서울반도체(046890)

하반기를 기약하자

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	19,000 원(하향)
종가(2022/02/10)	14,600 원
상승여력	30.1 %

Stock Indicator	
자본금	29 십억원
발행주식수	5,831 만주
시가총액	851 십억원
외국인지분율	7.2%
52 주 주가	13,650~21,400 원
60 일평균거래량	696,773 주
60 일평균거래대금	10.8 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	2.5	-16.6	-30.3
상대수익률	-4.1	12.2	-1.7	-23.2

Price Trend

FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	1,153	1,301	1,308	1,374
영업이익(십억원)	60	66	68	83
순이익(십억원)	18	51	46	59
EPS(원)	305	869	785	1,014
BPS(원)	11,728	12,344	12,877	13,638
PER(배)	67.5	16.8	18.6	14.4
PBR(배)	1.8	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	2.6	7.2	6.2	7.6
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	17.3	10.9	10.0	7.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이/이차전지] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

4Q21 전방 수요 부진과 UV LED 경쟁 심화에 따른 영업손실 발생

동사 4Q21 실적은 매출액 3,133 억원(YoY: +1%, QoQ: -8%), 영업이익 -32 억원(YoY/QoQ: 적자전환)으로 지난 2014 년 이후 처음으로 분기 적자를 기록했다. 시장 기대치(매출액 3,191 억원, 영업이익 210 억원)를 크게 하회하는 수치이다. 부문별로 살펴보면 비대면 일상화로 IT(노트북, 태블릿)향 매출은 견조했다. 그러나 지난해 하반기부터 수요 둔화세가 뚜렷한 TV 향과 차량용 반도체 부족으로 생산에 차질이 발생하고 있는 자동차향 매출이 모두 감소했다. 이들은 수익성이 높은 Wicop(PKG-free 제품으로 고방열, 고광량에 적합한 기술)의 주된 수요처이다. 특히 연결 자회사인 서울바이오시스가 UV LED 시장에서 중국 후발 업체들과의 점유율 경쟁을 위해 공격적인 마케팅에 따른 단가 인하 등으로 매출이 크게 감소하면서 108 억원의 영업손실을 기록한 것이 영업이익에 큰 영향을 미쳤다.

2022 년 실적 상저하고 전망

2022 년 상반기에도 부진한 실적 흐름이 예상된다. 상대적으로 수익성이 낮은 일반 조명용 LED 수요는 점차 회복세를 보이고 있지만 계절적 비수기 영향으로 IT, LCD TV 수요 둔화세가 불가피할 전망이다. 또한 차량용 반도체 수급 문제가 당분간 이어질 것으로 전망되어 차량용 LED 출하도 불확실성이 높다. 이를 반영한 1Q22 매출액과 영업이익은 각각 3,051 억원(YoY: -2%, QoQ: -3%), 10 억원(YoY: -55%, QoQ: 흑자전환)을 기록할 것으로 추정된다. 다만 IT 성수기인 하반기에는 LCD TV 수요가 증가하는 한편, 차량용 반도체 공급 부족 상황이 다소 완화될 것으로 예측된다. 이에 따라 고부가가치 제품인 Wicop 을 중심으로 한 수익성 개선을 기대할 수 있다. 2021 년 실적은 매출액 1.3 조원(YoY: +1%), 영업이익 682 억원(YoY: +3%)을 기록할 전망이다.

매수 투자의견 유지하나 목표주가 19,000 원으로 하향 조정

동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 목표주가는 19,000 원으로 하향한다. 목표주가는 2022 년 예상 BPS 12,877 원에 최근 3 년간 평균 P/B 1.4 배를 Target multiple 로 적용해 산출했다. 당분간 단계적 일상회복으로 코로나 사태가 점차 정상화되면서 비대면 IT 수요가 다소 둔화될 가능성이 존재한다. 다만 향후 Mini-LED, Micro LED 등 차세대 디스플레이 기술 발전으로 IT 기기당 LED 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. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 19.0 배이다. 동종 업종 내 가장 앞선 기술력을 가진 1st Tier 업체이나 중국 업체들과의 시장 경쟁이 일부 발생하고 있다는 점을 감안시 Valuation 매력도는 높지 않다고 판단된다. 따라서 중장기적인 관점에서 접근할 것을 권고한다.

