

# 서울반도체 (046890)

박강호

jhn.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**28,000**

유지

현재주가

**19,750**

(19.04.29)

가전 및 전자부품업종

# 1분기 부진하나 LED 경쟁력은 확대

## 투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 28,000원 유지

- 2019년 1분기 영업이익(연결, 170억원 -0.8% yoy / -46.8% qoq)은 증전 추정치(203억원) 및 컨센서스(226억원)를 하회, 매출은 2,819억원(-0.4% yoy / -6.2% qoq), 순이익(지배) 178억원(26.1% yoy / -37.9% qoq)으로 예상치 상회
- 실적 부진은 2018년 4분기 성수기대비 1분기가 비수기인 점과 IT, 자동차 중심으로 믹스 효과가 낮아져 영업이익률 하락에 기인, 또한 TV형 LED 매출 감소가 와이콧 비중 확대 효과를 제한적으로 반영, 지배순이익 증가로 2019년 주당순이익은 8.8% 상향
- 2019년 2분기 실적은 점차 개선, 매출은 2,918억원(3.5% qoq), 영업이익 185억원(8.3% qoq) 증가 전망. 연간 영업이익은 972억원으로 2.5%(yoy) 증가 추정 등 자동차, TV 내 와이콧 비중 확대, 베트남의 원가 효과가 하반기에 집중, 수익성 개선 흐름은 유효 판단. 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가 28,000원 유지, 투자포인트는

## 2019년 글로벌 LED 시장에서 점유율 증가, 제품 믹스 효과 확대

- 1) 글로벌 LED 시장에서 서울반도체의 점유율 증가로 전체 매출 성장의 스토리는 유효 판단. 국내 경쟁사의 LED 부문 구조조정 진행으로 서울반도체는 TV, IT 분야에서 매출 증가로 연결 조사 기관에 의하면 2018년 서울반도체 글로벌 점유율(매출기준)은 증가하였다고 언급
- 2) 자동차 매출 증가 및 헤드램프형 LED 비중 확대로 제품 믹스 효과가 2019년 하반기 영업이익(617억원)이 상반기(355억원)대비 높을 전망. 신규 거래선 증가로 2019년 자동차 LED 매출은 19% 증가(yoy)하여 전체 외형 성장률을 상회 전망

(단위: 십억원 %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19				2Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	283	301	290	282	-0.4	-6.2	290	292	0.5	3.5
영업이익	17	32	20	17	-1.0	-46.9	23	18	5.1	8.6
순이익	14	29	13	18	26.1	-37.9	14	13	43.0	-24.4

구분	2017	2018	2019(F)			Growth		
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	1,110	1,194	1,221	1,200	-1.7	1,265	7.5	0.5
영업이익	98	95	103	97	-5.9	117	-3.4	2.4
순이익	40	63	68	74	8.8	77	55.7	17.6

자료: 서울반도체, FrGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110	1,194	1,200	1,250	1,264
영업이익	98	95	97	100	107
세전순이익	70	78	104	105	108
총당기순이익	46	63	74	76	78
지배지분순이익	40	63	74	72	74
EPS	692	1,077	1,267	1,234	1,272
PER	40.3	18.0	15.6	16.0	15.5
BPS	10,196	11,122	12,109	13,064	14,056
PBR	2.7	1.7	1.5	1.4	1.3
ROE	6.7	10.1	10.9	9.8	9.4

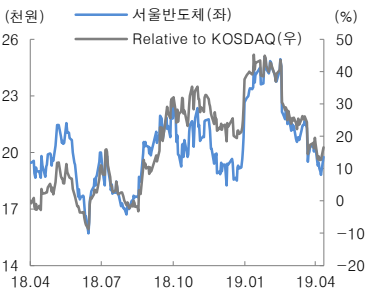
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy본부

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	750.6
시가총액	1,152십억원
시가총액비중	0.45%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	25,050원 / 15,700원
120일 평균거래대금	112억원
외국인지분율	15.79%
주요주주	이정훈 외 2 인 31.00% 국민연금 8.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	-15.8	2.6	3.9
상대수익률	-7.1	-20.2	-13.9	22.8



