



BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원(상향)

주가(1/30): 24,550원

시가총액: 14,314억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/30)		715.30pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	24,550원	15,700원	
등락률	0.0%	56.4%	
수익률	절대	상대	
	1W	26.9%	19.8%
	1M	33.4%	43.6%
	1Y	-8.1%	18.4%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	497천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(18E)	0.6%
BPS(18E)	11,140원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	9,538	11,104	11,942	13,429
영업이익	575	983	990	1,237
EBITDA	1,707	2,128	2,083	2,298
세전이익	496	705	848	1,179
순이익	375	464	654	932
지배주주지분순이익	362	403	631	885
EPS(원)	621	692	1,082	1,518
증감률(%YoY)	113.5	11.4	56.5	40.3
PER(배)	25.1	31.0	22.7	16.2
PBR(배)	1.5	2.1	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	7.6	6.8
영업이익률(%)	6.0	8.8	8.3	9.2
ROE(%)	5.9	7.0	9.3	12.1
순부채비율(%)	17.5	14.3	13.7	5.9

Price Trend



서울반도체 (046890)

모든 LED는 서울반도체로 통한다



12%의 영업이익률이 놀랍다. 베트남 법인이 손익분기점 수준인데도 역사적 최고 수익성을 기록했다는 것은 WICOP 등 차별적 제품 경쟁력을 바탕으로 제품 Mix 개선 효과가 크고, 자동차, 모바일 등 고부가 영역에서 입지가 강화되고 있는 구조적 변화를 의미한다. 향후 SunLike 등 프리미엄 조명 솔루션을 앞세워 B2C 매출을 확대하면서 수익성 개선 기초를 이어갈 것이다. Valuation Premium이 정당하다.

>>> 차별적 제품 경쟁력 기반 구조적 도약 시작

4분기 영업이익은 362억원(QoQ 29%, YoY 79%)으로 높아진 시장 예상치(289억원)도 크게 상회했다.

영업이익률 12%에 주목해야 한다. 신규 베트남 법인이 손익분기점 수준인데도 불구하고 역사적 최고 수익성을 기록했다는 것은 1) WICOP, UCD 등 차별적인 제품 경쟁력을 바탕으로 제품 Mix 개선 효과가 크고, 2) 자동차, 모바일 등 고부가 영역에서 입지가 강화되고 있는 구조적 변화를 의미한다. 3) 향후 SunLike, Acrich MJT 등 프리미엄 조명 솔루션을 앞세워 B2C 매출을 확대하면서 수익성 개선 기초를 이어갈 전망이다.

경쟁사들이 대규모 적자 속에서 사업을 축소하고 있는 모습과 대조적이다.

지난 4분기는 모바일 부문에서 고부가 UCD 비중이 확대됐고, 베트남 법인의 가동률이 상승하는 과정에서 원가 관리 능력이 돋보였으며, WICOP의 장점이 최적화된 TV 부문의 점유율이 상승했다. 전략적 판단에 따라 적자 상태인 저가형 조명 매출을 축소된 것도 수익성 개선에 도움이 됐다.

>>> 실적 전망 상향, 상반기 이익 모멘텀 돋보일 것

올해 영업이익 전망치를 1,036억원에서 1,237억원(YoY 25%)으로 상향한다. 특히 상반기는 전년 대비 큰 폭의 이익 성장세가 지속되며 주가 강세의 근거가 될 것으로 판단된다.

1) 점유율 상승을 이끄는 WICOP의 채택률이 TV, 자동차, 모바일 등 전분야에서 확대되고, 2) 헤드램프 채용 모델 수가 지속적으로 늘어나며, 3) TV는 국내 LED 업계의 구조 재편과 맞물려 주요 고객사 내 입지가 크게 향상될 가능성이 높다.

적외선 LED, 마이크로 LED, VCSEL 등 차세대 제품군에서도 선제적이며 가시적인 성과들이 나타날 것이다.

미중 무역 협상 결과에 따라 LED 산업의 지적재산권이 중시되고, 차별적인 보조금이 줄어든다면 동사에게 더욱 우호적인 영업 환경이 전개될 것이다.

목표주가를 28,000원에서 31,000원으로 상향한다.

서울반도체 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,827	2,830	2,903	3,203	3,006	-6.1%	6.3%	3,070	-2.1%
영업이익	202	172	176	281	362	28.7%	79.3%	304	19.1%
영업이익률	7.1%	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	3.3%p	4.9%p	9.9%	2.1%p
세전이익	-2	151	207	211	278	31.9%	흑전	288	-3.2%
순이익	-58	115	94	133	289	117.2%	흑전	216	33.8%
순이익률	-2.0%	4.1%	3.2%	4.2%	9.6%	5.5%p	11.6%p	7.0%	2.6%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망

