



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(1/13): 14,600원

시가총액: 8,513억원



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

Stock Data

KOSDAQ (1/13)	686.03pt	
52주 주가동향	8,513억원	
최고/최저가 대비	최고가	최저가
등락률	22,150원	12,700원
수익률	-34.1%	15.0%
1W	절대	상대
1M	-8.2%	-12.5%
1Y	-7.0%	1.6%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	947천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(15E)	0.0%
BPS(15E)	9,855원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	10,321	9,393	10,107	10,589
영업이익	965	26	481	533
EBITDA	1,891	1,077	1,604	1,589
세전이익	815	-132	442	483
순이익	426	7	338	382
지배주주지분순이익	361	-69	192	279
EPS(원)	619	-118	330	478
증감률(%YoY)	550.6	N/A	N/A	44.7
PER(배)	65.2	-171.4	61.2	42.3
PBR(배)	4.1	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	15.2	1.2	14.1	11.0
영업이익률(%)	9.3	0.3	4.8	5.0
ROE(%)	7.1	0.1	5.4	5.8
순부채비율(%)	15.5	39.5	30.9	20.8

Price Trend



실적 Preview

서울반도체 (046890)

북미 고객과 WICOP이 이끄는 차별화된 실적



3분기 깜짝 실적이 지속될 수 있을지에 대한 의구심이 있었다. 다행히 4분기도 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적이 예상된다. 대규모 일회성 손실이 있었던 14년 4분기와 대비되는 모습이다. LED 업종 내 차별화된 실적 방향성을 보여주고 있는데 핵심은 북미 전략 고객과 WICOP이다. 부진한 업황을 감안하더라도 차별적 경쟁력에 대한 적절한 평가가 수반돼야 할 것이다.

>>> 4분기 실적 시장 기대치 부합할 것

지난 3분기 깜짝 실적에 이어 4분기도 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적이 예상된다. 4분기 매출액은 2,550억원(QoQ -8%, YoY 20%), 영업이익은 145억원(QoQ -38%, YoY 흑전)을 기록할 전망이다.

휴대폰과 TV향 계절적 재고조정 영향으로 매출액이 감소하겠지만, 휴대폰 분야는 북미 전략 고객 대상 모멘텀이 지속되고, 조명은 신제품인 WICOP이 본격적으로 채택되면서 견조한 성장세를 실현할 것이다.

>>> 업종 내 차별화된 실적 방향성

부진한 LED 업종 내에서 차별화된 실적인 만큼, 이에 상응하는 평가가 수반돼야 할 것이다. 동사의 차별화된 성과는 1) YAG 형광체에 기반한 품질과 특허력을 바탕으로 북미 스마트폰 고객 내 주요 Vendor로 부상했고, 2) 원가 경쟁력이 우수한 WICOP 제품을 내세워 TV BLU 및 조명 시장에서 점유율을 높이고 있는 데서 비롯한다. 경쟁사들 대비 조명, 차량용 등 High Power 제품 비중이 높은 점이 고수익성의 배경이다.

>>> 원가 절감형 WICOP 경쟁력 주목

동사가 강점으로 내세우는 WICOP은 LED 칩을 중간 물질(리드프레임, 골드 와이어 등) 없이 PCB에 바로 부착함으로써 원가 구조를 개선시킨 제품이다. 특히 제조원가에 민감한 TV BLU 분야에서는 단위 단가가 저렴한데다가 WICOP의 광량이 우수해 탑재량도 30% 줄일 수 있기 때문에 매력적인 솔루션으로 받아들여지고 있다. 4분기 TV용 매출 중 WICOP 비중이 50%를 넘어선 것으로 추정된다. 조명 분야에서는 Acrich 제품군과 더불어 Segment 분할을 통한 Two Track 전략으로 대응할 계획이다.

2016년 관전포인트로서 모바일 분야는 북미 고객 대상 신모델 효과와 고객 내 동사 지위를 점검할 필요가 있고, 조명 분야의 매출 성장세와 WICOP의 실적 기여도를 주목해야 한다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 22,000원을 유지한다.

