

Company Brief

2021-08-06

서울반도체(046890)

양호한 실적, 높은 Valuation

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	23,000 원(하향)
증가(2021/08/05)	19,300 원
상승여력	19.2 %

Stock Indicator	
자본금	29십억원
발행주식수	5,831 만주
시가총액	1,125십억원
외국인지분율	9.9%
52 주 주가	15,550~22,100원
60 일평균거래량	427,317 주
60 일평균거래대금	8.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	2.9	-4.7	6.3
상대수익률	0.4	-6.6	-14.2	-18.7



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	1,153	1,351	1,319	1,392
영업이익(십억원)	60	97	101	111
순이익(십억원)	18	45	48	53
EPS(원)	305	777	815	917
BPS(원)	11,728	12,252	12,815	13,479
PER(배)	67.5	24.9	23.7	21.1
PBR(배)	1.8	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	2.6	6.5	6.5	7.0
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	17.3	10.5	9.4	8.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

2Q21 실적 시장 기대치 부합

동사 2Q21 실적은 매출액 3,366 억원(YoY: +26%, QoQ: +8%), 영업이익 234 억원(YoY: +70%, QoQ: +10%)을 기록하며 시장 기대치(매출액 3,322 억원, 영업이익 235 억원)에 부합했다. 비대면 환경으로 인한 IT, TV 세트 수요 호조세가 지속되고 있으며, IT 기기들의 제품 Slim화 추세로 고부가가치 제품인 Wicop 적용이 확대되고 있다. 이로 인해 발생한 제품 Mix 효과가 매출과 수익성 개선을 견인하고 있다. 국내 설비 이전을 완료한 베트남 공장 생산이 안정화되었다 점도 긍정적인 영향을 미치고 있다. 다만 선박 부족으로 인한 운임비 상승이 판관비단에 다소 부담 요인으로 작용했다.

하반기 IT 기기 수요 호조세로 실적 상승세 지속될 전망

3Q21에도 전세계 주요 세트 업체들의 IT, TV 패널 구매량은 더욱 증가할 전망이다. 시장 내 LCD 패널/세트 재고 수준이 낮아 연말 성수기를 대비한 재고 축적 수요가 강해질 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 디스플레이항 LED 출하도 견조할 것으로 예상된다. 다만 반도체 공급 부족 사태로 인해 IT, TV 패널 생산 물량이 다소 제한될 가능성은 존재한다. 최근 LED 산업은 구조조정을 거치면서 업체들간 경쟁 상황이 안정화되고 있다. LED 가격도 안정세를 나타내고 있으며, 일부 고부가가치 제품의 경우에는 인상 조치도 이루어지는 등 LED 업체들의 수익성 확보가 유리해졌다. 이를 반영한 3Q21 매출액과 영업이익은 각각 3,560 억원(YoY: +7%, QoQ: +6%), 270 억원(YoY: +5%, QoQ: +14%)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견 유지하나, 목표주가 23,000 원으로 하향 조정

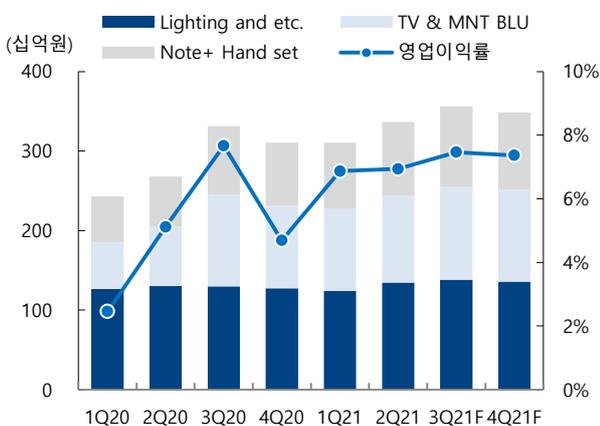
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나, 목표주가는 23,000 원으로 8% 하향한다. 목표주가는 12 개월 Forward 예상 BPS 에 LED 업계가 안정화 국면에 진입했다는 점을 고려해 최근 3 년간 중상단 P/B 1.8 배를 Target multiple 로 적용해 산출했다. 향후 IT 항 LED 수요는 Mini-LED, Micro LED 등 차세대 디스플레이 기술 발전으로 기기당 채택량이 점진적으로 증가할 전망이다. 또한 동사는 전세계 1st Tier LED 업체로서 차량용 LED, VCSEL, UV LED 등 신규 시장 확대로 제품 및 고객사 다변화가 기대된다는 점은 긍정적인 요인이다. 다만 당사는 COVID-19 사태가 점차 정상화되면서 2022 년 비대면 IT 수요가 다소 둔화될 가능성이 높을 것으로 보고 있다. 따라서 내년 동사 실적은 올해 발생한 기저효과로 인해 상승폭이 다소 제한적일 것으로 예상된다. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 32.4 배, P/B 2.0 배 수준으로 과거 5 년간 평균 대비 Valuation 매력도가 높지 않다고 판단되는 바 중장기적인 관점에서 접근할 것을 권고한다.

