

투자여건(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 29,500원
현재주가(19/04/29)	19,750원
상승여력	49%

영업이익(19F,십억원)	104		
Consensus 영업이익(19F,십억원)	117		
EPS 성장률(19F,%)	24.4		
MKT EPS 성장률(19F,%)	-17.0		
P/E(19F,x)	14.7		
MKT P/E(19F,x)	11.9		
KOSDAQ	750.60		
시가총액(십억원)	1,152		
발행주식수(백만주)	58		
유동주식비율(%)	67.4		
외국인 보유비중(%)	16.0		
베타(12M) 일간수익률	0.93		
52주 최저가(원)	15,700		
52주 최고가(원)	25,050		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	2.6	3.9
상대주가	-7.1	-13.9	22.8



[모바일/부품]

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

서울반도체 (046890)

환율이라는 변수

1Q19 Review: 영업이익 170억원(-0.8% YoY, -46.8% QoQ)으로 부진

서울반도체의 1Q19 실적은 매출액 2,819억원(-0.4% YoY, -6.2% QoQ), 영업이익 170억원(-0.8% YoY, -46.8% QoQ)을 기록하였다. 당사 추정 매출액 2,817억원 및 추정 영업이익 171억원과 비슷한 수치이다. 시장 기대치는 매출액 2,896억원, 영업이익 226억원 수준이다.

1Q19 사업 환경은 좋지 않았다. 1) TV 산업 경쟁이 심화되었다. 동사는 2018년 QLED TV 판매 호조와 대형화의 수혜를 받았다. 1Q19에는 최근 OLED TV 진영의 반격으로 QLED TV 판매가 기대에 미치지 못하고 있다. 2) 베트남 공장 이전으로 비용 부담이 증가하였다. 공장 이전 후, 장비 안정화를 위한 가동률 하락도 나타난 것으로 판단된다. 동사의 1Q19 가동률은 60% 수준(-14%p YoY, -17%p QoQ)에 불과했다.

2Q19 실적 개선도 크지 않을 듯. 본격적인 실적 개선은 3Q19부터

2Q19 매출액은 2,906억원(+0.1% YoY, +3.1% QoQ), 영업이익은 190억원(+8.0% YoY, +11.5% QoQ)으로 추정된다. 시장 환경이 좋아지지 않은 상황이기 때문에 실적 개선도 크지 않을 것으로 전망된다. 다만, 최근 원달러 환율 상승은 긍정적(1Q19 평균 원달러 환율 1,125원/\$ → 현재 2Q19 평균 원달러 환율 1,138원/\$. 4/29 원달러 환율 1,160원/\$)이다.

본격적인 실적 개선은 3Q19부터 진행될 것으로 예상된다. QLED TV 신제품 출시와 베트남 공장 가동 효과가 나타날 것으로 기대되기 때문이다. 자동차 조명 매출액 증가도 하반기에 집중될 가능성이 크다. 수익성이 낮은 일반 조명의 비중이 하반기에는 낮아지면서 수익성이 높아질 전망이다.

특히 동사의 가장 큰 경쟁력이다. 기존 LED 강자들은 성장세가 둔화되고 있고, 중국 업체들은 특허 문제가 남아있다. 특히 미국과 중국의 무역 분쟁은 동사에 긍정적일 가능성이 크다. 특허 문제가 핵심이기 때문이다. 신사업도 기대가 크다. 동사는 2H19부터 빅셀(VCSEL) 및 Micro LED 매출액이 시작될 것으로 예상하고 있다. 실적에 미치는 영향은 크지 않으나, 장기 성장성 측면에서는 긍정적이다.

투자여건 '매수' 유지. 12개월 목표주가 29,500원으로 소폭 상향

서울반도체 투자여건 '매수'를 유지하고 12개월 목표주가는 기존 29,100원에서 29,500원으로 소폭 상향 조정한다. 12개월 Forward BPS 12,898원에 PBR 2.29배(5년 평균을 20% 할증. 유지)를 적용하여 산정하였다. 2Q19 사업 환경도 쉽지 않지만 다행히 환율이 도와주고 있다. 2Q19 부진을 참아낼 수 있다면 분할 매수 하는 전략이 필요하다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	954	1,110	1,194	1,253	1,385	1,510
영업이익 (십억원)	58	98	95	104	129	158
영업이익률 (%)	6.1	8.8	8.0	8.3	9.3	10.5
순이익 (십억원)	36	40	63	78	89	108
EPS (원)	621	692	1,077	1,340	1,519	1,859
ROE (%)	6.1	6.7	10.1	11.5	11.9	13.0
P/E (배)	25.1	40.3	18.0	14.7	13.0	10.6
P/B (배)	1.5	2.7	1.7	1.6	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.5	0.7	1.5	1.5	0.5	0.5

