

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 18,300원
현재주가(19/10/31)	13,400원
상승여력	37%

영업이익(19F, 십억원)	46
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	61
EPS 성장률(19F, %)	-35.5
MKT EPS 성장률(19F, %)	-31.0
P/E(19F, x)	19.3
MKT P/E(19F, x)	13.8
KOSDAQ	658.52

시가총액(십억원)	781
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	67.4
외국인 보유비중(%)	12.6
베타(12M) 일간수익률	1.12
52주 최저가(원)	13,000
52주 최고가(원)	25,050

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	-30.0	-34.5
상대주가	-8.7	-19.8	-35.5



[모바일/부품]

박원재
 02-3774-1426
 william.park@miraesasset.com

차유미
 02-3774-1770
 yumi_cha@miraesasset.com

서울반도체 (046890)

지금은 베틀는 구간

3Q19 Review: 영업이익 120억원(-57.3% YoY, +81.4% QoQ). 기대 이하

서울반도체의 3Q19 실적은 매출액 2,834억원(-11.5% YoY, 0.0% QoQ), 영업이익 120억원(-57.3% YoY, +81.4% QoQ)을 기록하였다. 매출액은 당사 추정치 2,768억원을 2.4% 초과하였으나 영업이익은 기존 추정치 149억원에 19.6% 미달하였다. 시장 기대 수준은 매출액 2,881억원, 영업이익 204억원이었다.

실적 부진은 시장 환경의 영향이 크다. LED 수요 부진이 지속되고 있다. 경쟁도 심화되면서 LED 가격이 하락하고 있다. 3Q19 가동률인 70%는 전분기 대비 8%p 상승하였으나, 수익성 낮은 제품 비중이 증가하며 긍정적인 효과가 나타나지 않은 것으로 판단된다.

베트남 공장 이전 비용도 20억~30억 수준 발생한 것으로 추정된다. 1H19 150억원 수준에 비하면 낮아졌으나, 현재 상황에서는 작지 않은 비용이다.

4Q19 계절적 비수기. 수요 부진과 경쟁 심화도 지속될 듯

4Q19 매출액은 2,767억원(-8.0% YoY, -2.4% QoQ), 영업이익은 104억원(-67.5% YoY, -12.9% QoQ)으로 추정된다. 수요 부진과 가격 인하가 지속될 것으로 전망된다. 자동차 전조 등 매출액은 증가할 것으로 기대하나, 자동차 인테리어 조명은 경쟁 심화로 수익성이 하락할 가능성이 존재한다.

원달러 환율 하락도 부정적이다. 원달러 평균환율은 2Q19 1,167원/\$에서 3Q19 1,196원/\$으로 상승하였으나, 4Q19 현재 1,187원(10/31 1,164원/\$)으로 하락한 상태이다. 달러 매출액이 70% 수준인 동사에겐 부담된다.

장기적인 그림은 나쁘지 않다. 어려운 시장 환경에서 기술력과 특허를 보유한 동사의 경쟁력은 더욱 강해질 것이기 때문이다. 기존 LED 강자들은 성장세가 둔화되고 있고, 중국 업체들은 특허 문제가 남아있다. Micro LED 등 새로운 기술에서도 두각을 나타낼 것으로 기대한다.

투자 의견 '매수' 유지. 12개월 목표주가 18,300원으로 하향

현재로서는 수요에 대해 보수적인 접근이 불가피하다. 세계 경제에 대한 불확실성이 크기 때문이다. 중국 업체들의 가격 인하 경쟁도 심화될 가능성이 크다. 다행히 1H20에는 사업 환경이 개선될 가능성이 크다. 올림픽 수요로 TV 판매가 개선될 가능성이 존재하기 때문이다. 지금은 베틀야 하는 구간이다.

