



BUY(Maintain)

목표주가: 23,000원(상향)

주가(10/26): 18,650원

시가총액: 10,874억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/26)		778.02pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,150원	10,000원
등락률	-7.4%	86.5%
수익률	절대	상대
1M	11.7%	16.0%
6M	46.9%	19.5%
1Y	38.1%	15.8%

Company Data

발행주식수	58,305 천주
일평균 거래량(3M)	1,605천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(20E)	1.3%
BPS(20E)	11,758원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,942	11,299	11,571	12,639
영업이익	949	495	653	902
EBITDA	2,019	1,278	1,451	1,649
세전이익	784	477	657	867
순이익	626	358	484	685
지배주주지분순이익	628	345	372	548
EPS(원)	1,077	592	639	940
증감률(%YoY)	55.7	-45.1	8.0	47.1
PER(배)	18.0	27.5	29.2	19.9
PBR(배)	1.74	1.43	1.59	1.49
EV/EBITDA(배)	7.2	9.2	8.8	7.4
영업이익률(%)	7.9	4.4	5.6	7.1
ROE(%)	10.1	5.3	5.5	7.8
순부채비율(%)	27.3	18.5	11.2	3.8

주: 키움증권

Price Trend



서울반도체 (046890)

미니 LED 선도적 지위 기대



3분기 매출액이 큰 폭으로 성장했고, 이는 Wicop 중심의 제품 경쟁력, 글로벌 생산 거점에 기반한 공급 안정성, 2세대 LED 특허력 등을 바탕으로 점유율이 상승한 결과다. 내년에는 Mini-LED TV 시장의 개화와 함께 TV용 매출이 큰 폭으로 증가하고, 고부가 헤드램프 매출이 확대되며, 베트남 법인의 이익 기여가 본격화되고, 코로나 환경에서 살균 기능 목적으로 UV LED 수요가 늘어날 것이다.

>>> 3분기도 호실적, Wicop 기반 점유율 상승 돋보여

3분기 영업이익은 254억원(QoQ 85%, YoY 112%)으로 당사 추정치(231억원) 및 시장 컨센서스를 상회했다.

매출액이 전년 동기 대비 큰 폭(YoY 17%)의 증가세로 돌아섰는데, TV용 매출 강세가 돋보였고, IT, 모바일, 자동차용 매출도 시장 상황에 비해 양호했다. 이는 Wicop 중심의 제품 경쟁력, 글로벌 생산 거점에 기반한 공급 안정성, 2세대 LED 특허력 등을 바탕으로 점유율이 상승한 결과로 해석된다.

연택트 환경에서 노트북, 모니터, 태블릿 등 IT 기기 수요 강세가 이어지고 있고, 업계 구조조정 효과가 가시화되며 판가가 안정화되고 있는 추세다.

베트남 법인이 전분기에 턴어라운드 성공한 이후, 가동률 상승과 함께 흑자 기조에 정착했다.

>>> Mini-LED TV 시장에서 주도적 역할 기대

3분기에 Mini-LED 초도 매출이 발생했으며, 내년에 Mini-LED TV가 프리미엄 트렌드로 자리잡는 과정에서 동사가 주도적 역할을 담당할 것으로 기대된다. Wicop이 Mini-LED에 가장 근접한 기술이고, 글로벌 TV 고객사들과 파트너십을 유지하고 있으며, 베트남 법인을 통한 안정적인 생산 기반을 보유하고 있기 때문이다. 빛의 확산을 위한 렌즈가 필요 없는 Wicop 블랙홀 기술로 차별화를 이룰 것이다.

>>> 내년 실적 개선 근거

4분기 매출액은 3,145억원(QoQ -5%, YoY 12%), 영업이익은 202억원(QoQ -21%, YoY 45%)으로 전년 대비 성장세를 이어갈 전망이다.

내년 실적 개선의 근거로서, 1) Mini-LED TV 시장의 본격 개화와 함께 TV용 매출이 큰 폭으로 증가하고, 2) 자동차 수요가 회복되는 환경에서 Wicop을 적용한 고부가 헤드램프 매출이 확대되며, 3) 베트남 법인이 생산 안정화 단계를 넘어 이익 기여가 본격화되고, 4) 코로나 상황에서 가전 제품의 살균 기능 목적으로 UV LED 수요가 늘어날 것이다. 목표주가를 23,000원으로 상향한다.

