



하나금융그룹

2020년 7월 30일 | Equity Research

# 서울반도체 (046890)

## 언택트 수혜와 글로벌 업체들의 공급처 다변화

### 2Q20 Review: 양호한 이익률 시현

서울반도체의 20년 2분기 매출액은 2,680억원(YoY -5%, QoQ +10%), 영업이익은 137억원(YoY +107%, QoQ +139%)으로 서프라이즈를 시현했다. 20년 2분기 실적 호조의 원인은 언택트 시대의 재택근무 추세에 따라 노트북과 모니터 등의 수요가 양호했는데, 해당 기기에 와이파이 탑재율이 확대되며 외형과 수익성에 모두 기여했다. 그 외에도 재택 시간의 장기화에 의한 TV 수요 자극 역시 서울반도체의 예상 외 실적에 일조했다. 한편 코로나19로 단일 국가에만 의존하는 리스크가 부각되며, 고객사들이 공급처 다변화 시도를 한 점도 실적에 긍정적으로 작용했다. 향후에도 이와 같은 변화가 지속되면 외형 확대의 기회가 제공될 것으로 판단된다.

### 3Q20 Preview: 매출액 7개 분기만에 성장세 전환

서울반도체의 20년 3분기 매출액은 2,979억원(YoY +5%, QoQ +11%), 영업이익은 172억원(YoY +44%, QoQ +26%)으로 전망한다. 20년 2분기에 전사 영업이익이 10개 분기만에 전년동기대비 증가세로 전환했고, 20년 3분기에도 그 흐름을 유지할 것으로 추정된다. 앞서 언급한 고객사들의 공급처 다변화 움직임이 긍정적이고, 중국 업체들의 구조조정에 따른 반사이익도 기대된다. 오랜만에 자동차 및 일반조명 매출액이 증가할 것으로 전망되는 점도 고무적이다. 재택 근무 및 재택 시간의 장기화 추세가 지속될 가능성이 높아 노트북, 모니터, TV 수요는 하반기에도 견조할 것으로 전망된다.

### 2020년 다시 증익으로 돌아서는 원년

서울반도체에 대한 투자의견 ‘BUY’를 유지하고, 목표주가를 22,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 BPS에 최근 5년 평균 PBR인 1.8배를 적용하여 산출했다. 2017년 영업이익 981억원 달성을 이후에 2018년 949억원, 2019년 496억원으로 축소되었다. 2020년 영업이익은 499억원으로 3년 만에 전년대비 증가할 것으로 전망된다. 2021년과 2022년에는 미니 LED와 자동차향 매출액을 양축으로 성장 기반을 마련할 것으로 예상된다. 3년만의 외형 성장과 증익 추세에 진입해 Target PBR 상향이 가능하다고 판단된다. 서울반도체의 금번 실적 발표를 통해 얻은 국내 IT 업계 전반에 걸친 시사점은 글로벌 고객사들의 공급처 다변화 노력이다. 국내 업체들의 글로벌 고객사와의 접촉 빈도가 높아지고 있는 부분은 한국 IT 업체에게는 환영할 만한 요소다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 22,000원(상향) | CP(7월 29일): 16,250원

#### Key Data

		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	808.59		
52주 최고/최저(원)	18,950/10,000	1,078.3	1,173.2
시가총액(십억원)	947.5	44.7	65.6
시가총액비중(%)	0.32	38.3	47.3
발행주식수(천주)	58,305.4	EPS(원)	596
60일 평균 거래량(천주)	1,331.1	817	
60일 평균 거래대금(십억원)	19.2	BPS(원)	12,014
20년 배당금(예상,원)	156		12,640
20년 배당수익률(예상,%)	0.96		
외국인지분율(%)	12.00		
주요주주 지분율(%)			
이정훈 외 2 인	31.00		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	21.3 8.3 2.8		
상대	10.2 (10.2) (21.3)		

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,194.2	1,129.9	1,093.8	1,161.3	1,234.7
영업이익	십억원	94.9	49.5	49.9	56.6	63.7
세전이익	십억원	78.4	47.7	49.5	53.0	59.7
순이익	십억원	62.8	34.5	37.9	41.4	46.0
EPS	원	1,077	592	650	711	789
증감률	%	55.6	(45.0)	9.8	9.4	11.0
PER	배	17.97	27.47	25.01	22.87	20.59
PBR	배	1.69	1.40	1.34	1.28	1.22
EV/EBITDA	배	7.10	9.40	9.48	7.66	7.48
ROE	%	10.10	5.27	5.61	5.87	6.21
BPS	원	11,430	11,644	12,140	12,697	13,333
DPS	원	284	156	156	156	156



