기업브리프

실적 Review

키움증권

2020. 2. 13

서울반도체 (046890)

어려운 여건 속 선전 중

BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(2/12): 15,550원

시가총액: 9,066억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

업계 재고조정과 큰 폭의 판가 하락 환경에서도 기대치에 부합한 실적을 달성했다. Wicop을 중심으로 한 제품 Mix와 원가 관리 능력이 돋보인다. 올해는 감가상각비 축소, 베트남 이전 비용 소멸 등 비용 요인이 개선될 것이다. 2세대 LED의 중심인 마이크로 LED 분야에서 선도적 행보를 보이고 있다. 업계 구조 재편이 일단락되면 동사의 기술 리더십이 돋보일 것이다.

>>> 4분기 부진한 업황에서 양호한 수익성 실현

4분기 영업이익은 139억원(QoQ 16%, YoY -57%)으로 당사 추정치(140억원)에 부합하며, 부진한 업황에 비해 선전했다.

자동차 조명, Wicop 등 고부가 제품 비중이 증가했고, 감가상각비 등 판관비가 감소했으며, 대손상각비 일부 환입 이슈도 더해졌다.

업계 재고조정이 지속되고 있는데, 과잉 재고 수준이나 판가 하락폭이 둔화되고 있는 과정으로 추정된다.

>>> 재고 건전화 과정 지속, 1분기 코로나바이러스 영향 감안

1분기 매출액은 2,540억원(QoQ -10%, YoY -10%), 영업이익은 105억원(QoQ -24%, YoY -38%)으로 추정된다. 1분기는 비수기 영향 이외에도 신종 코로나바이러스로 인한 Set 생산 차질 및 수요 감소 우려를 배제하기 어려울 것이다.

올해부터 MOCVD 감가상각비 부담 축소, 베트남 이전 비용 소멸 등 비용 요인이 감소하며 수익성 개선을 뒷받침할 것이다. 베트남 위주의 생산 체계를 갖춤에 따라 원가 대응력이 향상될 것이다.

>>> 마이크로 LED 선제적 행보 주목

2세대 LED 시장에서 가장 큰 비중을 차지할 마이크로 LED 분야의 앞선 행보를 주목할 필요가 있다.

동사는 픽셀 1개에 R, G, B를 모두 실장해 픽셀 단위로 공급하는 차별적 솔루션을 내세우고 있다. 고객사 입장에서는 모듈 제작이 용이하고, 사후 불량 LED 교체 및 수리 등이 용이한 강점을 가진다. 동사는 R, G, B Epi부터 칩, 모듈 사업까지 내재화하며, 핵심인 Transfer 및 Tiling 기술도 자체 확보했다.

상반기 중 양산을 시작해 사이니지 시장을 먼저 공략할 계획이다.

이와 더불어 미니 LED도 Tablet PC 등으로 적용처를 확대해 갈 것이다.

Stock Data

KOSDAQ (2/12)		686.59pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,050원	12,950원
등락률	-37.9%	20.1%
수익률	절대	상대
1M	-3.4%	-5.3%
6M	10.3%	-4.6%
1Y	-36.3%	-32.2%

Company Data

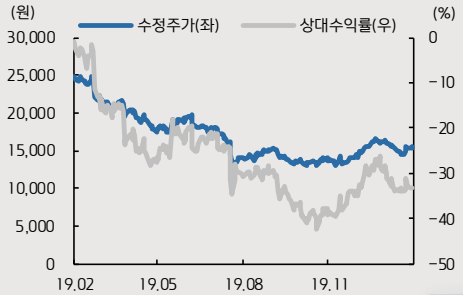
발행주식수		58,305천주
일평균 거래량(3M)		839 천주
외국인 지분율		11.4%
배당수익률(19E)		1.2%
BPS(19E)		11,565원
주요 주주	이정훈 외	31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	11,104	11,942	11,295	11,389
영업이익	983	949	496	589
EBITDA	2,128	2,019	1,682	1,788
세전이익	705	784	488	541
순이익	464	626	387	428
지배주주지분순이익	403	628	371	406
EPS(원)	692	1,077	637	697
증감률(%YoY	11.4	55.7	-40.9	9.4
PER(배)	40.3	18.0	25.5	22.3
PBR(배)	2.73	1.74	1.41	1.29
EV/EBITDA(배	8.7	7.2	7.0	6.1
영업이익률(%)	8.9	7.9	4.4	5.2
ROE(%)	6.7	10.1	5.6	5.9
순부채비율(%)	14.3	27.3	20.5	13.9

