



BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(2/2): 15,650원

시가총액: 9,125억원

전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisam@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/2)		684.86pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	22,150원	12,700원
등락률	-29.3%	23.2%
수익률	절대	상대
1W	-0.3%	-0.7%
1M	-1.3%	4.5%
1Y	-19.1%	-30.3%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	654천주
외국인 지분율	7.3%
배당수익률(15E)	0.0%
BPS(15E)	9,816원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

투자지표

(억원, IFRS)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	10,321	9,393	10,112	10,387
영업이익	965	26	456	512
EBITDA	1,891	1,077	1,579	1,568
세전이익	815	-132	371	462
순이익	426	7	269	365
자체주주지분순이익	361	-69	169	274
EPS(원)	619	-118	291	469
증감률(%YoY)	550.6	N/A	N/A	61.4
PER(배)	65.2	-171.4	69.5	43.1
PBR(배)	4.1	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA(배)	15.2	1.2	13.1	10.9
영업이익률(%)	9.3	0.3	4.5	4.9
ROE(%)	7.1	0.1	4.3	5.6
순부채비율(%)	15.5	39.5	31.2	20.7

Price Trend



실적 Review

서울반도체 (046890)

구조조정 시기 돌보이는 경쟁력



4분기 수익성이 조금 아쉽기는 하지만 업종 내 가장 양호한 성과임은 분명하다. 조명과 차량용 매출의 높은 비중, 글로벌 스마트폰 고객 진입 효과, WICOP 등 신제품의 경쟁력에 기반하는 것이며, 올해도 모멘텀이 이어질 것이다. 국내외 LED 업체들의 구조조정 상황을 주목할 필요가 있다. 서울반도체가 살아남은 자의 축배를 들 날이 올 것이다.

>>> 업종 내 차별적인 실적 흐름

4분기 영업이익은 120억원(QoQ -48%, YoY 흑전)으로 당사 추정치(145억 원)에는 미치지 못했지만, 업종 내 가장 양호한 성과임은 명확하다. 4분기 매출액이 전년 동기 대비 20% 성장하며 시장 성장률을 크게 상회했다. 이 같은 동사의 차별적인 수익성과 성장성은 1) 조명과 차량용 매출의 높은 비중, 2) 글로벌 스마트폰 고객 신규 진입 효과, 3) WICOP 등 신제품의 경쟁력에 기반한다.

4분기는 계절적 요인으로 모바일, TV, 조명 모두 매출이 전분기보다 감소했지만, 조명 내 자동차 매출이 성장세를 이어간 것이 특징적이었다.

1분기 매출액은 2,371억원(QoQ -7%, YoY 1%), 영업이익은 74억원(QoQ -38%, YoY 58%)을 기록할 전망이다. 스마트폰과 TV 등 전방 수요 약세와 해외 스마트폰 고객의 감산에 따른 영향이 불가피할 것이다. 다만, 동사는 원가 절감 및 비용 효율화 노력을 통해 수익성을 보존할 계획이다. 원가 경쟁력이 뛰어난 WICOP의 실적 기여가 1분기 후반부터 조명 분야로 확대될 것이다. 올해도 북미 전략 고객과 WICOP에 기반한 긍정적인 실적 방향성을 이어갈 전망이다.

>>> 업계 구조조정 가속화에 따른 반사이익 기대

국내외 LED 업계의 구조조정 상황을 주목할 필요가 있다.

Lumileds, Cree, Osram 등 서구 업체들은 매각 또는 구조조정을 단행하고 있고, Epistar는 경영 실적이 급속하게 악화됐다. 중국 LED 기업 수는 지난 해 20%가 줄어든 것으로 파악되며, 중국 정부의 보조금 감축 영향이 현실화되고 있다. 국내에서도 주요 경쟁사의 사업 철수 가능성성이 거론된다. 과거 LED 강자 중에 Nichia와 서울반도체만 경쟁력을 유지하며 선전하고 있다. 향후 업계 구조조정이 가속화되는 과정에서 서울반도체의 입지가 강화될 것으로 예상된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 22,000원을 유지한다.

LED 업계

구조조정 상황

LED 업계의 구조조정 상황을 점검해 보자.

