

서울반도체 (046890)

고생 끝에 낙이 온다

3Q20 Review: 영업이익 서프라이즈 시현

서울반도체의 20년 3분기 매출액은 3,312억원(YoY +17%, QoQ +24%), 영업이익은 254억원(YoY +112%, QoQ +85%)으로 컨센서스를 각각 8%, 34% 상회했다. 매출액이 예상보다 좋았던 이유는 언택트 수혜인 TV와 모니터의 수요가 양호해 해당 제품항 매출액이 큰 폭으로 증가했기 때문이다. 수요 자체도 좋았고, 그 안에서 시장 점유율이 확대된 것으로 추정된다. 일반조명과 자동차 매출액은 전분기대비 소폭 감소했다. 자동차 수요는 회복 기조에 있기 때문에 일반조명항 매출액이 주춤했던 것으로 추정된다. 매출액 증대 효과와 판관비 축소로 7.7%의 양호한 이익률을 시현했고, 이는 18년 4분기 10.7% 이후 가장 좋은 수익성에 해당된다.

4Q20 Preview: 외형 성장 구간으로 진입

서울반도체의 20년 4분기 매출액은 3,110억원(YoY +11%, QoQ -6%), 영업이익은 180억원(YoY +30%, QoQ -30%)으로 전망한다. 20년 2분기에 6개 분기만에 전년동기대비 증익으로 돌아섰고, 20년 3분기에는 7개 분기만에 전년동기대비 외형성장을 시현했다. 20년 4분기 및 2021년 연간으로도 전년동기대비 실적 증가를 지속할 것으로 추정된다. TV, 모니터, 스마트폰 내에서 서울반도체의 차별화된 제품 중심으로 점유율이 확대되었고, 일반조명/자동차항 매출이 재성장 구간으로 진입할 것으로 기대되기 때문이다.

실적 증가 구간에서 주가는 항상 양호

서울반도체에 대한 투자 의견 'BUY' 를 유지하고, 목표주가를 25,000원으로 상향한다. 2021년 추정BPS에 Target PBR 1.95배를 적용했다. 이는 17년 하반기에 있었던 고평가 구간을 제외하고 지난 5년간 밴드 상단에 해당한다. 서울반도체의 실적이 20년 2분기 포함 7개 분기 연속 전년동기대비 증익 구간으로 진입할 가능성이 높다는 판단이다. 글로벌 경쟁업체들과의 각종 특허에서 승소중이고 미중 무역분쟁, 코로나19 이후에 글로벌 고객사들의 문의가 늘어나고 있는 부분은 긍정적이다. 21년 1분기 중에 미니LED 매출액이 발생해 연간으로 10% 비중을 차지하면 외형 성장 가시성은 보다 높아진다. 서울반도체와 같은 고멀티플 종목은 외형 성장과 증익을 보여줘야 주가가 상승하는데, 현재 그 구간으로 진입해 있다는 판단이다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 25,000원(상향) | CP(10월26일): 18,650원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	778.02
52주 최고/최저(원)	20,150/10,000
시가총액(십억원)	1,087.4
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	58,305.4
60일 평균 거래량(천주)	1,605,523.6
60일 평균 거래대금(십억원)	28.5
20년 배당금(예상,원)	156
20년 배당수익률(예상,%)	0.84
외국인지분율(%)	12.33
주요주주 지분율(%)	
이정훈 외 2인	31.00
국민연금공단	6.27
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.7 46.9 38.1
상대	16.0 19.5 15.8

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,118.9	1,221.3
영업이익(십억원)	57.9	77.5
순이익(십억원)	42.3	57.9
EPS(원)	697	972
BPS(원)	12,077	12,822

