



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(10/28): 14,150원

시가총액: 8,250억원



전기전자/가전
Analyst 김지산
02) 3787-4862
jisian@kiwoom.com

Stock Data

| KOSDAQ (10/28) | 최고가 | 최저가 |
|----------------|----------|---------|
| 52주 주가동향 | 640.17pt | |
| 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 |
| 자체주주지분순이익 | -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, LG 이노텍도 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 |
| 판매비 및 일반관리비 | 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 |
| 관계기업지분법손익 | -33 | -6 | -2 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 1 | 1 | -2 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -16 | 5 | 1 | 0 | 0 |
| 기타 | 12 | -44 | -84 | 0 | 0 |
| 법인세차감전이익 | -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 |

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 |

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 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

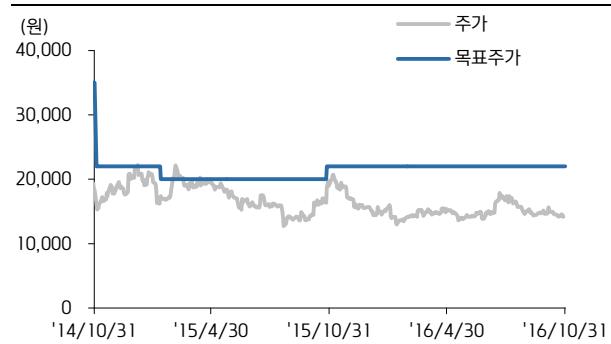
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | -118 | 291 | 450 | 542 | 582 |
| BPS | 9,571 | 9,852 | 10,207 | 10,749 | 11,222 |
| 주당EBITDA | 1,848 | 2,756 | 2,803 | 2,663 | 2,418 |
| CFPS | 1,816 | 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 |
| 투하자본이익률(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 기관투자가 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 간접없이 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% |