서울반도체의 투자 의견 '매수'를 유지하나, 12개월 목표주가는 기존 18,600원에서 18,300원으로 하향 조정한다. 12개월 Forward BPS 12,410원에 PBR 1.48배(5년 평균을 30% 할인)를 적용하여 산정하였다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	954	1,110	1,194	1,125	1,135	1,185
영업이익 (십억원)	58	98	95	46	73	90
영업이익률 (%)	6.1	8.8	8.0	4.1	6.4	7.6
순이익 (십억원)	36	40	63	41	49	62
EPS (원)	621	692	1,077	695	845	1,060
ROE (%)	6.1	6.7	10.1	6.1	7.1	8.4
P/E (배)	25.1	40.3	18.0	19.3	15.9	12.6
P/B (배)	1.5	2.7	1.7	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.5	0.7	1.5	1.9	2.2	2.2

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 3Q19 실적

(십억원, %, %p)

	3Q18	2Q19	3Q19P			증감률	
			잠정실적	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	320.3	283.3	283.4	276.8	288.1	-11.5	0.0
영업이익	28.1	6.6	12.0	14.9	20.4	-57.3	81.4
영업이익률	8.8	2.3	4.2	5.4	7.1	-4.5	3.0
세전이익	21.1	9.0	19.6	13.5	17.3	-7.3	117.0
순이익	13.3	4.0	13.8	9.8	12.4	3.8	247.0

자료: WiseFn, 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 서울반도체 분기별 실적 추이

(십억원, 원, %, %p)

구분	2019F				2020F				2019F	2020F	3Q19P			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			YoY	QoQ	기존	차이
매출액	281.9	283.3	283.4	276.7	273.0	278.5	289.5	294.1	1,125.3	1,135.0	-11.5	0.0	276.8	2.4
영업이익	17.1	6.6	12.0	10.4	16.8	18.3	21.8	16.2	46.0	73.0	-57.3	81.4	14.9	-19.6
세전이익	18.9	9.0	19.6	9.4	15.8	17.3	21.1	15.5	56.9	69.6	-7.3	116.8	13.5	45.4
순이익	16.0	4.0	13.8	6.7	11.2	12.3	14.9	10.9	40.5	49.3	4.1	248.1	9.8	41.4
EPS	274	68	237	115	191	210	256	188	695	845	4.1	248.1	168	41.4
영업이익률	6.0	2.3	4.2	3.8	6.1	6.6	7.5	5.5	4.1	6.4	-4.6	1.9	5.4	-1.2
세전이익률	6.7	3.2	6.9	3.4	5.8	6.2	7.3	5.3	5.1	6.1	0.3	3.7	4.9	2.0
순이익률	5.7	1.4	4.9	2.4	4.1	4.4	5.1	3.7	3.6	4.3	0.7	3.5	3.5	1.3

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

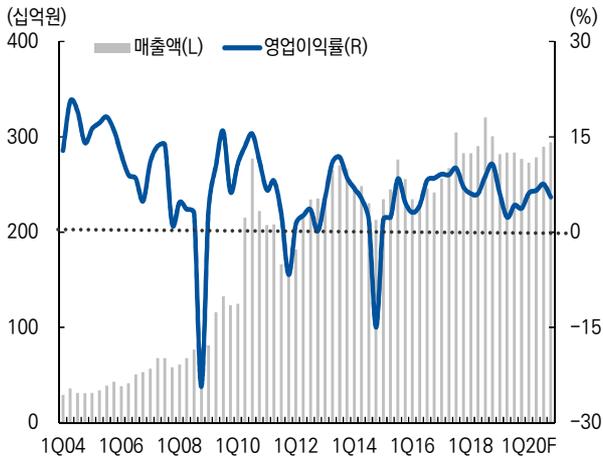
표 3. 서울반도체 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경률			변경이유
	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	
매출액	1,121	1,125	1,221	1,125	1,135	1,185	0.4	0.9	-2.9	
영업이익	61	86	109	46	73	90	-24.4	-15.4	-17.1	
세전이익	62	81	103	57	70	87	-8.7	-14.5	-15.1	
순이익	45	59	75	41	49	62	-10.1	-17.0	-17.6	
EPS	772	1,018	1,287	695	845	1,060	-10.1	-17.0	-17.6	
영업이익률	5.4	7.7	8.9	4.1	6.4	7.6	-1.3	-1.2	-1.3	
세전이익률	5.6	7.2	8.4	5.1	6.1	7.4	-0.5	-1.1	-1.1	
순이익률	4.0	5.3	6.1	3.6	4.3	5.2	-0.4	-0.9	-0.9	

