



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원(상향)

주가(4/25): 18,250원

시가총액: 10,641억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/25)		632.57pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	18,250원	13,200원
등락률	0.0%	38.3%
수익률	절대	상대
1W	6.7%	2.6%
1M	25.4%	26.9%
1Y	17.7%	31.0%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	589천주
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(17E)	0.6%
BPS(17E)	11,330원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	10,112	9,538	10,546	11,281
영업이익	456	575	941	1,015
EBITDA	1,607	1,707	1,963	1,973
세전이익	370	496	793	978
순이익	268	375	611	772
지배주주지분순이익	169	362	619	711
EPS(원)	291	621	1,061	1,219
증감률(%YoY)	N/A	113.5	70.9	14.9
PER(배)	54.0	25.1	17.2	15.0
PBR(배)	1.6	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	9.8	6.2	5.6	5.6
영업이익률(%)	4.5	6.0	8.9	9.0
ROE(%)	4.3	5.9	9.0	10.4
순부채비율(%)	20.4	17.5	6.2	-5.9

Price Trend



실적 Review

서울반도체 (046890)

이쯤되면 의구심을 거두자



1분기도 시장 기대치를 상회하는 깜짝 실적이었다. 매출액이 크게 신장했고, 3개 분기 연속 업계 최고 수준의 수익성이었다. 이쯤되면 동사의 경쟁력과 업황에 대한 의구심을 거둘 필요가 있다. 자동차와 모바일에서 앞선 성과로 입증되고 있다. 국내외 업체들의 가격 인상 시도와 함께 치킨게임의 끝이 보이고, 북미 스마트폰 고객의 OLED 채용 우려에 대해서는 고객 내 Application 다변화를 통해 극복해가고 있다.

>>> 1분기 깜짝 실적, 차별적 경쟁력 입증

1분기 영업이익은 234억원(QoQ 14%, YoY 223%)으로 높아진 시장 기대치마저 크게 상회한 깜짝 실적이었다. 매출액이 전년 동기 대비 10% 증가하며 재차 성장세로 회귀한 것이 고무적이고, 영업이익률은 9.1%로 3개 분기 연속 업계 최고 수준을 이어갔다.

Wicop, Acrich MJT, nPola 등 차별적인 제품군을 앞세워 고부가인 자동차와 모바일 분야에서 경쟁력이 돋보이고 있고, LED 산업도 국내외 주요 업체들이 가격 인상을 시도하는 등 치킨게임이 끝나가는 조짐이 나타나고 있다. 일회성이 아닌 지속적인 실적 호조를 전망하는 근거다. 목표주가를 26,000원으로 상향한다.

1) 자동차 조명은 DRL을 중심으로 계절적 수요가 큰 중국 시장 공략 전략이 유효했고, 2) 모바일 분야는 전년 동기와 비교해 북미 전략 고객향 수요가 견조했으며, 3) 일반 조명은 LED 패키지 가격 안정화와 더불어 매출액이 증가세로 돌아섰다.

>>> 2분기도 호실적 기조 지속, 올해 역사적 최고 도전

2분기에도 1분기 기조를 이어가며 호실적이 예상된다. 즉 자동차와 IT 전략 고객 중심의 Mix 개선과 일반 조명의 회복 추세가 지속될 것이다. 전년 동기 대비 매출액은 14% 신장하고, 영업이익은 238억원(QoQ 2%, YoY 142%)으로 크게 개선될 전망이다.

IT 분야는 해외 전략 고객 대상으로 스마트폰용 출하가 감소하겠지만, 새롭게 노트북용 매출이 시작될 것이다. 자동차 조명은 글로벌 OEM 대상 헤드램프 매출이 본격적으로 확대될 것이다. 일반 조명은 필라멘트 LED 등 신제품 Line-up을 보강했고, 전략 거래선 수요가 증가할 것이다. 베트남 공장이 가동됨에 따라 점진적인 원가 구조 개선에 기여할 것이다.

올해 영업이익은 941억원(YoY 64%)으로 추정되며, 과거 LED TV 모멘텀으로 인해 역사적 최고를 실현했던 2010년의 모습에 도전할 것이다. 덧붙여 하나그 당시 주가는 5만원까지 상승했다. 올해 기준 EV/EBITDA는 5.6배로 Valuation Premium이 소멸된 상태다.

