



BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원
주가(10/29): 19,250원
시가총액: 11,224억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jis@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/29)		629.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,150원	15,700원
등락률	-41.9%	22.6%
수익률	절대	상대
1W	-6.1%	22.6%
1M	1.3%	42.6%
1Y	-28.7%	-21.9%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	538천주
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(18E)	0.6%
BPS(18E)	11,069원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,538	11,104	12,164	13,341
영업이익	575	983	922	1,015
EBITDA	1,707	2,128	2,016	2,125
세전이익	496	705	849	963
순이익	375	464	604	761
지배주주지분순이익	362	403	504	723
EPS(원)	621	692	865	1,240
증감률(%YoY)	113.5	11.4	25.1	43.3
PER(배)	25.1	31.0	22.3	15.5
PBR(배)	1.5	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	7.3	6.0
영업이익률(%)	6.0	8.8	7.6	7.6
ROE(%)	5.9	7.0	8.6	10.0
순부채비율(%)	17.5	14.3	17.4	10.6

Price Trend



서울반도체 (046890)

어려울 때 빛난 실적



3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 베트남 법인의 초기 고정비 부담을 극복한 실적이라는 점에서 긍정적이다. Tablet, TV, 자동차에서 의미있는 성과를 달성했다. 4분기도 베트남 법인의 기여 확대에 힘입어 이례적인 실적 개선 추세를 이어갈 전망이다. 주식시장은 미중 무역 분쟁을 크게 우려하고 있지만, LED는 중국 업체들의 가격 경쟁력 약화를 초래하고, 동사가 베트남 법인을 활용해 입지를 강화하는 계기가 될 수 있다.

>>> 3분기 호실적, 분기 최고 매출 경신

3분기 영업이익은 281억원(QoQ 60%, YoY -8%)으로 시장 컨센서스(256억원)를 상회했다. 분기 매출액이 역대 최고를 경신했고, 가동률이 전분기 대비 10%p 상승함에 따른 영업레버리지 효과가 크게 나타났다. 베트남 법인의 가동과 함께 고정비 부담이 커진 이후 4개 분기 만에 영업이익률이 상승세로 돌아섰다.

- 1) 해외 고객 대상 Tablet용 매출이 강세를 보이면서 모바일 부문 매출이 가장 큰 폭으로 신장했고, 2) TV는 Wicop을 앞세워 시장 수요 대비 선전했다.
- 3) 자동차는 고부가 헤드램프용 채용 모델 수가 확대되는 성과를 이루었고,
- 4) 베트남 법인의 가동률이 2분기 53%에서 3분기는 70%까지 상승하면서 손실폭을 축소했다.

베트남 법인과 더불어 전사 판관비가 전년 동기 대비 27% 증가했는데, 이를 극복한 실적이라는 점에서 긍정적 의미를 갖는다.

>>> 4분기 베트남 법인 기여 확대, 비수기 극복 예상

4분기는 통상적으로 IT 부문의 재고조정 시기지만, 올해는 베트남 법인의 기여가 확대되며 실적 개선 추세를 이어갈 전망이다. 매출액은 3,228억원(QoQ 1%, YoY 14%), 영업이익은 293억원(QoQ 4%, YoY 45%)으로 추정되며, 전년 동기의 기저효과가 존재한다. 제품별로는 자동차 헤드램프 매출이 증가하고, 홍채인식용 적외선 LED, TV용 Mini LED 등 신제품의 성과가 더해질 것이다.

미중 무역 분쟁에 대한 거시적 우려가 큰 상황에서 LED의 경우 중국산 패키지 및 조명 제품에 대해 미국 정부가 10~25%의 관세를 부과하고 있어 중국 LED 업체들의 가격 경쟁력이 약화될 것으로 예상되고, 동사는 베트남 법인을 활용해 점유율을 높일 수 있는 기회가 될 수 있다.