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,194.2	1,129.9	1,153.5	1,252.1	1,342.6
영업이익	십억원	94.9	49.5	63.1	80.7	90.1
세전이익	십억원	78.4	47.7	63.1	73.1	83.0
순이익	십억원	62.8	34.5	29.8	35.3	39.5
EPS	원	1,077	592	512	605	678
증감율	%	55.64	(45.03)	(13.51)	18.16	12.07
PER	배	17.97	27.45	36.43	30.83	27.51
PBR	배	1.69	1.40	1.52	1.47	1.41
EV/EBITDA	배	7.10	9.40	9.29	8.38	7.94
ROE	%	10.10	5.27	4.39	4.96	5.34
BPS	원	11,430	11,644	12,275	12,726	13,251
DPS	원	284	156	156	156	156



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 김정연

02-3771-7056

Junghyun.kim@hanafn.com

표 1. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21	4Q21	2019	2020F	2021F
매출액	243.2	268.1	331.2	311.0	280.8	296.4	336.7	338.1	1,129.8	1,093.8	1342.6
YoY	-13.7%	-5.4%	16.9%	10.6%	15.5%	10.6%	1.7%	8.7%	-5.4%	-3.2%	16.4%
QoQ	-13.5%	10.2%	23.5%	-6.1%	-9.7%	5.5%	13.6%	0.4%			
모바일	38.4	38.8	51.9	51.1	44.2	45.0	56.3	59.9	202.7	171.0	205.4
IT	27.7	37.5	58.7	47.9	44.3	49.0	60.2	55.9	160.0	143.1	209.4
TV	57.0	68.2	100.8	86.7	65.0	64.8	70.0	75.0	237.9	261.7	274.8
조명/자동차	120.1	123.5	119.8	125.3	127.3	137.7	150.1	147.3	529.1	518.0	562.4
매출비중											
모바일	15.8%	14.5%	15.7%	16.4%	15.7%	15.2%	16.7%	17.7%	17.9%	15.6%	15.3%
IT	11.4%	14.0%	17.7%	15.4%	15.8%	16.5%	17.9%	16.5%	14.2%	13.1%	15.6%
TV	23.4%	25.4%	30.4%	27.9%	23.2%	21.8%	20.8%	22.2%	21.1%	23.9%	20.5%
조명/자동차	49.4%	46.1%	36.2%	40.3%	45.3%	46.5%	44.6%	43.6%	46.8%	47.4%	41.9%
영업이익	5.7	13.7	25.4	18.0	15.6	17.7	26.5	20.9	49.6	49.9	80.7
영업이익률	2.4%	5.1%	7.7%	5.8%	5.6%	6.0%	7.9%	6.2%	4.4%	4.6%	6.0%

자료: 서울반도체, 하나금융투자

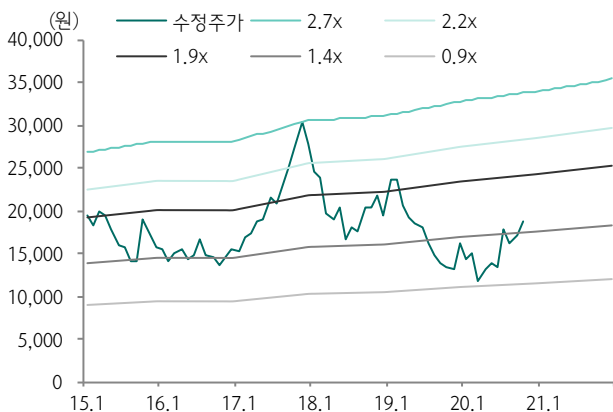
표 2. 서울반도체의 분기 실적 전망 (수정 전)

(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	1,161.3
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%

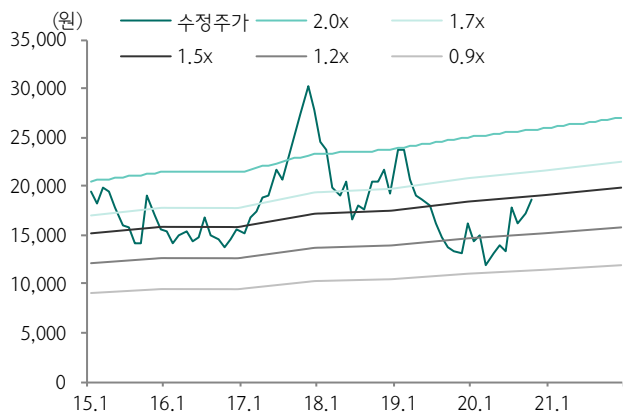
자료: 서울반도체, 하나금융투자

그림 1. 12M Fwd PBR 밴드(17년 고평가 구간 포함)



