

전자부품

Company Report  
2019.1.18

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 27,300원
현재주가(19/01/17)	20,800원
상승여력	31%

영업이익(18F,십억원)	92
Consensus 영업이익(18F,십억원)	89
EPS 성장률(18F,%)	18.9
MKT EPS 성장률(18F,%)	6.0
P/E(18F,x)	23.5
MKT P/E(18F,x)	8.7
KOSDAQ	686.35

시가총액(십억원)	1,213
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	64.2
외국인 보유비중(%)	7.7
베타(12M) 일간수익률	0.82
52주 최저가(원)	15,700
52주 최고가(원)	27,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	4.0	-23.0
상대주가	5.6	24.2	-0.5



[모바일/부품]

박원재

02-3774-1426

william.park@miraesasset.com

# 서울반도체 (046890)

## 비수기를 잇은 4Q18

### 4Q18 Preview: 추정 영업이익 287억원 (+42.4% YoY, +2.2% QoQ)로 호조

서울반도체의 4Q18 실적은 매출액 3,127억원(+10.6% YoY, -2.4% QoQ), 영업이익 287억원(+42.4% YoY, +2.2% QoQ)로 추정된다. 당사 기존 추정치와 비교하면 매출액 3,168억원에서 1.3% 하향 조정하였으나, 영업이익은 244억원 대비 17.9% 상향하였다. 시장 기대치는 매출액 3,160억원, 영업이익 266억원이었다.

수익성이 낮은 일반 조명의 판매를 조절하면서 외형 감소가 불가피 했으나 영업이익률은 9.2%로 개선(+2.1%p YoY, +0.4%p QoQ)된 것으로 판단된다. 우려가 되던 TV BLU 사업은 고객사의 실적 호조로 동시에 수혜가 진행되고 있고, 자동차 관련 매출액도 391억원으로 사상 최대 수준을 기록했을 것으로 추정된다.

### TV BLU 호조와 자동차 부문 매출액 증가로 실적 호조. 특히 경쟁력 긍정적

기대를 모았던 베트남 공장 가동 효과는 아직 기대에 미치지 못하고 있다. 전체 매출액 대비 10% 수준까지 상승하였으나 전사 외형 성장에 미치는 영향은 아직 크지 않기 때문이다. 수출이 70%대에서 80%대로 안정화되고 있다는 점은 긍정적이다. 당사는 2020년 말에 매출액 비중이 60% 수준까지 확대될 것으로 기대하고 있다.

시장 환경은 긍정적인 부분과 부정적인 부분이 혼재해 있다. 중국 업체들과 경쟁이 심화되는 과정에서 미국과 중국의 무역 분쟁은 동시에 긍정적일 가능성이 크다. 특히 문제가 핵심이기 때문이다. 당사가 보유한 특허 경쟁력에 주목해야 한다. 이를 기반으로 LED 시장 주도권을 확보해 나갈 것이다.

자동차 조명 매출액 증가도 긍정적이다. 수익성 개선으로 이어질 가능성이 크기 때문이다. 자동차 조명은 사업 부문 중에 수익성이 가장 좋은 상태이다. 다만, 비중 확대 속도는 기대에 미치지 못하고 있다. 신차 출시가 본격화되는 2H19부터 본격적인 성장을 기대하고 있다. 다만, 경기 침체로 인한 LED 수요 감소 가능성은 우려 사항이다.

### 투자 의견 '매수' 유지. 12개월 목표주가 27,300원으로 상향

서울반도체 투자 의견을 '매수'로 유지하고 12개월 목표주가는 기존 26,700원에서 27,300원으로 상향 조정한다. 12개월 Forward BPS 11,866원에 PBR 2.3배(5년 평균을 20% 할증)를 적용하여 산정하였다.

