



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원(하향)

주가(9/25): 14,100원

시가총액: 8,221억원



전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (9/25)		626.76pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,050원	13,200원
등락률	-43.7%	6.8%
수익률	절대	상대
1W	-0.7%	-3.5%
1M	-31.9%	-21.0%
1Y	-29.7%	-7.1%

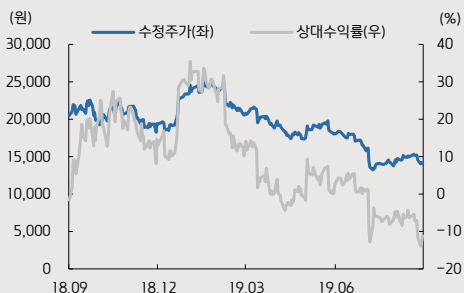
Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	352천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(19E)	1.4%
BPS(19E)	11,681원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	11,104	11,942	11,225	11,833
영업이익	983	949	569	694
EBITDA	2,128	2,019	1,755	1,892
세전이익	705	784	598	653
순이익	464	626	439	516
지배주주지분순이익	403	628	439	490
EPS(원)	692	1,077	753	841
증감률(%YoY)	11.4	55.7	-30.1	11.7
PER(배)	40.3	18.0	18.7	16.8
PBR(배)	2.73	1.74	1.21	1.15
EV/EBITDA(배)	8.7	7.2	6.2	5.6
영업이익률(%)	8.9	7.9	5.1	5.9
ROE(%)	6.7	10.1	6.6	7.0
순부채비율(%)	23.0	33.6	25.3	19.3

Price Trend



서울반도체 (046890)

내년을 기약하며



LED 산업의 불황이 길어지는 듯 하다. 중국 업체들이 생산 주도권을 쥐고 있다 보니 재고조정이 늦어지고, 판가가 지속 하락하고 있다. 이에 따라 하반기 동사 실적에 대해서도 눈높이를 더욱 낮출 필요가 있다. 시장 상황을 지켜봐야겠지만 내년 실적 회복 전망은 유효할 것이다. 헤드램프가 Mix 개선을 이끌고, TV는 8K 모멘텀이 부각되고, 베트남 생산체제가 안정화되며, 차세대 제품군 성과가 나타날 것이다.

>>> LED 업황 부진 장기화

LED 산업의 불황이 길어지고 있다. 상반기만큼은 아니더라도 비교적 큰 폭의 칩 가격 하락세가 지속되고, 중국 업체들 중심으로 재고가 여전히 과도한 수준인 것으로 추정된다. 대다수의 LED 칩 업체들이 영업 적자를 기록하고 있고, 대만 Epistar와 Everlight의 7~8월 매출액은 전년 동기 대비 각각 25%, 20% 감소했다.

>>> 3분기 실적 예상치 하회할 듯, 업계 재고 이슈 지속

3분기 영업이익은 156억원(QoQ 136%, YoY -44%)으로 시장 컨센서스(218억원)를 하회할 전망이다. TV와 자동차용 매출이 계절적으로 증가하는 대신, 일반조명과 모바일용 매출이 부진할 것이다.

자동차 부문은 예정대로 헤드램프 채용 모델 수가 늘어나지만, 자동차 수요 약세로 인해 내부 및 외부 조명 매출이 감소할 것이다.

모바일 부문은 고객 Vendor 정책 변화에 따른 영향이 일부 더해질 것이다.

그나마 베트남 법인이 일반조명용 위주로 원가 개선에 기여하고 있고, 베트남 설비 이전 과정에서 인위적인 가동률 조정 효과가 있다.

LED 특허 소송에서 연이어 승소하며 특허 대응력이 강화되고 있는 점이 위안이다.

>>> 내년 실적 회복 기대

LED 업황은 추가적인 재고조정이 이루어진 이후 내년에 완만하게 개선될 가능성이 높아 보인다.