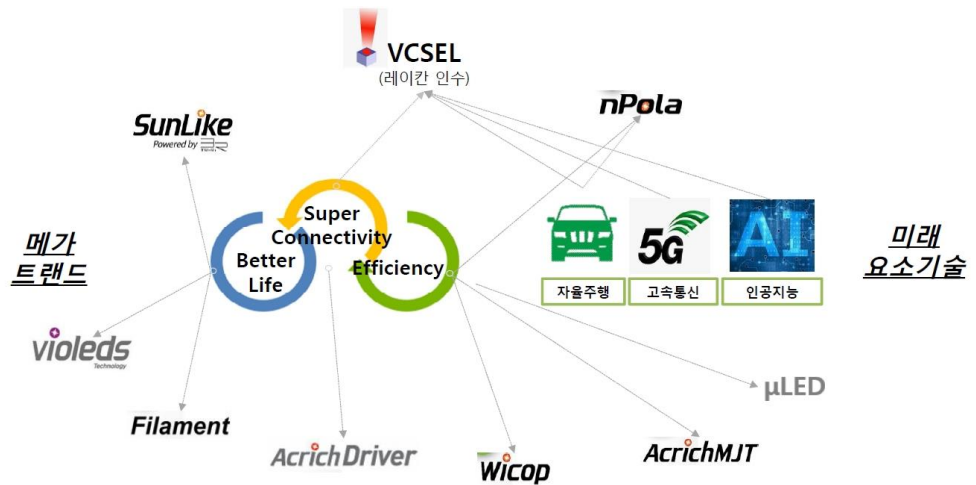
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	YoY	2018P	YoY	2019E	YoY
매출액	2,830	2,903	3,203	3,006	2,938	3,267	3,702	3,523	11,104	16.4%	11,942	7.5%	13,429	12.5%
TV	491	560	593	543	513	615	741	688	2,033	1.0%	2,187	7.6%	2,557	16.9%
중대형 BLU	110	117	140	134	124	124	162	132	463	0.5%	502	8.3%	541	7.9%
모바일	607	663	927	723	591	590	783	786	2,574	54.7%	2,920	13.4%	2,751	-5.8%
조명(자동차 포함)	1,622	1,563	1,543	1,606	1,710	1,937	2,017	1,916	6,047	12.0%	6,334	4.7%	7,580	19.7%
영업이익	172	176	281	362	253	279	362	343	983	70.8%	990	0.8%	1,237	25.0%
영업이익률	6.1%	6.0%	8.8%	12.0%	8.6%	8.5%	9.8%	9.7%	8.8%	2.8%p	8.3%	-0.6%p	9.2%	0.9%p
세전이익	151	207	211	278	238	264	348	330	705	42.0%	848	20.3%	1,179	39.0%
순이익	115	94	133	289	178	198	261	248	403	11.4%	631	56.5%	885	40.3%

자료: 서울반도체, 키움증권

주: 분야별 매출은 키움증권 추정치임

서울반도체 미래 제품 포트폴리오



자료: 서울반도체

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	19,377	
EBITDA	2,307	
Target EV/EBITDA	8.4	글로벌 Peer 평균
순차입금	1,539	
적정주가치	17,837	
수정발행주식수	57,392	
이론주가	31,080	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q19E	2018E	2019E	1Q19E	2018P	2019E	1Q19E	2018P	2019E
매출액	2,963	12,005	13,417	2,938	11,942	13,429	-0.8%	-0.5%	0.1%
영업이익	196	932	1,036	253	990	1,237	29.1%	6.2%	19.4%
세전이익	180	857	978	238	848	1,179	31.6%	-1.1%	20.6%
순이익	135	558	734	178	631	885	31.6%	13.1%	20.6%
EPS(원)		957	1,259		1,082	1,518		13.1%	20.6%
영업이익률	6.6%	7.8%	7.7%	8.6%	8.3%	9.2%	2.0%	0.5%	1.5%
세전이익률	6.1%	7.1%	7.3%	8.1%	7.1%	8.8%	2.0%	0.0%	1.5%
순이익률	4.6%	4.6%	5.5%	6.1%	5.3%	6.6%	1.5%	0.6%	1.1%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	11,942	13,429	14,598
매출원가	7,201	8,261	8,685	9,656	10,481
매출총이익	2,337	2,843	3,257	3,773	4,116
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,267	2,536	2,742
영업이익(보고)	575	983	990	1,237	1,374
영업이익(핵심)	575	983	990	1,237	1,374
영업외손익	-79	-278	-142	-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	-172	0	0
법인세차감전이익	496	705	848	1,179	1,383
법인세비용	121	241	194	248	290
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	22.9%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	654	932	1,093
지배주주지분순이익(억원)	362	403	631	885	1,038
EBITDA	1,707	2,128	2,083	2,298	2,285
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,747	1,992	2,003
수정당기순이익	387	437	608	932	1,093
증감율(% YoY)					
매출액	-5.7	16.4	7.5	12.5	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	0.8	25.0	11.1
영업이익(핵심)	26.2	70.8	0.8	25.0	11.1
EBITDA	6.2	24.7	-2.1	10.3	-0.6
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	56.5	40.3	17.3
EPS	113.5	11.4	56.5	40.3	17.3
수정순이익	47.3	12.9	39.0	53.3	17.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,572	7,242	7,972
현금및현금성자산	324	472	1,223	1,297	1,510
유동금융자산	288	305	264	310	336
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,689	4,073	4,427
채고자산	1,085	1,375	1,394	1,561	1,697
기타유동비금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	5,869	6,519	7,151	7,586	8,136
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	304	356	387
투자자산	281	83	85	95	100
유형자산	4,801	5,406	5,990	6,488	7,098
무형자산	489	615	636	487	376
기타비유동자산	127	129	137	161	175
자산총계	10,906	12,273	13,723	14,828	16,107
유동부채	3,962	4,355	5,436	5,910	6,311
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,107	3,641	3,958
단기차입금	1,046	324	1,183	983	983
유동성장기차입금	298	275	325	325	325
기타유동부채	392	772	821	962	1,045
비유동부채	425	1,160	996	798	699
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	977	777	677
기타비유동부채	16	12	19	21	23
부채총계	4,387	5,514	6,432	6,709	7,010
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	0	0	0
이익잉여금	2,627	2,986	3,518	4,310	5,245
기타자본	-485	-930	2,686	2,686	2,686
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,495	7,288	8,223
비지배주주지분자본총계	488	814	796	832	875
자본총계	6,519	6,759	7,291	8,120	9,097
순차입금	1,141	969	997	478	138
총차입금	1,753	1,746	2,485	2,085	1,985