표 1. 서울반도체 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	243	268	331	310	310	337	356	348	1,153	1,351	1,319
Lighting and etc.	127	130	130	127	124	135	138	136	583	570	591
TV & MNT BLU	58	75	116	104	104	110	117	115	353	446	419
Note+ Hand set	58	63	86	79	82	92	101	97	217	336	309
YoY	-14%	-5%	17%	10%	28%	26%	7%	12%	2%	17%	-2%
QoQ	-14%	10%	36%	-6%	0%	8%	6%	-2%	-	-	-
매출원가	196	209	268	252	240	261	278	271	924	1,048	1,022
매출원가율	81%	78%	81%	81%	77%	77%	78%	78%	80%	78%	77%
매출총이익	47	59	64	59	71	76	79	78	229	303	297
매출총이익률	19%	22%	19%	19%	23%	23%	22%	22%	20%	22%	23%
판매비 및 관리비	41	45	38	44	50	53	52	52	169	206	196
판매비율	17%	17%	12%	14%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	15%
영업이익	6	14	25	15	21	23	27	26	60	97	101
영업이익률	2%	5%	8%	5%	7%	7%	7%	7%	5%	7%	8%
YoY	-65%	107%	112%	5%	257%	70%	5%	76%	20%	62%	4%
QoQ	-57%	129%	85%	-43%	46%	10%	14%	-3%	-	-	-
EBITDA	26.0	34.1	45.5	34.0	40.1	42.2	45.4	42.2	140	172	176
EBITDA margin	11%	13%	14%	11%	13%	13%	13%	12%	12%	13%	13%
세전이익	13	19	-6	31	21	20	18	22	36	94	97
순이익	6	9	15	0	19	15	15	14	29	74	78
순이익률	2%	3%	4%	0%	6%	5%	4%	4%	3%	5%	6%
YoY	-49%	27%	-6%	-127%	206%	76%	1%	-3555%	-19%	155%	5%
QoQ	301%	-75%	140%	-103%	-4659%	-47%	-5%	-4%	-	-	-

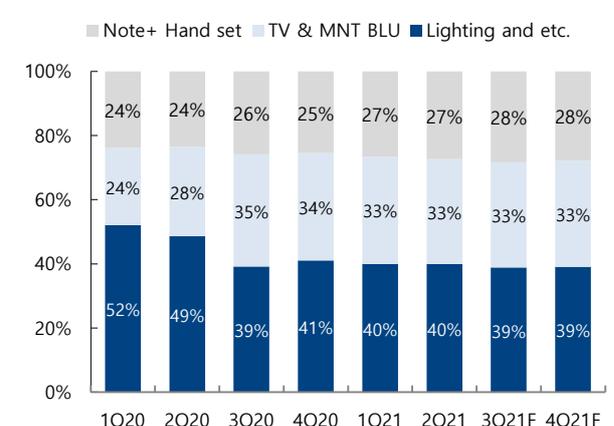
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 1. 서울반도체 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



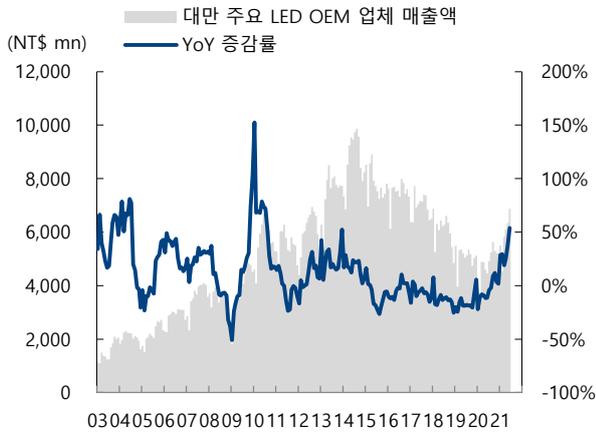
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 2. 서울반도체 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 서울반도체, 하이투자증권

