

# 서울반도체 (046890)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**26,000**

유지

현재주가  
(21.02.08)

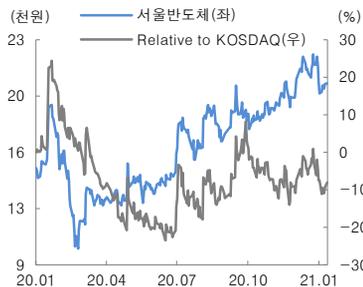
**20,300**

가전 및 전자부품업종

| ESG평가 등급 | S | A+ | A | <b>B+</b> | B | C | D |
|----------|---|----|---|-----------|---|---|---|
|----------|---|----|---|-----------|---|---|---|

|             |                                  |
|-------------|----------------------------------|
| KOSDAQ      | 960.78                           |
| 시가총액        | 1,184십억원                         |
| 시가총액비중      | 0.31%                            |
| 자본금(보통주)    | 29십억원                            |
| 52주 최고/최저   | 22,100원 / 10,000원                |
| 120일 평균거래대금 | 224억원                            |
| 외국인지분율      | 12.24%                           |
| 주요주주        | 이정훈 외 2 인 31.00%<br>국민연금공단 7.29% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | -7.5 | 12.8 | 16.0 | 32.7 |
| 상대수익률    | -4.9 | -1.8 | 3.5  | -7.1 |



## 21년 미니LED 성장

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 26,000원 유지

- 2020년 4분기 영업이익(연결)은 144억원(3.7% yoy / -43.3% qoq)으로 종전 추정치(153억원), 컨센서스(201억원)를 하회. 그러나 전년대비 비교하면 영업이익 증가는 긍정적으로 평가. 2020년 4분기 영업이익이 예상대비 감소는 1) 원달러 하락 2) 4분기에 재고조정 및 일회성 비용 반영 추정. 매출(연결)은 3,105억원(10.5% yoy / -6.3% qoq)을 기록

- 투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가 26,000원 유지. 2021년 삼성전자, LG전자의 미니 LED TV 판매 확대, 글로벌 TV향 LED 매출 증가가 전체 성장을 견인, 자동차향 매출 증가를 반영, 조명분야에서 가격 하락 둔화로 연결되어 2021년 1분기부터 매출과 이익이 전년대비 큰 폭으로 증가 전망

2021년 영업이익(906억원)은 52.3% 증가(yoy) 추정

- 2021년 1분기 매출(연결)은 3,191억원(31.2% yoy / 2.8% qoq)으로 전년대비 큰 폭의 성장 추정. 2021년 글로벌 TV 시장은 미니 LED TV 판매 시작, 삼성전자와 중국 TV 업체의 전략적인(프리미엄 시장으로 인식) 접근으로 LED 업체에게 가동률 상승 예상. 글로벌 TV 시장에서 점유율 1,2위인 삼성전자와 LG전자는 서울반도체 의존도가 확대, 내부적인 LED 사업 축소(삼성전자), 계열사의 LED 사업 중단(LG이노텍)으로 서울반도체와 전략적인 관계가 형성

- 서울반도체의 2021년 매출(1,362억원)과 영업이익(906억원)은 각각 17.8%, 52.3%씩 증가 추정. 미니 LED향 비중 확대는 자동차향 LED 수요 증가를 포함하여 전체 가동률 상승, LED 평균가격 하락 둔화로 연결되면서 매출, 수익성을 동시에 견인 판단

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 4Q19 | 3Q20 | 4Q20 |     |       | 1Q21  |           |      |       |      |
|------|------|------|------|-----|-------|-------|-----------|------|-------|------|
|      |      |      | 직전추정 | 잠정치 | YoY   | QoQ   | Consensus | 당사추정 | YoY   | QoQ  |
| 매출액  | 281  | 331  | 311  | 310 | 10.4  | -6.3  | 313       | 319  | 31.2  | 2.8  |
| 영업이익 | 14   | 25   | 15   | 14  | 3.9   | -43.3 | 20        | 20   | 229.3 | 36.7 |
| 순이익  | 1    | 11   | 7    | 6   | 782.1 | -40.6 | 13        | 7    | 6.7   | 4.7  |

자료: 서울반도체, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2018A  | 2019A  | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 1,194  | 1,130  | 1,153  | 1,359  | 1,383  |
| 영업이익    | 95     | 50     | 59     | 91     | 92     |
| 세전순이익   | 78     | 48     | 54     | 88     | 90     |
| 총당기순이익  | 63     | 36     | 43     | 67     | 68     |
| 지배지분순이익 | 63     | 34     | 28     | 63     | 65     |
| EPS     | 1,077  | 592    | 488    | 1,085  | 1,109  |
| PER     | 18.0   | 27.5   | 41.6   | 18.7   | 18.3   |
| BPS     | 11,122 | 11,339 | 11,673 | 12,607 | 13,564 |
| PBR     | 1.7    | 1.4    | 1.7    | 1.6    | 1.5    |
| ROE     | 10.1   | 5.3    | 4.2    | 8.9    | 8.5    |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

**연간 실적 추정 변경**

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전   |       | 수정후   |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2020F | 2021F | 2020F | 2021F | 2020F | 2021F |
| 매출액          | 1,154 | 1,248 | 1,153 | 1,359 | 0.0   | 8.9   |
| 판매비와 관리비     | 164   | 160   | 169   | 181   | 3.1   | 12.7  |
| 영업이익         | 60    | 83    | 59    | 91    | -1.5  | 9.8   |
| 영업이익률        | 5.2   | 6.6   | 5.2   | 6.7   | -0.1  | 0.1   |
| 영업외손익        | -9    | -6    | -5    | -3    | 적자유지  | 적자유지  |
| 세전순이익        | 51    | 76    | 54    | 88    | 6.1   | 15.2  |
| 지배지분순이익      | 29    | 55    | 28    | 63    | -1.2  | 15.2  |
| 순이익률         | 3.2   | 4.6   | 3.8   | 4.9   | 0.6   | 0.3   |
| EPS(지배지분순이익) | 493   | 942   | 488   | 1,085 | -1.2  | 15.2  |