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 김정현

02-3771-7056

junghyun.kim@hanafn.com

 **하나금융투자**

표 1. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	281.9	283.3	283.4	281.3	243.2	268.1	297.9	284.7	1,129.8	1,093.8	1161.3
YOY	-0.4%	-2.4%	-11.5%	-6.4%	-13.7%	-5.4%	5.1%	1.2%	-5.4%	-3.2%	6.2%
QoQ	-6.2%	0.5%	0.0%	-0.7%	-13.5%	10.3%	11.1%	-4.4%			
모바일	43.8	47.2	55.7	56.0	38.9	38.8	44.4	48.9	202.7	171.0	169.3
IT	34.8	43.6	42.5	39.2	27.2	37.5	40.7	37.8	160.0	143.1	147.4
TV	59.2	61.5	58.4	58.8	57.0	68.2	72.5	64.0	237.9	261.7	274.8
조명/자동차	144.2	131.0	126.7	127.3	120.1	123.5	140.2	134.1	529.1	518.0	569.8
매출비중											
모바일	15.5%	16.7%	19.7%	19.9%	16.0%	14.5%	14.9%	17.2%	17.9%	15.6%	14.6%
IT	12.3%	15.4%	15.0%	13.9%	11.2%	14.0%	13.7%	13.3%	14.2%	13.1%	12.7%
TV	21.0%	21.7%	20.6%	20.9%	23.4%	25.4%	24.4%	22.5%	21.1%	23.9%	23.7%
조명/자동차	51.1%	46.2%	44.7%	45.2%	49.4%	46.1%	47.1%	47.1%	46.8%	47.4%	49.1%
영업이익	17.1	6.6	12.0	13.9	5.7	13.7	17.2	13.2	49.6	49.9	56.6
영업이익률	6.1%	2.3%	4.2%	4.9%	2.4%	5.1%	5.8%	4.6%	4.4%	4.6%	4.9%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

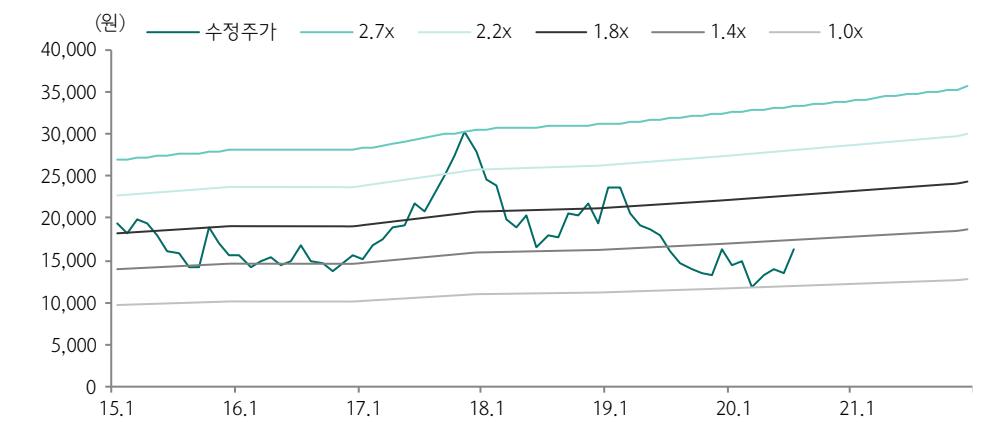
표 2. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	281.9	283.3	283.4	281.3	243.2	259.9	276.1	279.0	1,194.2	1,129.8	1,058.1
YOY	-0.4%	-2.4%	-11.5%	-6.4%	-13.7%	-8.3%	-2.6%	-0.8%	7.5%	-5.4%	-6.3%
QoQ	-6.2%	0.5%	0.0%	-0.7%	-13.5%	6.9%	6.2%	1.0%			
모바일	43.8	47.2	55.7	56.0	38.9	32.3	40.0	44.1	189.6	202.7	155.2
IT	34.8	43.6	42.5	39.2	27.2	30.2	36.6	33.4	126.5	160.0	127.3
TV	59.2	61.5	58.4	58.8	57.0	63.4	59.3	64.0	246.6	237.9	243.7
조명/자동차	144.2	131.0	126.7	127.3	120.1	133.9	140.2	137.6	631.6	529.1	531.8
매출비중											
