



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원

주가(4/30): 19,000원

시가총액: 11,078억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisian@kiwoom.com



Stock Data

KOSDAQ (4/30)		875.95pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,150원	18,250원
등락률	-42.7%	4.1%
수익률	절대	상대
1W	-4.0%	-4.6%
1M	-30.4%	-45.2%
1Y	1.1%	-27.5%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	646천주
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(17E)	0.7%
BPS(17E)	11,264원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,538	11,104	12,248	13,549
영업이익	575	983	999	1,122
EBITDA	1,707	2,128	2,120	2,272
세전이익	496	705	951	1,096
순이익	375	464	744	866
자체주주지분순이익	362	403	715	822
EPS(원)	621	692	1,226	1,410
증감률(%YoY)	113.5	11.4	77.3	15.0
PER(배)	25.1	31.0	15.5	13.5
PBR(배)	1.5	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	5.7	5.1
영업이익률(%)	6.0	8.8	8.2	8.3
ROE(%)	5.9	7.0	10.5	11.1
순부채비율(%)	17.5	14.3	8.3	-1.4

Price Trend



실적 Review

서울반도체 (046890)

하반기 이익 성장세 회귀



1분기는 부진했지만 우려만큼은 아니었다. 베트남 법인의 고정비 부담이 커졌고, LED 칩 가격과 환율 여건이 지난해보다 부정적이었음에도 불구하고 지속적인 원가 관리에 힘쓴 결과로 해석된다. 하반기부터 이익 성장세로 회귀할 것이라는 시각을 유지한다. 지금은 베트남 중심의 새로운 성장 전략이 안착하는 과정기에 있다. 자동차 헤드램프 탑재 모델 수 확대, Wicop 중심 TV 점유율 상승세 등이 긍정적이다.

>>> 1분기 우려보다는 양호

1분기 영업이익은 172억원(QoQ -15%, YoY -26%)으로 시장 컨센서스를 하회했지만 우려보다는 양호했다. 베트남 법인의 본격 가동과 더불어 고정비 부담이 커진 상황에서 통상적인 초기 생산 안정화 비용이 더해졌다. 비수기로 인해 가동률이 저하됐고, 지난해 상반기에 비해 LED 칩 가격이 약세였으며, 환율 여건도 부정적이었다.

매출액은 전년 동기 대비 두자리수 성장세를 이어가며 예상치에 부합했는데, 제품 Mix 측면에서는 상대적 저부가인 일반 조명과 TV 부문 비중이 늘어났다. 자동차 조명은 부진한 시장 여건에 비해 선전했다.

>>> 베트남 비용 부담 불가피, 하반기 이익 성장 전망

2분기 매출액은 2,941억원(QoQ 4%, YoY 10%), 영업이익은 209억원(QoQ 22%, YoY -13%)으로 추정된다. 3분기부터 전년 대비 이익 성장세로 회귀할 것이라는 시각을 유지한다.

베트남 중심의 새로운 성장 전략을 추진하는 과정에서 당분간 고정비 부담이 불가피하다. 베트남 법인은 최근 2공장까지 준공이 완료됐고, 직원 수가 740 명으로 늘어난 상태다.

자동차 조명은 지난해 사드 영향으로 인한 기저 효과가 존재하는 가운데, 하반기에는 헤드램프 탑재 모델 수가 크게 확대될 것이다.

TV는 Wicop 제품의 경쟁력을 바탕으로 점유율 상승세가 이어지고 있고, 차세대 TV 기술에 대한 대응력을 갖춰갈 것이다.

모바일 부문은 해외 전략 고객이 OLED로의 전이 속도를 늦추고 있는 점이 동사에게는 우호적이다.

일반 조명은 베트남 법인 중심으로 원가 경쟁력을 높여갈 계획이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 27,000원을 유지한다.

