



# BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원(하향)

주가(4/29): 19,750원

시가총액: 11,515억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (4/29)		750.60pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,050원	15,700원
등락률	-100.0%	25.8%
수익률	절대	상대
1W	-4.4%	-7.1%
1M	2.6%	-13.9%
1Y	3.9%	22.8%

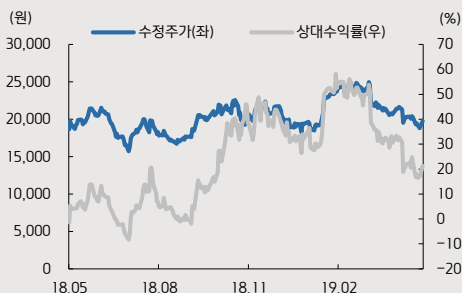
### Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	571천주
외국인 지분율	15.8%
배당수익률(18E)	1.4%
BPS(18E)	12,235원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	11,104	11,942	12,240	13,278
영업이익	983	949	1,044	1,187
EBITDA	2,128	2,019	2,230	2,386
세전이익	705	784	1,050	1,164
순이익	464	626	802	920
지배주주지분순이익	403	628	810	874
EPS(원)	692	1,077	1,390	1,498
증감률(%YoY)	11.4	55.7	29.1	7.8
PER(배)	40.3	18.0	14.2	13.2
PBR(배)	2.73	1.74	1.61	1.47
EV/EBITDA(배)	8.7	7.2	6.4	5.7
영업이익률(%)	8.9	7.9	8.5	8.9
ROE(%)	6.7	10.1	11.9	11.7
순부채비율(%)	23.0	33.6	24.4	14.9

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## 올해도 상저하고 패턴 반복 예상



4분기 깜짝 실적 다음이라서 1분기 실적이 부진하게 느껴진다. 거시 환경 악화와 더불어 업계의 재고조정 폭이 컸고, 내부적으로 베트남 생산 설비 이전에 따른 비용 요인이 부각됐다. 다만, 올해도 지난해와 같은 상저하고 패턴을 기대할 수 있을 것이다. 하반기로 갈수록 헤드램프 매출이 증가하고, 베트남 법인의 가동률이 상승하며, WICOP 경쟁력에 기반해 주력 분야의 점유율을 높여 갈 것이다.

### >>> 1분기 부진, 업계 재고조정과 생산 라인 정비 비용 영향

1분기 영업이익은 170억원(QoQ -53%, YoY -1%)으로 시장 컨센서스(226억원)를 하회하며 부진했다.

거시 환경 악화로 인해 LED 업계의 강도 높은 재고조정이 진행됐고, 판가 하락폭이 일시적으로 확대됐으며, 계절적으로 TV형 매출이 감소했다.

내부적으로는 베트남 생산 확대를 위한 후공정 위주의 설비 이전 비용이 증가했고, 가동률이 저하된 영향이 컸다.

매출액은 0.4%(YoY) 역신장했는데, 대만 Everlight와 Epistar의 1분기 매출액이 전년 동기 대비 각각 18%, 27% 감소한 것과 비교하면, 동사는 시장 환경에 비해 양호했다고 평가할 수 있다.

### >>> 하반기 강한 반등 기대

2분기 매출액은 2,867억원(QoQ 2%, YoY -1%), 영업이익은 186억원(QoQ 9%, YoY 6%)으로 추정된다. 2분기까지는 업계 재고조정 및 생산 라인 정비 여파가 이어질 것이다.

그리고 나면, 지난해와 마찬가지로 연간 상저하고 패턴이 예상된다.

1) 하반기로 갈수록 자동차 헤드램프 매출이 증가하며 제품 Mix 개선을 이끌고, 2) 베트남 법인의 가동률 상승과 함께 고정비 부담이 축소되며, 3) TV, 자동차, 모바일 부문에서 WICOP 경쟁력에 기반해 점유율 상승세가 이어질 것이다.

헤드램프는 올해 5개 모델이 추가될 것으로 예상되고, 향후 매트릭스 구조 헤드램프에서는 nPola가 경쟁력을 확보할 것이다.

