



## BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원

주가(7/31): 20,800원

시가총액: 12,128억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

(02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (7/31)		650.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,250원	13,200원
등락률	-6.5%	57.6%
수익률	절대	상대
1W	-3.9%	-1.2%
1M	36.8%	29.6%
1Y	24.2%	34.8%

## Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	789천주
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(17E)	0.6%
BPS(17E)	11,157원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	10,112	9,538	10,619	11,336
영업이익	456	575	951	1,020
EBITDA	1,607	1,707	2,027	2,032
세전이익	370	496	866	994
순이익	268	375	663	786
지배주주지분순이익	169	362	641	723
EPS(원)	291	621	1,099	1,240
증감률(%YoY)	N/A	113.5	77.1	12.7
PER(배)	54.0	25.1	18.9	16.8
PBR(배)	1.6	1.5	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	9.8	6.2	6.5	6.4
영업이익률(%)	4.5	6.0	9.0	9.0
ROE(%)	4.3	5.9	9.8	10.6
순부채비율(%)	20.4	17.5	9.9	-2.0

## Price Trend



## 실적 Review

## 서울반도체 (046890)

## 모바일 비수기를 넘어선 실적



4개 분기 연속 시장 기대치에 부합한 호실적의 행진이다. 양적으로는 매출액 증가폭이 확대돼 재성장에 대한 믿음을 갖게 했고, 질적으로는 고부가인 자동차와 모바일이 성장을 주도하고 있다. 특히 북미 모바일 고객 대상으로 Application 다변화를 통해 비수기에 매출이 신장하는 모습을 보여줌으로써 하반기 OLED 채택에 따른 우려를 불식시키기에 충분했다. 이제부터 자동차 헤드램프 성과가 본격화될 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 시장 기대치 부합한 호실적, 모바일과 자동차 고성장

2분기 영업이익은 241억원(QoQ 3%, YoY 145%)으로 시장 기대치에 부합한 호실적이었다. 매출액 증가폭(YoY 15%)이 전분기보다 확대돼 재성장에 대한 믿음을 갖게 한다. Wicop 등 원가절감형 차별화 제품군의 선전으로 수익성은 4개 분기 연속 업계 최고 수준을 유지했다.

LED 칩 가격이 안정화되는 등 산업 분위기가 우호적으로 조성되고 있는 가운데, 2분기에도 모바일 부문과 자동차 조명의 성장세가 돋보였다.

모바일 부문은 북미 전략 고객의 스마트폰 출하 사이클상 비수기임에도 불구하고, Tablet에 이어 노트북까지 Application 다변화 효과가 긍정적으로 반영되며 매출이 전분기 대비로도 늘어났다. 자동차 조명은 국내 고객의 사드 영향이 불가피했지만, 해외 고객향 외부 램프 매출이 늘어나면서 성장세를 이어갈 수 있었다. 가격 경쟁이 가장 심한 일반 조명은 Mid Power 중심으로 매출이 증가했고, 중국과 유럽 시장 점유율이 상승하는 성과를 거두었다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 실적도 양호할 듯, 헤드램프 성과 본격화 기대

3분기 매출액은 2,728억원(QoQ 2%, YoY 11%), 영업이익은 250억원(QoQ 4%, YoY 25%)으로 개선 추세를 이어갈 전망이다.

무엇보다 자동차 조명이 고부가 헤드램프 성과가 본격화되며 질적 도약을 추구할 것이다. 최근 전기차를 중심으로 LED 헤드램프가 대중화되는 흐름이 감지되고 있다.

모바일 부문은 2분기 실적에서 확인했듯이 북미 고객의 스마트폰 OLED 채택 영향을 Tablet과 노트북 진입 효과로 상쇄할 수 있을 것이다.

신규 베트남 법인이 가동에 들어감에 따라 점진적으로 일반 조명의 원가 경쟁력 향상 및 점유율 상승을 뒷받침할 것이다.

동사는 영업 실적과 별도로 올해 배당성향을 2배 내외로 크게 상향하겠다는 계획을 발표했고, 주주가치 제고 측면에서 바람직해 보인다.

‘BUY’ 의견과 목표주가 26,000원을 유지한다.

