



2019년 4월 30일 | Equity Research

서울반도체 (046890)

하반기 실적 반등 가시성이 중요

1Q19 Review: 하나금융투자 추정치에 부합

서울반도체의 19년 1분기 매출액은 2,819억원(YoY -0.4%, QoQ -6%), 영업이익은 170억원(YoY -0.8%, QoQ -53%)으로 하나금융투자의 추정치에 부합했다. 직전 보고서에서 언급한 것처럼 베트남 공장으로의 생산설비 이전에 따른 가동률 하락과 관련 비용 발생이 저조한 실적의 주요 원인이다. 비수기인 상반기에 설비를 이전한 후에 가동률 상승 및 수율 안정화를 통해 성수기인 하반기에 수익을 집중하는 패턴이 2020년까지 반복될 것으로 예상된다.

2Q19까지는 안정화 구간, 하반기에 이익 극대화 전망

서울반도체의 19년 2분기 매출액은 2,918억원(YoY +1%, QoQ +4%), 영업이익은 181억원(YoY +3%, QoQ +6%)으로 전망한다. 앞서 언급한 생산설비 이전이 완료되고 가동이 시작되는 분기이기 때문에 본격적인 실적 개선을 기대하기 어렵다는 판단이다. 다만, 2018년에 이미 수율을 안정화시킨 경험이 있어 전년동기대비로는 양호한 이익률 시현이 가능할 것으로 기대된다. 하반기에는 성수기 효과와 베트남 공장 정상화가 동반되며 매출 및 이익 모두 상반기대비 대폭 개선될 것으로 추정한다. 2016년에서 2018년까지 3년간 상반기와 하반기 영업이익 비중이 38:62였던 점을 상기할 필요가 있다.

이익대비 주가 수준은 부담스럽지 않다는 판단

서울반도체에 대한 투자의견 'BUY' 와 목표주가 32,000 원을 유지한다. 서울반도체의 투자포인트는 1) 어려운 LED 업황 안에서도 꾸준하게 이익을 창출하고 있는 경쟁력이다. 경쟁력의 근간은 여타 업체와 차별화된 제품 기술력이다. 2) 2017년에 영업이익 981억원으로 전년대비 72% 증가하며 PBR 2.6배를 시현한 바 있다. 2019년 영업이익 997억원으로 전년대비 1% 증가에 불과하지만, 절대 이익 수준은 당시 보다 높다. 현재 주가는 실망스러운 상반기 실적이 반영되어 있어, 하반기 이익 가시성 높아지는 시점에는 매수할 기회가 올 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원 | CP(4월 29일): 19,750원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	750.60		
52주 최고/최저(원)	25,050/15,700	1,264.8	1,360.5
시가총액(십억원)	1,151.5	117.1	130.4
시가총액비중(%)	0.45	81.7	93.3
발행주식수(천주)	58,305.4		
60일 평균 거래량(천주)	570.9		
60일 평균 거래대금(십억원)	12.4		
19년 배당금(예상,원)	284		
19년 배당수익률(예상, %)	1.44		
외국인지분율(%)	16.02		
주요주주 지분율(%)			
이정훈 외 2 인	31.00		
국민연금	8.12		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(4.4) 2.6 3.9		
상대	(7.1) (13.9) 22.8		

Stock Price	
(천원)	서울반도체(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,110.4	1,194.2	1,210.5	1,280.5	1,298.0
영업이익	십억원	98.3	94.9	99.7	107.4	108.9
세전이익	십억원	70.5	78.4	91.3	95.4	96.7
순이익	십억원	40.3	62.8	69.7	70.0	74.1
EPS	원	692	1,077	1,196	1,201	1,271
증감률	%	11.4	55.6	11.0	0.4	5.8
PER	배	40.27	17.97	16.51	16.44	15.54
PBR	배	2.65	1.69	1.60	1.49	1.39
EV/EBITDA	배	8.74	7.18	7.39	6.94	6.63
ROE	%	6.73	10.10	10.33	9.61	9.45
BPS	원	10,505	11,430	12,346	13,268	14,259
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	1Q19E	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	283.0	290.3	320.3	300.6	281.9	291.8	326.2	310.7	1,194.2	1,210.5	1,280.5
	YoY	10.5%	8.7%	5.2%	6.3%	-0.4%	0.5%	1.8%	3.4%	7.5%	1.4%
	QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-6.2%	3.5%	11.8%	-4.8%		5.8%
모바일	48.7	48.0	71.6	68.7	54.6	52.7	67.3	72.4	236.9	247.0	247.0
IT	18.9	21.1	20.3	18.8	23.9	23.1	21.4	20.6	79.2	89.0	89.0
TV	56.5	58.0	63.2	57.7	48.0	51.7	62.1	57.2	235.3	219.0	230.0
조명/자동차	158.9	163.3	165.3	155.3	155.4	164.2	175.4	160.5	642.8	655.5	714.5
매출비중											
모바일	17.2%	16.5%	22.3%	22.8%	19.4%	18.1%	20.6%	23.3%	19.8%	20.4%	19.3%
IT	6.7%	7.3%	6.3%	6.3%	8.5%	7.9%	6.6%	6.6%	6.6%	7.4%	7.0%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	19.2%	17.0%	17.7%	19.0%	18.4%	19.7%	18.1%	18.0%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	51.7%	55.1%	56.3%	53.8%	51.7%	53.8%	54.1%	55.8%
영업이익	17.2	17.5	28.1	36.2	17.0	18.1	32.5	32.0	99.0	99.7	107.4
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	6.0%	6.2%	10.0%	10.3%	8.3%	8.2%	8.4%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

