



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(4/25): 15,500원

시가총액: 9,037억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/25)		703.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,700원	12,700원
등락률	-25.1%	22.0%
수익률	절대	상대
1W	8.4%	5.2%
1M	-6.1%	-9.0%
1Y	-20.3%	-21.8%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	625천주
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(16E)	0.6%
BPS(16E)	10,322원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	9,393	10,112	10,363	10,775
영업이익	26	456	512	565
EBITDA	1,077	1,607	1,632	1,601
세전이익	-132	370	459	516
순이익	7	268	362	408
지배주주지분순이익	-69	169	274	306
EPS(원)	-118	291	471	525
증감률(%YoY)	N/A	N/A	62.0	11.4
PER(배)	-171.4	54.0	33.3	29.9
PBR(배)	2.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	1.2	9.8	7.8	7.6
영업이익률(%)	0.3	4.5	4.9	5.2
ROE(%)	0.1	4.3	5.6	6.0
순부채비율(%)	39.5	20.4	9.2	-1.6

Price Trend



서울반도체 (046890)

제품 경쟁력으로 시장 상황 극복



1분기 실적은 추정치에 부합하며 양호했다. 모바일 A사 재고조정 등 어려운 환경이 예고됐지만 비용 효율화 노력이 돋보였고, 조명과 TV 분야가 선전했다. YAG 형광체, Wicop 등 제품 경쟁력을 앞세워 부진한 시장 여건을 극복해가고 있다. 2분기는 성장폭이 확대될 것이다. 계절적 수요 회복과 함께 모바일 분야가 재고조정 영향에서 벗어나고, 조명 분야의 성장세가 뒷받침될 것이다.

>>> 1분기 실적 예상치 부합, 비용 효율화 노력 돋보여

1분기 영업이익은 72억원(QoQ -40%, YoY 55%)으로 당사 추정치에 부합한 양호한 실적으로 평가된다. 매출액은 전년 동기 수준에서 정체됐지만, 원가 절감 및 비용 효율화 노력이 돋보였다.

1) 모바일 분야는 A사 등 주요 고객의 재고조정 영향으로 큰 폭의 매출 감소가 불가피했지만, 2) 조명 분야는 일반 조명과 자동차 조명의 견조한 성장세에 힘입어 매출이 16%(YoY) 증가하는 성과를 달성했고, 3) TV 분야는 Wicop의 원가경쟁력을 바탕으로 점유율을 늘리며 선전했다.

다만 Epistar와 Everlight의 1분기 매출액이 각각 9%(YoY), 4%(YoY) 역신장한 것과 비교된다. 당사는 Wicop, Acrich, UCD 등 제품 경쟁력을 바탕으로 부진한 시장 상황을 극복해가고 있다. 지난해 LED 시장에서 매출액이 증가한 업체는 Nichia, Osram, Lumileds, 서울반도체 등 일부 선두권 업체에 국한된다.

>>> 2분기 모바일 회복, 조명 성장세 지속

2분기 매출액은 2,525억원(QoQ 8%, YoY 3%), 영업이익은 111억원(QoQ 54%, YoY 94%)으로 추정되며, 성장폭이 확대될 것이다. 주요 IT Set의 계절적 수요 회복과 더불어 1) 모바일 분야는 고객사 재고조정 영향에서 벗어나 신모델 효과가 더해질 것이고, 2) 조명 분야는 Wicop2의 실적 기여가 본격화되며 양호한 성장세를 이어갈 것이다. 3) TV는 UHD 확산과 함께 고해상도를 구현하기 위해 LED 탑재량이 늘어나는 점이 우호적이고, Wicop의 장점이 발휘되고 있다.

순차입금비율이 지난해 1분기 37%에서 올해 1분기는 21%로 하락하는 등 재무구조가 꾸준히 개선되고 있는 사실도 눈여겨봐야 할 포인트다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 22,000원을 유지한다.