주: 키움증권

Price Trend



서울반도체 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이
매출액	**3,006**	**2,819**	**2,833**	**2,834**	**2,809**	**-0.9%**	**-6.6%**	**2,793**	**0.6%**
영업이익	**320**	**171**	**66**	**120**	**139**	**15.7%**	**-56.6%**	**140**	**-0.9%**
영업이익률	10.7%	6.0%	2.3%	4.2%	4.9%	0.7%p	-5.7%p	5.0%	-0.1%p
세전이익	214	189	90	196	13	-93.3%	-93.8%	131	-89.9%
순이익	286	160	40	138	34	-75.6%	-88.2%	98	-65.7%
순이익률	9.5%	5.7%	1.4%	4.9%	1.2%	-3.7%p	-8.3%p	3.5%	-2.3%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망

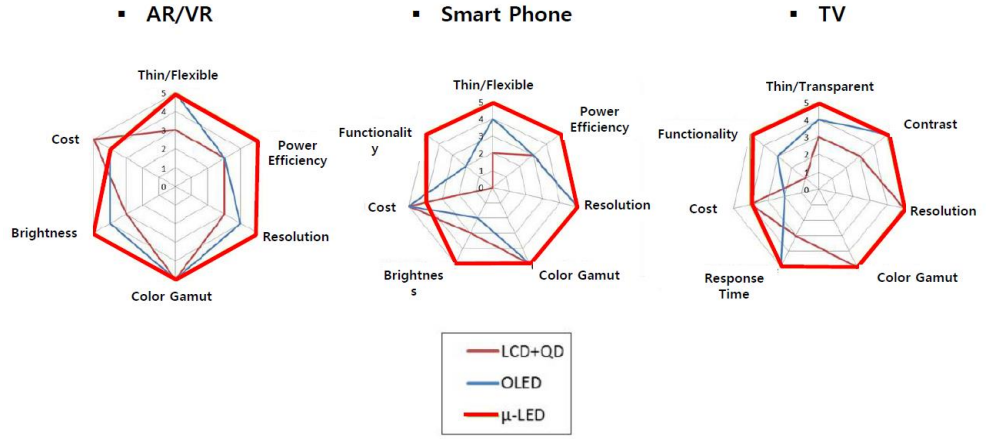
(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q19E	2018	YoY	2019P	YoY	2020E	YoY
매출액	**2,819**	**2,833**	**2,834**	**2,809**	**2,540**	**2,770**	**3,039**	**3,040**	**11,942**	**7.5%**	**11,295**	**-5.4%**	**11,389**	**0.8%**
TV	518	555	569	558	473	556	627	647	2,187	7.6%	2,201	0.6%	2,303	4.6%
중대형 BLU	129	124	120	119	116	113	128	118	502	8.3%	492	-2.0%	475	-3.4%
모바일	737	733	743	777	685	709	765	802	3,069	19.2%	2,990	-2.6%	2,961	-1.0%
조명(자동차 포함)	1,435	1,420	1,400	1,352	1,267	1,392	1,519	1,472	6,184	2.3%	5,607	-9.3%	5,650	0.8%
영업이익	**171**	**66**	**120**	**139**	**105**	**126**	**177**	**181**	**949**	**-3.4%**	**496**	**-47.7%**	**589**	**18.9%**
영업이익률	6.0%	2.3%	4.2%	4.9%	4.1%	4.5%	5.8%	5.9%	7.9%	-0.9%p	4.4%	-3.6%p	5.2%	0.8%p
세전이익	189	90	196	13	93	114	165	169	784	11.3%	488	-37.8%	541	10.9%
순이익	160	40	138	34	70	85	124	127	628	55.7%	371	-40.9%	406	9.4%

