

서울반도체(046890)

하반기를 주목

2Q19 Preview: 영업이익 173억원으로 하향

서울반도체의 19년 2분기 매출액은 2,836억원(YoY -2%, QoQ +1%), 영업이익은 173억원(YoY -1%, QoQ +2%)으로 전망한다. 이는 컨센서스인 매출액 2,898억원, 영업이익 180억원을 하회하는 것이다. 예년보다 19년 상반기 LED 칩 가격 하락폭이 컸고, 업계 재고 수준도 높은 것으로 파악된다. 서울반도체는 차별화된 제품으로 어려운 업황 안에서도 선방하고 있지만, 실적에 대한 눈높이 하향은 불가피하다. 베트남 생산설비 이전 및 가동률 상승은 순조롭게 진행중이며, 이로 인해 전분기대비 수익성 개선 여력 상존한다.

하반기 실적 증가 전망 유지

서울반도체의 19년 하반기 실적 회복은 여전히 유효하다는 판단이다. 자동차 헤드램프용 신규 매출처 추가가 예정되어 있고, 스마트폰용 신규 모델 추가, TV용 WICOP 공급 확대에 의해 실적 증가 가능성이 높기 때문이다. 아울러 상반기 중에 진행되었던 베트남 생산설비 이관 및 안정화 작업이 마무리 단계에 진입해 하반기에는 작년과 마찬가지로 높은 이익을 시현할 것으로 기대된다. 특히, 자동차용 헤드램프는 고수익성 제품이기 때문에 해당 제품의 비중확대는 실적에 긍정적이다.

실적 감소가 아쉽지만, 중장기적 접근 유효

서울반도체에 대한 투자 의견 'BUY' 를 유지하고, 목표주가를 29,000원으로 하향한다. 2019년 영업이익을 전년대비 감소로 하향함에 따라 17년 도달했던 PBR에는 도달하기 어려울 것으로 판단되어 Target PBR을 2.3배로 조정한다. 다만, 대만 업체들의 5월 누적 매출액이 전년동기대비 -15~-24% 감소했음에도 상대적으로 서울반도체의 실적은 견조해 경쟁력은 재차 입증되었다는 판단이다. 무엇보다 하반기 실적은 베트남 생산법인 안정화, 자동차용 헤드램프 신규 매출 개시, TV용 WICOP 공급 확대에 회복 가능성 높아 중기적으로 접근 가능한 가격대라는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 29,000원(하향) | CP(6월 25일): 18,150원

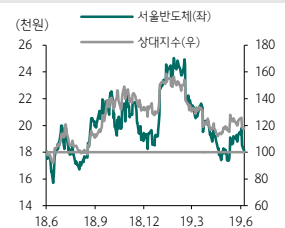
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	710.02
52주 최고/최저(원)	25,050/15,700
시가총액(십억원)	1,058.2
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	561.9
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
19년 배당금(예상, 원)	284
19년 배당수익률(예상, %)	1.56
외국인지분율(%)	11.76
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 2인	31.00
국민연금	8.12
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.3 (6.2) 2.5
상대	1.4 (11.5) 20.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,221.1	1,302.2
영업이익(십억원)	101.0	112.8
순이익(십억원)	72.3	79.8
EPS(원)	1,250	1,333
BPS(원)	12,282	13,318

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,110.4	1,194.2	1,167.6	1,235.6	1,260.4
영업이익	십억원	98.3	94.9	93.1	98.4	100.3
세전이익	십억원	70.5	78.4	82.9	86.4	88.0
순이익	십억원	40.3	62.8	64.6	64.3	67.5
EPS	원	692	1,077	1,108	1,103	1,158
증감률	%	11.4	55.6	2.9	(0.5)	5.0
PER	배	40.27	17.97	16.38	16.45	15.67
PBR	배	2.65	1.69	1.48	1.39	1.30
EV/EBITDA	배	8.74	7.18	7.09	6.74	6.45
ROE	%	6.73	10.10	9.60	8.92	8.76
BPS	원	10,505	11,430	12,258	13,082	13,960
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	283.6	308.7	293.3	1,194.2	1,167.6	1,235.6
YoY	10.5%	8.7%	5.2%	6.3%	-0.4%	-2.3%	-3.6%	-2.4%	7.5%	-2.2%	5.8%
QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-6.2%	0.6%	8.9%	-5.0%			
모바일	48.7	48.0	71.6	68.7	54.6	50.3	62.7	66.8	236.9	234.4	234.4
IT	18.9	21.1	20.3	18.8	23.9	22.2	19.9	19.1	79.2	85.1	85.1
TV	56.5	58.0	63.2	57.7	48.0	49.7	57.6	53.1	235.3	208.4	218.9
조명/자동차	158.9	163.3	165.3	155.3	155.4	161.4	168.6	154.4	642.8	639.7	697.3
매출비중											
모바일	17.2%	16.5%	22.3%	22.8%	19.4%	17.7%	20.3%	22.8%	19.8%	20.1%	19.0%
IT	6.7%	7.3%	6.3%	6.3%	8.5%	7.8%	6.4%	6.5%	6.6%	7.3%	6.9%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	19.2%	17.0%	17.5%	18.7%	18.1%	19.7%	17.9%	17.7%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	51.7%	55.1%	56.9%	54.6%	52.6%	53.8%	54.8%	56.4%
영업이익	17.2	17.5	28.1	32.1	17.1	17.3	28.5	30.2	94.9	93.1	98.4
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	10.7%	6.0%	6.1%	9.2%	10.3%	7.9%	8.0%	8.0%

