



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(10/28): 14,150원

시가총액: 8,250억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/28)		640.17pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,700원	12,950원
등락률	-31.6%	9.3%
수익률	절대	상대
1W	-4.4%	2.6%
1M	-4.7%	4.1%
1Y	-25.7%	-19.5%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	476천주
외국인 지분율	3.6%
배당수익률(16E)	0.6%
BPS(16E)	10,207원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	9,393	10,112	9,593	9,980
영업이익	26	456	501	542
EBITDA	1,077	1,607	1,634	1,552
세전이익	-132	370	361	500
순이익	7	268	278	395
지배주주지분순이익	-69	169	262	316
EPS(원)	-118	291	450	542
증감률(%YoY)	N/A	N/A	54.7	20.6
PER(배)	-171.4	54.0	31.5	26.1
PBR(배)	2.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	1.2	9.8	5.7	6.6
영업이익률(%)	0.3	4.5	5.2	5.4
ROE(%)	0.1	4.3	4.4	5.9
순부채비율(%)	39.5	20.4	9.5	-0.7

Price Trend



실적 Review

서울반도체 (046890)

차별적 수익성 입증



3분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. Cree, LG이노텍 등 경쟁사들이 상당한 적자에 머물러 있는데 반해, 동사는 8%대 영업이익률로 차별적인 수익성을 보여줬다. 무엇보다 원가절감형 혁신 제품인 WICOP이 모바일, TV, 자동차 등으로 확대 적용되고 있기 때문이며, 해외 전략 스마트폰 고객의 신모델 출시에 따른 수혜가 집중됐다. 4분기는 IT 분야 신규 제품에 진입하는 효과로 계절성이 최소화될 것이다.

>>> 3분기 시장 기대치 상회한 호실적, 제품 Mix 개선

3분기 영업이익은 199억원(QoQ 103%, YoY -15%)으로 시장 컨센서스(178억원)를 상회한 호실적으로 평가된다.

경쟁사인 Cree가 영업손실 1,014만달러(영업이익률 -3.2%)를 기록했고, LG이노텍도 상당한 적자가 지속되고 있는 데 반해, 동사의 영업이익률은 8.1%로 차별적인 수익성을 보여줬다.

일반 조명 매출이 예상보다 부진했고, 환율 여건이 부정적이었음에도 불구하고, 고부가인 WICOP, Acrich, UCD 등을 앞세워 제품 Mix가 개선됐기 때문이다. 구체적으로 1) 모바일 분야는 해외 전략 고객의 신모델 출시에 따른 수혜가 집중됐고, 2) TV는 전략 제품(WICOP, UCD)의 판매가 견조했으며, 3) 자동차 조명은 국내 자동차 업계 파업 여파에도 불구하고 해외 고객 중심의 성장세를 이어갔다.

>>> 4분기 계절성 최소화, IT 분야 제품 포트폴리오 다변화

4분기는 계절적 비수기 영향이 최소화되며 호실적을 이어갈 것이다.

매출액은 2,470억원(QoQ 1%, YoY -3%), 영업이익은 131억원(QoQ -34%, YoY 9%)으로 예상된다. IT 분야 고객 기반과 제품 포트폴리오가 확대되는 것이 주요인이고, 일반 조명은 대형 거래선 신규 수주를 바탕으로 회복세를 보이며, 자동차 조명의 호조가 이어질 것이다.

>>> 자동차 성과 확대 기대

향후 성장 전략과 관련해 잠재성장성이 가장 큰 자동차 외부조명에서는 WICOP을 기반으로 헤드램프 성과가 확대될 것으로 기대된다.

베트남 공장이 내년에 완공되면 중저가 조명에 대한 대응력이 강화될 것이다. 수익성 측면에서는 2010/2011년, 2014년 두 차례의 대규모 투자로 인한 감가상각비 부담이 내년부터 본격적으로 줄어들 것이다.