저부가 품목의 OEM 조달을 통해 수익성을 관리하고자 하며, 베트남 법인의 WICOP 생산능력이 확대될 것이다.

차세대 제품인 마이크로 LED는 올해 하반기 양산과 더불어 선제적인 성과를 보여줄 것이다. 마이크로 LED는 WICOP과 가장 근접한 기술로 볼 수 있다.

투자의견 'BUY'를 유지하되, 실적 전망 하향과 함께 목표주가는 27,000원으로 하향한다.

서울반도체 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,830	2,903	3,203	3,006	2,819	-6.2%	-0.4%	2,938	-4.0%
영업이익	172	176	281	362	170	-52.9%	-0.8%	253	-32.7%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	6.0%	-6.0%p	0.0%p	8.6%	-2.6%p
세전이익	151	207	211	278	206	-25.9%	36.4%	238	-13.1%
순이익	115	94	133	289	177	-38.6%	54.1%	178	-0.4%
순이익률	4.1%	3.2%	4.2%	9.6%	6.3%	-3.3%p	2.2%p	6.1%	0.2%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
매출액	2,830	2,903	3,203	3,006	2,819	2,867	3,333	3,221	11,942	7.5%	12,240	2.5%	13,278	8.5%
TV	491	560	593	543	518	567	741	720	2,187	7.6%	2,545	16.4%	2,740	7.7%
중대형 BLU	110	117	140	134	129	124	162	132	502	8.3%	546	8.9%	581	6.5%
모바일	607	663	927	723	737	672	822	826	3,069	19.2%	3,057	-0.4%	3,168	3.6%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,606	1,435	1,504	1,609	1,543	6,184	2.3%	6,091	-1.5%	6,788	11.4%
영업이익	172	176	281	362	170	186	327	361	990	0.8%	1,044	5.4%	1,187	13.7%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	6.0%	6.5%	9.8%	11.2%	8.3%	-0.6%p	8.5%	0.2%p	8.9%	0.4%p
세전이익	151	207	211	278	206	176	316	351	848	20.3%	1,050	23.8%	1,164	10.9%
순이익	115	94	133	289	177	132	238	263	631	56.5%	810	28.5%	874	7.8%