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 1Q19 실적

(십억원, %, %p)

	1Q18	4Q18	1Q19P			증감률	
			잠정실적	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	283.0	300.6	281.9	281.7	289.6	-0.4	-6.2
영업이익	17.2	32.0	17.0	17.1	22.6	-0.8	-46.8
영업이익률	6.1	10.7	6.0	6.1	7.8	1.0	0.6
세전이익	15.1	21.4	20.6	15.7	19.5	36.4	-3.8
순이익	11.5	28.6	17.7	10.5	13.8	54.1	-37.9

자료: WiseFn, 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 서울반도체 분기별 실적 추이

(십억원, 원, %, %p)

구분	2018				2019F				2020F				2018	2019F	2020F	1Q19P			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF				YoY	QoQ	기존	차이
매출액	283.0	290.3	320.3	300.6	281.9	290.6	348.8	332.1	315.0	322.1	382.7	365.5	1,194.2	1,253.5	1,385.4	-0.4	-6.2	281.7	0.1
영업이익	17.2	17.6	28.1	32.0	17.0	19.0	32.3	36.0	24.3	21.9	38.9	44.2	94.9	104.3	129.3	-0.8	-46.8	17.1	-0.6
세전이익	15.1	20.7	21.1	21.4	20.6	18.1	30.9	34.5	22.9	20.5	37.5	42.7	78.4	104.2	123.6	36.4	-3.8	15.6	32.0
순이익	11.5	9.4	13.3	28.6	17.7	13.7	22.0	24.6	16.3	14.9	26.9	30.6	62.8	78.1	88.6	54.1	-37.9	10.5	67.8
EPS	197	161	228	490	304	236	378	422	279	255	461	524	1,077	1,340	1,519	53.7	-38.1	181	67.8
영업이익률	6.1	6.0	8.8	10.7	6.0	6.5	9.3	10.8	7.7	6.8	10.2	12.1	7.9	8.3	9.3	0.0	-4.6	6.1	0.0
세전이익률	5.3	7.1	6.6	7.1	7.3	6.2	8.9	10.4	7.3	6.4	9.8	11.7	6.6	8.3	8.9	2.0	0.2	5.5	1.8
순이익률	4.1	3.2	4.2	9.5	6.3	4.7	6.3	7.4	5.2	4.6	7.0	8.4	5.3	6.2	6.4	2.2	-3.2	3.7	2.5

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 서울반도체 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경이유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	1,277	1,410	1,253	1,385	-1.8	-1.7	TV 경쟁 심화
영업이익	106	141	104	129	-1.8	-8.6	
세전이익	101	136	104	124	3.3	-9.2	
순이익	68	92	78	89	14.7	-3.6	
EPS	1,168	1,576	1,340	1,519	14.7	-3.6	
영업이익률	8.3	10.0	8.3	9.3	0.0	-0.7	
세전이익률	7.9	9.7	8.3	8.9	0.4	-0.7	
순이익률	5.3	6.5	6.2	6.4	0.9	-0.1	

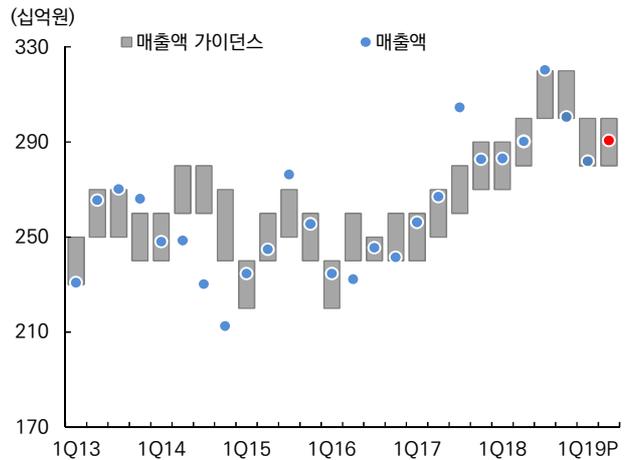
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 서울반도체 분기 실적 추이