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,221	1,325	1,200	1,250	-1.7	-5.6
영업이익	103	109	97	100	-5.9	-8.5
지배지분순이익	68	73	74	72	8.8	-0.9
EPS(지배지분순이익)	1,164	1,245	1,267	1,234	8.8	-0.9

자료: 서울반도체 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19F	2QF	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	<b>281.9</b>	<b>291.8</b>	<b>315.7</b>	<b>310.9</b>	<b>291.7</b>	<b>304.5</b>	<b>326.8</b>	<b>326.8</b>	<b>1,194.2</b>	<b>1,200.3</b>	<b>1,249.8</b>
매출비중											
IT(NBPC/Monitor)	7.7%	8.1%	7.3%	7.1%	7.1%	7.3%	6.7%	6.3%	8.5%	7.5%	6.8%
TV	23.1%	23.2%	24.1%	24.2%	23.5%	23.8%	24.2%	24.0%	23.1%	23.7%	23.9%
조명/자동차/가전	57.5%	57.5%	57.4%	60.3%	60.6%	60.4%	59.4%	61.5%	56.6%	58.2%	60.5%
Mobile	11.7%	11.2%	11.2%	8.4%	8.9%	8.4%	9.7%	8.2%	11.8%	10.6%	8.8%
<b>매출총이익</b>	<b>64.2</b>	<b>67.0</b>	<b>78.7</b>	<b>82.9</b>	<b>67.2</b>	<b>70.3</b>	<b>80.9</b>	<b>84.5</b>	<b>323.2</b>	<b>292.8</b>	<b>302.9</b>
이익률	22.8%	23.0%	24.9%	26.7%	23.0%	23.1%	24.7%	25.9%	27.1%	24.4%	24.2%
<b>판매비</b>	<b>47.2</b>	<b>48.6</b>	<b>49.4</b>	<b>50.4</b>	<b>48.9</b>	<b>50.3</b>	<b>51.2</b>	<b>52.3</b>	<b>228.3</b>	<b>195.6</b>	<b>202.8</b>
비중	16.7%	16.6%	15.7%	16.2%	16.8%	16.5%	15.7%	16.0%	19.1%	16.3%	16.2%
<b>영업이익</b>	<b>17.0</b>	<b>18.5</b>	<b>29.3</b>	<b>32.4</b>	<b>18.2</b>	<b>20.0</b>	<b>29.6</b>	<b>32.2</b>	<b>94.9</b>	<b>97.2</b>	<b>100.1</b>
이익률	6.0%	6.3%	9.3%	10.4%	6.3%	6.6%	9.1%	9.9%	7.9%	8.1%	8.0%
<b>세전이익</b>	<b>20.6</b>	<b>20.0</b>	<b>30.8</b>	<b>32.9</b>	<b>19.9</b>	<b>21.5</b>	<b>31.0</b>	<b>32.8</b>	<b>78.4</b>	<b>104.5</b>	<b>105.2</b>
이익률	7.3%	6.9%	9.8%	10.6%	6.8%	7.1%	9.5%	10.0%	6.6%	8.7%	8.4%
<b>당기순이익</b>	<b>13.6</b>	<b>14.4</b>	<b>22.2</b>	<b>23.7</b>	<b>14.3</b>	<b>15.5</b>	<b>22.3</b>	<b>23.6</b>	<b>62.6</b>	<b>73.9</b>	<b>75.8</b>
이익률	4.8%	4.9%	7.0%	7.6%	4.9%	5.1%	6.8%	7.2%	5.2%	6.2%	6.1%