저평가 상태는 아니나 자동차 매출액 증가로 수익성 개선이 진행되고 있고, TV BLU 사업에서 경쟁력을 보여주고 있다. 베트남 공장 가동으로 외형 성장이 가능하며, 특허 경쟁력으로 미중 무역 분쟁 수혜 가능성이 존재한다는 점을 고려하였다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	1,011	954	1,110	1,206	1,336	1,475
영업이익 (십억원)	46	58	98	92	111	148
영업이익률 (%)	4.5	6.1	8.8	7.6	8.3	10.0
순이익 (십억원)	17	36	40	48	66	91
EPS (원)	291	621	692	823	1,127	1,559
ROE (%)	3.0	6.1	6.7	7.8	10.0	12.6
P/E (배)	54.0	25.1	40.3	23.5	18.5	13.3
P/B (배)	1.6	1.5	2.7	1.8	1.8	1.6
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.7	1.3	1.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

## 주요 차트 및 실적 전망

그림 1. 서울반도체 주가 관련 그래프



자료: KAIROS, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 서울반도체 분기별 실적 추이

(십억원, 원, %, %p)

구분	2017				2018				2019F				2017	2018F	2019F	4Q18F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF				YoY	QoQ	기존	차이
매출액	256.2	267.0	304.5	282.7	283.0	290.3	320.3	312.7	301.2	326.7	362.8	345.4	1,110.4	1,206.2	1,336.2	10.6	-2.4	316.8	-1.3
영업이익	23.4	24.1	30.6	20.2	17.2	17.6	28.1	28.7	19.9	24.7	34.5	32.0	98.3	91.6	111.2	42.4	2.2	24.4	17.9
세전이익	10.5	29.7	30.4	-0.2	15.1	20.7	21.1	23.1	18.6	23.3	33.2	30.8	70.5	80.1	105.9	흑전	9.5	19.8	17.1
순이익	6.8	21.4	17.9	-5.8	11.5	9.4	13.3	13.8	11.5	14.5	20.6	19.1	40.3	48.0	65.7	흑전	3.5	9.6	43.4
EPS	116	366	308	-99	197	161	228	236	198	248	353	328	692	823	1,127	흑전	3.5	165	43.4
영업이익률	9.1	9.0	10.1	7.1	6.1	6.0	8.8	9.2	6.6	7.5	9.5	9.3	8.8	7.6	8.3	2.1	0.4	7.7	1.5
세전이익률	4.1	11.1	10.0	-0.1	5.3	7.1	6.6	7.4	6.2	7.1	9.2	8.9	6.3	6.6	7.9	7.5	0.8	6.2	1.2
순이익률	2.6	8.0	5.9	-2.0	4.1	3.2	4.2	4.4	3.8	4.4	5.7	5.5	3.6	4.0	4.9	6.4	0.2	3.0	1.4

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 서울반도체 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경률			변경이유
	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	
매출액	1,210	1,401	1,553	1,206	1,336	1,475	-0.3	-4.6	-5.0	저수익 제품 비중 감소
영업이익	87	107	146	92	111	148	5.0	4.1	1.6	
세전이익	77	101	140	80	106	143	4.4	4.4	1.9	
순이익	44	59	83	48	66	91	9.5	11.7	9.0	
EPS	751	1,009	1,431	823	1,127	1,559	9.5	11.7	9.0	
영업이익률	7.2	7.6	9.4	7.6	8.3	10.0	0.4	0.7	0.7	
세전이익률	6.3	7.2	9.0	6.6	7.9	9.7	0.3	0.7	0.7	
순이익률	3.6	4.2	5.4	4.0	4.9	6.2	0.4	0.7	0.8	

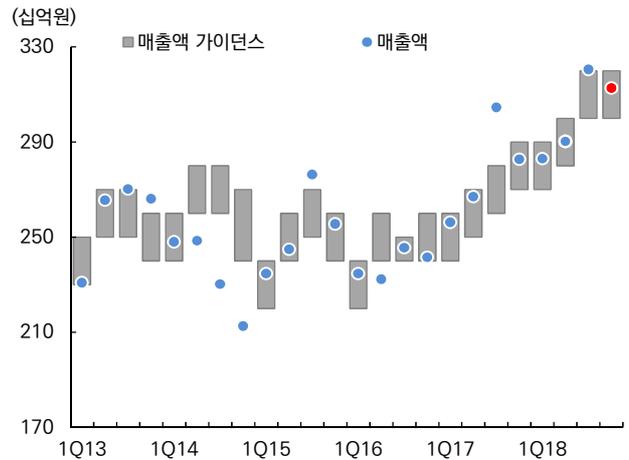
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 서울반도체 분기 실적 추이