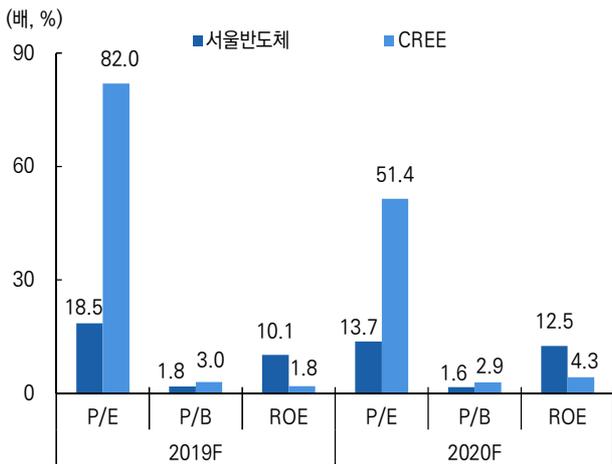
주: 1Q13부터 IFRS 연결 기준
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 서울반도체 매출액 가이드선스와 실제치



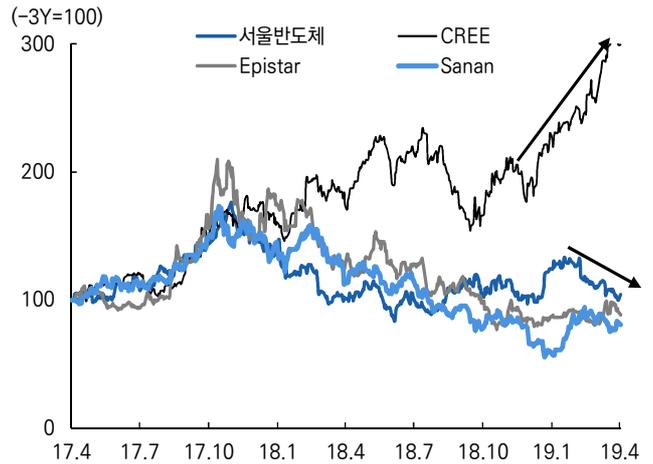
주: 2Q19 실적은 미래에셋대우 추정치
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 서울반도체 vs. Cree: 밸류에이션 컨센서스



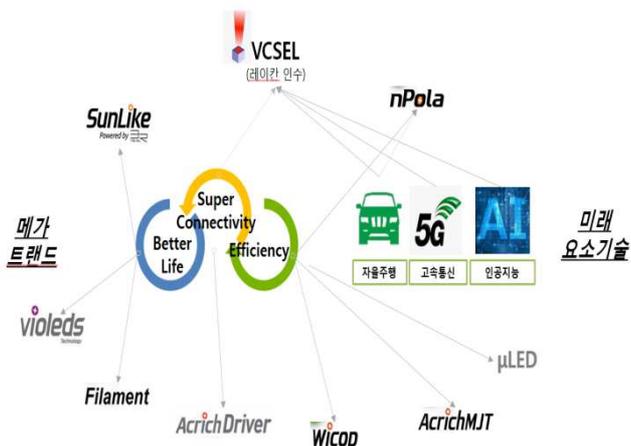
주: Fiscal year 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 서울반도체 글로벌 피어 상대주가



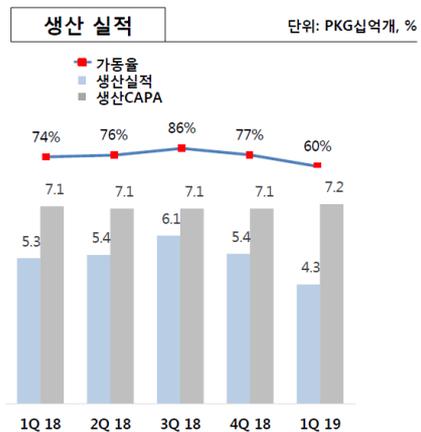
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 서울반도체 개발 및 양산 중인 무기 현황



