

Company Brief

2019-04-30

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	25,000 원(하향)
증가(2019/04/29)	19,750 원

Stock Indicator	
자본금	29십억원
발행주식수	5,831 만주
시가총액	1,152십억원
외국인지분율	15.8%
52 주 주가	15,700~25,050 원
60 일평균거래량	570,889 주
60 일평균거래대금	12.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	-15.8	2.6	3.9
상대수익률	-7.3	-21.3	-16.6	19.3



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,194	1,232	1,302	1,368
영업이익(십억원)	95	100	114	115
순이익(십억원)	63	70	76	80
EPS(원)	1,077	1,203	1,306	1,370
BPS(원)	11,122	12,048	13,077	14,171
PER(배)	18.0	16.4	15.1	14.4
PBR(배)	1.7	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	10.1	10.4	10.4	10.1
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	10.7	10.0	8.8	8.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

서울반도체(046890)

상저하의 계절성

베트남 공장 설비 이전 영향으로 1Q19 실적 부진

동사 1Q19 실적은 매출액 2,820 억원(YoY: +0%, QoQ: -6%), 영업이익 170 억원(YoY: +1%, QoQ: -46%)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2,896 억원, 영업이익 226 억원)를 대폭 하회하였다. 실적 부진의 주요 요인은 ① IT 계절적 비수기 영향으로 TV, Monitor 향 출하량이 감소하였고, ② 중장기 해외 고객사 확보 및 원가 경쟁력 강화를 위해 추진하고 있는 생산 기지 다변화 전략에 따라 상반기에 국내 일부 설비를 베트남 공장으로 이전 설치하면서 일시적인 고정비 부담 증가 현상이 발생한 것이다. 이에 따라 동사 가동률은 4Q18 약 77%에서 1Q19 약 60% 수준으로, PKG 생산량은 4Q18 약 54 억개에서 1Q19 약 43 억개 수준으로 하락하였다.

당분간 상저하 계절 변동성 클 듯

올해 동사 실적은 생산 기지 다변화 영향으로 전년과 상반기와 하반기 계절성이 상당히 클 것으로 예상된다. 계절적 최대 비수기를 벗어나면서 전분기에 걸쳐 소폭의 출하 증가세가 나타날 것으로 예상되어 2Q19 매출액은 전분기 대비 증가할 전망이다. 그러나 2Q19 에도 설비 이동시 수율 및 생산 안정화가 이루어질 때까지 시간차가 발생할 것으로 예상되어 전년 동기 대비 매출액 성장폭과 수익성 개선폭은 제한적일 것으로 전망된다. 이를 반영한 2Q19 매출액과 영업이익은 각각 2,920 억원(YoY: +1%, QoQ: +4%)을 기록할 것으로 추정된다. 또한 연간 실적 추정치도 매출액 1.2 조원(YoY: +3%), 영업이익 1,000 억원(YoY: +6%)으로 하향 조정한다. 반면 하반기에는 베트남 공장의 가동률이 본격적으로 상승하면서 뚜렷한 원가 절감 효과가 나타날 것으로 기대된다. 향후 동사는 2020 년에 베트남 3 공장까지 가동할 계획이며 이를 통해 베트남과 국내 공장 매출 비중이 약 6:4 수준 달성을 목표로 하고 있다. 당분간 상반기와 하반기 실적의 계절성이 클 가능성이 높다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가는 25,000 원으로 하향 조정

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 19 년 연간 실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 25,000 원으로 14% 가량 하향 조정한다. 목표주가는 19 년 예상 BPS 12,048 원에 최근 3 년간 P/B 배수 중상단인 2.1 배를 적용하여 산출하였다. 현 주가 Valuation 은 19 년 예상 실적 기준 P/E 16.4 배, P/B 1.6 배 수준으로 역사적 하단 수준을 형성하고 있으며, 전세계 LED 업종 내에서도 매력도가 높아 하방 경직성이 확보된 것으로 판단된다. 따라서 최근 실적 부진 우려에 따른 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용할 필요가 있다. 다만 실적 개선 모멘텀이 하반기에 도래할 것으로 예상되어 중장기적인 관점에서 접근할 것을 권고한다.

