



# BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원  
주가(7/27): 19,150원  
시가총액: 11,165억원

## 전기전자/가전

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

### Stock Data

KOSDAQ (7/27)		773.98pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,150원	15,700원
등락률	-42.2%	22.0%
수익률	절대	상대
1W	11.3%	18.9%
1M	-25.9%	-12.6%
1Y	-8.4%	-21.1%

### Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	516천주
외국인 지분율	7.4%
배당수익률(17E)	0.7%
BPS(17E)	10,940원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

### 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,538	11,104	11,883	13,061
영업이익	575	983	866	968
EBITDA	1,707	2,128	1,993	2,128
세전이익	496	705	866	948
순이익	375	464	648	749
지배주주지분순이익	362	403	589	711
EPS(원)	621	692	1,011	1,220
증감률(%YoY)	113.5	11.4	46.2	20.6
PER(배)	25.1	31.0	18.9	15.7
PBR(배)	1.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	6.6	5.7
영업이익률(%)	6.0	8.8	7.3	7.4
ROE(%)	5.9	7.0	9.3	9.9
순부채비율(%)	17.5	14.3	13.4	3.9

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## 헤드램프와 베트남 성과 기대



예상대로 2분기 실적은 시장 예상치를 하회했다. 매출액이 양호했으나 제품 Mix가 악화됐고, 베트남 법인으로 인해 판관비가 크게 늘었다. 이에 대해 하반기 회복 전망은 변함이 없다. 고부가인 헤드램프 채용 모델 수가 확대되고, 베트남 법인의 가동률과 생산성이 향상되며, 일부 신제품 성과도 더해질 것이다. 환율 여건도 우호적으로 변모했다.

### >>> 2분기 실적 시장 예상치 하회, 판관비 증가

직전 보고서에서 예상한 대로 2분기 실적은 시장 예상치를 하회했다. 매출액은 2,903억원으로 전년 동기 대비 9% 신장했으나, 영업이익은 176억원으로 27%(YoY) 감소했다. 수익성 저하 요인으로서 1) 저부가인 TV와 모니터 매출이 증가하면서 일시적으로 제품 Mix가 악화됐고, 2) 베트남 법인 가동 및 R&D 투자 확대에 따라 판관비가 40%(YoY)나 늘었으며, 3) LED 가격 및 환율 여건도 비우호적이었다.

TV BLU 분야에서는 Wicop 제품의 경쟁력에 기반해 지속적으로 점유율을 높여가고 있다.

### >>> 하반기 베트남 및 헤드램프 성과 기대

하반기 실적 추정치를 소폭 하향했지만, 회복 전망은 변함이 없다. 3분기 매출액은 3,139억원(QoQ 8%, YoY 3%), 영업이익은 250억원(QoQ 42%, YoY -18%)으로 예상된다.

성수기 효과 이외에도 1) 고부가인 자동차 헤드램프 채용 모델 수가 확대되고, 2) 베트남 법인의 가동률과 생산성이 향상될 것이며, 3) 스마트폰 흥채인식, Mini LED TV 등 신제품 성과가 더해질 것이다. 환율 여건도 우호적으로 변모했다.

베트남 법인의 가동률은 2분기 53%에서 3분기에는 70% 수준으로 상승할 전망이다.

헤드램프 채용 차종은 하반기에 5개가 추가될 예정인데, 독자적 기술인 nPola가 처음으로 적용되는 것도 주목할 이슈다.

조명은 SunLike 제품에 대한 호평 속에 Acrich, Filament, Wicop 등으로 경쟁력을 높여갈 계획이다.

이 외에도 미중 무역 분쟁 품목에 LED도 포함돼 있어 중국 LED 업체들에 비해 동사가 일부 반사이익을 누릴 수 있다.