서울반도체 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)
매출액	2,346	2,448	2,763	2,555	2,346	-8.2%	0.0%	2,371	-1.1%
영업이익	47	57	232	120	72	-39.6%	55.2%	74	-2.0%
영업이익률	2.0%	2.3%	8.4%	4.7%	3.1%	-1.6%p	1.1%p	3.1%	0.0%p
세전이익	24	47	239	60	57	-5.5%	133.8%	61	-7.4%
순이익	-12	-14	142	53	36	-32.7%	흑전	36	-1.1%
순이익률	-0.5%	-0.6%	5.1%	2.1%	1.5%	-0.6%p	2.0%p	1.5%	0.0%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	2,346	2,448	2,763	2,555	2,346	2,525	2,835	2,658	10,112	7.7%	10,363	2.5%	10,775	4.0%
TV	411	539	613	554	526	492	552	499	2,117	-3.5%	2,069	-2.3%	1,684	-18.6%
중대형 BLU	137	147	129	123	120	119	105	103	536	-25.9%	447	-16.5%	328	-26.6%
핸드셋	579	367	674	585	316	442	686	626	2,205	79.2%	2,070	-6.1%	2,440	17.9%
조명(자동차 포함)	1,219	1,395	1,348	1,293	1,383	1,472	1,492	1,430	5,255	29.6%	5,777	9.9%	6,323	9.4%
영업이익	47	57	232	120	72	111	188	140	456	1684.1%	512	12.3%	565	10.3%
영업이익률	2.0%	2.3%	8.4%	4.7%	3.1%	4.4%	6.6%	5.3%	4.5%	4.2%p	4.9%	0.4%p	5.2%	0.3%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E	2Q16E	2016E	2017E
매출액	2,525	10,387	10,782	2,525	10,363	10,775	0.0%	-0.2%	-0.1%
영업이익	111	512	563	111	512	565	0.2%	0.1%	0.3%
세전이익	99	462	514	99	459	516	0.5%	-0.5%	0.5%
순이익	58	274	304	59	274	306	0.5%	0.3%	0.5%
EPS(원)		469	522		471	525		0.3%	0.5%
영업이익률	4.4%	4.9%	5.2%	4.4%	4.9%	5.2%	0.0%	0.0%	0.0%
세전이익률	3.9%	4.4%	4.8%	3.9%	4.4%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
순이익률	2.3%	2.6%	2.8%	2.3%	2.6%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,393	10,112	10,363	10,775	11,238
매출원가	7,496	7,730	7,923	8,217	8,568
매출총이익	1,897	2,382	2,440	2,558	2,670
판매비및일반관리비	1,871	1,926	1,928	1,993	2,068
영업이익(보고)	26	456	512	565	603
영업이익(핵심)	26	456	512	565	603
영업외손익	-158	-86	-53	-49	-48
이자수익	46	13	7	7	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	561	491	68	16	13
이자비용	91	58	56	56	56
외환손실	638	489	68	16	13
관계기업지분손익	-33	-6	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-16	5	0	0	0
기타	12	-44	-4	0	0
법인세차감전이익	-132	370	459	516	554
법인세비용	-139	102	97	108	116
유호법인세율 (%)	105.1%	27.6%	21.1%	21.0%	21.0%
당기순이익	7	268	362	408	438
지배주주지분순이익(억원)	-69	169	274	306	328
EBITDA	1,077	1,607	1,632	1,601	1,449
현금순이익(Cash Earnings)	1,059	1,419	1,482	1,444	1,284
수정당기순이익	6	263	362	408	438
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	7.7	2.5	4.0	4.3
영업이익(보고)	-97.4	1,684.1	12.3	10.3	6.7
영업이익(핵심)	-97.4	1,684.1	12.3	10.3	6.7
EBITDA	-43.0	49.1	1.6	-1.9	-9.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	62.0	11.4	7.4
EPS	N/A	N/A	62.0	11.4	7.4
수정순이익	-98.6	4,301.7	37.9	12.5	7.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	403	2,683	2,515	2,507	1,216
당기순이익	7	268	362	408	438
감가상각비	865	994	982	945	797
무형자산상각비	187	157	137	91	49
외환손익	34	7	0	0	0
자산처분손익	3	7	0	0	0
지분법손익	21	4	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-708	1,279	-10	6	-59
기타	-6	-34	1,043	1,058	-9
투자활동현금흐름	-1,104	-678	-834	-743	-794
투자자산의 처분	587	277	-29	-20	-33
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	-5	-3	-5
재무활동현금흐름	826	-1,835	-1,042	-1,057	-68
단기차입금의 증가	0	0	0	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	1	1
현금및현금성자산의순증가	99	160	639	707	353
기초현금및현금성자산	154	253	413	1,052	1,759
기말현금및현금성자산	253	413	1,052	1,759	2,112
Gross Cash Flow	1,112	1,403	2,526	2,502	1,275
Op Free Cash Flow	-1,387	1,796	713	768	507

