



BUY(Maintain)

목표주가: 34,000원
주가(1/30): 26,700원
시가총액: 15,568억원

전기전자/가전

Analyst 김지산
02) 3787-4862
jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/30)		920.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,150원	15,200원
등락률	-19.5%	75.7%
수익률	절대	상대
1W	-4.1%	-16.9%
1M	32.2%	-6.3%
1Y	76.8%	18.4%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	708천주
외국인 지분율	17.2%
배당수익률(17E)	1.2%
BPS(17E)	10,823원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	10,112	9,538	11,104	12,490
영업이익	456	575	981	1,216
EBITDA	1,607	1,707	2,105	2,365
세전이익	370	496	706	1,187
순이익	268	375	519	938
지배주주지분순이익	169	362	466	844
EPS(원)	291	621	800	1,448
증감률(%YoY)	N/A	113.5	28.9	81.0
PER(배)	54.0	25.1	33.4	18.4
PBR(배)	1.6	1.5	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	9.8	6.2	9.0	7.8
영업이익률(%)	4.5	6.0	8.8	9.7
ROE(%)	4.3	5.9	7.7	12.9
순부채비율(%)	20.4	17.5	22.1	14.0

Price Trend



서울반도체 (046890)

성장 키워드는 헤드램프와 베트남



우려대로 환율 여건이 4분기 실적의 발목을 잡았다. 저부가인 일반 조명과 TV 비중이 확대되며 일시적으로 제품 Mix가 악화되기도 했다. 반면에 매출액은 큰 폭의 성장세를 이어갔고, 국내 모바일 고객향 Flash에 재진입한 것은 긍정적인 성과다. 올해도 양호한 성장세를 이어갈 것이다. 헤드램프가 수익성 개선을 이끌고, 베트남 공장은 원가 경쟁력 향상을 통해 일반 조명의 공격적 행보를 가능하게 할 것이다.

>>> 4분기 수익성 부진, 제품 Mix 악화, 환율 영향

4분기 영업이익은 200억원(QoQ -35%, YoY -2%)으로 시장 예상치(260억원)를 하회하며 부진했다. 일반 조명과 TV 부문 매출이 확대된 대신, 고부가인 자동차 및 모바일 부문 비중이 축소되면서 일시적으로 제품 Mix가 악화됐고, 부정적인 환율 영향이 더해졌다. 영업외적으로는 대규모 외환관련손실이 발생해 세전이익이 소폭 적자 전환했다.

다만, 매출액은 2,827억원(QoQ -7%, YoY 17%)으로 업계 평균을 크게 상회하는 고성장세가 이어졌는데, 북미 스마트폰 고객의 단계적인 OLED 전환 전략에도 불구하고, 자동차 조명이 성장을 이끌고 있으며, 모바일 부문은 Application 및 고객 다변화 성과가 더해지고 있다. TV 부문은 Wicop을 앞세워 점유율을 높여가고 있다.

4분기에 국내 주요 모바일 고객 대상으로 Flash 분야에 재진입하고, Wicop이 모바일에도 채택되기 시작한 것은 긍정적 의미가 크다.

>>> 자동차 조명과 베트남 법인이 성장 이끌 것

올해 매출액은 1조 2,490억원(YoY 12%), 영업이익은 1,216억원(YoY 24%)을 기록할 전망이다. 부정적 환율 여건을 감안해 이익률 전망치를 소폭 하향했다.

사상 최대 실적의 근거로서 1) 국내외로 헤드램프 채용 차종이 2배로 늘어나 수익성 개선을 뒷받침하고, 2) 신규 베트남 공장의 본격 가동을 계기로 일반 조명의 성장세가 확대되며, 3) 모바일 부문은 UCD, Flash, Wicop 제품 비중이 증가하고, 4) 신규로 스텝 구동 방식 Driver 시장에 진출할 계획이다.

베트남 공장의 원가 개선 효과는 2분기 말부터 확연하게 나타날 것이고, 일반 조명은 Acrich, 필라멘트 LED, SunLike 등 차별화 제품군의 성과가 기대된다.

1분기 매출액은 2,816억원(QoQ 0%, YoY 10%), 영업이익은 229억원(QoQ 14%, YoY -2%)으로 추정된다. 유럽 조명 업체들 대상으로 SunLike 조명 매출이 본격적으로 발생하고, 자동차 헤드램프 매출이 증가하며, 국내 대형 TV 고객 내 입지가 강화되는 점을 주목할 필요가 있다.