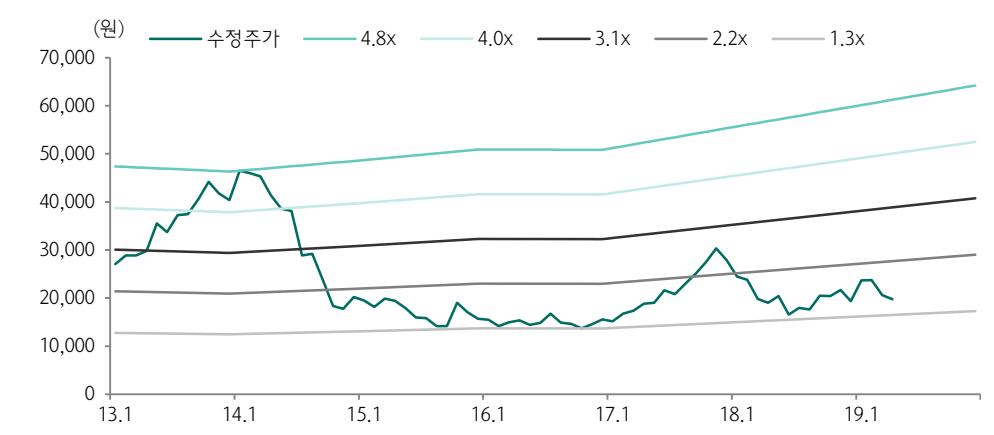
표 2. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 전)

(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%
	QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-5.5%	2.6%	11.3%	-4.8%		1.3%
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

그림 1. 서울반도체의 PBR 밴드



자료: WISEfin, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110.4	1,194.2	1,210.5	1,280.5	1,298.0
매출원가	826.1	871.0	897.6	946.9	959.9
매출총이익	284.3	323.2	312.9	333.6	338.1
판관비	186.1	228.3	213.3	226.1	229.2
영업이익	98.3	94.9	99.7	107.4	108.9
금융순익	(28.0)	(3.8)	(6.4)	(4.0)	(4.8)
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.0)	3.2	0.9	(0.3)
기타영업외손익	0.4	(12.7)	(5.2)	(8.9)	(7.1)
세전이익	70.5	78.4	91.3	95.4	96.7
법인세	24.1	15.8	21.7	22.4	21.7
계속사업이익	46.4	62.6	69.5	73.1	75.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	62.6	69.5	73.1	75.0
비지배주주지분 순이익	6.1	(0.2)	(0.2)	3.0	0.9
지배주주순이익	40.3	62.8	69.7	70.0	74.1
지배주주지분포괄이익	32.9	62.8	70.5	74.1	76.0
NOPAT	64.7	75.8	75.9	82.3	84.4
EBITDA	212.8	201.9	193.8	201.5	202.3
성장성(%)					
매출액증가율	16.4	7.5	1.4	5.8	1.4
NOPAT증가율	48.7	17.2	0.1	8.4	2.6
EBITDA증가율	24.7	(5.1)	(4.0)	4.0	0.4
영업이익증가율	71.0	(3.5)	5.1	7.7	1.4
(지배주주)순익증가율	11.3	55.8	11.0	0.4	5.9
EPS증가율	11.4	55.6	11.0	0.4	5.8
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	27.1	25.8	26.1	26.0
EBITDA이익률	19.2	16.9	16.0	15.7	15.6
영업이익률	8.9	7.9	8.2	8.4	8.4
계속사업이익률	4.2	5.2	5.7	5.7	5.8

