



# BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원  
주가(11/27): 20,800원  
시가총액: 12,128억원

## 전기전자/가전

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

### Stock Data

KOSDAQ (11/27)		700.67pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	31,900원	15,700원
등락률	-34.8%	32.5%
수익률	절대	상대
1W	4.8%	-0.8%
1M	-3.0%	20.2%
1Y	-37.3%	-29.0%

### Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	651천주
외국인 지분율	6.6%
배당수익률(18E)	0.6%
BPS(18E)	10,994원
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	917	1,015
EBITDA	1,707	2,128	2,010	2,075
세전이익	496	705	842	957
순이익	375	464	599	756
지배주주지분순이익	362	403	546	718
EPS(원)	621	692	937	1,232
증감률(%YoY)	113.5	11.4	35.5	31.5
PER(배)	25.1	31.0	22.2	16.9
PBR(배)	1.5	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	7.2	6.5
영업이익률(%)	6.0	8.8	7.5	7.6
ROE(%)	5.9	7.0	8.6	10.0
순부채비율(%)	17.5	14.3	16.2	9.2

### Price Trend



# 서울반도체 (046890)

## WICOP이 이끄는 우호적 환경 변화



내년 실적 개선을 낙관하는 근거는 자동차 헤드램프 매출 확대와 신규 베트남 법인의 정상화에 있다. 추가로 주요 TV 고객의 Vendor 정책 변화로 인해 점유율이 상승할 여지가 생겼고, 중국의 MOCVD 발주가 감소하고 있어 공급과잉이 완화될 전망이다. 동사가 업황 대비 선전할 수 있는 결정적 계기는 패키지가 없는 WICOP이다. WICOP이 TV를 넘어 자동차, 모바일 등으로 적용처가 확대되고 있다.

### >>> 내년 사업 환경의 우호적 포인트

내년 사업 환경을 우호적으로 바라볼 수 있는 새로운 포인트로서 1) S사의 TV용 LED Vendor 정책 변화에 따라 S사 내 동사의 점유율이 상승할 것으로 기대되고, 2) Veeco, AMEC 등 주요 MOCVD 업체들의 실적 동향에서 향후 중국의 MOCVD 수요가 감소할 것으로 예측되고 있어 공급과잉이 완화될 것이며, 이는 미중 무역 분쟁의 여파로 해석된다.

기존의 투자 포인트로서 1) 자동차 헤드램프용 매출 확대와 함께 제품 Mix가 개선되고, 2) 베트남 법인의 가동률이 상승하면서 일반조명 분야 대응력이 향상되는 동시에 고정비 부담이 완화될 것이라는 점이 여전히 핵심이다.

### >>> WICOP 선전 돋보여

동사의 패키지가 없는 LED인 WICOP이 충분한 경쟁력을 입증하고 있다. 특히 TV의 고화질(UHD) 및 슬림화 Trend에 적합한 솔루션으로 인식되며, TV 시장 점유율 상승을 이끌고 있다. 때마침 S사가 자체 LED 사업의 조직을 개편하는 소식이 전해지고 있어 고객사 내 동사의 입지가 더욱 강화될 수도 있다. WICOP은 내년에 스마트폰, Tablet 등 모바일 분야에도 본격적으로 채택될 것으로 기대된다. 패키지가 없어 원가가 절감되는 대신, 판가는 높기 때문에 수익성에 기여하는 바가 크다.

WICOP을 앞세워 자동차 헤드램프 채용 모델 수가 9개로 늘어났고, nPola가 처음으로 채택된 모델도 곧 양산할 예정이다. 적외선 LED, VCSEL, 마이크로 LED 등 차세대 제품에 선제적으로 대응하기 위한 R&D 투자도 적극적으로 병행하고 있다.

### >>> 4분기도 호실적 예상

3분기 호실적에 이어 4분기도 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적이 예상된다. IT 부문의 비수기 영향을 넘어설 것이며, 전년 동기 대비 이익 성장 국면에 진입할 것이다. WICOP 비중이 전사 매출의 15%에 도달할 것이다.

서울반도체 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018E	YoY	2019E	YoY
<b>매출액</b>	<b>2,830</b>	<b>2,903</b>	<b>3,203</b>	<b>3,228</b>	<b>2,964</b>	<b>3,249</b>	<b>3,571</b>	<b>3,556</b>	<b>11,104</b>	<b>16.4%</b>	<b>12,164</b>	<b>9.5%</b>	<b>13,341</b>	<b>9.7%</b>
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%
<b>영업이익</b>	<b>172</b>	<b>176</b>	<b>281</b>	<b>288</b>	<b>192</b>	<b>208</b>	<b>306</b>	<b>309</b>	<b>983</b>	<b>70.8%</b>	<b>917</b>	<b>-6.7%</b>	<b>1,015</b>	<b>10.7%</b>
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	8.9%	6.5%	6.4%	8.6%	8.7%	8.8%	2.8%p	7.5%	-1.3%p	7.6%	0.1%p
세전이익	151	207	211	272	176	193	292	296	705	42.0%	842	19.4%	957	13.7%
순이익	115	94	133	204	132	145	219	222	403	11.4%	546	35.5%	718	31.5%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 WICOP의 장점



