



BUY(Maintain)

목표주가: 25,000원(상향)

주가(4/15): 19,100원

시가총액: 11,136억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/15)		1,013.90pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,100원	12,700원
등락률	-13.6%	50.4%
수익률	절대	상대
1M	1.3%	-7.4%
6M	1.3%	-15.6%
1Y	48.1%	-10.9%

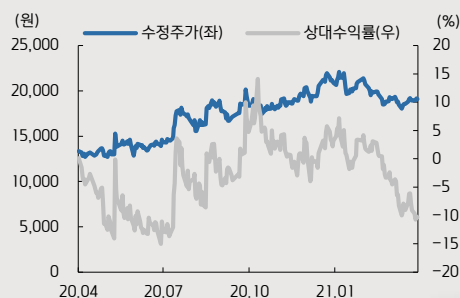
Company Data

발행주식수	58,305 천주
일평균 거래량(3M)	574천주
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(21E)	1.0%
BPS(21E)	12,266원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	11,299	11,531	13,831	15,377
영업이익	495	597	968	1,142
EBITDA	1,278	1,396	1,724	1,842
세전이익	477	357	947	1,137
순이익	358	290	748	898
지배주주지분순이익	345	178	524	611
EPS(원)	592	305	898	1,048
증감률(%YoY)	-45.1	-48.5	194.7	16.7
PER(배)	27.5	67.5	21.3	18.2
PBR(배)	1.43	1.75	1.55	1.46
EV/EBITDA(배)	9.2	10.3	7.8	7.1
영업이익률(%)	4.4	5.2	7.0	7.4
ROE(%)	5.3	2.6	7.5	8.3
순차입금비율(%)	18.5	16.0	11.9	4.0

Price Trend



실적 점검

서울반도체 (046890)

성장의 해, 출발이 좋다



공급과잉이 만연했던 LED 업계도 공급부족 가능성이 제기된다. 팬데믹 이후 이연 수요와 더불어 Mini-LED 확산이 수급 상황을 빠듯하게 만들 것이다. 가격 인상 시도가 감지된다. 2분기부터 Mini-LED 모멘텀이 본격화될 것이다. Mini-LED 양산 능력을 갖춘 업체는 5개 정도에 국한되며, 동사가 프리미엄 TV 내 선도적 지위를 이어갈 것이다. 1분기 실적은 기대치를 충족시키고, 2분기부터 성장이 빨라질 것이다.

>>> 1분기 실적 기대치 충족 예상, LED 가격 안정화 긍정적

1분기 영업이익은 192억원(QoQ 32%, YoY 221%)으로 시장 기대치를 충족시킬 전망이다. 앞서 잠정 발표한 매출액은 3,120억원(QoQ 0.5%, YoY 28%)으로 전년 동기 대비 큰 폭으로 증가했다. TV 수요 강세 속에서 자동차 램프 매출이 확대되면서 Wicop 위주의 제품 Mix가 개선됐고, 베트남 생산라인이 안정화됨에 따라 이익 기여가 확대되고 있다.

수년간 공급 과잉을 겪었던 LED 업계도 팬데믹 이후 이연 수요와 노트북, 태블릿, TV 등의 Mini-LED 채용 기조에 따라 수급 상황이 빠듯하게 변모했고, 1분기에 업체별로 LED 칩 가격을 5~10% 인상하는 시도가 있었다.

2분기는 언택트 기기 수요 호조와 함께 TV용 Mini-LED 모멘텀이 본격화될 예정이다. Micro-LED도 상업용 디스플레이에 공급을 시작하며 기술력 우위를 입증할 것이다. 2분기 매출액은 3,393억원(QoQ 9%, YoY 27%), 영업이익은 241억원(QoQ 26%, YoY 76%)으로 추정된다.

>>> Mini-LED 모멘텀 본격화, 선도적 지위 기대

Mini-LED TV는 TV BLU 매출이 3~5배 증가할 수 있는 기회가 될 것이다. TrendForce에 따르면, 올해 TV용 Mini-LED 칩 시장은 2.7억달러 규모로 전망된다. High-end급 Mini-LED TV는 대당 16,000~20,000개 LED 칩을 탑재하고, 2,000개의 로컬디밍 존으로 분할되며, 보급형 Mini-LED TV는 대당 10,000~12,000개의 칩을 탑재하고, 500개 로컬디밍 존을 가진다. 보급형 Mini-LED BLU 원가는 직하형 LCD BLU 대비 30~50% 높은 수준에서 성능 대비 가격 경쟁력을 갖추게 될 것이다.

