



# BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원(상향)

주가(9/19): 23,200원

시가총액: 13,527억원



## 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (9/19)		674.48pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,750원	13,200원
등락률	-2.3%	75.8%
수익률	절대	상대
1W	5.5%	0.6%
1M	39.3%	26.7%
1Y	57.3%	55.5%

### Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	797천주
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(17E)	0.6%
BPS(17E)	11,280원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	10,112	9,538	10,776	11,570
영업이익	456	575	1,006	1,140
EBITDA	1,607	1,707	2,119	2,209
세전이익	370	496	921	1,114
순이익	268	375	706	880
지배주주지분순이익	169	362	683	810
EPS(원)	291	621	1,171	1,389
증감률(%YoY)	N/A	113.5	88.6	18.6
PER(배)	54.0	25.1	19.8	16.7
PBR(배)	1.6	1.5	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	9.8	6.2	7.0	6.7
영업이익률(%)	4.5	6.0	9.3	9.9
ROE(%)	4.3	5.9	10.4	11.7
순부채비율(%)	20.4	17.5	12.7	-0.1

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## IT를 넘어 자동차의 시각으로



3분기 실적도 시장 기대치를 상회할 전망이다. 무엇보다 자동차 헤드램프 성과가 본격적으로 확대되는 것이 긍정적이다. 헤드램프용 LED는 성장성과 수익성 면에서 큰 기여를 할 것이고, Valuation Premium을 정당화시켜 줄 것이다. 전기차 확산 추세와도 맞물려 헤드램프의 LED 채용 속도가 빨라질 것이다. 베트남 법인의 원가 기여가 본격화되는 내년에는 새로운 경지의 실적을 보여줄 것이다.

### >>> 실적 전망과 목표주가 상향

실적 전망 상향과 함께 목표주가를 30,000원으로 재차 상향한다.

3분기 매출액은 2,777억원(QoQ 4%, YoY 13%), 영업이익은 269억원(QoQ 12%, YoY 35%)으로 시장 컨센서스(매출액 2,689억원, 245억원)를 상회할 전망이다.

- 1) 마침내 자동차 헤드램프 성과가 본격화되며 제품 Mix 개선을 이끌 것이고,
- 2) 모바일 부문은 북미 스마트폰 고객의 OLED 채택에도 불구하고, Tablet 및 노트북용 공급이 늘어나 오히려 매출이 증가할 것이다.
- 3) 제품별로는 원가 경쟁력이 우수한 Wicop 비중이 확대되면서 차별화된 수익성을 뒷받침하고 있다.

### >>>헤드램프 성과 본격화

헤드램프용 LED는 국내외 3개 차종에 본격적으로 공급하기 시작했다. 이를 계기로 OSRAM, Nichia, Lumileds, Stanley 등과 더불어 선두권 차량용 LED 업체로서 면모를 확고히 할 것이다. 헤드램프용 LED의 출력은 30~50W로서 DRL(5~7W), 인테리어 조명(0.1~0.5W)과 격차가 월등하고, 이는 곧 높은 수익성으로 반영된다.

현대차도 제네시스 G70에 LED 헤드램프를 기본 사양으로 장착하는 등 의미 있는 환경 변화가 수반되고 있다. 당사는 글로벌 전기차 업체 대상으로도 DRL을 공급하며 파트너십을 구축할 것이다.

### >>>내년 베트남 법인 도움으로 사상 최대 실적 경신

4분기는 통상적으로 IT 제품군의 재고조정 시기이지만, 자동차용 매출 비중이 확대되면서 과거와 다른 패턴이 나타날 것이다. 매출액은 2,767억원(QoQ 0%, YoY 15%), 영업이익은 263억원(QoQ -2%, YoY 28%)으로 추정치를 상향한다. 이로써 올해 사상 최대 실적에 도전할 것이고, 내년에는 자동차 성과와 베트남 법인의 도움에 힘입어 새로운 경지에 이를 것이다. 신규 베트남 법인은 올해 안정화 과정을 거치면서 비용 요인으로 작용하고 있지만, 본격 가동되는 내년부터 중저가 Middle Power LED를 중심으로 원가 구조 개선에 크게 기여할 것이다.