- ▶ Philips의 자회사인 Lumileds는 중국계 사모펀드 컨소시엄인 Go Scale Capital에 매각이 결정됐다가 미국 정부(CFIUS)가 승인을 거부함에 따라 매각을 철회하는 해프닝을 겪었다.
- ▶ Cree는 패키지 사업부 경영 악화로 구조조정을 단행하고 있으며, 총 8,500만달러의 비용이 소요될 것으로 예측했다.
- ▶ Osram Opto는 자동차와 Laser Diode 등 고수익 제품에 집중하는 한편, Bulb 사업은 MLS와 매각 협상을 진행하고 있다.
- ▶ Epistar는 지난해 1분기 이후 3분기 연속 영업적자를 기록하며 상황이 급속하게 악화 됐다.
- ▶ Toshiba는 반도체 사업 구조조정의 일환으로 LED 사업을 철수할 계획이다.
- ▶ 중국 LED 기업 수는 2014년 2만여 개에서 2015년 한 해 동안 4,000여개 업체가 철수한 것으로 파악된다. 중국 정부의 보조금 삭감 영향이 커다. San'an Opto, MLS 등 선두권 업체들 중심으로 양극화가 심화되고 있으며, 지난해 LED 업계 인수합병 금액만 408억위엔에 달했다.
- ▶ 삼성전자도 LED 사업에 대해 구조조정을 단행할 것이라는 뉴스가 보도되고 있다.

결국 과거 LED 강자 중에 Nichia와 서울반도체만 경쟁력을 유지하며 선전하고 있다. 두 회사의 경쟁력은 스마트폰 A사 내 주요 Vendor로 자리잡은 것으로도 입증되며, YAG 형광체의 강점을 내세우고 있다.

서울반도체 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	QoQ	YoY	키움증권 추정 치	차이 (실제/추정)
매출액	2,126	2,346	2,448	2,763	2,555	-7.5%	20.2%	2,550	0.2%
영업이익	-318	47	57	232	120	-48.3%	흑전	145	-17.1%
영업이익률	-15.0%	2.0%	2.3%	8.4%	4.7%	-3.7%p	19.7%p	5.7%	-1.0%p
세전이익	-374	24	47	239	61	-74.5%	흑전	132	-53.8%
순이익	-207	-12	-14	142	53	-62.5%	흑전	76	-30.1%
순이익률	-9.7%	-0.5%	-0.6%	5.1%	2.1%	-3.0%p	11.8%p	3.0%	-0.9%p

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015P	2016E
매출액	2,346	2,448	2,763	2,555	2,371	2,525	2,837	2,653	10,321	9,393	10,112	10,387
TV	352	539	580	540	326	492	541	486	3,162	2,196	2,030	1,845
중대형 BLU	117	147	138	120	98	119	102	100	1,145	712	510	420
핸드셋	446	367	691	570	471	442	672	611	1,121	1,231	2,043	2,196
조명(자동차 포함)	1,431	1,395	1,354	1,325	1,477	1,472	1,521	1,455	3,886	4,049	4,161	4,447
영업이익	47	57	232	120	74	111	190	136	965	26	456	512
영업이익률	2.0%	2.3%	8.4%	4.7%	3.1%	4.4%	6.7%	5.1%	9.3%	0.3%	4.5%	4.9%

자료: 서울반도체, 키움증권

서울반도체 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	1Q16E	2015P	2016E	1Q16E	2015P	2016E	1Q16E	2015P	2016E
매출액	2,515	10,107	10,589	2,371	10,112	10,387	-5.7%	0.0%	-1.9%
영업이익	101	481	533	74	456	512	-27.1%	-5.1%	-3.9%
세전이익	89	442	483	61	371	462	-31.1%	-16.1%	-4.4%
순이익	51	192	279	36	169	274	-29.2%	-11.9%	-1.8%
EPS(원)		330	478		291	469		-11.9%	-1.8%
영업이익률	4.0%	4.8%	5.0%	3.1%	4.5%	4.9%	-0.9%	-0.2%	-0.1%
세전이익률	3.5%	4.4%	4.6%	2.6%	3.7%	4.4%	-1.0%	-0.7%	-0.1%
순이익률	2.0%	1.9%	2.6%	1.5%	1.7%	2.6%	-0.5%	-0.2%	0.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	10,321	9,393	10,112	10,387	11,108
매출원가	7,466	7,496	7,733	7,942	8,442
매출총이익	2,854	1,897	2,379	2,445	2,666
판매비 및 일반관리비	1,890	1,871	1,923	1,933	2,143
영업이익(보고)	965	26	456	512	523
영업이익(핵심)	965	26	456	512	523
영업외손익	-150	-158	-85	-50	-48
이자수익	59	46	15	14	13
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 기타자산처분손익	-1	1	-2	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	-8	-16	5	0	0
기타	26	12	-42	0	0
법인세차감전이익	815	-132	371	462	475
법인세비용	389	-139	102	97	104
유효법인세율 (%)	47.7%	105.1%	27.6%	21.0%	22.0%
당기순이익	426	7	269	365	370
지배주주지분순이익(억원)	361	-69	169	274	281
EBITDA	1,891	1,077	1,579	1,568	1,405
현금순이익(Cash Earnings)	1,352	1,059	1,392	1,421	1,253
수정당기순이익	430	6	266	365	370
증감율(% YoY)					
매출액	20.2	-9.0	7.7	2.7	6.9
영업이익(보고)	189.7	-97.4	1,684.1	12.3	2.1
영업이익(핵심)	189.7	-97.4	1,684.1	12.3	2.1
EBITDA	54.4	-43.0	46.6	-0.7	-10.4
지배주주지분 당기순이익	550.6	N/A	N/A	61.4	2.9
EPS	550.6	N/A	N/A	61.4	2.9
수정순이익	306.0	-98.6	4,360.5	36.9	1.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,176	404	1,053	1,414	1,239
당기순이익	426	7	269	365	370
감가상각비	745	865	978	950	806
무형자산상각비	181	187	146	106	76
외환손익	6	34	-1	0	0
자산처분손익	8	3	2	0	0
지분법손익	57	21	1	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-707	32	-7	-13
기타	404	-6	-374	0	0
투자활동현금흐름	-353	-1,104	-592	-843	-657
투자자산의 처분	423	587	323	-25	8
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	-10	-19
재무활동현금흐름	-1,264	825	-643	1	-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	1	2
현금 및 현금성자산의 순증가	-456	99	-182	573	485
기초현금 및 현금성자산	610	154	253	70	643
기말현금 및 현금성자산	154	253	70	643	1,128
Gross Cash Flow	1,828	1,112	1,021	1,421	1,253
Op Free Cash Flow	-14	-1,387	716	646	631