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 12M Fwd PBR 밴드(17년 고평가 구간 제외)



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,194.2	1,129.9	1,153.5	1,252.1	1,342.6
매출원가	871.0	876.2	924.9	997.0	1,066.8
매출총이익	323.2	253.7	228.6	255.1	275.8
판매비	228.3	204.1	165.5	174.4	185.8
영업이익	94.9	49.5	63.1	80.7	90.1
금융손익	(3.8)	4.3	4.9	(2.6)	(2.1)
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.3)	0.3	(5.0)	(5.0)
기타영업외손익	(12.7)	(5.8)	(5.1)	0.0	0.0
세전이익	78.4	47.7	63.1	73.1	83.0
법인세	15.8	11.9	15.7	17.0	20.2
계속사업이익	62.6	35.8	47.4	56.0	62.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	62.6	35.8	47.4	56.0	62.8
비배주주지분 손익	(0.2)	1.3	17.6	20.8	23.2
지배주주순이익	62.8	34.5	29.8	35.3	39.5
지배주주지분포괄이익	62.8	36.3	37.9	38.5	43.2
NOPAT	75.8	37.2	47.4	61.9	68.1
EBITDA	201.9	127.8	143.7	158.4	166.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.55	(5.38)	2.09	8.55	7.23
NOPAT증가율	17.16	(50.92)	27.42	30.59	10.02
EBITDA증가율	(5.12)	(36.70)	12.44	10.23	4.99
영업이익증가율	(3.46)	(47.84)	27.47	27.89	11.65
(지배주주)순이익증가율	55.83	(45.06)	(13.62)	18.46	11.90
EPS증가율	55.64	(45.03)	(13.51)	18.16	12.07
수익성(%)					
매출총이익률	27.06	22.45	19.82	20.37	20.54
EBITDA이익률	16.91	11.31	12.46	12.65	12.39
영업이익률	7.95	4.38	5.47	6.45	6.71
계속사업이익률	5.24	3.17	4.11	4.47	4.68

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	601.6	619.1	700.7	763.8	844.1
금융자산	36.8	75.9	100.2	111.9	145.1
현금성자산	21.7	44.4	32.8	44.2	77.1
매출채권	339.6	329.0	363.7	394.8	423.3
재고자산	155.2	154.3	170.6	185.2	198.6
기타유동자산	70.0	59.9	66.2	71.9	77.1
비유동자산	692.2	703.0	714.5	714.3	718.4
투자자산	8.7	7.1	31.0	31.4	31.9
금융자산	6.7	5.3	29.0	29.3	29.6
유형자산	576.8	600.1	602.4	611.2	621.8
무형자산	56.3	45.8	35.7	26.0	19.2
기타비유동자산	50.4	50.0	45.4	45.7	45.5
자산총계	1,293.8	1,322.1	1,415.2	1,478.0	1,562.5
유동부채	412.7	472.8	502.9	518.9	549.8
금융부채	111.5	146.5	138.0	123.5	126.4
매입채무	183.0	230.5	254.8	276.5	296.5
기타유동부채	118.2	95.8	110.1	118.9	126.9
비유동부채	155.8	103.6	101.1	101.6	102.0
금융부채	154.2	98.9	96.0	96.0	96.0
기타비유동부채	1.6	4.7	5.1	5.6	6.0
부채총계	568.5	576.4	604.1	620.5	651.8
지배주주지분	648.5	661.1	698.0	724.3	754.8
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	330.5	323.3	325.5	325.5	325.5
자본조정	(53.8)	(53.9)	(46.9)	(46.9)	(46.9)
기타포괄이익누계액	(6.9)	(5.2)	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	349.6	367.8	388.8	415.1	445.7
비배주주지분	76.8	84.6	113.2	133.2	155.7
자본총계	725.3	745.7	811.2	857.5	910.5
순금융부채	228.9	169.5	133.8	107.5	77.3