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

서울반도체 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이
매출액	2,834	2,813	2,432	2,681	3,312	23.5%	16.9%	3,050	8.6%
영업이익	120	139	60	137	254	85.2%	111.5%	231	10.0%
영업이익률	4.2%	4.9%	2.5%	5.1%	7.7%	2.6%p	3.4%p	7.6%	0.1%p
세전이익	196	13	101	130	185	42.2%	-5.3%	191	-2.9%
순이익	138	34	63	50	107	114.1%	-22.1%	120	-10.4%
순이익률	4.9%	1.2%	2.6%	1.9%	3.2%	1.4%p	-1.6%p	3.9%	-0.7%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	YoY	2020E	YoY	2021E	YoY
매출액	2,432	2,681	3,312	3,145	2,725	3,032	3,535	3,347	11,299	-5.4%	11,571	2.4%	12,639	9.2%
TV	446	557	961	816	627	762	1,037	854	2,207	0.9%	2,779	25.9%	3,280	18.0%
중대형 BLU	113	113	185	162	118	116	193	164	492	-2.0%	573	16.5%	590	2.9%
모바일	642	716	827	775	647	722	833	782	2,990	-2.6%	2,960	-1.0%	2,984	0.8%
조명(자동차 포함)	1,230	1,293	1,325	1,394	1,333	1,433	1,473	1,547	5,607	-9.3%	5,241	-6.5%	5,786	10.4%
영업이익	60	137	254	202	121	210	307	265	496	-47.7%	653	31.6%	902	38.3%
영업이익률	2.5%	5.1%	7.7%	6.4%	4.5%	6.9%	8.7%	7.9%	4.4%	-3.6%p	5.6%	1.3%p	7.1%	1.5%p
세전이익	101	130	185	241	113	201	298	256	488	-37.8%	657	34.7%	867	31.8%
순이익	63	50	107	152	71	127	188	162	371	-40.9%	372	0.3%	548	47.1%

자료: 서울반도체, 키움증권

주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

기존 LED TV BLU



자료: KIMM

Mini-LED TV 구조



자료: 키움증권

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	14,232	글로벌 Peer 평균
EBITDA	1,574	
Target EV/EBITDA	9.0	
순차입금	1,154	
적정주주가치	13,078	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	22,786	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	3,029	11,192	12,052	3,145	11,571	12,639	3.8%	3.4%	4.9%
영업이익	194	622	875	202	653	902	3.9%	4.9%	3.1%
세전이익	169	595	831	241	657	867	42.4%	10.5%	4.3%
순이익	107	342	525	152	372	548	42.1%	8.9%	4.3%
EPS(원)		587	901		639	940		8.9%	4.3%
영업이익률	6.4%	5.6%	7.3%	6.4%	5.6%	7.1%	0.0%	0.1%	-0.1%
세전이익률	5.6%	5.3%	6.9%	7.6%	5.7%	6.9%	2.1%	0.4%	0.0%
순이익률	3.5%	3.1%	4.4%	4.8%	3.2%	4.3%	1.3%	0.2%	0.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	11,942	11,299	11,571	12,639	13,613
매출원가	8,710	8,762	8,772	9,422	10,147
매출총이익	3,232	2,537	2,799	3,218	3,466
판매비	2,283	2,041	2,146	2,315	2,480
영업이익	949	495	653	902	986
EBITDA	2,019	1,278	1,451	1,649	1,681
영업외손익	-165	-18	5	-36	-23
이자수익	6	11	16	22	30
이자비용	61	75	60	55	51
외환관련이익	407	426	469	469	469
외환관련손실	376	317	397	469	469
종속 및 관계기업손익	0	-3	-3	-3	-3
기타	-141	-60	-20	0	1
법인세차감전이익	784	477	657	867	963
법인세비용	158	119	173	182	202
계속사업손익	626	358	484	685	761
당기순이익	626	358	484	685	761
지배주주순이익	628	345	372	548	609
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	7.5	-5.4	2.4	9.2	7.7
영업이익 증감률	-3.4	-47.8	31.9	38.1	9.3
EBITDA 증감률	-5.1	-36.7	13.5	13.6	1.9
지배주주순이익 증감률	55.7	-45.1	7.8	47.3	11.1
EPS 증감률	55.7	-45.1	8.0	47.1	11.1
매출총이익율(%)	27.1	22.5	24.2	25.5	25.5
영업이익률(%)	7.9	4.4	5.6	7.1	7.2
EBITDA Margin(%)	16.9	11.3	12.5	13.0	12.3
지배주주순이익률(%)	5.3	3.1	3.2	4.3	4.5

