



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원(하향)

주가(11/5): 15,000원

시가총액: 8,746억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisana@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/5)		1,001.35pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,100원	14,100원
등락률	-32.1%	6.4%
수익률	절대	상대
1M	3.4%	-1.3%
6M	-20.0%	-22.7%
1Y	-18.0%	-30.8%

Company Data

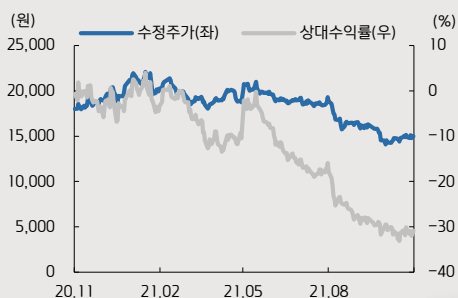
발행주식수	58,305 천주
일평균 거래량(3M)	402천주
외국인 지분율	7.8%
배당수익률(21E)	1.3%
BPS(21E)	12,548원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	11,299	11,531	13,101	14,653
영업이익	495	597	876	1,033
EBITDA	1,278	1,396	1,632	1,761
세전이익	477	357	1,057	1,018
순이익	358	290	874	804
지배주주지분순이익	345	178	650	547
EPS(원)	592	305	1,114	938
증감률(%YoY)	-45.1	-48.5	265.7	-15.8
PER(배)	27.5	67.5	13.3	15.8
PBR(배)	1.43	1.75	1.18	1.13
EV/EBITDA(배)	9.2	10.3	6.7	6.2
영업이익률(%)	4.4	5.2	6.7	7.0
ROE(%)	5.3	2.6	9.2	7.3
순차입금비율(%)	18.5	16.0	10.6	7.9

주: 키움증권

Price Trend



서울반도체 (046890)

미니와 마이크로 LED, 늦더라도 확실하다



3분기 실적이 예상치를 밑돌았고, TV 수요 둔화, Mini-LED TV 보급 지연, 자동차 생산 차질 영향을 피하기 어려웠다. 부품난과 생산 차질 이슈가 완화되고 나면, 내년에 기대할 수 있는 모멘텀으로서 Mini-LED와 Micro-LED 성과가 본격적으로 확대되고, LED 업계 경쟁 강도가 완화됨에 따라 안정적인 판가 추이가 이어지며, 헤드램프를 중심으로 자동차 조명 성과가 확대될 것이다.

>>> 3분기 실적 예상치 하회, TV 수요 둔화, 자동차 생산 차질 영향

3분기 영업이익은 240억원(QoQ 3%, YoY -6%)으로 시장 컨센서스(277억원)를 하회했다.

TV BLU용 LED는 언택트 홈엔터테인먼트 수요 둔화, OLED TV의 약진, LCD 패널 가격이 촉발한 TV 판가 상승 영향으로 LCD TV 수요가 위축되면서 성수기 효과가 희석됐다. 특히 차세대 제품군으로 기대가 큰 Mini-LED의 경우 패널 가격 강세, 주요 부품 조달 차질, 보급형 Line-up 부족 등으로 인해 TV 고객사들의 출하량이 당초 예상보다 부진한 것으로 파악되고 있다.

자동차용 LED는 차량용 반도체 수급난과 OEM 생산 차질 영향이 불가피했다. 반면에 LED 판가는 안정적인 기초를 유지하고 있어 전방 상황 악화에도 불구하고 선방할 수 있었다.

>>> 내년 Mini 및 Micro-LED 성과 확대

4분기 매출액은 3,226억원(QoQ -5%, YoY 4%), 영업이익은 190억원(QoQ -21%, YoY 30%)으로 추정된다. IT 제품군의 계절적 비수기 진입과 함께 완성차 생산 차질 영향이 이어질 것이다.

올해 큰 폭의 실적 개선에도 불구하고 하반기에 언택트 기기 수요 둔화와 Mini-LED TV 보급 지연 등으로 인해 주가 하락폭이 컸다.