서울반도체 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	3,045	2,827	2,830	2,903	3,203	10.3%	5.2%	3,214	-0.4%
영업이익	306	202	172	176	281	60.2%	-8.2%	285	-1.2%
영업이익률	10.1%	7.1%	6.1%	6.0%	8.8%	2.7%p	-1.3%p	8.9%	-0.1%p
세전이익	304	-2	151	207	211	1.9%	-30.6%	271	-22.0%
순이익	179	-58	115	94	86	-8.3%	-52.1%	203	-57.7%
순이익률	5.9%	-2.0%	4.1%	3.2%	2.7%	-0.5%p	-3.2%p	6.3%	-3.6%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
매출액	2,830	2,903	3,203	3,228	2,964	3,249	3,571	3,556	11,104	16.4%	12,164	9.5%	13,341	9.7%
TV	491	560	593	543	507	597	618	552	2,033	1.0%	2,187	7.6%	2,274	4.0%
중대형 BLU	110	117	140	121	119	124	162	119	463	0.5%	488	5.4%	524	7.3%
모바일	607	663	927	723	591	590	775	777	2,574	54.7%	2,920	13.4%	2,734	-6.4%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,841	1,748	1,937	2,017	2,107	6,047	12.0%	6,569	8.6%	7,809	18.9%
영업이익	172	176	281	293	192	208	306	309	983	70.8%	922	-6.2%	1,015	10.1%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	9.1%	6.5%	6.4%	8.6%	8.7%	8.8%	2.8%p	7.6%	-1.3%p	7.6%	0.0%p
세전이익	151	207	211	279	178	194	294	297	705	42.0%	849	20.4%	963	13.5%
순이익	115	94	86	209	133	146	221	223	403	11.4%	504	25.1%	723	43.3%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	3,222	12,169	13,367	3,228	12,164	13,341	0.2%	0.0%	-0.2%
영업이익	294	926	1,020	293	922	1,015	-0.4%	-0.5%	-0.5%
세전이익	280	909	968	279	849	963	-0.4%	-6.7%	-0.5%
순이익	210	622	727	209	504	723	-0.4%	-19.0%	-0.5%
EPS(원)		1,067	1,246		865	1,240		-19.0%	-0.5%
영업이익률	9.1%	7.6%	7.6%	9.1%	7.6%	7.6%	-0.1%	0.0%	0.0%
세전이익률	8.7%	7.5%	7.2%	8.6%	7.0%	7.2%	0.0%	-0.5%	0.0%
순이익률	6.5%	5.1%	5.4%	6.5%	4.1%	5.4%	0.0%	-1.0%	0.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	12,164	13,341	14,502
매출원가	7,201	8,261	8,975	9,858	10,702
매출총이익	2,337	2,843	3,189	3,483	3,800
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,267	2,468	2,668
영업이익(보고)	575	983	922	1,015	1,132
영업이익(핵심)	575	983	922	1,015	1,132
영업외손익	-79	-278	-73	-52	14
이자수익	9	12	7	5	6
배당금수익	0	0	0	1	1
외환이익	533	339	348	79	63
이자비용	49	43	56	58	55
외환손실	535	591	269	79	0
관계기업지분법손익	-5	-1	-8	0	0
투자및기타자산처분손익	-17	45	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-5	34	0	0
기타	-17	-34	-128	0	0
법인세차감전이익	496	705	849	963	1,147
법인세비용	121	241	244	202	241
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	28.8%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	604	761	906
지배주주지분순이익(억원)	362	403	504	723	860
EBITDA	1,707	2,128	2,016	2,125	2,084
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,698	1,871	1,858
수정당기순이익	387	437	581	761	906
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	9.5	9.7	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	-6.2	10.1	11.6
영업이익(핵심)	26.2	70.8	-6.2	10.1	11.6
EBITDA	6.2	24.7	-5.3	5.4	-1.9
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	25.1	43.3	19.1
EPS	113.5	11.4	25.1	43.3	19.1
수정순이익	47.3	12.9	32.8	31.1	19.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,872	7,128	7,640
현금및현금성자산	324	472	1,129	1,127	1,116
유동금융자산	288	305	284	313	340
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,962	4,112	4,470
채고자산	1,085	1,375	1,497	1,576	1,713
기타유동비금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	5,869	6,519	7,339	7,774	8,364
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	326	359	391
투자자산	281	83	84	90	97
유형자산	4,801	5,406	6,176	6,693	7,334
무형자산	489	615	607	469	366
기타비유동자산	127	129	147	162	176
자산총계	10,906	12,273	14,211	14,903	16,004
유동부채	3,962	4,355	5,762	5,991	6,395
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,337	3,676	3,996
단기차입금	1,046	324	1,203	1,003	1,003
유동성장기차입금	298	275	341	341	341
기타유동부채	392	772	881	971	1,055
비유동부채	425	1,160	1,157	963	869
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	1,136	936	836
기타비유동부채	16	12	21	26	33
부채총계	4,387	5,514	6,920	6,954	7,264
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,627	2,986	3,391	4,022	4,780
기타자본	-485	-930	-826	-826	-826
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,454	7,085	7,843
비지배주주지분자본총계	488	814	838	864	897
자본총계	6,519	6,759	7,292	7,949	8,740
순차입금	1,141	969	1,268	842	725
총차입금	1,753	1,746	2,681	2,281	2,181

