



# BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원(상향)

주가(7/29): 16,250원

시가총액: 9,475억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (7/29)		808.59pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	18,950원	10,000원
등락률	-14.2%	62.5%
수익률	절대	상대
1M	21.3%	10.2%
6M	8.3%	-10.2%
1Y	2.8%	-21.3%

### Company Data

발행주식수	58,305 천주
일평균 거래량(3M)	1,331천주
외국인 지분율	12.0%
배당수익률(20E)	1.5%
BPS(20E)	11,706원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,942	11,299	11,192	12,052
영업이익	949	495	622	875
EBITDA	2,019	1,278	1,420	1,622
세전이익	784	477	595	831
순이익	626	358	437	657
지배주주지분순이익	628	345	342	525
EPS(원)	1,077	592	587	901
증감률(%YoY)	55.7	-45.1	-0.9	53.6
PER(배)	18.0	27.5	27.7	18.0
PBR(배)	1.74	1.43	1.39	1.31
EV/EBITDA(배)	7.2	9.2	7.9	6.6
영업이익률(%)	7.9	4.4	5.6	7.3
ROE(%)	10.1	5.3	5.1	7.5
순부채비율(%)	27.3	18.5	10.5	2.7

주: 키움증권

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## 마침내 LED도 돌아서다



2분기 수익성이 기대 이상이었고, 언택트 환경에서 고부가 Wicop의 채용이 확대된 결과다. 장기간 침체를 겪었던 LED 업황이 바닥을 지난 듯싶다. 동사의 경쟁력이 재 부각되고 있는데, 베트남 등 다변화된 생산 거점이 미중 갈등과 코로나 국면에서 강점이고, 특허력이 더욱 중시되고 있으며, TV BLU는 국내 LED 경쟁사의 사업 철수로 인한 반사이익이 기대된다. 물론 마이크로 LED의 앞선 행보도 주목해야 한다.

### >>> 2분기 깜짝 수익성, Wicop 기반 Mix 개선

2분기 영업이익은 137억원(QoQ 129%, YoY 107%)으로 시장 예상치(90억 원)를 크게 상회한 깜짝 실적이었다. 영업이익률이 5.1%로 지난 5개 분기 중 가장 높았다.

언택트 환경에서 노트북, 모니터, 태블릿 등 IT 제품의 수요가 증가했고, 초슬림, 고휘도 등의 강점을 가지는 Wicop의 채용이 확대된 결과로 해석된다. 또한 모바일 부문은 북미 고객사의 주요 Vendor로서 신규 보급형 모델 판매 호조에 따른 수혜가 더해졌고, 자동차 부문은 전방 수요 침체 속에서도 헤드램프, DRL 등 외부 조명의 성장세가 이어졌다.

### >>> LED 업황 바닥 지난 듯, 동사 경쟁력 재조명

장기간 침체를 겪었던 LED 업황이 바닥을 통과한 것으로 판단되며, 업계 재고가 감소하고 판가가 안정화되는 조짐이 감지되고 있다.

동사의 경쟁력이 부각되며 점유율이 상승할 것으로 기대된다. 1) 베트남 기반의 다변화된 생산 거점을 보유하고 있어 미중 갈등과 코로나 국면에서 강점으로 작용하고 있다. 2) TV 등 주요 Set의 특허 소송을 거치면서 지적재산권이 더욱 중시되는 추세이고, 3) TV BLU는 국내 LED 경쟁사의 사업 철수로 인한 반사이익이 예상된다.

업계 구조조정이 가속화되며 한계 상황에 직면한 업체들이 판가 인상을 시도하고 있다. 미중 갈등 심화는 동사에게 우호적인 환경일 수 있다.

### >>> 3분기 매출액 성장세 전환, IT BLU 수요 강세

3분기 매출액은 3,050억원(QoQ 14%, YoY 8%)으로 7개 분기 만에 전년 대비 성장세로 전환할 전망이다. 영업이익은 231억원(QoQ 68%, YoY 92%)으로 개선될 것이다. 언택트 환경에서 모니터, 노트북 등 IT BLU 수요가 특히 강할 것이고, 계절적 TV 수요가 뒷받침될 것이다.

