

서울반도체 (046890)

하반기 베트남 이전 효과 기대

매수 (유지)

주가 (4월 29일)	19,750 원
목표주가	28,000 원 (유지)
상승여력	41.8%

소현철 ☎ (02) 3772-1594
✉ johnsoh@shinhan.com

조민서 ☎ (02) 3772-1539
✉ minseo.cho@shinhan.com

- ◆ 1분기 영업이익 171억원으로 컨센서스(226억원)를 24.4% 하회
- ◆ 19F 영업이익 1,125억원(+13.2% YoY) 예상
- ◆ 목표주가 28,000원, 투자의견 '매수' 유지

1분기 영업이익 171억원으로 컨센서스(226억원)를 24.4% 하회

1분기 매출액 2,819억원(-6.2% QoQ, -0.4% YoY), 영업이익 171억원(-53.1% QoQ, -0.9% YoY)으로 컨센서스(영업이익 226억원)를 24.4% 하회했다. 1) 한국 LED 패키징 라인의 베트남 이전에 따른 가동률 하락(4Q18 77% → 1Q19 60%) 2) 국내 라인의 해외이전에 따른 비용 때문이다. 1분기말 재고 자산은 1,333억원으로 전년말 1,552억원 대비 14.1% 감소했기 때문에 2분기부터 실적 개선이 기대된다.

19F 영업이익 1,125억원(+13.2% YoY) 예상

2분기 영업이익은 197억원으로 15.3% QoQ 증가할 전망이다. 하반기부터는 베트남 라인 이전에 따른 원가절감 효과가 본격화될 전망이다. 3분기 매출액 3,340억원(+13.6% QoQ), 영업이익 371억원(+88.2% QoQ)으로 예상된다.

중국의 LED 공세로 한국 대형 LED 업체들은 고부가가치 자동차용 LED를 제외한 디스플레이와 조명용 LED 사업에서 철수하고 있다. 중국 10.5세대 LCD 라인의 생산능력 확대로 65인치 이상 대형 TV용 LED 수주가 크게 증가할 전망이다. 베트남에 범용 LED 사업을 이전하고 있는 서울반도체의 수혜가 기대된다.

목표주가 28,000원, 투자의견 '매수' 유지

1) 19F 영업이익 1,125억원(+13.2% YoY), 2) 베트남 LED 라인 시너지 효과 본격화를 고려해 목표주가 28,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 최근 1분기 베트남 라인 이전에 따른 실적 부진 전망으로 주가가 부진했다. 그러나, 한국 대형 LED업체들의 범용 LED 사업 철수, 미국 정부의 중국 LED 산업에 대한 견제 등 중장기 관점에서 서울반도체에게 우호적인 환경이다. 한국 대표 LED업체인 서울반도체에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

KOSPI	2,216.43p
KOSDAQ	750.60p
시가총액	1,151.5 십억원
액면가	500 원
발행주식수	58.3 백만주
유동주식수	39.3 백만주(67.4%)
52 주 최고/최저가	25,050 원/15,700 원
일평균 거래량 (60 일)	570,940 주
일평균 거래액 (60 일)	12,430 백만원
외국인 지분율	15.79%
주요주주	이정훈 외 2 인 31.00%
	국민연금 8.12%
절대수익률	3 개월 -15.8%
	6 개월 2.6%
	12 개월 3.9%
KOSDAQ 대비	3 개월 -20.2%
상대수익률	6 개월 -13.9%
	12 개월 22.8%

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2017	1,110.4	98.3	70.5	40.3	692	11.4	10,196	40.3	8.7	2.7	6.7	23.0
2018	1,194.2	94.9	78.4	62.8	1,077	55.7	11,122	18.0	7.2	1.7	10.1	33.6
2019F	1,231.9	112.5	101.9	76.7	1,315	22.1	12,142	15.0	6.2	1.6	11.3	20.6
2020F	1,306.0	126.4	116.9	85.6	1,468	11.7	13,314	13.5	5.6	1.5	11.5	16.2
2021F	1,388.0	146.2	137.4	100.6	1,725	17.5	14,744	11.4	5.0	1.3	12.3	11.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

서울반도체 목표주가 산정

항목	가치	비고
19F ROE(%)	11.3	
19F EPS(원)	1,315	
18F 평균 PER(x)	21.0	18Y PER 19.1배에 10% 할증
목표주가	27,615	