자료: 서울반도체, 키움증권

주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	17,840	글로벌 Peer 평균
EBITDA	2,230	
Target EV/EBITDA	8.0	
순차입금	2,294	
적정주주가치	15,547	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	27,088	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E	2Q19E	2019E	2020E
매출액	3,267	13,429	14,598	2,867	12,240	13,278	-12.2%	-8.9%	-9.0%
영업이익	279	1,237	1,374	186	1,044	1,187	-33.2%	-15.6%	-13.6%
세전이익	264	1,179	1,383	176	1,050	1,164	-33.3%	-11.0%	-15.8%
순이익	198	885	1,038	132	810	874	-33.3%	-8.4%	-15.8%
EPS(원)		1,518	1,780		1,390	1,498		-8.4%	-15.8%
영업이익률	8.5%	9.2%	9.4%	6.5%	8.5%	8.9%	-2.0%	-0.7%	-0.5%
세전이익률	8.1%	8.8%	9.5%	6.1%	8.6%	8.8%	-1.9%	-0.2%	-0.7%
순이익률	6.1%	6.6%	7.1%	4.6%	6.6%	6.6%	-1.5%	0.0%	-0.5%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	11,104	11,942	12,240	13,278	14,207
매출원가	8,261	8,710	9,148	9,814	10,473
매출총이익	2,843	3,232	3,092	3,464	3,734
판관비	1,861	2,283	2,048	2,276	2,404
<b>영업이익</b>	983	949	1,044	1,187	1,331
<b>EBITDA</b>	2,128	2,019	2,230	2,386	2,489
영업외손익	-278	-165	5	-23	3
이자수익	12	6	21	35	60
이자비용	43	61	61	58	56
외환관련이익	339	407	146	146	146
외환관련손실	591	376	146	146	146
종속 및 관계기업손익	-1	0	0	0	0
기타	6	-141	45	0	-1
<b>법인세차감전이익</b>	705	784	1,050	1,164	1,334
법인세비용	241	158	248	244	280
계속사업손익	464	626	802	920	1,054
<b>당기순이익</b>	464	626	802	920	1,054
<b>지배주주순이익</b>	403	628	810	874	1,001
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	16.4	7.5	2.5	8.5	7.0
영업이익 증감율	70.9	-3.5	10.0	13.7	12.1
EBITDA 증감율	24.7	-5.1	10.5	7.0	4.3
지배주주순이익 증감율	11.4	55.8	29.0	7.9	14.5
EPS 증감율	11.4	55.7	29.1	7.8	14.6
매출총이익율(%)	25.6	27.1	25.3	26.1	26.3
영업이익률(%)	8.9	7.9	8.5	8.9	9.4
EBITDA Margin(%)	19.2	16.9	18.2	18.0	17.5
지배주주순이익률(%)	3.6	5.3	6.6	6.6	7.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	5,755	6,016	6,629	7,649	8,959
현금 및 현금성자산	472	217	734	1,265	2,135
단기금융자산	305	1	0	0	0
매출채권 및 기타채권	3,519	4,073	4,151	4,503	4,818
재고자산	1,375	1,552	1,566	1,699	1,818
기타유동자산	389	174	178	182	188
<b>비유동자산</b>	6,519	6,922	7,019	6,863	6,538
투자자산	96	87	66	65	65
유형자산	5,406	5,768	6,038	5,991	5,746
무형자산	615	563	411	302	223
기타비유동자산	402	504	504	505	504
<b>자산총계</b>	12,273	12,938	13,647	14,512	15,498
<b>유동부채</b>	4,355	4,127	4,196	4,403	4,595
매입채무 및 기타채무	2,927	2,773	2,842	3,049	3,242
단기금융부채	1,182	1,115	1,115	1,115	1,115
기타유동부채	246	239	239	239	238
<b>비유동부채</b>	1,160	1,558	1,558	1,458	1,358
장기금융부채	1,147	1,542	1,542	1,442	1,342
기타비유동부채	13	16	16	16	16
<b>부채총계</b>	5,514	5,685	5,754	5,861	5,953
<b>지배지분</b>	5,945	6,485	7,134	7,846	8,686
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	3,476	3,305	3,305	3,305	3,305
기타자본	-734	-538	-538	-538	-538
기타포괄손익누계액	-75	-69	-68	-66	-65
이익잉여금	2,986	3,496	4,143	4,854	5,692
비지배지분	814	768	760	805	858
<b>자본총계</b>	6,759	7,253	7,893	8,651	9,544

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,673	1,036	2,142	2,017	2,148
당기순이익	464	626	802	920	1,054
비현금항목의 가감	1,495	1,470	1,656	1,648	1,617
유형자산감가상각비	968	904	1,034	1,089	1,080
무형자산감가상각비	177	167	152	109	79
지분법평가손익	-1	-2	0	0	0
기타	351	401	470	450	458
영업활동자산부채증감	-75	-757	-28	-283	-247
매출채권및기타채권의감소	-381	-565	-77	-352	-315
재고자산의감소	-242	-120	-14	-133	-119
매입채무및기타채무의증가	680	-84	69	207	193
기타	-132	12	-6	-5	-6
기타현금흐름	-211	-303	-288	-268	-276
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,682	-1,464	-1,457	-1,218	-1,009
유형자산의 취득	-1,588	-1,449	-1,304	-1,043	-834
유형자산의 처분	108	30	0	0	0
무형자산의 순취득	-272	-184	0	0	0
투자자산의감소(증가)	140	9	21	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-17	304	1	0	0
기타	-53	-174	-175	-175	-175
<b>재무활동 현금흐름</b>	175	171	-445	-545	-545
차입금의 증가(감소)	18	581	0	-100	-100
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-80	1	0	0	0
배당금지급	-47	-130	-163	-163	-163
기타	284	-281	-282	-282	-282
기타현금흐름	-18	3	276	276	276
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	147	-255	517	531	870
기초현금 및 현금성자산	324	472	217	734	1,265
기말현금 및 현금성자산	472	217	734	1,265	2,135

