

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 30,500원
현재주가(19/01/30)	24,550원
상승여력	24%

영업이익(18F,십억원)	99
Consensus 영업이익(18F,십억원)	93
EPS 성장률(18F,%)	56.5
MKT EPS 성장률(18F,%)	5.3
P/E(18F,x)	17.9
MKT P/E(18F,x)	9.1
KOSDAQ	715.30

시가총액(십억원)	1,431
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	64.2
외국인 보유비중(%)	8.7
베타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	15,700
52주 최고가(원)	26,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.9	33.4	-8.1
상대주가	19.8	43.6	18.4



[모바일/부품]

박원재
02-3774-1426
william.park@miraesaset.com

서울반도체 (046890)

깜짝 실적. 2019에도 기대되는 수익성 개선

4Q18 Review: 영업이익 362억원(+79.3% YoY, +28.7% QoQ)으로 깜짝 실적

서울반도체의 4Q18 실적은 매출액 3,006억원(+6.3% YoY, -6.1% QoQ), 영업이익 362억원(+79.3% YoY, +28.7% QoQ)을 기록하였다. 당사 추정 매출액 3,127억원에는 3.8% 미달하였으나, 추정 영업이익 287억원에는 26.2% 초과하였다. 시장 기대치는 매출액 3,106억원, 영업이익 289억원이었다.

수익성이 낮은 일반 조명의 판매가 감소하면서 외형은 기대에 미치지 못하였으나, 노트북용 BLU 매출액 증가와 자동차 헤드램프용 LED 판매 확대로 영업이익률은 12.0%로 개선(+4.9%p YoY, +3.2%p QoQ)된 것으로 판단된다. 5분기 만의 두자리수 영업이익률이다.

수익성 개선에 집중. 특허경쟁력 확보 및 신사업 추진도 긍정적

2018년 매출액은 1조 1,942억원(+7.5%), 영업이익은 991억원(+13.7%)을 기록하였다. 2H18 영업이익률이 10.4%로 1H18대비 +4.3%p 개선되며 수익성 개선에 성공하였다. 아쉬운 점은 성장성이다.

기대를 모았던 베트남 공장 가동 효과는 아직 기대에 미치지 못하고 있기 때문이다. 베트남 매출액은 전체의 10% 수준까지 증가하였으나 전사 외형 성장에 미치는 영향이 아직 크지 않다. 1Q19에도 성장 보다는 수익성 개선 가능성이 크다. 매출액 2,896억원(+2.4% YoY, -3.7% QoQ), 영업이익 220억원(+28.0% YoY, -39.3% QoQ)으로 추정된다.

LED 시장은 경쟁이 심화된 상태이다. 그러나 기존 LED 강자들은 성장세가 둔화되고 있고, 중국 업체들은 특허 문제가 남아있다. 특히 미국과 중국의 무역 분쟁은 동사에 긍정적일 가능성이 크다. 특허 문제가 핵심이기 때문이다. 동사가 보유한 특허 경쟁력에 주목해야 한다. 이를 기반으로 LED 시장 주도권을 확보해 나갈 것이다.

자동차 조명 매출액 증가도 긍정적이다. 수익성 개선으로 이어질 가능성이 크기 때문이다. 자동차 조명은 사업 부문 중에 수익성이 가장 좋은 상태이다. 신사업도 기대해 볼만 하다. 동사는 빅셀(VCSEL) 기술을 보유한 레이칸을 18년 2월 인수하였다. 1H19 중에 VCSEL 제품 판매를 시작할 예정이다.