주: 서울반도체 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 서울반도체 1Q19 생산 실적



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		2019F	2020F	2021F									
서울반도체	-6.1	-17.3	1,131	1,194	1,277	1,410	95	106	141	8.0	8.3	10.0	63	68	92
LG이노텍	4.3	27.6	2,899	7,982	7,841	8,121	264	275	316	3.3	3.5	3.9	163	158	205
CREE	14.5	36.4	7,833	1,604	1,601	1,709	109	168	272	6.8	10.5	15.9	-27	56	120
TOYODA GOSEI	-1.5	-4.0	3,117	8,961	9,269	-	514	568	-	5.7	6.1	-	324	359	-
STANLEY	1.2	-6.8	5,474	4,761	5,012	5,077	614	663	702	12.9	13.2	13.8	433	469	496
CITIZEN	1.1	7.4	2,075	3,299	3,271	3,326	245	234	244	7.4	7.2	7.4	163	156	166
EPISTAR	8.1	1.3	1,094	717	822	827	-60	10	22	-8.4	1.3	2.7	-45	6	9
EVERLIGHT	-2.2	1.2	505	888	947	-	36	48	-	4.0	5.0	-	30	40	-
LITE-ON	-1.2	-1.2	3,885	7,299	7,615	7,804	347	393	425	4.7	5.2	5.5	297	330	301
AIXTRON	23.7	16.8	1,446	363	389	436	47	60	86	13.1	15.3	19.7	40	53	73
VEECO	14.5	26.8	691	476	572	595	-46	-	-	-9.6	-	-	-68	-32	-
LED평균	5.1	8.0								4.4	7.6	9.9			

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 글로벌 LED 업체 밸류에이션

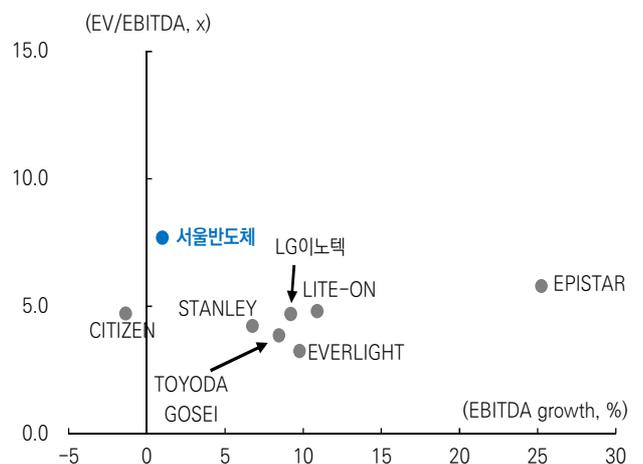
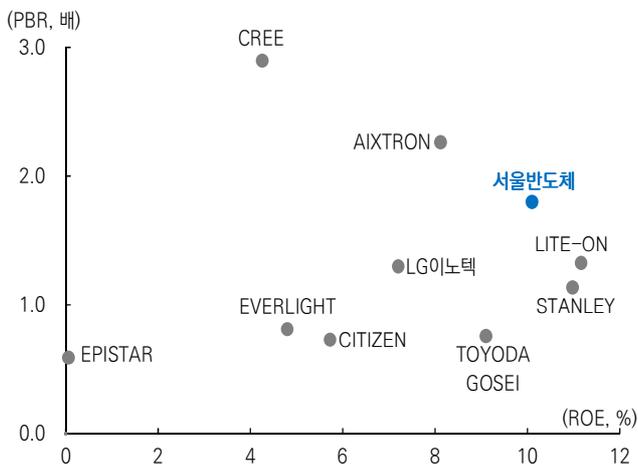
(배, %)

회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F
서울반도체	10.1	10.1	12.5	18.0	18.5	13.7	1.7	1.8	1.6	7.2	7.7	6.4
LG이노텍	8.0	7.2	8.6	12.5	18.3	14.1	1.0	1.3	1.2	4.5	4.7	4.3
CREE	1.8	4.3	7.3	-	52.2	35.7	3.0	2.9	2.3	-	21.1	19.5
TOYODA GOSEI	8.7	9.1	-	9.6	8.7	-	0.8	0.8	-	4.2	3.9	-
STANLEY	11.0	11.0	10.4	11.8	10.8	10.9	1.2	1.1	1.1	4.5	4.2	3.7
CITIZEN	6.1	5.7	5.9	12.5	12.9	12.3	0.8	0.7	0.7	4.7	4.7	4.6
EPISTAR	-2.3	0.1	0.5	-	203.0	116.5	0.6	0.6	0.6	7.3	5.8	51.1
EVERLIGHT	3.8	4.8	-	18.4	15.3	-	0.8	0.8	-	3.6	3.2	-
LITE-ON	10.9	11.2	10.4	13.2	11.9	12.8	1.4	1.3	1.3	5.3	4.8	5.1
AIXTRON	6.7	8.1	8.5	-	-	-	2.5	2.3	2.0	-	-	11.4
VEECO	-	-	-	-	57.7	54.0	-	-	-	-	-	-
LED평균	6.5	7.2	8.0	13.7	40.9	33.7	1.4	1.4	1.4	5.1	6.7	13.3