자료: 서울반도체

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	8,944	9,818	10,658
매출총이익	2,337	2,843	3,220	3,523	3,844
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,303	2,508	2,712
영업이익(보고)	575	983	917	1,015	1,132
영업이익(핵심)	575	983	917	1,015	1,132
영업외손익	-79	-278	-75	-58	9
이자수익	9	12	7	6	7
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	533	339	434	79	63
이자비용	49	43	60	64	61
외환손실	535	591	410	79	0
관계기업지분법손익	-5	-1	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	-17	45	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-5	62	0	0
기타	-17	-34	-104	0	0
법인세차감전이익	496	705	842	957	1,141
법인세비용	121	241	243	201	240
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	28.8%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	599	756	901
지배주주지분순이익(억원)	362	403	546	718	856
EBITDA	1,707	2,128	2,010	2,075	2,043
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,692	1,816	1,812
수정당기순이익	387	437	556	756	901
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	9.5	9.7	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	-6.7	10.7	11.6
영업이익(핵심)	26.2	70.8	-6.7	10.7	11.6
EBITDA	6.2	24.7	-5.6	3.3	-1.6
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	35.5	31.5	19.2
EPS	113.5	11.4	35.5	31.5	19.2
수정순이익	47.3	12.9	27.2	36.0	19.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,770	7,050	7,591
현금및현금성자산	324	472	1,026	1,048	1,067
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	7,188	7,592	8,142
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	326	359	391
투자자산	281	83	89	95	101
유형자산	4,801	5,406	5,990	6,488	7,098
무형자산	489	615	636	487	376
기타비유동자산	127	129	147	162	176
자산총계	10,906	12,273	13,958	14,641	15,733
유동부채	3,962	4,355	5,726	5,955	6,359
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,337	3,676	3,996
단기차입금	1,046	324	1,183	983	983
유동성장기차입금	298	275	325	325	325
기타유동부채	392	772	881	971	1,055
비유동부채	425	1,160	996	798	699
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	977	777	677
기타비유동부채	16	12	20	22	23
부채총계	4,387	5,514	6,722	6,753	7,058
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	0	0	0
이익잉여금	2,627	2,986	3,433	4,059	4,813
기타자본	-485	-930	2,686	2,686	2,686
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,410	7,037	7,791
비지배주주지분자본총계	488	814	826	852	884
자본총계	6,519	6,759	7,236	7,889	8,675
순차입금	1,141	969	1,174	724	577
총차입금	1,753	1,746	2,485	2,085	1,985

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,457	1,782	1,690
당기순이익	375	464	599	756	901
감가상각비	990	968	907	912	799
무형자산상각비	141	177	186	149	111
외환손익	-36	95	-24	0	-63
자산처분손익	20	79	1	0	0
지분법손익	5	1	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-75	-60	166	-122
기타	104	-37	-154	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,664	-1,459	-1,456
투자자산의 처분	239	70	14	-35	-33
유형자산의 처분	35	108	0	0	0
유형자산의 취득	-454	-1,588	-1,658	-1,409	-1,409
무형자산의 처분	-152	-272	0	0	0
기타	0	0	-20	-15	-14
재무활동현금흐름	-700	175	762	-301	-213
단기차입금의 증가	0	0	859	-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	7	2	1
현금및현금성자산의순증가	-88	147	555	21	20
기초현금및현금성자산	413	324	472	1,026	1,048
기말현금및현금성자산	324	472	1,026	1,048	1,067
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,517	1,616	1,812
Op Free Cash Flow	308	-143	27	619	274

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	937	1,232	1,469
BPS	10,344	10,196	10,994	12,069	13,362
주당EBITDA	2,928	3,649	3,447	3,559	3,503
CFPS	2,585	2,760	2,902	3,115	3,107
DPS	81	183	180	200	250
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	22.2	16.9	14.2
PBR	1.5	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.2	7.2	7.2	6.5	6.5
PCFR	6.0	7.8	7.2	6.7	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	7.5	7.6	7.8
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	7.5	7.6	7.8
EBITDA margin	17.9	19.2	16.5	15.6	14.1
순이익률	3.9	4.2	4.9	5.7	6.2
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	8.6	10.0	10.9
투자자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	8.3	9.7	10.4
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	92.9	85.6	81.4
순차입금비율	17.5	14.3	16.2	9.2	6.7
이자보상배율(배)	11.8	22.6	15.2	15.8	18.5
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

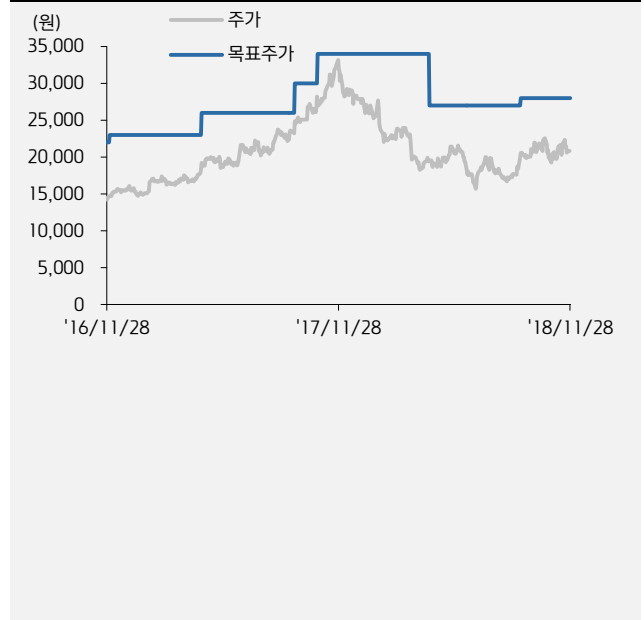
- 당사는 11월 27일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-25.43	-19.46
2018/11/28	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%