



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원(하향)

주가(4/19): 19,450원

시가총액: 11,340억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com



Stock Data

KOSDAQ (4/19)	최고가	최저가
52주 주가동향	33,150원	17,600원
최고/최저가 대비	-41.3%	10.5%
등락률	절대	상대
수익률		
1W	-14.5%	-14.7%
1M	-25.8%	-43.9%
1Y	12.8%	-18.8%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	751천주
외국인 지분율	9.2%
배당수익률(17E)	0.7%
BPS(17E)	11,201원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,538	11,104	12,417	13,752
영업이익	575	983	987	1,122
EBITDA	1,707	2,128	2,108	2,273
세전이익	496	705	954	1,097
순이익	375	464	754	866
자체주주지분순이익	362	403	678	780
EPS(원)	621	692	1,164	1,337
증감률(%YoY)	113.5	11.4	68.2	14.9
PER(배)	25.1	31.0	16.7	14.5
PBR(배)	1.5	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	6.3	5.5
영업이익률(%)	6.0	8.8	8.0	8.2
ROE(%)	5.9	7.0	10.6	11.1
순부채비율(%)	17.5	14.3	8.5	-1.3

Price Trend



실적 Preview

서울반도체 (046890)

베트남 성장 전략의 과도기



상반기 실적은 시장 기대치를 밑돌 것으로 예상되는데, 주로 베트남 공장의 비용 요인에 기인할 것이다. 베트남 1공장에 이어 2공장까지 조기 구축을 추진하다 보니 고정비와 더불어 초기 생산 안정화 비용이 불가피하다. 베트남 공장은 일반 조명의 원가 경쟁력을 높이기 위한 전략적 투자이며, 지금은 과도기적 상황이다. 하반기로 갈수록 자동차 헤드램프, 조명 차별화 제품군을 앞세운 이익 모멘텀이 부각될 것이다.

>>> 베트남 비용 요인과 제품 Mix 약화로 1분기 부진 예상

1분기 영업이익은 144억원(QoQ -29%, YoY -38%)으로 시장 예상치(203억 원)를 밑돌 전망이다. 무엇보다도 베트남 공장 본격 가동과 더불어 고정비 부담이 커진 가운데, 초기 생산 안정화 비용이 불가피할 것이다. 베트남 공장에 기반해 Low Power 일반 조명 매출이 확대되는 대신, 고부가인 자동차 조명 매출이 계절적으로 감소하면서 제품 Mix가 약화될 것이고, 환율 여건도 수익 성에 부정적이다. 다만, 매출액은 전년 동기 대비 두자리수 성장세를 이어가며 예상치에 부합할 것이다.

>>> 베트남 생산기지 구축 과도기

베트남 중심의 새로운 성장 전략을 추진하는 과정에서 베트남 1공장에 이어 2공장도 조기 구축을 추진하다 보니 당분간 비용 요인이 예상보다 클 것으로 예상된다. 베트남 공장의 이익 기여는 하반기부터 본격화될 것이다.

베트남 법인의 생산능력은 2020년에 본사의 2배 이상이 될 것이고, 특히 일반 조명의 원가 경쟁력이 크게 향상되는 계기가 마련될 것이다.

이 외에도 마이크로 LED 등 차세대 기술 경쟁력을 강화하기 위해 R&D 투자를 늘릴 계획이다.

>>> 하반기 이익 전망 긍정적

하반기 실적 전망은 여전히 긍정적이다.

자동차 헤드램프 탑재 모델 수가 지난해 3종에서 올해 9종으로 늘어나고, 하반기 매출 집중도가 클 것이다. TV는 패널 두께와 테두리(Bezel)를 최소화하는 디자인 Trend 속에서 동사 Wicop 제품의 경쟁력이 돋보일 것이다. 일반 조명은 Acrich, 필라멘트 LED, SunLike 등 차별화 제품군의 성과가 확대될 것이다.

분기별 영업이익은 2분기 213억원(YoY -12%), 3분기 314억원(YoY 3%), 4분기 316억원(YoY 57%)으로 예상되고, 하반기 이익 모멘텀이 매력적일 것이다. 실적 추정치 조정과 함께 목표주가를 27,000원으로 낮추되, 'BUY' 의견을 유지한다.

