



## BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원

주가(7/11): 18,250원

시가총액: 10,641억원

전기전자/가전  
Analyst 김지산  
02) 3787-4862  
jisian@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (7/11)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,150원	15,700원
등락률	-44.9%	16.2%
수익률	절대	상대
1W	-11.6%	-3.7%
1M	-32.7%	-28.7%
1Y	-12.3%	-28.5%

## Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	510천주
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(17E)	0.7%
BPS(17E)	11,032원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,538	11,104	12,071	13,266
영업이익	575	983	894	999
EBITDA	1,707	2,128	2,021	2,158
세전이익	496	705	855	978
순이익	375	464	669	773
자본주주지분순이익	362	403	643	734
EPS(원)	621	692	1,103	1,259
증감률(%YoY)	113.5	11.4	59.6	14.1
PER(배)	25.1	31.0	16.5	14.5
PBR(배)	1.5	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	6.0	5.3
영업이익률(%)	6.0	8.8	7.4	7.5
ROE(%)	5.9	7.0	9.6	10.2
순부채비율(%)	17.5	14.3	13.6	3.8

## Price Trend



## 실적 Preview

## 서울반도체 (046890)

## 하반기 회복 전망 유효



2분기까지는 실적이 시장 기대치를 넘어서기 힘든 것 같다. 베트남 법인의 고정비 부담과 함께 LED 가격과 환율 동향도 지난해보다 비우호적이었다. 이에 비해 하반기 실적 회복 전망은 유효할 것이다. 베트남 법인이 안정화 단계에 진입하면 손익이 개선되고, 자동차 헤드램프 성과가 확대되며, 스마트폰 홍채인식, Mini LED TV 등 신제품 매출이 더해질 것이다. 주가는 낙폭 과대로 여겨진다.

## &gt;&gt;&gt; 상반기 베트남 고정비 부담 지속

2분기 영업이익은 188억원(QoQ 10%, YoY -22%)으로 시장 컨센서스(207억 원)를 소폭 밑돌 전망이다. 계절적으로 가동률이 상승하겠지만, 상대적 저부가인 TV 및 중대형 BLU 매출이 증가하면서 제품 Mix 개선 효과는 제한적일 것이다. 상반기는 베트남 법인 가동과 더불어 고정비 부담이 커졌고, 전년 동기에 비해 LED 칩 및 패키지 가격이 비우호적이었다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 회복 기대

이에 비해 하반기 실적 회복 전망은 유효하다.

1) 베트남 법인이 가동률 상승 및 수율 안정화 효과를 바탕으로 손익이 개선될 것이고, 2) 고부가인 자동차 헤드램프 사업 성과가 확대되며, 3) 스마트폰 홍채인식, Mini LED TV 등 신제품 매출이 더해질 것이다. 원/달러 환율에 대한 실적 민감도도 큰 편이다.

3분기 매출액은 3,265억원(QoQ 13%, YoY 7%), 영업이익은 258억원(QoQ 37%, YoY -16%)으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 자동차 헤드램프 성과 확대

자동차 헤드램프 채용 모델 수는 지난해 3개에서 올해 하반기에 5개가 추가될 예정이다.

베트남 법인의 생산 비중은 올해 말 15%에서 내년에는 2공장 가동과 함께 25%까지 확대될 것이고, 특히 조명 부문의 경쟁력 향상을 뒷받침할 것이다. TV는 슬림화 및 Narrow Bezel Trend에 따라 동사 Wicop 제품의 수요가 지속적으로 증가하고 있다.

올해 예상 실적이 연초 기대보다는 미흡하겠지만, 주가는 과도하게 하락한 상태라고 판단된다. 올해 기준 PER은 16배, EV/EBITDA는 6.0배로 역사적 Band 하단에 해당한다.

## 서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	2,562	2,670	3,045	2,827	2,830	2,886	3,265	3,090	11,104	16.4%	12,071	8.7%	13,266	9.9%
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	1,662	1,749	1,820	6,047	12.0%	6,852	13.3%	8,067	17.7%
영업이익	234	241	306	202	172	188	258	276	983	70.8%	894	-9.0%	999	11.7%
영업이익률	9.1%	9.0%	10.1%	7.1%	6.1%	6.5%	7.9%	8.9%	8.8%	2.8%p	7.4%	-1.4%p	7.5%	0.1%p
세전이익	105	297	304	-2	151	182	253	269	705	42.0%	855	21.3%	978	14.4%
순이익	68	214	179	-58	115	137	190	202	403	11.4%	643	59.6%	734	14.1%