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

표 2. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19F	2QF	3QF	4QF	1Q20F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	<b>289.9</b>	<b>300.9</b>	<b>317.5</b>	<b>312.9</b>	<b>310.9</b>	<b>326.0</b>	<b>344.4</b>	<b>343.3</b>	<b>1,194.2</b>	<b>1,221.2</b>	<b>1,324.6</b>
매출비중											
IT(NBPC/Monitor)	7.5%	7.8%	7.3%	7.0%	6.6%	6.8%	6.3%	6.0%	8.5%	7.4%	6.5%
TV	22.9%	23.0%	23.6%	23.7%	23.4%	23.6%	24.2%	24.1%	23.1%	23.3%	23.8%
조명/자동차/가전	57.9%	58.1%	58.0%	60.9%	61.7%	61.8%	61.7%	64.1%	56.6%	58.8%	62.3%
Mobile	11.6%	11.0%	11.1%	8.3%	8.2%	7.8%	7.8%	5.8%	11.8%	10.5%	7.4%
<b>매출총이익</b>	<b>74.2</b>	<b>80.1</b>	<b>85.4</b>	<b>86.8</b>	<b>78.4</b>	<b>85.5</b>	<b>90.7</b>	<b>91.0</b>	<b>323.2</b>	<b>326.5</b>	<b>345.6</b>
이익률	25.6%	26.6%	26.9%	27.7%	25.2%	26.2%	26.3%	26.5%	27.1%	26.7%	26.1%
<b>판매비</b>	<b>53.9</b>	<b>55.4</b>	<b>56.4</b>	<b>57.6</b>	<b>57.0</b>	<b>58.6</b>	<b>59.7</b>	<b>60.9</b>	<b>228.3</b>	<b>223.3</b>	<b>236.2</b>
비중	18.6%	18.4%	17.8%	18.4%	18.3%	18.0%	17.3%	17.7%	19.1%	18.3%	17.8%
<b>영업이익</b>	<b>20.3</b>	<b>24.7</b>	<b>29.0</b>	<b>29.2</b>	<b>21.5</b>	<b>26.8</b>	<b>31.0</b>	<b>30.1</b>	<b>94.9</b>	<b>103.2</b>	<b>109.4</b>
이익률	7.0%	8.2%	9.1%	9.3%	6.9%	8.2%	9.0%	8.8%	7.9%	8.5%	8.3%
<b>세전이익</b>	<b>19.6</b>	<b>24.7</b>	<b>29.0</b>	<b>28.1</b>	<b>21.4</b>	<b>26.9</b>	<b>30.9</b>	<b>29.2</b>	<b>78.4</b>	<b>101.4</b>	<b>108.4</b>
이익률	6.8%	8.2%	9.1%	9.0%	6.9%	8.3%	9.0%	8.5%	6.6%	8.3%	8.2%
<b>당기순이익</b>	<b>14.1</b>	<b>17.8</b>	<b>20.9</b>	<b>20.2</b>	<b>15.4</b>	<b>19.4</b>	<b>22.3</b>	<b>21.0</b>	<b>62.6</b>	<b>73.0</b>	<b>78.0</b>
이익률	4.9%	5.9%	6.6%	6.5%	4.9%	5.9%	6.5%	6.1%	5.2%	6.0%	5.9%