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	692	1,077	1,390	1,498	1,717
BPS	10,196	11,122	12,235	13,457	14,897
CFPS	3,359	3,595	4,216	4,404	4,581
DPS	183	284	284	284	284
<b>주당배수(배)</b>					
PER	40.3	18.0	14.2	13.2	11.5
PER(최고)	48.5	26.2	18.1		
PER(최저)	21.1	14.6	13.1		
PBR	2.73	1.74	1.61	1.47	1.33
PBR(최고)	3.29	2.54	2.06		
PBR(최저)	1.43	1.41	1.49		
PSR	1.46	0.94	0.94	0.87	0.81
PCFR	8.3	5.4	4.7	4.5	4.3
EV/EBITDA	8.7	7.2	6.4	5.7	5.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	22.6	26.0	20.3	17.7	15.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	1.5	1.4	1.4	1.4
ROA	4.0	5.0	6.0	6.5	7.0
ROE	6.7	10.1	11.9	11.7	12.1
ROIC	8.2	7.6	8.4	9.8	10.9
매출채권회전율	3.3	3.1	3.0	3.1	3.0
재고자산회전율	9.0	8.2	7.9	8.1	8.1
부채비율	81.6	78.4	72.9	67.7	62.4
순차입금비율	23.0	33.6	24.4	14.9	3.4
이자보상배율	22.6	15.6	17.2	20.3	23.7
<b>총차입금</b>	2,329	2,656	2,656	2,556	2,456
<b>순차입금</b>	1,553	2,438	1,922	1,291	321
<b>NOPLAT</b>	2,128	2,019	2,230	2,386	2,489
<b>FCF</b>	-37	-629	652	810	1,129

Compliance Notice

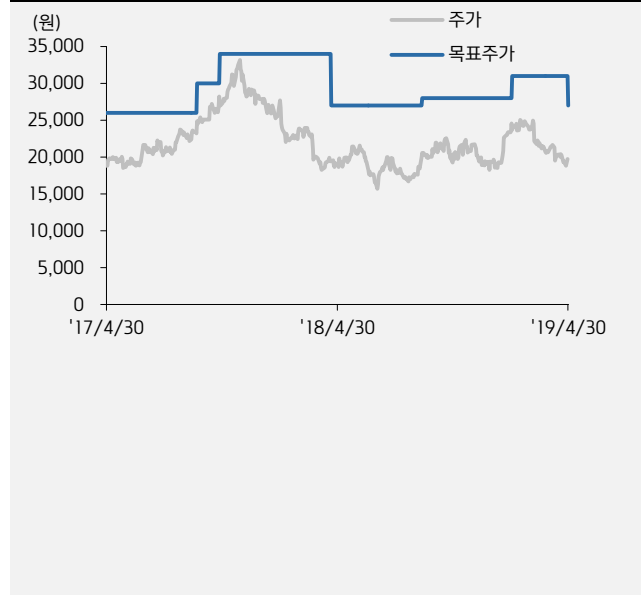
- 당사는 4월 29일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2017/04/26	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.41	-22.88
	2017/06/02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.55	-22.88
	2017/06/20	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-23.10	-14.42
	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-20.10	-8.65
	2017/09/20	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-14.15	-6.00
	2017/10/26	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-20.17	-19.26
	2017/11/01	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-13.59	-2.50
	2017/12/27	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-16.36	-2.50
	2018/01/31	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-25.20	-2.50
	2018/04/20	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-29.12	-27.59
	2018/05/02	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.79	-20.19
	2018/07/12	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.79	-20.19
	2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-30.46	-20.19
	2018/09/11	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.56	-19.46
	2018/10/30	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.44	-19.46
	2018/11/28	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.76	-19.46
	2019/01/07	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-27.12	-19.46
	2019/01/17	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.19	-12.32
	2019/01/31	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-28.59	-19.19
	2019/04/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%