자료: 신한금융투자

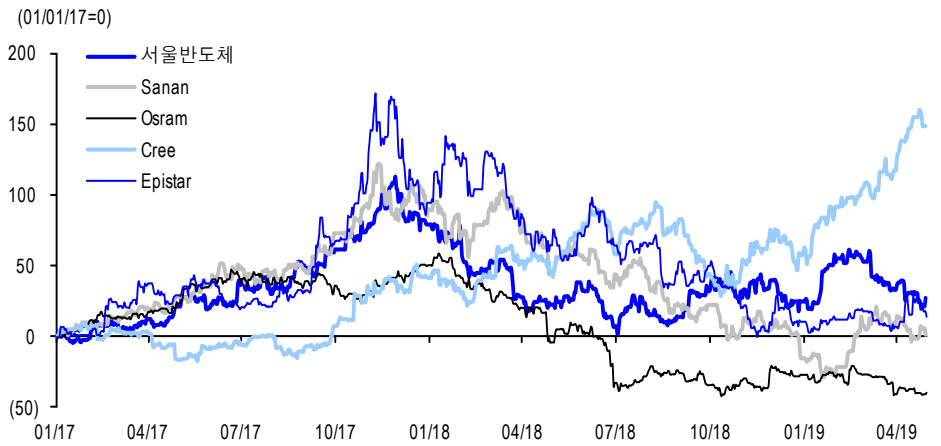
주: 19F 영업이익 증가율 18.6%을 고려

LED 업체 밸류에이션 컨센서스 비교

(십억달러, 배, %)	시가총액	2019F				2020F			
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
Sanan	8.2	14.6	2.2	10.7	14.4	12.7	1.9	9.1	15.6
Cree	6.8	82.0	3.0	26.1	1.8	51.4	2.9	21.1	4.3
Osram	3.4	103.1	1.2	9.6	1.2	20.5	1.2	6.6	6.2
Toyota Gosei	2.9	12.9	0.9	4.9	6.8	9.6	0.8	4.2	8.7
LG Innotek	2.5	17.7	1.3	5.0	7.2	12.5	1.1	4.5	9.6
서울반도체	1.0	16.3	1.6	6.7	10.4	14.6	1.5	6.4	11.3
Epistar	0.9	-	0.6	7.1	(2.3)	200.0	0.6	5.7	0.1
Lextar	0.3	65.9	0.7	4.3	1.1	28.1	-	3.8	2.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자

주요 LED업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

서울반도체 PER/ROE 추이 및 전망

(배, %)	10	11	12	13	14	15	16	17	18	Avg
PER(High)	31.5	155.9	307.2	73.1	(429.4)	78.3	29.0	48.5	26.8	35.6
PER(Low)	21.5	64.0	210.6	38.5	(125.6)	43.0	20.6	21.1	14.9	34.3
PER(Avg)	26.1	106.0	241.4	55.9	(292.5)	60.1	23.9	31.0	19.5	30.1
ROE	18.3	2.9	0.9	6.3	(1.2)	3.0	6.1	6.7	9.9	5.7

자료: QuantiWise, 신한금융투자

서울반도체 12MF PBR 밴드

(원)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

실적 변경 비교

(십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,298.0	1,231.9	(5.1)	1,409.0	1,306.0	(7.3)
영업이익	117.2	112.5	(4.0)	125.5	126.4	0.7
순이익	86.3	76.4	(11.4)	93.7	85.3	(8.9)
영업이익률 (%)	9.0	9.1		8.9	9.7	
순이익률 (%)	6.6	6.2		6.7	6.5	

자료: 신한금융투자 추정

1Q19 실적 요약

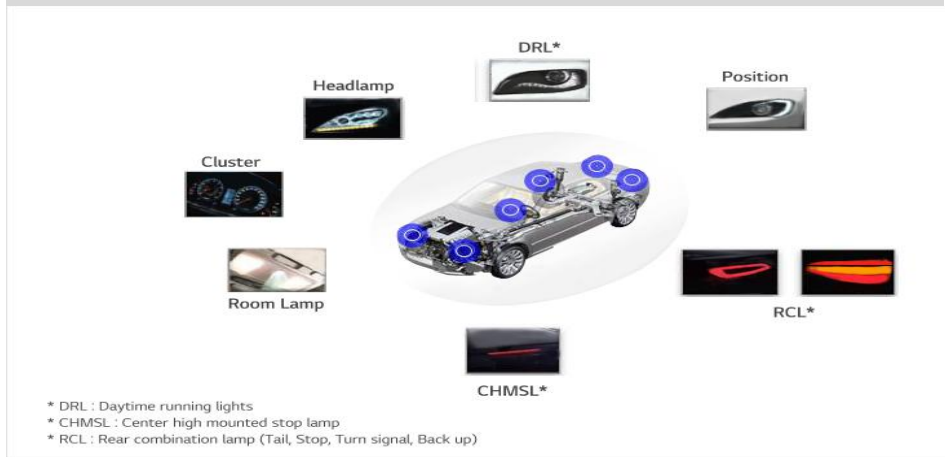
(십억원)	1Q19F	4Q18	QoQ(%)	1Q18	YoY(%)	컨센서스	차이(%)	기존추정	차이(%)
매출액	281.9	300.6	(6.2)	283.0	(0.4)	289.6	(2.7)	292.0	(3.5)
영업이익	17.1	36.4	(53.1)	17.2	(0.9)	22.6	(24.4)	20.4	(16.4)
순이익	13.6	24.2	(43.8)	11.3	흑자전환	13.8	(1.4)	14.6	(6.5)
영업이익률 (%)	6.1	12.1		6.1		7.8		7.0	
순이익률 (%)	4.8	8.1		4.0		4.8		5.0	