## 서울반도체 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,323	2,455	2,415	2,562	2,670	4.2%	14.9%	2,639	1.2%
영업이익	98	199	205	234	241	3.1%	144.8%	238	1.0%
영업이익률	4.2%	8.1%	8.5%	9.1%	9.0%	-0.1%p	4.8%p	9.0%	0.0%p
세전이익	75	108	256	105	298	184.3%	295.8%	239	24.9%
순이익	64	86	176	68	215	217.3%	236.2%	191	12.8%
순이익률	2.8%	3.5%	7.3%	2.6%	8.1%	5.4%p	5.3%p	7.2%	0.8%p

자료: 서울반도체, 키움증권

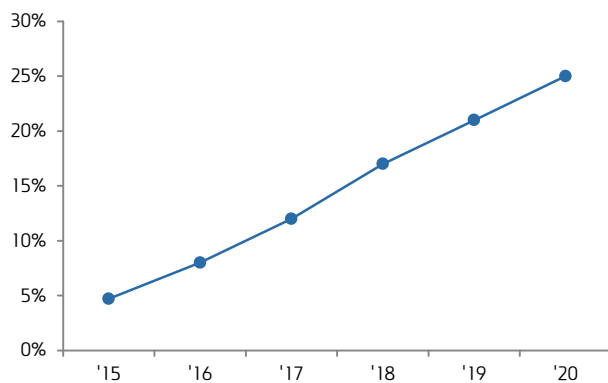
## 서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
매출액	2,346	2,323	2,455	2,415	2,562	2,670	2,728	2,660	9,538	-5.7%	10,619	11.3%	11,336	6.7%
TV	520	568	504	420	504	498	547	488	2,012	-4.9%	2,036	1.2%	2,012	-1.2%
중대형 BLU	119	112	109	121	99	110	121	118	461	-16.0%	447	-3.0%	473	5.7%
핸드셋	312	304	544	504	560	602	540	533	1,664	-24.5%	2,235	34.3%	2,191	-2.0%
조명(자동차 포함)	1,395	1,339	1,298	1,370	1,412	1,460	1,520	1,522	5,401	3.0%	5,914	9.5%	6,660	12.6%
영업이익	72	98	199	205	234	241	250	226	575	26.2%	951	65.2%	1,020	7.3%
영업이익률	3.1%	4.2%	8.1%	8.5%	9.1%	9.0%	9.2%	8.5%	6.0%	1.5%p	9.0%	2.9%p	9.0%	0.0%p
세전이익	57	75	108	256	105	298	243	219	496	34.2%	866	74.5%	994	14.8%
순이익	36	64	86	176	68	215	188	170	362	113.5%	641	77.1%	723	12.7%

