



# BUY(Maintain)

목표주가: 34,000원  
주가(12/26): 28,300원  
시가총액: 16,500억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (12/26)		762.21pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,150원	14,750원
등락률	-14.6%	91.9%
수익률	절대	상대
1W	-12.8%	-9.3%
1M	34.4%	17.9%
1Y	83.2%	47.8%

### Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	687천주
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(17E)	1.6%
BPS(17E)	11,028원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	10,112	9,538	11,086	12,493
영업이익	456	575	1,014	1,255
EBITDA	1,607	1,707	2,138	2,404
세전이익	370	496	933	1,226
순이익	268	375	694	968
지배주주지분순이익	169	362	586	872
EPS(원)	291	621	1,005	1,495
증감률(%YoY)	N/A	113.5	61.9	48.7
PER(배)	54.0	25.1	28.2	18.9
PBR(배)	1.6	1.5	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	9.8	6.2	9.8	8.0
영업이익률(%)	4.5	6.0	9.1	10.0
ROE(%)	4.3	5.9	10.2	13.0
순부채비율(%)	20.4	17.5	18.8	11.6

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## LED 강자 입증한 한 해



2017년은 매출 성장률과 수익성 면에서 기대 이상의 성과를 달성함으로써 차별적인 제품 경쟁력을 입증했다. 2018년이 더 좋아질 수 있는 근거로서 헤드램프 성과가 본격적으로 확대되고, 베트남 공장이 특히 일반 조명의 원가 경쟁력을 높여줄 것이다. 일반 조명은 Acrich, 필라멘트 LED, SunLike 등 고부가 제품군 비중이 늘어날 것이다. 다만, 4분기는 일시적 Mix 악화와 환율 영향을 염두에 두어야 할 듯 싶다.

### >>> 2018년 최고 실적 행진 전망

2018년에는 두 자리 수 매출 성장과 두 자리 수 영업이익률을 달성하며 역대 최고 실적을 경신할 전망이다. 영업이익은 24%(YoY) 증가한 1,255억원으로 추정된다.

관련 포인트로서 1) 자동차 조명의 헤드램프 진입 성과가 유럽, 중국 고객으로 확대되며 질적 개선을 이끌고, 2) 신규 베트남 공장의 본격 가동과 더불어 향상된 원가 경쟁력을 바탕으로 일반 조명 부문의 성장률이 확대될 것이다. 3) 모바일 부문은 북미 고객의 OLED 전환 영향에도 불구하고, 중국향 고객 다변화, 고부가 UCD 제품 공급 확대, Tablet PC 수요 회복에 힘입어 매출 성장세를 이어갈 것이다.

### >>> 조명은 차별화 제품군 비중 확대

일반 조명은 Acrich, 필라멘트 LED, SunLike 등 차별화 제품군의 비중이 추세적으로 늘어날 것이다. 자연광에 가까워 건강하고 깨끗한 빛을 표방하는 SunLike 제품은 최근 유럽 조명 업체들 대상으로 납품이 시작돼 1분기부터 실적 기여가 본격화될 예정이다.

자동차 헤드램프는 Wicop에 이어 nPola의 적용을 추진하고 있다. 헤드램프에 있어서 LED는 소형화, 저전력 이외에도 가시거리 확대, 지능형 매트릭스 구조 등의 강점을 가진다.

### >>> 4분기는 일시적 제품 Mix 악화, 환율 영향 불가피

4분기 매출액은 2,809억원(QoQ -8%, YoY 16%), 영업이익은 233억원(QoQ -24%, YoY 14%)으로 예상되며, 기존 추정치 대비 소폭 하향 조정했다.

고부가인 모바일 부문의 계절적 재고조정과 함께 TV 부문의 매출이 확대되는 과정에서 일시적으로 제품 Mix가 악화될 것이고, 부정적인 환율 여건의 영향이 불가피할 것이다. TV 부문은 Wicop을 앞세워 꾸준히 점유율을 높여가고 있고, 중국 신규 고객 효과가 더해질 것이다.