자료: 신한금융투자 추정

실적 추이 및 전망														
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	283.0	290.3	320.3	300.6	281.9	294.0	334.0	322.0	953.8	1,110.4	1,194.2	1,231.9	1,306.0	1,388.0
조명/자동차	157.0	163.0	159.0	155.0	142.0	156.0	171.0	167.0	542.0	564.3	634.0	636.0	691.0	760.0
TV	45.0	58.0	73.0	75.0	70.9	70.0	85.0	83.0	192.0	199.0	251.0	308.9	338.0	345.0
NBPC/MNT	35.0	37.0	45.0	39.0	39.0	39.0	45.0	41.0	43.0	138.0	156.0	164.0	162.0	174.0
모바일/태블릿	46.0	32.3	43.3	31.6	30.0	29.0	33.0	31.0	176.8	209.1	153.2	123.0	115.0	109.0
매출총이익	70.0	75.8	89.7	87.8	64.2	72.0	95.2	95.0	233.7	284.4	323.4	326.4	359.5	389.1
판관비	52.8	58.2	61.6	51.4	47.1	52.3	58.1	56.4	176.2	186.3	224.0	213.9	233.1	242.9
영업이익	17.2	17.6	28.1	36.4	17.1	19.7	37.1	38.6	57.5	98.1	99.4	112.5	126.4	146.2
세전이익	15.1	20.7	21.1	21.4	20.6	18.2	35.6	27.5	49.6	70.5	78.4	101.9	116.9	137.4
순이익	11.3	13.5	13.7	24.2	13.6	12.2	27.6	23.0	37.5	46.4	62.6	76.4	85.3	100.3
EBITDA	46.1	45.0	55.5	63.4	45.1	47.7	65.1	66.6	170.7	211.3	210.0	224.5	242.4	266.2
매출비중														
조명/자동차	55.5	56.1	49.6	51.6	50.4	53.1	51.2	51.9	56.8	50.8	53.1	51.6	52.9	54.8
TV	15.9	20.0	22.8	25.0	25.2	23.8	25.4	25.8	20.1	17.9	21.0	25.1	25.9	24.9
NBPC/MNT	12.4	12.7	14.0	13.0	13.8	13.3	13.5	12.7	4.5	12.4	13.1	13.3	12.4	12.5
모바일/태블릿	16.3	11.1	13.5	10.5	10.6	9.9	9.9	9.6	18.5	18.8	12.8	10.0	8.8	7.9
매출총이익률	24.7	26.1	28.0	29.2	22.8	24.5	28.5	29.5	24.5	25.6	27.1	26.5	27.5	28.0
판관비율	18.7	20.1	19.2	17.1	16.7	17.8	17.4	17.5	18.5	16.8	18.8	17.4	17.8	17.5
영업이익률	6.1	6.1	8.8	12.1	6.1	6.7	11.1	12.0	6.0	8.8	8.3	9.1	9.7	10.5
세전이익률	5.3	7.1	6.6	7.1	7.3	6.2	10.7	8.5	5.2	6.3	6.6	8.3	9.0	9.9
순이익률	4.0	4.6	4.3	8.1	4.8	4.2	8.3	7.1	3.9	4.2	5.2	6.2	6.5	7.2
EBITDA률	16.3	15.5	17.3	21.1	16.0	16.2	19.5	20.7	17.9	19.0	17.6	18.2	18.6	19.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

