



BUY(Maintain)

목표주가: 23,000원(상향)

주가(12/1): 14,700원

시가총액: 8,571억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (12/1)		593.85pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	17,900원	12,950원
등락률	-17.9%	13.5%
수익률	절대	상대
1W	6.9%	12.8%
1M	2.4%	20.8%
1Y	-13.3%	1.1%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	322천주
외국인 지분율	3.9%
배당수익률(16E)	0.6%
BPS(16E)	10,194원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	9,393	10,112	9,636	10,033
영업이익	26	456	574	593
EBITDA	1,077	1,607	1,700	1,578
세전이익	-132	370	438	565
순이익	7	268	339	447
지배주주지분순이익	-69	169	311	380
EPS(원)	-118	291	533	651
증감률(%YoY)	N/A	N/A	83.5	22.1
PER(배)	-171.4	54.0	27.6	22.6
PBR(배)	2.1	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	1.2	9.8	5.8	6.2
영업이익률(%)	0.3	4.5	6.0	5.9
ROE(%)	0.1	4.3	5.3	6.7
순부채비율(%)	39.5	20.4	7.9	-3.9

Price Trend



실적 Preview

서울반도체 (046890)

실적은 역사적 상단, 주가는 하단



4분기 실적이 시장 기대치를 훌쩍 뛰어넘을 전망이다. 모바일 제품 매출 호조에 따른 Mix 개선이 주요인이다. 분기 실적은 역사적 상단에 근접해가는데 주가는 역사적 하단에 머물러 있다. 이 간극은 줄어들어야 할 것이다. LED 산업의 성장성 둔화에 따른 Valuation De-rating을 감안해도 과도한 수준으로 판단된다. 내년 해외 모바일 전략 고객의 OLED 채택 비중도 당초 우려보다 작을 것이고, 자동차 헤드램프 매출이 본격화되며, 신규 베트남 공장 가동 효과가 긍정적일 것이다.

>>> 놀라운 수익성 예상

실적 전망 상향과 함께 목표주가를 23,000원으로 상향한다.

4분기 영업이익은 204억원(QoQ 2%, YoY 70%)으로 시장 컨센서스(136억원)를 크게 상회할 전망이다. 영업이익률이 8.1%로 전분기에 이어 업계 최고 수준을 실현할 것이고, 모바일 분야가 고수익성을 주도할 것이다. 여기에 환율 여건도 우호적으로 변모했다.

모바일 분야는 1) 해외 전략 고객향 출하가 기대 이상 호조세를 이어가고, 2) 고색재현율이 특징인 UCD(Ultra Color Display) 제품을 앞세워 중화 시장 공략을 본격화하고 있다.

>>> 모바일 사업 환경, 우려보다 양호

내년 이후 해외 전략 고객의 OLED 채용에 따라 모바일 분야 매출이 급감할 것이라는 우려가 팽배했으나, 1) 해외 전략 고객과 협업 영역이 확대되고 있는 가운데, 내년 OLED 채택 비중도 당초 우려보다 작아 절대적 매출 규모가 유지될 수 있을 것이다. 2) Premium급 스마트폰의 카메라 Flash용 LED 탑재량이 4개까지 늘어나는 추세여서 동사를 비롯한 선두권 업체들에게 기회 요인이 될 것이고, 3) WICOP과 UCD 제품을 앞세운 중화권 고객 다변화 성과가 확대될 것이다.

>>> 내년 헤드램프 성과와 베트남 공장 가동 효과 기대

내년에는 자동차 헤드램프 매출이 본격적으로 더해지고, 신규 베트남 공장이 가동돼 가동률과 원가 측면에서 긍정적 효과가 예상된다.

자동차 외부 전면 램프(헤드램프, DRL, 방향지시등)용 LED는 연평균 30% 성장하며 부가가치가 가장 높은 분야다. 동사는 글로벌 완성차 업체를 대상으로 100여건의 헤드램프 개발에 참여하고 있어 2년 내 매출로 반영될 것이다.

신규 베트남 공장은 1분기 말부터 가동될 예정이고, 잉여 설비 활용 측면이다 보니 추가 고정비 부담이 최소화되는 반면에 가동률 상승과 인건비 절감 효과가 긍정적일 것이다.

전사적인 감가상각비 사이클도 이미 정점을 지나 감소세가 이어질 것이다.

