

Company Brief

2021-02-09

서울반도체(046890)

1Q21 비수기에도 견조한 실적 전망

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	25,000 원(상향)
증가(2021/02/08)	20,300 원
상승여력	23.2 %

Stock Indicator	
자본금	29십억원
발행주식수	5,831 만주
시가총액	1,184 십억원
외국인지분율	12.2%
52 주 주가	10,000~22,100 원
60 일평균거래량	1,111,685 주
60 일평균거래대금	22.5 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.5	12.8	16.0	32.7
상대수익률	-4.8	-2.0	4.0	-10.2



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,130	1,154	1,357	1,491
영업이익(십억원)	50	60	94	108
순이익(십억원)	34	42	69	80
EPS(원)	592	717	1,189	1,370
BPS(원)	11,339	11,931	12,993	14,238
PER(배)	26.4	28.3	17.1	14.8
PBR(배)	1.4	1.7	1.6	1.4
ROE(%)	5.3	6.2	9.5	10.1
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	14.2	15.4	11.0	9.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

4Q20 영업이익 시장 기대치 하회

동사의 4Q20 실적은 매출액 3,110 억원(YoY: +11%, QoQ: -6%), 영업이익 144 억원(YoY: +4%, QoQ: -43%)을 기록했다. 매출액은 시장 기대치(매출액 3,125 억원, 영업이익 201 억원)에 부합했지만 영업이익은 하회한 수치이다. 최근 COVID-19로 인한 전세계적인 재택근무, 온라인 수업 등 비대면의 일상화로 TV, IT 기기 중심의 판매 호조세를 보이면서 LED 전방 산업은 뚜렷한 수요 회복세를 보이고 있다. 특히 IT 기기들의 제품 Slim 화 추세로 고부가가치 제품인 Wicop 적용이 확대되고 있으며, 국내 설비 이전 중인 베트남 공장 생산이 안정화되고 있다는 점도 긍정적인 영향을 미치고 있다. 그러나 견조한 매출 흐름에도 불구하고 원-달러 환율의 하락, 선박 부족에 따른 항공을 통한 운임비 상승 등의 영향으로 영업이익률이 4.6% 수준까지 하락하면서 영업이익은 부진했다.

LED 산업의 완만한 성장 국면 진입

계절적 비수기인 1Q21 에도 매출 성장세가 지속될 전망이다. COVID-19 사태가 장기화되면서 TV, IT 용 LCD 패널 출하가 견조할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 최근 2 년 가량에 걸쳐 중국과 국내 기업 중심으로 LED 업계의 구조조정이 진행되면서 LED 가격이 안정세를 보이고 있다는 점도 긍정적인 요인이다. LED 업황이 회복 국면에 진입했다는 것을 의미한다. 중장기적으로는 자동차용 조명 및 디스플레이, Mini LED 디스플레이 등의 새로운 시장 창출 효과를 기대할 수 있다. 특히 삼성전자, LG 전자 등 Top-tier 업체들의 Mini LED TV 신제품 출시로 주력 부품 공급사가 될 동사의 고객사 내 점유율이 확대되면서 수혜가 클 것으로 예상된다. 이로 인해 동사 실적은 중국발 공급 과잉으로 수 년 간 지속되었던 업황 침체를 지나 점진적인 성장 국면을 맞이할 수 있을 것으로 전망된다. 이를 반영한 21 년 매출액과 영업이익은 각각 1.36 조원(YoY: +18%), 944 억원(YoY: +59%)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견 유지, 목표주가 25,000 원으로 상향 조정

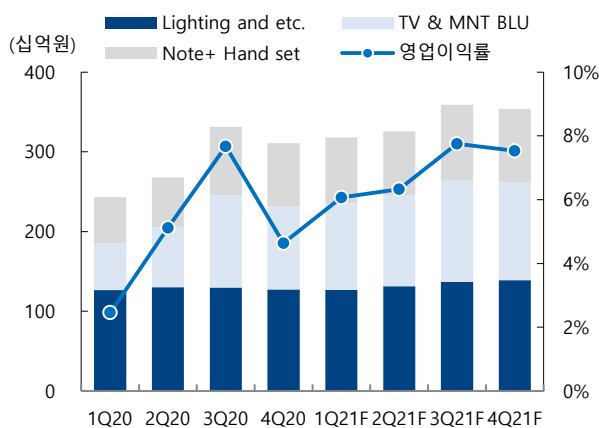
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하고, 목표주가는 21 년 실적 추정치 조정분을 반영해 25,000 원으로 상향한다. 목표주가는 21 년 예상 BPS 에 LED 업황이 완만한 회복세에 진입했다는 점을 고려해 최근 3 년간 P/B 배수 중상단인 1.9 배를 적용하여 산출했다. 동사의 주가와 밀접한 동행성을 보이는 대만 주요 LED 업체 11 개사들의 월별 매출액 YoY 증감률이 약 3 년간의 역성장을 기록한 이후 4Q20 부터 (+) 전환했다는 점에도 주목할 필요가 있다. 최근 동사는 SunLike, Wicop, High-voltage LED, VCSEL, Micro LED 디스플레이 등 고부가가치 중심의 제품 및 고객사 다변화 노력을 강화하고 있다. 올해 높은 기술 경쟁력을 바탕으로 뚜렷한 실적 개선세가 예상되는 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

