



## BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(7/14): 16,200원

시가총액: 9,445억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (7/14)		703.34pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,700원	12,700원
등락률	-21.7%	27.6%
수익률	절대	상대
1W	12.5%	10.8%
1M	3.2%	0.2%
1Y	3.8%	11.8%

## Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	561천주
외국인 지분율	3.7%
배당수익률(16E)	0.6%
BPS(16E)	10,210원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	9,393	10,112	10,180	10,486
영업이익	26	456	478	562
EBITDA	1,077	1,607	1,577	1,574
세전이익	-132	370	427	516
순이익	7	268	337	408
지배주주지분순이익	-69	169	255	306
EPS(원)	-118	291	438	524
증감률(%YoY)	N/A	N/A	50.7	19.7
PER(배)	-171.4	54.0	37.0	30.9
PBR(배)	2.1	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	1.2	9.8	8.3	8.0
영업이익률(%)	0.3	4.5	4.7	5.4
ROE(%)	0.1	4.3	5.3	6.1
순부채비율(%)	39.5	20.4	10.3	-0.5

## Price Trend



## 실적 Preview

## 서울반도체 (046890)

## 아쉬운 2분기, 기대되는 하반기



2분기 실적은 기대치를 밑돌 전망이다. 해외 스마트폰 고객사향 출하 부진이 이어졌고, 조명 분야도 기대와 달리 수요가 미흡했던 것으로 예상된다. 반면에 하반기 전망은 밝아 보인다. 해외 스마트폰 고객의 신규 모델용 LED를 주도적으로 공급하고, 조명의 계절적 수요 회복과 함께 Wicop의 실적 기여가 확대될 것이다. 조정 시 매수 전략이 유효해 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 실적은 기대치 하회할 듯

2분기 실적은 시장 예상치에 미치지 못하겠지만, 하반기는 전략 스마트폰 효과 및 조명 수요 회복에 힘입어 큰 폭의 실적 개선세가 예상된다. 투자 의견 'BUY'와 목표주가 22,000원을 유지한다.

2분기 영업이익 추정치를 111억원에서 77억원(QoQ 6%, YoY 34%)으로 하향 조정한다. 모바일 분야는 해외 주요 스마트폰 고객사향 출하 부진이 이어졌고, 조명 분야가 기대와 달리 유통 재고조정 등의 영향으로 수요가 미흡했던 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 전망 긍정적, 전략 스마트폰 효과와 조명 회복 기대

이에 반해 하반기 전망은 긍정적이다. 3분기와 4분기 영업이익은 각각 187억원(QoQ 144%, YoY -19%), 141억원(QoQ -25%, YoY 18%)으로 추정된다.

1) 모바일 분야는 해외 고객의 신규 모델 효과가 예정된 가운데, 동사가 주도적으로 공급할 것으로 기대되고, 2) 일반 조명과 자동차 조명의 계절적 수요 회복과 더불어 조명용 Wicop2의 실적 기여가 확대될 것이다.

## &gt;&gt;&gt; Flash 시장 공략 통해 모바일 BLU 시장 축소 상쇄

중장기적으로 스마트폰 A사가 Flexible OLED를 채용함에 따른 모바일 수요 감소 우려가 상존하지만, 동사는 Flash 시장 공략을 통해 상쇄해 가겠다는 전략이다. Flash용 LED 판가가 모바일 BLU용보다 월등하게 높아 현재 두 시장 규모가 대등한 수준이다.

동사의 차별적 제품인 Wicop과 UCD(Ultra Color Display)가 중요한 솔루션이 될 것이다.

## 서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	2,346	2,387	2,787	2,661	2,338	2,524	2,896	2,728	10,112	7.7%	10,180	0.7%	10,486	3.0%
TV	540	488	556	502	461	421	482	433	2,117	-3.5%	2,086	-1.4%	1,798	-13.8%
중대형 BLU	106	118	105	102	87	86	77	77	536	-25.9%	430	-19.7%	327	-24.0%
핸드셋	281	351	568	611	313	374	585	628	2,205	79.2%	1,812	-17.8%	1,899	4.8%
조명(자동차 포함)	1,419	1,430	1,557	1,446	1,478	1,643	1,751	1,589	5,255	29.6%	5,852	11.4%	6,462	10.4%
영업이익	72	77	187	141	84	122	203	153	456	1684.1%	478	4.8%	562	17.6%
영업이익률	3.1%	3.2%	6.7%	5.3%	3.6%	4.8%	7.0%	5.6%	4.5%	4.2%p	4.7%	0.2%p	5.4%	0.7%p