Mini-LED 칩 공급 역량을 갖춘 업체는 한국의 서울반도체, 중국의 San'an, HC SemiTek, 대만의 Epistar, Lextar 등에 국한돼 있다. 동사는 Wicop 블랙홀 기술을 내세워 프리미엄 TV 시장의 선도적 지위를 이어갈 것이다.

고부가인 자동차 조명 분야에서는 지난해 아우디 A4 헤드램프용으로 Wicop Bi-color(2 in 1) 솔루션을 공급한 바 있고, 올해 공급 모델 확대가 기대된다. 동사는 지난해를 경과하며 매출액 기준 글로벌 LED Top 3로 도약했다. 목표주가를 25,000원으로 상향한다.

서울반도체 실적 전망

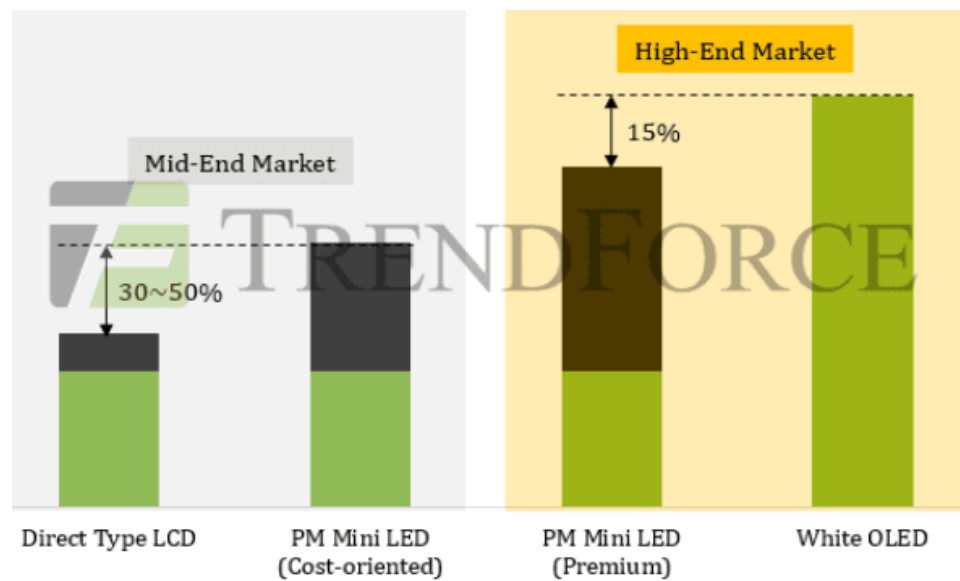
(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	YoY	2021E	YoY	2022E	YoY
매출액	2,432	2,681	3,312	3,105	3,120	3,393	3,779	3,538	11,531	2.0%	13,831	19.9%	15,377	11.2%
TV	446	557	961	754	809	906	1,126	872	2,717	23.1%	3,712	36.6%	4,276	15.2%
중대형 BLU	113	113	185	158	171	162	191	165	569	15.7%	689	21.0%	715	3.8%
모바일	642	716	827	756	667	743	817	756	2,941	-1.6%	2,983	1.4%	3,007	0.8%
조명(자동차 포함)	1,230	1,293	1,325	1,436	1,472	1,583	1,645	1,746	5,284	-5.8%	6,445	22.0%	7,379	14.5%
영업이익	60	137	254	146	192	241	301	233	597	20.3%	968	62.2%	1,142	18.0%
영업이익률	2.5%	5.1%	7.7%	4.7%	6.2%	7.1%	8.0%	6.6%	5.2%	0.8%p	7.0%	1.8%p	7.4%	0.4%p
세전이익	101	130	185	-60	187	236	296	228	357	-26.8%	947	165.1%	1,137	20.1%
순이익	63	50	107	-43	103	131	164	126	178	-52.2%	524	194.7%	611	16.7%