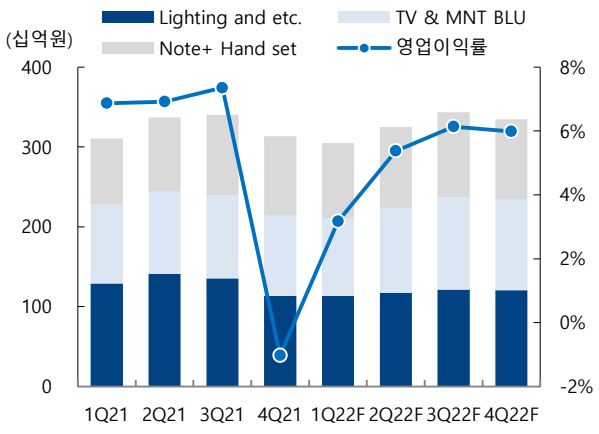
표 1. 서울반도체 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
매출액	310	337	340	313	305	325	343	335	1,153	1,301	1,308
Lighting and etc.	129	141	135	114	114	118	121	121	583	570	591
TV & MNT BLU	99	104	104	100	97	106	115	114	353	407	399
Note+ Hand set	82	92	101	99	95	102	107	100	217	324	318
YoY	28%	26%	3%	1%	-2%	-4%	1%	7%	2%	13%	1%
QoQ	0%	9%	1%	-8%	-3%	7%	6%	-3%	-	-	-
매출원가	240	261	266	268	248	257	271	262	924	1,035	1,038
매출원가율	77%	77%	78%	86%	81%	79%	79%	78%	80%	80%	79%
매출총이익	71	76	74	45	57	68	72	72	229	266	270
매출총이익률	23%	23%	22%	14%	19%	21%	21%	22%	20%	20%	21%
판매비 및 관리비	50	53	49	49	48	51	51	52	169	199	202
판관비율	16%	16%	14%	16%	16%	16%	15%	16%	15%	15%	15%
영업이익	21	23	25	-3	10	17	21	20	60	66	68
영업이익률	7%	7%	7%	-1%	3%	5%	6%	6%	5%	5%	5%
YoY	256%	70%	-2%	적자전환	-55%	-25%	-16%	흑자전환	20%	11%	3%
QoQ	46%	9%	7%	적자전환	흑자전환	81%	21%	-5%	-	-	-
EBITDA	40	42	44	17	29	37	39	39	140	144	144
EBITDA margin	13%	13%	13%	5%	10%	11%	11%	12%	12%	11%	11%
세전이익	31	21	34	-7	12	20	23	22	36	79	77
순이익	25	18	28	-8	9	16	19	18	29	64	62
순이익률	8%	5%	8%	-2%	3%	5%	6%	5%	3%	5%	5%
YoY	316%	110%	95%	적자지속	-25%	-3%	-28%	흑자전환	-19%	122%	-3%
QoQ	흑저잔환	-27%	54%	적자전환	흑자전환	-5%	14%	18%	-	-	-

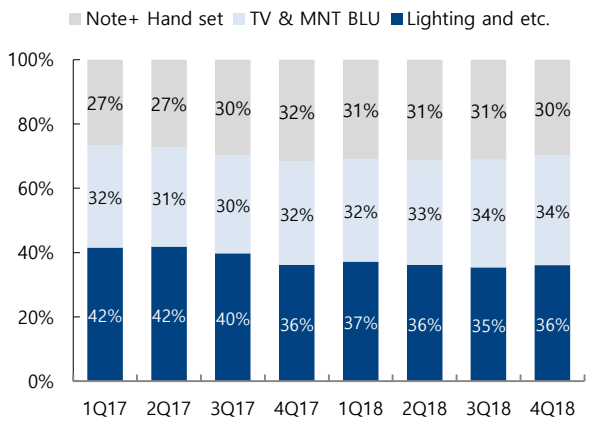
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 1. 서울반도체 부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