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



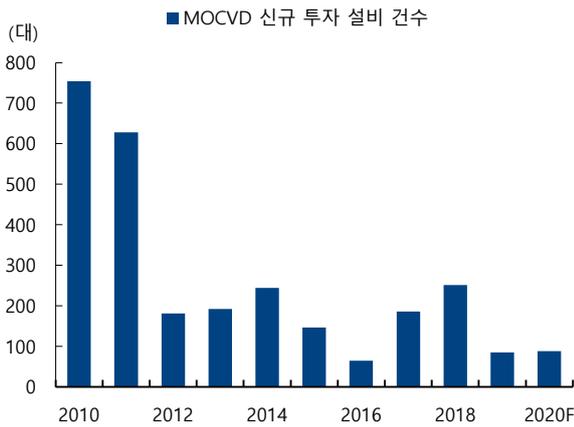
자료: 각사, 하이투자증권
주: 2021년 6월까지 Update

그림 4. 서울반도체 주가와 대만 LED 업체 매출 YoY 증감률



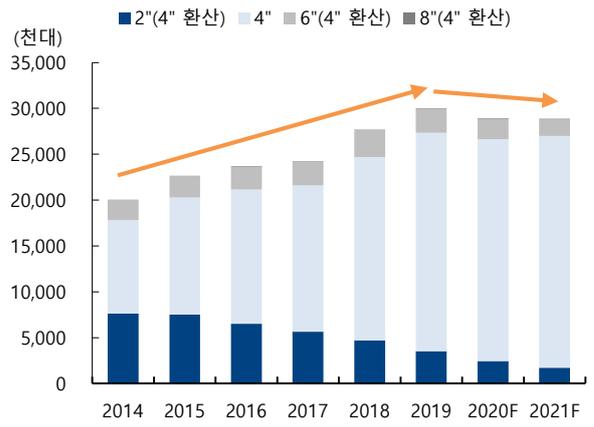
자료: 각사, 하이투자증권
주: 2021년 6월까지 Update

그림 5. LED 생산용 MOCVD 신규 투자 설비 건수



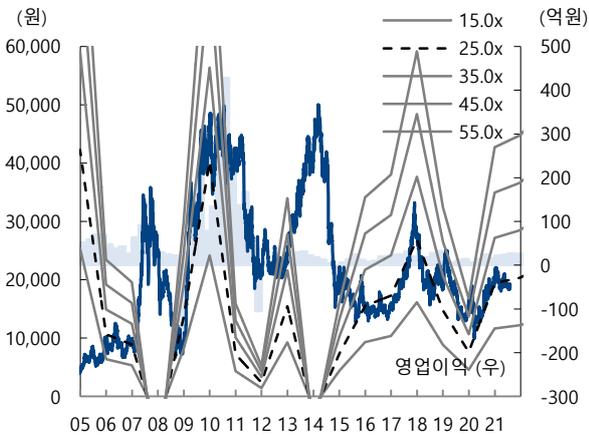
자료: OMDIA, 하이투자증권

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



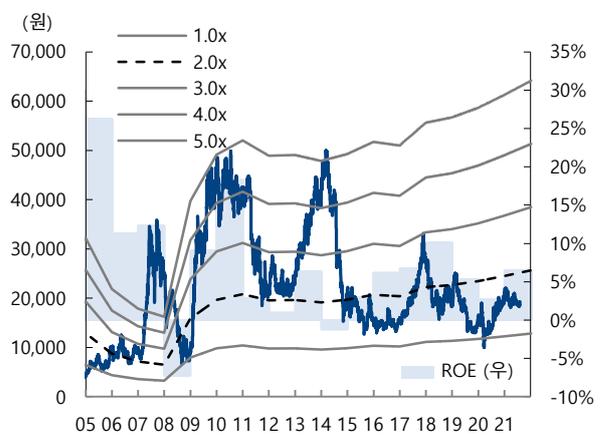
자료: OMDIA, 하이투자증권

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	비고
EPS (원)	291	621	692	1,077	592	305	777	815	
BPS (원)	9,852	10,344	10,196	11,122	11,339	11,728	12,252	12,815	
고점 P/E (배)	76.4	28.8	47.9	25.9	42.3	67.5	28.5		최근 3년간 평균: 45.7
평균 P/E (배)	60.0	23.9	31.0	19.1	29.8	52.3	25.3		최근 3년간 평균: 34.8
저점 P/E (배)	43.7	20.9	21.3	14.6	21.9	32.8	23.2		최근 3년간 평균: 24.6
고점 P/B (배)	2.3	1.7	3.3	2.5	2.2	1.8	1.8		최근 3년간 평균: 2.04
평균 P/B (배)	1.8	1.4	2.1	1.9	1.6	1.4	1.6		최근 3년간 평균: 1.55
저점 P/B (배)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1	0.9	1.5		최근 3년간 평균: 1.15
ROE	3.0%	6.1%	6.7%	10.1%	5.3%	2.6%	6.5%	6.5%	지배주주순이익 기준
Target P/B (배)							1.8	1.8	최근 3년간 P/B 배수 중상단
적용 BPS (원)							12,252	12,815	12개월 Fwd. P/B 배수 적용
적정주가 (원)							21,970	22,979	21년 예상 실적 기준 P/E 32.4배, P/B 2.0배
목표주가 (원)							23,000		
전일 증가 (원)							19,300		21년 예상 실적 기준 P/E 25.0배, P/B 1.58배
상승 여력							19.2%		

자료: 서울반도체, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	648	762	829	921	매출액	1,153	1,351	1,319	1,392
현금 및 현금성자산	35	82	177	244	증가율(%)	2.0	17.2	-2.4	5.6
단기금융자산	45	54	49	59	매출원가	924	1,048	1,022	1,074
매출채권	408	459	446	460	매출총이익	229	303	297	318
재고자산	150	153	144	140	판매비와관리비	169	206	196	208
비유동자산	682	666	659	651	연구개발비	79	93	86	91
유형자산	580	567	557	547	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	39	43	45	47	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,330	1,428	1,488	1,572	영업이익	60	97	101	111
유동부채	503	542	539	551	증가율(%)	20.4	62.5	3.9	9.8