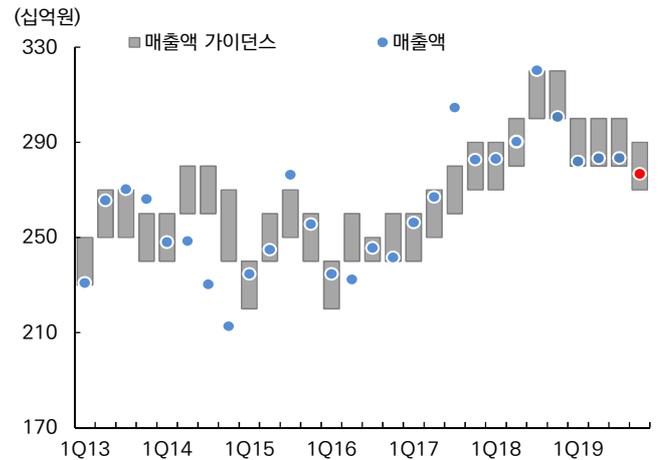
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 서울반도체 분기 실적 추이



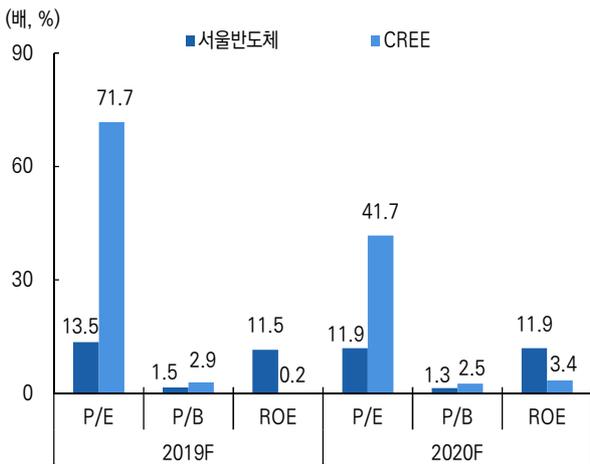
주: 1Q13부터 IFRS 연결 기준
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 서울반도체 매출액 가이드선스와 실제치



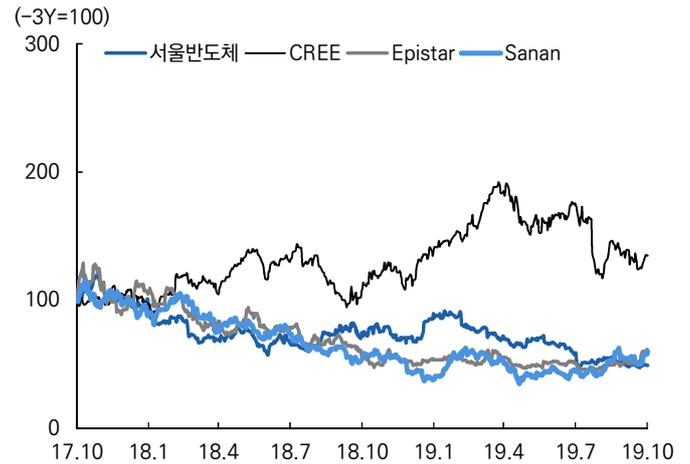
주: 4Q19 실적은 미래에셋대우 추정치
자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 서울반도체 vs. Cree: 밸류에이션 컨센서스