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

표 3. 서울반도체 2019년 1분기 실적 발표 컨퍼런스 콜(1): 요약

1Q19 리뷰	실적
	- 매출액: 2,819 억원 (-0.4% YoY, -6.2% QoQ)
	- 영업이익: 170억원 (-0.8%YoY, -46.8% QoQ)
	- 세전이익: 206억원 (+36.4 YoY, -3.8% QoQ)
	- 당기순이익: 136억원 (+20.7 YoY, -43.9 % QoQ)
	<b>재무현황 및 주요 지표</b>
	- 자산: 1조 2,717억원 , 부채: 5,463억원, 자본: 7,254억원
	- 유동비율: 138%
	- 부채비율: 75%
	- 순차입율: 24%
	- 재고회전일: 46일
	<b>주요 내용</b>
	<p><b>실적</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출은 당사가 제시한 가이드스 하단에 부합, 반면, 대부분 경쟁사의 매출 및 이익은 2자리 수 이상 감소 전망</li> <li>- 영업이익은 전년 수준을 유지</li> </ul> <p><b>투자 및 비용</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1분기 매출의 9%에 해당하는 비용을 R&amp;D 에 투자했음. 제 3의 물결이라고 할 수 있는 마이크로 디스플레이, IR LED, 3D 센싱, UV 등 200~ 1000나노미터 범위에 대한 투자를 집행하며, 매출과 이익의 퀀텀 점프를 준비한 만큼 2019년의 R&amp;D 투자는 2018년 대비 낮은 수준으로 진행될 것</li> <li>- 올해 하반기에는 마이크로 LED 에 대한 양산도 진입하며, R&amp;D 투자를 모네타이제이션(monetization)으로 이어가는 모습을 보여줄 수 있을 것으로 기대</li> <li>- 1분기 판관비는 2018년 3분기부터 더욱 타이트하게 관리하겠다고 언급한 이후 2분기 연속 하락하고 있음. 비용 통제는 계획대로 잘 관리되고 있음</li> </ul> <p><b>생산</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 비수기 영향과 생산 다변화로 공장 장비 설비 이전이 있었음. 이에 따라 가동률 60% 기록(2018년 말 가동률은 74%)</li> </ul>
<b>2Q19 전망</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출액: 2,800~3,000억원 전망 (18년 동기 대비 -3% ~ +4%)</li> <li>- 계절적 비수기인 1, 2분기를 지나 하반기 성수기에 진입하면 회사의 체력이 전년 동기 대비 강화된 만큼 더 좋은 매출과 이익 가능하다고 판단</li> <li>- 자동차와 IT 매출이 올해 하반기에 전년 대비 더 크게 성장하며 이익과 성장을 견인할 것으로 전망</li> </ul>

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 4. 서울반도체 2019년 1분기 실적 발표 컨퍼런스(2): Q&amp;A