서울반도체 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,415	2,562	2,670	3,045	2,827	-7.1%	17.1%	2,809	0.7%
영업이익	205	234	241	306	200	-34.7%	-2.5%	233	-14.1%
영업이익률	8.5%	9.1%	9.0%	10.1%	7.1%	-3.0%p	-1.4%p	8.3%	-1.2%p
세전이익	256	105	297	304	0	적전	적전	226	-100.0%
순이익	176	68	214	179	6	-96.9%	-96.9%	125	-95.6%
순이익률	7.3%	2.6%	8.0%	5.9%	0.2%	-5.7%p	-7.1%p	4.5%	-4.3%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	YoY	2017P	YoY	2018E	YoY
매출액	2,562	2,670	3,045	2,827	2,816	3,046	3,399	3,228	9,538	-5.7%	11,104	16.4%	12,490	12.5%
TV	504	498	550	553	499	517	563	567	2,012	-4.9%	2,105	4.6%	2,145	1.9%
중대형 BLU	99	110	144	109	112	117	150	117	461	-16.0%	462	0.3%	497	7.4%
모바일	560	602	828	542	626	653	828	631	1,664	-24.5%	2,532	52.1%	2,738	8.2%
조명(자동차 포함)	1,412	1,460	1,523	1,623	1,579	1,759	1,859	1,913	5,401	3.0%	6,018	11.4%	7,110	18.1%
영업이익	234	241	306	200	229	284	364	340	575	26.2%	981	70.5%	1,216	24.0%
영업이익률	9.1%	9.0%	10.1%	7.1%	8.1%	9.3%	10.7%	10.5%	6.0%	1.5%p	8.8%	2.8%p	9.7%	0.9%p
세전이익	105	297	304	(0)	221	276	356	334	496	34.2%	706	42.3%	1,187	68.1%
순이익	68	214	179	6	157	196	253	237	362	113.5%	466	28.9%	844	81.0%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q18E	2017P	2018E	1Q18E	2017P	2018E	1Q18E	2017P	2018E
매출액	2,816	11,086	12,493	2,816	11,104	12,490	0.0%	0.2%	0.0%
영업이익	257	1,014	1,255	229	981	1,216	-11.0%	-3.2%	-3.1%
세전이익	250	933	1,226	221	706	1,187	-11.3%	-24.3%	-3.1%
순이익	177	586	872	157	466	844	-11.3%	-20.4%	-3.1%
EPS(원)		1,005	1,495		800	1,448		-20.4%	-3.1%
영업이익률	9.1%	9.1%	10.0%	8.1%	8.8%	9.7%	-1.0%	-0.3%	-0.3%
세전이익률	8.9%	8.4%	9.8%	7.9%	6.4%	9.5%	-1.0%	-2.1%	-0.3%
순이익률	6.3%	5.3%	7.0%	5.6%	4.2%	6.8%	-0.7%	-1.1%	-0.2%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	10,112	9,538	11,104	12,490	13,326
매출원가	7,730	7,201	8,231	9,203	9,817
매출총이익	2,382	2,337	2,873	3,287	3,510
판매비및일반관리비	1,926	1,762	1,893	2,071	2,196
영업이익(보고)	456	575	981	1,216	1,314
영업이익(핵심)	456	575	981	1,216	1,314
영업외손익	-86	-79	-274	-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
관계기업지분법손익	-6	-5	-3	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-17	52	0	0
금융상품평가및기타금융이익	5	2	1	0	0
기타	-44	-17	-190	0	0
법인세차감전이익	370	496	706	1,187	1,286
법인세비용	102	121	187	249	270
유효법인세율 (%)	27.6%	24.3%	26.5%	21.0%	21.0%
당기순이익	268	375	519	938	1,016
지배주주지분순이익(억원)	169	362	466	844	914
EBITDA	1,607	1,707	2,105	2,365	2,268
현금순이익(Cash Earnings)	1,419	1,507	1,643	2,087	1,970
수정당기순이익	263	387	480	938	1,016
증감율(% YoY)					
매출액	7.7	-5.7	16.4	12.5	6.7
영업이익(보고)	1,684.1	26.2	70.5	24.0	8.0
영업이익(핵심)	1,684.1	26.2	70.5	24.0	8.0
EBITDA	49.1	6.2	23.3	12.4	-4.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	113.5	28.9	81.0	8.3
EPS	N/A	113.5	28.9	81.0	8.3
수정순이익	4,301.7	47.3	24.0	95.3	8.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	5,003	5,037	5,539	6,649	7,215
현금및현금성자산	413	324	77	470	622
유동금융자산	642	288	337	385	411
매출채권및유동채권	2,878	3,340	3,910	4,463	4,762
채고자산	1,070	1,085	1,216	1,331	1,420
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,358	5,869	6,353	6,513	6,767
장기매출채권및기타비유동채권	168	170	199	228	243
투자자산	152	281	269	303	321
유형자산	5,479	4,801	5,171	5,382	5,692
무형자산	442	489	566	431	330
기타비유동자산	117	127	149	170	181
자산총계	11,360	10,906	11,893	13,161	13,982
유동부채	4,058	3,962	3,991	4,425	4,659
매입채무및기타유동채무	2,394	2,225	2,605	2,974	3,174
단기차입금	904	1,046	692	692	692
유동성장기차입금	409	298	234	234	234
기타유동부채	351	392	459	524	559
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	5,013	5,449	5,684
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,309	2,627	3,047	3,795	4,315
기타자본	-453	-485	-625	-625	-625
지배주주지분자본총계	5,744	6,031	6,310	7,058	7,579
비지배주주지분자본총계	506	488	569	654	719
자본총계	6,250	6,519	6,880	7,713	8,298
순차입금	1,275	1,141	1,517	1,077	898
총차입금	2,330	1,753	1,931	1,931	1,931