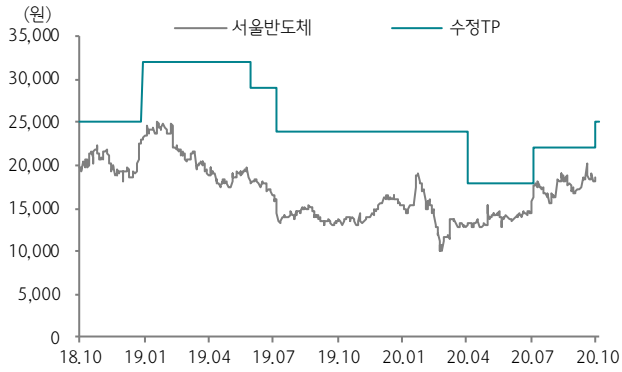
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,077	592	512	605	678
BPS	11,430	11,644	12,275	12,726	13,251
CFPS	3,595	2,737	2,757	2,632	2,767
EBITDAPS	3,463	2,193	2,464	2,717	2,853
SPS	20,481	19,379	19,783	21,475	23,027
DPS	284	156	156	156	156
주가지표(배)					
PER	17.97	27.45	36.43	30.83	27.51
PBR	1.69	1.40	1.52	1.47	1.41
PCR	5.38	5.94	6.76	7.09	6.74
EV/EBITDA	7.10	9.40	9.29	8.38	7.94
PSR	0.94	0.84	0.94	0.87	0.81
재무비율(%)					
ROE	10.10	5.27	4.39	4.96	5.34
ROA	4.98	2.64	2.18	2.44	2.60
ROIC	8.55	4.05	5.28	6.78	7.29
부채비율	78.39	77.30	74.47	72.36	71.59
순부채비율	31.56	22.74	16.49	12.54	8.49
이자보상배율(배)	15.62	6.62	13.18	17.82	20.42

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	103.6	169.5	116.1	113.4	120.3
당기순이익	62.6	35.8	47.4	56.0	62.8
조정	12	9	10	8	8
감가상각비	107.0	78.3	80.6	77.8	76.3
외환거래손익	(0.9)	2.2	(1.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.2	0.3	(0.3)	0.0	0.0
기타	(94.3)	(71.8)	(69.2)	(69.8)	(68.3)
영업활동 자산부채 변동	(75.7)	40.2	(28.1)	(20.4)	(18.7)
투자활동 현금흐름	(146.4)	(96.2)	(122.1)	(78.6)	(81.5)
투자자산감소(증가)	(0.5)	1.9	(23.6)	(1.2)	(1.2)
자본증가(감소)	(141.8)	(73.5)	(58.2)	(77.0)	(80.0)
기타	(4.1)	(24.6)	(40.3)	(0.4)	(0.3)
재무활동 현금흐름	17.1	(50.1)	(5.2)	(23.4)	(6.1)
금융부채증가(감소)	32.7	(20.2)	(11.4)	(14.5)	2.9
자본증가(감소)	(17.1)	(7.3)	2.2	0.0	0.0
기타재무활동	14.5	(5.5)	13.0	0.1	0.0
배당지급	(13.0)	(17.1)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
현금의 증감	(25.5)	22.8	(11.7)	11.4	32.9
Unlevered CFO	209.6	159.6	160.7	153.4	161.3
Free Cash Flow	(41.3)	95.1	55.9	36.4	40.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서울반도체



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.26	BUY	25,000		
20.7.30	BUY	22,000	-19.53%	-8.41%
20.4.29	BUY	18,000	-22.48%	-9.72%
19.8.1	BUY	24,000	-40.49%	-21.04%
19.6.26	BUY	29,000	-39.81%	-36.55%
19.1.22	BUY	32,000	-34.97%	-21.72%
18.5.2	BUY	25,000	-21.64%	-8.40%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.88%	8.12%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박상원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박상원)는 2020년 10월 26일 현재 해당회사의 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.