내년 동사 실적 회복의 근거로서 1) 자동차 헤드램프 매출이 확대되며 Mix 개선을 뒷받침하고, 2) TV는 초대형 8K 모멘텀이 부각될 것이다. 3) 베트남 위주의 생산체제가 안정화되면서 원가 구조가 효율화되고, 4) 마이크로 LED를 필두로 차세대 제품군의 성과가 나타날 것이다.

실적 전망 하향과 함께 목표주가를 22,000원으로 재차 조정한다.

서울반도체 실적 전망

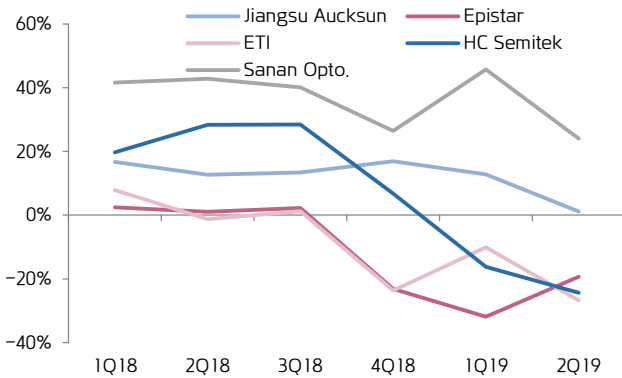
(단위: 억원)

	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	2,791	2,783	11,942	7.5%	11,225	-6.0%	11,833	5.4%
TV	491	560	593	543	518	555	587	626	2,187	7.6%	2,286	4.5%	2,471	8.1%
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	762	777	3,069	19.2%	3,009	-2.0%	3,171	5.4%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,456	1,435	1,421	1,317	1,261	6,184	2.3%	5,434	-12.1%	5,668	4.3%
영업이익	172	176	281	320	171	66	156	176	949	-3.4%	569	-40.0%	694	22.0%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	10.7%	6.0%	2.3%	5.6%	6.3%	7.9%	-0.9%p	5.1%	-2.9%p	5.9%	0.8%p
세전이익	151	207	211	214	189	90	150	169	784	11.3%	598	-23.8%	653	9.2%
순이익	115	94	133	286	160	40	112	127	628	55.7%	439	-30.1%	490	11.7%

자료: 서울반도체, 키움증권

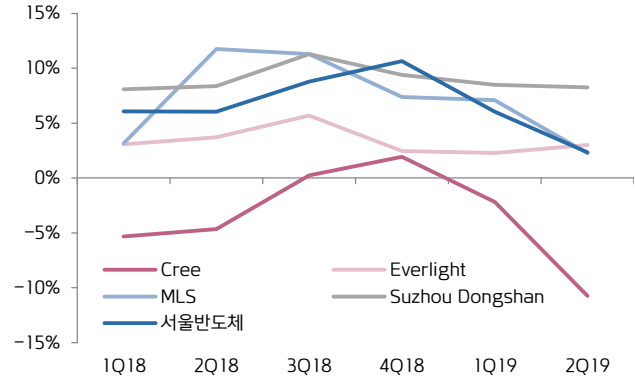
주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