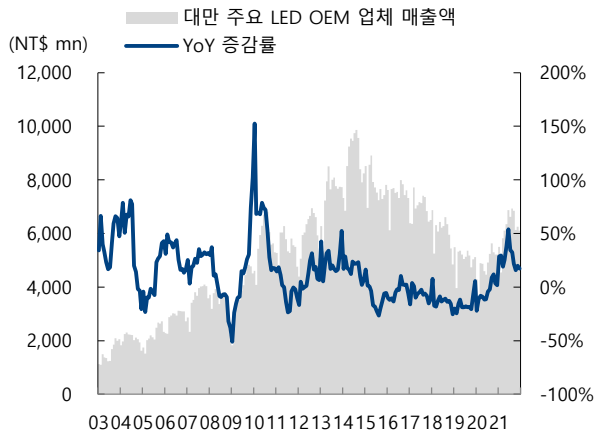
자료: 서울반도체, 하이투자증권

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: 2021 년 12 월까지 Update

그림 4. 서울반도체 주가와 대만 LED 업체 매출 YoY 증감률

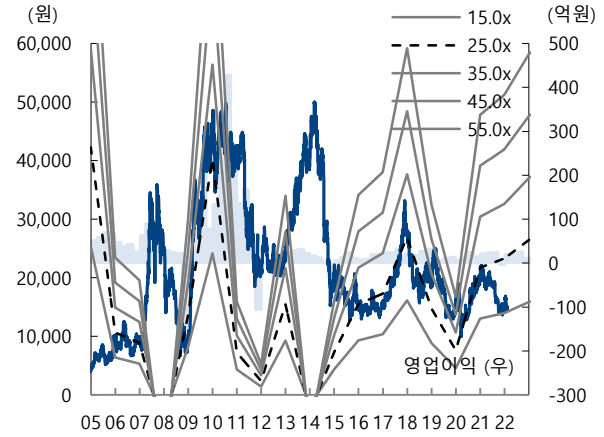
자료: 각사, 하이투자증권
주: 2021 년 6 월까지 Update

표 2. 서울반도체 목표주가 산출

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	비고
EPS (원)	291	621	692	1,077	592	305	1,193	1,237	
BPS (원)	9,852	10,344	10,196	11,122	11,339	11,728	12,669	13,653	
고점 P/E (배)	76.4	28.8	47.9	25.9	42.3	67.5	18.5		최근 3년간 평균: 44.0
평균 P/E (배)	60.0	23.9	31.0	19.1	29.8	52.3	16.5		최근 3년간 평균: 33.3
저점 P/E (배)	43.7	20.9	21.3	14.6	21.9	32.8	15.1		최근 3년간 평균: 23.2
고점 P/B (배)	2.3	1.7	3.3	2.5	2.2	1.8	1.7		최근 3년간 평균: 2.03
평균 P/B (배)	1.8	1.4	2.1	1.9	1.6	1.4	1.5		최근 3년간 평균: 1.54
저점 P/B (배)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.1	0.9	1.4		최근 3년간 평균: 1.14
ROE	3.0%	6.1%	6.7%	10.1%	5.3%	2.6%	9.8%	9.4%	지배주주순이익 기준
Target P/B (배)							1.8	1.8	최근 3년간 P/B 배수 중상단
적용 BPS (원)							12,669	13,653	12개월 Fwd. P/B 배수 적용
적정주가 (원)							22,599	24,356	21년 예상 실적 기준 P/E 19.3배, P/B 2.0배
목표주가 (원)							23,000		
전일 종가 (원)							19,300		21년 예상 실적 기준 P/E 16.2배, P/B 1.52배
상승 여력							19.2%		