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
유동자산	6,016	6,191	6,681	7,603	8,626
현금 및 현금성자산	217	444	795	1,194	1,741
단기금융자산	151	314	324	333	343
매출채권 및 기타채권	4,073	3,862	3,955	4,320	4,653
재고자산	1,552	1,543	1,580	1,726	1,859
기타유동자산	23	28	27	30	30
비유동자산	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
자산총계	12,938	13,221	13,506	14,155	14,860
유동부채	4,127	4,728	4,757	4,949	5,122
매입채무 및 기타채무	2,773	3,079	3,158	3,399	3,623
단기금융부채	803	1,152	1,102	1,052	1,002
기타유동부채	551	497	497	498	497
비유동부채	1,558	1,036	936	836	736
장기금융부채	1,542	989	889	789	689
기타비유동부채	16	47	47	47	47
부채총계	5,685	5,764	5,693	5,785	5,858
지배지분	6,485	6,611	6,855	7,275	7,755
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	3,907	4,312	4,777
비지배지분	768	846	958	1,095	1,247
자본총계	7,253	7,457	7,813	8,370	9,002

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,036	1,695	1,234	1,165	1,216
당기순이익	626	358	484	685	761
비현금항목의 가감	1,470	1,237	1,017	964	921
유형자산감가상각비	904	612	661	653	631
무형자산감가상각비	167	171	138	94	64
지분법평가손익	-2	-3	-3	-3	-3
기타	401	457	221	220	229
영업활동자산부채증감	-757	402	-51	-269	-243
매출채권및기타채권의감소	-565	66	-93	-365	-333
재고자산의감소	-120	-114	-37	-146	-133
매입채무및기타채무의증가	-84	405	79	242	223
기타	12	45	0	0	0
기타현금흐름	-303	-302	-216	-215	-223
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	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
현금 및 현금성자산의 순증가	-255	228	350	400	546
기초현금 및 현금성자산	472	217	444	795	1,194
기말현금 및 현금성자산	217	444	795	1,194	1,741

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,077	592	639	940	1,044
BPS	11,122	11,339	11,758	12,477	13,301
CFPS	3,595	2,737	2,576	2,828	2,884
DPS	284	156	250	250	250
주가배수(배)					
PER	18.0	27.5	29.2	19.9	17.9
PER(최고)	26.2	42.6	31.5		
PER(최저)	14.6	21.3	15.2		
PBR	1.74	1.43	1.59	1.49	1.40
PBR(최고)	2.54	2.22	1.71		
PBR(최저)	1.41	1.11	0.83		
PSR	0.94	0.84	0.94	0.86	0.80
PCFR	5.4	5.9	7.2	6.6	6.5
EV/EBITDA	6.9	9.2	8.8	7.4	7.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	26.0	25.0	29.6	21.0	18.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.0	1.3	1.3	1.3
ROA	5.0	2.7	3.6	5.0	5.2
ROE	10.1	5.3	5.5	7.8	8.1
ROIC	8.0	3.9	5.7	8.5	9.3
매출채권회전율	3.1	2.8	3.0	3.1	3.0
재고자산회전율	8.2	7.3	7.4	7.6	7.6
부채비율	78.4	77.3	72.9	69.1	65.1
순차입금비율	27.3	18.5	11.2	3.8	-4.4
이자보상배율	15.6	6.6	10.9	16.4	19.5
총차입금	2,345	2,142	1,992	1,842	1,692
순차입금	1,977	1,383	873	314	-392
NOPLAT	2,019	1,278	1,451	1,649	1,681
FCF	-629	732	632	714	850

Compliance Notice

- 당사는 10월 26일 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

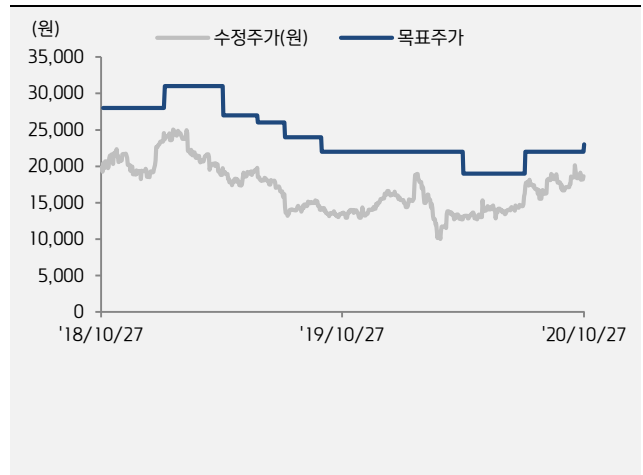
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2018/10/30	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.22	-20.18
	2018/11/28	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-27.60	-20.18
	2019/01/07	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-28.08	-20.18
	2019/01/17	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.52	-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	-21.36	-21.36
	2020/07/31	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-19.92	-8.41
	2020/10/27	BUY(Maintain)	23,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%