서울반도체 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,670	3,045	2,827	2,830	2,903	2.6%	8.7%	2,886	0.6%
영업이익	241	306	202	172	176	2.2%	-27.1%	188	-6.7%
영업이익률	9.0%	10.1%	7.1%	6.1%	6.0%	0.0%p	-3.0%p	6.5%	-0.5%p
세전이익	297	304	-2	151	209	37.9%	-29.8%	182	14.7%
순이익	214	179	-58	115	94	-18.0%	-55.8%	137	-30.8%
순이익률	8.0%	5.9%	-2.0%	4.1%	3.3%	-0.8%p	-4.7%p	4.7%	-1.5%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	2,830	2,903	3,139	3,011	2,965	3,236	3,470	3,391	11,104	16.4%	11,883	7.0%	13,061	9.9%
TV	491	560	560	479	486	574	570	495	2,033	1.0%	2,090	2.8%	2,124	1.7%
중대형 BLU	110	117	134	116	119	124	140	124	463	0.5%	479	3.3%	507	5.9%
모바일	607	663	767	612	585	570	740	601	2,574	54.7%	2,648	2.9%	2,497	-5.7%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,678	1,803	1,775	1,968	2,019	2,171	6,047	12.0%	6,666	10.2%	7,933	19.0%
영업이익	172	176	250	269	186	207	266	310	983	70.8%	866	-11.8%	968	11.8%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.0%	8.9%	6.3%	6.4%	7.7%	9.1%	8.8%	2.8%p	7.3%	-1.6%p	7.4%	0.1%p
세전이익	151	209	244	262	179	201	262	306	705	42.0%	866	22.9%	948	9.4%
순이익	115	94	183	197	134	151	196	229	403	11.4%	589	46.2%	711	20.6%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
매출액	3,265	12,071	13,266	3,139	11,883	13,061	-3.9%	-1.6%	-1.5%
영업이익	258	894	999	250	866	968	-3.2%	-3.1%	-3.1%
세전이익	253	855	978	244	866	948	-3.4%	1.3%	-3.1%
순이익	190	643	734	183	589	711	-3.4%	-8.4%	-3.1%
EPS(원)		1,103	1,259		1,011	1,220		-8.4%	-3.1%
영업이익률	7.9%	7.4%	7.5%	8.0%	7.3%	7.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%
세전이익률	7.7%	7.1%	7.4%	7.8%	7.3%	7.3%	0.0%	0.2%	-0.1%
순이익률	5.8%	5.3%	5.5%	5.8%	5.0%	5.4%	0.0%	-0.4%	-0.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	11,883	13,061	14,197
매출원가	7,201	8,261	8,985	9,888	10,735
매출총이익	2,337	2,843	2,898	3,172	3,463
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,032	2,204	2,382
영업이익(보고)	575	983	866	968	1,081
영업이익(핵심)	575	983	866	968	1,081
영업외손익	-79	-278	0	-21	46
이자수익	9	12	15	17	18
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	32	0	0
법인세차감전이익	496	705	866	948	1,127
법인세비용	121	241	218	199	237
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	25.1%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	648	749	890
지배주주지분순이익(억원)	362	403	589	711	846
EBITDA	1,707	2,128	1,993	2,128	2,066
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,775	1,908	1,875
수정당기순이익	387	437	648	749	890
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	7.0	9.9	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	-11.8	11.8	11.6
영업이익(핵심)	26.2	70.8	-11.8	11.8	11.6
EBITDA	6.2	24.7	-6.4	6.8	-2.9
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	46.2	20.6	19.0
EPS	113.5	11.4	46.2	20.6	19.0
수정순이익	47.3	12.9	48.2	15.5	19.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,113	6,703	8,057
현금및현금성자산	324	472	757	981	1,837
유동금융자산	288	305	265	298	324
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,695	3,920	4,262
채고자산	1,085	1,375	1,396	1,502	1,633
기타유동비금융자산	0	1	1	1	1
비유동자산	5,869	6,519	7,131	7,456	7,942
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	304	343	373
투자자산	281	83	81	88	94
유형자산	4,801	5,406	6,055	6,442	6,972
무형자산	489	615	553	429	337
기타비유동자산	127	129	137	155	168
자산총계	10,906	12,273	13,244	14,159	15,999
유동부채	3,962	4,355	4,857	5,162	5,554
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,177	3,579	3,890
단기차입금	1,046	324	531	331	331
유동성장기차입금	298	275	327	327	327
기타유동부채	392	772	822	926	1,006
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	6,035	6,317	7,410
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,627	2,986	3,383	3,993	4,711
기타자본	-485	-930	-893	-893	-893
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,379	6,988	7,706
비지배주주지분자본총계	488	814	830	854	883
자본총계	6,519	6,759	7,208	7,842	8,589
순차입금	1,141	969	964	306	-676
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	1,789	1,842	1,765
당기순이익	375	464	648	749	890
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	111	134	-110
기타	104	-37	-105	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,645	-1,480	-1,467
투자자산의 처분	239	70	37	-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	-9	-17	-13
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	38	177	801
현금및현금성자산의순증가	-88	147	285	224	856
기초현금및현금성자산	413	324	472	757	981
기말현금및현금성자산	324	472	757	981	1,837
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,678	1,708	1,875
Op Free Cash Flow	308	-143	213	636	307