질문	답변
[LED 패키지 가격 동향] 글로벌 경기 둔화로 LED 수요가 부진한 것 같은데 LED 패키지 가격 동향은?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- LED 수요가 부진하다고 표현하는 것 보다는 세트나 부품 업체에 재고가 많았던 것의 영향</li> <li>- 가격도 덩달아 1분기에 2자리 수로 감소했었음</li> <li>- 2분기까지도 이 추세는 이어질 것으로 전망</li> </ul>
[마이크로 LED, 박셀] 마이크로 LED, 박셀 분야 가시적 성과 있는지, 사업준비 현황?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 마이크로 LED는 자사가 세계최초로 의미있는 양산을 할 업체가 될 것이라고 말했었고, 여기에는 변함이 없음</li> <li>- 박셀 엔지니어링 샘플은 통신용, 센서용 모두 프로모션을 시작하고 있고, 하반기부터는 소량 생산을 시작할 수 있을 것으로 기대</li> </ul>
[계절성] 상반기와 하반기의 성과 차이가 확대되는 것 같은데, 이유는 무엇이고 해결방안은 어떻게 있는지?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상, 하반기 차이가 큰 이유는 연도마다 조금씩 차이가 있는 것 같음. 2019년에는 좀 차이가 있을 것으로 보여 지는데, 글로벌 경기와 스마트폰, 자동차가 부진했기 때문</li> <li>- 자사보다는 글로벌 세트 수요에 따른 영향인 것으로 봄</li> </ul>
[환영형] 세전이익이 영업이익보다 잘나왔음. 1분기 영업외손익의 세부사항은? 2분기 환율이 1160원 이상 유지되고 있는데 환율의 긍정적 영향은?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 환율이 가장 큰 영향</li> <li>- 상반기에는 그동안 2018년 초까지 환 헤지(hedge)를 했던 영향이 아직 남아있어서 환 혜택을 충분히 못받고 있음. 2분기부터는 혜택을 볼 수 있을 것으로 봄</li> <li>- 현재는 다시 환 헤지를 안하고 있음. 시장 환율에 따라 가려고 하는 중이며 1~2%정도 영향을 주고 있음</li> </ul>
[베트남의 이점] 베트남에서 LED 패키징 하면서 한국보다는 베트남 위주로 생산을 하는 것이 큰 그림인데 어떻게 베트남에서 원가 경쟁력이 좋아지는지? 인건비와 세제 혜택만으로 영업이익에 큰 폭의 이점이 있는가? 인건비 이외의 베트남에서 얻을 수 있는 원가 경쟁력은?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 베트남 공장을 추구한 것은 인건비 때문이 아니라 첫째로, 글로벌 포지션으로서의 안정적 생산을 위해 생산 포워드 로케이션으로 미국 중국, 한국, 베트남 4 곳에서 안정적 생산을 하기 위함이었음</li> <li>- 둘째로, 앞으로 관세와 환율의 복잡성이 예상되기 때문에 안정성을 추구하기 위해서였음</li> <li>- 비용은 예를 들어 현재 한국의 인건비가 생산비용의 10%이라면, 베트남의 인건비는 현재 기준 한국의 1/8임. 베트남에서 생산하면 인건비가 비용의 1.25% 수준임. 8% 가량 이익 세이브가 가능함. 경비도 마찬가지로</li> <li>- 재료비는 아직은 베트남에서 공급망이 발달되지 않았으나 PCB는 생산이 들어가기 시작했음. 공급망이 로컬라이즈(localize) 되면서 재료비가 하락할 수 있음</li> <li>- 또한, 자사는 베트남의 최초의 반도체 칩 패키징 공장으로서 베트남 정부가 우리에게 15년 동안 법인세 면제 혜택을 줌. 전력도 안정적인 공급을 위해 2개의 전용선이 들어와 있음. 지금은 생산라인 이전에 따라 비용이 2배로 들고 있지만 2019년 2, 3분기까지 마무리되면 손익에 굉장히 긍정적 영향을 줄 것으로 판단</li> </ul>