자료: 서울반도체, 키움증권

주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

Mini-LED BLU 원가 비교



자료: TrendForce

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	15,520	글로벌 Peer 평균
EBITDA	1,724	
Target EV/EBITDA	9.0	
순차입금	1,265	
적정주주가치	14,255	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	24,838	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
매출액	2,725	12,658	13,633	3,120	13,831	15,377	14.5%	9.3%	12.8%
영업이익	121	878	960	192	968	1,142	58.2%	10.2%	19.0%
세전이익	112	841	935	187	947	1,137	66.4%	12.5%	21.6%
순이익	67	498	554	103	524	611	55.3%	5.0%	10.3%
EPS(원)		855	950		898	1,048		5.0%	10.3%
영업이익률	4.5%	6.9%	7.0%	6.2%	7.0%	7.4%	1.7%	0.1%	0.4%
세전이익률	4.1%	6.6%	6.9%	6.0%	6.8%	7.4%	1.9%	0.2%	0.5%
순이익률	2.4%	3.9%	4.1%	3.3%	3.8%	4.0%	0.9%	-0.2%	-0.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	11,299	11,531	13,831	15,377	16,871
매출원가	8,762	9,244	10,866	12,027	13,162
매출총이익	2,537	2,286	2,965	3,350	3,710
판매비	2,041	1,690	1,997	2,208	2,413
영업이익	495	597	968	1,142	1,297
EBITDA	1,278	1,396	1,724	1,842	1,942
영업외손익	-18	-239	-21	-5	15
이자수익	11	23	23	34	50
이자비용	75	48	43	38	34
외환관련이익	426	512	376	376	376
외환관련손실	317	675	376	376	376
종속 및 관계기업손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	-60	-50	0	0	0
법인세차감전이익	477	357	947	1,137	1,312
법인세비용	119	67	199	239	276
계속사업손익	358	290	748	898	1,037
당기순이익	358	290	748	898	1,037
지배주주순이익	345	178	524	611	705
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.4	2.1	19.9	11.2	9.7
영업이익 증감율	-47.8	20.6	62.1	18.0	13.6
EBITDA 증감율	-36.7	9.2	23.5	6.8	5.4
지배주주순이익 증감율	-45.1	-48.4	194.4	16.6	15.4
EPS 증감율	-45.1	-48.5	194.7	16.7	15.4
매출총이익율(%)	22.5	19.8	21.4	21.8	22.0
영업이익률(%)	4.4	5.2	7.0	7.4	7.7
EBITDA Margin(%)	11.3	12.1	12.5	12.0	11.5
지배주주순이익률(%)	3.1	1.5	3.8	4.0	4.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,191	6,482	7,658	8,849	10,169
현금 및 현금성자산	444	348	394	819	1,397
단기금융자산	314	454	468	482	496
매출채권 및 기타채권	3,861	4,084	4,899	5,447	5,976
재고자산	1,543	1,500	1,799	2,000	2,194
기타유동자산	29	96	98	101	106
비유동자산	7,030	6,819	6,534	6,213	5,874
투자자산	71	205	210	215	221
유형자산	6,001	5,798	5,613	5,359	5,062
무형자산	458	392	281	203	149
기타비유동자산	500	424	430	436	442
자산총계	13,221	13,302	14,193	15,062	16,043
유동부채	4,728	5,035	5,400	5,605	5,800
매입채무 및 기타채무	3,079	3,173	3,685	4,037	4,378
단기금융부채	1,152	1,755	1,605	1,455	1,305
기타유동부채	497	107	110	113	117
비유동부채	1,036	359	309	259	209
장기금융부채	989	312	262	212	162
기타비유동부채	47	47	47	47	47
부채총계	5,764	5,394	5,709	5,864	6,009
지배지분	6,611	6,838	7,189	7,617	8,121
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	3,233	3,248	3,248	3,248	3,248
기타자본	-539	-387	-387	-387	-387
기타포괄손익누계액	-52	-82	-140	-199	-258
이익잉여금	3,678	3,767	4,177	4,664	5,227
비지배지분	846	1,070	1,294	1,582	1,913
자본총계	7,457	7,908	8,483	9,198	10,034

