



# BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원(하향)

주가(6/20): 19,800원

시가총액: 11,544억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (6/20)		727.32pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	25,050원	15,700원
등락률	-21.0%	26.1%
수익률	절대	상대
1W	10.6%	6.8%
1M	4.2%	-4.3%
1Y	9.7%	26.7%

### Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	529천주
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(19E)	1.4%
BPS(19E)	11,991원
주요 주주	이정훈 외 31.0%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	11,104	11,942	11,647	12,292
영업이익	983	949	877	977
EBITDA	2,128	2,019	2,063	2,176
세전이익	705	784	855	948
순이익	464	626	644	749
지배주주지분순이익	403	628	660	711
EPS(원)	692	1,077	1,132	1,220
증감률(%YoY)	11.4	55.7	5.1	7.8
PER(배)	40.3	18.0	17.5	16.2
PBR(배)	2.73	1.74	1.65	1.53
EV/EBITDA(배)	8.7	7.2	6.9	6.3
영업이익률(%)	8.9	7.9	7.5	7.9
ROE(%)	6.7	10.1	9.8	9.8
순부채비율(%)	23.0	33.6	24.3	15.7

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## 악전고투



LED 시장이 침체에 빠졌다. 미중 무역 분쟁과 중국 경기 둔화 영향이 예상보다 큰 것 같다. LED 가격, 재고, 가동률 등 산업 지표가 역사적으로 가장 안 좋은 수준에 근접해 있다. 다만 LED 업체들의 매출 감소세가 말해준다. 동사는 WICOP 경쟁력과 베트남 법인 효과를 바탕으로 선전하고 있지만, 실적 회복이 지연될 것이다. 그래도 하반기에는 헤드램프 채용 확대, TV 점유율 상승 등에 힘입어 회복될 것이다.

### >>> LED 시장 침체, 실적 회복 지연

미중 무역 분쟁과 중국 경기 둔화 영향으로 LED 시장이 침체에 빠졌다. 상반기 LED 칩 가격이 예상보다 큰 폭으로 하락했고, 업계 재고가 과도한 편이며, 가동률도 역사적으로 낮은 수준으로 파악된다. 미국 정부는 중국산 LED 패키지 및 조명에 25%의 관세를 부과하고 있다.

일례로 Epistar의 최근 5월 매출이 전년 동월 대비 29% 급감했고, 5월까지 누계 매출액은 24%(YoY) 감소한 상태다. LED 칩 가격은 1분기에 이어 2분기에도 두자리수 하락률을 기록할 것으로 예상된다.

동사는 WICOP 경쟁력에 기반한 점유율 상승 기초, 베트남 법인을 활용한 원가 경쟁력 강화를 바탕으로 선전하고 있지만, 업황 악화에 따라 실적 회복이 지연될 것이다. 2분기 영업이익은 143억원(QoQ -16%, YoY -18%)으로 시장 컨센서스(187억원)를 밑돌 전망이다.

수요 약세기를 틈타 생산설비의 베트남 이전 작업에 속도를 내고 있다.

### >>> 하반기 실적 회복 전망 유효

하반기 실적 회복 전망은 유효할 것이다.

1) 자동차 헤드램프 채용 모델 수가 늘어나고, 2) TV는 WICOP을 앞세워 주요 고객 내 입지가 더욱 강화될 것이며, 3) 베트남 법인의 가동률이 상승하며 고정비 부담이 줄어든 것이다.

3분기와 4분기 영업이익은 각각 257억원(QoQ 79%), 307억원(QoQ 19%)으로 추정된다.

VCSEL, Mini LED, Micro LED 등 차세대 제품군의 성과가 가시화되며 기술 리더십을 보여줄 것이다.

가장 고부가인 자동차 헤드램프는 하반기 5개 차종이 추가돼 총 14개 차종에 공급될 예정이다.

WICOP의 매출 비중은 지난해 15%에서 올해 20%를 넘어설 것이다.

투자의견 'BUY'를 유지하되, 실적 전망 하향과 함께 목표주가는 소폭 조정한다.

