



BUY(Maintain)

목표주가: 24,000원(하향)

주가(7/31): 16,150원

시가총액: 9,416억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/31)		630.18pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,050원	15,800원
등락률	-35.5%	2.2%
수익률	절대	상대
1W	-10.5%	-2.0%
1M	-31.9%	-22.5%
1Y	-10.3%	10.4%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	404천주
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(19E)	1.2%
BPS(19E)	11,798원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	11,104	11,942	11,388	12,020
영업이익	983	949	673	834
EBITDA	2,128	2,019	1,859	2,033
세전이익	705	784	688	803
순이익	464	626	511	634
지배주주지분순이익	403	628	507	602
EPS(원)	692	1,077	870	1,033
증감률(%YoY)	11.4	55.7	-19.3	18.8
PER(배)	40.3	18.0	18.5	15.5
PBR(배)	2.73	1.74	1.36	1.28
EV/EBITDA(배)	8.7	7.2	6.5	5.7
영업이익률(%)	8.9	7.9	5.9	6.9
ROE(%)	6.7	10.1	7.6	8.5
순부채비율(%)	23.0	33.6	24.8	17.2

Price Trend



실적 Review

서울반도체 (046890)

흑한기를 지나는 LED



2분기 실적은 시장 예상치를 크게 하회했다. LED 업황이 예상보다 부진함을 인지할 필요가 있다. 판가 하락폭, 가동률, 재고 수준 등을 감안할 때 역사적으로 매우 저조한 시기다. 동사는 이러한 업황을 반영해 대손상각비를 선제적으로 반영했다. 하반기 WICOP 등 제품 경쟁력에 기반해 상대적으로 양호한 성과를 달성할 것이고, 헤드램프 확대, TV 점유율 상승, 베트남 법인 안정화에 대한 기대가 유효할 것이다.

>>> 2분기 실적 부진, LED 시장 침체와 일회성 비용 영향

2분기 영업이익은 66억원(QoQ -61%, YoY -62%)으로 시장 컨센서스(183억원)를 크게 하회했다.

LED 업황이 IT Set 수요 둔화 및 중국발 구조조정 가속화로 예상보다 더욱 부진한 것 같다. 상반기 Middle Power 조명용 LED 위주로 가격 하락폭이 확대됐고, 업계 가동률이 역사적 저점 수준이며, 고강도 재고조정이 진행되고 있다. 언론 보도에 따르면, 글로벌 LED 칩 점유율 4% 수준인 ETI(Elec-Tech International)가 사업 철수를 결정하기도 했다.

경쟁사인 대만 Epistar의 2분기 매출액이 24%(YoY) 급감한 것과 비교하면, 동사 매출은 2%(YoY) 감소에 그쳐 상대적으로 양호했다. Tablet, 스마트폰 등 모바일 부문의 성과가 전사 매출을 방어했다.

수익성이 저조했는데 부진한 업황을 감안해 대손상각비를 선제적으로 반영한 영향이 컸다. 생산설비를 베트남으로 이전하는 과정에서 생산 안정화를 위한 기회비용이 더해졌다.

>>> 하반기 눈높이 낮추지만 실적 회복 전망 유효

하반기에 대해서도 추가적인 눈높이 하향이 불가피하지만, 상반기 대비 큰 폭의 개선 전망은 유효할 것이다. 3분기 영업이익은 196억원(QoQ 195%, YoY -30%)으로 추정된다.

계획대로 자동차 헤드램프 채용 모델 수가 늘어나고, TV는 WICOP 경쟁력에 기반해 점유율을 높여가며, 베트남 법인이 안정화되면서 원가 개선에 기여할 것이다.

헤드램프는 WICOP, nPola에 이어 SunLike 제품까지 채용돼 동사 제품 경쟁력이 부각될 것이다.

TV는 초대형 8K TV의 확산이 새로운 수요 모멘텀이 될 것이다.

차세대 제품군 중에서는 Micro LED가 하반기 대형 디스플레이에 채용되며 성과가 본격화될 것이다.

실적 전망 하향과 함께 목표주가는 26,000원에서 24,000원으로 조정한다.