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 1. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

|                  | 1Q20         | 2Q           | 3Q           | 4Q           | 1Q21F        | 2QF          | 3QF          | 4QF          | 2019          | 2020          | 2021F         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출</b>        | <b>243.2</b> | <b>268.1</b> | <b>331.2</b> | <b>310.5</b> | <b>319.1</b> | <b>329.4</b> | <b>364.6</b> | <b>345.4</b> | <b>1129.5</b> | <b>1153.1</b> | <b>1358.5</b> |
| 매출비중             |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| IT(NBPC/Monitor) | 8.1%         | 8.6%         | 8.3%         | 8.2%         | 8.5%         | 8.4%         | 8.2%         | 7.9%         | 7.9%          | 8.3%          | 7.6%          |
| TV               | 27.3%        | 28.3%        | 33.5%        | 29.4%        | 31.0%        | 30.7%        | 31.3%        | 29.8%        | 24.7%         | 29.9%         | 27.7%         |
| 조명/자동차/가전        | 52.7%        | 52.4%        | 48.4%        | 52.4%        | 51.8%        | 52.5%        | 52.3%        | 54.2%        | 54.8%         | 51.3%         | 46.3%         |
| Mobile           | 11.9%        | 10.7%        | 9.8%         | 10.0%        | 8.8%         | 8.4%         | 8.3%         | 8.2%         | 12.5%         | 10.5%         | 8.9%          |
| <b>매출총이익</b>     | <b>47.3</b>  | <b>58.9</b>  | <b>63.6</b>  | <b>58.9</b>  | <b>63.0</b>  | <b>66.6</b>  | <b>72.3</b>  | <b>69.6</b>  | <b>254.5</b>  | <b>228.6</b>  | <b>271.5</b>  |
| 이익률              | 19.4%        | 22.0%        | 19.2%        | 19.0%        | 19.8%        | 20.2%        | 19.8%        | 20.1%        | 22.5%         | 19.8%         | 20.0%         |
| <b>판매비</b>       | <b>41.3</b>  | <b>45.2</b>  | <b>38.2</b>  | <b>44.5</b>  | <b>43.3</b>  | <b>44.3</b>  | <b>46.7</b>  | <b>46.5</b>  | <b>204.9</b>  | <b>169.1</b>  | <b>180.8</b>  |
| 비중               | 17.0%        | 16.8%        | 11.5%        | 14.3%        | 13.6%        | 13.4%        | 12.8%        | 13.4%        | 18.1%         | 14.7%         | 13.3%         |
| <b>영업이익</b>      | <b>6.0</b>   | <b>13.7</b>  | <b>25.4</b>  | <b>14.4</b>  | <b>19.7</b>  | <b>22.3</b>  | <b>25.6</b>  | <b>23.1</b>  | <b>49.6</b>   | <b>59.5</b>   | <b>90.6</b>   |
| 이익률              | 2.5%         | 5.1%         | 7.7%         | 4.6%         | 6.2%         | 6.8%         | 7.0%         | 6.7%         | 4.4%          | 5.2%          | 6.7%          |
| <b>세전이익</b>      | <b>10.1</b>  | <b>13.0</b>  | <b>18.5</b>  | <b>12.4</b>  | <b>19.3</b>  | <b>21.8</b>  | <b>25.1</b>  | <b>21.4</b>  | <b>48.8</b>   | <b>54.1</b>   | <b>87.6</b>   |
| 이익률              | 4.2%         | 4.9%         | 5.6%         | 4.0%         | 6.0%         | 6.6%         | 6.9%         | 6.2%         | 4.3%          | 4.7%          | 6.5%          |
| <b>당기순이익</b>     | <b>6.1</b>   | <b>8.8</b>   | <b>14.6</b>  | <b>14.0</b>  | <b>14.7</b>  | <b>16.6</b>  | <b>19.1</b>  | <b>16.3</b>  | <b>38.7</b>   | <b>43.4</b>   | <b>66.6</b>   |
| 이익률              | 2.5%         | 3.3%         | 4.4%         | 4.5%         | 4.6%         | 5.0%         | 5.2%         | 4.7%         | 3.4%          | 3.8%          | 4.9%          |

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 2. 서울반도체, 영업실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

|                  | 1Q20         | 2Q           | 3Q           | 4QF          | 1Q21F        | 2QF          | 3QF          | 4QF          | 2019          | 2020F         | 2021F         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출</b>        | <b>243.2</b> | <b>268.1</b> | <b>331.2</b> | <b>311.0</b> | <b>290.3</b> | <b>303.5</b> | <b>336.4</b> | <b>317.6</b> | <b>1129.5</b> | <b>1153.5</b> | <b>1247.9</b> |
| 매출비중             |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| IT(NBPC/Monitor) | 8.1%         | 8.6%         | 8.3%         | 8.2%         | 8.4%         | 8.5%         | 8.2%         | 7.9%         | 7.9%          | 8.3%          | 8.0%          |
| TV               | 27.3%        | 28.3%        | 33.5%        | 29.4%        | 30.4%        | 30.9%        | 31.4%        | 30.0%        | 24.7%         | 29.9%         | 29.4%         |
| 조명/자동차/가전        | 52.7%        | 52.4%        | 48.4%        | 52.5%        | 51.5%        | 51.5%        | 51.4%        | 53.1%        | 54.8%         | 51.3%         | 49.2%         |
| Mobile           | 11.9%        | 10.7%        | 9.8%         | 9.9%         | 9.7%         | 9.1%         | 9.0%         | 8.9%         | 12.5%         | 10.5%         | 9.6%          |
| <b>매출총이익</b>     | <b>47.3</b>  | <b>58.9</b>  | <b>63.6</b>  | <b>54.8</b>  | <b>55.5</b>  | <b>59.9</b>  | <b>65.1</b>  | <b>62.5</b>  | <b>254.5</b>  | <b>224.5</b>  | <b>243.0</b>  |
| 이익률              | 19.4%        | 22.0%        | 19.2%        | 17.6%        | 19.1%        | 19.7%        | 19.4%        | 19.7%        | 22.5%         | 19.5%         | 19.5%         |
| <b>판매비</b>       | <b>41.3</b>  | <b>45.2</b>  | <b>38.2</b>  | <b>39.5</b>  | <b>38.5</b>  | <b>39.3</b>  | <b>41.5</b>  | <b>41.2</b>  | <b>204.9</b>  | <b>164.1</b>  | <b>160.4</b>  |
| 비중               | 17.0%        | 16.8%        | 11.5%        | 12.7%        | 13.2%        | 12.9%        | 12.3%        | 13.0%        | 18.1%         | 14.2%         | 12.9%         |
| <b>영업이익</b>      | <b>6.0</b>   | <b>13.7</b>  | <b>25.4</b>  | <b>15.3</b>  | <b>17.1</b>  | <b>20.6</b>  | <b>23.6</b>  | <b>21.3</b>  | <b>49.6</b>   | <b>60.4</b>   | <b>82.6</b>   |
| 이익률              | 2.5%         | 5.1%         | 7.7%         | 4.9%         | 5.9%         | 6.8%         | 7.0%         | 6.7%         | 4.4%          | 5.2%          | 6.6%          |
| <b>세전이익</b>      | <b>10.1</b>  | <b>13.0</b>  | <b>18.5</b>  | <b>9.3</b>   | <b>15.8</b>  | <b>19.2</b>  | <b>22.2</b>  | <b>18.9</b>  | <b>48.8</b>   | <b>51.0</b>   | <b>76.1</b>   |
| 이익률              | 4.2%         | 4.9%         | 5.6%         | 3.0%         | 5.4%         | 6.3%         | 6.6%         | 5.9%         | 4.3%          | 4.4%          | 6.1%          |
| <b>당기순이익</b>     | <b>6.1</b>   | <b>8.8</b>   | <b>14.6</b>  | <b>7.1</b>   | <b>12.0</b>  | <b>14.6</b>  | <b>16.9</b>  | <b>14.3</b>  | <b>38.7</b>   | <b>36.5</b>   | <b>57.8</b>   |
| 이익률              | 2.5%         | 3.3%         | 4.4%         | 2.3%         | 4.1%         | 4.8%         | 5.0%         | 4.5%         | 3.4%          | 3.2%          | 4.6%          |