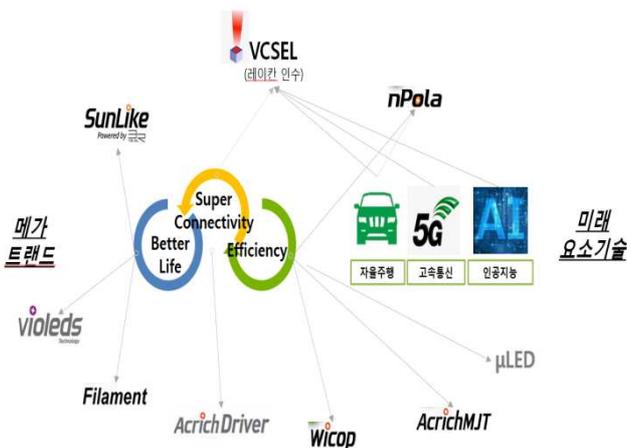
주: Fiscal year 기준
자료: Facset, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 서울반도체 글로벌 피어 상대주가



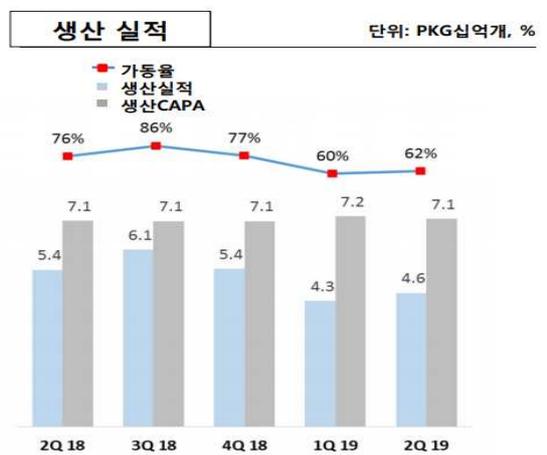
자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 서울반도체 개발 및 양산 중인 제품 현황



주: 서울반도체 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 서울반도체 생산 실적 추이



자료: 서울반도체 재인용, 미래에셋대우 리서치센터

Global peer group 비교

표 4. 글로벌 LED 업체 실적 지표

(십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	1M	3M		2019F	2020F	2021F									
서울반도체	-2.9	-16.2	784	1,121	1,125	1,221	61	86	109	5.4	7.6	8.9	45	59	75
LG이노텍	5.3	10.1	2,840	8,040	8,195	8,463	341	365	367	4.2	4.5	4.3	182	237	212
CREE	-1.5	-23.0	6,031	1,174	1,395	1,715	2	161	325	0.2	11.6	19.0	-115	8	115
TOYODA GOSEI	9.8	11.5	3,310	9,089	9,332	9,711	449	490	543	4.9	5.3	5.6	283	309	344
STANLEY	6.3	8.8	5,688	4,555	4,710	4,911	529	593	634	11.6	12.6	12.9	385	428	457
CITIZEN	8.9	3.6	1,938	3,361	3,421	3,518	176	190	210	5.3	5.5	6.0	122	136	148
EPISTAR	23.7	21.7	1,251	629	746	846	-123	-48	5	-19.5	-6.5	0.6	-105	-40	-15
EVERLIGHT	1.6	-7.4	478	901	936	-	21	25	-	2.3	2.7	-	26	27	-
LITE-ON	0.4	13.5	4,436	7,159	7,483	7,810	339	388	441	4.7	5.2	5.6	330	345	359
AIXTRON	-8.7	-16.2	1,252	342	358	398	46	52	70	13.3	14.6	17.5	39	45	55
VEECO	19.1	13.8	795	487	560	628	-24	16	-	-5.0	2.9	-	-66	-23	-
LED평균	5.6	1.9								2.5	6.0	8.9			

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 글로벌 LED 업체 밸류에이션

(배, %)