서울반도체 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,346	2,323	2,455	2,415	2,575	6.6%	9.8%	2,562	0.5%
영업이익	72	98	199	205	234	14.1%	222.6%	156	49.9%
영업이익률	3.1%	4.2%	8.1%	8.5%	9.1%	0.6%p	6.0%p	6.1%	3.0%p
세전이익	57	75	108	256	105	-59.2%	84.7%	150	-30.5%
순이익	36	64	86	176	69	-60.5%	94.0%	107	-35.0%
순이익률	1.5%	2.8%	3.5%	7.3%	2.7%	-4.6%p	1.2%p	4.2%	-1.5%p

자료: 서울반도체, 키움증권

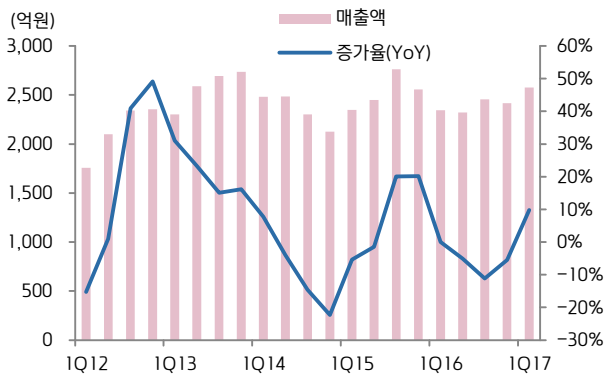
서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
매출액	2,346	2,323	2,455	2,415	2,575	2,639	2,689	2,643	9,538	-5.7%	10,546	10.6%	11,281	7.0%
TV	520	568	504	498	504	523	552	493	2,090	-1.2%	2,072	3.0%	2,051	-1.0%
중대형 BLU	119	112	109	118	99	119	121	118	458	-16.7%	456	-1.1%	482	5.6%
핸드셋	312	304	544	552	560	482	471	485	1,712	-22.3%	1,999	20.1%	1,944	-2.7%
조명(자동차 포함)	1,395	1,339	1,298	1,248	1,412	1,515	1,545	1,547	5,279	0.7%	6,019	11.4%	6,804	13.0%
영업이익	72	98	199	199	234	238	247	222	570	25.0%	941	63.5%	1,015	7.9%
영업이익률	3.1%	4.2%	8.1%	8.3%	9.1%	9.0%	9.2%	8.4%	6.0%	1.5%p	8.9%	2.9%p	9.0%	0.1%p

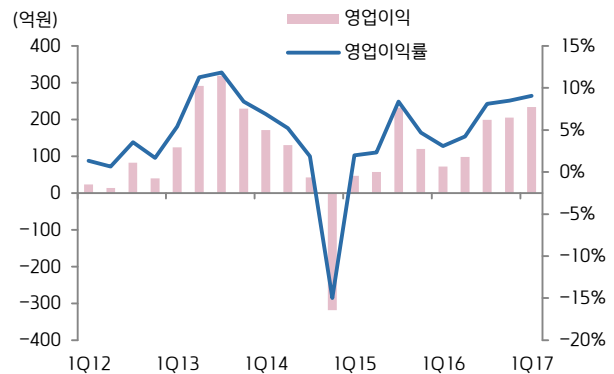
자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 매출액 추이



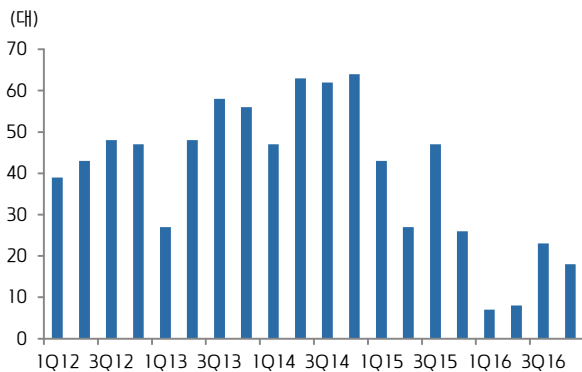
자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 영업이익 추이