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 1. 서울반도체 2020년 4분기 실적 발표 컨퍼런스 콜(1): 요약

|         |  |
|---------|--|
| 4Q20 리뷰 | <p><b>실적</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출액: 3,105억원 (-6.3% QoQ, +10.4% YoY)</li> <li>- 영업이익: 144억원 (-43.3% QoQ, +5.1% YoY)</li> <li>- 세전이익: 124억원 (-33.0% QoQ, +6,100% YoY)</li> <li>- 당기순이익: 140억원 (-4.1% QoQ, +833% YoY)</li> </ul> <p><b>재무현황 및 주요 지표</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 자산: 1조 3,204억원, 부채: 5,297억원, 자본: 7,906억원</li> <li>- 유동비율: 129%</li> <li>- 부채비율: 67%</li> <li>- 순차입율: 16%</li> <li>- 재고회전일: 45일 (업계평균 재고회전일, Chip: 116일 / PKG: 64일)</li> </ul> <p><b>주요 내용</b></p> <p>매출 및 이익률</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 4분기 매출액은 전년 동기 대비 10.4% 상승</li> <li>- 영업이익률은 4.6%</li> </ul> <p>투자 및 비용</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 과거 매출 대비 한자릿수 중/후반대 수준으로 점진적 하락</li> <li>- 전사적 지출(cost)혁신 및 매출 상승에 따라 판관 비율은 10% 초/중반대 수준에서 유지</li> </ul> <p>생산 실적 및 캐팩스(CAPEX)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 고객 주문 증가가 생산 가동률 상승으로 이어져</li> <li>- 전방산업 수요 증가와 신무기 양산 준비 위한 투자 집행</li> </ul> <p>재무 현황</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 유동비율은 100% 이상 유지 중</li> <li>- 순차입율 추세 하락세, 건전한 수준</li> <li>- 코로나19로 인해 안전 재고 확대했으나, 정상 수준으로 회기</li> </ul> |
| 1Q21 전망 | <p><b>1Q21 가이드언스 및 2021년 모멘텀</b></p> <p>1Q21 가이드언스</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-매출 3,100억원 ~ 3,300억원, QoQ 0~+6%, YoY +27%~+36%</li> <li>-지난 10년간 1분기 기록을 뛰어넘는 가이드언스</li> <li>-기저효과 및 2세대 LED 기술 확대로 우호적인 사업 환경이 만들어져 시장 컨센서스 보다 높은 가이드언스 제시</li> </ul> <p>모멘텀</p> <p>[Auto]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-자동차 시장 신규 기술 ADB, Lidar, Clean, 아웃도어 디스플레이 수요</li> </ul> <p>[Display]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-기존 BLU 시장 3~5배 매출, 미니 양산 시작, 상업용 디스플레이 시장에 새로운 솔루션 양산 시작</li> <li>-미니, 상업용 디스플레이는 매출 비중은 첫해부터 두 자릿수를 차지할 것으로 예상</li> </ul> <p>[Lighting]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-태양광 스펙트럼으로 어린이 근시와 학생들 공부 및 면역력 향상 조명</li> </ul>   |

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 2. 서울반도체 2020년 4분기 실적 발표 컨퍼런스 콜(2): 업계 현황 및 전망

| 기술분야                       | 미래방향 및 고유포지션  |
|----------------------------|---|
| [Automotive]               | <p><b>트렌드</b><br/>-안전운전 및 정보전달<br/>-외부등, 자율주행, 외부정보, 청결</p> <p><b>시장규모 및 연평균성장률</b><br/>-32억달러<br/>-16% CAGR</p> <p><b>고유 포지션</b><br/>-Wicop 기회 확대<br/>-Micro Clean Pixel 신규 매출<br/>-Vcsl 신규 매출</p> |
| [Display]                  | <p><b>트렌드</b><br/>-LCD 를 뛰어넘는 고화질 디스플레이<br/>-미니 LED 적용 확대</p> <p><b>시장규모 및 연평균성장률</b><br/>-34억달러<br/>-10% CAGR</p> <p><b>고유 포지션</b><br/>-Wicop 매출 3~5배 확대<br/>-Micro Clean Pixel 신규 매출</p>          |
| [Commercial Display & ETC] | <p><b>트렌드</b><br/>-픽셀 기반의 기술로 이동</p> <p><b>시장규모 및 연평균성장률</b><br/>-43억달러<br/>-20% CAGR</p> <p><b>고유 포지션</b><br/>-Micro Clean Pixel 신규 매출</p>   |
| [Lighting]                 | <p><b>트렌드</b><br/>-경쟁사들의 경영문제 직면<br/>-Wicop 일반 조명에도 적용 확대</p> <p><b>시장규모 및 연평균성장률</b><br/>-56억달러<br/>-10% CAGR</p> <p><b>고유 포지션</b><br/>-Sunlike 신규 매출 및 수요 창출</p>                                  |