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>2,562</b>	<b>2,670</b>	<b>2,777</b>	<b>2,767</b>	<b>2,757</b>	<b>2,877</b>	<b>2,976</b>	<b>2,961</b>	<b>9,538</b>	<b>-5.7%</b>	<b>10,776</b>	<b>13.0%</b>	<b>11,570</b>	<b>7.4%</b>
TV	504	498	518	488	490	495	514	486	2,012	-4.9%	2,008	-0.2%	1,985	-1.2%
중대형 BLU	99	110	121	118	112	117	127	117	461	-16.0%	447	-3.0%	473	5.7%
핸드셋	560	602	610	553	561	584	593	539	1,664	-24.5%	2,325	39.7%	2,277	-2.1%
조명(자동차 포함)	1,412	1,460	1,529	1,609	1,594	1,680	1,742	1,820	5,401	3.0%	6,010	11.3%	6,836	13.7%
<b>영업이익</b>	<b>234</b>	<b>241</b>	<b>269</b>	<b>263</b>	<b>251</b>	<b>270</b>	<b>313</b>	<b>306</b>	<b>575</b>	<b>26.2%</b>	<b>1,006</b>	<b>74.8%</b>	<b>1,140</b>	<b>13.4%</b>
영업이익률	9.1%	9.0%	9.7%	9.5%	9.1%	9.4%	10.5%	10.3%	6.0%	1.5%p	9.3%	3.3%p	9.9%	0.5%p
세전이익	105	297	262	256	245	262	307	300	496	34.2%	921	85.5%	1,114	21.0%
순이익	68	214	203	198	178	191	223	218	362	113.5%	683	88.6%	810	18.6%

