



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(10/31): 13,400원

시가총액: 7,813억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/31)		658.52pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,050원	13,000원
등락률	-46.5%	3.1%
수익률	절대	상대
1M	-3.2%	-8.6%
6M	-30.0%	-19.8%
1Y	-34.5%	-35.5%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	367천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(19E)	1.5%
BPS(19E)	11,675원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	11,104	11,942	11,279	11,888
영업이익	983	949	497	637
EBITDA	2,128	2,019	1,683	1,836
세전이익	705	784	605	588
순이익	464	626	406	465
지배주주지분순이익	403	628	436	441
EPS(원)	692	1,077	747	757
증감률(%YoY)	11.4	55.7	-30.6	1.3
PER(배)	40.3	18.0	18.0	17.8
PBR(배)	2.73	1.74	1.15	1.10
EV/EBITDA(배)	8.7	7.2	6.0	5.3
영업이익률(%)	8.9	7.9	4.4	5.4
ROE(%)	6.7	10.1	6.6	6.3
순부채비율(%)	14.3	27.3	20.2	15.1

Price Trend



실적 Review

서울반도체 (046890)

시장 재고 정상화 지연



우려대로 3분기 실적도 부진했다. 원인은 시장 재고이고, 중국 업체들이 생산 주도권을 쥐다 보니 여타 부품, 소자보다 업황 저점이 늦어지고 있다. 연말 불용재고 처리 등 업계 상황 변화를 주목할 필요가 있다. 내년 대형 스포츠 이벤트가 TV용 시장 환경 개선을 뒷받침할 것이다. 시장 재고 정상화 시점에 동사의 제품 경쟁력, 헤드램프 고객 대응력, 베트남 원가 경쟁력 등 강점이 발휘될 것이다.

>>> 3분기도 부진, 업계 재고조정 지연

3분기 영업이익은 120억원(QoQ 81%, YoY -57%)으로 시장 예상(181억)보다 더욱 부진했다. 중국 업체들이 생산 주도권을 쥐고 있다 보니 다른 부품, 소자보다 업계 재고조정이 늦어지고 있고, 판가가 지속 하락하고 있다. 가동률이 소폭 상승하는데 그치며 성수기 효과가 미약했고, 모바일 매출이 감소하면서 제품 Mix 개선도 미흡했다. 고부가인 자동차 조명은 시장 수요가 부진한 상태다.

3분기 매출액은 전년 동기 대비 12% 감소했는데, 같은 기간 대만 Everlight와 Epistar의 매출액이 각각 18%, 26% 역신장한 것과 비교하면, 상대적으로 양호하며, 베트남 생산지 전략이 일부 기여한 것으로 해석할 수 있다.

>>> 시장 재고 정상화 시점에 동사 경쟁력 발휘될 것

4분기 매출액은 2,793억원(QoQ -1%, YoY -7%), 영업이익은 140억원(QoQ 17%, YoY -56%)으로 추정된다. 관건은 여전히 시장 재고이며, 연말을 거치면서 불용재고 처리 등 업계 상황 변화 여부를 주목해야 할 것이다. 하반기 마이크로 LED가 고객사 승인을 얻어 선제적인 출하가 이루어졌고, 최근 잇따른 특허 분쟁 승소로 인해 특허 가치가 부각되고 있는 점이 의미있는 성과다.

내년 상반기는 도쿄올림픽이 대형 TV 수요를 자극할 것이고, 8K 확산과 함께 TV 시장 환경이 개선될 것이다.

내년 시장 재고가 정상화되는 시점에 Wicop, nPola 위주의 제품 경쟁력, 헤드램프 고객 대응력, 베트남 법인의 원가 경쟁력 등 동사의 강점이 부각될 수 있을 것이다.

주가는 최근 10년 내 최저 수준까지 하락한 만큼, 추가 하락 Risk는 제한적이라고 판단된다.

서울반도체 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	3,203	3,006	2,819	2,833	2,834	0.0%	-11.5%	2,791	1.5%
영업이익	281	320	171	66	120	81.4%	-57.3%	156	-23.1%
영업이익률	8.8%	10.7%	6.0%	2.3%	4.2%	1.9%p	-4.5%p	5.6%	-1.4%p
세전이익	211	214	189	90	196	117.0%	-7.3%	150	30.9%
순이익	133	286	160	40	138	247.0%	3.8%	112	22.9%
순이익률	4.2%	9.5%	5.7%	1.4%	4.9%	3.5%p	0.7%p	4.0%	0.8%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망