투자 의견 '매수' 유지. 12개월 목표주가 30,500원으로 상향

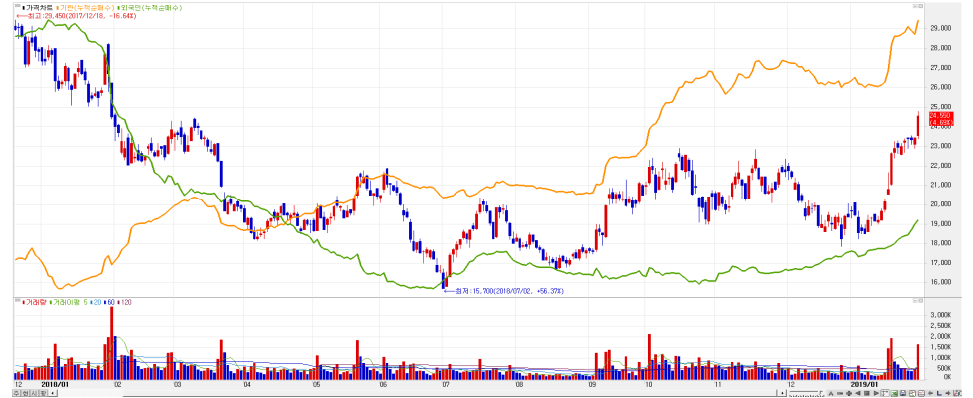
서울반도체 투자 의견을 '매수'를 유지하고 12개월 목표주가는 기존 27,300원에서 30,500원으로 상향 조정한다. 12개월 Forward BPS 12,278원에 PBR 2.49배(5년 평균을 30% 할증, 기존 2.3배)를 적용하여 산정하였다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	1,011	954	1,110	1,194	1,285	1,418
영업이익 (십억원)	46	58	98	99	115	151
영업이익률 (%)	4.5	6.1	8.8	8.3	8.9	10.6
순이익 (십억원)	17	36	40	63	74	99
EPS (원)	291	621	692	1,082	1,268	1,691
ROE (%)	3.0	6.1	6.7	10.1	10.9	13.2
P/E (배)	54.0	25.1	40.3	17.9	19.4	14.5
P/B (배)	1.6	1.5	2.7	1.7	2.0	1.8
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.7	1.3	1.2	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

주요 차트 및 실적 전망

그림 1. 서울반도체 주가 관련 그래프



자료: KAIROS, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 서울반도체 4Q18 잠정 실적

(십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18P			증감률	
			잠정실적	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	282.7	320.3	300.6	312.7	310.6	6.3	-6.1
영업이익	20.2	28.1	36.2	28.7	28.9	79.3	28.7
영업이익률	7.1	8.8	12.0	9.2	9.3	4.9	3.3
세전이익	-0.2	21.1	27.8	23.1	24.2	흑전	31.9
순이익	-5.8	13.3	28.9	13.8	14.1	흑전	117.2

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 서울반도체 분기별 실적 추이

(십억원, 원, %, %p)

구분	2017				2018P				2019F				2017	2018P	2019F	4Q18P			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF				YoY	QoQ	기존	차이
매출액	256.2	267.0	304.5	282.7	283.0	290.3	320.3	300.6	289.6	314.2	348.8	332.1	1,110.4	1,194.2	1,284.8	6.3	-6.1	312.7	-3.8
영업이익	23.4	24.1	30.6	20.2	17.2	17.6	28.1	36.2	22.0	24.3	32.5	35.9	98.3	99.1	114.7	79.3	28.7	28.7	26.2
세전이익	10.5	29.7	30.4	-0.2	15.1	20.7	21.1	27.8	20.7	22.9	31.2	34.7	70.5	84.7	109.5	흑전	31.5	23.1	20.1
순이익	6.8	21.4	17.9	-5.8	11.5	9.4	13.3	28.9	14.0	15.5	21.1	23.4	40.3	63.1	73.9	흑전	117.2	13.8	109.9
EPS	116	366	308	-99	197	161	228	496	239	265	362	401	692	1,082	1,268	흑전	117.2	236	109.9
영업이익률	9.1	9.0	10.1	7.1	6.1	6.0	8.8	12.0	7.6	7.7	9.3	10.8	8.8	8.3	8.9	4.8	3.2	9.2	2.9
세전이익률	4.1	11.1	10.0	-0.1	5.3	7.1	6.6	9.2	7.1	7.3	9.0	10.4	6.3	7.1	8.5	9.3	2.6	7.4	1.8
순이익률	2.6	8.0	5.9	-2.0	4.1	3.2	4.2	9.6	4.8	4.9	6.0	7.0	3.6	5.3	5.8	11.6	5.5	4.4	5.2

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 서울반도체 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