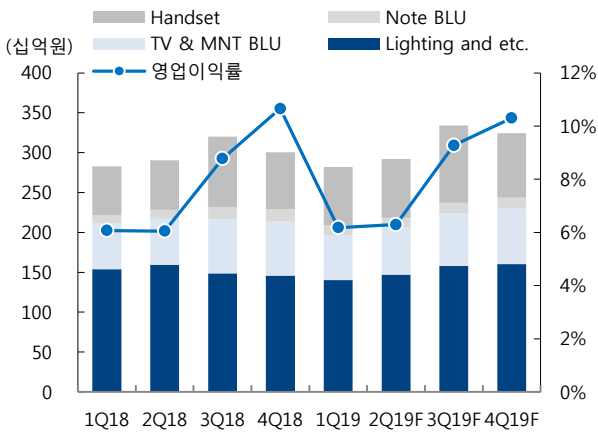
[디스플레이] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

표 1. 서울반도체 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	283	290	320	301	282	292	334	325	1,110	1,194	1,232
YoY	10%	9%	5%	6%	0%	1%	4%	8%	16%	8%	3%
QoQ	0%	3%	10%	-6%	-6%	4%	14%	-3%	-	-	-
매출원가	213	215	231	213	218	223	250	230	826	871	922
매출원가율	75%	74%	72%	71%	77%	77%	75%	71%	74%	73%	75%
매출총이익	70	76	90	88	64	69	84	94	284	323	311
매출총이익률	25%	26%	28%	29%	23%	23%	25%	29%	26%	27%	25%
판매비 및 관리비	53	58	62	56	47	50	53	61	187	228	211
판매비율	19%	20%	19%	19%	17%	17%	16%	19%	17%	19%	17%
영업이익	17	18	28	32	17	18	31	33	98	95	100
영업이익률	6%	6%	9%	11%	6%	6%	9%	10%	9%	8%	8%
YoY	-26%	-27%	-8%	62%	1%	5%	10%	4%	71%	-3%	6%
QoQ	-13%	2%	60%	14%	-46%	5%	69%	8%	-	-	-
EBITDA	46	45	56	55	42	48	63	67	212	202	220
EBITDA margin	16%	15%	17%	18%	15%	17%	19%	21%	19%	17%	18%
순이익	11	13	14	24	13	20	23	11	46	63	67
순이익률	4%	5%	4%	8%	5%	7%	7%	3%	4%	5%	5%
YoY	94%	-44%	-38%	-568%	19%	50%	66%	-56%	24%	35%	7%
QoQ	-318%	20%	2%	77%	-45%	51%	12%	-53%	-	-	-
부문별 매출액 및 비중											
Lighting and etc.	154	159	149	146	140	147	158	160	602	608	605
TV & MNT BLU	57	58	68	68	56	59	66	70	205	250	252
Note BLU	11	11	15	16	12	12	13	13	44	53	50
Handset	61	62	89	71	73	74	97	81	260	283	325
Lighting and etc.	54%	55%	46%	49%	50%	50%	47%	49%	54%	51%	49%
TV & MNT BLU	20%	20%	21%	23%	20%	20%	20%	22%	18%	21%	20%
Note BLU	4%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Handset	22%	21%	28%	24%	26%	25%	29%	25%	23%	24%	26%

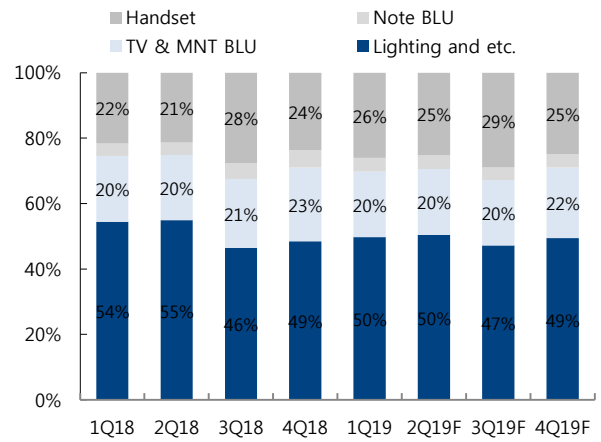
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림1. 서울반도체 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



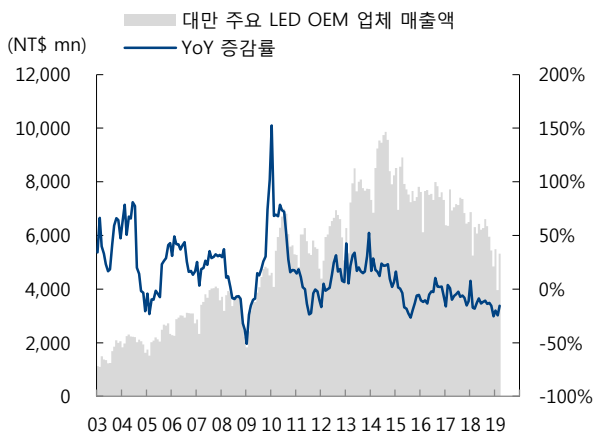
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림2. 서울반도체 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