표 1. 서울반도체 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
(단위: 십억원)											
매출액	243	268	331	311	318	326	359	354	1,130	1,154	1,357
Lighting and etc.	127	130	130	127	127	131	137	139	557	583	570
TV & MNT BLU	58	75	116	105	109	114	127	123	262	353	473
Note+ Hand set	58	63	86	79	82	81	96	92	310	217	314
YoY	-14%	-5%	17%	11%	31%	22%	8%	14%	-5%	2%	18%
QoQ	-14%	10%	36%	-6%	2%	2%	10%	-1%	-	-	-
매출원가	196	209	268	252	258	264	290	285	876	924	1,096
매출원가율	81%	78%	81%	81%	81%	81%	81%	80%	78%	80%	81%
매출총이익	47	59	64	59	60	62	69	69	254	229	261
매출총이익률	19%	22%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	22%	20%	19%
판매비 및 관리비	41	45	38	45	41	41	41	43	204	170	167
판매비율	17%	17%	12%	14%	13%	13%	12%	12%	18%	15%	12%
영업이익	6	14	25	14	19	21	28	27	50	60	94
영업이익률	2%	5%	8%	5%	6%	6%	8%	8%	4%	5%	7%
YoY	-65%	107%	112%	4%	223%	50%	10%	85%	-48%	20%	59%
QoQ	-57%	-72%	325%	-43%	34%	-65%	35%	-4%	-	-	-
EBITDA	26.0	34.1	45.5	55.7	42.9	44.2	51.4	48.6	128	161	187
EBITDA margin	11%	13%	14%	18%	13%	14%	14%	14%	11%	14%	14%
세전이익	13.0	18.5	12.4	18.9	29.8	23.0	20.0	25.5	47.7	54.1	92.7
순이익	6	9	15	14	16	24	18	15	36	43	72
순이익률	2%	3%	4%	5%	5%	8%	5%	4%	3%	4%	5%
YoY	-49%	27%	-6%	825%	159%	178%	22%	8%	-43%	21%	66%
QoQ	301%	-75%	140%	-4%	12%	-44%	-28%	-15%	-	-	-

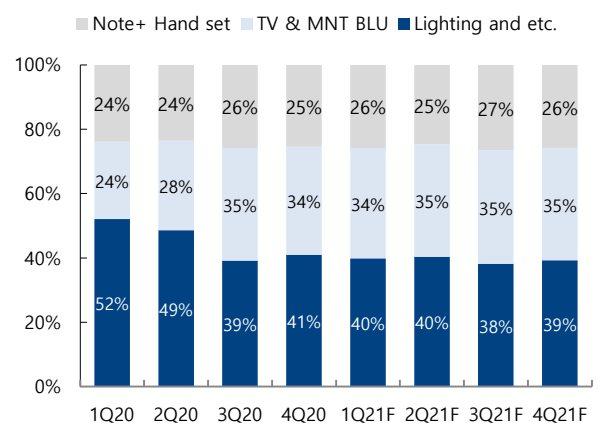
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 1. 서울반도체 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



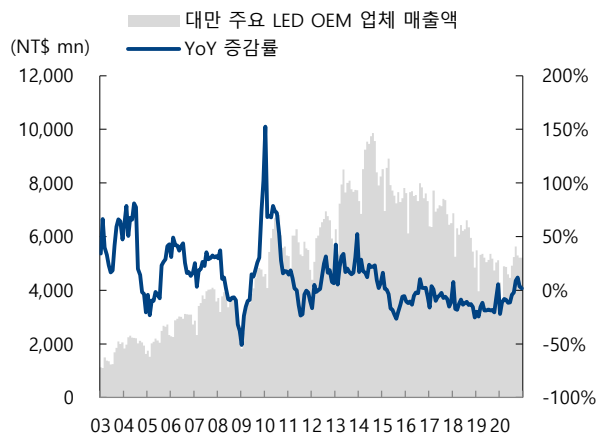
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 2. 서울반도체 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 3. 대만 주요 LED 업체 합산 매출액 및 YoY 증감률 추이