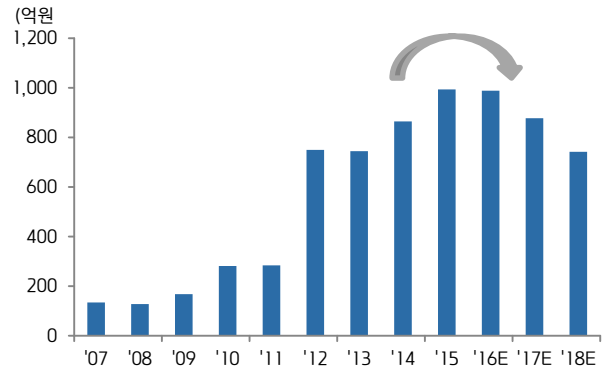
새로운 목표주가는 EV/EBITDA 8.5배를 적용했다.

스마트폰 카메라 Flash의 진화



자료: 서울반도체

서울반도체 감가상각비 추이 및 전망



자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	2,346	2,323	2,455	2,513	2,313	2,478	2,626	2,617	10,112	7.7%	9,636	-4.7%	10,033	4.1%
TV	520	568	504	512	504	518	547	505	2,117	-3.5%	2,104	-0.6%	2,074	-1.4%
중대형 BLU	119	112	109	118	109	111	113	110	549	-24.1%	458	-16.7%	443	-3.2%
핸드셋	312	304	544	493	277	301	398	420	2,205	79.2%	1,653	-25.1%	1,396	-15.5%
조명(자동차 포함)	1,395	1,339	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	204	89	119	207	178	456	1684.1%	574	26.0%	593	3.2%
영업이익률	3.1%	4.2%	8.1%	8.1%	3.8%	4.8%	7.9%	6.8%	4.5%	4.2%p	6.0%	1.5%p	5.9%	-0.1%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	2,470	9,593	9,980	2,513	9,636	10,033	1.7%	0.4%	0.5%
영업이익	131	501	542	204	574	593	56.0%	14.6%	9.4%
세전이익	121	361	500	198	438	565	64.1%	21.4%	13.0%
순이익	76	262	316	125	311	380	64.1%	18.6%	20.0%
EPS(원)		450	542		533	651		18.6%	20.0%
영업이익률	5.3%	5.2%	5.4%	8.1%	6.0%	5.9%	2.8%	0.7%	0.5%
세전이익률	4.9%	3.8%	5.0%	7.9%	4.5%	5.6%	3.0%	0.8%	0.6%
순이익률	3.1%	2.7%	3.2%	5.0%	3.2%	3.8%	1.9%	0.5%	0.6%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,393	10,112	9,636	10,033	10,465
매출원가	7,496	7,730	7,321	7,622	7,947
매출총이익	1,897	2,382	2,315	2,411	2,517
판매비및일반관리비	1,871	1,926	1,741	1,819	1,887
영업이익(보고)	26	456	574	593	631
영업이익(핵심)	26	456	574	593	631
영업외손익	-158	-86	-137	-27	-27
이자수익	46	13	13	16	16
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	561	491	330	0	0
이자비용	91	58	49	43	43
외환손실	638	489	417	0	0
관계기업지분손익	-33	-6	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	1	1	-11	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-16	5	2	0	0
기타	12	-44	-2	0	0
법인세차감이익	-132	370	438	565	604
법인세비용	-139	102	99	119	127
유효법인세율 (%)	105.1%	27.6%	22.6%	21.0%	21.0%
당기순이익	7	268	339	447	477
지배주주지분순이익(억원)	-69	169	311	380	406
EBITDA	1,077	1,607	1,700	1,578	1,449
현금순이익(Cash Earnings)	1,059	1,419	1,464	1,432	1,295
수정당기순이익	6	263	346	447	477
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	7.7	-4.7	4.1	4.3
영업이익(보고)	-97.4	1,684.1	26.0	3.2	6.4
영업이익(핵심)	-97.4	1,684.1	26.0	3.2	6.4
EBITDA	-43.0	49.1	5.8	-7.1	-8.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	83.5	22.1	6.8
EPS	N/A	N/A	83.5	22.1	6.8
수정순이익	-98.6	4,301.7	31.6	29.1	6.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	403	2,683	1,809	2,477	1,246
당기순이익	7	268	339	447	477
감가상각비	865	994	989	878	741
무형자산상각비	187	157	137	108	77
외환손익	34	7	87	0	0
자산처분손익	3	7	11	0	0
지분법손익	21	4	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-708	1,279	65	-14	-57
기타	-6	-34	180	1,058	8
투자활동현금흐름	-1,104	-678	-697	-664	-698
투자자산의 처분	587	277	14	-29	-32
유형자산의 처분	25	10	0	0	0
유형자산의 취득	-1,583	-867	-700	-630	-662
무형자산의 처분	-146	-97	0	0	0
기타	14	0	-11	-5	-5
재무활동현금흐름	826	-1,835	-822	-1,055	-65
단기차입금의 증가	0	0	220	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	1	3	5
현금및현금성자산의순증가	99	160	289	758	483
기초현금및현금성자산	154	253	413	702	1,459
기말현금및현금성자산	253	413	702	1,459	1,942
Gross Cash Flow	1,112	1,403	1,744	2,490	1,303
Op Free Cash Flow	-1,387	1,796	935	810	598