자동차 LED조명 적용분야



자료: LG이노텍, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
자산총계	1,227.3	1,293.8	1,342.8	1,379.1	1,454.5
유동자산	575.5	601.6	616.8	608.1	633.6
현금및현금성자산	47.2	21.7	75.7	61.0	74.5
매출채권	303.4	339.6	342.0	345.0	350.0
재고자산	137.5	155.2	159.0	162.0	169.0
비유동자산	651.9	692.2	726.0	771.0	821.0
유형자산	540.6	576.8	631.5	692.2	758.8
무형자산	61.5	56.3	39.6	22.9	6.2
투자자산	9.6	8.7	11.0	12.0	12.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	551.4	568.5	558.3	526.5	518.9
유동부채	435.5	412.7	397.5	385.5	387.8
단기차입금	32.4	41.0	36.0	26.0	16.0
매입채무	203.0	183.0	202.0	205.0	211.0
유동성장기부채	27.5	39.3	10.0	0.0	0.0
비유동부채	116.0	155.8	160.8	141.0	131.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	114.7	154.2	159.2	139.2	129.2
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	675.9	725.3	784.5	852.6	935.6
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	347.6	330.5	330.5	330.5	330.5
기타자본	(73.4)	(53.8)	(53.8)	(53.8)	(53.8)
기타포괄이익누계액	(7.5)	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
이익잉여금	298.6	349.6	409.0	477.4	560.8
지배주주지분	594.5	648.5	708.0	776.3	859.6
비지배주주지분	81.4	76.8	76.5	76.3	76.0
*총차입금	232.9	265.6	237.3	199.2	181.3
*순차입금(순현금)	155.3	243.8	161.4	138.1	106.8

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,110.4	1,194.2	1,231.9	1,306.0	1,388.0
증가율 (%)	16.4	7.5	3.2	6.0	6.3
매출원가	826.1	871.0	905.5	946.5	998.9
매출총이익	284.3	323.2	326.4	359.5	389.1
매출총이익률 (%)	25.6	27.1	26.5	27.5	28.0
판매관리비	186.1	228.3	213.9	233.1	242.9
영업이익	98.3	94.9	112.5	126.4	146.2
증가율 (%)	70.8	(3.4)	18.6	12.4	15.6
영업이익률 (%)	8.8	7.9	9.1	9.7	10.5
영업외손익	(27.8)	(16.5)	(10.6)	(9.5)	(8.9)
금융손익	(28.0)	(3.8)	(1.8)	(0.7)	(0.0)
기타영업외손익	0.4	(12.7)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
중속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	70.5	78.4	101.9	116.9	137.4
법인세비용	24.1	15.8	25.5	31.6	37.1
계속사업이익	46.4	62.6	76.4	85.3	100.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	62.6	76.4	85.3	100.3
증가율 (%)	23.5	35.0	22.1	11.7	17.5
순이익률 (%)	4.2	5.2	6.2	6.5	7.2
(지배주주)당기순이익	40.3	62.8	76.7	85.6	100.6
(비지배주주)당기순이익	6.1	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
총포괄이익	38.6	62.8	76.4	85.3	100.3
(지배주주)총포괄이익	32.9	62.8	76.5	85.4	100.4
(비지배주주)총포괄이익	5.7	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	212.8	201.9	224.5	242.4	266.2
증가율 (%)	24.7	(5.1)	11.2	8.0	9.8
EBITDA 이익률 (%)	19.2	16.9	18.2	18.6	19.2

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	167.3	103.6	229.7	203.1	220.1
당기순이익	46.4	62.6	76.4	85.3	100.3
유형자산상각비	96.8	90.4	95.3	99.3	103.3
무형자산상각비	17.7	16.7	16.7	16.7	16.7
외화환산손실(이익)	9.5	(0.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(4.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 중속, 관계기업손실(이익)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
운전자본변동	(7.5)	(75.7)	39.7	0.2	(1.7)
(법인세납부)	(18.0)	(24.3)	(25.5)	(31.6)	(37.1)
기타	26.3	34.5	26.8	32.9	38.3
투자활동으로인한현금흐름	(168.2)	(146.4)	(147.0)	(162.2)	(171.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(158.8)	(144.9)	(150.0)	(160.0)	(170.0)
유형자산의감소	10.8	3.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(27.2)	(18.4)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.4	0.8	(3.7)	(2.4)	(1.4)
기타	6.6	13.1	6.7	0.2	0.2
FCF	46.9	(59.8)	103.2	48.3	54.7
재무활동으로인한현금흐름	17.5	17.1	(28.4)	(55.3)	(35.1)
차입금의 증가(감소)	1.8	58.1	(28.4)	(38.1)	(17.9)
자기주식의처분(취득)	8.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.7)	(13.0)	0.0	(17.2)	(17.2)
기타	12.4	(28.1)	0.0	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.4)	(0.3)	(0.4)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.8)	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	14.7	(25.5)	53.9	(14.6)	13.5
기초현금	32.4	47.2	21.7	75.6	61.0
기말현금	47.2	21.7	75.6	61.0	74.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