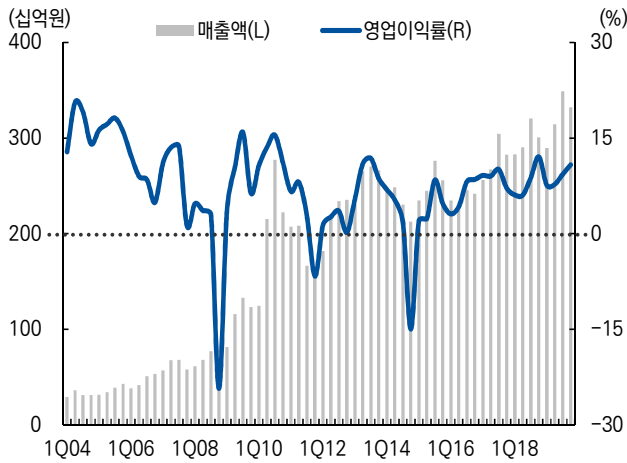
	변경 전			변경 후			변경률			변경이유
	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	
매출액	1,206	1,336	1,475	1,194	1,285	1,418	-1.0	-3.8	-3.8	수익성 위주 경영
영업이익	92	111	148	99	115	151	8.2	3.2	1.9	
세전이익	80	106	143	85	110	146	5.8	3.5	2.1	
순이익	48	66	91	63	74	99	31.5	12.5	8.5	
EPS	823	1,127	1,559	1,082	1,268	1,691	31.5	12.5	8.5	
영업이익률	7.6	8.3	10.0	8.3	8.9	10.7	0.7	0.6	0.6	
세전이익률	6.6	7.9	9.7	7.1	8.5	10.3	0.5	0.6	0.6	
순이익률	4.0	4.9	6.2	5.3	5.8	7.0	1.3	0.8	0.8	

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

서울반도체

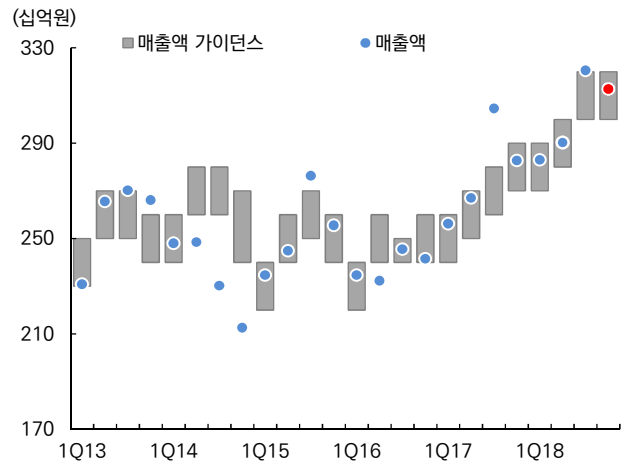
깜짝 실적. 2019에도 기대되는 수익성 개선

그림 2. 서울반도체 분기 실적 추이



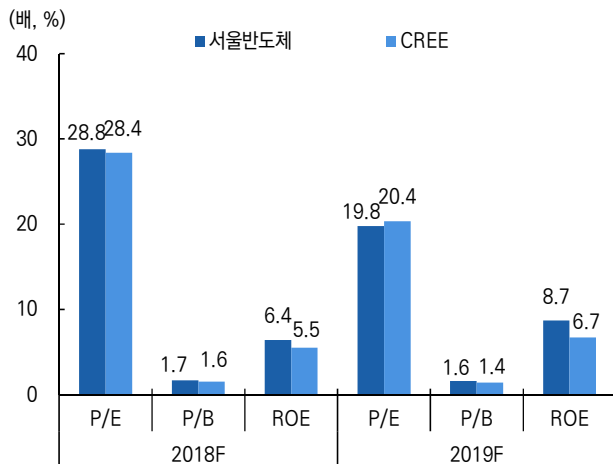
주: 1Q13부터 IFRS 연결 기준
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 서울반도체 매출액 가이드선과 실제치



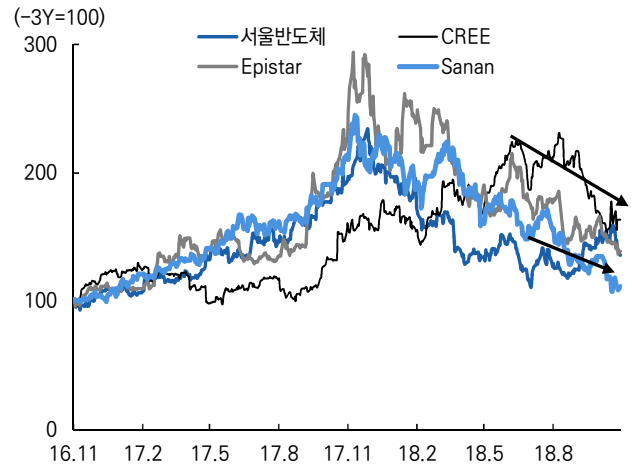
주: 4Q18 실적은 미래에셋대우 추정치
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 서울반도체 vs. Cree: 밸류에이션 컨센서스