서울반도체 3분기 실적 요약

(단위: 억원)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,763	2,555	2,346	2,323	2,455	5.7%	-11.2%	2,483	-1.1%
영업이익	232	120	72	98	199	102.8%	-14.0%	174	14.9%
영업이익률	8.4%	4.7%	3.1%	4.2%	8.1%	3.9%p	-0.3%p	7.0%	1.1%p
세전이익	239	60	57	75	108	43.1%	-54.9%	163	-33.9%
순이익	142	53	36	64	86	34.8%	-39.2%	97	-10.8%
순이익률	5.1%	2.1%	1.5%	2.8%	3.5%	0.8%p	-1.6%p	3.9%	-0.4%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16P	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	2,346	2,323	2,455	2,470	2,307	2,472	2,619	2,582	10,112	7.7%	9,593	-5.1%	9,980	4.0%
TV	540	565	504	512	504	518	547	505	2,117	-3.5%	2,104	-0.6%	2,074	-1.4%
중대형 BLU	106	115	109	118	109	111	113	110	549	-24.1%	458	-16.7%	443	-3.2%
핸드셋	281	302	544	450	272	295	392	384	2,205	79.2%	1,610	-27.0%	1,343	-16.6%
조명(자동차 포함)	1,419	1,341	1,298	1,390	1,422	1,548	1,567	1,583	5,242	29.2%	5,422	3.4%	6,120	12.9%
영업이익	72	98	199	131	83	112	206	141	456	1684.1%	501	9.9%	542	8.1%
영업이익률	3.1%	4.2%	8.1%	5.3%	3.6%	4.5%	7.9%	5.4%	4.5%	4.2%p	5.2%	0.7%p	5.4%	0.2%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E	4Q16E	2016E	2017E
매출액	2,411	9,562	9,841	2,470	9,593	9,980	2.4%	0.3%	1.4%
영업이익	120	465	520	131	501	542	8.6%	7.8%	4.1%
세전이익	110	405	479	121	361	500	9.5%	-11.1%	4.5%
순이익	65	262	284	76	262	316	16.8%	0.2%	11.5%
EPS(원)		449	487		450	542		0.2%	11.5%
영업이익률	5.0%	4.9%	5.3%	5.3%	5.2%	5.4%	0.3%	0.4%	0.1%
세전이익률	4.6%	4.2%	4.9%	4.9%	3.8%	5.0%	0.3%	-0.5%	0.1%
순이익률	2.7%	2.7%	2.9%	3.1%	2.7%	3.2%	0.4%	0.0%	0.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,393	10,112	9,593	9,980	10,409
매출원가	7,496	7,730	7,320	7,601	7,926
매출총이익	1,897	2,382	2,273	2,379	2,483
판매비및일반관리비	1,871	1,926	1,772	1,837	1,906
영업이익(보고)	26	456	501	542	578
영업이익(핵심)	26	456	501	542	578
영업외손익	-158	-86	-141	-41	-41
이자수익	46	13	13	15	15
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	561	491	211	0	0
이자비용	91	58	56	56	56
외환손실	638	489	223	0	0
관계기업지분손익	-33	-6	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	1	1	-2	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-16	5	1	0	0
기타	12	-44	-84	0	0
법인세차감이익	-132	370	361	500	537
법인세비용	-139	102	83	105	113
유효법인세율 (%)	105.1%	27.6%	23.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	7	268	278	395	424
지배주주지분순이익(억원)	-69	169	262	316	339
EBITDA	1,077	1,607	1,634	1,552	1,410
현금순이익(Cash Earnings)	1,059	1,419	1,411	1,406	1,256
수정당기순이익	6	263	278	395	424
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	7.7	-5.1	4.0	4.3
영업이익(보고)	-97.4	1,684.1	9.9	8.1	6.6
영업이익(핵심)	-97.4	1,684.1	9.9	8.1	6.6
EBITDA	-43.0	49.1	1.7	-5.0	-9.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	54.7	20.6	7.3
EPS	N/A	N/A	54.7	20.6	7.3
수정순이익	-98.6	4,301.7	5.9	42.0	7.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	403	2,683	2,333	2,446	1,215
당기순이익	7	268	278	395	424
감가상각비	865	994	989	910	770
무형자산상각비	187	157	145	101	63
외환손익	34	7	12	0	0
자산처분손익	3	7	2	0	0
지분법손익	21	4	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-708	1,279	87	-18	-56
기타	-6	-34	820	1,058	14
투자활동현금흐름	-1,104	-678	-778	-757	-792
투자자산의 처분	587	277	21	-31	-31
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	0	-5	-5
재무활동현금흐름	826	-1,835	-1,209	-1,056	-68
단기차입금의 증가	0	0	-165	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	0	1	1
현금및현금성자산의순증가	99	160	346	633	354
기초현금및현금성자산	154	253	413	759	1,392
기말현금및현금성자산	253	413	759	1,392	1,746
Gross Cash Flow	1,112	1,403	2,246	2,464	1,271
Op Free Cash Flow	-1,387	1,796	806	701	477