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,039	5,003	5,174	6,077	6,759
현금및현금성자산	253	413	702	1,459	1,942
유동금융자산	822	642	631	657	686
매출채권및유동채권	2,687	2,878	2,831	2,949	3,076
재고자산	1,278	1,070	1,010	1,011	1,055
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,764	6,358	5,870	5,529	5,388
장기매출채권및기타비유동채권	333	168	165	172	179
투자자산	232	152	154	157	160
유형자산	5,600	5,479	5,018	4,771	4,691
무형자산	484	442	418	310	233
기타비유동자산	115	117	115	119	125
자산총계	11,803	11,360	11,044	11,606	12,147
유동부채	4,630	4,058	4,196	4,308	4,429
매입채무및기타유동채무	1,420	2,394	2,355	2,453	2,558
단기차입금	2,006	904	1,124	1,124	1,124
유동성장기차입금	427	409	372	372	372
기타유동부채	777	351	345	360	375
비유동부채	1,076	1,053	386	389	394
장기매입채무및비유동채무	2	1	1	1	1
사채및장기차입금	1,048	1,017	350	350	350
기타비유동부채	26	35	35	38	43
부채총계	5,706	5,110	4,582	4,697	4,823
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,139	2,309	2,576	2,956	3,298
기타자본	-447	-453	-521	-521	-521
지배주주지분자본총계	5,580	5,744	5,944	6,323	6,666
비지배주주지분자본총계	517	506	518	585	658
자본총계	6,097	6,250	6,462	6,908	7,324
순차입금	2,406	1,275	513	-271	-782
총차입금	3,481	2,330	1,846	1,846	1,846

투자지표

(단위: 원, 배, %)

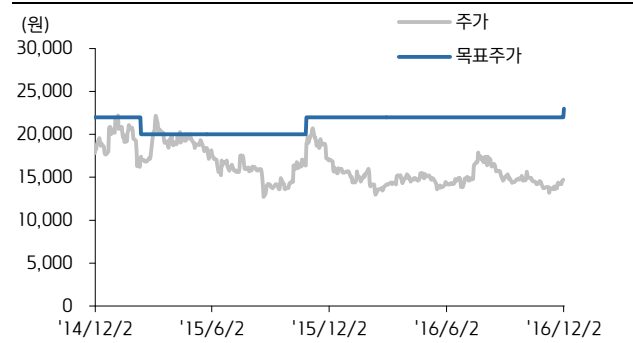
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-118	291	533	651	696
BPS	9,571	9,852	10,194	10,845	11,432
주당EBITDA	1,848	2,756	2,915	2,707	2,485
CFPS	1,816	2,433	2,511	2,457	2,221
DPS	0	75	100	120	140
주가배수(배)					
PER	-171.4	54.0	27.6	22.6	21.1
PBR	2.1	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	1.2	9.8	5.8	6.2	6.4
PCFR	11.1	6.5	5.9	6.0	6.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	4.5	6.0	5.9	6.0
영업이익률(핵심)	0.3	4.5	6.0	5.9	6.0
EBITDA margin	11.5	15.9	17.6	15.7	13.8
순이익률	0.1	2.6	3.5	4.5	4.6
자기자본이익률(ROE)	0.1	4.3	5.3	6.7	6.7
투자자본이익률(ROIC)	0.0	4.3	6.4	7.2	7.9
안정성(%)					
부채비율	93.6	81.8	70.9	68.0	65.9
순차입금비율	39.5	20.4	7.9	-3.9	-10.7
이자보상배율(배)	0.3	7.8	11.7	13.8	14.7
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.6	3.4	3.5	3.5
재고자산회전율	8.4	8.6	9.3	9.9	10.1
매입채무회전율	6.6	5.3	4.1	4.2	4.2

- 당사는 12월 1일 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)	2014/10/13	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
	2016/12/02	BUY(Maintain)	23,000원

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

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