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	1,196	1,201	1,271
BPS	10,505	11,430	12,346	13,268	14,259
CFPS	3,359	3,595	3,280	3,316	3,306
EBITDAPS	3,649	3,463	3,325	3,457	3,470
SPS	19,045	20,481	20,762	21,962	22,263
DPS	183	284	284	284	284
주가지표(배)					
PER	40.3	18.0	16.5	16.4	15.5
PBR	2.7	1.7	1.6	1.5	1.4
PCFR	8.3	5.4	6.0	6.0	6.0
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	10.3	9.6	9.4
ROA	3.5	5.0	5.3	5.1	5.2
ROIC	8.1	8.5	7.9	8.4	8.5
부채비율	81.6	78.4	75.3	67.9	64.1
순부채비율	23.0	33.6	27.9	21.8	14.2
이자보상배율(배)	22.6	15.6	13.6	15.7	17.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

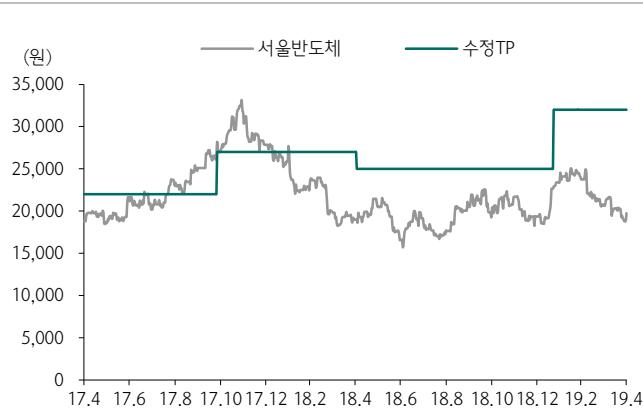
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	575.5	601.6	651.6	683.7	747.3
금융자산	77.7	21.8	52.5	49.9	104.9
현금성자산	47.2	21.7	52.4	49.8	104.8
매출채권 등	351.9	407.3	420.9	445.2	451.3
재고자산	137.5	155.2	160.4	169.6	171.9
기타유동자산	8.4	17.3	17.8	19.0	19.2
비유동자산	651.9	692.2	696.1	697.8	695.2
투자자산	9.6	8.7	6.8	7.2	7.3
금융자산	7.4	4.6	4.8	5.0	5.1
유형자산	540.6	576.8	591.7	600.6	604.2
무형자산	61.5	56.3	47.2	39.6	33.3
기타비유동자산	40.2	50.4	50.4	50.4	50.4
자산총계	1,227.3	1,293.8	1,347.8	1,381.5	1,442.6
유동부채	435.5	412.7	423.2	402.7	407.4
금융부채	118.2	111.5	112.5	75.0	75.5
매입채무 등	292.7	277.3	286.6	303.1	307.3
기타유동부채	24.6	23.9	24.1	24.6	24.6
비유동부채	116.0	155.8	155.9	155.9	156.0
금융부채	114.7	154.2	154.2	154.2	154.2
기타비유동부채	1.3	1.6	1.7	1.7	1.8
부채총계	551.4	568.5	579.1	558.6	563.4
지배주주지분	594.5	648.5	701.9	755.7	813.4
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	403.0	456.7	514.6
비지배주주지분	81.4	76.8	66.7	67.3	65.8
자본총계	675.9	725.3	768.6	823.0	879.2
순금융부채	155.3	243.8	214.2	179.2	124.7

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	167.3	103.6	153.9	148.7	163.6
당기순이익	46.4	62.6	69.5	73.1	75.0
조정	128.4	116.7	94.2	93.2	93.0
감가상각비	114.5	107.0	94.2	94.1	93.4
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	0.7	0.4
영업활동 자산부채 변동	(7.5)	(75.7)	(9.8)	(17.6)	(4.4)
투자활동 현금흐름	(168.2)	(146.4)	(108.0)	(97.3)	(92.8)
투자자산감소(증가)	14.3	(0.5)	1.9	(3.6)	(2.9)
유형자산감소(증가)	(148.0)	(141.8)	(100.0)	(95.4)	(90.7)
기타	(34.5)	(4.1)	(9.9)	1.7	0.8
재무활동 현금흐름	17.5	17.1	(15.3)	(53.8)	(15.8)
금융부채증가(감소)	29.9	32.7	1.0	(37.5)	0.5
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)	30.7	(2.4)	54.9
Unlevered CFO	195.8	209.6	191.2	193.3	192.8
Free Cash Flow	8.4	(41.3)	53.9	53.3	72.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			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%
17.7.18	Neutral	22,000	5.56%	23.64%
17.2.2	Neutral	18,000	1.45%	20.28%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	91.2%	8.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 29일

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 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 04월 30일 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.