



하나금융그룹

2019년 8월 1일 | Equity Research

서울반도체 (046890)

하반기 실적 개선 확인이 필요

2Q19 Review: 영업이익 66억원으로 어닝쇼크

서울반도체의 19년 2분기 매출액은 2,833억원(YoY -2%, QoQ + 0.5%), 영업이익은 66억원(YoY -62%, QoQ -61%)을 기록했다. 컨센서스인 영업이익 183억원을 대폭 하회하는 수치이다. 일회성비용으로 IFRS 회계기준 및 내부 정책 변경에 따른 보수적인 대손충당금 및 관련 비용 130억원이 반영된 것으로 파악된다. 다만, 보수적 충당금 정책은 유지될 것으로 판단되어 회계적으로 전반적 비용 증가는 불가피할 전망이다. 향후 환입 가능성 상존하지만, 기준대비 영업이익 눈높이를 하향할 수밖에 없다. LED 업황의 과다한 재고로 인해 가격 하락이 지속되는 와중에 매출액은 선방한 것으로 판단된다.

하반기 실적 개선폭을 기준대비 하향

서울반도체의 19년 하반기 실적이 상반기대비 회복한다는 전망은 유지하지만, 높이는 대폭 하향 조정한다. 앞서 언급한 보수적 회계기준 반영으로 전년동기대비 비용 반영이 상향되었다. 또한, LED 업황 또한 기준 예상대비 악화되었기 때문이다. 하반기 베트남으로 이관된 이후의 수율 조기 안정화 여부에 따라 실적 상향 가능성은 상존한다. 영업적인 측면에서 자동차형 헤드램프형 신규 매출 개시와 TV형 WICOP 공급 확대가 예정되어 있는 부분은 긍정적이다.

베트남 이전 효과 확인이 필요

서울반도체에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 24,000원으로 하향한다. 2019년 및 2020년 영업이익을 기준대비 35%, 23% 하향하며, Target PBR을 감의 구간 상단인 2.0배로 조정한 것에 기인한다. 서울반도체의 투자포인트는 어려운 업황 안에서도 견조한 실적을 달성한다는 점이었다. 하지만 LED 공급 과잉이라는 외부 변수로부터 일반 조명은 자유롭지 못할 것으로 추정된다. 보수적 회계 기준 적용이라는 변수도 발생했다. 전년대비 실적 감소폭이 크기 때문에 베트남 이전 효과에 따른 실적 개선 확인 전까지 보수적 접근이 불가피하다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 24,000원(하향) | CP(7월 31일): 16,150원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	630.18		
52주 최고/최저(원)	25,050/15,800	1,200.2	1,279.6
시가총액(십억원)	941.6	96.7	109.2
시가총액비중(%)	0.43	70.6	78.4
발행주식수(천주)	58,305.4		
60일 평균 거래량(천주)	393.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	7.2		
19년 배당금(예상, 원)	284		
19년 배당수익률(예상, %)	1.76		
외국인지분율(%)	11.83		
주요주주 지분율(%)			
이정훈 외 2 인	31.00		
신영자산운용	6.10		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(10.5) (31.9) (10.3)		
상대	(2.0) (22.5) 10.4		

Stock Price	
(천원)	서울반도체(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,110.4	1,194.2	1,144.3	1,204.7	1,268.3
영업이익	십억원	98.3	94.9	60.6	75.5	79.5
세전이익	십억원	70.5	78.4	56.9	67.5	71.1
순이익	십억원	40.3	62.8	52.7	55.9	61.8
EPS	원	692	1,077	903	959	1,060
증감률	%	11.4	55.6	(16.2)	6.2	10.5
PER	배	40.27	17.97	17.88	16.84	15.24
PBR	배	2.65	1.69	1.37	1.30	1.22
EV/EBITDA	배	8.74	7.10	8.33	7.47	7.08
ROE	%	6.73	10.10	7.98	8.11	8.45
BPS	원	10,505	11,430	11,812	12,461	13,245
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	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	283.0	290.3	320.3	300.6	281.9	283.3	291.7	287.3	1,194.2	1,144.3	1,204.7
	YoY	10.5%	8.7%	5.2%	6.3%	-0.4%	-2.4%	-8.9%	-4.4%	7.5%	-4.2%
	QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-6.2%	0.5%	3.0%	-1.5%		5.3%
모바일	40.7	36.4	55.7	56.8	43.8	47.2	52.6	57.9	189.6	201.5	201.5
IT	26.9	32.7	36.2	30.7	34.8	43.6	42.0	42.3	126.5	162.6	162.6
TV	56.5	58.0	63.2	68.9	59.2	61.5	61.1	62.6	246.6	244.4	256.7
조명/자동차	158.9	163.3	165.3	144.1	144.2	131.0	136.0	124.6	631.6	535.7	583.9
매출비중											
모바일	14.4%	12.5%	17.4%	18.9%	15.5%	16.7%	18.0%	20.1%	15.9%	17.6%	16.7%
IT	9.5%	11.3%	11.3%	10.2%	12.3%	15.4%	14.4%	14.7%	10.6%	14.2%	13.5%
TV	20.0%	20.0%	19.7%	22.9%	21.0%	21.7%	21.0%	21.8%	20.6%	21.4%	21.3%
조명/자동차	56.1%	56.2%	51.6%	47.9%	51.1%	46.2%	46.6%	43.4%	52.9%	46.8%	48.5%
영업이익	17.2	17.5	28.1	32.1	17.1	6.6	18.6	18.4	94.9	60.6	75.5
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	10.7%	6.1%	2.3%	6.4%	6.4%	7.9%	5.3%	6.3%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