모바일	15.5%	16.7%	19.7%	19.9%	16.0%	12.4%	14.5%	15.8%	15.9%	17.9%	14.7%
IT	12.3%	15.4%	15.0%	13.9%	11.2%	11.6%	13.2%	12.0%	10.6%	14.2%	12.0%
TV	21.0%	21.7%	20.6%	20.9%	23.4%	24.4%	21.5%	22.9%	20.6%	21.1%	23.0%
조명/자동차	51.1%	46.2%	44.7%	45.2%	49.4%	51.5%	50.8%	49.3%	52.9%	46.8%	50.3%
영업이익	17.1	6.6	12.0	13.9	5.7	6.7	11.8	10.2	94.9	49.6	34.5
영업이익률	6.1%	2.3%	4.2%	4.9%	2.4%	2.6%	4.3%	3.7%	7.9%	4.4%	3.3%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,194.2</b>	<b>1,129.9</b>	<b>1,093.8</b>	<b>1,161.3</b>	<b>1,234.7</b>
매출원가	871.0	876.2	862.4	914.2	969.0
매출총이익	323.2	253.7	231.4	247.1	265.7
판관비	228.3	204.1	181.5	190.5	202.0
<b>영업이익</b>	<b>94.9</b>	<b>49.5</b>	<b>49.9</b>	<b>56.6</b>	<b>63.7</b>
금융순익	(3.8)	4.3	6.6	6.1	4.5
종속/관계기업순익	(0.0)	(0.3)	(0.0)	(2.6)	(2.8)
기타영업외순익	(12.7)	(5.8)	(7.1)	(7.0)	(5.7)
<b>세전이익</b>	<b>78.4</b>	<b>47.7</b>	<b>49.5</b>	<b>53.0</b>	<b>59.7</b>
법인세	15.8	11.9	12.3	12.3	14.5
계속사업이익	62.6	35.8	37.2	40.7	45.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>62.6</b>	<b>35.8</b>	<b>37.2</b>	<b>40.7</b>	<b>45.2</b>
비지배주주지분					
순이익	(0.2)	1.3	(0.7)	(0.7)	(0.8)
<b>지배주주순이익</b>	<b>62.8</b>	<b>34.5</b>	<b>37.9</b>	<b>41.4</b>	<b>46.0</b>
지배주주지분포괄이익	62.8	36.3	40.3	44.1	49.0
NOPAT	75.8	37.2	37.6	43.4	48.2
EBITDA	201.9	127.8	125.9	153.6	155.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	7.5	(5.4)	(3.2)	6.2	6.3
NOPAT증가율	17.2	(50.9)	1.1	15.4	11.1
EBITDA증가율	(5.1)	(36.7)	(1.5)	22.0	0.9
영업이익증가율	(3.5)	(47.8)	0.8	13.4	12.5
(지배주주)순익증가율	55.8	(45.1)	9.9	9.2	11.1
EPS증가율	55.6	(45.0)	9.8	9.4	11.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.1	22.5	21.2	21.3	21.5
EBITDA이익률	16.9	11.3	11.5	13.2	12.6
영업이익률	7.9	4.4	4.6	4.9	5.2
계속사업이익률	5.2	3.2	3.4	3.5	3.7