[미중 무역분쟁의 수혜] 미중 무역분쟁이 지속됨에 따라 서울반도체가 수혜를 보지 않을까 라는 기대가 있었음. 산안(sanan)에 대한 미국의 제재가 있을 것이라는 보도도 있었고, 중국산 LED 제품에 대한 관세 문제도 있었음. 이런 이야기가 나온지 만으로 9개월 정도 지났는데 서울반도체가 보여준 실적 개선이 과거에 비해 그리 크지 않았던 것 같음. 언제부터 무역분쟁에 의한 수혜가 시작될 것이라고 보는가?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 우리가 수혜를 보고 있는데 글로벌 지역별로 보면 미국에 수출하는 비중이 10%이기 때문에 실질적으로 수혜는 있지만 크게 나타나고 있지는 않음</li> <li>- 그러나 지적재산권이 부각되면서 글로벌적으로 지적재산권을 고려한 우리 제품에 디자인 니즈는 늘어가고 있음</li> <li>- 그러나 모델을 사용하던 것을 바꾸는 것이 확확 바꾸지는 못함. 한번 제품에 적용되면 다음 모델에서 바뀔 초기에는 LED 공급자들이 관세를 대신 부담하면서 공급했던 것으로 알고 있고, 이것이 오래 가기는 어려울 것으로 판단. 제품의 라이프 사이클(life cycle)이 있기 때문에 조금 시간이 지나면 수혜가 있을 것으로 판단</li> <li>- 산안 이슈는 2주 전 정도에 나왔기 때문에 이제 시장의 고객들이 문의가 오고 있고, 주목 받고 있음. 추가로 고 기술의 장비들이 들어가는 임팩트는 조금 더 시간이 필요할 것</li> </ul>
[서울바이오시스] 서울바이오시스의 현재 상황 UV LED 는 잘 진행되고 있는지, 실적은 어떤지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한마디로 좋지는 않음. 서울바이오시스가 개발을 여러 가지 하고 있기 때문에 비용이 많이 발생하고 있음</li> <li>- 미래를 위한 투자로 서울바이오시스의 단기적 손익이 안좋고 이것이 서울반도체에도 연결로 나타나고 있음</li> <li>- IPO는 예정대로 2019년 내에 진행할 것</li> <li>- UV는 5월 중순쯤 발표를 하려고 함. 획기적으로 투명도가 향상되었으며 1/3정도까지 낮춰진 가격으로 시장을 리딩할 계획. 현재 대량생산을 위한 체계를 갖춤</li> </ul>
[국내 LED 경쟁사의 움직임] 국내 LED 경쟁사들이 LED 산업의 장기전망에 대해 고찰하고 있는 것 같음. 지난해부터 LED 사업의 효율적 비용 및 포트폴리오 조정이 진행되는 중인데 이러한 현상이 국내 LED 산업에 미치는 영향, 서울반도체에 미치는 영향은?	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 서울반도체는 글로벌에 80% 이상 수출하고 있어서 국내 경쟁사의 움직임으로부터 받는 큰 영향이 없다 말씀드릴 건 아닌 것 같음</li> <li>- 또한 컴파운드 세미컨덕터(compound semiconductor)라는 것이 라이프 사이클(life cycle)이 짧고 테크놀로지 드라이브(technology driven) 시장임. 신기술 제품이 나오려면 최소 10년의 긴 호흡을 갖고 개발해야 함. 리더가 장기적 비전과 확신을 갖고 지속적으로 R&amp;D 투자를 하고 개발하지 않으면 신상품을 만들 수 없음. 지금 국내 경쟁사가 하고 있는 것은 상표만 붙여서 파는 것</li> <li>- 국내 경쟁사가 지금부터 해봤자 늦었다고 판단. 지금 해도 10년 후에 결과가 나올 것</li> </ul>