서울반도체 분기별 IFRS 연결 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015E	2016E
매출액	2,346	2,448	2,763	2,550	2,515	2,558	2,815	2,700	10,321	9,393	10,107	10,589
TV	352	539	580	513	351	490	522	461	3,162	2,196	1,983	1,824
중대형 BLU	117	147	138	117	99	119	112	98	1,145	712	519	428
핸드셋	446	367	691	557	499	468	687	623	1,121	1,231	2,060	2,277
조명(자동차 포함)	1,431	1,395	1,354	1,364	1,566	1,480	1,494	1,519	3,886	4,049	4,176	4,554
영업이익	47	57	232	145	101	112	187	132	965	26	481	533
영업이익률	2.0%	2.3%	8.4%	5.7%	4.0%	4.4%	6.6%	4.9%	9.3%	0.3%	4.8%	5.0%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 차별화 기술: WICOP



자료: 서울반도체

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	10,321	9,393	10,107	10,589	11,324
매출원가	7,466	7,496	7,694	8,073	8,573
매출총이익	2,854	1,897	2,413	2,516	2,751
판매비 및 일반관리비	1,890	1,871	1,933	1,983	2,193
영업이익(보고)	965	26	481	533	558
영업이익(핵심)	965	26	481	533	558
영업외손익	-150	-158	-38	-50	-48
이자수익	59	46	15	14	14
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	197	561	582	251	0
이자비용	126	91	60	64	61
외환손실	227	638	581	251	0
관계기업지분법손익	-71	-33	-1	0	0
투자 및 기타자산처분순익	-1	1	-2	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	-8	-16	5	0	0
기타	26	12	4	0	0
법인세차감전이익	815	-132	442	483	510
법인세비용	389	-139	104	101	112
유효법인세율 (%)	47.7%	105.1%	23.5%	21.0%	22.0%
당기순이익	426	7	338	382	398
지배주주지분순이익(억원)	361	-69	192	279	294
EBITDA	1,891	1,077	1,604	1,589	1,440
현금순이익(Cash Earnings)	1,352	1,059	1,462	1,438	1,280
수정당기순이익	430	6	336	382	398
증감율(% YoY)					
매출액	20.2	-9.0	7.6	4.8	6.9
영업이익(보고)	189.7	-97.4	1,780.8	10.9	4.7
영업이익(핵심)	189.7	-97.4	1,780.8	10.9	4.7
EBITDA	54.4	-43.0	48.9	-0.9	-9.4
지배주주지분 당기순이익	550.6	N/A	N/A	44.7	5.7
EPS	550.6	N/A	N/A	44.7	5.7
수정순이익	306.0	-98.6	5,518.5	13.7	4.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	5,278	5,039	5,331	6,093	6,792
현금 및 현금성자산	154	253	68	602	1,111
유동금융자산	1,342	822	594	629	616
매출채권 및 유동채권	2,821	2,687	3,223	3,413	3,536
재고자산	961	1,278	1,446	1,449	1,529
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,809	6,764	6,311	6,082	5,870
장기매출채권 및 기타비유동채권	164	333	8	8	9
투자자산	596	232	138	142	146
유형자산	4,642	5,600	5,463	5,320	5,160
무형자산	406	484	442	336	260
기타비유동자산	0	115	260	275	294
자산총계	11,087	11,803	11,642	12,175	12,661
유동부채	3,650	4,630	4,344	4,494	4,580
매입채무 및 기타유동채무	1,410	1,420	1,703	1,804	1,929
단기차입금	925	2,006	1,359	1,359	1,259
유동성장기차입금	892	427	450	450	450
기타유동부채	424	777	831	880	941
비유동부채	1,245	1,076	872	874	877
장기매입채무 및 비유동채무	3	2	3	3	3
사채 및 장기차입금	637	1,048	840	840	840
기타비유동부채	605	26	30	32	34
부채총계	4,895	5,706	5,216	5,368	5,456
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,285	2,139	2,332	2,610	2,905
기타자본	-453	-447	-474	-474	-474
지배주주지분자본총계	5,721	5,580	5,746	6,025	6,319
비지배주주지분자본총계	471	517	679	782	886
자본총계	6,192	6,097	6,426	6,807	7,205
순차입금	958	2,406	1,988	1,418	823
총차입금	2,454	3,481	2,649	2,649	2,549