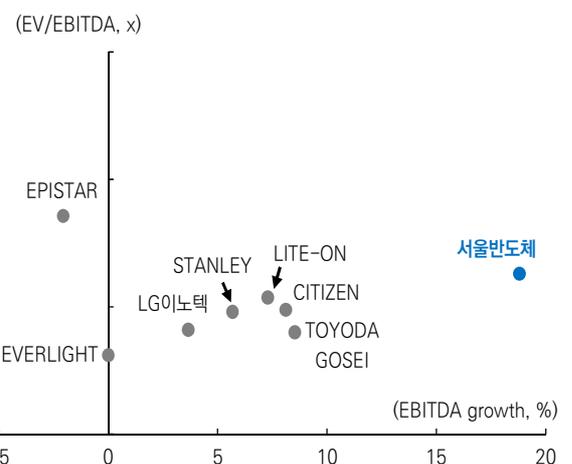
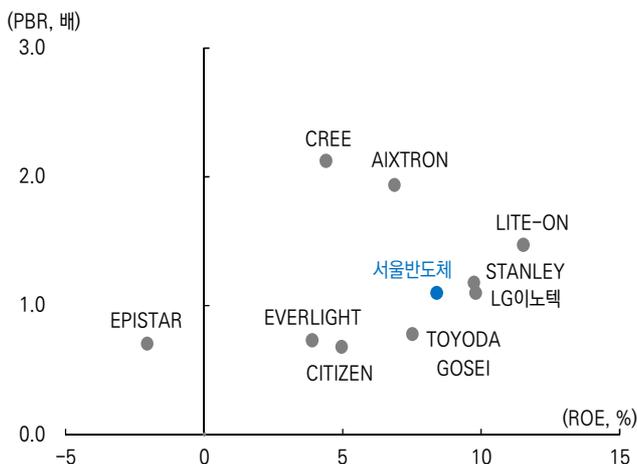
회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F
서울반도체	6.8	8.4	9.9	17.4	13.2	10.4	1.1	1.1	1.0	7.9	6.3	5.2
LG이노텍	8.2	9.8	8.0	15.6	12.0	13.4	1.2	1.1	1.0	4.5	4.1	3.9
CREE	-1.3	4.4	8.3	561.5	53.3	29.3	2.6	2.1	2.3	23.2	15.6	12.3
TOYODA GOSEI	7.3	7.5	7.9	11.7	10.7	9.6	0.8	0.8	0.7	4.3	4.0	3.7
STANLEY	9.4	9.7	9.8	13.9	12.4	11.6	1.3	1.2	1.1	5.3	4.8	4.5
CITIZEN	4.4	5.0	5.2	16.3	14.7	13.6	0.7	0.7	0.7	5.2	4.9	4.5
EPISTAR	-5.1	-2.1	-1.1	-	-	-	0.7	0.7	0.7	13.8	8.6	8.7
EVERLIGHT	3.8	3.9	-	13.6	10.6	-	0.7	0.7	-	3.2	3.1	-
LITE-ON	11.3	11.5	11.6	13.7	12.7	12.4	1.5	1.5	1.4	6.0	5.4	5.0
AIXTRON	6.7	6.9	7.8	31.8	27.5	21.5	2.1	1.9	1.8	15.0	13.6	11.0
VEECO	-	-	-	-	33.6	92.7	-	-	-	185.0	20.0	-
LED평균	4.6	5.9	7.1	94.6	21.9	27.2	1.3	1.2	1.2	29.0	8.9	7.1

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 글로벌 LED 업체 PBR-ROE

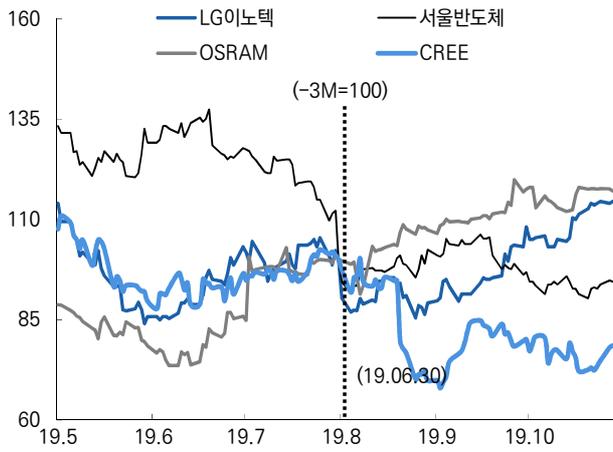
그림 9. 글로벌 LED 업체 EBITDA Growth-EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