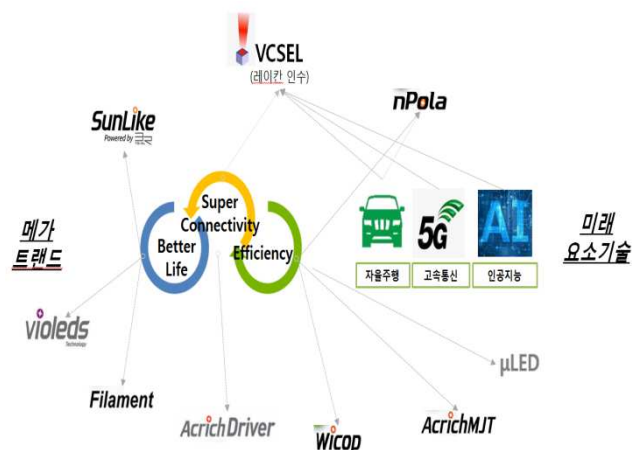
주: Fiscal year 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 서울반도체 글로벌 피어 상대주가



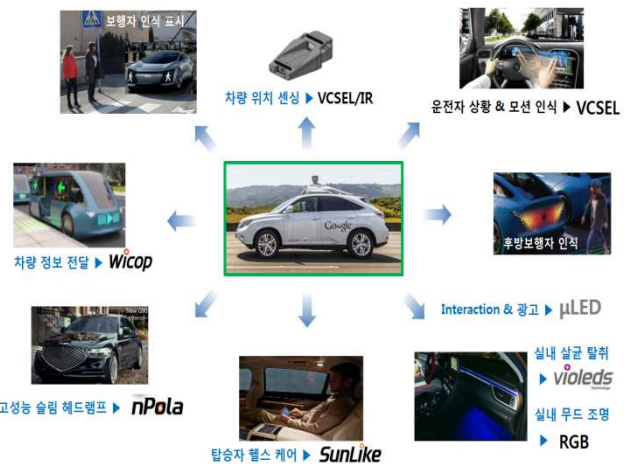
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 서울반도체 개발 및 양산 중인 무기 현황



주: Witsview, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 서울반도체 자율주행 신기술 현황



자료: 서울반도체 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

Global peer group 비교

표 4. 글로벌 LED 업체 실적 지표

(십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	1M	3M		2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F
서울반도체	12.2	-3.0	1233	1,194	1,285	1,418	99	115	151	8.3	8.9	10.7	63	74	99
LG이노텍	2.9	-25.8	2177	8550	8685	8989	282	334	433	3.3	3.8	4.8	181	198	264
CREE	10.4	28.5	5579	1866	2093	2301	103	173	302	5.5	8.3	13.1	-24	53	80
TOYODA GOSEI	7.1	-6.8	3212	8605	8925	9241	407	525	578	4.7	5.9	6.3	251	331	368
STANLEY	0.8	-15.8	5692	4643	4882	5151	587	639	688	12.7	13.1	13.4	422	457	491
CITIZEN	0.7	-19.9	1847	3370	3376	3415	253	251	258	7.5	7.4	7.6	179	172	179
EPISTAR	-1.0	-17.4	1015	797	800	850	20	29	32	2.6	3.6	3.8	34	21	24
EVERLIGHT	2.2	5.7	490	892	914	990	33	39	63	3.7	4.3	6.3	27	31	48
LITE-ON	7.9	25.6	3677	7529	7119	7370	296	375	418	3.9	5.3	5.7	275	307	330
AIXTRON	0.9	-12.3	1185	335	372	412	43	71	90	12.9	19.2	21.8	44	54	64
VEECO	13.9	-10.0	466	604	500	603	29	20	-	4.8	4.0	-	-248	-48	-29
LED평균	5.3	-4.7								6.3	7.5	9.2			

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 글로벌 LED 업체 밸류에이션

(배, %)