주요 LED 칩 업체들 영업이익률 추이



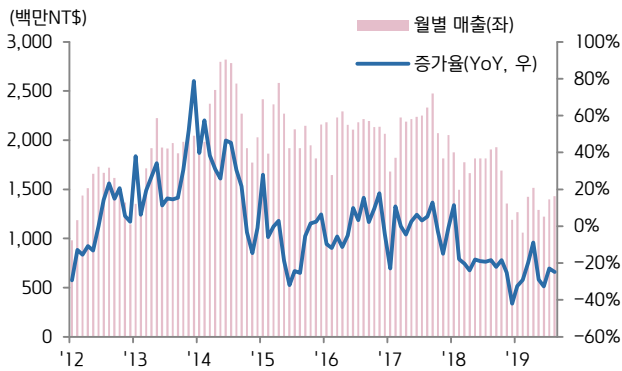
자료: 서울반도체, 키움증권

주요 LED 패키지 업체들 영업이익률 추이



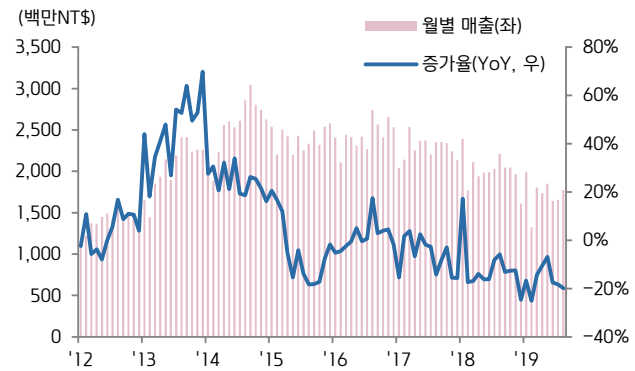
자료: 서울반도체, 키움증권

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	14,590	
EBITDA	1,815	
Target EV/EBITDA	8.0	글로벌 Peer 평균
순차입금	2,147	
적정주주가치	12,443	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	21,681	

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	2,878	11,388	12,020	2,791	11,225	11,833	-3.0%	-1.4%	-1.6%
영업이익	196	673	834	156	569	694	-20.2%	-15.5%	-16.8%
세전이익	182	688	803	150	598	653	-17.8%	-13.2%	-18.6%
순이익	137	507	602	112	439	490	-17.8%	-13.4%	-18.6%
EPS(원)		870	1,033		753	841		-13.4%	-18.6%
영업이익률	6.8%	5.9%	6.9%	5.6%	5.1%	5.9%	-1.2%	-0.8%	-1.1%
세전이익률	6.3%	6.0%	6.7%	5.4%	5.3%	5.5%	-1.0%	-0.7%	-1.2%
순이익률	4.7%	4.5%	5.0%	4.0%	3.9%	4.1%	-0.7%	-0.5%	-0.9%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,104	11,942	11,225	11,833	12,661
매출원가	8,261	8,710	8,528	8,843	9,437
매출총이익	2,843	3,232	2,697	2,990	3,225
판매비	1,861	2,283	2,128	2,296	2,427
영업이익	983	949	569	694	798
EBITDA	2,128	2,019	1,755	1,892	1,956
영업외손익	-278	-165	29	-41	-26
이자수익	12	6	17	23	34
이자비용	43	61	67	64	60
외환관련이익	339	407	335	335	335
외환관련손실	591	376	250	335	335
종속 및 관계기업손익	-1	0	0	0	0
기타	6	-141	-6	0	0
법인세차감전이익	705	784	598	653	772
법인세비용	241	158	158	137	162
계속사업손익	464	626	439	516	610
당기순이익	464	626	439	516	610
지배주주순이익	403	628	439	490	579
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.4	7.5	-6.0	5.4	7.0
영업이익 증감율	70.9	-3.5	-40.0	22.0	15.0
EBITDA 증감율	24.7	-5.1	-13.1	7.8	3.4
지배주주순이익 증감율	11.4	55.8	-30.1	11.6	18.2
EPS 증감율	11.4	55.7	-30.1	11.7	18.2
매출총이익율(%)	25.6	27.1	24.0	25.3	25.5
영업이익률(%)	8.9	7.9	5.1	5.9	6.3
EBITDA Margin(%)	19.2	16.9	15.6	16.0	15.4
지배주주순이익률(%)	3.6	5.3	3.9	4.1	4.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,755	6,016	6,111	6,632	7,452
현금 및 현금성자산	472	217	690	922	1,350
단기금융자산	305	1	0	0	0
매출채권 및 기타채권	3,519	4,073	3,807	4,013	4,293
재고자산	1,375	1,552	1,436	1,514	1,620
기타유동자산	389	174	178	183	189
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	13,129	13,495	13,990
유동부채	4,355	4,127	3,992	4,084	4,212
매입채무 및 기타채무	2,927	2,773	2,689	2,830	3,008
단기금융부채	1,182	1,115	1,065	1,015	965
기타유동부채	246	239	238	239	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	5,550	5,542	5,570
지배지분	5,945	6,485	6,811	7,159	7,596
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	3,820	4,167	4,602
비지배지분	814	768	768	794	825
자본총계	6,759	7,253	7,579	7,953	8,421