표 2. 서울반도체 분기실적 전망 (수정 전)

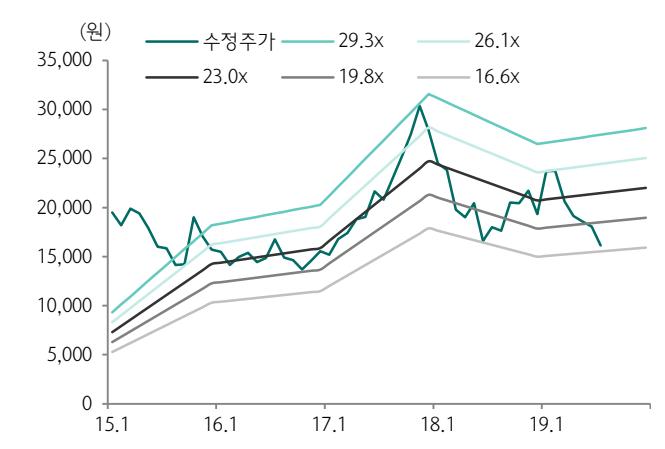
(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	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%
	QoQ	0.1%	2.6%	10.3%	-6.2%	-6.2%	0.6%	8.9%	-5.0%		5.8%
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)

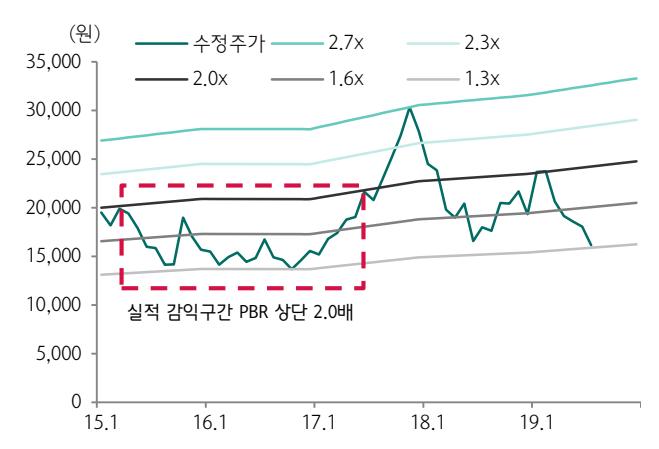
자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. PER 빌드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. PBR 빌드



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110.4	1,194.2	1,144.3	1,204.7	1,268.3
매출원가	826.1	871.0	862.4	896.9	944.2
매출총이익	284.3	323.2	281.9	307.8	324.1
판관비	186.1	228.3	221.3	232.4	244.6
영업이익	98.3	94.9	60.6	75.5	79.5
금융순익	(28.0)	(3.8)	(5.7)	(10.8)	(6.9)
종속/관계기업순익	(0.1)	(0.0)	2.5	0.8	1.1
기타영업외순익	0.4	(12.7)	(0.4)	2.1	(2.5)
세전이익	70.5	78.4	56.9	67.5	71.1
법인세	24.1	15.8	12.8	12.8	13.5
계속사업이익	46.4	62.6	44.1	54.7	57.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	62.6	44.1	54.7	57.6
비지배주주지분 순이익	6.1	(0.2)	(8.6)	(1.2)	(4.2)
지배주주순이익	40.3	62.8	52.7	55.9	61.8
지배주주지분포괄이익	32.9	62.8	53.8	61.3	67.0
NOPAT	64.7	75.8	47.0	61.2	64.4
EBITDA	212.8	201.9	149.1	165.3	172.2
성장성(%)					
매출액증가율	16.4	7.5	(4.2)	5.3	5.3
NOPAT증가율	48.7	17.2	(38.0)	30.2	5.2
EBITDA증가율	24.7	(5.1)	(26.2)	10.9	4.2
영업이익증가율	71.0	(3.5)	(36.1)	24.6	5.3
(지배주주)순익증가율	11.3	55.8	(16.1)	6.1	10.6
EPS증가율	11.4	55.6	(16.2)	6.2	10.5
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	27.1	24.6	25.5	25.6
EBITDA이익률	19.2	16.9	13.0	13.7	13.6
영업이익률	8.9	7.9	5.3	6.3	6.3
계속사업이익률	4.2	5.2	3.9	4.5	4.5