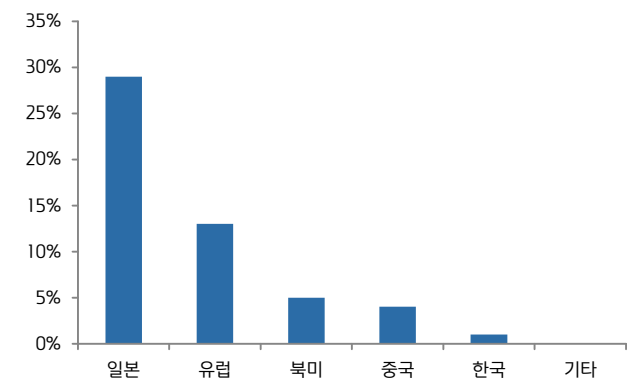
자료: 서울반도체, 키움증권

## LED 헤드램프 침투율 전망



자료: LEDinside

## 지역별 LED 헤드램프 침투율 비교(2016년 말)



자료: SU

## LED 헤드램프를 장착한 Tesla Model S



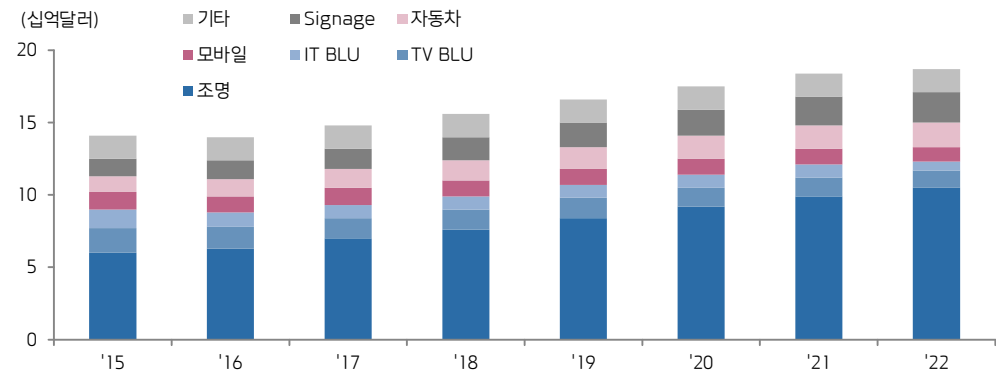
자료: Tesla

## 쏘나타 뉴라이즈 LED 헤드램프



자료: 현대차

## LED 시장 전망



자료: IHS, 키움증권

## 서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	3Q17E	2017E	2018E	3Q17E	2017E	2018E	3Q17E	2017E	2018E
매출액	2,689	10,546	11,281	2,728	10,619	11,336	1.5%	0.7%	0.5%
영업이익	247	941	1,015	250	951	1,020	1.5%	1.1%	0.4%
세전이익	237	793	978	243	866	994	2.6%	9.3%	1.7%
순이익	189	619	711	188	641	723	-0.4%	3.6%	1.7%
EPS(원)		1,061	1,219		1,099	1,240		3.6%	1.7%
영업이익률	9.2%	8.9%	9.0%	9.2%	9.0%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
세전이익률	8.8%	7.5%	8.7%	8.9%	8.2%	8.8%	0.1%	0.6%	0.1%
순이익률	7.0%	5.9%	6.3%	6.9%	6.0%	6.4%	-0.1%	0.2%	0.1%

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,112	9,538	10,619	11,336	12,095
매출원가	7,730	7,201	7,732	8,261	8,812
매출총이익	2,382	2,337	2,888	3,075	3,283
판매비및일반관리비	1,926	1,762	1,937	2,055	2,181
영업이익(보고)	456	575	951	1,020	1,103
영업이익(핵심)	456	575	951	1,020	1,103
영업외손익	-86	-79	-85	-25	-24
이자수익	13	9	14	15	16
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	491	533	334	167	83
이자비용	58	49	40	40	40
외환손실	489	535	453	167	83
관계기업지분손익	-6	-5	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-17	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	5	2	-1	0	0
기타	-44	-17	62	0	0
법인세차감전이익	370	496	866	994	1,078
법인세비용	102	121	203	209	226
유효법인세율 (%)	27.6%	24.3%	23.4%	21.0%	21.0%
당기순이익	268	375	663	786	852
지배주주지분순이익(억원)	169	362	641	723	784
EBITDA	1,607	1,707	2,027	2,032	1,938
현금순이익(Cash Earnings)	1,419	1,507	1,740	1,797	1,687
수정당기순이익	263	387	663	786	852
증감율(% YoY)					
매출액	7.7	-5.7	11.3	6.7	6.7
영업이익(보고)	1,684.1	26.2	65.2	7.3	8.1
영업이익(핵심)	1,684.1	26.2	65.2	7.3	8.1
EBITDA	49.1	6.2	18.8	0.2	-4.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	113.5	77.1	12.7	8.4
EPS	N/A	113.5	77.1	12.7	8.4
수정순이익	4,301.7	47.3	71.3	18.4	8.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,683	947	2,303	1,696	1,538
당기순이익	268	375	663	786	852
감가상각비	994	990	937	905	755
무형자산상각비	157	141	140	107	80
외환손익	7	-36	120	0	0
자산처분손익	7	20	0	0	0
지분법손익	4	5	0	0	0
영업활동자산부채 증감	1,279	-652	-149	-101	-149
기타	-34	104	593	0	0
투자활동현금흐름	-678	-332	-916	-817	-779
투자자산의 처분	277	239	-49	-39	-39
유형자산의 처분	10	35	0	0	0
유형자산의 취득	-867	-454	-854	-768	-730
무형자산의 처분	-97	-152	0	0	0
기타	0	0	-13	-10	-10
재무활동현금흐름	-1,835	-700	-1,165	-56	-356
단기차입금의 증가	0	0	-119	0	0
장기차입금의 증가	-1,187	-630	-1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-65	-47	-58	-357
기타	-648	-5	1	1	1
현금및현금성자산의순증가	160	-88	223	822	403
기초현금및현금성자산	253	413	324	547	1,369
기말현금및현금성자산	413	324	547	1,369	1,772
Gross Cash Flow	1,403	1,600	2,452	1,797	1,687
Op Free Cash Flow	1,796	308	802	948	827