자료: 서울반도체, 키움증권

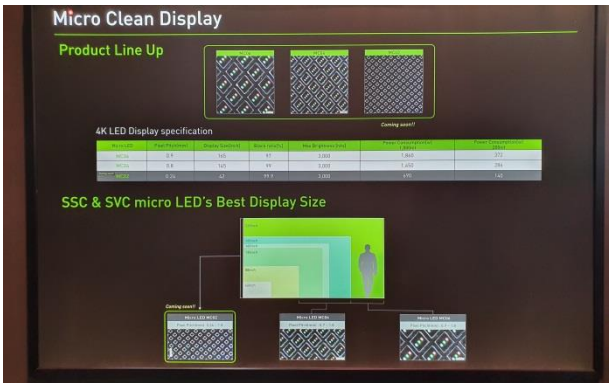
주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

마이크로 LED 기술적 우위



자료: VEECO, 서울반도체

서울반도체 마이크로 클린 LED



자료: 키움증권

서울반도체 마이크로 LED 디스플레이

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q20E	2019E	2020E	1Q20E	2019P	2020E	1Q20E	2019P	2020E
매출액	2,750	11,279	11,888	2,540	11,295	11,389	-7.6%	0.1%	-4.2%
영업이익	147	497	637	105	496	589	-28.4%	-0.3%	-7.5%
세전이익	135	605	588	93	488	541	-30.7%	-19.4%	-7.9%
순이익	101	436	441	70	371	406	-30.7%	-14.8%	-7.9%
EPS(원)		747	757		637	697		-14.8%	-7.9%
영업이익률	5.3%	4.4%	5.4%	4.1%	4.4%	5.2%	-1.2%	0.0%	-0.2%
세전이익률	4.9%	5.4%	4.9%	3.7%	4.3%	4.8%	-1.2%	-1.0%	-0.2%
순이익률	3.7%	3.9%	3.7%	2.8%	3.3%	3.6%	-0.9%	-0.6%	-0.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,104	11,942	11,295	11,389	12,186
매출원가	8,261	8,710	8,659	8,583	9,160
매출총이익	2,843	3,232	2,636	2,806	3,027
판관비	1,861	2,283	2,140	2,217	2,342
영업이익	983	949	496	589	685
EBITDA	2,128	2,019	1,682	1,788	1,843
영업외손익	-278	-165	-8	-48	-39
이자수익	12	6	10	14	19
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	-37	0	0
법인세차감전이익	705	784	488	541	646
법인세비용	241	158	101	114	136
계속사업순손익	464	626	387	428	510
당기순이익	464	626	387	428	510
지배주주순이익	403	628	371	406	485
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.4	7.5	-5.4	0.8	7.0
영업이익 증감율	70.9	-3.5	-47.7	18.8	16.3
EBITDA 증감율	24.7	-5.1	-16.7	6.3	3.1
지배주주순이익 증감율	11.4	55.8	-40.9	9.4	19.5
EPS 증감율	11.4	55.7	-40.9	9.4	19.3
매출총이익율(%)	25.6	27.1	23.3	24.6	24.8
영업이익률(%)	8.9	7.9	4.4	5.2	5.6
EBITDA Margin(%)	19.2	16.9	14.9	15.7	15.1
지배주주순이익률(%)	3.6	5.3	3.3	3.6	4.0
			11,295	11,389	12,186