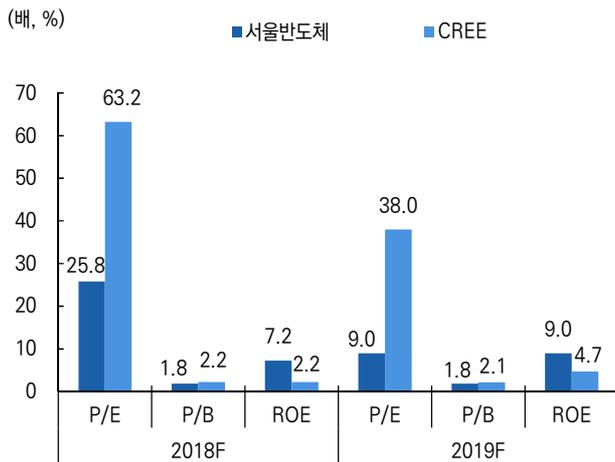
주: 1Q13부터 IFRS 연결 기준  
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 서울반도체 매출액 가이드선스와 실제치



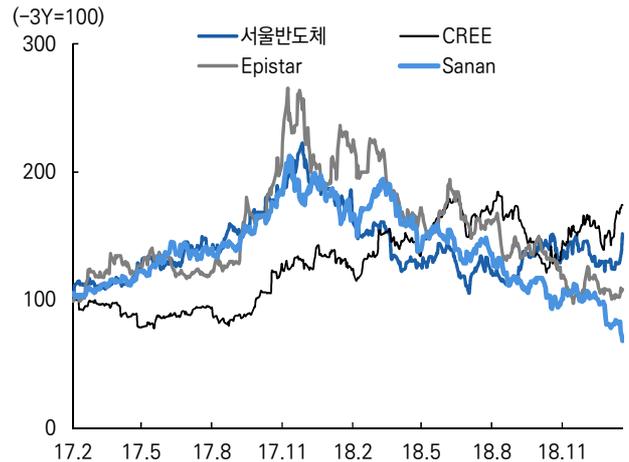
주: 4Q18 실적은 미래에셋대우 추정치  
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 서울반도체 vs. Cree: 밸류에이션 컨센서스



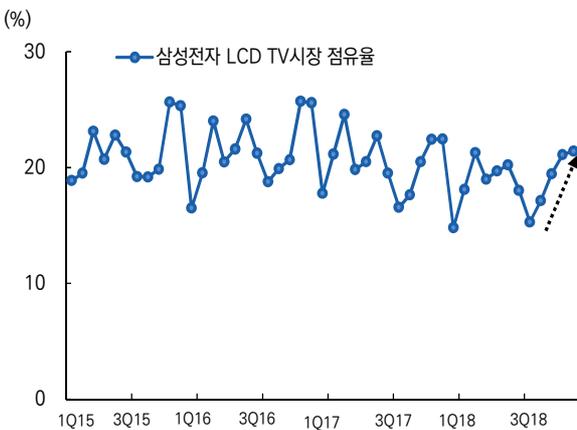
주: Fiscal year 기준  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 서울반도체 글로벌 피어 상대주가



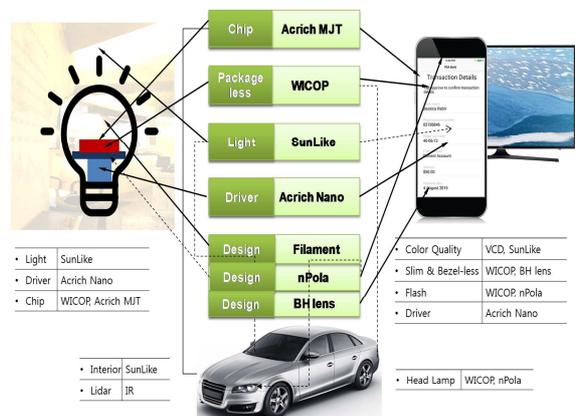
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 삼성전자 LCD TV 시장 점유율 추이