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,683	947	2,519	1,824	1,801
당기순이익	268	375	519	938	1,016
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	-283	-263	-169
기타	-34	104	1,102	0	0
투자활동현금흐름	-678	-332	-1,367	-1,328	-1,219
투자자산의 처분	277	239	-36	-82	-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	29	-21	-11
재무활동현금흐름	-1,835	-700	-1,399	-103	-429
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	-105	-430
기타	-648	-5	2	2	1
현금및현금성자산의순증가	160	-88	-247	393	153
기초현금및현금성자산	253	413	324	77	470
기말현금및현금성자산	413	324	77	470	622
Gross Cash Flow	1,403	1,600	2,802	2,087	1,970
Op Free Cash Flow	1,796	308	201	622	659

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	291	621	800	1,448	1,568
BPS	9,852	10,344	10,823	12,106	12,998
주당EBITDA	2,756	2,928	3,610	4,057	3,890
CFPS	2,433	2,585	2,818	3,579	3,379
DPS	75	81	183	250	300
주가배수(배)					
PER	54.0	25.1	33.4	18.4	17.0
PBR	1.6	1.5	2.5	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.8	6.2	9.0	7.8	8.0
PCFR	6.5	6.0	9.5	7.5	7.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	6.0	8.8	9.7	9.9
영업이익률(핵심)	4.5	6.0	8.8	9.7	9.9
EBITDA margin	15.9	17.9	19.0	18.9	17.0
순이익률	2.6	3.9	4.7	7.5	7.6
자기자본이익률(ROE)	4.3	5.9	7.7	12.9	12.7
투자자본이익률(ROIC)	4.3	6.0	9.5	11.8	12.2
안정성(%)					
부채비율	81.8	67.3	72.9	70.6	68.5
순차입금비율	20.4	17.5	22.1	14.0	10.8
이자보상배율(배)	7.8	11.8	24.0	28.3	30.5
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

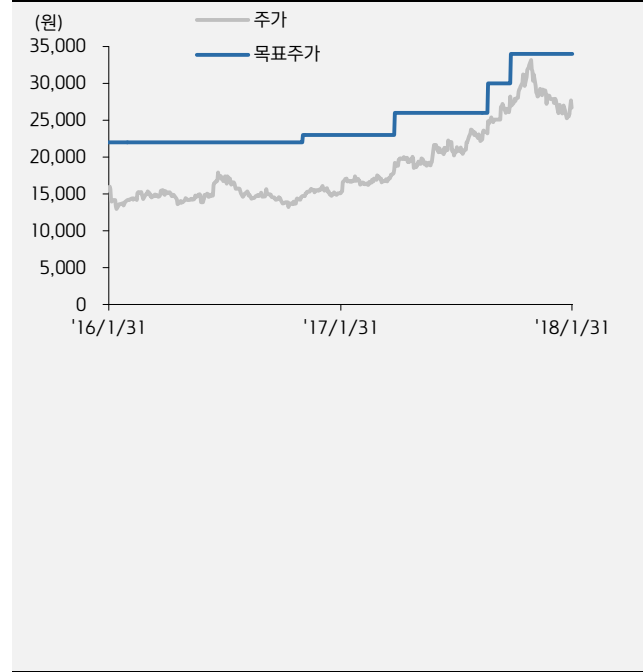
Compliance Notice

- 당사는 1월 30일 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-16.36	-2.50	
2018/01/31	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%