자료: 서울반도체, 키움증권

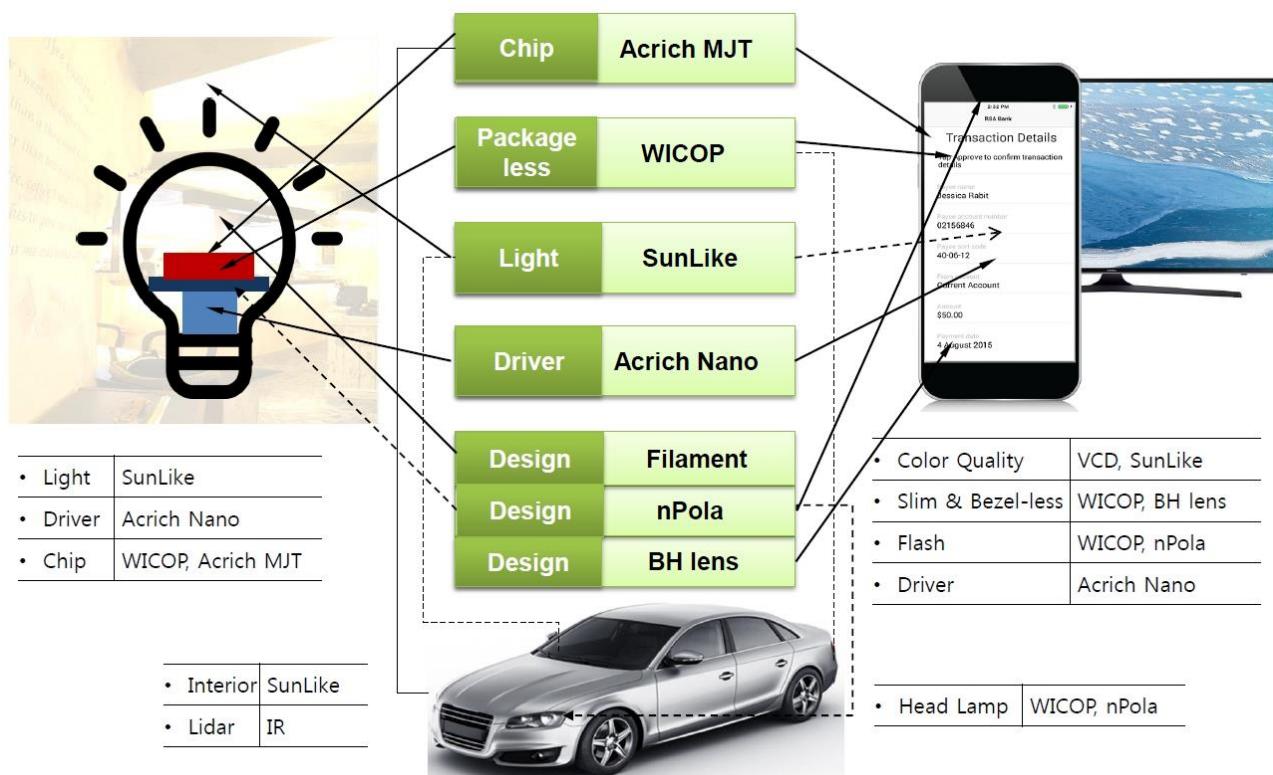
## 서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E
매출액	2,941	12,248	13,549	2,886	12,071	13,266	-1.9%	-1.5%	-2.1%
영업이익	209	999	1,122	188	894	999	-10.1%	-10.5%	-10.9%
세전이익	200	951	1,096	182	855	978	-9.2%	-10.1%	-10.7%
순이익	150	715	822	137	643	734	-9.2%	-10.0%	-10.7%
EPS(원)		1,226	1,410		1,103	1,259		-10.0%	-10.7%
영업이익률	7.1%	8.2%	8.3%	6.5%	7.4%	7.5%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
세전이익률	6.8%	7.8%	8.1%	6.3%	7.1%	7.4%	-0.5%	-0.7%	-0.7%
순이익률	5.1%	5.8%	6.1%	4.7%	5.3%	5.5%	-0.4%	-0.5%	-0.5%

자료: 키움증권

## 서울반도체 제품 Line-up



자료: 서울반도체

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	12,071	13,266	14,421
매출원가	7,201	8,261	9,113	10,029	10,887
매출총이익	2,337	2,843	2,958	3,238	3,534
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,064	2,239	2,419
영업이익(보고)	575	983	894	999	1,115
영업이익(핵심)	575	983	894	999	1,115
영업외손익	-79	-278	-39	-21	46
이자수익	9	12	16	17	19
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	533	339	185	79	63
이자비용	49	43	41	38	35
외환손실	535	591	186	79	0
관계기업지분법손익	-5	-1	-6	0	0
투자및기타자산처분손익	-17	45	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-5	1	0	0
기타	-17	-34	-7	0	0
법인세차감전이익	496	705	855	978	1,161
법인세비용	121	241	187	205	244
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	21.8%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	669	773	917
지배주주지분순이익(억원)	362	403	643	734	871
EBITDA	1,707	2,128	2,021	2,158	2,099
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,795	1,932	1,902
수정당기순이익	387	437	668	773	917
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	8.7	9.9	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	-9.0	11.7	11.6
영업이익(핵심)	26.2	70.8	-9.0	11.7	11.6
EBITDA	6.2	24.7	-5.0	6.8	-2.7
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	59.6	14.1	18.7
EPS	113.5	11.4	59.6	14.1	18.7
수정순이익	47.3	12.9	52.8	15.7	18.7