서울반도체 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,903	3,203	3,006	2,819	2,833	0.5%	-2.4%	2,760	2.6%
영업이익	176	281	320	171	66	-61.2%	-62.3%	143	-53.8%
영업이익률	6.0%	8.8%	10.7%	6.0%	2.3%	-3.7%p	-3.7%p	5.2%	-2.9%p
세전이익	207	211	214	189	91	-52.0%	-56.2%	130	-30.1%
순이익	94	133	286	160	40	-74.9%	-57.2%	97	-58.7%
순이익률	3.2%	4.2%	9.5%	5.7%	1.4%	-4.3%p	-1.8%p	3.5%	-2.1%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망

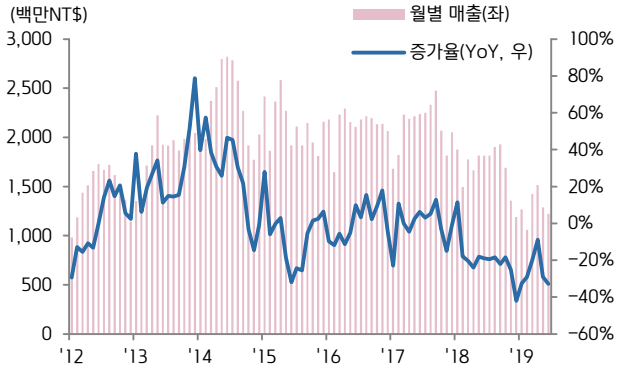
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	2,830	2,903	3,203	3,006	2,819	2,833	2,878	2,858	11,942	7.5%	11,388	-4.6%	12,020	5.6%
TV	491	560	593	543	518	555	617	644	2,187	7.6%	2,335	6.8%	2,519	7.9%
중대형 BLU	110	117	140	134	129	124	124	119	502	8.3%	496	-1.2%	522	5.3%
모바일	607	663	927	873	737	733	799	814	3,069	19.2%	3,082	0.4%	3,251	5.5%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,456	1,435	1,421	1,338	1,281	6,184	2.3%	5,475	-11.5%	5,728	4.6%
영업이익	172	176	281	320	171	66	196	241	949	-3.4%	673	-29.1%	834	23.9%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	10.7%	6.0%	2.3%	6.8%	8.4%	7.9%	-0.9%p	5.9%	-2.0%p	6.9%	1.0%p
세전이익	151	207	211	214	189	91	182	227	784	11.3%	688	-12.2%	803	16.6%
순이익	115	94	133	286	160	40	137	170	628	55.7%	507	-19.3%	602	18.8%

자료: 서울반도체, 키움증권

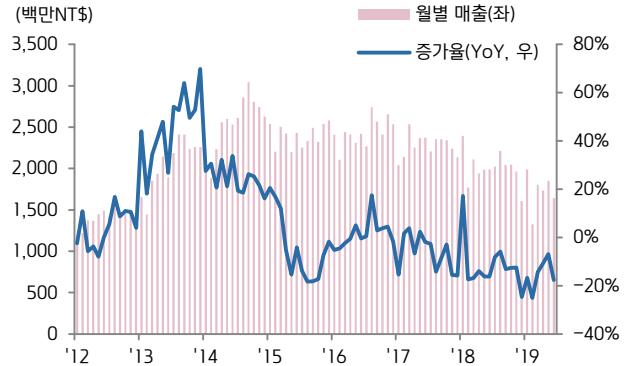
주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