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	5,755	6,016	6,048	6,403	7,119
현금 및 현금성자산	472	217	674	1,023	1,384
단기금융자산	305	1	75	37	18
매출채권 및 기타채권	3,519	4,073	3,830	3,862	4,132
재고자산	1,375	1,552	1,445	1,457	1,559
기타유동자산	389	174	24	24	26
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	13,087	13,287	13,678
유동부채	4,355	4,127	4,003	4,017	4,140
매입채무 및 기타채무	2,927	2,773	2,699	2,763	2,936
단기금융부채	1,182	1,115	753	703	653
기타유동부채	246	239	551	551	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	5,561	5,475	5,498
지배지분	5,945	6,485	6,743	7,007	7,350
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	3,752	4,015	4,356
비지배지분	814	768	783	805	830
자본총계	6,759	7,253	7,526	7,812	8,180

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,673	1,036	1,849	1,647	1,469
당기순이익	464	626	387	428	510
비현금항목의 가감	1,495	1,470	1,344	1,360	1,333
유형자산감가상각비	968	904	1,034	1,089	1,080
무형자산감가상각비	177	167	152	109	79
지분법평가손익	-1	-2	0	0	0
기타	351	401	158	162	174
영업활동자산부채증감	-75	-757	276	20	-199
매출채권및기타채권의감소	-381	-565	243	-32	-270
재고자산의감소	-242	-120	107	-12	-102
매입채무및기타채무의증가	680	-84	-74	64	173
기타	-132	12	0	0	0
기타현금흐름	-211	-303	-158	-161	-175
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	457	349	361
기초현금 및 현금성자산	324	472	217	674	1,023
기말현금 및 현금성자산	472	217	674	1,023	1,384

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	692	1,077	637	697	831
BPS	10,196	11,122	11,565	12,019	12,607
CFPS	3,359	3,595	2,968	3,066	3,161
DPS	183	284	200	250	250
주가배수(배)					
PER	40.3	18.0	25.5	22.3	18.7
PER(최고)	48.5	26.2	39.6		
PER(최저)	21.1	14.6	19.8		
PBR	2.73	1.74	1.41	1.29	1.23
PBR(최고)	3.29	2.54	2.18		
PBR(최저)	1.43	1.41	1.09		
PSR	1.46	0.94	0.84	0.80	0.74
PCFR	8.3	5.4	5.5	5.1	4.9
EV/EBITDA	8.7	7.2	7.0	6.1	5.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	22.6	26.0	29.7	33.6	28.1
배당수익률(%,보통주,현금)	0.7	1.5	1.2	1.6	1.6
ROA	4.0	5.0	3.0	3.2	3.8
ROE	6.7	10.1	5.6	5.9	6.8
ROIC	8.2	7.6	4.4	5.4	6.3
매출채권회전율	3.3	3.1	2.9	3.0	3.0
재고자산회전율	9.0	8.2	7.5	7.8	8.1
부채비율	81.6	78.4	73.9	70.1	67.2
순차입금비율	23.0	33.6	20.5	13.9	7.2
이자보상배율	22.6	15.6	7.5	9.5	11.9
총차입금	2,329	2,656	2,295	2,145	1,995
순차입금	1,553	2,438	1,546	1,085	592
NOPLAT	2,128	2,019	1,682	1,788	1,843
FCF	-37	-629	551	641	665

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 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

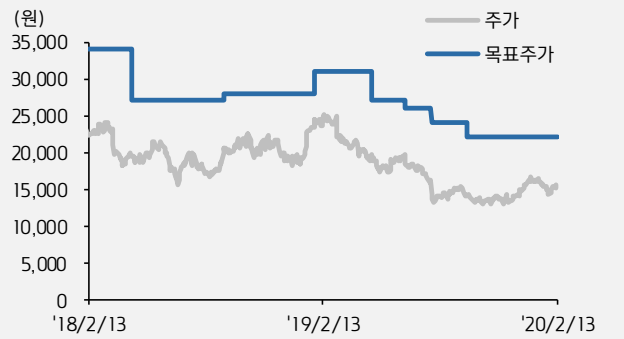
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
서울반도체 (046890)	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	-34.42	-24.55
	2020/02/13	BUY(Maintain)	22,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%