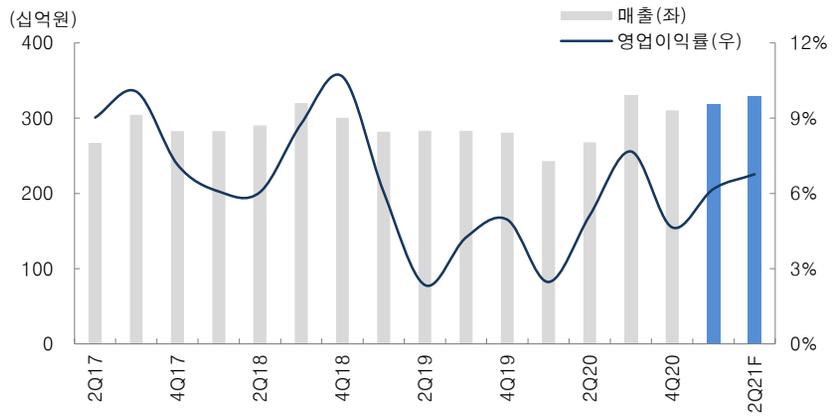
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 3. 서울반도체 2020년 4분기 실적 발표 컨퍼런스 콜(3): Q&A

| 질문   | 답변   |
|--|--|
| [4분기 실적]<br>4분기 영업이익과 순이익이 낮은 이유   | - 환율이 영향으로 영업이익률이 -1% 정도의 영향을 받아<br>- 3분기와 4분기에 TV 수요가 늘어나며 50~60억 정도의 항공비가 지불이 발생하였고, 영업이익률에 -1.8% 영향<br>- 제품 믹스도 일부 영향   |
| [실적 전망]<br>2021년도 영업이익 전망  | - 미니 LED, 하이파워(High Power) 제품 등 신기술 제품의 사업 기회가 늘어나고 있어<br>- 환율의 영향을 받겠지만 올해는 두 자릿수 초반대의 영업이익률 목표   |
| [마이크로 LED, 미니 LED]<br>언제부터 마이크로 LED 와 미니 LED 매출액이 전체 매출에서 10% 이상의 비중을 차지할지 | - 고객들의 양산이 1분기부터 시작해서 3분기까지 이어지기 때문에 해당 시점은 3분기로 예상  |
| [R&D]<br>향후 R&D 투자 전망  | - R&D 투자를 줄여가는 원칙은 변함없어<br>- 고객들의 미니/마이크로 LED 수요 증가로 인한 비용 증가<br>- 기술 및 특허를 향후 10년간 확보했기 때문에 R&D 투자를 줄여가는 것<br>- 다른 기술에 대한 R&D 투자는 2분기에 공개할 예정   |
| [설비 투자]<br>설비 투자에 대한 부담 및 향후 방향성   | - 1억달러 이상 투자 예상<br>- EBITDA 이익 투입하고 부족한 부분은 5년 기간의 1%이하의 장기차입금으로 조달 예정   |
| [생산률 및 가동률]<br>국가별 제품 생산률에 대한 상세한 정보 공유                                    | - MOCVD는 거의 다 한국에서 생산<br>- 패키징은 베트남에서 주로 생산하지만 한국과 중국도 함께 생산<br>- 칩은 거의 베트남에서 생산하지만, 미니/마이크로 및 Wicop 일부는 한국에서 생산<br>- UV는 한국에서 생산, UVD/C는 미국에서 생산<br>- 미국 캐파 증설 완성<br>- 한국과 미국에서 생산 예정 |
| [마이크로 LED]<br>향후 마이크로 LED 의 매출 기여도   | - 새로운 디자인으로 양산하는데 시간이 걸려<br>- 2021년 1분기부터 양산이 시작되고 패키징이 아닌 모듈 형태로 공급이 이루어지기 때문에 매출 불륨 및 가치가 상승할 것<br>- 2개 업체 승인으로 양산 진행 중, 4~5개 업체 추가 승인이 예상   |
| [전장 LED]<br>어떠한 전장 LED 제품이 매출에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상하는지                        | - 자동차는 신기술 적용에 3~4년이 걸려<br>- 4가지 트렌드에 맞춰 제품 양산 및 판매가 진행 중<br>- Wicop 과 Violeds 는 신규 매출 발생<br>- VCSEL, Micro Pixel 은 2~3년 더 시간이 걸릴 것으로 전망   |

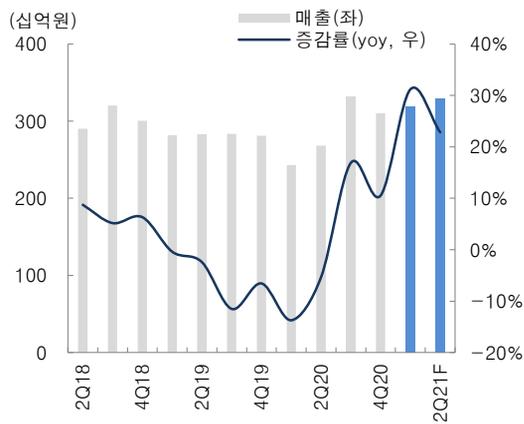
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



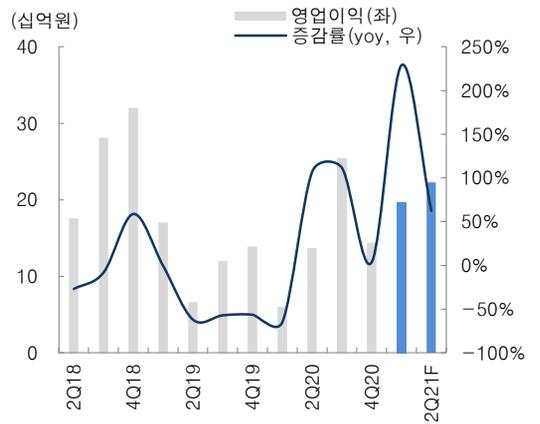
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