서울반도체 실적 전망

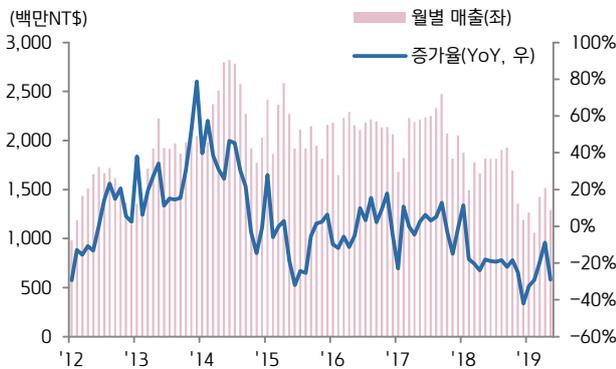
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	YoY	2019E	YoY	2020E	YoY
<b>매출액</b>	<b>2,830</b>	<b>2,903</b>	<b>3,203</b>	<b>3,006</b>	<b>2,819</b>	<b>2,760</b>	<b>3,097</b>	<b>2,971</b>	<b>11,942</b>	<b>7.5%</b>	<b>11,647</b>	<b>-2.5%</b>	<b>12,292</b>	<b>5.5%</b>
TV	491	560	593	543	518	555	726	705	2,187	7.6%	2,504	14.5%	2,685	7.2%
중대형 BLU	110	117	140	134	129	124	160	130	502	8.3%	542	8.1%	574	5.8%
모바일	607	663	927	873	737	659	756	763	3,069	19.2%	2,916	-5.0%	2,973	2.0%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,456	1,435	1,421	1,456	1,373	6,184	2.3%	5,685	-8.1%	6,061	6.6%
<b>영업이익</b>	<b>172</b>	<b>176</b>	<b>281</b>	<b>320</b>	<b>171</b>	<b>143</b>	<b>257</b>	<b>307</b>	<b>949</b>	<b>-3.4%</b>	<b>877</b>	<b>-7.5%</b>	<b>977</b>	<b>11.4%</b>
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	10.7%	6.0%	5.2%	8.3%	10.3%	7.9%	-0.9%p	7.5%	-0.4%p	7.9%	0.4%p
세전이익	151	207	211	214	189	130	243	293	784	11.3%	855	9.0%	948	10.9%
순이익	115	94	133	286	160	97	183	220	628	55.7%	660	5.1%	711	7.8%

자료: 서울반도체, 키움증권

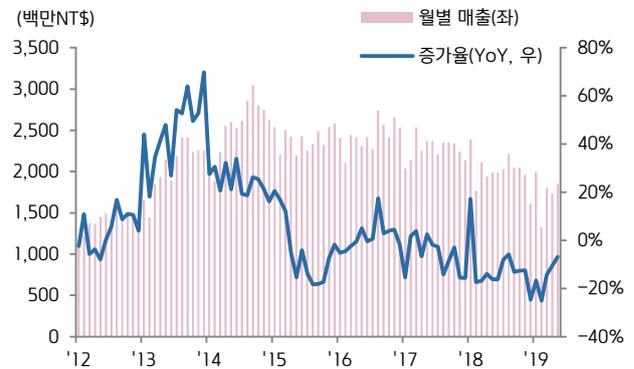
주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