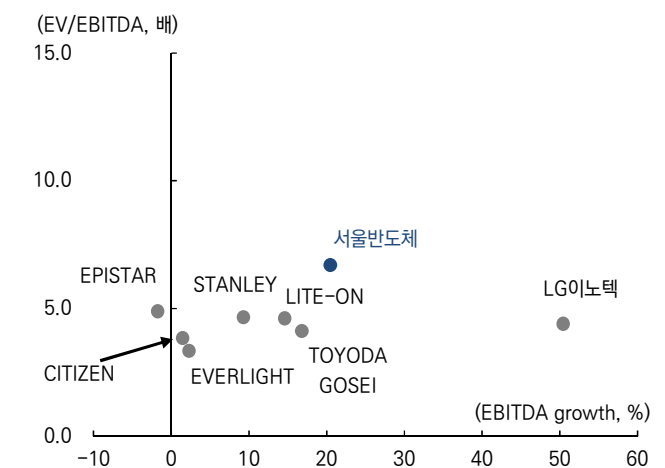
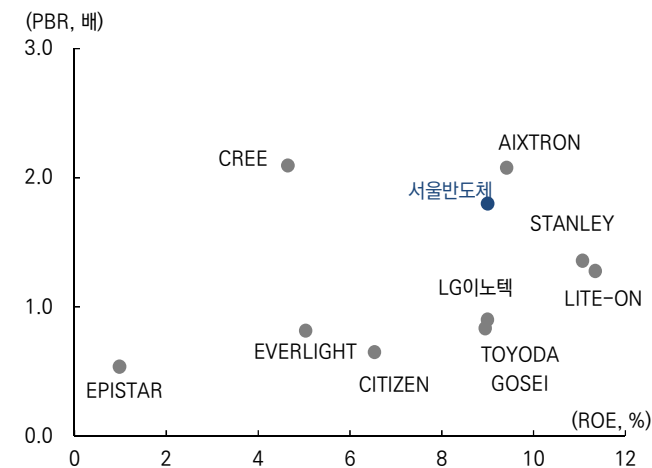
회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F
서울반도체	7.2	9.0	11.8	25.8	9.0	11.8	1.8	1.8	1.6	7.1	6.7	5.5
LG이노텍	8.9	9.0	10.8	11.3	10.9	8.2	1.0	0.9	0.8	4.6	4.4	3.7
CREE	2.2	4.7	6.8	63.2	38.0	26.2	2.2	2.1	1.9	18.7	15.0	14.8
TOYODA GOSEI	7.0	8.9	9.3	12.8	9.7	8.7	0.9	0.8	0.8	4.8	4.1	3.8
STANLEY	11.4	11.3	11.3	12.7	11.7	10.8	1.4	1.3	1.2	5.1	4.7	4.4
CITIZEN	6.7	6.5	6.6	10.3	10.8	10.5	0.7	0.6	0.6	3.9	3.8	3.8
EPISTAR	1.7	1.0	1.0	31.2	42.9	41.8	0.5	0.5	0.5	4.8	4.9	4.8
EVERLIGHT	4.3	5.0	-	18.2	16.6	13.9	0.8	0.8	0.8	3.4	3.3	2.9
LITE-ON	9.2	11.1	11.5	13.2	11.9	11.1	1.4	1.4	1.3	5.3	4.6	4.3
AIXTRON	8.4	9.4	10.3	26.4	23.0	18.5	2.3	2.1	1.9	14.8	11.1	9.4
VEECO	-	-	-	29.9	666.9	12.4	-	-	-	-	-	-
LED평균	6.7	7.6	8.8	23.2	77.4	15.8	1.3	1.2	1.1	7.2	6.3	5.7

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 글로벌 LED 업체 PBR-ROE

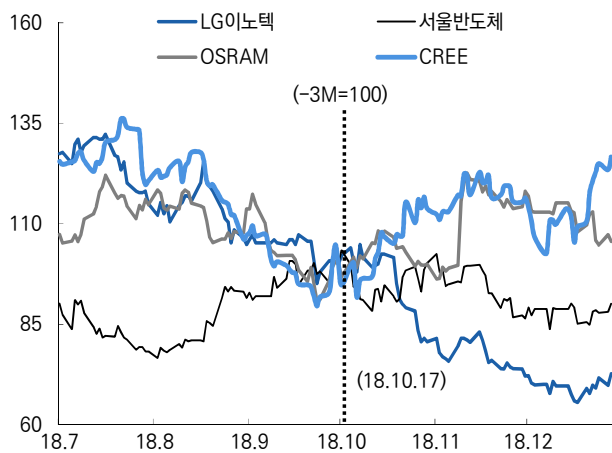
그림 9. 글로벌 LED 업체 EBITDA Growth-EV/EBITDA