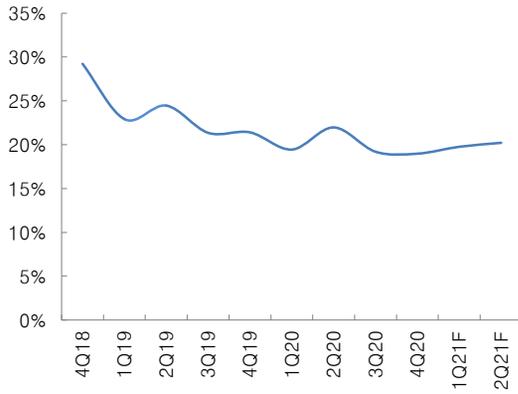
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



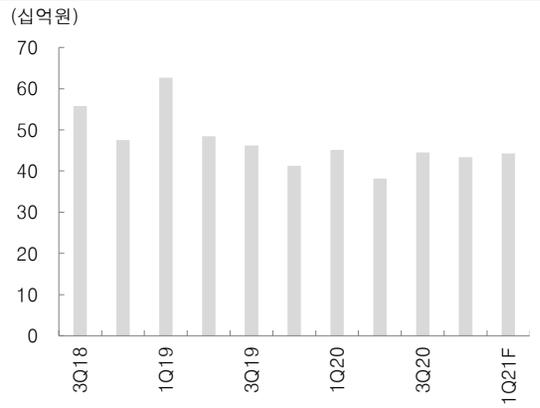
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 4. 매출총이익률 추이



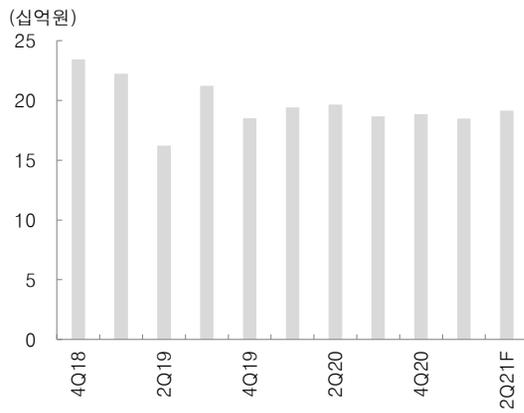
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 5. 판관비 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

그림 6. 감가상각비 추이



자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

표 3. 서울반도체 Peer 그룹

| 회사명                 | 서울반도체        | MLS          | Everlight  | Lite-On    | Osram     | Sanan Opto   | Epistar    | HC semitek   |       |
|---------------------|--------------|--------------|------------|------------|-----------|--------------|------------|--------------|-------|
| 코드                  | 046890<br>한국 | 002745<br>중국 | 2393<br>대만 | 2301<br>대만 | OSR<br>독일 | 600703<br>중국 | 2448<br>대만 | 300323<br>중국 |       |
| 주가(2021.02.08, USD) | 20,300       | 1.9          | 1.5        | 2.0        | 62.8      | 4.3          | na         | 2.3          |       |
| 시가총액 (USDmn)        | 11,836       | 2,836        | 676        | 4,671      | 6,084     | 19,209       | na         | 2,866        |       |
| 매출액 (USDmn)         | 2019A        | 11,299       | 2,747      | 679        | 5,760     | 3,404        | 1,080      | 517          | 393   |
|                     | 2020A        | 11,535       | 2,581      | 770        | 5,569     | 3,998        | 1,295      | 508          | na    |
|                     | 2021F        | 12,479       | 3,231      | 837        | 5,705     | 4,238        | 1,657      | 725          | na    |
| 매출액 yoy (%)         | 2019A        | -5.4         | 5.7        | -13.0      | -14.1     | -12.3        | -10.8      | -21.4        | -0.6  |
|                     | 2020A        | 2.1          | -6.0       | 13.4       | -3.3      | 17.4         | 19.9       | -1.6         | na    |
|                     | 2021F        | 8.2          | 25.2       | 8.8        | 2.4       | 6.0          | 28.0       | 42.6         | na    |
| 영업이익 (USDmn)        | 2019A        | 495          | 218        | 27         | 302       | -289         | 245        | -119         | -166  |
|                     | 2020A        | 604          | 157        | 53         | 416       | -35          | 231        | -141         | na    |
|                     | 2021F        | 826          | 276        | 64         | 455       | 42           | 358        | -34          | na    |
| 영업이익 yoy (%)        | 2019A        | -47.8        | -0.6       | -8.4       | 21.8      | 적전           | -50.7      | 적지           | 적전    |
|                     | 2020A        | 22.0         | -28.1      | 94.4       | 37.6      | 적지           | -5.8       | 적지           | na    |
|                     | 2021F        | 36.7         | 76.4       | 21.1       | 9.2       | 흑전           | 55.1       | 적지           | na    |
| 영업이익률 (%)           | 2019A        | 4.4          | 7.9        | 4.0        | 5.3       | -8.5         | 22.7       | -23.1        | -42.2 |
|                     | 2020A        | 5.2          | 6.1        | 6.8        | 7.5       | -0.9         | 17.8       | -27.7        | na    |
|                     | 2021F        | 6.6          | 8.6        | 7.6        | 8.0       | 1.0          | 21.6       | -4.7         | na    |
| PER (배)             | 2019A        | 27.5         | 32.7       | 16.6       | 12.5      | na           | 105.2      | na           | na    |
|                     | 2020A        | 41.1         | 23.1       | 14.9       | 11.9      | 10,448.0     | 83.7       | na           | na    |
|                     | 2021F        | 21.5         | 13.1       | 12.8       | 11.5      | 51.1         | 54.8       | na           | na    |
| PBR (배)             | 2019A        | 1.4          | 1.4        | 1.1        | 1.8       | 2.9          | 4.2        | na           | 3.5   |
|                     | 2020A        | 1.7          | 1.5        | 1.1        | 1.7       | 2.9          | 4.6        | na           | na    |
|                     | 2021F        | 1.6          | 1.4        | 1.1        | 1.6       | 3.1          | 4.4        | na           | na    |
| EV/EBITDA (배)       | 2019A        | 9.4          | 11.9       | 3.8        | 5.8       | 17.3         | 22.8       | 24.6         | na    |
|                     | 2020A        | 11.1         | 10.7       | 4.5        | 5.6       | 14.1         | 38.8       | na           | na    |
|                     | 2021F        | 9.6          | 8.2        | 4.3        | 5.2       | 11.7         | 29.3       | na           | na    |
| ROE (%)             | 2019A        | 5.3          | 4.3        | 6.8        | 14.7      | -10.1        | 4.3        | -10.7        | -8.9  |
|                     | 2020A        | 4.3          | 6.5        | 7.2        | 14.2      | -0.3         | 5.6        | -9.8         | na    |
|                     | 2021F        | 7.8          | 11.1       | 8.0        | 14.1      | 1.9          | 8.0        | -2.3         | na    |
| ROA (%)             | 2019A        | 3.8          | 1.5        | 4.0        | 5.7       | -4.5         | 3.2        | -7.9         | -3.8  |
|                     | 2020A        | 4.5          | na         | 4.2        | 5.5       | 0.2          | 4.2        | -7.5         | na    |
|                     | 2021F        | 6.0          | na         | 4.6        | 5.6       | 1.4          | 6.1        | -2.3         | na    |
| EPS (USD)           | 2019A        | 592          | 0.1        | 0.1        | 0.1       | -2.3         | 0.0        | -0.1         | -0.1  |
|                     | 2020A        | 493          | 0.1        | 0.1        | 0.2       | 0.0          | 0.1        | -0.1         | na    |
|                     | 2021F        | 942          | 0.1        | 0.1        | 0.2       | 1.2          | 0.1        | 0.0          | na    |