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,176	404	1,048	1,394	1,263
당기순이익	426	7	338	382	398
감가상각비	745	865	978	950	806
무형자산상각비	181	187	146	106	76
외환손익	6	34	-1	0	0
자산처분순익	8	3	2	0	0
지분법손익	57	21	1	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-707	-42	-44	-17
기타	404	-6	-374	0	0
투자활동현금흐름	-353	-1,104	-590	-862	-657
투자자산의 처분	423	587	324	-39	9
유형자산의 처분	16	25	0	0	0
유형자산의 취득	-690	-1,583	-769	-808	-646
무형자산의 처분	-102	-146	0	0	0
기타	0	14	-145	-15	-19
재무활동현금흐름	-1,264	825	-643	2	-98
단기차입금의 증가	-326	-1	-647	0	-100
장기차입금의 증가	-1,410	936	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-18	-85	0	0	0
기타	490	-25	4	2	2
현금 및 현금성자산의 순증가	-456	99	-185	534	509
기초현금 및 현금성자산	610	154	253	68	602
기말현금 및 현금성자산	154	253	68	602	1,111
Gross Cash Flow	1,828	1,112	1,090	1,438	1,280
Op Free Cash Flow	-14	-1,387	680	626	654

투자지표

(단위: 원, 배, %)

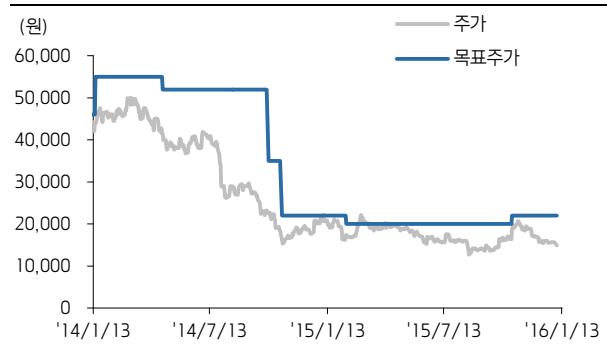
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	619	-118	330	478	505
BPS	9,811	9,571	9,855	10,333	10,838
주당EBITDA	3,243	1,848	2,751	2,726	2,469
CFPS	2,319	1,816	2,507	2,466	2,195
DPS	146	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	65.2	-171.4	61.2	42.3	40.0
PBR	4.1	2.1	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	15.2	1.2	14.1	11.0	11.6
PCFR	17.4	11.1	8.1	8.2	9.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.3	0.3	4.8	5.0	4.9
영업이익률(핵심)	9.3	0.3	4.8	5.0	4.9
EBITDA margin	18.3	11.5	15.9	15.0	12.7
순이익률	4.1	0.1	3.3	3.6	3.5
자기자본이익률(ROE)	7.1	0.1	5.4	5.8	5.7
투하자본이익률(ROIC)	7.0	0.0	4.6	5.3	5.7
안정성(%)					
부채비율	79.0	93.6	81.2	78.9	75.7
순차입금비율	15.5	39.5	30.9	20.8	11.4
이자보상배율(배)	7.7	0.3	8.0	8.4	9.1
활동성(배)					
매출채권회전율	4.0	3.4	3.4	3.2	3.3
재고자산회전율	11.8	8.4	7.4	7.3	7.6
매입채무회전율	8.1	6.6	6.5	6.0	6.1

- 당사는 1월 13일 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)	2013/11/12	BUY(Initiate)	46,000원
	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

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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%