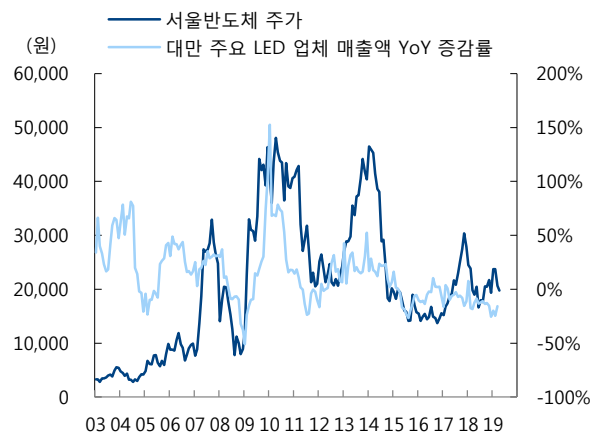
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림3. 대만 주요 LED 업체 합산 매출액 및 YoY 증감률 추이



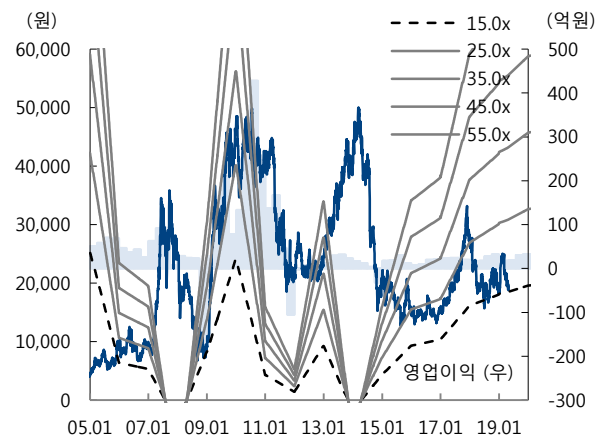
자료: 각사, 하이투자증권

그림4. 서울반도체 주가와 대만 LED 업체 매출 YoY 증감률



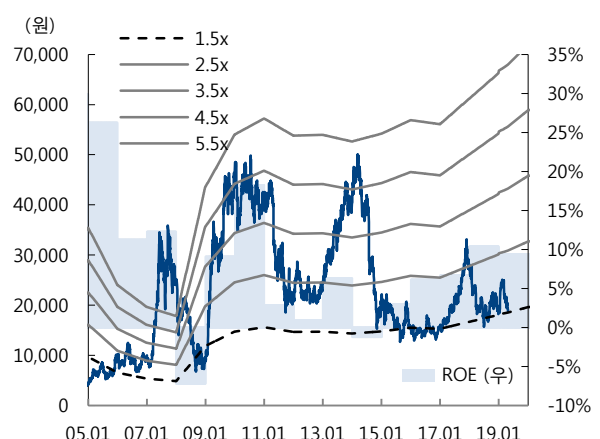
자료: 각사, 하이투자증권

그림5. 서울반도체 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림6. 서울반도체 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 2. 서울반도체 목표주가 산출

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	비고
EPS (원)	290	95	619	-118	291	621	692	1,077	1,203	
BPS (원)	10,405	9,782	9,811	9,571	9,852	10,344	10,196	11,122	12,048	
고점 P/E (배)	154	301	72.0	-130	76.4	28.8	47.9	25.9	20.8	최근 3년간 평균: 34.2
평균 P/E (배)	106	241	55.9	-292	59.1	23.9	31.0	19.1	18.1	최근 3년간 평균: 23.0
저점 P/E (배)	64.0	214	39.2	-424.3	23.2	20.9	21.3	14.6	15.4	최근 3년간 평균: 18.0
고점 P/B (배)	4.3	2.9	4.5	5.2	2.3	1.7	3.0	2.5	2.1	최근 3년간 평균: 2.3
평균 P/B (배)	3.0	2.3	3.5	3.6	1.8	1.4	2.0	1.9	1.8	최근 3년간 평균: 1.8
저점 P/B (배)	1.8	2.1	2.5	1.6	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	최근 3년간 평균: 1.4
ROE	2.8%	1.2%	7.1%	0.1%	4.3%	5.9%	7.0%	8.9%	9.3%	지배주주순이익 기준
Target P/B (배)									2.1	최근 3년간 고점-평균 P/B 배수 중간값
적용 BPS (원) = 19년									12,048	
적정주가 (원)									24,726	19년 예상 실적 기준 P/E 20.8배, P/B 2.1배
목표주가 (원)									25,000	
전일 종가 (원)									19,750	19년 예상 실적 기준 P/E 16.4배, P/B 1.6배
상승 여력									26.6%	