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	2,562	2,670	3,045	2,827	2,812	3,031	3,377	3,198	11,104	16.4%	12,417	11.8%	13,752	10.8%
TV	504	498	550	553	491	517	563	567	2,105	4.6%	2,137	1.5%	2,169	1.5%
중대형 BLU	99	110	144	109	110	117	150	117	462	0.3%	495	7.1%	523	5.6%
모바일	560	602	828	542	620	653	828	631	2,532	52.1%	2,732	7.9%	2,652	-2.9%
조명(자동차 포함)	1,412	1,460	1,523	1,623	1,590	1,743	1,836	1,883	6,018	11.4%	7,052	17.2%	8,409	19.2%
영업이익	234	241	306	202	144	213	314	316	983	70.8%	987	0.5%	1,122	13.7%
영업이익률	9.1%	9.0%	10.1%	7.1%	5.1%	7.0%	9.3%	9.9%	8.8%	2.8%p	8.0%	-0.9%p	8.2%	0.2%p
세전이익	105	297	304	-2	136	204	306	308	705	42.0%	954	35.4%	1,097	14.9%
순이익	68	214	179	-58	97	145	217	219	403	11.4%	678	68.2%	780	14.9%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation		6개월 Forward	
영업가치		16,776	
EBITDA		2,021	
Target EV/EBITDA		8.3	글로벌 Peer 평균
순차입금		1,192	
적정주주가치		15,584	
수정발행주식수		57,392	
이론주가		27,153	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q18E	2018E	2019E	1Q18E	2018E	2019E	1Q18E	2018E	2019E
매출액	2,816	12,490	13,326	2,812	12,417	13,752	-0.1%	-0.6%	3.2%
영업이익	229	1,216	1,314	144	987	1,122	-37.0%	-18.8%	-14.6%
세전이익	221	1,187	1,286	136	954	1,097	-38.4%	-19.6%	-14.7%
순이익	157	844	914	97	678	780	-38.4%	-19.6%	-14.7%
EPS(원)		1,448	1,568		1,164	1,337		-19.6%	-14.7%
영업이익률	8.1%	9.7%	9.9%	5.1%	8.0%	8.2%	-3.0%	-1.8%	-1.7%
세전이익률	7.9%	9.5%	9.7%	4.8%	7.7%	8.0%	-3.0%	-1.8%	-1.7%
순이익률	5.6%	6.8%	6.9%	3.4%	5.5%	5.7%	-2.1%	-1.3%	-1.2%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	12,417	13,752	14,949
매출원가	7,201	8,261	9,407	10,418	11,310
매출총이익	2,337	2,843	3,010	3,334	3,639
판매비 및 일반관리비	1,762	1,861	2,022	2,212	2,389
영업이익(보고)	575	983	987	1,122	1,250
영업이익(핵심)	575	983	987	1,122	1,250
영업외손익	-79	-278	-33	-26	43
이자수익	9	12	20	22	24
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	533	339	170	79	63
이자비용	49	43	53	48	45
외환손실	535	591	170	79	0
관계기업지분법손익	-5	-1	0	0	0
투자 및 기타자산처분손익	-17	45	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	2	-5	0	0	0
기타	-17	-34	0	0	0
법인세차감전이익	496	705	954	1,097	1,292
법인세비용	121	241	200	230	271
유형인세율 (%)	24.3%	34.2%	21.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	754	866	1,021
지배주주지분순이익(억원)	362	403	678	780	919
EBITDA	1,707	2,128	2,108	2,273	2,221
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,875	2,017	1,992
수정당기순이익	387	437	754	866	1,021
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	11.8	10.8	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	0.5	13.7	11.4
영업이익(핵심)	26.2	70.8	0.5	13.7	11.4
EBITDA	6.2	24.7	-0.9	7.8	-2.3
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	68.2	14.9	17.9
EPS	113.5	11.4	68.2	14.9	17.9
수정순이익	47.3	12.9	72.5	14.9	17.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,800	1,962	1,876
당기순이익	375	464	754	866	1,021
감가상각비	990	968	972	1,039	888
무형자산상각비	141	177	149	112	84
외환손익	-36	95	0	0	-63
자산처분손익	20	79	0	0	0
지분법손익	5	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-75	25	145	-116
기타	104	-37	-100	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,493	-1,355	-1,340
투자자산의 처분	239	70	-47	-50	-40
유형자산의 처분	35	108	0	0	0
유형자산의 취득	-454	-1,588	-1,429	-1,287	-1,287
무형자산의 처분	-152	-272	0	0	0
기타	0	0	-17	-18	-14
재무활동현금흐름	-700	175	-54	-113	-242
단기차입금의 증가	0	0	50	0	0
장기차입금의 증가	-630	18	0	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-47	-105	-115	-143
기타	-5	204	1	2	2
현금 및 현금성자산의 순증가	-88	147	253	494	294
기초현금 및 현금성자산	413	324	472	724	1,218
기말현금 및 현금성자산	324	472	724	1,218	1,511
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,775	1,817	1,992
Op Free Cash Flow	308	-143	496	895	556