자료: 각사, 하이투자증권

주: 2020년 12월까지 Update

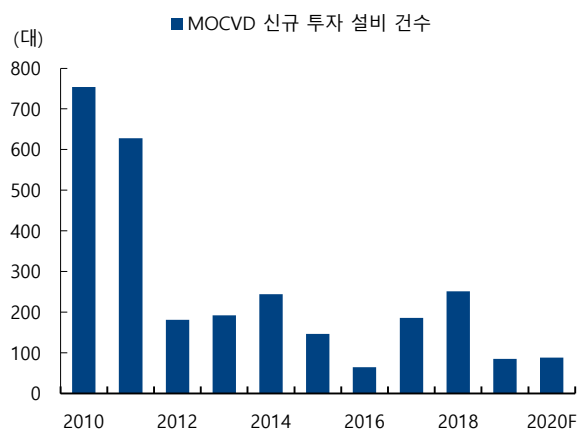
그림 4. 서울반도체 주가와 대만 LED 업체 매출 YoY 증감률



자료: 각사, 하이투자증권

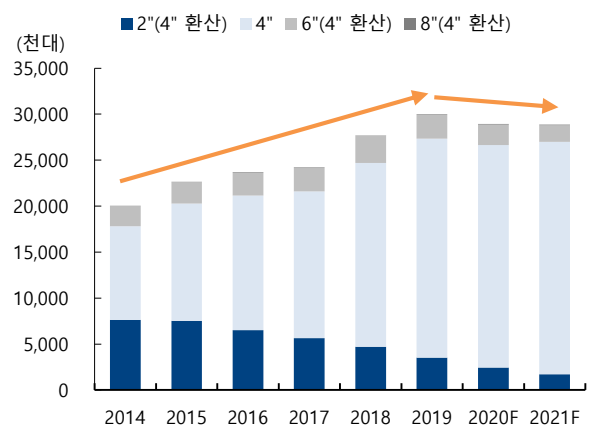
주: 2020년 12월까지 Update

그림 5. LED 생산용 MOCVD 신규 투자 설비 건수



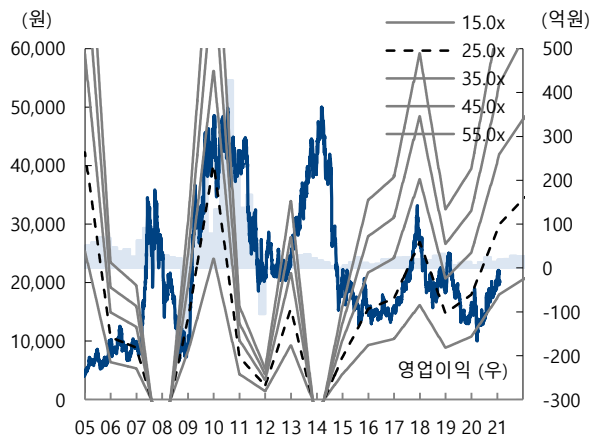
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 6. 전세계 LED 생산용 Capa. 추이 및 전망(4" Wafer 환산)



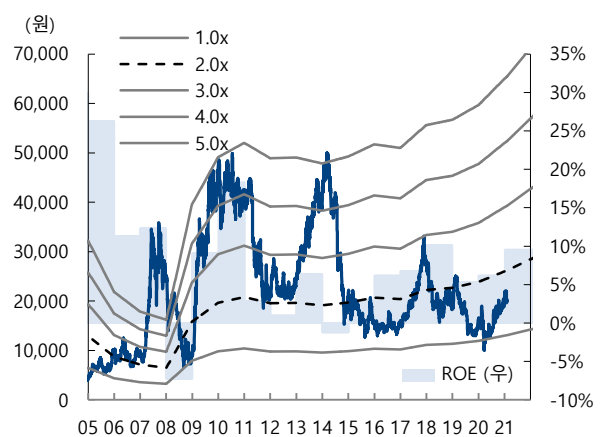
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 7. 서울반도체 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 8. 서울반도체 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 2. 서울반도체 목표주가 산출

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	비고
EPS (원)	-118	291	621	692	1,077	592	717	1,189	
BPS (원)	9,571	9,852	10,344	10,196	11,122	11,339	11,931	12,993	
고점 P/E (배)	-130	76.4	28.8	47.9	25.9	42.3	28.7	30.8	최근 3년간 평균: 32.3
평균 P/E (배)	-292	59.1	23.9	31.0	19.1	29.8	22.2	26.7	최근 3년간 평균: 23.7
저점 P/E (배)	-424	23.2	20.9	21.3	14.6	21.9	13.9	16.6	최근 3년간 평균: 16.8
고점 P/B (배)	5.2	2.3	1.7	3.3	2.5	2.2	1.7	1.7	최근 3년간 평균: 2.15
평균 P/B (배)	3.6	1.8	1.4	2.0	1.9	1.6	1.3	1.6	최근 3년간 평균: 1.58
저점 P/B (배)	1.6	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1	0.8	1.5	최근 3년간 평균: 1.13
ROE	-1.2%	3.0%	6.1%	6.7%	10.1%	5.3%	6.2%	9.5%	지배주주순이익 기준
Target P/B (배)								1.9	최근 3년간 평균-고점
적용 BPS (원) = 21년								12,993	P/B 배수 중간값
적정주가 (원)								24,217	21년 예상 실적 기준
목표주가 (원)								25,000	P/E 20.2배, P/B 1.85배
전일 종가 (원)								20,300	21년 예상 실적 기준
상승 여력								23.2%	P/E 17.1배, P/B 1.56배