주: Witsview, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 서울반도체 LED 제품 현황



자료: 서울반도체 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

## Global peer group 비교

표 3. 글로벌 LED 업체 실적 지표

(십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	1M	3M		2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F
서울반도체	12.2	-3.0	1233	1210	1401	1553	87	107	146	7.2	7.6	9.4	44	59	83
LG이노텍	2.9	-25.8	2177	8550	8685	8989	282	334	433	3.3	3.8	4.8	181	198	264
CREE	10.4	28.5	5579	1866	2093	2301	103	173	302	5.5	8.3	13.1	-24	53	80
TOYODA GOSEI	7.1	-6.8	3212	8605	8925	9241	407	525	578	4.7	5.9	6.3	251	331	368
STANLEY	0.8	-15.8	5692	4643	4882	5151	587	639	688	12.7	13.1	13.4	422	457	491
CITIZEN	0.7	-19.9	1847	3370	3376	3415	253	251	258	7.5	7.4	7.6	179	172	179
EPISTAR	-1.0	-17.4	1015	797	800	850	20	29	32	2.6	3.6	3.8	34	21	24
EVERLIGHT	2.2	5.7	490	892	914	990	33	39	63	3.7	4.3	6.3	27	31	48
LITE-ON	7.9	25.6	3677	7529	7119	7370	296	375	418	3.9	5.3	5.7	275	307	330
AIXTRON	0.9	-12.3	1185	335	372	412	43	71	90	12.9	19.2	21.8	44	54	64
VEECO	13.9	-10.0	466	604	500	603	29	20	-	4.8	4.0	-	-248	-48	-29
<b>LED평균</b>	<b>5.3</b>	<b>-4.7</b>								<b>6.3</b>	<b>7.5</b>	<b>9.2</b>			

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 글로벌 LED 업체 밸류에이션

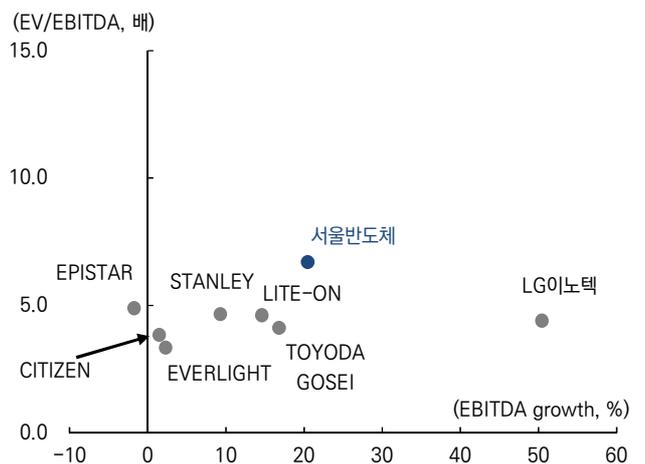
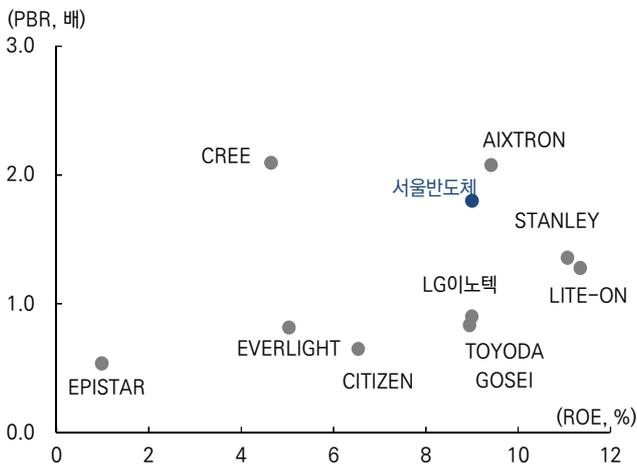
(배, %)