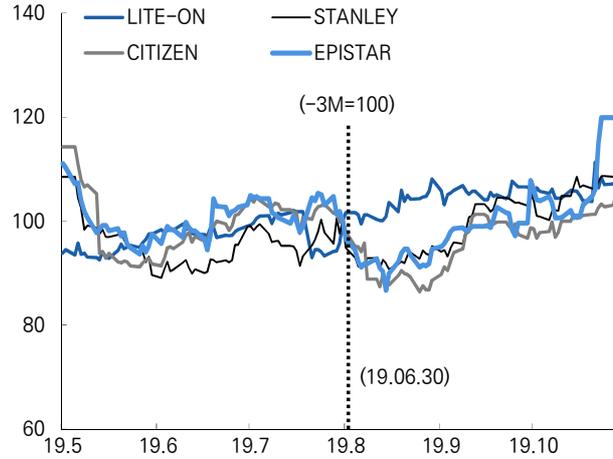
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(I)



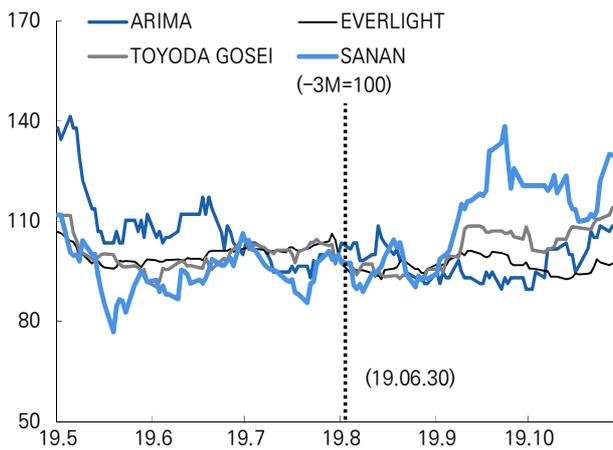
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(II)



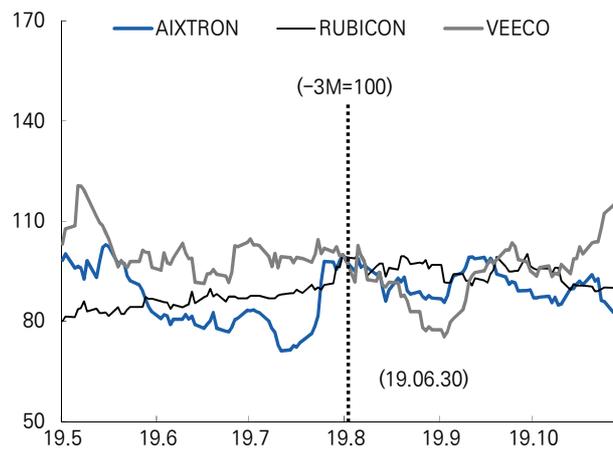
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

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)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,194	1,125	1,135	1,185
매출원가	871	870	853	882
매출총이익	323	255	282	303
판매비와관리비	228	209	209	213
조정영업이익	95	46	73	90
영업이익	95	46	73	90
비영업손익	-17	11	-3	-3
금융손익	-5	-6	-6	-5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	57	70	87
계속사업법인세비용	16	15	14	18
계속사업이익	63	42	55	69
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	63	42	55	69
지배주주	63	41	49	62
비지배주주	0	1	6	8
총포괄이익	63	46	55	69
지배주주	63	38	33	41
비지배주주	0	8	23	28
EBITDA	202	118	145	168
FCF	-41	70	121	47
EBITDA 마진율 (%)	16.9	10.5	12.8	14.2
영업이익률 (%)	8.0	4.1	6.4	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.3	3.6	4.3	5.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	602	553	589	626
현금 및 현금성자산	22	41	117	110
매출채권 및 기타채권	407	368	341	373
재고자산	155	140	126	138
기타유동자산	18	4	5	5
비유동자산	692	728	753	791
관계기업투자등	2	2	2	2
유형자산	577	611	625	649
무형자산	56	61	72	86
자산총계	1,294	1,281	1,342	1,417
유동부채	413	391	410	433
매입채무 및 기타채무	247	227	242	259
단기금융부채	111	114	115	118
기타유동부채	55	50	53	56
비유동부채	156	136	136	136
장기금융부채	154	135	135	135
기타비유동부채	2	1	1	1
부채총계	569	527	546	570
지배주주지분	648	676	711	757
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	331	331	331	331
이익잉여금	350	374	409	453
비지배주주지분	77	78	84	91
자본총계	725	754	795	848