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	1,011	1,220	1,451
BPS	10,344	10,196	10,940	11,985	13,217
주당EBITDA	2,928	3,649	3,417	3,649	3,543
CFPS	2,585	2,760	3,044	3,272	3,216
DPS	81	183	200	250	300
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	18.9	15.7	13.2
PBR	1.5	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.2	6.6	5.7	5.4
PCFR	6.0	7.8	6.3	5.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	7.3	7.4	7.6
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	7.3	7.4	7.6
EBITDA margin	17.9	19.2	16.8	16.3	14.6
순이익률	3.9	4.2	5.5	5.7	6.3
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	9.3	9.9	10.8
투자자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	8.4	9.6	10.2
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	83.7	80.6	86.3
순차입금비율	17.5	14.3	13.4	3.9	-7.9
이자보상배율(배)	11.8	22.6	21.2	25.7	30.6
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5
채고자산회전율	8.9	9.0	8.6	9.0	9.1
매입채무회전율	4.1	4.3	3.9	3.9	3.8

Compliance Notice

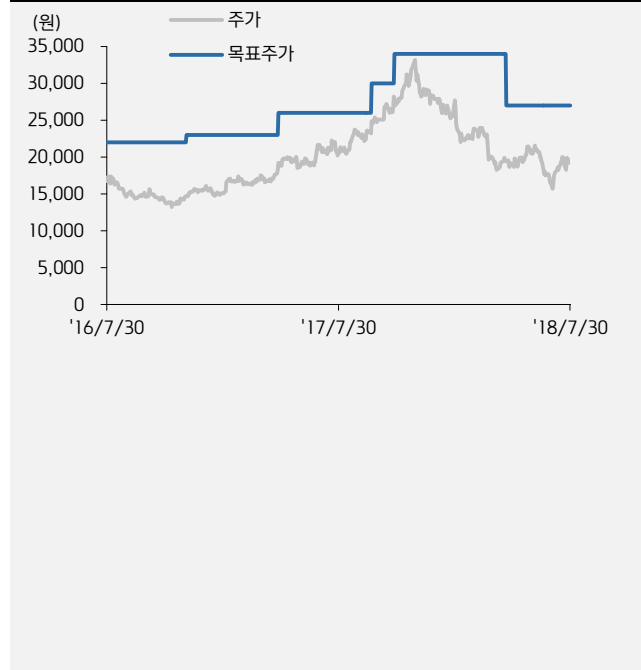
- 당사는 7월 27일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-28.79	-20.19	
2018/07/12	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-28.78	-20.19	
2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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%