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,695	898	904	1,192	1,284
당기순이익	358	290	748	898	1,037
비현금항목의 가감	1,237	1,325	976	944	906
유형자산감가상각비	612	668	646	623	591
무형자산감가상각비	171	131	111	78	54
지분법평가손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	457	527	220	244	262
영업활동자산부채증감	402	-565	-602	-408	-399
매출채권및기타채권의감소	66	-498	-815	-548	-529
재고자산의감소	-114	-219	-299	-201	-194
매입채무및기타채무의증가	405	371	512	352	341
기타	45	-219	0	-11	-17
기타현금흐름	-302	-152	-218	-242	-260
투자활동 현금흐름	-962	-921	-480	-388	-315
유형자산의 취득	-744	-576	-460	-368	-295
유형자산의 처분	9	20	0	0	0
무형자산의 순취득	-60	-52	0	0	0
투자자산의감소(증가)	13	-136	-6	-6	-6
단기금융자산의감소(증가)	-163	-140	-14	-14	-14
기타	-17	-37	0	0	0
재무활동 현금흐름	-501	-73	-289	-313	-325
차입금의 증가(감소)	-304	8	-200	-200	-200
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-128	0	0	0
배당금지급	-171	-97	-89	-113	-125
기타	-26	144	0	0	0
기타현금흐름	-4	0	-89	-65	-65.52
현금 및 현금성자산의 순증가	228	-96	46	425	579
기초현금 및 현금성자산	217	444	348	394	819
기말현금 및 현금성자산	444	348	394	819	1,397

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	592	305	898	1,048	1,209
BPS	11,339	11,728	12,331	13,064	13,929
CFPS	2,737	2,771	2,958	3,160	3,331
DPS	156	157	200	220	250
주가배수(배)					
PER	27.5	67.5	21.3	18.2	15.8
PER(최고)	42.6	68.9	25.3		
PER(최저)	21.3	32.0	20.1		
PBR	1.43	1.75	1.55	1.46	1.37
PBR(최고)	2.22	1.79	1.85		
PBR(최저)	1.11	0.83	1.46		
PSR	0.84	1.04	0.81	0.72	0.66
PCFR	5.9	7.4	6.5	6.0	5.7
EV/EBITDA	9.2	10.3	7.8	7.1	6.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.0	30.7	15.2	13.9	13.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.8	1.0	1.2	1.3
ROA	2.7	2.2	5.4	6.1	6.7
ROE	5.3	2.6	7.5	8.3	9.0
ROIC	3.9	6.0	8.5	9.9	11.1
매출채권회전율	2.8	2.9	3.1	3.0	3.0
재고자산회전율	7.3	7.6	8.4	8.1	8.0
부채비율	77.3	68.2	67.3	63.8	59.9
순차입금비율	18.5	16.0	11.9	4.0	-4.3
이자보상배율	6.6	12.5	22.5	29.7	38.3
총차입금	2,142	2,067	1,867	1,667	1,467
순차입금	1,383	1,265	1,006	367	-427
NOPLAT	1,278	1,396	1,724	1,842	1,942
FCF	732	147	459	826	976

Compliance Notice

- 당사는 4월 15일 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

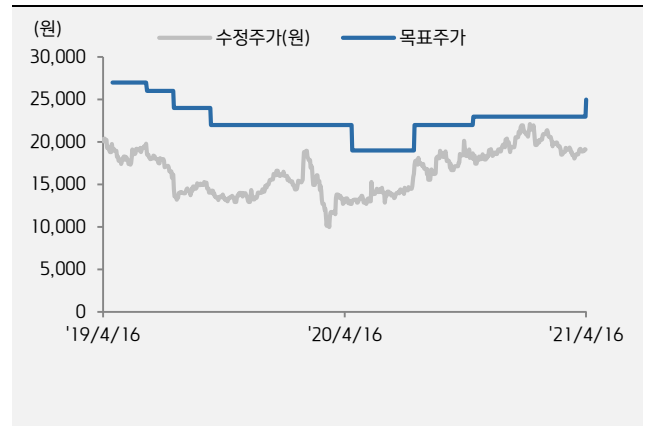
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	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	-21.52	-19.35
	2020/11/20	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-18.58	-11.30
	2020/12/23	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-15.00	-3.91
	2021/04/16	BUY(Maintain)	25,000원	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%