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,077	592	650	711	789
BPS	11,430	11,644	12,140	12,697	13,333
CFPS	3,595	2,737	2,264	2,437	2,443
EBITDAPS	3,463	2,193	2,159	2,634	2,659
SPS	20,481	19,379	18,760	19,917	21,177
DPS	284	156	156	156	156
<b>주가지표(배)</b>					
PER	18.0	27.5	25.0	22.9	20.6
PBR	1.7	1.4	1.3	1.3	1.2
PCFR	5.4	5.9	7.2	6.7	6.7
EV/EBITDA	7.1	9.4	9.5	7.7	7.5
PSR	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.1	5.3	5.6	5.9	6.2
ROA	5.0	2.6	2.9	3.1	3.3
ROIC	8.6	4.1	4.2	4.7	5.1
부채비율	78.4	77.3	71.5	70.2	68.3
순부채비율	31.6	22.7	21.4	18.7	16.1
이자보상배율(배)	15.6	6.6	6.7	8.3	9.8

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>601.6</b>	<b>619.1</b>	<b>600.7</b>	<b>641.6</b>	<b>680.8</b>
금융자산	36.8	75.9	50.9	57.8	60.2
현금성자산	21.7	44.4	19.4	26.1	28.2
매출채권 등	407.3	386.2	390.9	415.0	441.2
재고자산	155.2	154.3	156.2	165.8	176.3
기타유동자산	2.3	2.7	2.7	3.0	3.1
<b>비유동자산</b>	<b>692.2</b>	<b>703.0</b>	<b>720.9</b>	<b>723.3</b>	<b>728.7</b>
투자자산	8.7	7.1	7.1	7.4	7.8
금융자산	4.6	3.2	3.2	3.4	3.6
유형자산	576.8	600.1	616.4	617.5	621.8
무형자산	56.3	45.8	47.2	48.2	48.9
기타비유동자산	50.4	50.0	50.2	50.2	50.2
<b>자산총계</b>	<b>1,293.8</b>	<b>1,322.1</b>	<b>1,321.6</b>	<b>1,364.8</b>	<b>1,409.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>412.7</b>	<b>472.8</b>	<b>457.1</b>	<b>474.1</b>	<b>493.0</b>
금융부채	111.5	146.5	126.9	124.0	121.3
매입채무 등	277.3	307.9	311.6	330.9	351.8
기타유동부채	23.9	18.4	18.6	19.2	19.9
<b>비유동부채</b>	<b>155.8</b>	<b>103.6</b>	<b>93.7</b>	<b>89.0</b>	<b>79.3</b>
금융부채	154.2	98.9	88.9	83.9	73.9
기타비유동부채	1.6	4.7	4.8	5.1	5.4
<b>부채총계</b>	<b>568.5</b>	<b>576.4</b>	<b>550.8</b>	<b>563.0</b>	<b>572.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>648.5</b>	<b>661.1</b>	<b>690.0</b>	<b>722.5</b>	<b>759.6</b>
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	330.5	323.3	323.3	323.3	323.3
자본조정	(53.8)	(53.9)	(53.9)	(53.9)	(53.9)
기타포괄이익누계액	(6.9)	(5.2)	(5.2)	(5.2)	(5.2)
이익잉여금	349.6	367.8	396.8	429.2	466.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>76.8</b>	<b>84.6</b>	<b>80.8</b>	<b>79.3</b>	<b>77.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>725.3</b>	<b>745.7</b>	<b>770.8</b>	<b>801.8</b>	<b>837.3</b>
<b>순금융부채</b>	<b>228.9</b>	<b>169.5</b>	<b>164.9</b>	<b>150.1</b>	<b>135.0</b>

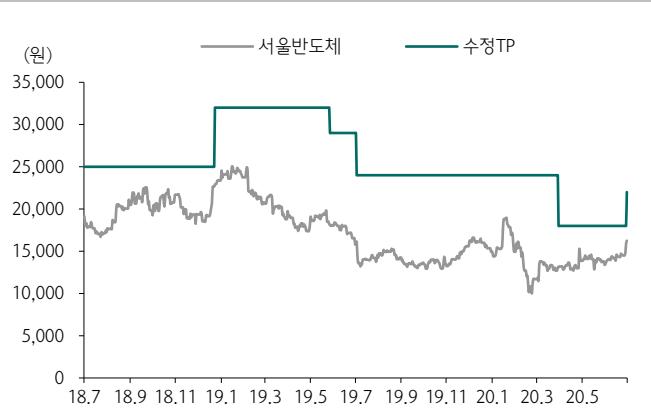
## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>103.6</b>	<b>169.5</b>	<b>112.0</b>	<b>111.2</b>	<b>108.6</b>
당기순이익	62.6	35.8	37.2	40.7	45.2
조정	116.7	93.5	77.5	84.2	78.4
감가상각비	107.0	78.3	75.9	97.0	91.3
외환거래손익	(0.9)	2.2	0.0	(13.9)	(14.2)
지분법손익	0.2	0.3	0.0	(0.1)	(0.1)
기타	10.4	12.7	1.6	1.2	1.4
영업활동	(75.7)	40.2	(2.7)	(13.7)	(15.0)
<b>자산부채 변동</b>					
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(146.4)</b>	<b>(96.2)</b>	<b>(96.8)</b>	<b>(86.2)</b>	<b>(83.3)</b>
투자자산감소(증가)	(0.5)	1.9	(0.1)	(1.0)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(141.8)	(73.5)	(73.7)	(79.1)	(76.4)
기타	(4.1)	(24.6)	(23.0)	(6.1)	(5.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>17.1</b>	<b>(50.1)</b>	<b>(38.5)</b>	<b>(16.9)</b>	<b>(21.7)</b>
금융부채증가(감소)	32.7	(20.2)	(29.6)	(7.9)	(12.7)
자본증가(감소)	(17.1)	(7.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	14.5	(5.5)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(13.0)	(17.1)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(25.5)</b>	<b>22.8</b>	<b>(25.0)</b>	<b>6.7</b>	<b>2.1</b>
Unlevered CFO	209.6	159.6	132.0	142.1	142.4
Free Cash Flow	(41.3)	95.1	38.2	32.1	32.2



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.7.30	BUY	22,000		
20.4.29	BUY	18,000	-22.75%	-11.67%
19.8.1	BUY	24,000	-40.46%	-21.04%
19.6.26	BUY	29,000	-39.55%	-36.55%
19.1.22	BUY	32,000	-34.83%	-21.72%
18.10.15	BUY	25,000	-18.54%	-9.40%
18.1.30	Neutral	27,000	-26.14%	-1.11%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 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	91.0%	9.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 0000년 0월 0일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트()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 2020년 07월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트()는 2020년 07월 30일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.