마이크로 LED 분야 앞선 행보를 주목할 필요가 있고, 하반기에 사이니지 시장 진출을 시작으로 내년 상반기에는 TV용 제품 양산을 시작할 전망이다. 목표주가를 19,000원에서 22,000원으로 상향한다.

서울반도체 실적 전망

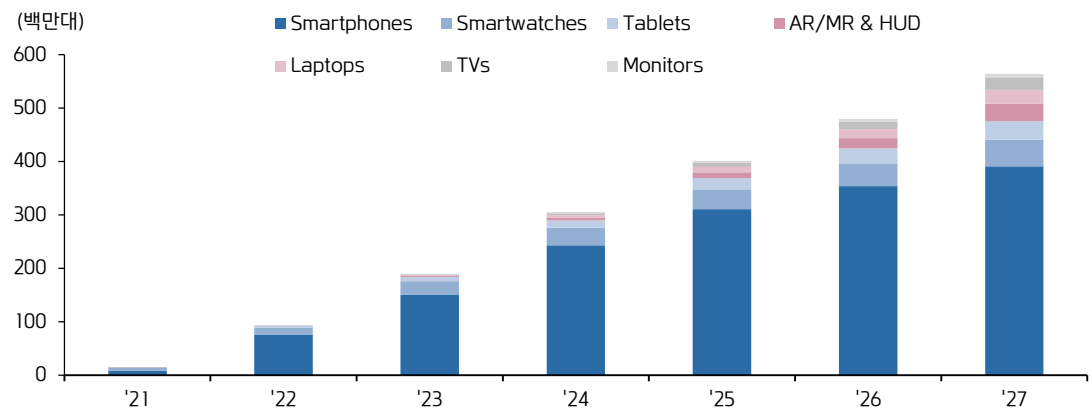
(단위: 억원)

	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	YoY	2020E	YoY	2021E	YoY
<b>매출액</b>	<b>2,432</b>	<b>2,681</b>	<b>3,050</b>	<b>3,029</b>	<b>2,617</b>	<b>2,918</b>	<b>3,284</b>	<b>3,232</b>	<b>11,299</b>	<b>-5.4%</b>	<b>11,192</b>	<b>-0.9%</b>	<b>12,052</b>	<b>7.7%</b>
TV	446	556	684	702	515	642	748	739	2,207	0.9%	2,388	8.2%	2,644	10.7%
중대형 BLU	113	113	137	118	118	116	145	122	492	-2.0%	482	-2.1%	501	4.0%
모바일	642	716	773	802	647	722	779	809	2,990	-2.6%	2,933	-1.9%	2,957	0.8%
조명(자동차 포함)	1,230	1,293	1,456	1,406	1,338	1,438	1,612	1,561	5,607	-9.3%	5,385	-4.0%	5,950	10.5%
<b>영업이익</b>	<b>60</b>	<b>137</b>	<b>231</b>	<b>194</b>	<b>117</b>	<b>202</b>	<b>301</b>	<b>256</b>	<b>496</b>	<b>-47.7%</b>	<b>622</b>	<b>25.4%</b>	<b>875</b>	<b>40.7%</b>
영업이익률	2.5%	5.1%	7.6%	6.4%	4.5%	6.9%	9.2%	7.9%	4.4%	-3.6%p	5.6%	1.2%p	7.3%	1.7%p
세전이익	101	134	191	169	106	191	290	245	488	-37.8%	595	22.0%	831	39.6%
순이익	63	52	120	107	67	121	183	155	371	-40.9%	342	-7.9%	525	53.6%