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,003	5,037	5,685	6,824	7,593
현금및현금성자산	413	324	547	1,369	1,772
유동금융자산	642	288	317	340	363
매출채권및유동채권	2,878	3,340	3,678	3,940	4,204
채고자산	1,070	1,085	1,143	1,175	1,253
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,358	5,869	5,787	5,584	5,518
장기매출채권및기타비유동채권	168	170	188	201	214
투자자산	152	281	301	317	333
유형자산	5,479	4,801	4,706	4,569	4,543
무형자산	442	489	453	347	267
기타비유동자산	117	127	140	150	160
자산총계	11,360	10,906	11,473	12,408	13,111
유동부채	4,058	3,962	4,043	4,249	4,456
매입채무및기타유동채무	2,394	2,225	2,451	2,626	2,802
단기차입금	904	1,046	927	927	927
유동성장기차입금	409	298	234	234	234
기타유동부채	351	392	432	463	494
비유동부채	1,053	425	413	414	416
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,017	409	396	396	396
기타비유동부채	35	16	17	18	20
부채총계	5,110	4,387	4,456	4,663	4,872
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,309	2,627	3,178	3,848	4,300
기타자본	-453	-485	-561	-561	-561
지배주주지분자본총계	5,744	6,031	6,505	7,175	7,627
비지배주주지분자본총계	506	488	511	570	612
자본총계	6,250	6,519	7,017	7,745	8,239
순차입금	1,275	1,141	692	-153	-578
총차입금	2,330	1,753	1,556	1,556	1,556

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	291	621	1,099	1,240	1,344
BPS	9,852	10,344	11,157	12,305	13,082
주당EBITDA	2,756	2,928	3,477	3,484	3,324
CFPS	2,433	2,585	2,984	3,083	2,893
DPS	75	81	100	120	620
주가배수(배)					
PER	54.0	25.1	18.9	16.8	15.5
PBR	1.6	1.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.8	6.2	6.5	6.4	6.5
PCFR	6.5	6.0	7.0	6.7	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	6.0	9.0	9.0	9.1
영업이익률(핵심)	4.5	6.0	9.0	9.0	9.1
EBITDA margin	15.9	17.9	19.1	17.9	16.0
순이익률	2.6	3.9	6.2	6.9	7.0
자기자본이익률(ROE)	4.3	5.9	9.8	10.6	10.7
투자자본이익률(ROIC)	4.3	6.0	10.0	11.2	12.2
안정성(%)					
부채비율	81.8	67.3	63.5	60.2	59.1
순차입금비율	20.4	17.5	9.9	-2.0	-7.0
이자보상배율(배)	7.8	11.8	23.7	25.5	27.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.1	3.0	3.0	3.0
채고자산회전율	8.6	8.9	9.5	9.8	10.0
매입채무회전율	5.3	4.1	4.5	4.5	4.5

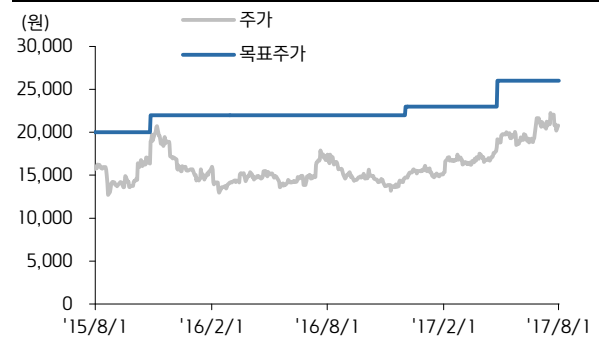
## Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 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)	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
	2017/06/02	BUY(Maintain)	26,000원
	2017/06/20	BUY(Maintain)	26,000원
	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원

## 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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%