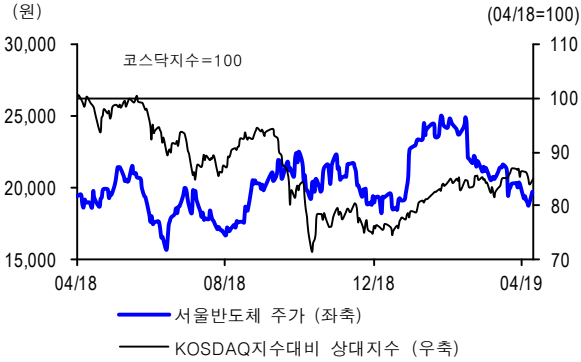
주요 투자지표

12월 결산	2017	2018	2019F	2020F	2021F
EPS (당기순이익, 원)	795	1,074	1,311	1,464	1,720
EPS (지배순이익, 원)	692	1,077	1,315	1,468	1,725
BPS (자본총계, 원)	11,593	12,439	13,454	14,623	16,047
BPS (지배지분, 원)	10,196	11,122	12,142	13,314	14,744
DPS (원)	183	284	300	300	300
PER (당기순이익, 배)	35.0	18.0	15.1	13.5	11.5
PER (지배순이익, 배)	40.3	18.0	15.0	13.5	11.4
PBR (자본총계, 배)	2.4	1.6	1.5	1.4	1.2
PBR (지배지분, 배)	2.7	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	8.7	7.2	6.2	5.6	5.0
배당성향 (%)	26.0	0.0	22.5	20.1	17.1
배당수익률 (%)	0.7	1.5	1.5	1.5	1.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	19.2	16.9	18.2	18.6	19.2
영업이익률 (%)	8.8	7.9	9.1	9.7	10.5
순이익률 (%)	4.2	5.2	6.2	6.5	7.2
ROA (%)	4.0	5.0	5.8	6.3	7.1
ROE (지배순이익, %)	6.7	10.1	11.3	11.5	12.3
ROIC (%)	8.5	7.8	10.1	10.1	11.1
안정성					
부채비율 (%)	81.6	78.4	71.2	61.8	55.5
순차입금비율 (%)	23.0	33.6	20.6	16.2	11.4
현금비율 (%)	10.8	5.3	19.0	15.8	19.2
이자보상배율 (배)	22.6	15.6	18.4	23.8	31.5
활동성					
순운전자본회전을 (회)	5.7	5.1	4.9	5.8	6.2
재고자산회수기간 (일)	40.4	44.7	46.5	44.9	43.5
매출채권회수기간 (일)	93.6	98.3	101.0	96.0	91.4

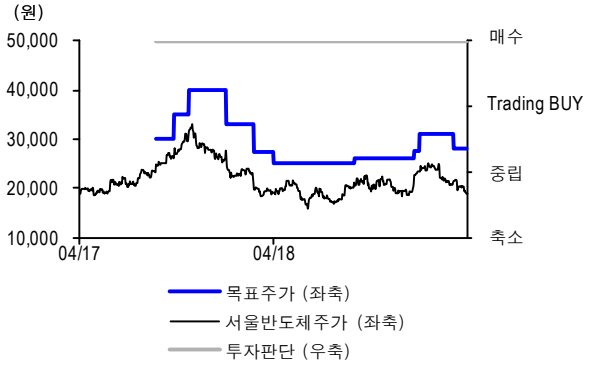
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

서울반도체 (046890)

주가차트



투자이견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 소현철, 조민서)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 09월 22일	매수	30,000	(12.6)	(6.0)
2017년 10월 26일	매수	35,000	(16.1)	(8.6)
2017년 11월 23일	매수	40,000	(30.1)	(17.1)
2018년 02월 01일	매수	33,000	(30.6)	(27.4)
2018년 03월 25일	매수	27,300	(29.5)	(26.4)
2018년 05월 01일	매수	25,000	(24.5)	(13.8)
2018년 09월 30일	매수	26,000	(21.2)	(12.9)
2019년 01월 20일	매수	27,500	(15.7)	(14.7)
2019년 01월 30일	매수	31,000	(26.2)	(19.2)
2019년 04월 04일	매수	28,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

투자등급	비중	비중확대
매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	97.63%	업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	0.95%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	1.42%	축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	0%	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 04월 26일 기준)

투자등급	비율	투자등급	비율	투자등급	비율	투자등급	비율
매수 (매수)	97.63%	Trading BUY (중립)	0.95%	중립 (중립)	1.42%	축소 (매도)	0%