부품난과 생산 차질 이슈가 완화되고 나면, 내년에 기대할 수 있는 모멘텀으로서 1) Mini-LED와 Micro-LED 성과가 본격적으로 확대되고, 2) LED 업계 경쟁 강도가 완화됨에 따라 안정적인 판가 추이가 이어지며, 3) 헤드램프를 중심으로 자동차 조명 성과가 확대될 것이다.

Mini-LED는 3분기부터 선두권 TV 고객사들 대상으로 공급을 시작했다. 글로벌 1위 TV사는 내년 프리미엄 TV 전략의 중심에 Mini-LED TV를 내세울 것으로 예상된다. LCD 패널 가격이 하락세로 전환함에 따라 출하량 측면에서 더욱 우호적일 것이다.

Micro-LED는 해외 고객 대상 초대형 사이니지용으로 출하가 시작했다. 내년에 화소 간격(Pixel Pitch)을 0.24mm까지 줄인 초소형 제품(MC02)을 출시할 예정이고, 향후 메타버스용 확장현실(XR) 기기에도 활용될 것으로 기대된다. 조명용은 SunLike, Wicop, Red LED 제품군을 내세워 프리미엄 실내조명, High Power 옥외용, 원예용 시장 공략을 강화할 계획이다.

서울반도체 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이
매출액	3,312	3,105	3,104	3,368	3,403	1.0%	2.7%	3,605	-5.6%
영업이익	254	146	213	233	240	3.0%	-5.6%	302	-20.6%
영업이익률	7.7%	4.7%	6.9%	6.9%	7.0%	0.1%p	-0.6%p	8.4%	-1.3%p
세전이익	185	-60	310	213	341	60.3%	83.9%	295	15.6%
순이익	107	-43	175	132	235	77.7%	118.8%	163	44.3%
순이익률	3.2%	-1.4%	5.6%	3.9%	6.9%	3.0%p	3.7%p	4.5%	2.4%p

자료: 서울반도체, 키움증권

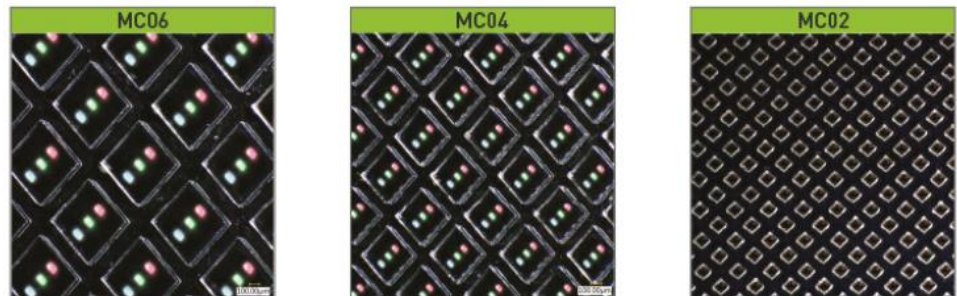
서울반도체 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	YoY	2021E	YoY	2022E	YoY
매출액	3,104	3,368	3,403	3,226	3,346	3,658	3,922	3,727	11,531	2.0%	13,101	13.6%	14,653	11.8%
TV & 모니터	950	970	1,080	1,094	1,129	1,203	1,338	1,287	4,070	84.4%	4,094	0.6%	4,956	21.1%
모바일 등	870	970	990	863	858	930	1,025	898	3,070	2.7%	3,693	20.3%	3,710	0.5%
일반조명	840	940	930	843	950	1,075	1,036	947	3,010	-21.8%	3,553	18.0%	4,009	12.8%
자동차	450	490	410	426	409	450	522	595	1,380	-34.6%	1,776	28.7%	1,977	11.3%
영업이익	213	233	240	190	226	268	308	231	597	20.3%	876	46.8%	1,033	17.9%
영업이익률	6.9%	6.9%	7.0%	5.9%	6.8%	7.3%	7.8%	6.2%	5.2%	0.8%p	6.7%	1.5%p	7.0%	0.4%p
세전이익	310	213	341	193	223	264	304	227	357	-26.8%	1,057	195.9%	1,018	-3.7%
순이익	175	132	235	107	120	142	163	122	178	-52.2%	650	265.7%	547	-15.8%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 Micro-LED Line-up