자료: 서울반도체, 키움증권

## 서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E
매출액	2,525	10,363	10,775	2,387	10,180	10,486	-5.5%	-1.8%	-2.7%
영업이익	111	512	565	77	478	562	-31.1%	-6.8%	-0.6%
세전이익	99	459	516	65	427	516	-34.2%	-7.0%	0.0%
순이익	59	274	306	39	255	306	-34.2%	-6.9%	0.0%
EPS(원)		471	525		438	524		-6.9%	0.0%
영업이익률	4.4%	4.9%	5.2%	3.2%	4.7%	5.4%	-1.2%	-0.3%	0.1%
세전이익률	3.9%	4.4%	4.8%	2.7%	4.2%	4.9%	-1.2%	-0.2%	0.1%
순이익률	2.3%	2.6%	2.8%	1.6%	2.5%	2.9%	-0.7%	-0.1%	0.1%

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,393	10,112	10,180	10,486	10,937
매출원가	7,496	7,730	7,848	8,025	8,368
매출총이익	1,897	2,382	2,333	2,461	2,569
판매비및일반관리비	1,871	1,926	1,855	1,899	1,970
영업이익(보고)	26	456	478	562	599
영업이익(핵심)	26	456	478	562	599
영업외손익	-158	-86	-50	-45	-45
이자수익	46	13	9	9	9
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	561	491	278	33	26
이자비용	91	58	54	54	54
외환손실	638	489	285	33	26
관계기업지분손익	-33	-6	-1	0	0
투자및기타자산처분손익	1	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-16	5	1	0	0
기타	12	-44	1	0	0
법인세차감전이익	-132	370	427	516	554
법인세비용	-139	102	90	108	116
유효법인세율 (%)	105.1%	27.6%	21.1%	21.0%	21.0%
당기순이익	7	268	337	408	437
지배주주지분순이익(억원)	-69	169	255	306	328
EBITDA	1,077	1,607	1,577	1,574	1,432
현금순이익(Cash Earnings)	1,059	1,419	1,436	1,421	1,270
수정당기순이익	6	263	336	408	437
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	7.7	0.7	3.0	4.3
영업이익(보고)	-97.4	1,684.1	4.8	17.6	6.6
영업이익(핵심)	-97.4	1,684.1	4.8	17.6	6.6
EBITDA	-43.0	49.1	-1.9	-0.1	-9.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	50.7	19.7	7.3
EPS	N/A	N/A	50.7	19.7	7.3
수정순이익	-98.6	4,301.7	27.9	21.3	7.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	403	2,683	2,348	2,486	1,223
당기순이익	7	268	337	408	437
감가상각비	865	994	959	918	776
무형자산상각비	187	157	140	95	57
외환손익	34	7	6	0	0
자산처분손익	3	7	0	0	0
지분법손익	21	4	1	0	0
영업활동자산부채 증감	-708	1,279	-12	7	-59
기타	-6	-34	917	1,058	11
투자활동현금흐름	-1,104	-678	-837	-742	-794
투자자산의 처분	587	277	-32	-19	-33
유형자산의 처분	25	10	0	0	0
유형자산의 취득	-1,583	-867	-800	-720	-756
무형자산의 처분	-146	-97	0	0	0
기타	14	0	-5	-3	-5
재무활동현금흐름	826	-1,835	-1,051	-1,056	-66
단기차입금의 증가	0	0	-10	0	0
장기차입금의 증가	936	-1,187	-1,000	-1,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-85	0	-43	-58	-69
기타	-25	-648	2	2	4
현금및현금성자산의순증가	99	160	460	688	362
기초현금및현금성자산	154	253	413	873	1,561
기말현금및현금성자산	253	413	873	1,561	1,923
Gross Cash Flow	1,112	1,403	2,360	2,478	1,282
Op Free Cash Flow	-1,387	1,796	664	744	491