자료: 서울반도체, 하이투자증권

Global LED 업체 Peer group

표 3. 주요 LED 업체 Peer group 실적 Table

국가	업체명	매출액			영업이익			순이익			순이익 증가율(%)		
		2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F
한국	서울반도체	983	1,086	1,093	86.9	86.3	96.3	35.7	57.1	61.1	14.3	60.0	7.1
	LG이노텍	6,761	7,257	7,260	262	240	248	155	148	141	3,521	-4.1	-4.8
중국	SANAN OPTO	1,226	1,250	1,431	565	497	539	469	428	510	43.7	-8.7	19.2
대만	EPISTAR CORP	831	674	619	75.8	-22.5	-51.7	54	-15	-39	흑전	적전	적자
	LEXTAR ELEC	396	367	341	6.3	-2.6	3.3	4.3	1.6	4.2	흑전	-61.6	156
	EVERLIGHT	898	800	783	55.6	N/A	31.7	39.6	26.3	26.7	-29.4	-33.5	1.4
	HARVATEK	99.1	97.0	N/A	9.6	1.6	N/A	7.4	7.8	N/A	흑전	5.1	N/A
	ADVANCED	197	154	157	4.3	N/A	-8	3.2	-12.8	-4.3	76.1	적전	적자
	LITE-ON TECH	7,054	6,874	6,289	274	248	298	86	264	256	-70.4	206	-3.1
그외	VEECO	476	542	421	-72	-416	-41	-51	-407	-29	적자	적자	-92.8
	TOYODA	6,990	7,283	7,507	376	371	341	150	191	207	-11.1	27.3	8.4
	STANLEY ELEC	3,594	3,991	3,960	391	480	496	265	325	356	24.6	22.5	9.5
	OSRAM LICHT	4,561	4,899	4,107	440	248	75.9	243	163	12	-44.9	-32.9	-92.8
	CREE	1,473	1,494	1,412	-18.7	-329	95.7	-98.1	-280	81.1	적자	적자	-129.0

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 2019년 4월 29일 기준

표 4. 주요 LED 업체 Peer group Valuation Table

국가	업체명	주가	시가총액	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
				2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F	2017	2018	2019F
한국	서울반도체	17.0	992	34.2	29.4	16.3	2.1	2.0	1.6	8.3	6.5	6.2	6.7	10.1	10.4
	LG이노텍	105.1	8,197	689	17.7	17.7	1.9	1.6	1.3	9.1	6.5	5.1	9.4	8.0	7.2
중국	SANAN OPTO	2.0	2,488	37.1	24.8	14.6	4.6	4.0	2.2	24.8	14.8	10.1	17.0	13.8	14.4
대만	EPISTAR CORP	0.9	8,197	29.1	24.3	N/A	0.7	0.8	0.6	9.3	5.3	6.4	3.3	-0.9	-2.3
	LEXTAR ELEC	0.5	3,364	107	78.8	65.9	0.8	0.9	0.7	8.3	4.9	7.6	1.1	0.4	1.1
	EVERLIGHT	1.0	930	11.5	13.7	18.2	1.2	0.9	0.8	4.1	3.7	5.1	6.8	N/A	3.8
	HARVATEK	0.5	431	17.5	15.3	N/A	1.1	1.3	N/A	13.5	5.2	N/A	8.6	8.5	N/A
	ADVANCED	0.6	279	78.8	38.4	N/A	1.4	1.1	N/A	7.5	4.9	N/A	2.9	N/A	-4.9
	LITE-ON TECH	1.4	109	11.7	34.3	13.3	1.4	1.3	1.4	4.2	4.6	4.9	3.6	11.2	10.9
그외	VEECO	12.4	6,760	N/A	N/A	N/A	1.7	0.8	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.2	-63.7	N/A
	TOYODA	20.7	3,390	20.8	17.2	12.9	1.1	1.0	0.9	4.7	4.6	4.7	5.2	6.6	6.8
	STANLEY ELEC	26.9	2,688	21.5	18.8	12.4	1.9	1.9	1.3	8.2	7.2	4.7	9.4	10.9	11.2
	OSRAM LICHT	35.0	596	15.3	20.3	104	2.7	2.0	1.3	10.2	8.1	9.9	8.9	5.5	1.2
	CREE	65.5	81	N/A	N/A	82.0	1.2	2.0	3.0	16.2	27.3	26.2	-4.3	-13.1	1.8
업종 평균				89.4	27.7	35.7	1.7	1.5	1.4	9.9	8.0	8.3	5.2	-0.2	5.1