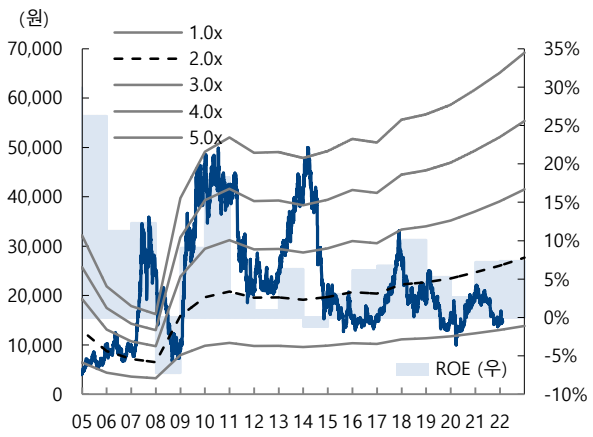
자료: 서울반도체, 하이투자증권

그림 5. 서울반도체 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 6. 서울반도체 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	648	744	804	886
현금 및 현금성자산	35	86	157	217
단기금융자산	45	54	49	59
매출채권	408	441	442	454
재고자산	150	147	143	138
비유동자산	682	664	656	647
유형자산	580	565	554	544
무형자산	39	43	45	47
자산총계	1,330	1,408	1,460	1,534
유동부채	503	531	536	547
매입채무	317	345	350	361
단기차입금	94	94	94	94
유동성장기부채	81	81	81	81
비유동부채	36	36	36	36
사채	-	-	-	-
장기차입금	28	28	28	28
부채총계	539	567	572	583
지배주주지분	684	720	751	795
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	325	325	325	325
이익잉여금	377	419	455	506
기타자본항목	-39	-39	-39	-39
비지배주주지분	107	121	137	156
자본총계	791	840	888	951

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,153	1,301	1,308	1,374
증가율(%)	2.0	12.8	0.6	5.0
매출원가	924	1,035	1,038	1,086
매출총이익	229	266	270	288
판매비와관리비	169	199	202	205
연구개발비	79	90	85	90
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	60	66	68	83
증가율(%)	20.4	11.3	2.7	21.1
영업이익률(%)	5.2	5.1	5.2	6.0
이자수익	2	3	5	6
이자비용	5	6	5	6
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-4	-4	-4
세전계속사업이익	36	79	77	95
법인세비용	7	15	14	18
세전계속이익률(%)	3.1	6.1	5.9	6.9
당기순이익	29	64	62	78
순이익률(%)	2.5	4.9	4.8	5.7
지배주주귀속 순이익	18	51	46	59
기타포괄이익	-6	-6	-6	-6
총포괄이익	23	58	56	72
지배주주귀속총포괄이익	18	51	46	59

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	90	161	174	178
당기순이익	29	64	62	78
유형자산감가상각비	4	6	5	5
무형자산상각비	13	11	12	13
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-92	-72	-66	-81
유형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-6	-15	-15	-15
금융상품의 증감	-14	-9	5	-10
재무활동 현금흐름	-7	5	5	5
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	1	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10	-9	-9	-9
현금및현금성자산의증감	-10	51	71	60
기초현금및현금성자산	44	35	86	157
기말현금및현금성자산	35	86	157	217

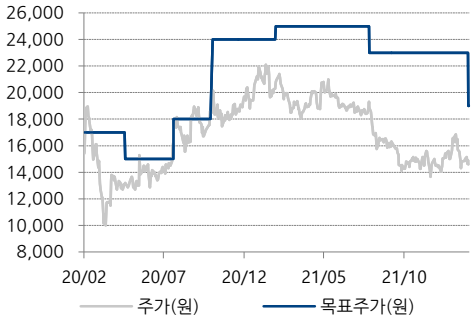
주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	305	869	785	1,014
BPS	11,728	12,344	12,877	13,638
CFPS	593	1,162	1,074	1,325
DPS	157	157	157	157
Valuation(배)				
PER	67.5	16.8	18.6	14.4
PBR	1.8	1.2	1.1	1.1
PCR	34.7	12.6	13.6	11.0
EV/EBITDA	17.3	10.9	10.0	7.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	2.6	7.2	6.2	7.6
EBITDA 이익률	6.6	6.4	6.5	7.3
부채비율	68.2	67.5	64.4	61.3
순부채비율	15.6	7.5	-0.3	-7.6
매출채권회전율(x)	2.9	3.1	3.0	3.1
재고자산회전율(x)	7.6	8.7	9.0	9.8

자료 : 서울반도체, 하이투자증권 리서치본부

서울반도체

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-33.2%	-19.3%
2022-02-11	Buy	19,000	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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 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 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 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 투자비율 등급 공시 2021-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	95.4%	4.6%	-