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,631	1,836	1,735
당기순이익	375	464	604	761	906
감가상각비	990	968	921	972	849
무형자산상각비	141	177	173	137	103
외환손익	-36	95	-79	0	-63
자산처분손익	20	79	0	0	0
지분법손익	5	1	8	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-75	-60	166	-122
기타	104	-37	63	-201	62
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,758	-1,540	-1,537
투자자산의 처분	239	70	14	-35	-33
유형자산의 처분	35	108	0	0	0
유형자산의 취득	-454	-1,588	-1,753	-1,490	-1,490
무형자산의 처분	-152	-272	0	0	0
기타	0	0	-18	-15	-14
재무활동현금흐름	-700	175	783	-298	-208
단기차입금의 증가	0	0	880	-200	0
장기차입금의 증가	-630	18	0	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-47	-105	-103	-115
기타	-5	204	9	5	6
현금및현금성자산의순증가	-88	147	657	-2	-11
기초현금및현금성자산	413	324	472	1,129	1,127
기말현금및현금성자산	324	472	1,129	1,127	1,116
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,691	1,670	1,857
Op Free Cash Flow	308	-143	-62	588	234

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	865	1,240	1,476
BPS	10,344	10,196	11,069	12,152	13,452
주당EBITDA	2,928	3,649	3,458	3,644	3,574
CFPS	2,585	2,760	2,913	3,208	3,186
DPS	81	183	180	200	250
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	22.3	15.5	13.0
PBR	1.5	2.1	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.2	7.2	7.3	6.0	6.0
PCFR	6.0	7.8	6.6	6.0	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	7.6	7.6	7.8
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	7.6	7.6	7.8
EBITDA margin	17.9	19.2	16.6	15.9	14.4
순이익률	3.9	4.2	5.0	5.7	6.2
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	8.6	10.0	10.9
투자자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	8.3	9.5	10.1
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	94.9	87.5	83.1
순차입금비율	17.5	14.3	17.4	10.6	8.3
이자보상배율(배)	11.8	22.6	16.4	17.6	20.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	3.2	3.3	3.4
채고자산회전율	8.9	9.0	8.5	8.7	8.8
매입채무회전율	4.1	4.3	3.8	3.8	3.8

Compliance Notice

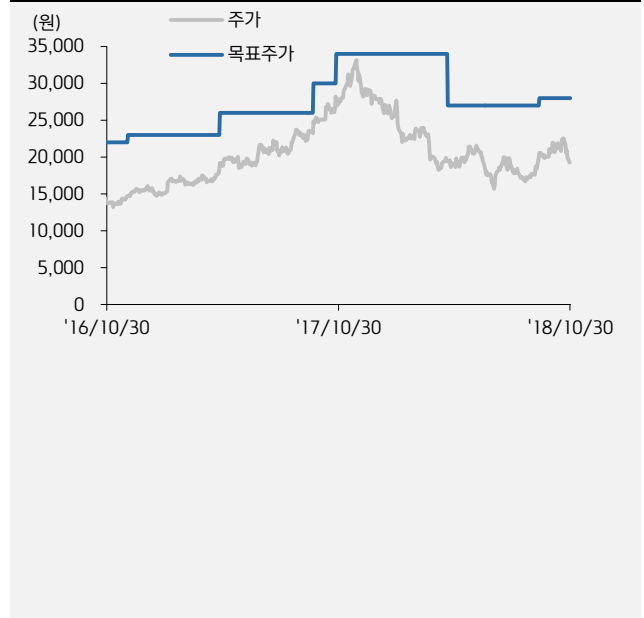
- 당사는 10월 29일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-28.79	-20.19
	2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-30.46	-20.19
	2018/09/11	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-25.56	-19.46
2018/10/30	BUY(Maintain)	28,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%