자료: 미래에셋대우 리서치센터

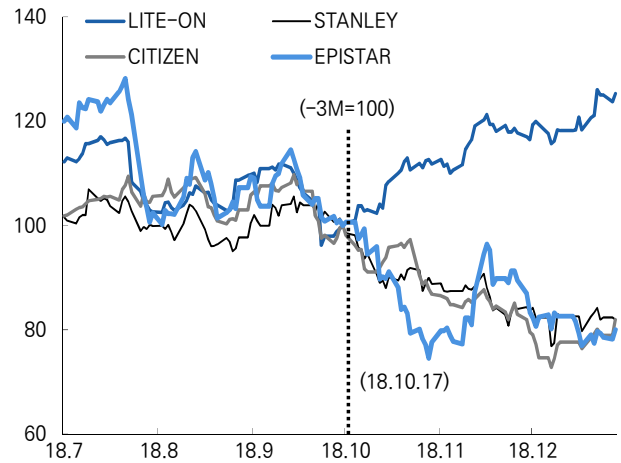
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(I)



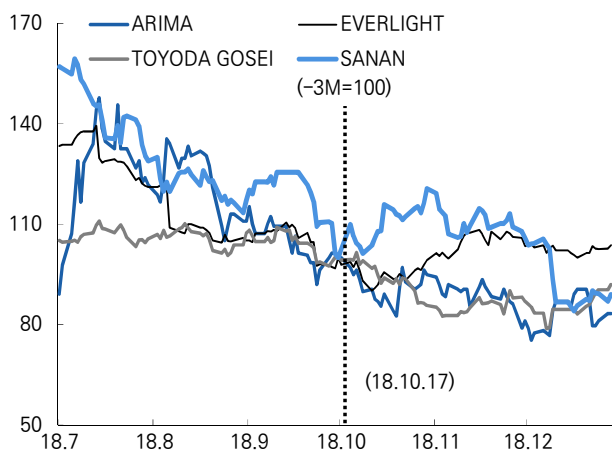
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(II)



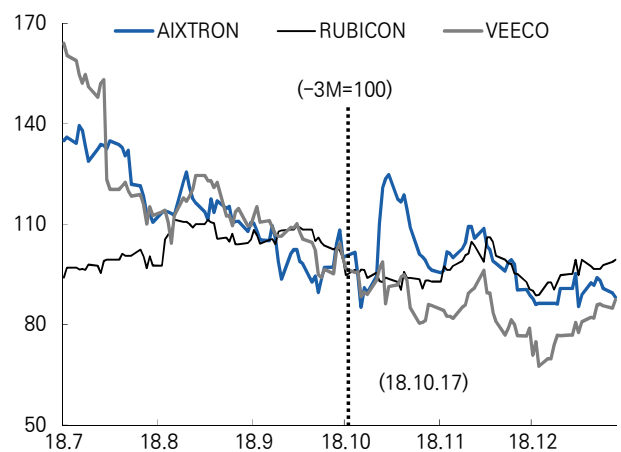
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(III)



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(IV)



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

서울반도체 (046890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	1,110	1,194	1,285	1,418
매출원가	826	871	931	1,013
매출총이익	284	323	354	405
판매비와관리비	186	224	239	254
조정영업이익	98	99	115	151
영업이익	98	99	115	151
비영업손익	-28	-14	-5	-5
금융손익	-3	-5	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	70	85	110	146
계속사업법인세비용	24	19	27	37
계속사업이익	46	65	82	110
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	46	65	82	110
지배주주	40	63	74	99
비지배주주	6	2	8	11
총포괄이익	39	65	82	110
지배주주	33	62	85	114
비지배주주	6	3	-3	-4
EBITDA	213	211	232	277
FCF	8	14	96	102
EBITDA 마진율 (%)	19.2	17.7	18.1	19.5
영업이익률 (%)	8.8	8.3	8.9	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	5.3	5.8	7.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	575	641	720	822
현금 및 현금성자산	47	88	134	177
매출채권 및 기타채권	352	374	395	435
재고자산	137	146	153	169
기타유동자산	39	33	38	41
비유동자산	652	722	753	788
관계기업투자등	2	2	3	3
유형자산	541	601	618	636
무형자산	62	71	84	99
자산총계	1,227	1,363	1,473	1,610
유동부채	435	540	582	626
매입채무 및 기타채무	269	286	316	347
단기금융부채	118	203	209	216
기타유동부채	48	51	57	63
비유동부채	116	94	94	94
장기금융부채	115	93	93	93
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	551	634	676	721
지배주주지분	595	649	709	790
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	348	330	330	330
이익잉여금	299	352	411	493
비지배주주지분	81	80	88	99
자본총계	676	729	797	889