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 2019년 4월 29일 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	602	653	729	794	매출액	1,194	1,232	1,302	1,368
현금 및 현금성자산	22	72	106	143	증가율(%)	7.5	3.2	5.6	5.1
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	871	922	957	1,014
매출채권	407	405	436	454	매출총이익	323	311	345	354
재고자산	155	156	165	174	판매비와관리비	228	211	231	239
비유동자산	692	691	690	690	연구개발비	109	102	102	108
유형자산	577	580	577	574	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	56	58	61	62	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,294	1,344	1,419	1,484	영업이익	95	100	114	115
유동부채	413	409	424	426	증가율(%)	-3.4	5.6	14.2	0.6
매입채무	277	274	289	290	영업이익률(%)	7.9	8.1	8.8	8.4
단기차입금	41	41	41	41	이자수익	1	2	3	3
유동성장기부채	39	39	39	39	이자비용	6	6	6	6
비유동부채	156	156	156	156	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-13	-8	-10	-9
장기차입금	154	154	154	154	세전계속사업이익	78	93	101	106
부채총계	569	565	580	581	법인세비용	16	23	25	26
자배주주지분	648	702	762	826	세전계속이익률(%)	6.6	7.6	7.8	7.8
자본금	29	29	29	29	당기순이익	63	70	76	80
자본잉여금	331	331	331	331	순이익률(%)	5.2	5.7	5.8	5.8
이익잉여금	350	403	463	527	지배주주귀속 순이익	63	70	76	80
기타자본항목	-54	-54	-54	-54	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	77	77	76	76	총포괄이익	63	70	76	80
자본총계	725	779	839	902	지배주주귀속총포괄이익	63	70	76	80

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	104	204	188	192	주당지표(원)				
당기순이익	63	70	76	80	EPS	1,077	1,203	1,306	1,370
유형자산감가상각비	13	13	14	14	BPS	11,122	12,048	13,077	14,171
무형자산상각비	17	18	17	19	CFPS	1,594	1,739	1,848	1,929
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	284	284	284	284
투자활동 현금흐름	-146	-142	-137	-138	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	3	-	-	-	PER	18.0	16.4	15.1	14.4
무형자산의 처분(취득)	-18	-20	-20	-20	PBR	1.7	1.6	1.5	1.4
금융상품의 증감	30	0	0	0	PCR	12.1	11.4	10.7	10.2
재무활동 현금흐름	17	-44	-44	-44	EV/EBITDA	10.7	10.0	8.8	8.4
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	58	-	-	-	ROE	10.1	10.4	10.4	10.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	10.5	10.7	11.2	10.8
배당금지급	-13	-16	-16	-16	부채비율	78.4	72.6	69.2	64.4
현금및현금성자산의증감	-25	50	34	37	순부채비율	29.3	20.9	15.3	10.1
기초현금및현금성자산	47	22	72	106	매출채권회전율(x)	3.1	3.0	3.1	3.1
기말현금및현금성자산	22	72	106	143	재고자산회전율(x)	8.2	7.9	8.1	8.1

자료 : 서울반도체, 하이투자증권 리서치센터

서울반도체
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-10	Buy	27,500	1년	-18.9%	-7.6%
2017-09-28	Buy	32,000	1년	-17.0%	-11.9%
2017-10-26	Buy	36,000	1년	-21.4%	-7.9%
2018-02-05	Buy	30,000	1년	-29.3%	-20.2%
2018-05-02	Buy	27,500	1년	-30.2%	-21.6%
2018-07-30	Buy	24,000	1년	-16.6%	2.3%
2019-01-31	Buy	29,000	1년	-24.2%	-13.6%
2019-04-30	Buy	25,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	88.4%	11.6%	-