자료: 서울반도체, 키움증권

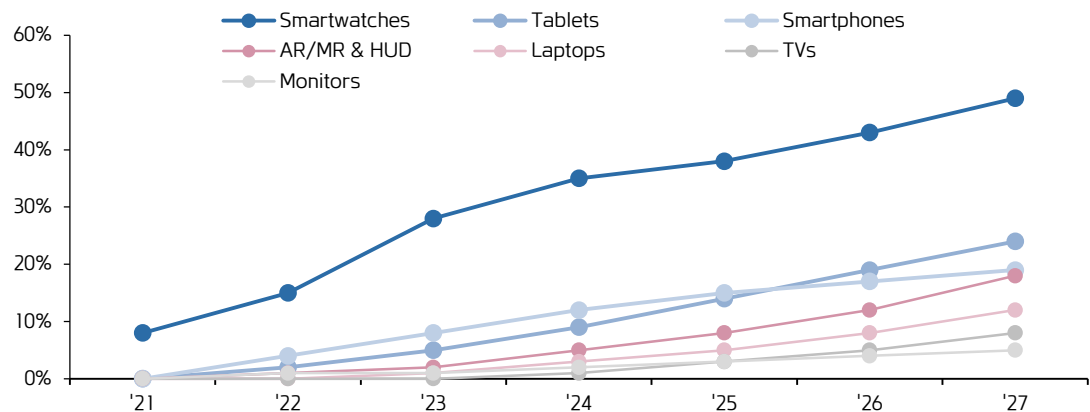
주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

Micro-LED 디스플레이 시장 전망



자료: Yole, 키움증권

Micro-LED 소비자 디스플레이별 침투율 전망



자료: Yole, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	11,942	11,299	11,192	12,052	12,980
매출원가	8,710	8,762	8,491	8,965	9,655
매출총이익	3,232	2,537	2,701	3,087	3,325
판매비	2,283	2,041	2,079	2,212	2,368
<b>영업이익</b>	949	495	622	875	956
<b>EBITDA</b>	2,019	1,278	1,420	1,622	1,652
영업외손익	-165	-18	-26	-44	-30
이자수익	6	11	17	24	31
이자비용	61	75	70	64	59
외환관련이익	407	426	368	368	368
외환관련손실	376	317	368	368	368
종속 및 관계기업손익	0	-3	-3	-3	-3
기타	-141	-60	30	-1	1
<b>법인세차감전이익</b>	784	477	595	831	926
법인세비용	158	119	158	175	194
계속사업손익	626	358	437	657	731
<b>당기순이익</b>	626	358	437	657	731
<b>지배주주순이익</b>	628	345	342	525	585
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.5	-5.4	-0.9	7.7	7.7
영업이익 증감율	-3.4	-47.8	25.7	40.7	9.3
EBITDA 증감율	-5.1	-36.7	11.1	14.2	1.8
지배주주순이익 증감율	55.7	-45.1	-0.9	53.5	11.4
EPS 증감율	55.7	-45.1	-0.9	53.6	11.4
매출총이익율(%)	27.1	22.5	24.1	25.6	25.6
영업이익률(%)	7.9	4.4	5.6	7.3	7.4
EBITDA Margin(%)	16.9	11.3	12.7	13.5	12.7
지배주주순이익률(%)	5.3	3.1	3.1	4.4	4.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	6,016	6,191	6,557	7,408	8,392
현금 및 현금성자산	217	444	851	1,280	1,810
단기금융자산	151	314	324	333	343
매출채권 및 기타채권	4,073	3,862	3,825	4,119	4,436
재고자산	1,552	1,543	1,529	1,646	1,773
기타유동자산	23	28	28	30	30
<b>비유동자산</b>	6,922	7,030	6,825	6,552	6,235
투자자산	87	71	68	65	62
유형자산	5,768	6,001	5,935	5,759	5,509
무형자산	563	458	320	226	162
기타비유동자산	504	500	502	502	502
<b>자산총계</b>	12,938	13,221	13,382	13,959	14,626
<b>유동부채</b>	4,127	4,728	4,680	4,829	4,993
매입채무 및 기타채무	2,773	3,079	3,080	3,280	3,493
단기금융부채	803	1,152	1,102	1,052	1,002
기타유동부채	551	497	498	497	498
<b>비유동부채</b>	1,558	1,036	936	836	736
장기금융부채	1,542	989	889	789	689
기타비유동부채	16	47	47	47	47
<b>부채총계</b>	5,685	5,764	5,616	5,665	5,729
<b>지배지분</b>	6,485	6,611	6,825	7,222	7,679
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	3,305	3,233	3,233	3,233	3,233
기타자본	-538	-539	-539	-539	-539
기타포괄손익누계액	-69	-52	-37	-22	-7
이익잉여금	3,496	3,678	3,877	4,259	4,700
비지배지분	768	846	941	1,072	1,218
<b>자본총계</b>	7,253	7,457	7,766	8,294	8,897

