	5.9	1.3
NOPAT증가율	48.7	17.2	4.2	9.7	2.4
EBITDA증가율	24.7	(5.1)	(2.6)	4.7	0.1
영업이익증가율	71.0	(3.5)	8.0	9.7	1.2
(지배주주)순이익증가율	11.3	55.8	6.5	6.6	5.6
EPS증가율	11.4	55.6	6.5	6.5	5.6
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	27.1	27.1	27.4	27.4
EBITDA이익률	19.2	16.9	16.3	16.1	15.9
영업이익률	8.9	7.9	8.5	8.8	8.8
계속사업이익률	4.2	5.2	5.5	5.8	5.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	1,147	1,222	1,291
BPS	10,505	11,430	12,298	13,241	14,252
CFPS	3,359	3,595	3,199	3,321	3,300
EBITDAPS	3,649	3,463	3,374	3,531	3,536
SPS	19,045	20,481	20,740	21,973	22,250
DPS	183	284	284	284	284
주가지표(배)					
PER	40.3	18.0	17.5	16.4	15.5
PBR	2.7	1.7	1.6	1.5	1.4
PCFR	8.3	5.4	6.3	6.0	6.1
EV/EBITDA	8.7	7.2	7.4	6.9	6.6
PSR	1.5	0.9	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	6.7	10.1	9.9	9.8	9.6
ROA	3.5	5.0	5.1	5.2	5.3
ROIC	8.1	8.5	8.2	8.8	9.0
부채비율	81.6	78.4	75.4	67.9	63.9
순부채비율	23.0	33.6	28.1	21.4	13.3
이자보상배율(배)	22.6	15.6	14.0	16.4	18.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	575.5	601.6	646.8	684.8	751.7
금융자산	77.7	21.8	50.9	53.5	112.4
현금성자산	47.2	21.7	50.8	53.4	112.3
매출채권 등	351.9	407.3	418.7	443.5	449.1
재고자산	137.5	155.2	159.5	169.0	171.1
기타유동자산	8.4	17.3	17.7	18.8	19.1
비유동자산	651.9	692.2	696.1	693.8	688.6
투자자산	9.6	8.7	6.8	7.2	7.3
금융자산	7.4	4.6	4.7	5.0	5.1
유형자산	540.6	576.8	591.7	596.6	597.7
무형자산	61.5	56.3	47.2	39.6	33.3
기타비유동자산	40.2	50.4	50.4	50.4	50.3
자산총계	1,227.3	1,293.8	1,342.9	1,378.6	1,440.3
유동부채	435.5	412.7	421.5	401.4	405.7
금융부채	118.2	111.5	112.3	74.9	75.3
매입채무 등	292.7	277.3	285.0	302.0	305.8
기타유동부채	24.6	23.9	24.2	24.5	24.6
비유동부채	116.0	155.8	155.8	155.9	156.0
금융부채	114.7	154.2	154.2	154.2	154.2
기타비유동부채	1.3	1.6	1.6	1.7	1.8
부채총계	551.4	568.5	577.3	557.3	561.6
지배주주지분	594.5	648.5	699.0	754.1	813.1
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	347.6	330.5	330.5	330.5	330.5
자본조정	(73.4)	(53.8)	(53.8)	(53.8)	(53.8)
기타포괄이익누계액	(7.5)	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
이익잉여금	298.6	349.6	400.2	455.2	514.1
비지배주주지분	81.4	76.8	66.7	67.2	65.6
자본총계	675.9	725.3	765.7	821.3	878.7
손금유부채	155.3	243.8	215.5	175.6	117.1

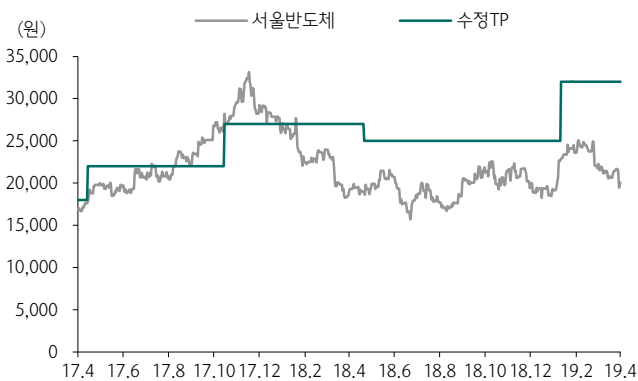
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	167.3	103.6	152.6	148.9	164.0
당기순이익	46.4	62.6	66.6	74.3	76.1
조정	128.4	116.7	94.2	92.6	91.9
감가상각비	114.5	107.0	94.2	93.4	92.3
외환거래손익	10.6	(0.9)	0.0	(1.6)	(0.8)
지분법손익	0.1	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)
기타	3.2	10.4	0.0	0.8	0.4
영업활동 자산부채 변동	(7.5)	(75.7)	(8.2)	(18.0)	(4.0)
투자활동 현금흐름	(168.2)	(146.4)	(108.0)	(92.6)	(89.2)
투자자산감소(증가)	14.3	(0.5)	1.9	(3.6)	(2.9)
유형자산감소(증가)	(148.0)	(141.8)	(100.0)	(90.7)	(87.1)
기타	(34.5)	(4.1)	(9.9)	1.7	0.8
재무활동 현금흐름	17.5	17.1	(15.4)	(53.7)	(15.9)
금융부채증가(감소)	29.9	32.7	0.9	(37.4)	0.4
자본증가(감소)	1.6	(17.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.3)	14.5	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(4.7)	(13.0)	(16.3)	(16.3)	(16.3)
현금의 증감	14.7	(25.5)	29.3	2.4	58.9
Unlevered CFO	195.8	209.6	186.5	193.6	192.4
Free Cash Flow	8.4	(41.3)	52.6	58.2	76.9

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서울반도체



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			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 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 11일

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 2019년 04월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 04월 12일 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.