매입채무	317	356	353	365	영업이익률(%)	5.2	7.2	7.6	7.9
단기차입금	94	94	94	94	이자수익	2	3	6	7
유동성장기부채	81	81	81	81	이자비용	5	6	5	6
비유동부채	36	36	36	36	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-4	-4	-4	-4
장기차입금	28	28	28	28	세전계속사업이익	36	94	97	110
부채총계	539	578	575	587	법인세비용	7	20	19	23
자배주주지분	684	714	747	786	세전계속이익률(%)	3.1	7.0	7.4	7.9
자본금	29	29	29	29	당기순이익	29	74	78	87
자본잉여금	325	325	325	325	순이익률(%)	2.5	5.5	5.9	6.3
이익잉여금	377	413	452	496	지배주주귀속 순이익	18	45	48	53
기타자본항목	-39	-39	-39	-39	기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
비지배주주지분	107	136	166	200	총포괄이익	23	68	72	81
자본총계	791	850	913	986	지배주주귀속총포괄이익	18	45	48	53

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	90	157	198	185	주당지표(원)				
당기순이익	29	74	78	87	EPS	305	777	815	917
유형자산감가상각비	4	6	4	5	BPS	11,728	12,252	12,815	13,479
무형자산상각비	13	11	12	13	CFPS	593	1,067	1,103	1,226
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	157	157	157	157
투자활동 현금흐름	-92	-72	-66	-81	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	2	-	-	-	PER	67.5	24.9	23.7	21.1
무형자산의 처분(취득)	-6	-15	-15	-15	PBR	1.8	1.6	1.5	1.4
금융상품의 증감	-14	-9	5	-10	PCR	34.7	18.1	17.5	15.7
재무활동 현금흐름	-7	5	5	5	EV/EBITDA	17.3	10.5	9.4	8.0
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1	-	-	-	ROE	2.6	6.5	6.5	7.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	6.6	8.4	8.9	9.2
배당금지급	-10	-9	-9	-9	부채비율	68.2	68.0	62.9	59.5
현금및현금성자산의증감	-10	47	95	67	순부채비율	15.6	7.9	-2.4	-10.1
기초현금및현금성자산	44	35	82	177	매출채권회전율(x)	2.9	3.1	2.9	3.1
기말현금및현금성자산	35	82	177	244	재고자산회전율(x)	7.6	8.9	8.9	9.8

자료 : 서울반도체, 하이투자증권 리서치본부

서울반도체
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-18.7%	-7.9%
2021-02-09	Buy	25,000	1년	-22.7%	-14.4%
2021-08-06	Buy	23,000	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 기관투자자 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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2021-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.3%	6.7%	-