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 글로벌 LED 업체 PBR-ROE

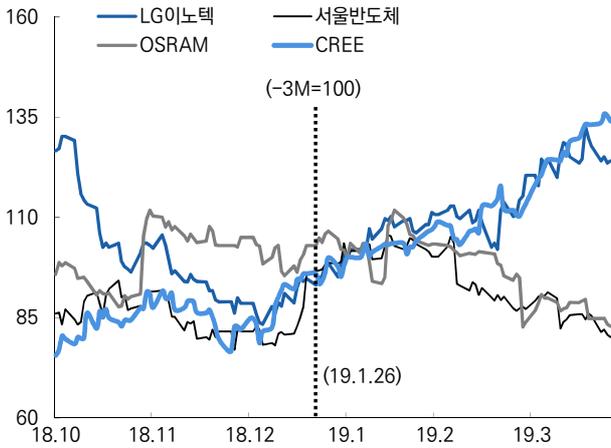
그림 9. 글로벌 LED 업체 EBITDA Growth-EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

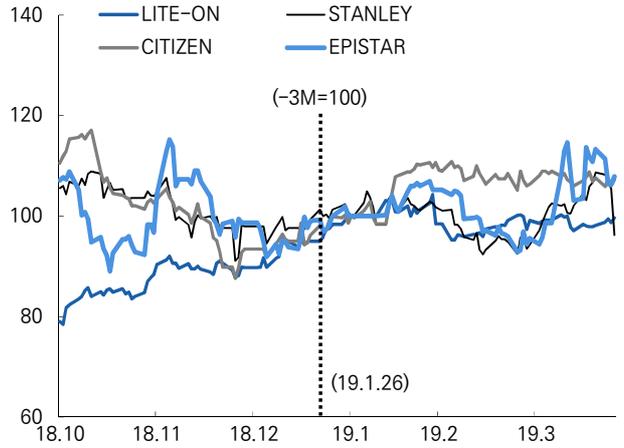
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(I)



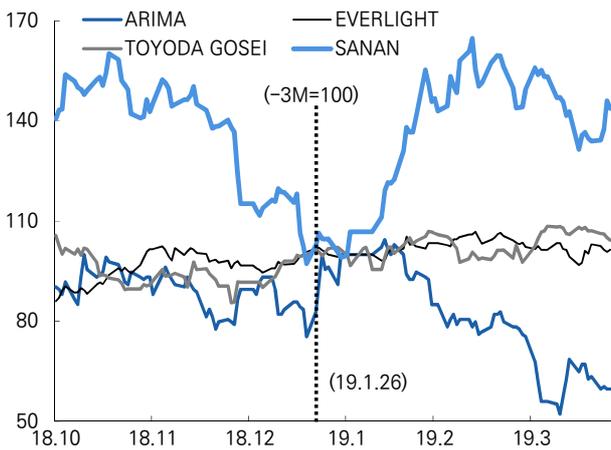
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(II)



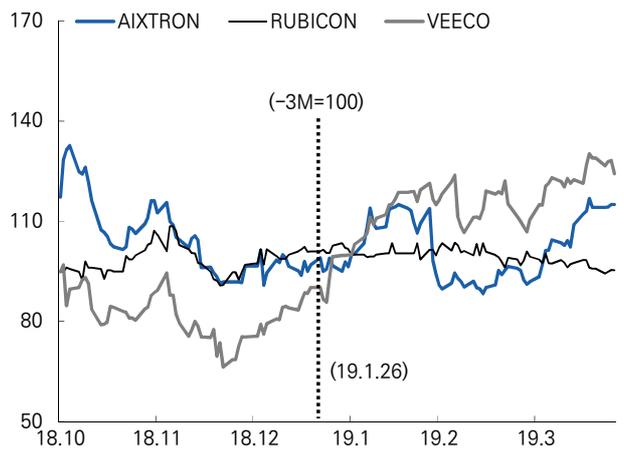
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