Epistar 월별 매출액 추이



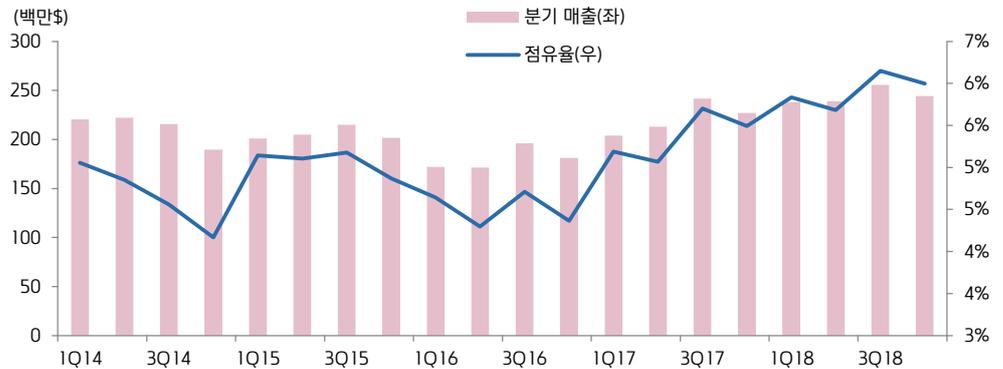
자료: Epistar

Everlight 월별 매출액 추이



자료: Everlight

서울반도체 LED 매출액 및 점유율 추이



자료: IHS, 서울반도체, 키움증권

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	16,750	글로벌 Peer 평균
EBITDA	2,083	
Target EV/EBITDA	8.0	
순차입금	2,032	
적정주가가치	14,718	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	<b>25,645</b>	

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	2,867	12,240	13,278	2,760	11,647	12,292	-3.7%	-4.8%	-7.4%
영업이익	186	1,044	1,187	143	877	977	-23.1%	-16.0%	-17.7%
세전이익	176	1,050	1,164	130	855	948	-26.5%	-18.6%	-18.6%
순이익	132	810	874	97	660	711	-26.5%	-18.6%	-18.6%
EPS(원)		1,390	1,498		1,132	1,220		-18.6%	-18.6%
영업이익률	6.5%	8.5%	8.9%	5.2%	7.5%	7.9%	-1.3%	-1.0%	-1.0%
세전이익률	6.1%	8.6%	8.8%	4.7%	7.3%	7.7%	-1.5%	-1.2%	-1.1%
순이익률	4.6%	6.6%	6.6%	3.5%	5.7%	5.8%	-1.1%	-1.0%	-0.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	11,104	11,942	11,647	12,292	13,153
매출원가	8,261	8,710	8,813	9,195	9,812
매출총이익	2,843	3,232	2,835	3,097	3,340
판매비	1,861	2,283	1,957	2,120	2,238
<b>영업이익</b>	983	949	877	977	1,103
<b>EBITDA</b>	2,128	2,019	2,063	2,176	2,261
영업외손익	-278	-165	-23	-29	-9
이자수익	12	6	19	30	46
이자비용	43	61	62	59	55
외환관련이익	339	407	146	146	146
외환관련손실	591	376	126	146	146
종속 및 관계기업손익	-1	0	0	0	0
기타	6	-141	0	0	0
<b>법인세차감전이익</b>	705	784	855	948	1,094
법인세비용	241	158	210	199	230
계속사업손익	464	626	644	749	864
<b>당기순이익</b>	464	626	644	749	864
<b>지배주주순이익</b>	403	628	660	711	821
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	16.4	7.5	-2.5	5.5	7.0
영업이익 증감율	70.9	-3.5	-7.6	11.4	12.9
EBITDA 증감율	24.7	-5.1	2.2	5.5	3.9
지배주주순이익 증감율	11.4	55.8	5.1	7.7	15.5
EPS 증감율	11.4	55.7	5.1	7.8	15.4
매출총이익율(%)	25.6	27.1	24.3	25.2	25.4
영업이익률(%)	8.9	7.9	7.5	7.9	8.4
EBITDA Margin(%)	19.2	16.9	17.7	17.7	17.2
지배주주순이익률(%)	3.6	5.3	5.7	5.8	6.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	5,755	6,016	6,339	7,071	8,121
현금 및 현금성자산	472	217	721	1,146	1,789
단기금융자산	305	1	0	0	0
매출채권 및 기타채권	3,519	4,073	3,950	4,168	4,460
재고자산	1,375	1,552	1,490	1,573	1,683
기타유동자산	389	174	178	184	189
<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	13,358	13,933	14,659
<b>유동부채</b>	4,355	4,127	4,056	4,154	4,286
매입채무 및 기타채무	2,927	2,773	2,752	2,900	3,082
단기금융부채	1,182	1,115	1,065	1,015	965
기타유동부채	246	239	239	239	239
<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	5,614	5,611	5,644
<b>지배지분</b>	5,945	6,485	6,991	7,532	8,182
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	4,001	4,540	5,188
비지배지분	814	768	752	790	833
<b>자본총계</b>	6,759	7,253	7,744	8,322	9,015