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,673	1,036	1,923	1,573	1,559
당기순이익	464	626	439	516	610
비현금항목의 가감	1,495	1,470	1,395	1,377	1,347
유형자산감가상각비	968	904	1,034	1,089	1,080
무형자산감가상각비	177	167	152	109	79
지분법평가손익	-1	-2	0	0	0
기타	351	401	209	179	188
영업활동자산부채증감	-75	-757	298	-142	-209
매출채권및기타채권의감소	-381	-565	267	-206	-281
재고자산의감소	-242	-120	116	-78	-106
매입채무및기타채무의증가	680	-84	-85	142	178
기타	-132	12	0	0	0
기타현금흐름	-211	-303	-209	-178	-189
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
현금 및 현금성자산의 순증가	147	-255	473	233	427
기초현금 및 현금성자산	324	472	217	690	922
기말현금 및 현금성자산	472	217	690	922	1,350

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	753	841	993
BPS	10,196	11,122	11,681	12,278	13,028
CFPS	3,359	3,595	3,146	3,246	3,355
DPS	183	284	200	250	250
주기배수(배)					
PER	40.3	18.0	18.7	16.8	14.2
PER(최고)	48.5	26.2	33.5		
PER(최저)	21.1	14.6	16.8		
PBR	2.73	1.74	1.21	1.15	1.08
PBR(최고)	3.29	2.54	2.16		
PBR(최저)	1.43	1.41	1.08		
PSR	1.46	0.94	0.73	0.69	0.65
PCFR	8.3	5.4	4.5	4.3	4.2
EV/EBITDA	8.7	7.2	6.2	5.6	5.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	22.6	26.0	26.1	27.8	23.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	1.5	1.4	1.8	1.8
ROA	4.0	5.0	3.4	3.9	4.4
ROE	6.7	10.1	6.6	7.0	7.9
ROIC	8.2	7.6	4.5	6.0	6.9
매출채권회전율	3.3	3.1	2.8	3.0	3.0
재고자산회전율	9.0	8.2	7.5	8.0	8.1
부채비율	81.6	78.4	73.2	69.7	66.1
순차입금비율	23.0	33.6	25.3	19.3	11.4
이자보상배율	22.6	15.6	8.4	10.9	13.4
총차입금	2,329	2,656	2,606	2,456	2,306
순차입금	1,553	2,438	1,916	1,534	957
NOPLAT	2,128	2,019	1,755	1,892	1,956
FCF	-37	-629	598	562	745

Compliance Notice

- 당사는 9월 25일 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

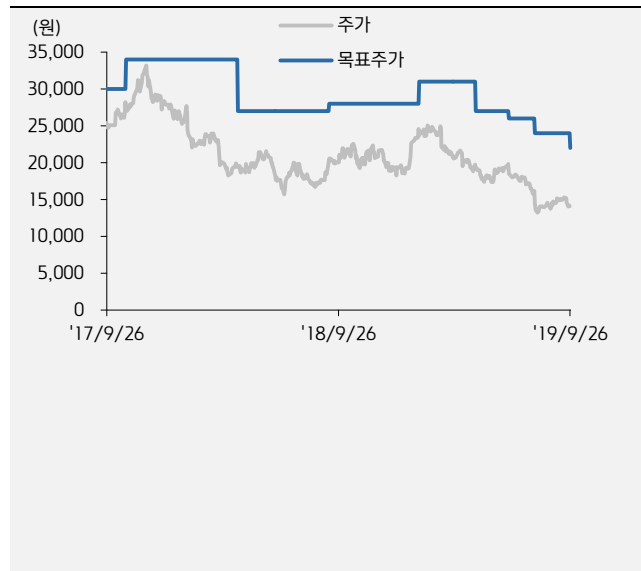
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-40.07	-36.25
	2019/09/26	BUY(Maintain)	22,000원	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%