Epistar 월별 매출액 추이



자료: Epistar

Everlight 월별 매출액 추이



자료: Everlight

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	15,509	
EBITDA	1,929	
Target EV/EBITDA	8.0	글로벌 Peer 평균
순차입금	1,966	
적정주주가치	13,543	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	23,598	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	3,097	11,647	12,292	2,878	11,388	12,020	-7.1%	-2.2%	-2.2%
영업이익	257	877	977	196	673	834	-23.9%	-23.3%	-14.6%
세전이익	243	855	948	182	688	803	-25.2%	-19.5%	-15.3%
순이익	183	660	711	137	507	602	-25.2%	-23.2%	-15.3%
EPS(원)		1,132	1,220		870	1,033		-23.2%	-15.3%
영업이익률	8.3%	7.5%	7.9%	6.8%	5.9%	6.9%	-1.5%	-1.6%	-1.0%
세전이익률	7.9%	7.3%	7.7%	6.3%	6.0%	6.7%	-1.5%	-1.3%	-1.0%
순이익률	5.9%	5.7%	5.8%	4.7%	4.5%	5.0%	-1.2%	-1.2%	-0.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,104	11,942	11,388	12,020	12,862
매출원가	8,261	8,710	8,797	9,109	9,721
매출총이익	2,843	3,232	2,591	2,911	3,141
판매비	1,861	2,283	1,918	2,077	2,192
영업이익	983	949	673	834	949
EBITDA	2,128	2,019	1,859	2,033	2,107
영업외손익	-278	-165	15	-32	-14
이자수익	12	6	18	27	42
이자비용	43	61	62	59	55
외환관련이익	339	407	146	146	146
외환관련손실	591	376	126	146	146
종속 및 관계기업손익	-1	0	0	0	0
기타	6	-141	39	0	-1
법인세차감전이익	705	784	688	803	935
법인세비용	241	158	177	169	196
계속사업손익	464	626	511	634	739
당기순이익	464	626	511	634	739
지배주주순이익	403	628	507	602	702
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.4	7.5	-4.6	5.5	7.0
영업이익 증감율	70.9	-3.5	-29.1	23.9	13.8
EBITDA 증감율	24.7	-5.1	-7.9	9.4	3.6
지배주주순이익 증감율	11.4	55.8	-19.3	18.7	16.6
EPS 증감율	11.4	55.7	-19.3	18.8	16.5
매출총이익율(%)	25.6	27.1	22.8	24.2	24.4
영업이익률(%)	8.9	7.9	5.9	6.9	7.4
EBITDA Margin(%)	19.2	16.9	16.3	16.9	16.4
지배주주순이익률(%)	3.6	5.3	4.5	5.0	5.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,755	6,016	6,207	6,850	7,801
현금 및 현금성자산	472	217	710	1,053	1,605
단기금융자산	305	1	0	0	0
매출채권 및 기타채권	3,519	4,073	3,862	4,076	4,362
재고자산	1,375	1,552	1,457	1,538	1,646
기타유동자산	389	174	178	183	188
비유동자산	6,519	6,922	7,019	6,863	6,538
투자자산	96	87	66	65	65
유형자산	5,406	5,768	6,038	5,991	5,746
무형자산	615	563	411	302	223
기타비유동자산	402	504	504	505	504
자산총계	12,273	12,938	13,225	13,713	14,340
유동부채	4,355	4,127	4,017	4,112	4,242
매입채무 및 기타채무	2,927	2,773	2,713	2,859	3,038
단기금융부채	1,182	1,115	1,065	1,015	965
기타유동부채	246	239	239	238	239
비유동부채	1,160	1,558	1,558	1,458	1,358
장기금융부채	1,147	1,542	1,542	1,442	1,342
기타비유동부채	13	16	16	16	16
부채총계	5,514	5,685	5,575	5,570	5,600
지배지분	5,945	6,485	6,879	7,339	7,899
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	3,476	3,305	3,305	3,305	3,305
기타자본	-734	-538	-538	-538	-538
기타포괄손익누계액	-75	-69	-68	-66	-65
이익잉여금	2,986	3,496	3,888	4,347	4,905
비지배지분	814	768	772	804	840
자본총계	6,759	7,253	7,650	8,143	8,740

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,673	1,036	1,943	1,683	1,684
당기순이익	464	626	511	634	739
비현금항목의 가감	1,495	1,470	1,407	1,399	1,368
유형자산감가상각비	968	904	1,034	1,089	1,080
무형자산감가상각비	177	167	152	109	79
지분법평가손익	-1	-2	0	0	0
기타	351	401	221	201	209
영업활동자산부채증감	-75	-757	246	-150	-213
매출채권및기타채권의감소	-381	-565	212	-214	-285
재고자산의감소	-242	-120	95	-81	-108
매입채무및기타채무의증가	680	-84	-60	145	180
기타	-132	12	-1	0	0
기타현금흐름	-211	-303	-221	-200	-210
투자활동 현금흐름	-1,682	-1,464	-1,282	-1,043	-834
유형자산의 취득	-1,588	-1,449	-1,304	-1,043	-834
유형자산의 처분	108	30	0	0	0
무형자산의 순취득	-272	-184	0	0	0
투자자산의감소(증가)	140	9	21	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-17	304	1	0	0
기타	-53	-174	0	0	0
재무활동 현금흐름	175	171	-213	-265	-293
차입금의 증가(감소)	18	581	-50	-150	-150
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-80	1	0	0	0
배당금지급	-47	-130	-163	-115	-143
기타	284	-281	0	0	0
기타현금흐름	-18	3	45	-32	-3.93
현금 및 현금성자산의 순증가	147	-255	493	343	552
기초현금 및 현금성자산	324	472	217	710	1,053
기말현금 및 현금성자산	472	217	710	1,053	1,605