주: 서울반도체는 대신증권 추정치, 원화 기준(단위: 억원), 자료: Bloomberg, Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

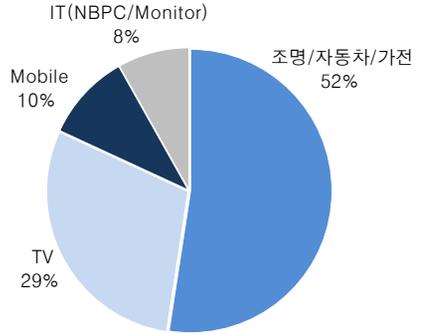
- IT, 자동차, 일반조명 등 전세계 5위권 내의 종합 LED 제조업체
- 고부가 가치 LED 제품 시장 및 적용 분야(자동차, 웨어러블) 확대가 중요
- 자산 1,32조, 부채 0,53조, 자본 0,79조(2020년 12월 기준)  
(발행주식 수: 58,305,400 / 자기주식수: 884,074)

주가 변동요인

- 고부가 제품인 자동차 헤드램프(Wicop) 채용 대수 증가
- 베트남 생산시설의 가동률 확대 및 수출 안정화
- 미니 LED, 마이크로LED 등 차세대 디스플레이 기술 상용화 시기 및 동사의 대량생산 가능 시기

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

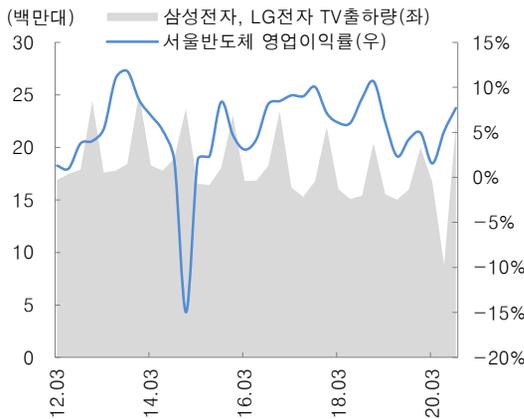
매출 비중



주: 2020년 4분기 연결 매출 기준  
자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

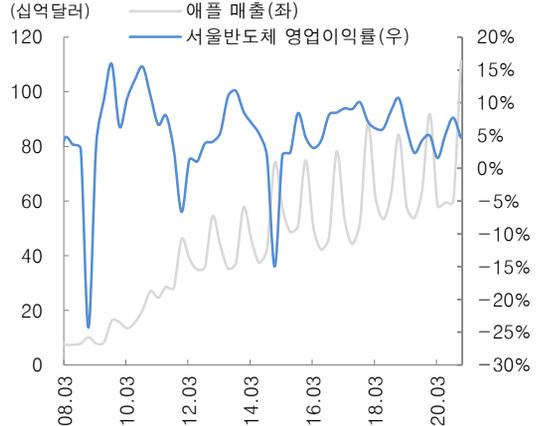
Earnings Driver

TV 출하량 vs. 서울반도체 영업이익률



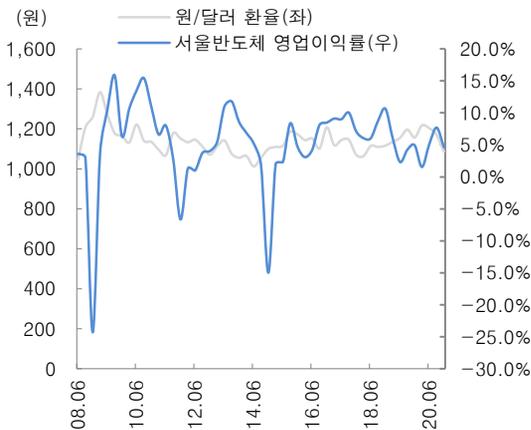
자료: 서울반도체, IHS, 대신증권 Research Center

애플 매출 vs. 영업이익률



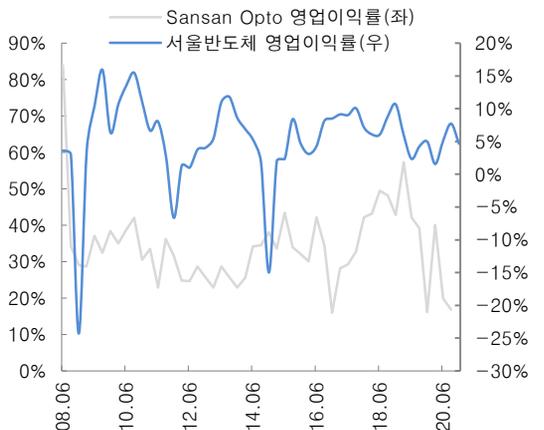
자료: 서울반도체, 애플, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research Center