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	104	151	185	123
당기순이익	63	42	55	69
비현금수익비용가감	147	100	92	101
유형자산감가상각비	90	55	50	52
무형자산상각비	17	18	21	26
기타	40	27	21	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	38	58	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-57	44	31	-28
재고자산 감소(증가)	-12	13	14	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	-18	11	13
법인세납부	-24	-23	-14	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-146	-90	-96	-116
유형자산처분(취득)	-142	-81	-64	-76
무형자산감소(증가)	-18	-22	-33	-39
장단기금융자산의 감소(증가)	33	0	0	0
기타투자활동	-19	13	1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	17	-43	-13	-15
장단기금융부채의 증가(감소)	33	-17	2	2
자본의 증가(감소)	-17	0	0	0
배당금의 지급	-13	-17	-14	-17
기타재무활동	14	-9	-1	0
현금의 증가	-25	20	76	-8
기초현금	47	22	41	117
기말현금	22	41	117	110

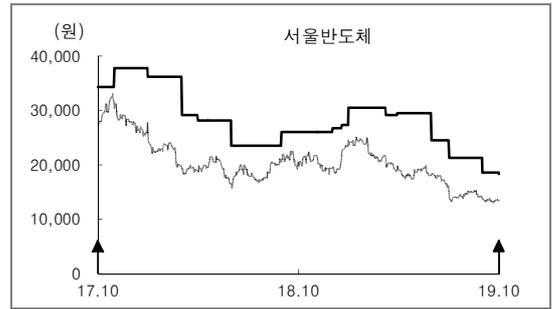
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.0	19.3	15.9	12.6
P/CF (x)	5.4	5.5	5.3	4.6
P/B (x)	1.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	7.1	9.0	6.9	6.0
EPS (원)	1,077	695	845	1,060
CFPS (원)	3,595	2,432	2,524	2,919
BPS (원)	11,430	11,913	12,512	13,277
DPS (원)	284	250	300	300
배당성향 (%)	26.0	34.3	31.1	24.8
배당수익률 (%)	1.5	1.9	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	7.6	-5.8	0.9	4.4
EBITDA증가율 (%)	-5.2	-41.6	22.9	15.9
조정영업이익증가율 (%)	-3.1	-51.6	58.7	23.3
EPS증가율 (%)	55.6	-35.5	21.6	25.4
매출채권 회전을 (회)	3.7	3.5	3.9	4.1
재고자산 회전을 (회)	8.2	7.6	8.6	9.0
매입채무 회전을 (회)	4.5	5.0	4.9	4.8
ROA (%)	5.0	3.2	4.2	5.0
ROE (%)	10.1	6.1	7.1	8.4
ROIC (%)	8.7	3.9	6.3	7.7
부채비율 (%)	78.4	69.9	68.7	67.2
유동비율 (%)	145.8	141.6	143.6	144.5
순차입금/자기자본 (%)	31.6	27.1	16.4	16.5
조정영업이익/금융비용 (x)	15.6	6.3	10.2	12.5

자료: 서울반도체, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
서울반도체(046890)				
2019.10.31	매수	18,300	-	-
2019.10.01	매수	18,600	-27.74	-25.81
2019.08.01	매수	21,300	-32.68	-28.17
2019.06.30	매수	24,500	-28.97	-24.90
2019.04.29	매수	29,500	-37.40	-32.88
2019.04.08	매수	29,100	-32.04	-29.90
2019.01.30	매수	30,500	-25.17	-17.87
2019.01.18	매수	27,300	-15.04	-14.10
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



* 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 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

* 2019년 9월 30일 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.