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,673	1,036	1,995	1,794	1,803
당기순이익	464	626	644	749	864
비현금항목의 가감	1,495	1,470	1,440	1,427	1,397
유형자산감가상각비	968	904	1,034	1,089	1,080
무형자산감가상각비	177	167	152	109	79
지분법평가손익	-1	-2	0	0	0
기타	351	401	254	229	238
영업활동자산부채증감	-75	-757	164	-154	-219
매출채권및기타채권의감소	-381	-565	124	-219	-292
재고자산의감소	-242	-120	62	-83	-110
매입채무및기타채무의증가	680	-84	-21	147	182
기타	-132	12	-1	1	1
기타현금흐름	-211	-303	-253	-228	-239
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,682	-1,464	-1,282	-1,043	-834
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	0	0	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	175	171	-213	-305	-322
차입금의 증가(감소)	18	581	-50	-150	-150
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-80	1	0	0	0
배당금지급	-47	-130	-163	-155	-172
기타	284	-281	0	0	0
기타현금흐름	-18	3	4	-21	-3.93
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	147	-255	505	425	643
기초현금 및 현금성자산	324	472	217	721	1,146
기말현금 및 현금성자산	472	217	721	1,146	1,789

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	692	1,077	1,132	1,220	1,408
BPS	10,196	11,122	11,991	12,918	14,034
CFPS	3,359	3,595	3,575	3,731	3,878
DPS	183	284	270	300	300
<b>주기배수(배)</b>					
PER	40.3	18.0	17.5	16.2	14.1
PER(최고)	48.5	26.2	22.3		
PER(최저)	21.1	14.6	15.0		
PBR	2.73	1.74	1.65	1.53	1.41
PBR(최고)	3.29	2.54	2.10		
PBR(최저)	1.43	1.41	1.41		
PSR	1.46	0.94	0.99	0.94	0.88
PCFR	8.3	5.4	5.5	5.3	5.1
EV/EBITDA	8.7	7.2	6.9	6.3	5.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	22.6	26.0	24.0	23.0	19.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	1.5	1.4	1.5	1.5
ROA	4.0	5.0	4.9	5.5	6.0
ROE	6.7	10.1	9.8	9.8	10.4
ROIC	8.2	7.6	7.1	8.3	9.4
매출채권회전율	3.3	3.1	2.9	3.0	3.0
재고자산회전율	9.0	8.2	7.7	8.0	8.1
부채비율	81.6	78.4	72.5	67.4	62.6
순차입금비율	23.0	33.6	24.3	15.7	5.7
이자보상배율	22.6	15.6	14.1	16.7	20.0
<b>총차입금</b>	2,329	2,656	2,606	2,456	2,306
순차입금	1,553	2,438	1,885	1,310	517
NOPLAT	2,128	2,019	2,063	2,176	2,261
FCF	-37	-629	708	774	976

Compliance Notice

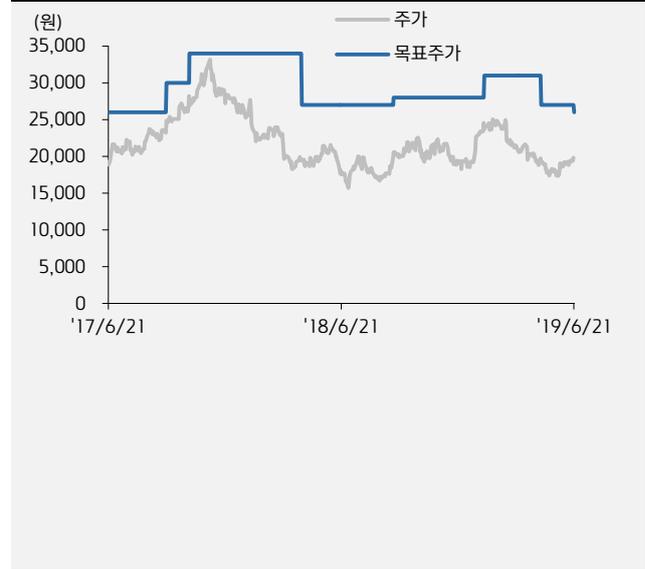
- 당사는 6월 20일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-31.30	-26.67
	2019/06/21	BUY(Maintain)	26,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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%