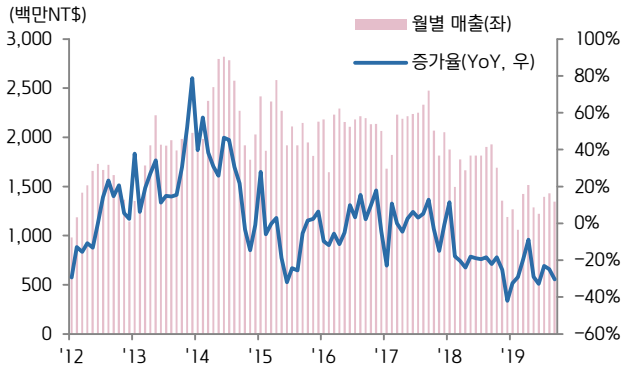
(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	2,819	2,833	2,834	2,793	2,750	2,945	3,124	3,069	11,942	7.5%	11,279	-5.5%	11,888	5.4%
TV	518	555	569	546	544	608	623	601	2,187	7.6%	2,189	0.1%	2,376	8.5%
중대형 BLU	129	124	120	119	135	125	141	117	502	8.3%	492	-2.0%	518	5.4%
모바일	737	733	743	777	756	746	805	844	3,069	19.2%	2,990	-2.6%	3,151	5.4%
조명(자동차 포함)	1,435	1,421	1,400	1,352	1,315	1,466	1,555	1,506	6,184	2.3%	5,607	-9.3%	5,842	4.2%
영업이익	171	66	120	140	147	157	164	169	949	-3.4%	497	-47.6%	637	28.2%
영업이익률	6.0%	2.3%	4.2%	5.0%	5.3%	5.3%	5.2%	5.5%	7.9%	-0.9%p	4.4%	-3.5%p	5.4%	1.0%p
세전이익	189	90	196	131	135	145	151	157	784	11.3%	605	-22.8%	588	-2.9%
순이익	160	40	138	98	101	109	114	118	628	55.7%	436	-30.6%	441	1.3%

자료: 서울반도체, 키움증권

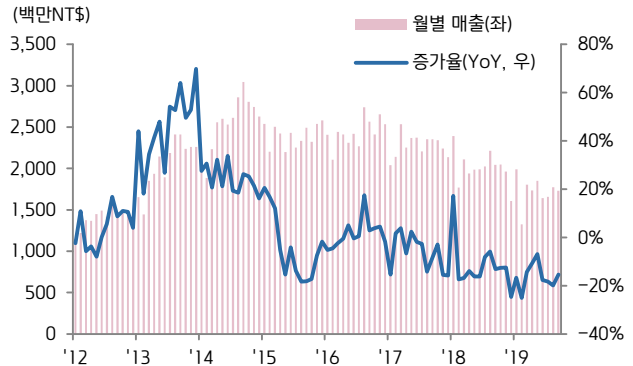
주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

Epistar 월별 매출액 추이



자료: Epistar

Everlight 월별 매출액 추이



자료: Everlight

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	2,783	11,225	11,833	2,793	11,279	11,888	0.4%	0.5%	0.5%
영업이익	176	569	694	140	497	637	-20.3%	-12.6%	-8.1%
세전이익	169	598	653	131	605	588	-22.7%	1.3%	-9.9%
순이익	127	439	490	98	436	441	-22.7%	-0.7%	-9.9%
EPS(원)		753	841		747	757		-0.7%	-9.9%
영업이익률	6.3%	5.1%	5.9%	5.0%	4.4%	5.4%	-1.3%	-0.7%	-0.5%
세전이익률	6.1%	5.3%	5.5%	4.7%	5.4%	4.9%	-1.4%	0.0%	-0.6%
순이익률	4.6%	3.9%	4.1%	3.5%	3.9%	3.7%	-1.1%	0.0%	-0.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,104	11,942	11,279	11,888	12,720
매출원가	8,261	8,710	8,644	8,945	9,545
매출총이익	2,843	3,232	2,635	2,943	3,175
판매비	1,861	2,283	2,138	2,306	2,437
영업이익	983	949	497	637	738
EBITDA	2,128	2,019	1,683	1,836	1,896
영업외손익	-278	-165	108	-49	-40
이자수익	12	6	10	13	18
이자비용	43	61	66	62	58
외환관련이익	339	407	335	335	335
외환관련손실	591	376	250	335	335
종속 및 관계기업손익	-1	0	0	0	0
기타	6	-141	79	0	0
법인세차감전이익	705	784	605	588	698
법인세비용	241	158	199	123	147
계속사업손익	464	626	406	465	551
당기순이익	464	626	406	465	551
지배주주순이익	403	628	436	441	524
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	16.4	7.5	-5.6	5.4	7.0
영업이익 증감률	70.9	-3.5	-47.6	28.2	15.9
EBITDA 증감률	24.7	-5.1	-16.6	9.1	3.3
지배주주순이익 증감률	11.4	55.8	-30.6	1.1	18.8
EPS 증감률	11.4	55.7	-30.6	1.3	18.7
매출총이익율(%)	25.6	27.1	23.4	24.8	25.0
영업이익률(%)	8.9	7.9	4.4	5.4	5.8
EBITDA Margin(%)	19.2	16.9	14.9	15.4	14.9
지배주주순이익률(%)	3.6	5.3	3.9	3.7	4.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,755	6,016	6,065	6,535	7,297
현금 및 현금성자산	472	217	699	922	1,313
단기금융자산	305	1	75	37	18
매출채권 및 기타채권	3,519	4,073	3,825	4,031	4,313
재고자산	1,375	1,552	1,443	1,521	1,628
기타유동자산	389	174	23	24	25
비유동자산	6,519	6,922	7,039	6,883	6,559
투자자산	96	87	86	86	86
유형자산	5,406	5,768	6,038	5,991	5,746
무형자산	615	563	411	302	223
기타비유동자산	402	504	504	504	504
자산총계	12,273	12,938	13,104	13,419	13,857
유동부채	4,355	4,127	4,000	4,092	4,221
매입채무 및 기타채무	2,927	2,773	2,697	2,839	3,017
단기금융부채	1,182	1,115	753	703	653
기타유동부채	246	239	550	550	551
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	5,558	5,550	5,578
지배지분	5,945	6,485	6,807	7,107	7,489
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	3,817	4,115	4,495
비지배지분	814	768	738	762	789
자본총계	6,759	7,253	7,546	7,869	8,278