주: 4Q18 영업이익, 서울반도체의 정정신고(2019.03.20)로 인해 수정 반영 (수정 전: 362억원 -> 수정 후: 321억원)

자료: 서울반도체, 하나금융투자

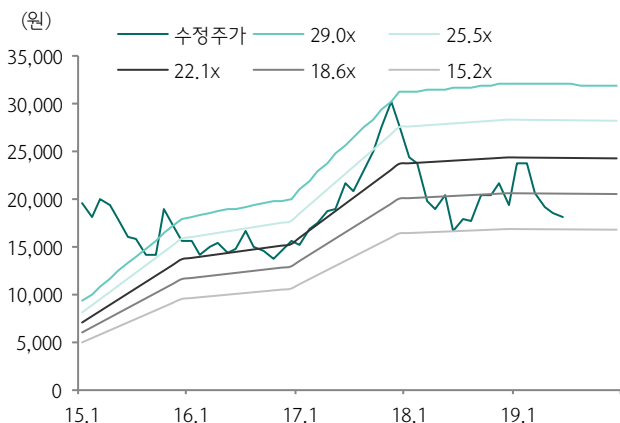
표 2. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 전)

(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%	5.8%
QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-6.2%	3.5%	11.8%	-4.8%			
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%

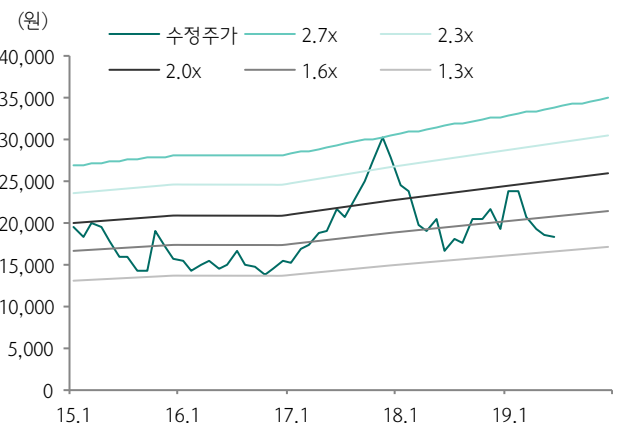
자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. 비에이치의 PER 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 비에이치의 PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110.4	1,194.2	1,167.6	1,235.6	1,260.4
매출원가	826.1	871.0	864.3	914.4	932.7
매출총이익	284.3	323.2	303.3	321.2	327.7
판매비	186.1	228.3	210.2	222.9	227.3
영업이익	98.3	94.9	93.1	98.4	100.3
금융손익	(28.0)	(3.8)	(6.3)	(3.8)	(4.9)
중속/관계기업손익	(0.1)	(0.0)	1.3	0.8	(0.3)
기타영업외손익	0.4	(12.7)	(5.2)	(8.9)	(7.1)
세전이익	70.5	78.4	82.9	86.4	88.0
법인세	24.1	15.8	18.5	19.3	19.7
계속사업이익	46.4	62.6	64.4	67.1	68.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	62.6	64.4	67.1	68.3
비배주주지분 손익	6.1	(0.2)	(0.2)	2.8	0.8
지배주주순이익	40.3	62.8	64.6	64.3	67.5
지배주주지분포괄이익	32.9	62.8	65.3	68.0	69.3
NOPAT	64.7	75.8	72.3	76.4	77.9
EBITDA	212.8	201.9	187.3	192.5	193.7
성장성(%)					
매출액증가율	16.4	7.5	(2.2)	5.8	2.0
NOPAT증가율	48.7	17.2	(4.6)	5.7	2.0
EBITDA증가율	24.7	(5.1)	(7.2)	2.8	0.6
영업이익증가율	71.0	(3.5)	(1.9)	5.7	1.9
(지배주주)순이익증가율	11.3	55.8	2.9	(0.5)	5.0
EPS증가율	11.4	55.6	2.9	(0.5)	5.0
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	27.1	26.0	26.0	26.0
EBITDA이익률	19.2	16.9	16.0	15.6	15.4
영업이익률	8.9	7.9	8.0	8.0	8.0
계속사업이익률	4.2	5.2	5.5	5.4	5.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	1,108	1,103	1,158
BPS	10,505	11,430	12,258	13,082	13,960
CFPS	3,359	3,595	3,135	3,158	3,159
EBITDAPS	3,649	3,463	3,212	3,301	3,323
SPS	19,045	20,481	20,026	21,193	21,616
DPS	183	284	284	284	284
주기지표(배)					
PER	40.3	18.0	16.4	16.5	15.7
PBR	2.7	1.7	1.5	1.4	1.3
PCFR	8.3	5.4	5.8	5.7	5.7
EV/EBITDA	8.7	7.2	7.1	6.7	6.5
PSR	1.5	0.9	0.9	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	6.7	10.1	9.6	8.9	8.8
ROA	3.5	5.0	4.9	4.8	4.9
ROIC	8.1	8.5	7.5	7.9	8.0