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,225	6,841	8,230
현금및현금성자산	324	472	728	983	1,862
유동금융자산	288	305	272	305	332
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,792	4,014	4,363
재고자산	1,085	1,375	1,433	1,538	1,672
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	5,869	6,519	7,144	7,470	7,957
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	312	351	381
투자자산	281	83	82	89	95
유형자산	4,801	5,406	6,055	6,442	6,972
무형자산	489	615	553	429	337
기타비유동자산	127	129	141	158	172
자산총계	10,906	12,273	13,369	14,311	16,187
유동부채	3,962	4,355	4,962	5,269	5,671
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,261	3,664	3,983
단기차입금	1,046	324	531	331	331
유동성장기차입금	298	275	327	327	327
기타유동부채	392	772	843	948	1,030
비유동부채	425	1,160	1,178	1,155	1,856
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	1,127	927	827
기타비유동부채	16	12	51	228	1,029
부채총계	4,387	5,514	6,140	6,425	7,527
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,627	2,986	3,437	4,069	4,812
기타자본	-485	-930	-893	-893	-893
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,432	7,064	7,807
비지배주주지분자본총계	488	814	796	822	853
자본총계	6,519	6,759	7,229	7,887	8,660
순차입금	1,141	969	985	297	-708
총차입금	1,753	1,746	1,985	1,585	1,485

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,773	1,873	1,789
당기순이익	375	464	669	773	917
감가상각비	990	968	965	1,035	892
무형자산상각비	141	177	161	124	93
외환손익	-36	95	1	0	-63
자산처분손익	20	79	1	0	0
지분법손익	5	1	6	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-75	75	141	-112
기타	104	-37	-105	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,657	-1,480	-1,468
투자자산의 처분	239	70	28	-41	-32
유형자산의 처분	35	108	0	0	0
유형자산의 취득	-454	-1,588	-1,673	-1,422	-1,422
무형자산의 처분	-152	-272	0	0	0
기타	0	0	-12	-17	-14
재무활동현금흐름	-700	175	141	-138	558
단기차입금의 증가	0	0	207	-200	0
장기차입금의 증가	-630	18	0	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-47	-105	-115	-143
기타	-5	204	39	177	801
현금및현금성자산의순증가	-88	147	257	255	879
기초현금및현금성자산	413	324	472	728	983
기말현금및현금성자산	324	472	728	983	1,862
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,698	1,732	1,902
Op Free Cash Flow	308	-143	227	667	331

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	1,103	1,259	1,494
BPS	10,344	10,196	11,032	12,116	13,390
주당EBITDA	2,928	3,649	3,466	3,702	3,601
CFPS	2,585	2,760	3,079	3,314	3,262
DPS	81	183	200	250	300
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	16.5	14.5	12.2
PBR	1.5	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.2	6.0	5.3	5.0
PCFR	6.0	7.8	5.9	5.5	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	7.4	7.5	7.7
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	7.4	7.5	7.7
EBITDA margin	17.9	19.2	16.7	16.3	14.6
순이익률	3.9	4.2	5.5	5.8	6.4
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	9.6	10.2	11.1
투하자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	9.0	9.8	10.5
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	84.9	81.5	86.9
순차입금비율	17.5	14.3	13.6	3.8	-8.2
이자보상배율(배)	11.8	22.6	21.9	26.5	31.6
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

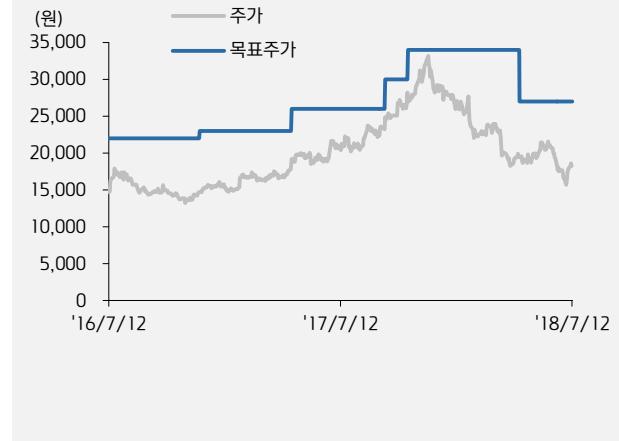
- 당사는 7월 11일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	2016/04/26	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	-29.12	-27.59	
	2018/05/02	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.78	-20.19	
	2018/07/12	BUY(Maintain)	27,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%