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,477	7,355	8,182
현금 및 현금성자산	324	472	724	1,218	1,511
유동금융자산	288	305	345	388	421
매출채권 및 유동채권	3,340	3,602	3,924	4,155	4,517
재고자산	1,085	1,375	1,483	1,592	1,731
기타 유동금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	5,869	6,519	6,888	7,090	7,457
장기 매출채권 및 기타 비유동채권	170	286	323	363	395
투자자산	281	83	90	98	104
유형자산	4,801	5,406	5,863	6,111	6,509
무형자산	489	615	466	354	271
기타 비유동자산	127	129	146	164	178
자산총계	10,906	12,273	13,365	14,445	15,639
유동부채	3,962	4,355	4,946	5,473	5,888
매입채무 및 기타 유동채무	2,225	2,984	3,375	3,793	4,123
단기 차입금	1,046	324	374	374	374
유동성장기 차입금	298	275	325	325	325
기타 유동부채	392	772	873	981	1,066
비유동부채	425	1,160	1,011	813	714
장기 매입채무 및 비유동채무	0	0	0	0	0
사채 및 장기 차입금	409	1,147	997	797	697
기타 비유동부채	16	12	14	15	17
부채총계	4,387	5,514	5,958	6,285	6,602
자본금	292	292	292	292	292
주식 발행 초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익 잉여금	2,627	2,986	3,572	4,251	5,043
기타 자본	-485	-930	-930	-930	-930
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,531	7,209	8,002
비지배주주지분자본총계	488	814	877	950	1,035
자본총계	6,519	6,759	7,408	8,159	9,037
순차입금	1,141	969	627	-110	-537
총차입금	1,753	1,746	1,696	1,496	1,396

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	1,164	1,337	1,576
BPS	10,344	10,196	11,201	12,365	13,724
주당 EBITDA	2,928	3,649	3,616	3,898	3,809
CFPS	2,585	2,760	3,216	3,459	3,417
DPS	81	183	200	250	300
주가 배수(배)					
PER	25.1	31.0	16.7	14.5	12.3
PBR	1.5	2.1	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.2	6.3	5.5	5.4
PCFR	6.0	7.8	6.0	5.6	5.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	8.0	8.2	8.4
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	8.0	8.2	8.4
EBITDA margin	17.9	19.2	17.0	16.5	14.9
순이익률	3.9	4.2	6.1	6.3	6.8
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	10.6	11.1	11.9
투하자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	10.2	11.4	12.3
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	80.4	77.0	73.1
순차입금비율	17.5	14.3	8.5	-1.3	-5.9
이자 보상 배율(배)	11.8	22.6	18.5	23.4	27.9
활동성(배)					
매출채권 회전율	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4
재고자산 회전율	8.9	9.0	8.7	8.9	9.0
매입채무 회전율	4.1	4.3	3.9	3.8	3.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 19일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-25.20	-2.50	
	2018/04/20	BUY(Maintain)	27,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%