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	167	183	205	217
당기순이익	46	65	82	110
비현금수익비용가감	149	137	151	168
유형자산감가상각비	97	92	92	96
무형자산상각비	18	20	25	30
기타	34	25	34	42
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	12	6	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-38	-39	-16	-34
재고자산 감소(증가)	-24	-1	-7	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	68	34	23	24
법인세납부	-18	-25	-27	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-168	-188	-151	-163
유형자산처분(취득)	-148	-169	-109	-114
무형자산감소(증가)	-27	-22	-38	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	12	6	-3	-4
기타투자활동	-5	-3	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17	45	-8	-10
장단기금융부채의 증가(감소)	30	63	6	7
자본의 증가(감소)	2	-18	0	0
배당금의 지급	-5	-13	-14	-17
기타재무활동	-10	13	0	0
현금의 증가	15	41	46	43
기초현금	32	47	88	134
기말현금	47	88	134	177

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	40.3	17.9	19.4	14.5
P/CF (x)	8.3	5.6	6.1	5.2
P/B (x)	2.7	1.7	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	8.7	6.6	7.2	5.9
EPS (원)	692	1,082	1,268	1,691
CFPS (원)	3,359	3,468	3,993	4,757
BPS (원)	10,505	11,140	12,161	13,557
DPS (원)	183	250	300	90
배당성향 (%)	22.6	21.9	21.0	4.7
배당수익률 (%)	0.7	1.3	1.2	0.4
매출액증가율 (%)	16.4	7.6	7.6	10.4
EBITDA증가율 (%)	24.6	-0.9	10.0	19.4
조정영업이익증가율 (%)	69.0	1.0	16.2	31.3
EPS증가율 (%)	11.4	56.4	17.2	33.4
매출채권 회전을 (회)	3.9	3.8	3.9	4.0
재고자산 회전을 (회)	9.0	8.4	8.6	8.8
매입채무 회전을 (회)	4.5	4.2	4.1	4.0
ROA (%)	4.0	5.0	5.8	7.1
ROE (%)	6.7	10.1	10.9	13.2
ROIC (%)	8.3	9.1	9.5	12.0
부채비율 (%)	81.6	87.0	84.8	81.0
유동비율 (%)	132.1	118.8	123.7	131.3
순차입금/자기자본 (%)	23.0	25.1	17.7	11.5
조정영업이익/금융비용 (x)	22.6	16.5	16.1	20.8

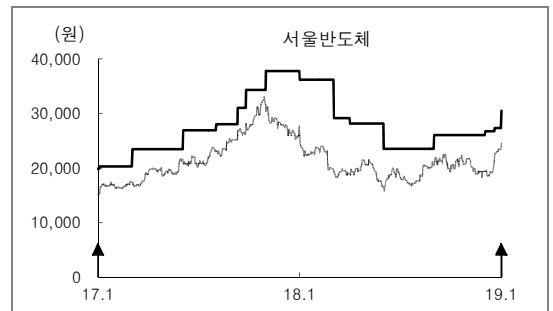
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

서울반도체

깜짝 실적. 2019에도 기대되는 수익성 개선

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
서울반도체(046890)				
2019.01.30	매수	30,500	-	
2019.01.18	매수	27,300	-15.04	-14.10
2019.01.01	매수	26,700	-27.51	-22.10
2018.09.30	매수	26,000	-20.54	-13.27
2018.07.01	매수	23,500	-21.26	-10.21
2018.05.01	매수	28,100	-30.70	-23.31
2018.04.02	매수	29,100	-34.47	-31.62
2018.01.30	매수	36,200	-37.59	-32.32
2017.11.30	매수	37,800	-27.03	-17.46
2017.10.25	매수	34,300	-12.97	-3.35
2017.10.10	매수	31,000	-14.45	-12.26
2017.09.01	매수	28,000	-15.10	-9.29
2017.07.03	매수	26,900	-19.94	-11.71
2017.04.02	매수	23,400	-19.32	-7.48
2017.02.02	매수	20,300	-17.42	-13.79
2016.10.03	매수	19,900	-25.79	-19.10



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.