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,039	5,003	5,782	6,572	7,133
현금및현금성자산	253	413	1,052	1,759	2,112
유동금융자산	822	642	668	685	715
매출채권및유동채권	2,687	2,878	2,994	3,074	3,206
재고자산	1,278	1,070	1,068	1,054	1,100
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,764	6,358	6,052	5,746	5,673
장기매출채권및기타비유동채권	333	168	175	179	187
투자자산	232	152	155	158	161
유형자산	5,600	5,479	5,296	5,071	5,030
무형자산	484	442	305	214	165
기타비유동자산	115	117	121	125	130
자산총계	11,803	11,360	11,834	12,318	12,806
유동부채	4,630	4,058	4,168	4,244	4,370
매입채무및기타유동채무	1,420	2,394	2,490	2,556	2,666
단기차입금	2,006	904	904	904	904
유동성장기차입금	427	409	409	409	409
기타유동부채	777	351	365	375	391
비유동부채	1,076	1,053	1,054	1,054	1,056
장기매입채무및비유동채무	2	1	1	1	1
사채및장기차입금	1,048	1,017	1,017	1,017	1,017
기타비유동부채	26	35	36	36	37
부채총계	5,706	5,110	5,222	5,298	5,425
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,139	2,309	2,583	2,889	3,155
기타자본	-447	-453	-453	-453	-453
지배주주지분자본총계	5,580	5,744	6,019	6,324	6,590
비지배주주지분자본총계	517	506	594	696	790
자본총계	6,097	6,250	6,612	7,020	7,380
순차입금	2,406	1,275	610	-114	-497
총차입금	3,481	2,330	2,330	2,330	2,330

투자지표

(단위: 원, 배, %)

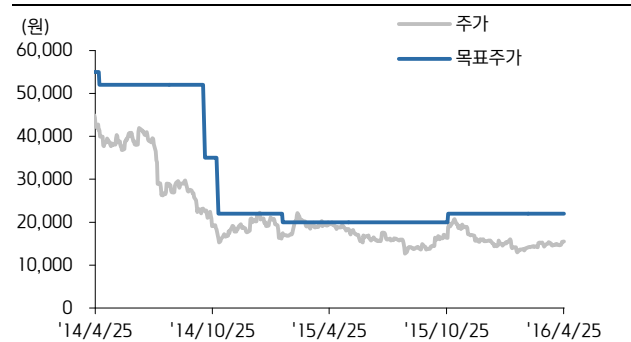
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-118	291	471	525	563
BPS	9,571	9,852	10,322	10,847	11,303
주당EBITDA	1,848	2,756	2,799	2,746	2,485
CFPS	1,816	2,433	2,542	2,476	2,202
DPS	0	75	100	120	140
주가배수(배)					
PER	-171.4	54.0	33.3	29.9	27.9
PBR	2.1	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	1.2	9.8	7.8	7.6	8.1
PCFR	11.1	6.5	6.2	6.3	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	4.5	4.9	5.2	5.4
영업이익률(핵심)	0.3	4.5	4.9	5.2	5.4
EBITDA margin	11.5	15.9	15.7	14.9	12.9
순이익률	0.1	2.6	3.5	3.8	3.9
자기자본이익률(ROE)	0.1	4.3	5.6	6.0	6.1
투자자본이익률(ROIC)	0.0	4.3	5.7	6.6	7.2
안정성(%)					
부채비율	93.6	81.8	79.0	75.5	73.5
순차입금비율	39.5	20.4	9.2	-1.6	-6.7
이자보상배율(배)	0.3	7.8	9.1	10.1	10.8
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.6	3.5	3.6	3.6
재고자산회전율	8.4	8.6	9.7	10.2	10.4
매입채무회전율	6.6	5.3	4.2	4.3	4.3

- 당사는 4월 25일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
서울반도체 (046890)	2014/01/17	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/02/14	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/03/31	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/05/02	BUY(Maintain)	52,000원
	2014/06/25	BUY(Maintain)	52,000원
	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

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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%