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

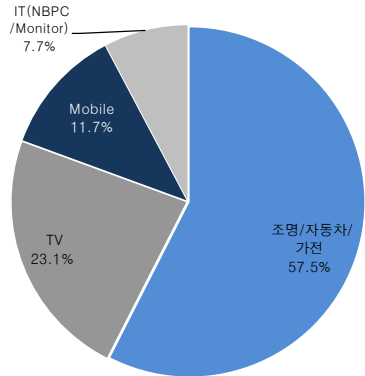
- IT, 자동차, 일반조명 등 전세계 5위권 내의 종합 LED 제조업체
- 고부가 가치 LED 제품 시장 및 적용 분야(자동차, 웨어러블) 확대가 중요
- 이경훈 대표이사: 삼성전기 부사장 역임
- 자산 1,27조, 부채 0,55조, 자본 0,73조(2019년 3월 기준)  
(발행주식 수: 58,305,400 / 자기주식수: 912,552)

주가 변동요인

- 고부가 제품인 자동차 헤드램프(Wicop) 채용 대수 증가
- 베트남 생산시설의 가동률 확대 및 수출 안정화
- 미니 LED, 마이크로 LED 등 차세대 디스플레이 기술 상용화 시기 및 동사의 대량생산 가능 시기

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy본부

매출 비중

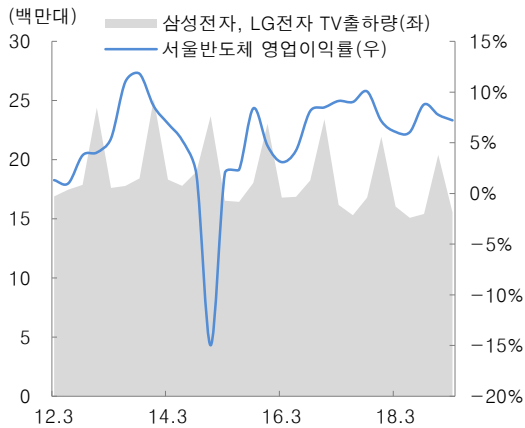


주: 2019년 1분기 연결 매출 기준

자료: 서울반도체, 대신증권 Research&Strategy본부

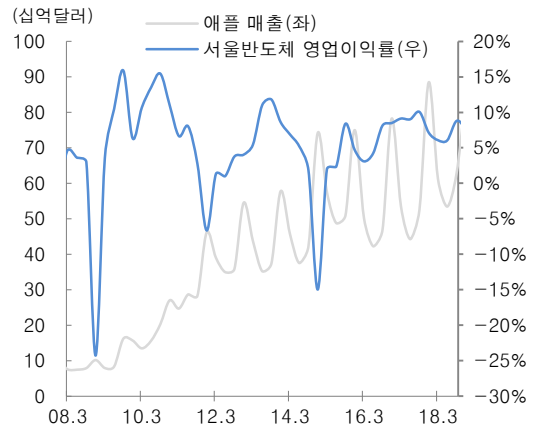
Earnings Driver

그림 1. TV 출하량 vs. 서울반도체 영업이익률



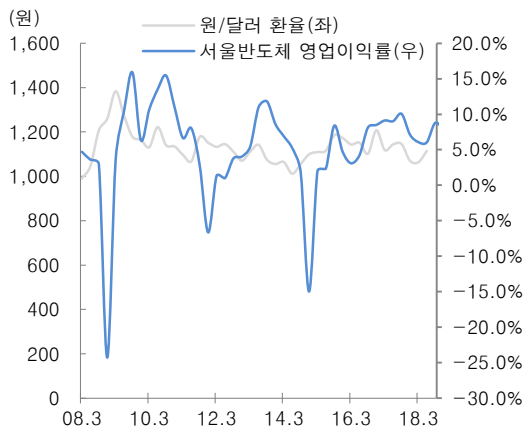
자료: 서울반도체, IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 애플 매출 vs. 영업이익률



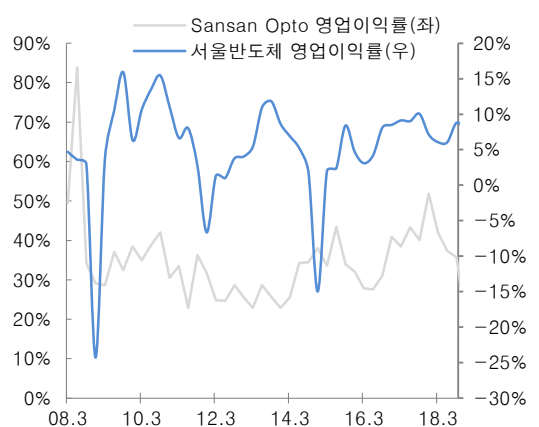
자료: 서울반도체, 애플, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 원달러 vs. 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 대만 싼안 옵토 vs. 서울반도체 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110	1,194	1,200	1,250	1,264
매출원가	826	871	907	947	954
매출총이익	284	323	293	303	310
판매비와관리비	186	228	196	203	204
영업이익	98	95	97	100	107
영업외수익	88	7.9	8.1	8.0	8.4
EBITDA	213	202	196	203	214
영업외손익	-28	-16	7	5	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	36	43	31	31	31
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-64	-46	-37	-37	-38
외환관련손실	59	38	29	28	30
기타	0	-13	14	11	9
법인세비용차감전순이익	70	78	104	105	108
법인세비용	-24	-16	-31	-29	-30
계속사업순이익	46	63	74	76	78
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	63	74	76	78
당기순이익	42	52	62	61	62
비자비분순이익	6	0	0	4	4
자비분순이익	40	63	74	72	74
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
가치포락이익	-1	0	0	0	0
포락순이익	39	63	74	76	78
비자비분포락이익	6	0	0	0	0
자비분포락이익	33	63	74	76	78

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	692	1,077	1,267	1,234	1,272
PER	40.3	18.0	15.6	16.0	15.5
BPS	10,196	11,122	12,109	13,064	14,056
PBR	2.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	3,649	3,463	3,361	3,478	3,672
EV/EBITDA	8.5	7.0	7.0	7.0	6.6
SPS	19,045	20,481	20,587	21,436	21,684
PSR	1.5	0.9	1.0	0.9	0.9
CFPS	3,359	3,595	3,907	3,982	4,137
DPS	183	284	284	284	284

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증감률	16.4	7.5	0.5	4.1	1.2
영업이익 증감률	70.8	-3.4	2.4	3.0	6.5
순이익 증감률	23.5	35.0	18.1	2.5	3.0
수익성					
ROIC	8.3	8.7	7.4	7.4	7.2
ROA	8.5	7.5	7.4	7.4	7.5
ROE	6.7	10.1	10.9	9.8	9.4
안정성					
부채비율	81.6	78.4	68.9	65.7	62.2
순차입금비율	14.3	29.3	17.2	22.3	19.6
이자보상비율	22.6	15.6	16.0	16.5	17.5