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,673	1,036	1,873	1,521	1,500
당기순이익	464	626	406	465	551
비현금항목의 가감	1,495	1,470	1,441	1,371	1,345
유형자산감가상각비	968	904	1,034	1,089	1,080
무형자산감가상각비	177	167	152	109	79
지분법평가손익	-1	-2	0	0	0
기타	351	401	255	173	186
영업활동자산부채증감	-75	-757	281	-142	-210
매출채권및기타채권의감소	-381	-565	249	-206	-282
재고자산의감소	-242	-120	109	-78	-106
매입채무및기타채무의증가	680	-84	-77	142	178
기타	-132	12	0	0	0
기타현금흐름	-211	-303	-255	-173	-186
투자활동 현금흐름	-1,682	-1,464	-1,227	-1,005	-816
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	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-17	304	76	38	19
기타	-53	-174	1	0	-1
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	49	-28	0.83
현금 및 현금성자산의 순증가	147	-255	482	223	391
기초현금 및 현금성자산	324	472	217	699	922
기말현금 및 현금성자산	472	217	699	922	1,313

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	747	757	898
BPS	10,196	11,122	11,675	12,189	12,844
CFPS	3,359	3,595	3,169	3,149	3,252
DPS	183	284	200	250	250
주가배수(배)					
PER	40.3	18.0	18.0	17.8	15.0
PER(최고)	48.5	26.2	33.7		
PER(최저)	21.1	14.6	16.9		
PBR	2.73	1.74	1.15	1.10	1.05
PBR(최고)	3.29	2.54	2.16		
PBR(최저)	1.43	1.41	1.08		
PSR	1.46	0.94	0.70	0.66	0.62
PCFR	8.3	5.4	4.2	4.3	4.1
EV/EBITDA	8.7	7.2	6.0	5.3	4.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	22.6	26.0	28.2	30.9	26.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	1.5	1.5	1.9	1.9
ROA	4.0	5.0	3.1	3.5	4.0
ROE	6.7	10.1	6.6	6.3	7.2
ROIC	8.2	7.6	3.8	5.7	6.7
매출채권회전율	3.3	3.1	2.9	3.0	3.0
재고자산회전율	9.0	8.2	7.5	8.0	8.1
부채비율	81.6	78.4	73.7	70.5	67.4
순차입금비율	23.0	33.6	20.2	15.1	8.0
이자보상배율	22.6	15.6	7.5	10.3	12.8
총차입금	2,329	2,656	2,295	2,145	1,995
순차입금	1,553	2,438	1,521	1,186	663
NOPLAT	2,128	2,019	1,683	1,836	1,896
FCF	-37	-629	496	517	696

Compliance Notice

- 당사는 10월 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

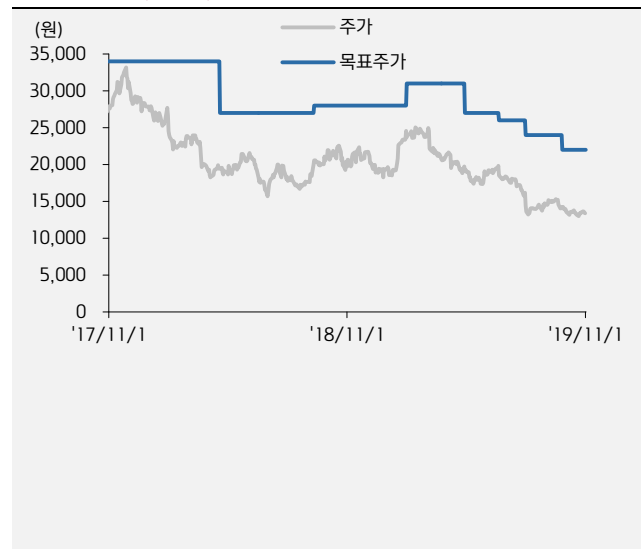
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2017/11/01	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	-38.43	-35.23
	2019/11/01	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%