자료: 서울반도체

Micro-LED 적용 분야: 사이니지



자료: 서울반도체

Micro-LED 적용 분야: XR기기



자료: 서울반도체

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward		
영업가치	14,734		글로벌 Peer 평균
EBITDA	1,637		
Target EV/EBITDA	9.0		
순차입금	2,160		
적정주가가치	12,574		
수정발행주식수	57,392		
이론주가	21,908		

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q21E	2021E	2022E	4Q21E	2021E	2022E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	3,487	13,828	15,455	3,226	13,101	14,653	-7.5%	-5.3%	-5.2%
영업이익	244	997	1,165	190	876	1,033	-22.1%	-12.1%	-11.3%
세전이익	237	1,079	1,163	193	1,057	1,018	-18.6%	-2.1%	-12.4%
순이익	131	602	625	107	650	547	-18.6%	7.9%	-12.4%
EPS(원)		1,033	1,071		1,114	938		7.9%	-12.4%
영업이익률	7.0%	7.2%	7.5%	5.9%	6.7%	7.0%	-1.1%	-0.5%	-0.5%
세전이익률	6.8%	7.8%	7.5%	6.0%	8.1%	6.9%	-0.8%	0.3%	-0.6%
순이익률	3.8%	4.4%	4.0%	3.3%	5.0%	3.7%	-0.4%	0.6%	-0.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	11,299	11,531	13,101	14,653	16,077
매출원가	8,762	9,244	10,331	11,512	12,599
매출총이익	2,537	2,286	2,771	3,140	3,478
판관비	2,041	1,690	1,895	2,108	2,305
영업이익	495	597	876	1,033	1,173
EBITDA	1,278	1,396	1,632	1,761	1,891
영업외손익	-18	-239	181	-14	-9
이자수익	11	23	25	25	25
이자비용	75	48	43	38	34
외환관련이익	426	512	362	326	326
외환관련손실	317	675	274	326	326
종속 및 관계기업손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	-60	-50	112	0	1
법인세차감전이익	477	357	1,057	1,018	1,163
법인세비용	119	67	183	214	244
계속사업손익	358	290	874	804	919
당기순이익	358	290	874	804	919
지배주주순이익	345	178	650	547	625
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.4	2.1	13.6	11.8	9.7
영업이익 증감율	-47.8	20.6	46.7	17.9	13.6
EBITDA 증감율	-36.7	9.2	16.9	7.9	7.4
지배주주순이익 증감율	-45.1	-48.4	265.2	-15.8	14.3
EPS 증감율	-45.1	-48.5	265.7	-15.8	14.3
매출총이익율(%)	22.5	19.8	21.2	21.4	21.6
영업이익률(%)	4.4	5.2	6.7	7.0	7.3
EBITDA Margin(%)	11.3	12.1	12.5	12.0	11.8
지배주주순이익률(%)	3.1	1.5	5.0	3.7	3.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,191	6,482	7,400	8,135	8,856
현금 및 현금성자산	444	348	488	455	469
단기금융자산	314	454	468	482	496
매출채권 및 기타채권	3,861	4,084	4,641	5,190	5,695
재고자산	1,543	1,500	1,704	1,906	2,091
기타유동자산	29	96	99	102	105
비유동자산	7,030	6,819	6,764	6,807	6,935
투자자산	71	205	210	215	221
유형자산	6,001	5,798	5,843	5,952	6,123
무형자산	458	392	281	203	149
기타비유동자산	500	424	430	437	442
자산총계	13,221	13,302	14,164	14,942	15,791
유동부채	4,728	5,035	5,245	5,451	5,631
매입채무 및 기타채무	3,079	3,173	3,530	3,883	4,209
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	5,554	5,710	5,840
지배지분	6,611	6,838	7,316	7,680	8,106
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	3,233	3,248	3,248	3,248	3,248
기타지분	-539	-387	-387	-387	-387
기타포괄손익누계액	-52	-82	-140	-199	-258
이익잉여금	3,678	3,767	4,304	4,727	5,211
비지배지분	846	1,070	1,294	1,552	1,846
자본총계	7,457	7,908	8,610	9,232	9,951