자료: 서울반도체 대산증권 Research&Strategy 본부

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	575	602	610	649	682
현금및현금성자산	47	22	59	13	31
매출채권 및 기타채권	352	407	365	479	481
재고자산	137	155	150	125	140
기타유동자산	39	17	36	32	29
비유동자산	652	692	715	745	780
유형자산	541	577	610	647	686
관계기업투자지급	2	2	2	2	2
기타비유동자산	109	113	103	96	92
자산총계	1,227	1,294	1,325	1,394	1,462
유동부채	435	413	392	401	406
매입채무 및 기타채무	293	277	254	261	263
차입금	32	41	40	39	39
유동상채무	28	39	40	42	43
기타유동부채	83	55	57	59	61
비유동부채	116	156	149	152	155
차입금	115	154	147	150	153
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	2	2	2	2
부채총계	551	569	541	553	561
자본부분	595	648	706	762	820
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	348	331	331	331	331
이익잉여금	299	350	407	463	521
기타자본변동	-81	-61	-61	-61	-61
비자비분	81	77	78	80	81
자본총계	676	725	784	842	901
순차입금	97	213	135	188	176

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	167	104	215	113	188
당기순이익	46	63	74	76	78
비유동형무의기감	149	147	154	156	163
감가상각비	115	107	99	103	107
외환손익	11	-1	-1	-1	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	24	41	56	55	55
자산부채의 증감	-8	-76	23	-84	-17
기타현금흐름	-21	-30	-36	-35	-36
투자활동 현금흐름	-168	-146	-155	-129	-138
투자자산	0	15	2	0	0
유형자산	-148	-142	-122	-130	-140
기타	-21	-19	-35	1	1
재무활동 현금흐름	17	17	-51	-41	-41
단기차입금	0	0	-1	-1	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	58	-7	3	3
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-13	-16	-16	-16
기타	20	-28	-27	-27	-27
현금의 증감	15	-25	37	-46	18
기초 현금	32	47	22	59	13
기말 현금	47	22	59	13	31
NOPLAT	65	76	69	72	77
FCF	-7	20	43	41	42

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

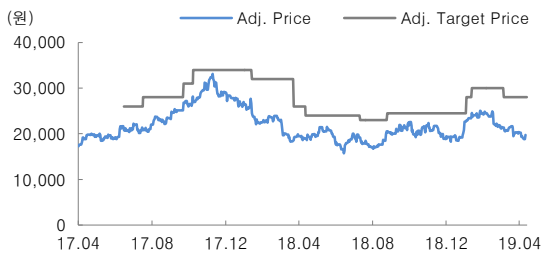
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

서울반도체(046890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.04.30	19.04.11	19.03.24	19.01.30	19.01.21	18.12.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,000	28,000	28,000	30,000	28,000	24,500
과다율(평균%)		(27.42)	(25.70)	(22.13)	(16.33)	(16.49)
과다율(최대/최소%)		(22.68)	(22.68)	(16.50)	(12.32)	(7.55)
제시일자	18.10.30	18.09.12	18.07.29	18.04.30	18.04.10	18.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,500	24,500	23,000	24,000	26,000	32,000
과다율(평균%)	(15.56)	(14.56)	(22.41)	(20.07)	(25.78)	(31.17)
과다율(최대/최소%)	(7.96)	(7.96)	(10.65)	(10.21)	(23.46)	(25.00)
제시일자	17.11.09	17.10.26	17.10.10	17.09.13	17.08.04	17.07.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	34,000	34,000	31,000	28,000	28,000	26,000
과다율(평균%)	(16.20)	(17.89)	(13.96)	(17.78)	(20.14)	(19.00)
과다율(최대/최소%)	(2.50)	(14.26)	(9.03)	(9.29)	(15.18)	(14.42)
제시일자	17.07.03					00.06.29
투자의견	Buy					
목표주가	26,000					
과다율(평균%)	(19.29)					
과다율(최대/최소%)	(18.46)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190427)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.9%	9.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상