자료: 서울반도체, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	619	647	748	856
현금 및 현금성자산	44	67	65	111
단기금융자산	31	30	33	31
매출채권	386	394	464	509
재고자산	154	154	183	200
비유동자산	703	720	721	720
유형자산	600	611	614	612
무형자산	46	48	49	50
자산총계	1,322	1,367	1,469	1,576
유동부채	473	481	519	550
매입채무	308	317	354	385
단기차입금	67	67	67	67
유동성장기부채	46	46	46	46
비유동부채	104	104	104	104
사채	-	-	-	-
장기차입금	99	99	99	99
부채총계	576	585	623	654
자배주주지분	661	696	758	830
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	323	323	323	323
이익잉여금	368	401	461	532
기타자본항목	-54	-54	-54	-54
비자배주주지분	85	86	89	92
자본총계	746	782	846	922

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	169	169	125	172
당기순이익	36	43	72	83
유형자산감가상각비	7	12	10	11
무형자산감가상각비	17	13	14	14
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-96	-116	-100	-98
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-6	-15	-15	-15
금융상품의 증감	-16	2	-3	2
재무활동 현금흐름	-50	-12	-11	-11
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-30	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-17	-9	-9	-9
현금및현금성자산의증감	23	22	-2	46
기초현금및현금성자산	22	44	67	65
기말현금및현금성자산	44	67	65	111

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,130	1,154	1,357	1,491
증가율(%)	-5.4	2.1	17.6	9.9
매출원가	876	924	1,096	1,181
매출총이익	254	229	261	309
판매비와관리비	204	170	167	201
연구개발비	96	76	82	80
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	50	60	94	108
증가율(%)	-47.8	20.1	58.6	14.4
영업이익률(%)	4.4	5.2	7.0	7.2
이자수익	1	2	1	2
이자비용	7	7	7	7
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	-18	-11	-14
세전계속사업이익	48	54	93	105
법인세비용	12	11	21	22
세전계속이익률(%)	4.2	4.7	6.8	7.0
당기순이익	36	43	72	83
순이익률(%)	3.2	3.8	5.3	5.6
지배주주귀속 순이익	34	42	69	80
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	37	45	74	85
지배주주귀속총포괄이익	34	42	69	80

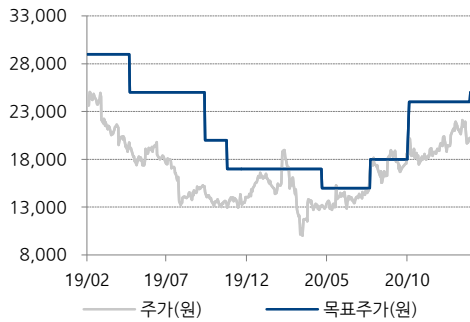
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	592	717	1,189	1,370
BPS	11,339	11,931	12,993	14,238
CFPS	1,007	1,142	1,596	1,799
DPS	156	156	156	156
Valuation(배)				
PER	26.4	28.3	17.1	14.8
PBR	1.4	1.7	1.6	1.4
PCR	15.5	17.8	12.7	11.3
EV/EBITDA	14.2	15.4	11.0	9.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.3	6.2	9.5	10.1
EBITDA 이익률	6.5	7.3	8.7	8.9
부채비율	77.3	74.8	73.5	70.9
순부채비율	18.3	14.8	13.5	7.6
매출채권회전율(x)	2.8	3.0	3.2	3.1
재고자산회전율(x)	7.3	7.5	8.1	7.8

자료 : 서울반도체, 하이투자증권 리서치본부

서울반도체

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-04-30	Buy	25,000	1년	-32.8%	-20.8%
2019-09-20	Buy	20,000	1년	-32.0%	-28.8%
2019-11-01	Buy	17,000	1년	-13.4%	-2.4%
2020-02-13	Hold	17,000	1년	-17.8%	11.5%
2020-04-29	Hold	15,000	1년	-7.0%	8.3%
2020-07-30	Hold	18,000	1년	-2.9%	5.3%
2020-10-12	Buy	24,000	1년	-18.8%	-7.9%
2021-02-09	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 기관투자가 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-