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>2,562</b>	<b>2,670</b>	<b>3,045</b>	<b>2,809</b>	<b>2,816</b>	<b>3,043</b>	<b>3,399</b>	<b>3,234</b>	<b>9,538</b>	<b>-5.7%</b>	<b>11,086</b>	16.2%	<b>12,493</b>	12.7%
TV	504	498	550	553	499	514	563	567	2,012	-4.9%	2,105	4.6%	2,142	1.8%
중대형 BLU	99	110	144	115	112	117	150	124	461	-16.0%	469	1.7%	503	7.2%
모바일	560	602	828	623	626	653	828	631	1,664	-24.5%	2,613	57.0%	2,738	4.8%
조명(자동차 포함)	1,412	1,460	1,523	1,517	1,579	1,759	1,859	1,913	5,401	3.0%	5,912	9.5%	7,110	20.3%
<b>영업이익</b>	<b>234</b>	<b>241</b>	<b>306</b>	<b>233</b>	<b>257</b>	<b>290</b>	<b>367</b>	<b>341</b>	<b>575</b>	<b>26.2%</b>	<b>1,014</b>	76.2%	<b>1,255</b>	23.8%
영업이익률	9.1%	9.0%	10.1%	8.3%	9.1%	9.5%	10.8%	10.5%	6.0%	1.5%p	9.1%	3.1%p	10.0%	0.9%p
세전이익	105	297	304	226	250	282	360	335	496	34.2%	933	87.9%	1,226	31.4%
순이익	68	214	179	125	177	200	256	238	362	113.5%	586	61.9%	872	48.7%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	2,879	11,155	11,993	2,809	11,086	12,493	-2.4%	-0.6%	4.2%
영업이익	270	1,051	1,197	233	1,014	1,255	-13.8%	-3.6%	4.9%
세전이익	264	971	1,171	226	933	1,226	-14.4%	-3.9%	4.7%
순이익	188	642	832	125	586	872	-33.4%	-8.8%	4.7%
EPS(원)		1,102	1,428		1,005	1,495		-8.8%	4.7%
영업이익률	9.4%	9.4%	10.0%	8.3%	9.1%	10.0%	-1.1%	-0.3%	0.1%
세전이익률	9.2%	8.7%	9.8%	8.1%	8.4%	9.8%	-1.1%	-0.3%	0.1%
순이익률	6.5%	5.8%	6.9%	4.5%	5.3%	7.0%	-2.1%	-0.5%	0.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,112	9,538	11,086	12,493	13,330
매출원가	7,730	7,201	8,183	9,167	9,778
매출총이익	2,382	2,337	2,903	3,326	3,552
판매비및일반관리비	1,926	1,762	1,889	2,071	2,197
영업이익(보고)	456	575	1,014	1,255	1,355
영업이익(핵심)	456	575	1,014	1,255	1,355
영업외손익	-86	-79	-81	-29	-28
이자수익	13	9	12	14	15
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	491	533	362	181	91
이자비용	58	49	41	43	43
외환손실	489	535	468	181	91
관계기업지분손익	-6	-5	-3	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-17	52	0	0
금융상품평가및기타금융이익	5	2	1	0	0
기타	-44	-17	3	0	0
법인세차감전이익	370	496	933	1,226	1,327
법인세비용	102	121	238	257	279
유효법인세율 (%)	27.6%	24.3%	25.6%	21.0%	21.0%
당기순이익	268	375	694	968	1,048
지배주주지분순이익(억원)	169	362	586	872	943
EBITDA	1,607	1,707	2,138	2,404	2,309
현금순이익(Cash Earnings)	1,419	1,507	1,818	2,117	2,002
수정당기순이익	263	387	655	968	1,048
증감율(% YoY)					
매출액	7.7	-5.7	16.2	12.7	6.7
영업이익(보고)	1,684.1	26.2	76.2	23.8	8.0
영업이익(핵심)	1,684.1	26.2	76.2	23.8	8.0
EBITDA	49.1	6.2	25.2	12.5	-3.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	113.5	61.9	48.7	8.2
EPS	N/A	113.5	61.9	48.7	8.2
수정순이익	4,301.7	47.3	69.1	47.9	8.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,003	5,037	5,698	6,821	7,392
현금및현금성자산	413	324	271	630	786
유동금융자산	642	288	335	386	411
매출채권및유동채권	2,878	3,340	3,884	4,472	4,772
채고자산	1,070	1,085	1,208	1,333	1,423
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,358	5,869	6,350	6,514	6,769
장기매출채권및기타비유동채권	168	170	198	228	243
투자자산	152	281	267	303	322
유형자산	5,479	4,801	5,171	5,382	5,692
무형자산	442	489	566	431	330
기타비유동자산	117	127	148	170	182
자산총계	11,360	10,906	12,048	13,335	14,161
유동부채	4,058	3,962	3,971	4,432	4,667
매입채무및기타유동채무	2,394	2,225	2,588	2,980	3,180
단기차입금	904	1,046	692	692	692
유동성장기차입금	409	298	234	234	234
기타유동부채	351	392	456	525	560
비유동부채	1,053	425	1,022	1,024	1,025
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,017	409	1,005	1,005	1,005
기타비유동부채	35	16	17	19	20
부채총계	5,110	4,387	4,993	5,455	5,692
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,309	2,627	3,166	3,907	4,433
기타자본	-453	-485	-625	-625	-625
지배주주지분자본총계	5,744	6,031	6,430	7,171	7,696
비지배주주지분자본총계	506	488	625	709	772
자본총계	6,250	6,519	7,055	7,880	8,469
순차입금	1,275	1,141	1,325	915	734
총차입금	2,330	1,753	1,931	1,931	1,931