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	870	1,033	1,204
BPS	10,196	11,122	11,798	12,587	13,548
CFPS	3,359	3,595	3,290	3,486	3,614
DPS	183	284	200	250	250
주가배수(배)					
PER	40.3	18.0	18.5	15.5	13.3
PER(최고)	48.5	26.2	29.0		
PER(최저)	21.1	14.6	18.0		
PBR	2.73	1.74	1.36	1.28	1.18
PBR(최고)	3.29	2.54	2.14		
PBR(최저)	1.43	1.41	1.33		
PSR	1.46	0.94	0.82	0.78	0.73
PCFR	8.3	5.4	4.9	4.6	4.4
EV/EBITDA	8.7	7.2	6.5	5.7	5.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	22.6	26.0	22.5	22.6	19.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	1.5	1.2	1.6	1.6
ROA	4.0	5.0	3.9	4.7	5.3
ROE	6.7	10.1	7.6	8.5	9.2
ROIC	8.2	7.6	5.4	7.1	8.1
매출채권회전율	3.3	3.1	2.9	3.0	3.0
재고자산회전율	9.0	8.2	7.6	8.0	8.1
부채비율	81.6	78.4	72.9	68.4	64.1
순차입금비율	23.0	33.6	24.8	17.2	8.0
이자보상배율	22.6	15.6	10.8	14.2	17.2
총차입금	2,329	2,656	2,606	2,456	2,306
순차입금	1,553	2,438	1,896	1,403	701
NOPLAT	2,128	2,019	1,859	2,033	2,107
FCF	-37	-629	628	665	860

Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

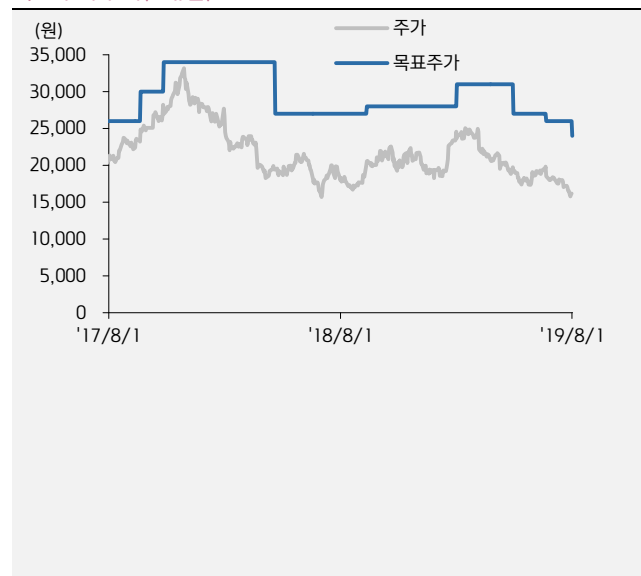
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-20.10	-8.65
	2017/09/20	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-14.15	-6.00
	2017/10/26	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-20.17	-19.26
	2017/11/01	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-13.59	-2.50
	2017/12/27	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-16.36	-2.50
	2018/01/31	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-25.20	-2.50
	2018/04/20	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-29.12	-27.59
	2018/05/02	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.79	-20.19
	2018/07/12	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.79	-20.19
	2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-30.46	-20.19
	2018/09/11	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.56	-19.46
	2018/10/30	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.44	-19.46
	2018/11/28	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.76	-19.46
	2019/01/07	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-27.12	-19.46
	2019/01/17	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.19	-12.32
	2019/01/31	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-28.59	-19.19
	2019/04/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-31.30	-26.67
	2019/06/21	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-32.30	-28.85
	2019/08/01	BUY(Maintain)	24,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%