대만 산안 옵토 vs. 서울반도체 영업이익률



자료: 서울반도체, Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

|             | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 1,194 | 1,130 | 1,153 | 1,359 | 1,383 |
| 매출원가        | 871   | 876   | 924   | 1,087 | 1,103 |
| 매출총이익       | 323   | 254   | 229   | 271   | 281   |
| 판매비와관리비     | 228   | 204   | 169   | 181   | 189   |
| 영업이익        | 95    | 50    | 59    | 91    | 92    |
| 영업이익률       | 7.9   | 4.4   | 5.2   | 6.7   | 6.6   |
| EBITDA      | 202   | 128   | 129   | 159   | 159   |
| 영업외손익       | -16   | -2    | -5    | -3    | -2    |
| 관계기업손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 43    | 45    | 39    | 39    | 39    |
| 외환관련이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융비용        | -46   | -41   | -34   | -35   | -30   |
| 외환관련손실      | 38    | 32    | 25    | 26    | 24    |
| 기타          | -13   | -6    | -10   | -7    | -11   |
| 법인세비용차감전순이익 | 78    | 48    | 54    | 88    | 90    |
| 법인세비용       | -16   | -12   | -11   | -21   | -21   |
| 계속사업순이익     | 63    | 36    | 43    | 67    | 68    |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 63    | 36    | 43    | 67    | 68    |
| 당기순이익률      | 5.2   | 3.2   | 3.8   | 4.9   | 4.9   |
| 비재분순이익      | 0     | 1     | 15    | 3     | 3     |
| 재분순이익       | 63    | 34    | 28    | 63    | 65    |
| 매도가능금융자산평가  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익       | 63    | 37    | 45    | 68    | 70    |
| 비재분포괄이익     | 0     | 1     | 1     | 2     | 2     |
| 재분포괄이익      | 63    | 36    | 44    | 66    | 68    |

|           | 2018A  | 2019A  | 2020F  | 2021F  | 2022F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 1,077  | 592    | 488    | 1,085  | 1,109  |
| PER       | 18.0   | 27.5   | 41.6   | 18.7   | 18.3   |
| BPS       | 11,122 | 11,339 | 11,673 | 12,607 | 13,564 |
| PBR       | 1.7    | 1.4    | 1.7    | 1.6    | 1.5    |
| EBITDAPS  | 3,463  | 2,193  | 2,221  | 2,719  | 2,720  |
| EV/EBITDA | 7.1    | 9.4    | 11.2   | 9.3    | 9.0    |
| SPS       | 20,481 | 19,379 | 19,776 | 23,300 | 23,727 |
| PSR       | 0.9    | 0.8    | 1.0    | 0.9    | 0.9    |
| CFPS      | 3,595  | 2,737  | 2,442  | 2,997  | 2,934  |
| DPS       | 284    | 156    | 156    | 156    | 156    |

|          | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 7.5   | -5.4  | 2.0   | 17.8  | 1.8   |
| 영업이익 증가율 | -3.4  | -47.8 | 20.1  | 52.4  | 1.2   |
| 순이익 증가율  | 35.0  | -42.8 | 21.2  | 53.4  | 2.2   |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROC      | 8.7   | 4.1   | 5.3   | 7.2   | 7.0   |
| ROA      | 7.5   | 3.8   | 4.5   | 6.5   | 6.2   |
| ROE      | 10.1  | 5.3   | 4.2   | 8.9   | 8.5   |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 78.4  | 77.3  | 75.6  | 76.0  | 69.6  |
| 순차입금비율   | 31.6  | 22.7  | 23.7  | 24.6  | 17.4  |
| 이자보상배율   | 15.6  | 6.6   | 7.9   | 12.1  | 18.3  |

자료: 서울반도체, 대신증권 Research Center

|             | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 602   | 619   | 652   | 755   | 795   |
| 현금및현금성자산    | 22    | 44    | 36    | 20    | 51    |
| 매출채권 및 기타채권 | 407   | 386   | 415   | 505   | 511   |
| 재고자산        | 155   | 154   | 167   | 197   | 200   |
| 기타유동자산      | 17    | 34    | 34    | 33    | 33    |
| 비유동자산       | 692   | 703   | 695   | 694   | 699   |
| 유형자산        | 577   | 600   | 602   | 607   | 616   |
| 관계기업투자금     | 2     | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 기타비유동자산     | 113   | 101   | 92    | 86    | 82    |
| 자산총계        | 1,294 | 1,322 | 1,347 | 1,449 | 1,494 |
| 유동부채        | 413   | 473   | 475   | 519   | 526   |
| 매입채무 및 기타채무 | 277   | 308   | 308   | 349   | 354   |
| 차입금         | 41    | 67    | 65    | 64    | 63    |
| 유동상채무       | 39    | 46    | 48    | 49    | 51    |
| 기타유동부채      | 55    | 52    | 54    | 56    | 58    |
| 비유동부채       | 156   | 104   | 105   | 107   | 87    |
| 차입금         | 154   | 99    | 100   | 102   | 82    |
| 전환증권        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 2     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 부채총계        | 569   | 576   | 580   | 626   | 613   |
| 자배지분        | 648   | 661   | 681   | 735   | 791   |
| 자본금         | 29    | 29    | 29    | 29    | 29    |
| 자본잉여금       | 331   | 323   | 323   | 323   | 323   |
| 이익잉여금       | 350   | 368   | 387   | 442   | 498   |
| 기타지분변동      | -61   | -59   | -59   | -59   | -59   |
| 비지배지분       | 77    | 85    | 86    | 88    | 90    |
| 자본총계        | 725   | 746   | 767   | 823   | 881   |
| 순차입금        | 229   | 170   | 181   | 202   | 153   |