회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F
서울반도체	7.2	9.0	11.8	25.8	9.0	11.8	1.8	1.8	1.6	7.1	6.7	5.5
LG이노텍	8.9	9.0	10.8	11.3	10.9	8.2	1.0	0.9	0.8	4.6	4.4	3.7
CREE	2.2	4.7	6.8	63.2	38.0	26.2	2.2	2.1	1.9	18.7	15.0	14.8
TOYODA GOSEI	7.0	8.9	9.3	12.8	9.7	8.7	0.9	0.8	0.8	4.8	4.1	3.8
STANLEY	11.4	11.3	11.3	12.7	11.7	10.8	1.4	1.3	1.2	5.1	4.7	4.4
CITIZEN	6.7	6.5	6.6	10.3	10.8	10.5	0.7	0.6	0.6	3.9	3.8	3.8
EPISTAR	1.7	1.0	1.0	31.2	42.9	41.8	0.5	0.5	0.5	4.8	4.9	4.8
EVERLIGHT	4.3	5.0	-	18.2	16.6	13.9	0.8	0.8	0.8	3.4	3.3	2.9
LITE-ON	9.2	11.1	11.5	13.2	11.9	11.1	1.4	1.4	1.3	5.3	4.6	4.3
AIXTRON	8.4	9.4	10.3	26.4	23.0	18.5	2.3	2.1	1.9	14.8	11.1	9.4
VEECO	-	-	-	29.9	666.9	12.4	-	-	-	-	-	-
<b>LED평균</b>	<b>6.7</b>	<b>7.6</b>	<b>8.8</b>	<b>23.2</b>	<b>77.4</b>	<b>15.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>5.7</b>

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 글로벌 LED 업체 PBR-ROE

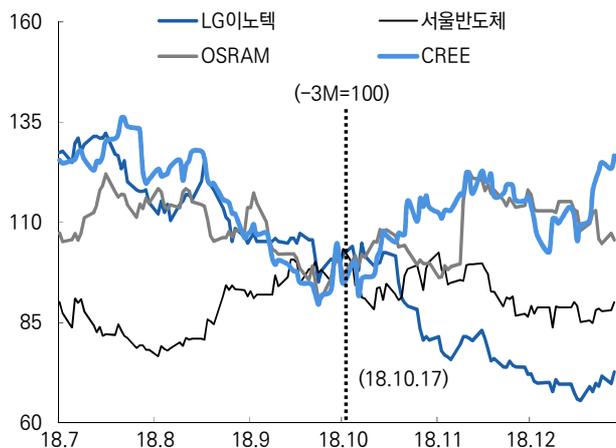
그림 9. 글로벌 LED 업체 EBITDA Growth-EV/EBITDA



자료: 미래에셋대우 리서치센터

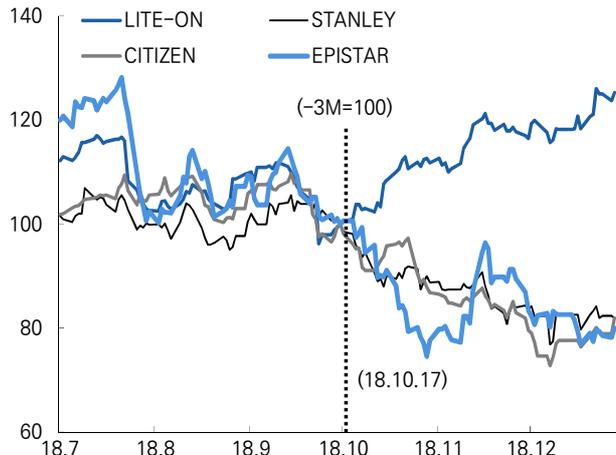
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(I)