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,039	5,003	5,608	6,373	6,943
현금및현금성자산	253	413	873	1,561	1,923
유동금융자산	822	642	668	685	715
매출채권및유동채권	2,687	2,878	2,997	3,073	3,205
재고자산	1,278	1,070	1,069	1,054	1,099
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,764	6,358	6,023	5,740	5,680
장기매출채권및기타비유동채권	333	168	175	179	187
투자자산	232	152	163	165	168
유형자산	5,600	5,479	5,229	5,031	5,011
무형자산	484	442	336	241	184
기타비유동자산	115	117	121	125	130
자산총계	11,803	11,360	11,631	12,113	12,622
유동부채	4,630	4,058	4,047	4,119	4,245
매입채무및기타유동채무	1,420	2,394	2,493	2,556	2,666
단기차입금	2,006	904	894	894	894
유동성장기차입금	427	409	294	294	294
기타유동부채	777	351	366	375	391
비유동부채	1,076	1,053	1,064	1,066	1,070
장기매입채무및비유동채무	2	1	1	1	1
사채및장기차입금	1,048	1,017	1,027	1,027	1,027
기타비유동부채	26	35	37	39	42
부채총계	5,706	5,110	5,111	5,185	5,315
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,139	2,309	2,521	2,827	3,092
기타자본	-447	-453	-457	-457	-457
지배주주지분자본총계	5,580	5,744	5,953	6,258	6,524
비지배주주지분자본총계	517	506	568	670	784
자본총계	6,097	6,250	6,520	6,928	7,308
순차입금	2,406	1,275	673	-32	-423
총차입금	3,481	2,330	2,215	2,215	2,215

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

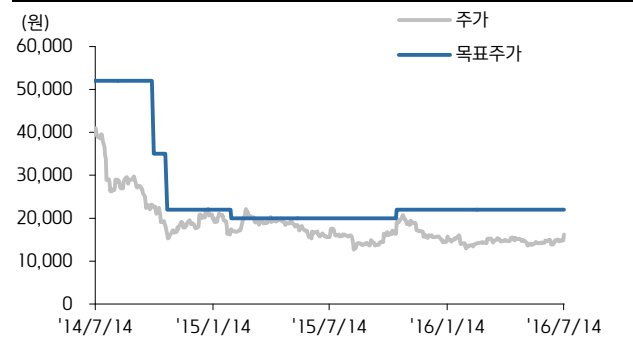
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-118	291	438	524	563
BPS	9,571	9,852	10,210	10,734	11,189
주당EBITDA	1,848	2,756	2,704	2,700	2,455
CFPS	1,816	2,433	2,463	2,437	2,179
DPS	0	75	100	120	140
주가배수(배)					
PER	-171.4	54.0	37.0	30.9	28.8
PBR	2.1	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	1.2	9.8	8.3	8.0	8.5
PCFR	11.1	6.5	6.6	6.6	7.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	4.5	4.7	5.4	5.5
영업이익률(핵심)	0.3	4.5	4.7	5.4	5.5
EBITDA margin	11.5	15.9	15.5	15.0	13.1
순이익률	0.1	2.6	3.3	3.9	4.0
자기자본이익률(ROE)	0.1	4.3	5.3	6.1	6.1
투자자본이익률(ROIC)	0.0	4.3	5.3	6.6	7.2
안정성(%)					
부채비율	93.6	81.8	78.4	74.8	72.7
순차입금비율	39.5	20.4	10.3	-0.5	-5.8
이자보상배율(배)	0.3	7.8	8.8	10.4	11.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.6	3.5	3.5	3.5
재고자산회전율	8.4	8.6	9.5	9.9	10.2
매입채무회전율	6.6	5.3	4.2	4.2	4.2

- 당사는 7월 14일 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 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
서울반도체 (046890)	2014/06/25	BUY(Maintain)	52,000원
	2014/10/13	BUY(Maintain)	35,000원
	2014/11/03	Outperform(Downgrade)	22,000원
	2015/02/11	Outperform(Maintain)	20,000원
	2015/10/27	BUY(Upgrade)	22,000원
	2016/01/14	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/02/03	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/03/21	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/04/26	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/07/15	BUY(Maintain)	22,000원

## 목표주가 추이



## 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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%