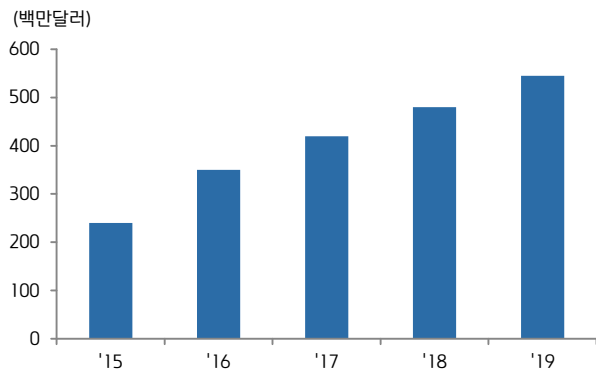
자료: 서울반도체, 키움증권

LED MOCVD 공급량



자료: 서울반도체, 키움증권

자동차 LED 헤드램프 시장 전망



자료: IHS, 서울반도체, 키움증권

서울반도체 목표주가 산출 근거 (단위: 억원, 원)

EV/EBITDA Valuation	6개월 Forward	
영업가치	15,703	
EBITDA	1,963	
Target EV/EBITDA	8.0	글로벌 Peer그룹 평균
순차입금	956	
적정주주가치	14,747	
수정발행주식수	57,784	
이론주가	25,520	

자료: 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q17E	2017E	2018E	2Q17E	2017E	2018E	2Q17E	2017E	2018E
매출액	2,575	10,352	11,055	2,639	10,546	11,281	2.5%	1.9%	2.0%
영업이익	149	679	723	238	941	1,015	60.1%	38.6%	40.5%
세전이익	142	652	697	239	793	978	68.3%	21.5%	40.3%
순이익	101	464	495	191	619	711	88.9%	33.4%	43.4%
EPS(원)		795	850		1,061	1,219		33.4%	43.4%
영업이익률	5.8%	6.6%	6.5%	9.0%	8.9%	9.0%	3.2%	2.4%	2.5%
세전이익률	5.5%	6.3%	6.3%	9.1%	7.5%	8.7%	3.5%	1.2%	2.4%
순이익률	3.9%	4.5%	4.5%	7.2%	5.9%	6.3%	3.3%	1.4%	1.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,112	9,538	10,546	11,281	12,037
매출원가	7,730	7,201	7,642	8,182	8,728
매출총이익	2,382	2,337	2,904	3,098	3,308
판매비및일반관리비	1,926	1,762	1,963	2,083	2,210
영업이익(보고)	456	575	941	1,015	1,098
영업이익(핵심)	456	575	941	1,015	1,098
영업외손익	-86	-79	-148	-38	-37
이자수익	13	9	3	4	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	491	533	266	133	67
이자비용	58	49	41	41	41
외환손실	489	535	266	133	67
관계기업지분법손익	-6	-5	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	5	2	0	0	0
기타	-44	-17	-110	0	0
법인세차감전이익	370	496	793	978	1,060
법인세비용	102	121	182	205	223
유효법인세율 (%)	27.6%	24.3%	22.9%	21.0%	21.0%
당기순이익	268	375	611	772	838
지배주주지분순이익(억원)	169	362	619	711	771
EBITDA	1,607	1,707	1,963	1,973	1,890
현금순이익(Cash Earnings)	1,419	1,507	1,633	1,730	1,629
수정당기순이익	263	387	611	772	838
증감율(% YoY)					
매출액	7.7	-5.7	10.6	7.0	6.7
영업이익(보고)	1,684.1	26.2	63.5	7.9	8.1
영업이익(핵심)	1,684.1	26.2	63.5	7.9	8.1
EBITDA	49.1	6.2	15.0	0.5	-4.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	113.5	70.9	14.9	8.5
EPS	N/A	113.5	70.9	14.9	8.5
수정순이익	4,301.7	47.3	57.8	26.4	8.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,683	947	2,497	1,624	1,481
당기순이익	268	375	611	772	838
감가상각비	994	990	907	871	727
무형자산상각비	157	141	116	86	65
외환손익	7	-36	0	0	0
자산처분손익	7	20	0	0	0
지분법손익	4	5	0	0	0
영업활동자산부채 증감	1,279	-652	-135	-107	-149
기타	-34	104	1,000	0	0
투자활동현금흐름	-678	-332	-775	-696	-662
투자자산의 처분	277	239	-47	-40	-39
유형자산의 처분	10	35	0	0	0
유형자산의 취득	-867	-454	-717	-645	-613
무형자산의 처분	-97	-152	0	0	0
기타	0	0	-12	-10	-10
재무활동현금흐름	-1,835	-700	-1,045	-56	-357
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,187	-630	-1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-65	-47	-58	-358
기타	-648	-5	1	1	2
현금및현금성자산의순증가	160	-88	677	872	462
기초현금및현금성자산	253	413	324	1,001	1,873
기말현금및현금성자산	413	324	1,001	1,873	2,335
Gross Cash Flow	1,403	1,600	2,633	1,730	1,629
Op Free Cash Flow	1,796	308	895	1,008	897