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,683	947	2,708	1,835	1,833
당기순이익	268	375	694	968	1,048
감가상각비	994	990	970	1,014	853
무형자산상각비	157	141	154	135	101
외환손익	7	-36	106	0	0
자산처분손익	7	20	-52	0	0
지분법손익	4	5	3	0	0
영업활동자산부채 증감	1,279	-652	-268	-283	-169
기타	-34	104	1,102	0	0
투자활동현금흐름	-678	-332	-1,363	-1,334	-1,219
투자자산의 처분	277	239	-32	-87	-44
유형자산의 처분	10	35	0	0	0
유형자산의 취득	-867	-454	-1,361	-1,225	-1,164
무형자산의 처분	-97	-152	0	0	0
기타	0	0	30	-22	-11
재무활동현금흐름	-1,835	-700	-1,399	-142	-458
단기차입금의 증가	0	0	-354	0	0
장기차입금의 증가	-1,187	-630	-1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-65	-47	-143	-459
기타	-648	-5	2	2	1
현금및현금성자산의순증가	160	-88	-53	359	156
기초현금및현금성자산	253	413	324	271	630
기말현금및현금성자산	413	324	271	630	786
Gross Cash Flow	1,403	1,600	2,977	2,117	2,002
Op Free Cash Flow	1,796	308	249	633	692

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	291	621	1,005	1,495	1,618
BPS	9,852	10,344	11,028	12,299	13,200
주당EBITDA	2,756	2,928	3,666	4,123	3,960
CFPS	2,433	2,585	3,118	3,632	3,434
DPS	75	81	250	300	350
주가배수(배)					
PER	54.0	25.1	28.2	18.9	17.5
PBR	1.6	1.5	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	9.8	6.2	9.8	8.0	8.3
PCFR	6.5	6.0	9.1	7.8	8.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	6.0	9.1	10.0	10.2
영업이익률(핵심)	4.5	6.0	9.1	10.0	10.2
EBITDA margin	15.9	17.9	19.3	19.2	17.3
순이익률	2.6	3.9	6.3	7.8	7.9
자기자본이익률(ROE)	4.3	5.9	10.2	13.0	12.8
투자자본이익률(ROIC)	4.3	6.0	9.9	12.2	12.6
안정성(%)					
부채비율	81.8	67.3	70.8	69.2	67.2
순차입금비율	20.4	17.5	18.8	11.6	8.7
이자보상배율(배)	7.8	11.8	24.8	29.2	31.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.1	3.1	3.0	2.9
채고자산회전율	8.6	8.9	9.7	9.8	9.7
매입채무회전율	5.3	4.1	4.6	4.5	4.3

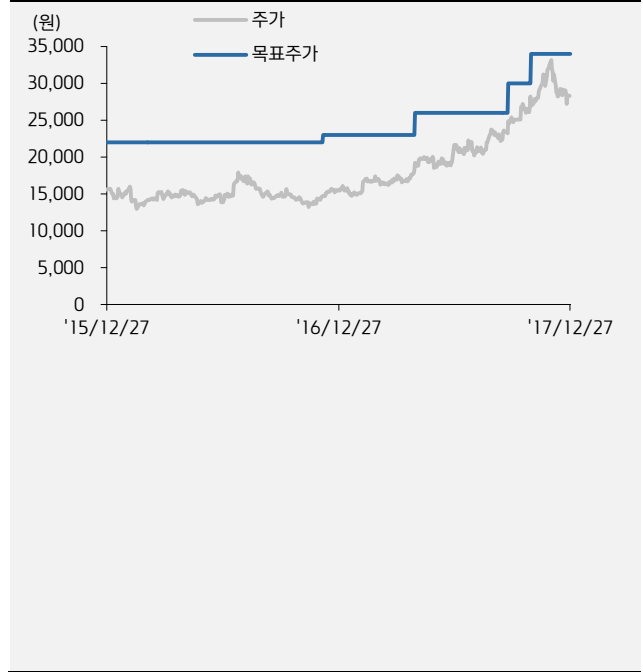
Compliance Notice

- 당사는 12월 26일 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2015/10/27	BUY(Upgrade)	22,000원	6개월	-21.82	-5.91
	2016/01/14	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-23.65	-5.91
	2016/02/03	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-27.64	-5.91
	2016/03/21	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-28.58	-5.91
	2016/04/26	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-33.91	-26.36
	2016/07/15	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.98	-18.64
	2016/08/01	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-30.69	-18.64
	2016/08/31	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-30.74	-18.64
	2016/09/08	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.16	-18.64
	2016/10/11	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.41	-18.64
	2016/10/31	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-36.70	-33.18
	2016/12/02	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.16	-30.00
	2017/01/04	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.52	-30.00
	2017/02/02	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-31.04	-24.35
	2017/03/21	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-29.69	-20.65
	2017/04/26	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.41	-22.88
	2017/06/02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.55	-22.88
	2017/06/20	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-23.10	-14.42
	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-20.10	-8.65
	2017/09/20	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-14.15	-6.00
2017/10/26	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-20.17	-19.26	
2017/11/01	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-13.59	-2.50	
2017/12/27	BUY(Maintain)	34,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	적용기준(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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%