부채비율	81.6	78.4	73.5	66.5	63.4
순부채비율	23.0	33.6	26.5	21.2	14.6
이자보상배율(배)	22.6	15.6	12.7	14.5	16.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	575.5	601.6	628.5	653.9	712.5
금융자산	77.7	21.8	62.8	55.2	101.9
현금성자산	47.2	21.7	62.7	55.1	101.7
매출채권 등	351.9	407.3	397.5	420.6	429.0
재고자산	137.5	155.2	151.4	160.2	163.4
기타유동자산	8.4	17.3	16.8	17.9	18.2
비유동자산	651.9	692.2	695.8	697.4	694.9
투자자산	9.6	8.7	6.4	6.8	6.9
금융자산	7.4	4.6	4.5	4.8	4.9
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	50.5	50.4	50.5
자산총계	1,227.3	1,293.8	1,324.3	1,351.3	1,407.4
유동부채	435.5	412.7	405.1	383.6	390.1
금융부채	118.2	111.5	110.7	73.1	73.8
매입채무 등	292.7	277.3	270.6	286.4	292.1
기타유동부채	24.6	23.9	23.8	24.1	24.2
비유동부채	116.0	155.8	155.8	155.8	155.9
금융부채	114.7	154.2	154.2	154.2	154.2
기타비유동부채	1.3	1.6	1.6	1.6	1.7
부채총계	551.4	568.5	560.8	539.5	546.0
지배주주지분	594.5	648.5	696.8	744.8	796.0
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	397.9	445.9	497.1
비지배주주지분	81.4	76.8	66.7	67.0	65.4
자본총계	675.9	725.3	763.5	811.8	861.4
손금유부채	155.3	243.8	202.0	172.1	126.1

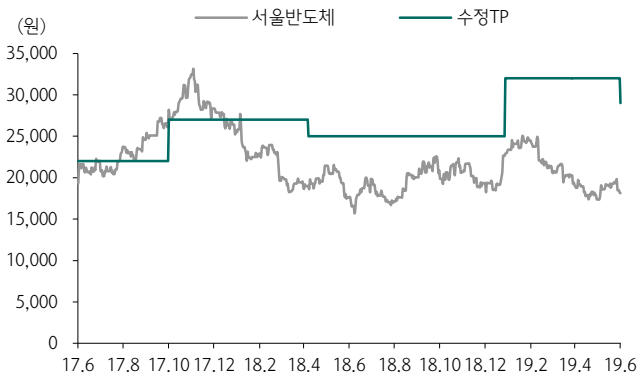
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	167.3	103.6	165.7	143.6	155.2
당기순이익	46.4	62.6	64.4	67.1	68.3
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)	7.1	(16.7)	(6.1)
투자활동 현금흐름	(168.2)	(146.4)	(107.6)	(97.3)	(92.9)
투자자산감소(증가)	14.3	(0.5)	2.2	(3.5)	(3.0)
유형자산감소(증가)	(148.0)	(141.8)	(100.0)	(95.4)	(90.7)
기타	(34.5)	(4.1)	(9.8)	1.6	0.8
재무활동 현금흐름	17.5	17.1	(17.1)	(53.9)	(15.7)
금융부채증가(감소)	29.9	32.7	(0.8)	(37.6)	0.6
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)	41.0	(7.6)	46.7
Unlevered CFO	195.8	209.6	182.8	184.1	184.2
Free Cash Flow	8.4	(41.3)	65.7	48.2	64.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.26	BUY	29,000		
19.1.22	BUY	32,000	-34.83%	-21.72%
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 비율공시

- 투자의견의 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	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 25일

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 06월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 06월 26일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.