자료: 서울반도체, 키움증권

현대 Genesis G70 LED 헤드램프



자료: 현대차

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	18,251	글로벌 Peer그룹 평균
EBITDA	2,147	
Target EV/EBITDA	8.5	
순차입금	1,006	
적정주가가치	17,245	
수정발행주식수	57,746	
이론주가	<b>29,864</b>	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q17E	2017E	2018E	3Q17E	2017E	2018E	3Q17E	2017E	2018E
매출액	2,728	10,619	11,336	2,777	10,776	11,570	1.8%	1.5%	2.1%
영업이익	250	951	1,020	269	1,006	1,140	7.4%	5.8%	11.8%
세전이익	243	866	994	262	921	1,114	7.6%	6.3%	12.0%
순이익	188	641	723	203	683	810	7.6%	6.5%	12.0%
EPS(원)		1,099	1,240		1,171	1,389		6.5%	12.0%
영업이익률	9.2%	9.0%	9.0%	9.7%	9.3%	9.9%	0.5%	0.4%	0.9%
세전이익률	8.9%	8.2%	8.8%	9.4%	8.5%	9.6%	0.5%	0.4%	0.9%
순이익률	6.9%	6.0%	6.4%	7.3%	6.3%	7.0%	0.4%	0.3%	0.6%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,112	9,538	10,776	11,570	12,346
매출원가	7,730	7,201	7,891	8,431	8,994
매출총이익	2,382	2,337	2,885	3,139	3,352
판매비및일반관리비	1,926	1,762	1,879	1,999	2,120
영업이익(보고)	456	575	1,006	1,140	1,232
영업이익(핵심)	456	575	1,006	1,140	1,232
영업외손익	-86	-79	-85	-27	-26
이자수익	13	9	10	10	11
배당금수익	0	0	0	1	0
외환이익	491	533	346	173	86
이자비용	58	49	38	37	37
외환손실	489	535	455	173	86
관계기업지분손익	-6	-5	-1	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-17	53	0	0
금융상품평가및기타금융이익	5	2	2	0	0
기타	-44	-17	-2	0	0
법인세차감전이익	370	496	921	1,114	1,205
법인세비용	102	121	215	234	253
유효법인세율 (%)	27.6%	24.3%	23.3%	21.0%	21.0%
당기순이익	268	375	706	880	952
지배주주지분순이익(억원)	169	362	683	810	876
EBITDA	1,607	1,707	2,119	2,209	2,114
현금순이익(Cash Earnings)	1,419	1,507	1,819	1,949	1,834
수정당기순이익	263	387	664	880	952
증감율(% YoY)					
매출액	7.7	-5.7	13.0	7.4	6.7
영업이익(보고)	1,684.1	26.2	74.8	13.4	8.0
영업이익(핵심)	1,684.1	26.2	74.8	13.4	8.0
EBITDA	49.1	6.2	24.1	4.3	-4.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	113.5	88.6	18.6	8.2
EPS	N/A	113.5	88.6	18.6	8.2
수정순이익	4,301.7	47.3	71.6	32.5	8.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,003	5,037	5,801	7,009	7,852
현금및현금성자산	413	324	455	1,342	1,805
유동금융자산	642	288	330	353	377
매출채권및유동채권	2,878	3,340	3,826	4,094	4,369
채고자산	1,070	1,085	1,190	1,221	1,302
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,358	5,869	6,016	5,841	5,811
장기매출채권및기타비유동채권	168	170	195	209	223
투자자산	152	281	262	279	297
유형자산	5,479	4,801	4,905	4,809	4,827
무형자산	442	489	508	387	297
기타비유동자산	117	127	146	156	166
자산총계	11,360	10,906	11,816	12,850	13,663
유동부채	4,058	3,962	4,322	4,532	4,747
매입채무및기타유동채무	2,394	2,225	2,550	2,728	2,911
단기차입금	904	1,046	1,079	1,079	1,079
유동성장기차입금	409	298	244	244	244
기타유동부채	351	392	449	481	513
비유동부채	1,053	425	379	380	382
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,017	409	362	362	362
기타비유동부채	35	16	17	18	20
부채총계	5,110	4,387	4,701	4,913	5,129
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,309	2,627	3,263	4,020	4,567
기타자본	-453	-485	-575	-575	-575
지배주주지분자본총계	5,744	6,031	6,577	7,333	7,880
비지배주주지분자본총계	506	488	538	604	653
자본총계	6,250	6,519	7,115	7,937	8,534
순차입금	1,275	1,141	900	-10	-496
총차입금	2,330	1,753	1,685	1,685	1,685

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,683	947	2,080	1,846	1,679
당기순이익	268	375	706	880	952
감가상각비	994	990	961	949	792
무형자산상각비	157	141	152	120	90
외환손익	7	-36	110	0	0
자산처분손익	7	20	-53	0	0
지분법손익	4	5	1	0	0
영업활동자산부채 증감	1,279	-652	-235	-102	-155
기타	-34	104	438	-1	-1
투자활동현금흐름	-678	-332	-938	-903	-861
투자자산의 처분	277	239	-24	-40	-41
유형자산의 처분	10	35	0	0	0
유형자산의 취득	-867	-454	-948	-853	-811
무형자산의 처분	-97	-152	0	0	0
기타	0	0	34	-10	-10
재무활동현금흐름	-1,835	-700	-1,012	-56	-354
단기차입금의 증가	0	0	34	0	0
장기차입금의 증가	-1,187	-630	-1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-65	-47	-57	-356
기타	-648	-5	2	1	1
현금및현금성자산의순증가	160	-88	130	887	463
기초현금및현금성자산	253	413	324	455	1,342
기말현금및현금성자산	413	324	455	1,342	1,805
Gross Cash Flow	1,403	1,600	2,315	1,948	1,834
Op Free Cash Flow	1,796	308	702	1,014	890