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,620	1,863	1,882
당기순이익	375	464	654	932	1,093
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	48	71	-121
기타	104	-37	-154	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,630	-1,488	-1,456
투자자산의 처분	239	70	38	-55	-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	-9	-24	-14
재무활동현금흐름	-700	175	761	-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	752	74	212
기초현금및현금성자산	413	324	472	1,223	1,297
기말현금및현금성자산	324	472	1,223	1,297	1,510
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,572	1,792	2,003
Op Free Cash Flow	308	-143	247	700	466

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	1,082	1,518	1,780
BPS	10,344	10,196	11,140	12,499	14,103
주당EBITDA	2,928	3,649	3,573	3,941	3,918
CFPS	2,585	2,760	2,997	3,416	3,435
DPS	81	183	180	200	250
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	22.7	16.2	13.8
PBR	1.5	2.1	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	6.2	7.2	7.6	6.8	6.7
PCFR	6.0	7.8	8.2	7.2	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	8.3	9.2	9.4
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	8.3	9.2	9.4
EBITDA margin	17.9	19.2	17.4	17.1	15.7
순이익률	3.9	4.2	5.5	6.9	7.5
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	9.3	12.1	12.7
투자자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	9.8	12.0	12.6
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	88.2	82.6	77.1
순차입금비율	17.5	14.3	13.7	5.9	1.5
이자보상배율(배)	11.8	22.6	16.5	19.2	22.4
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	3.3	3.5	3.4
채고자산회전율	8.9	9.0	8.6	9.1	9.0
매입채무회전율	4.1	4.3	3.9	4.0	3.8

Compliance Notice

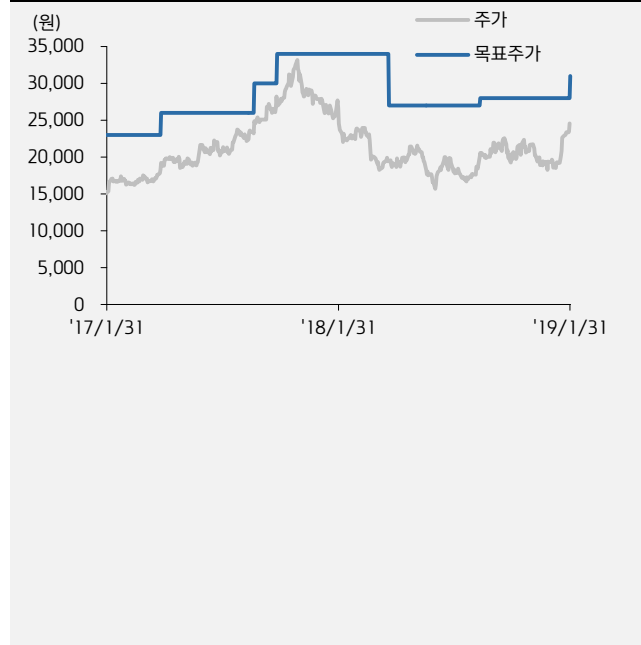
- 당사는 1월 30일 현재 '서울반도체 (046890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
서울반도체 (046890)	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	-25.44	-19.46
	2018/11/28	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.76	-19.46
	2019/01/07	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-27.12	-19.46
2019/01/17	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-26.19	-12.32	
2019/01/31	BUY(Maintain)	31,000원	6개월			

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%