서울반도체 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,562	2,670	3,045	2,827	2,830	0.1%	10.4%	2,812	0.6%
영업이익	234	241	306	202	172	-14.9%	-26.5%	144	19.3%
영업이익률	9.1%	9.0%	10.1%	7.1%	6.1%	-1.1%p	-3.1%p	5.1%	0.9%p
세전이익	105	297	304	-2	149	흑전	42.4%	136	9.6%
순이익	68	214	179	-58	113	흑전	67.3%	97	17.0%
순이익률	2.6%	8.0%	5.9%	-2.0%	4.0%	6.0%p	1.4%p	3.4%	0.6%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	2,562	2,670	3,045	2,827	2,830	2,941	3,325	3,153	11,104	16.4%	12,248	10.3%	13,549	10.6%
TV	504	498	550	553	491	517	581	542	2,098	4.3%	2,131	1.5%	2,163	1.5%
중대형 BLU	99	110	144	109	110	117	148	116	463	0.5%	492	6.2%	520	5.6%
모바일	560	602	828	542	607	590	788	612	2,508	50.8%	2,596	3.5%	2,516	-3.1%
조명(자동차 포함)	1,412	1,460	1,523	1,623	1,622	1,717	1,808	1,883	6,047	12.0%	7,030	16.3%	8,350	18.8%
영업이익	234	241	306	202	172	209	309	309	983	70.8%	999	1.7%	1,122	12.2%
영업이익률	9.1%	9.0%	10.1%	7.1%	6.1%	7.1%	9.3%	9.8%	8.8%	2.8%p	8.2%	-0.7%p	8.3%	0.1%p
세전이익	105	297	304	-2	149	200	301	300	705	42.0%	951	35.0%	1,096	15.2%
순이익	68	214	179	-58	113	150	226	225	403	11.4%	715	77.3%	822	15.0%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E
매출액	3,031	12,417	13,752	2,941	12,248	13,549	-3.0%	-1.4%	-1.5%
영업이익	213	987	1,122	209	999	1,122	-1.6%	1.2%	-0.1%
세전이익	204	954	1,097	200	951	1,096	-1.7%	-0.3%	-0.1%
순이익	145	678	780	150	715	822	3.7%	5.4%	5.5%
EPS(원)		1,164	1,337		1,226	1,410		5.4%	5.5%
영업이익률	7.0%	8.0%	8.2%	7.1%	8.2%	8.3%	0.1%	0.2%	0.1%
세전이익률	6.7%	7.7%	8.0%	6.8%	7.8%	8.1%	0.1%	0.1%	0.1%
순이익률	4.8%	5.5%	5.7%	5.1%	5.8%	6.1%	0.3%	0.4%	0.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	12,248	13,549	14,728
매출원가	7,201	8,261	9,245	10,239	11,115
매출총이익	2,337	2,843	3,004	3,311	3,613
판매비 및 일반관리비	1,762	1,861	2,004	2,189	2,365
영업이익(보고)	575	983	999	1,122	1,249
영업이익(핵심)	575	983	999	1,122	1,249
영업외손익	-79	-278	-48	-26	42
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	-15	0	0
법인세차감전이익	496	705	951	1,096	1,291
법인세비용	121	241	207	230	271
유형인세율 (%)	24.3%	34.2%	21.8%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	744	866	1,020
지배주주지분순이익(억원)	362	403	715	822	969
EBITDA	1,707	2,128	2,120	2,272	2,220
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,865	2,016	1,991
수정당기순이익	387	437	744	866	1,020
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	10.3	10.6	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	1.7	12.2	11.3
영업이익(핵심)	26.2	70.8	1.7	12.2	11.3
EBITDA	6.2	24.7	-0.3	7.2	-2.3
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	77.3	15.0	17.8
EPS	113.5	11.4	77.3	15.0	17.8
수정순이익	47.3	12.9	70.3	16.3	17.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,811	1,956	1,876
당기순이익	375	464	744	866	1,020
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	45	140	-115
기타	104	-37	-100	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,486	-1,355	-1,340
투자자산의 처분	239	70	-41	-50	-39
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	-15	-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
현금및현금성자산의순증가	-88	147	271	488	294
기초현금및현금성자산	413	324	472	743	1,231
기말현금및현금성자산	324	472	743	1,231	1,525
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,765	1,816	1,991
Op Free Cash Flow	308	-143	519	890	556

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,416	7,295	8,117
현금및현금성자산	324	472	743	1,231	1,525
유동금융자산	288	305	340	383	416
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,869	4,106	4,463
재고자산	1,085	1,375	1,462	1,573	1,710
기타유동비금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	5,869	6,519	6,881	7,083	7,449
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	319	359	390
투자자산	281	83	89	97	103
유형자산	4,801	5,406	5,863	6,111	6,509
무형자산	489	615	466	354	271
기타비유동자산	127	129	144	162	176
자산총계	10,906	12,273	13,297	14,378	15,566
유동부채	3,962	4,355	4,887	5,416	5,826
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,328	3,748	4,074
단기차입금	1,046	324	374	374	374
유동성장기차입금	298	275	325	325	325
기타유동부채	392	772	861	969	1,054
비유동부채	425	1,160	1,011	813	714
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	997	797	697
기타비유동부채	16	12	14	15	17
부채총계	4,387	5,514	5,898	6,229	6,540
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,627	2,986	3,609	4,329	5,170
기타자본	-485	-930	-930	-930	-930
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,568	7,288	8,128
비지배주주지분자본총계	488	814	831	861	897
자본총계	6,519	6,759	7,398	8,149	9,025
순차입금	1,141	969	613	-118	-546
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	1,226	1,410	1,662
BPS	10,344	10,196	11,264	12,499	13,941
주당EBITDA	2,928	3,649	3,637	3,897	3,808
CFPS	2,585	2,760	3,199	3,458	3,415
DPS	81	183	200	250	300
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	15.5	13.5	11.4
PBR	1.5	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.2	5.7	5.1	5.0
PCFR	6.0	7.8	5.9	5.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	8.2	8.3	8.5
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	8.2	8.3	8.5
EBITDA margin	17.9	19.2	17.3	16.8	15.1
순이익률	3.9	4.2	6.1	6.4	6.9
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	10.5	11.1	11.9
투하자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	10.2	11.4	12.4
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	79.7	76.4	72.5
순차입금비율	17.5	14.3	8.3	-1.4	-6.0
이자보상배율(배)	11.8	22.6	18.7	23.4	27.9
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4
재고자산회전율	8.9	9.0	8.6	8.9	9.0
매입채무회전율	4.1	4.3	3.9	3.8	3.8

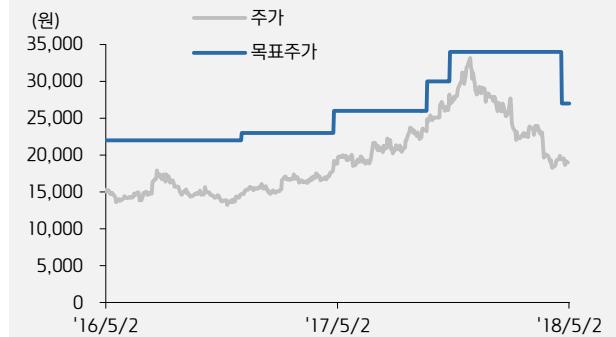
Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 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	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-29.07	-27.59
	2018/05/02	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%