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	903	959	1,060
BPS	10,505	11,430	11,812	12,461	13,245
CFPS	3,359	3,595	2,535	2,884	2,928
EBITDAPS	3,649	3,463	2,557	2,834	2,954
SPS	19,045	20,481	19,626	20,663	21,753
DPS	183	284	284	284	284
주가지표(배)					
PER	40.3	18.0	17.9	16.8	15.2
PBR	2.7	1.7	1.4	1.3	1.2
PCFR	8.3	5.4	6.4	5.6	5.5
EV/EBITDA	8.7	7.1	8.3	7.5	7.1
PSR	1.5	0.9	0.8	0.8	0.7
재무비율(%)					
ROE	6.7	10.1	8.0	8.1	8.4
ROA	3.5	5.0	4.1	4.3	4.6
ROIC	8.1	8.6	5.0	6.3	6.5
부채비율	81.6	78.4	72.2	72.3	68.2
순부채비율	23.0	31.6	32.0	29.8	26.9
이자보상배율(배)	22.6	15.6	8.3	10.3	11.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

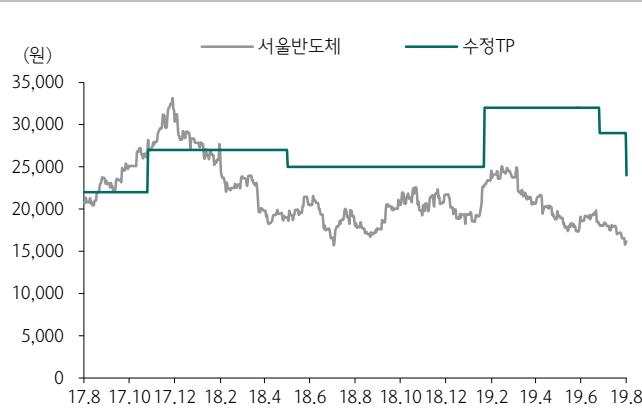
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	575.5	601.6	560.8	606.9	629.9
금융자산	77.7	36.8	21.0	38.6	31.6
현금성자산	47.2	21.7	18.7	36.3	29.2
매출채권 등	351.9	407.3	389.3	409.9	431.5
재고자산	137.5	155.2	148.3	156.1	164.4
기타유동자산	8.4	2.3	2.2	2.3	2.4
비유동자산	651.9	692.2	706.7	722.7	737.3
투자자산	9.6	8.7	8.4	8.7	9.1
금융자산	7.4	4.6	4.4	4.6	4.9
유형자산	540.6	576.8	610.7	629.9	639.4
무형자산	61.5	56.3	43.5	39.9	44.7
기타비유동자산	40.2	50.4	44.1	44.2	44.1
자산총계	1,227.3	1,293.8	1,267.6	1,329.7	1,367.2
유동부채	435.5	412.7	398.9	415.1	416.8
금융부채	118.2	111.5	125.5	127.3	114.0
매입채무 등	292.7	277.3	265.1	279.1	293.8
기타유동부채	24.6	23.9	8.3	8.7	9.0
비유동부채	116.0	155.8	132.6	142.7	137.8
금융부채	114.7	154.2	131.1	141.1	136.1
기타비유동부채	1.3	1.6	1.5	1.6	1.7
부채총계	551.4	568.5	531.6	557.8	554.6
지배주주지분	594.5	648.5	670.7	708.6	754.3
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)	(4.8)	(6.5)	(6.3)
이익잉여금	298.6	349.6	369.6	409.2	454.7
비지배주주지분	81.4	76.8	65.3	63.3	58.3
자본총계	675.9	725.3	736.0	771.9	812.6
순금융부채	155.3	228.9	235.6	229.8	218.5

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	167.3	103.6	122.9	134.9	136.3
당기순이익	46.4	62.6	44.1	54.7	57.6
조정	128.4	116.7	91.6	94.3	93.5
감가상각비	114.5	107.0	88.5	89.7	92.7
외환거래손익	10.6	(0.9)	(4.1)	4.6	0.9
지분법손익	0.1	0.2	0.4	0.0	0.0
기타	3.2	10.4	6.8	(0.0)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(7.5)	(75.7)	(12.8)	(14.1)	(14.8)
투자활동 현금흐름	(168.2)	(146.4)	(94.9)	(112.9)	(108.7)
투자자산감소(증가)	14.3	(0.5)	0.7	(1.1)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(148.0)	(141.8)	(101.9)	(95.4)	(86.9)
기타	(34.5)	(4.1)	6.3	(16.4)	(20.7)
재무활동 현금흐름	17.5	17.1	(31.7)	(4.5)	(34.6)
금융부채증가(감소)	29.9	32.7	(9.1)	11.8	(18.3)
자본증가(감소)	1.6	(17.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.3)	14.5	(6.3)	0.0	0.0
배당지급	(4.7)	(13.0)	(16.3)	(16.3)	(16.3)
현금의 증감	14.7	(25.5)	(3.0)	17.6	(7.0)
Unlevered CFO	195.8	209.6	147.8	168.2	170.7
Free Cash Flow	8.4	(41.3)	20.5	39.5	49.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.8.1	BUY	24,000		
19.6.26	BUY	29,000	-39.55%	-36.55%
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%

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	89.1%	10.3%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 7월 31일

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 08월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 08월 01일 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.