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	291	621	1,171	1,389	1,502
BPS	9,852	10,344	11,280	12,577	13,516
주당EBITDA	2,756	2,928	3,634	3,789	3,626
CFPS	2,433	2,585	3,120	3,343	3,146
DPS	75	81	100	120	620
주가배수(배)					
PER	54.0	25.1	19.8	16.7	15.4
PBR	1.6	1.5	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.8	6.2	7.0	6.7	6.7
PCFR	6.5	6.0	7.4	6.9	7.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	6.0	9.3	9.9	10.0
영업이익률(핵심)	4.5	6.0	9.3	9.9	10.0
EBITDA margin	15.9	17.9	19.7	19.1	17.1
순이익률	2.6	3.9	6.6	7.6	7.7
자기자본이익률(ROE)	4.3	5.9	10.4	11.7	11.6
투자자본이익률(ROIC)	4.3	6.0	10.4	12.0	12.9
안정성(%)					
부채비율	81.8	67.3	66.1	61.9	60.1
순차입금비율	20.4	17.5	12.7	-0.1	-5.8
이자보상배율(배)	7.8	11.8	26.4	30.4	32.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.1	3.0	2.9	2.9
채고자산회전율	8.6	8.9	9.5	9.6	9.8
매입채무회전율	5.3	4.1	4.5	4.4	4.4

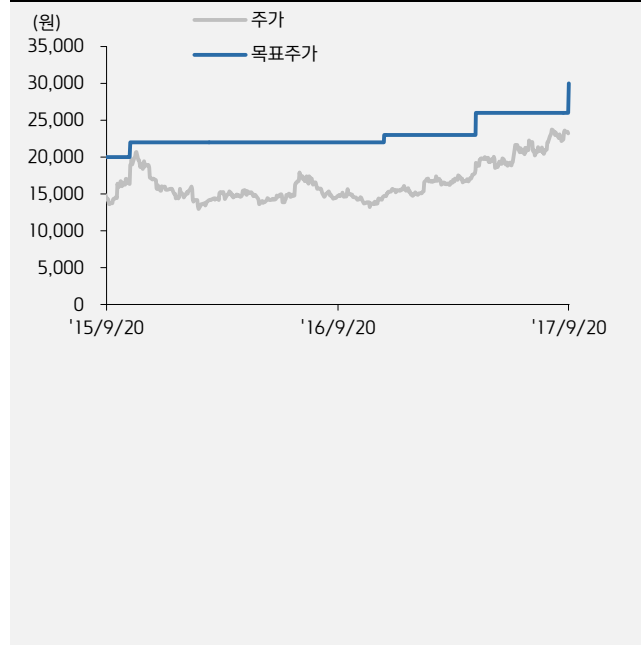
Compliance Notice

- 당사는 9월 19일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2015/02/11	Outperform (Maintain)	20,000원	6개월	-21.82	-5.91
	2015/10/27	BUY(Upgrade)	22,000원	6개월	-23.65	-5.91
	2016/01/14	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-27.64	-5.91
	2016/02/03	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-28.58	-5.91
	2016/03/21	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-33.91	-26.36
	2016/04/26	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.98	-18.64
	2016/07/15	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-30.69	-18.64
	2016/08/01	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-30.74	-18.64
	2016/08/31	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.16	-18.64
	2016/09/08	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.41	-18.64
	2016/10/11	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-36.70	-33.18
	2016/10/31	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-33.16	-30.00
	2016/12/02	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.52	-30.00
	2017/01/04	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-31.04	-24.35
	2017/02/02	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-29.69	-20.65
	2017/03/21	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-25.41	-22.88
	2017/04/26	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.55	-22.88
	2017/06/02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-23.10	-14.42
	2017/06/20	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-20.10	-8.65
	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-21.82	-5.91
2017/09/20	BUY(Maintain)	30,000원	6개월			

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%