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)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,194	1,253	1,385	1,510
매출원가	871	912	999	1,077
매출총이익	323	341	386	433
판매비와관리비	228	237	257	275
조정영업이익	95	104	129	158
영업이익	95	104	129	158
비영업손익	-17	0	-5	-7
금융손익	-5	-6	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	104	124	151
계속사업법인세비용	16	27	30	37
계속사업이익	63	77	93	114
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	63	77	93	114
지배주주	63	78	89	108
비지배주주	0	-1	5	6
총포괄이익	63	77	93	114
지배주주	63	91	109	134
비지배주주	0	-13	-16	-20
EBITDA	202	202	237	276
FCF	-41	63	51	95
EBITDA 마진율 (%)	16.9	16.1	17.1	18.3
영업이익률 (%)	8.0	8.3	9.3	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.3	6.2	6.4	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	602	646	701	803
현금 및 현금성자산	22	34	29	67
매출채권 및 기타채권	407	431	474	520
재고자산	155	163	179	197
기타유동자산	18	18	19	19
비유동자산	692	743	802	848
관계기업투자등	2	2	2	3
유형자산	577	604	637	651
무형자산	56	79	104	136
자산총계	1,294	1,390	1,503	1,651
유동부채	413	448	484	523
매입채무 및 기타채무	247	273	301	330
단기금융부채	111	115	118	122
기타유동부채	55	60	65	71
비유동부채	156	156	156	156
장기금융부채	154	154	154	154
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	569	603	641	680
지배주주지분	648	710	781	885
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	331	331	331	331
이익잉여금	350	411	483	586
비지배주주지분	77	76	81	86
자본총계	725	786	862	971

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	104	175	174	204
당기순이익	63	77	93	114
비현금수익비용가감	147	131	144	161
유형자산감가상각비	90	85	90	95
무형자산상각비	17	13	17	23
기타	40	33	37	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	0	-26	-28
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-57	-17	-36	-38
재고자산 감소(증가)	-12	-8	-16	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	19	20	21
법인세납부	-24	-27	-30	-37
투자활동으로 인한 현금흐름	-146	-149	-166	-164
유형자산처분(취득)	-142	-112	-123	-109
무형자산감소(증가)	-18	-36	-42	-55
장단기금융자산의 감소(증가)	33	0	-1	-1
기타투자활동	-19	-1	0	1
재무활동으로 인한 현금흐름	17	-13	-14	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	33	3	3	4
자본의 증가(감소)	-17	0	0	0
배당금의 지급	-13	-16	-17	-5
기타재무활동	14	0	0	-1
현금의 증가	-25	13	-5	38
기초현금	47	22	34	29
기말현금	22	34	29	67

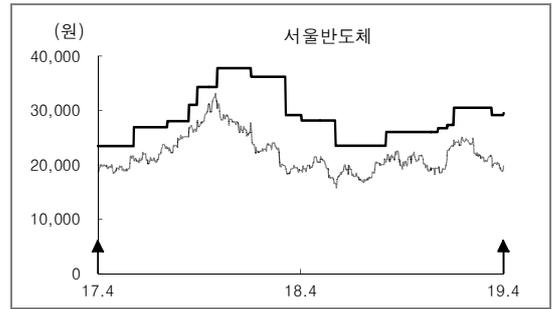
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.0	14.7	13.0	10.6
P/CF (x)	5.4	5.5	4.8	4.2
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	7.1	7.2	6.2	5.2
EPS (원)	1,077	1,340	1,519	1,859
CFPS (원)	3,595	3,579	4,075	4,722
BPS (원)	11,430	12,490	13,714	15,484
DPS (원)	284	300	90	90
배당성향 (%)	26.0	22.3	5.5	4.5
배당수익률 (%)	1.5	1.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	7.6	4.9	10.5	9.0
EBITDA증가율 (%)	-5.2	0.0	17.3	16.5
조정영업이익증가율 (%)	-3.1	9.5	24.0	22.5
EPS증가율 (%)	55.6	24.4	13.4	22.4
매출채권 회전을 (회)	3.7	3.6	3.7	3.7
재고자산 회전을 (회)	8.2	7.9	8.1	8.0
매입채무 회전을 (회)	4.5	4.7	4.7	4.6
ROA (%)	5.0	5.8	6.4	7.2
ROE (%)	10.1	11.5	11.9	13.0
ROIC (%)	8.7	8.1	9.6	10.9
부채비율 (%)	78.4	76.8	74.3	70.0
유동비율 (%)	145.8	144.4	144.7	153.4
순차입금/자기자본 (%)	31.6	27.9	26.4	19.9
조정영업이익/금융비용 (x)	15.6	14.1	17.3	20.9

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
서울반도체(046890)				
2019.04.29	매수	29,500	-	-
2019.04.08	매수	29,100	-32.04	-29.90
2019.01.30	매수	30,500	-25.17	-17.87
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 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.