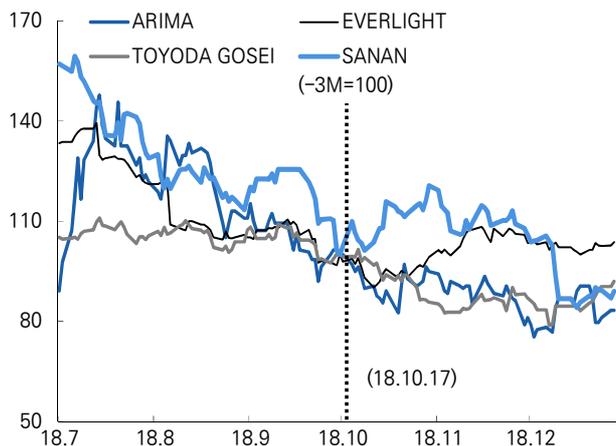
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(II)



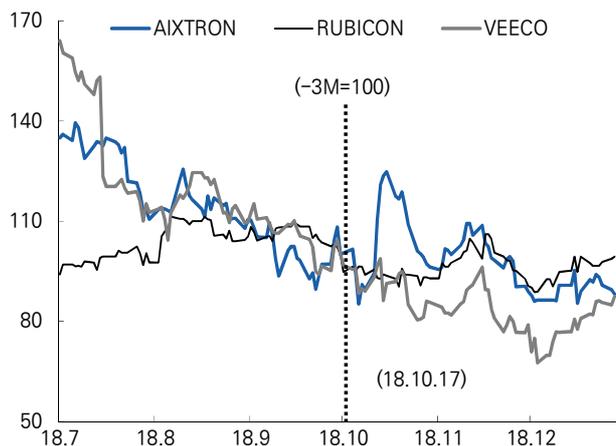
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(III)



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(IV)



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

서울반도체 (046890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>1,110</b>	<b>1,206</b>	<b>1,336</b>	<b>1,475</b>
매출원가	826	886	972	1,058
매출총이익	284	320	364	417
판매비와관리비	186	228	253	268
조정영업이익	98	92	111	148
영업이익	98	92	111	148
비영업손익	-28	-12	-5	-5
금융손익	-3	-5	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	70	80	106	143
계속사업법인세비용	24	26	29	39
계속사업이익	46	55	77	104
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>77</b>	<b>104</b>
지배주주	40	48	66	91
비지배주주	6	7	12	14
<b>총포괄이익</b>	<b>39</b>	<b>54</b>	<b>77</b>	<b>104</b>
지배주주	33	50	80	108
비지배주주	6	4	-3	-4
EBITDA	213	204	228	274
FCF	8	-5	91	96
EBITDA 마진율 (%)	19.2	16.9	17.1	18.6
영업이익률 (%)	8.8	7.6	8.3	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	4.0	4.9	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>575</b>	<b>646</b>	<b>722</b>	<b>820</b>
현금 및 현금성자산	47	71	113	151
매출채권 및 기타채권	352	389	411	453
재고자산	137	152	160	176
기타유동자산	39	34	38	40
<b>비유동자산</b>	<b>652</b>	<b>722</b>	<b>753</b>	<b>788</b>
관계기업투자등	2	2	3	3
유형자산	541	601	618	636
무형자산	62	71	84	99
<b>자산총계</b>	<b>1,227</b>	<b>1,368</b>	<b>1,475</b>	<b>1,609</b>
<b>유동부채</b>	<b>435</b>	<b>556</b>	<b>600</b>	<b>646</b>
매입채무 및 기타채무	269	297	328	361
단기금융부채	118	205	212	219
기타유동부채	48	54	60	66
<b>비유동부채</b>	<b>116</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>94</b>
장기금융부채	115	93	93	93
기타비유동부채	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	<b>551</b>	<b>650</b>	<b>694</b>	<b>740</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>595</b>	<b>634</b>	<b>685</b>	<b>759</b>
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	348	330	330	330
이익잉여금	299	337	388	462
<b>비지배주주지분</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>96</b>	<b>109</b>
<b>자본총계</b>	<b>676</b>	<b>718</b>	<b>781</b>	<b>868</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>167</b>	<b>164</b>	<b>200</b>	<b>211</b>
당기순이익	46	55	77	104
비현금수익비용가감	149	143	152	170
유형자산감가상각비	97	92	92	96
무형자산감가상각비	18	20	25	30
기타	34	31	35	44
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	4	6	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-38	-52	-17	-35
재고자산 감소(증가)	-24	-6	-8	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	68	43	24	25
법인세납부	-18	-32	-29	-39
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-168</b>	<b>-188</b>	<b>-151</b>	<b>-163</b>
유형자산처분(취득)	-148	-169	-109	-114
무형자산감소(증가)	-27	-22	-38	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	12	5	-3	-4
기타투자활동	-5	-2	-1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>17</b>	<b>48</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	30	65	7	7
자본의 증가(감소)	2	-18	0	0
배당금의 지급	-5	-13	-14	-17
기타재무활동	-10	14	-1	0
<b>현금의 증가</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>38</b>
기초현금	32	47	71	113
기말현금	47	71	113	151