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,695	898	1,227	1,125	1,259
당기순이익	358	290	874	804	919
비현금항목의 가감	1,237	1,325	958	957	972
유형자산감가상각비	612	668	646	651	665
무형자산감가상각비	171	131	111	78	54
지분법평가손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	457	527	202	229	254
영업활동자산부채증감	402	-565	-404	-409	-380
매출채권및기타채권의감소	66	-498	-556	-550	-505
재고자산의감소	-114	-219	-204	-202	-185
매입채무및기타채무의증가	405	371	356	353	326
기타	45	-219	0	-10	-16
기타현금흐름	-302	-152	-201	-227	-252
투자활동 현금흐름	-962	-921	-710	-780	-856
유형자산의 취득	-744	-576	-691	-760	-836
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	1	0	0
재무활동 현금흐름	-501	-73	-289	-313	-324
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	-124
기타	-26	144	0	0	0
기타현금흐름	-4	0	-88	-65	-65.52
현금 및 현금성자산의 순증가	228	-96	140	-33	13
기초현금 및 현금성자산	217	444	348	488	455
기말현금 및 현금성자산	444	348	488	455	469

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	592	305	1,114	938	1,072
BPS	11,339	11,728	12,548	13,172	13,902
CFPS	2,737	2,771	3,142	3,021	3,244
DPS	156	157	200	220	250
주가배수(배)					
PER	27.5	67.5	13.3	15.8	13.9
PER(최고)	42.6	68.9	20.4		
PER(최저)	21.3	32.0	12.6		
PBR	1.43	1.75	1.18	1.13	1.07
PBR(최고)	2.22	1.79	1.81		
PBR(최저)	1.11	0.83	1.12		
PSR	0.84	1.04	0.66	0.59	0.54
PCFR	5.9	7.4	4.7	4.9	4.6
EV/EBITDA	9.2	10.3	6.7	6.2	5.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.0	30.7	12.9	15.4	15.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.8	1.3	1.5	1.7
ROA	2.7	2.2	6.4	5.5	6.0
ROE	5.3	2.6	9.2	7.3	7.9
ROIC	3.9	6.0	8.1	8.7	9.4
매출채권회전율	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0
재고자산회전율	7.3	7.6	8.2	8.1	8.0
부채비율	77.3	68.2	64.5	61.8	58.7
순차입금비율	18.5	16.0	10.6	7.9	5.0
이자보상배율	6.6	12.5	20.3	26.8	34.6
총차입금	2,142	2,067	1,867	1,667	1,467
순차입금	1,383	1,265	911	730	502
NOPLAT	1,278	1,396	1,632	1,761	1,891
FCF	732	147	386	375	430

Compliance Notice

- 당사는 11월 5일 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

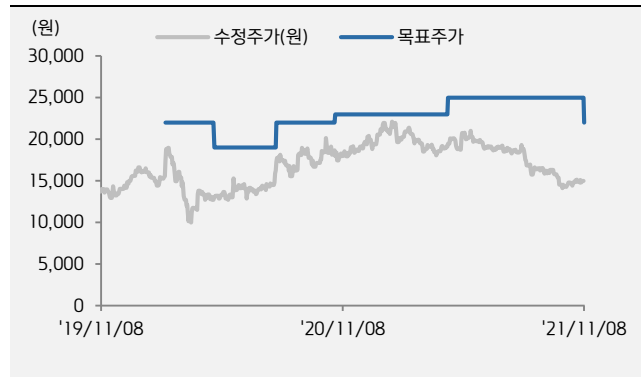
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2020/02/13	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-36.04	-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	-20.77	-16.80
	2021/05/17	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-22.78	-16.00
	2021/08/06	BUY(Maintain)	25,000원	6개월	-27.82	-16.00
	2021/11/08	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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%