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,036	1,695	1,291	1,194	1,199
당기순이익	626	358	437	657	731
비현금항목의 가감	1,470	1,237	1,012	965	920
유형자산감가상각비	904	612	661	653	631
무형자산감가상각비	167	171	138	94	64
지분법평가손익	-2	-3	-3	-3	-3
기타	401	457	216	221	228
영업활동자산부채증감	-757	402	53	-212	-231
매출채권및기타채권의감소	-565	66	36	-294	-317
재고자산의감소	-120	-114	15	-117	-127
매입채무및기타채무의증가	-84	405	1	199	214
기타	12	45	1	0	-1
기타현금흐름	-303	-302	-211	-216	-221
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,464	-962	-605	-486	-391
유형자산의 취득	-1,449	-744	-595	-476	-381
유형자산의 처분	30	9	0	0	0
무형자산의 순취득	-184	-60	0	0	0
투자자산의감소(증가)	9	13	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	154	-163	-9	-10	-10
기타	-24	-17	-1	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	171	-501	-240	-293	-293
차입금의 증가(감소)	581	-304	-150	-150	-150
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-130	-171	-90	-143	-143
기타	-280	-26	0	0	0
기타현금흐름	3	-4	-40	14	15.24
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-255	228	407	429	529
기초현금 및 현금성자산	472	217	444	851	1,280
기말현금 및 현금성자산	217	444	851	1,280	1,810

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,077	592	587	901	1,004
BPS	11,122	11,339	11,706	12,387	13,170
CFPS	3,595	2,737	2,485	2,781	2,833
DPS	284	156	250	250	250
<b>주기배수(배)</b>					
PER	18.0	27.5	27.7	18.0	16.2
PER(최고)	26.2	42.6	33.2		
PER(최저)	14.6	21.3	16.6		
PBR	1.74	1.43	1.39	1.31	1.23
PBR(최고)	2.54	2.22	1.67		
PBR(최저)	1.41	1.11	0.83		
PSR	0.94	0.84	0.85	0.79	0.73
PCFR	5.4	5.9	6.5	5.8	5.7
EV/EBITDA	6.9	9.2	7.9	6.6	6.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	26.0	25.0	32.8	21.8	19.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.0	1.5	1.5	1.5
ROA	5.0	2.7	3.3	4.8	5.1
ROE	10.1	5.3	5.1	7.5	7.9
ROIC	8.0	3.9	5.4	8.4	9.2
매출채권회전율	3.1	2.8	2.9	3.0	3.0
재고자산회전율	8.2	7.3	7.3	7.6	7.6
부채비율	78.4	77.3	72.3	68.3	64.4
순차입금비율	27.3	18.5	10.5	2.7	-5.2
이자보상배율	15.6	6.6	8.9	13.6	16.2
<b>총차입금</b>	2,345	2,142	1,992	1,842	1,692
순차입금	1,977	1,383	817	228	-461
NOPLAT	2,019	1,278	1,420	1,622	1,652
FCF	-629	732	712	750	839

Compliance Notice

- 당사는 7월 29일 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

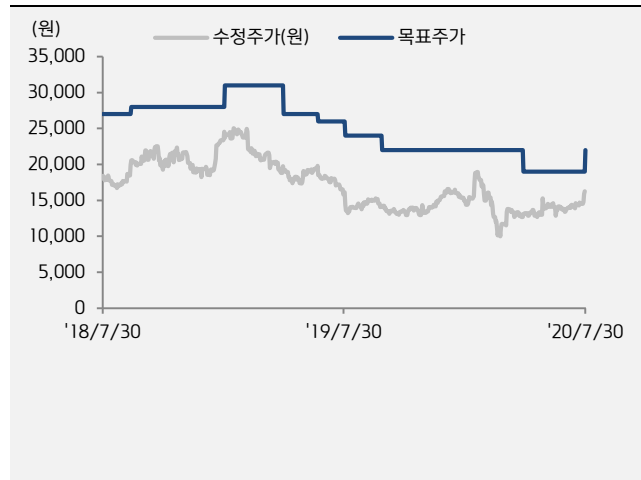
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-34.39	-26.11
	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	-33.86	-13.86
	2020/04/27	BUY(Maintain)	19,000원	6개월	-27.05	-14.47
	2020/07/30	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%