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,039	5,003	5,155	5,947	6,497
현금및현금성자산	253	413	759	1,392	1,746
유동금융자산	822	642	620	649	676
매출채권및유동채권	2,687	2,878	2,783	2,909	3,034
재고자산	1,278	1,070	993	998	1,040
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,764	6,358	5,974	5,699	5,639
장기매출채권및기타비유동채권	333	168	162	170	177
투자자산	232	152	158	161	164
유형자산	5,600	5,479	5,179	4,989	4,975
무형자산	484	442	362	262	199
기타비유동자산	115	117	113	118	123
자산총계	11,803	11,360	11,129	11,646	12,136
유동부채	4,630	4,058	3,638	3,758	3,877
매입채무및기타유동채무	1,420	2,394	2,314	2,419	2,523
단기차입금	2,006	904	739	739	739
유동성장기차입금	427	409	245	245	245
기타유동부채	777	351	339	355	370
비유동부채	1,076	1,053	1,041	1,042	1,044
장기매입채무및비유동채무	2	1	1	1	1
사채및장기차입금	1,048	1,017	1,006	1,006	1,006
기타비유동부채	26	35	34	36	37
부채총계	5,706	5,110	4,679	4,801	4,921
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,139	2,309	2,528	2,844	3,120
기타자본	-447	-453	-465	-465	-465
지배주주지분자본총계	5,580	5,744	5,951	6,267	6,543
비지배주주지분자본총계	517	506	499	578	671
자본총계	6,097	6,250	6,450	6,845	7,215
순차입금	2,406	1,275	611	-50	-432
총차입금	3,481	2,330	1,990	1,990	1,990

투자지표

(단위: 원, 배, %)

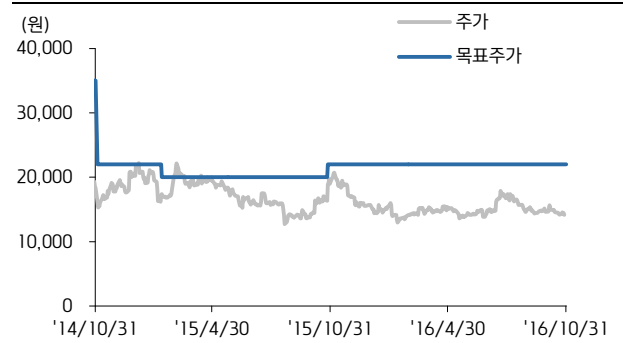
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-118	291	450	542	582
BPS	9,571	9,852	10,207	10,749	11,222
주당EBITDA	1,848	2,756	2,803	2,663	2,418
CFPS	1,816	2,433	2,420	2,411	2,155
DPS	0	75	100	120	140
주가배수(배)					
PER	-171.4	54.0	31.5	26.1	24.3
PBR	2.1	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	1.2	9.8	5.7	6.6	7.0
PCFR	11.1	6.5	5.8	5.9	6.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	4.5	5.2	5.4	5.5
영업이익률(핵심)	0.3	4.5	5.2	5.4	5.5
EBITDA margin	11.5	15.9	17.0	15.6	13.5
순이익률	0.1	2.6	2.9	4.0	4.1
자기자본이익률(ROE)	0.1	4.3	4.4	5.9	6.0
투자자본이익률(ROIC)	0.0	4.3	5.5	6.4	7.0
안정성(%)					
부채비율	93.6	81.8	72.5	70.1	68.2
순차입금비율	39.5	20.4	9.5	-0.7	-6.0
이자보상배율(배)	0.3	7.8	9.0	9.7	10.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.6	3.4	3.5	3.5
재고자산회전율	8.4	8.6	9.3	10.0	10.2
매입채무회전율	6.6	5.3	4.1	4.2	4.2

- 당사는 10월 28일 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
서울반도체 (046890)	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
	2016/08/01	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/08/31	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/09/08	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/10/11	BUY(Maintain)	22,000원
	2016/10/31	BUY(Maintain)	22,000원

목표주가 추이



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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%