|           | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 104   | 169   | 86    | 70    | 143   |
| 당기순이익     | 63    | 36    | 43    | 67    | 68    |
| 비현금항목의 가감 | 147   | 124   | 99    | 108   | 103   |
| 감가상각비     | 107   | 78    | 70    | 68    | 67    |
| 외환손익      | -1    | 2     | -12   | -11   | -13   |
| 지분법평가손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 41    | 43    | 41    | 51    | 49    |
| 자산부채의 증감  | -76   | 40    | -40   | -77   | -3    |
| 기타현금흐름    | -30   | -30   | -17   | -28   | -25   |
| 투자활동 현금흐름 | -146  | -96   | -60   | -65   | -69   |
| 투자자산      | 15    | -13   | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산      | -142  | -73   | -61   | -65   | -70   |
| 기타        | -19   | -9    | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동 현금흐름 | 17    | -50   | -10   | -9    | -31   |
| 단기차입금     | 0     | 0     | -1    | -1    | -1    |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 58    | -30   | 1     | 2     | -20   |
| 유상증자      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -13   | -17   | -9    | -9    | -9    |
| 기타        | -28   | -3    | -1    | -1    | -1    |
| 현금의 증감    | -25   | 23    | -9    | -16   | 31    |
| 기초 현금     | 47    | 22    | 44    | 36    | 20    |
| 기말 현금     | 22    | 44    | 36    | 20    | 51    |
| NOPLAT    | 76    | 37    | 48    | 69    | 70    |
| FCF       | 20    | 35    | 56    | 71    | 66    |

[ESG 평가 등급체계]

\* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

| 등급             | 구분 | 등급별 의미   |
|----------------|----|--|
| Excellent (S)  | 양호 | 환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음  |
| Very Good (A+) |    | 환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음            |
| Good (A)       |    | 환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음                                     |
| Fair (B+,B)    | 보통 | 환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음  |
| Laggard (C)    | 미흡 | 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존 재함   |
| Poor (D)       |    | 이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음 |

서울반도체 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.06.30

**B+**

- 서울반도체는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 전년 대비 등급이 동일합니다

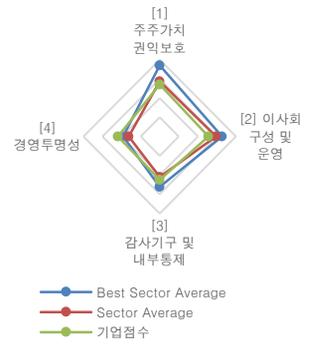
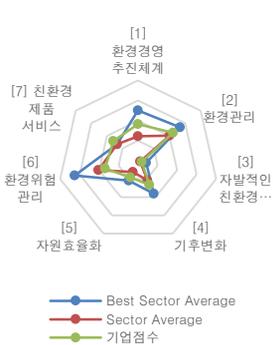
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

| 환경 (Environmental) |         | 사회 (Social) |         | 지배구조 (Governance) |         |
|--------------------|---------|-------------|---------|-------------------|---------|
| 환경 대분류             | 평가기업 수준 | 사회 대분류      | 평가기업 수준 | 지배구조 대분류          | 평가기업 수준 |
| 환경경영 추진체계          | ■■■     | 제품 및 서비스 책임 | ■■■     | 주주가치 권익보호         | ■■■■    |
| 환경관리               | ■■■■    | 공급망관리       | ■       | 이사회 구성 및 운영       | ■■■     |
| 자발적인 친환경 활동        | ■       | 사회공헌        | ■■■     | 감사기구 및 내부통제       | ■■■■■   |
| 기후변화               | ■■■     | 인적자원 관리     | ■■■■    | 경영투명성             | ■■■■■   |
| 자원효율화              | ■■■■■   | 인권보호        | ■■■     |                   |         |
| 환경위험 관리            | ■■■     | 보건안전        | ■       |                   |         |
| 친환경 제품 서비스         | ■■■■    |             |         |                   |         |



\* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인 용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

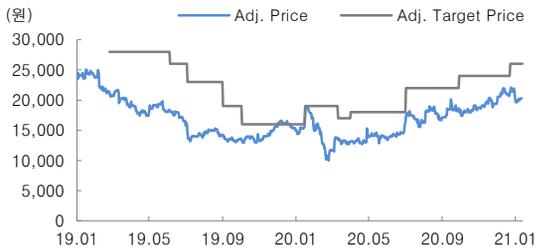
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

서울반도체(046890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|             |          |          |          |          |          |          |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자        | 21.02.09 | 21.01.20 | 20.10.29 | 20.10.27 | 20.10.07 | 20.09.16 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 26,000   | 26,000   | 24,000   | 24,000   | 22,000   | 22,000   |
| 과리율(평균%)    |          | (20.44)  | (19.22)  | (23.44)  | (19.45)  | (20.81)  |
| 과리율(최대/최소%) |          | (15.00)  | (8.54)   | (23.33)  | (8.41)   | (13.86)  |
| 제시일자        | 20.07.30 | 20.07.08 | 20.07.02 | 20.04.29 | 20.04.08 | 20.02.13 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 22,000   | 18,000   | 18,000   | 18,000   | 17,000   | 19,000   |
| 과리율(평균%)    | (20.72)  | (22.48)  | (23.74)  | (23.88)  | (23.14)  | (24.79)  |
| 과리율(최대/최소%) | (13.86)  | (9.72)   | (15.00)  | (15.00)  | (19.71)  | (0.26)   |
| 제시일자        | 19.10.31 | 19.10.08 | 19.09.29 | 19.08.26 | 19.08.01 | 19.07.03 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 16,000   | 19,000   | 19,000   | 23,000   | 23,000   | 26,000   |
| 과리율(평균%)    | (8.19)   | (29.04)  | (28.42)  | (37.60)  | (39.32)  | (33.62)  |
| 과리율(최대/최소%) | 3.75     | (26.58)  | (26.58)  | (33.48)  | (36.74)  | (30.38)  |
| 제시일자        | 19.04.29 | 19.04.11 | 19.03.24 |          |          | 00.06.29 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      |          |          |          |
| 목표주가        | 28,000   | 28,000   | 28,000   |          |          |          |
| 과리율(평균%)    | (31.56)  | (27.34)  | (25.49)  |          |          |          |
| 과리율(최대/최소%) | (22.68)  | (22.68)  | (22.68)  |          |          |          |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210206)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중) | Underperform(매도) |
|----|---------|------------------|------------------|
| 비율 | 91.4%   | 7.7%             | 1.0%             |

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상