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,003	5,037	6,107	7,308	8,134
현금및현금성자산	413	324	1,001	1,873	2,335
유동금융자산	642	288	315	339	361
매출채권및유동채권	2,878	3,340	3,654	3,926	4,189
재고자산	1,070	1,085	1,136	1,170	1,249
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,358	5,869	5,611	5,339	5,200
장기매출채권및기타비유동채권	168	170	186	200	214
투자자산	152	281	301	317	333
유형자산	5,479	4,801	4,612	4,385	4,271
무형자산	442	489	374	287	223
기타비유동자산	117	127	139	149	159
자산총계	11,360	10,906	11,718	12,647	13,334
유동부채	4,058	3,962	4,209	4,421	4,628
매입채무및기타유동채무	2,394	2,225	2,435	2,616	2,791
단기차입금	904	1,046	1,046	1,046	1,046
유동성장기차입금	409	298	298	298	298
기타유동부채	351	392	429	461	492
비유동부채	1,053	425	426	428	429
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,017	409	409	409	409
기타비유동부채	35	16	17	18	20
부채총계	5,110	4,387	4,635	4,849	5,057
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,309	2,627	3,203	3,859	4,296
기타자본	-453	-485	-485	-485	-485
지배주주지분자본총계	5,744	6,031	6,606	7,263	7,700
비지배주주지분자본총계	506	488	477	535	578
자본총계	6,250	6,519	7,083	7,798	8,277
순차입금	1,275	1,141	437	-458	-943
총차입금	2,330	1,753	1,753	1,753	1,753

투자지표

(단위: 원, 배, %)

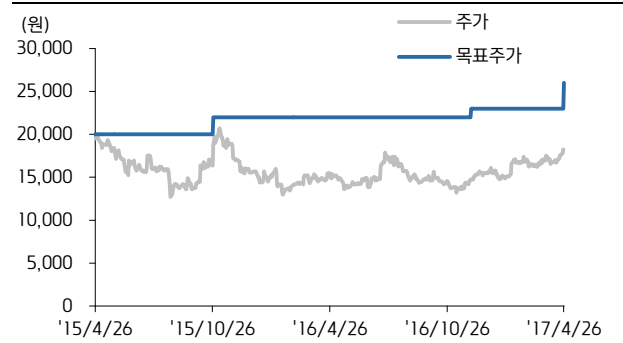
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	291	621	1,061	1,219	1,322
BPS	9,852	10,344	11,330	12,456	13,206
주당EBITDA	2,756	2,928	3,366	3,384	3,241
CFPS	2,433	2,585	2,801	2,968	2,795
DPS	75	81	100	120	620
주가배수(배)					
PER	54.0	25.1	17.2	15.0	13.8
PBR	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.8	6.2	5.6	5.6	5.6
PCFR	6.5	6.0	6.5	6.1	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	6.0	8.9	9.0	9.1
영업이익률(핵심)	4.5	6.0	8.9	9.0	9.1
EBITDA margin	15.9	17.9	18.6	17.5	15.7
순이익률	2.6	3.9	5.8	6.8	7.0
자기자본이익률(ROE)	4.3	5.9	9.0	10.4	10.4
투자자본이익률(ROIC)	4.3	6.0	10.1	11.5	12.7
안정성(%)					
부채비율	81.8	67.3	65.4	62.2	61.1
순차입금비율	20.4	17.5	6.2	-5.9	-11.4
이자보상배율(배)	7.8	11.8	22.7	24.5	26.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.1	3.0	3.0	3.0
재고자산회전율	8.6	8.9	9.5	9.8	10.0
매입채무회전율	5.3	4.1	4.5	4.5	4.5

- 당사는 4월 25일 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)	2014/11/03	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
	2017/01/04	BUY(Maintain)	23,000원
	2017/02/02	BUY(Maintain)	23,000원
	2017/03/21	BUY(Maintain)	23,000원
	2017/04/26	BUY(Maintain)	26,000원

목표주가 추이



투자 의견 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%