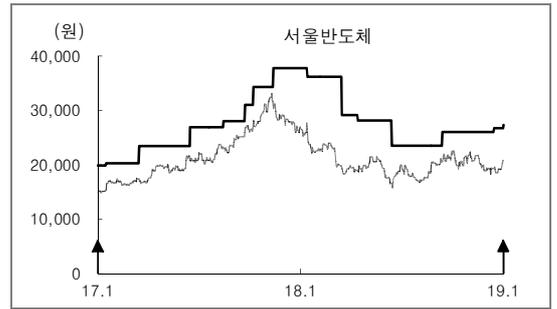
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	40.3	23.5	18.5	13.3
P/CF (x)	8.3	5.7	5.3	4.4
P/B (x)	2.7	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	8.7	6.9	6.4	5.3
EPS (원)	692	823	1,127	1,559
CFPS (원)	3,359	3,389	3,932	4,709
BPS (원)	10,505	10,880	11,761	13,024
DPS (원)	183	250	300	90
배당성향 (%)	22.6	26.3	22.3	4.9
배당수익률 (%)	0.7	1.3	1.4	0.4
매출액증가율 (%)	16.4	8.6	10.8	10.4
EBITDA증가율 (%)	24.6	-4.2	11.8	20.2
조정영업이익증가율 (%)	69.0	-6.1	20.7	33.3
EPS증가율 (%)	11.4	18.9	36.9	38.3
매출채권 회전을 (회)	3.9	3.8	3.9	4.0
재고자산 회전을 (회)	9.0	8.3	8.6	8.8
매입채무 회전을 (회)	4.5	4.1	4.1	4.1
ROA (%)	4.0	4.2	5.4	6.8
ROE (%)	6.7	7.8	10.0	12.6
ROIC (%)	8.3	7.5	8.9	11.4
부채비율 (%)	81.6	90.5	88.8	85.2
유동비율 (%)	132.1	116.2	120.3	127.0
순차입금/자기자본 (%)	23.0	28.2	21.1	15.1
조정영업이익/금융비용 (x)	22.6	15.2	15.5	20.2

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
서울반도체(046890)				
2019.01.18	매수	27,300	-	-
2019.01.01	매수	26,700	-27.51	-22.10
2018.09.30	매수	26,000	-20.54	-13.27
2018.07.01	매수	23,500	-21.26	-10.21
2018.05.01	매수	28,100	-30.70	-23.31
2018.04.02	매수	29,100	-34.47	-31.62
2018.01.30	매수	36,200	-37.59	-32.32
2017.11.30	매수	37,800	-27.03	-17.46
2017.10.25	매수	34,300	-12.97	-3.35
2017.10.10	매수	31,000	-14.45	-12.26
2017.09.01	매수	28,000	-15.10	-9.29
2017.07.03	매수	26,900	-19.94	-11.71
2017.04.02	매수	23,400	-19.32	-7.48
2017.02.02	매수	20,300	-17.42	-13.79
2016.10.03	매수	19,900	-25.79	-19.10



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

\* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.