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	5,278	5,039	5,266	5,966	6,634
현금 및 현금성자산	154	253	70	643	1,128
유동금융자산	1,342	822	595	618	605
매출채권 및 유동채권	2,821	2,687	3,229	3,354	3,474
재고자산	961	1,278	1,371	1,351	1,426
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,809	6,764	6,312	6,076	5,863
장기매출채권 및 기타비유동채권	164	333	8	8	9
투자자산	596	232	138	141	145
유형자산	4,642	5,600	5,463	5,320	5,160
무형자산	406	484	442	336	260
기타비유동자산	0	115	261	271	289
자산총계	11,087	11,803	11,578	12,042	12,497
유동부채	3,650	4,630	4,349	4,447	4,530
매입채무 및 기타유동채무	1,410	1,420	1,706	1,772	1,895
단기차입금	925	2,006	1,359	1,359	1,259
유동성장기차입금	892	427	450	450	450
기타유동부채	424	777	833	865	925
비유동부채	1,245	1,076	872	874	876
장기매입채무 및 비유동채무	3	2	3	3	3
사채 및 장기차입금	637	1,048	840	840	840
기타비유동부채	605	26	30	31	33
부채총계	4,895	5,706	5,222	5,321	5,406
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,285	2,139	2,309	2,582	2,864
기타자본	-453	-447	-474	-474	-474
지배주주지분자본총계	5,721	5,580	5,723	5,997	6,278
비지배주주지분자본총계	471	517	633	724	813
자본총계	6,192	6,097	6,356	6,721	7,091
순차입금	958	2,406	1,984	1,388	816
총차입금	2,454	3,481	2,649	2,649	2,549

투자지표

(단위: 원, 배, %)

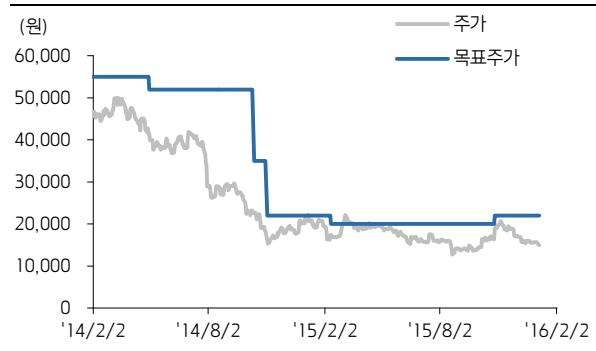
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	619	-118	291	469	483
BPS	9,811	9,571	9,816	10,285	10,768
주당EBITDA	3,243	1,848	2,709	2,690	2,409
CFPS	2,319	1,816	2,388	2,437	2,148
DPS	146	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	65.2	-171.4	69.5	43.1	41.8
PBR	4.1	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	15.2	1.2	13.1	10.9	11.6
PCF	17.4	11.1	8.5	8.3	9.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.3	0.3	4.5	4.9	4.7
영업이익률(핵심)	9.3	0.3	4.5	4.9	4.7
EBITDA margin	18.3	11.5	15.6	15.1	12.6
순이익률	4.1	0.1	2.7	3.5	3.3
자기자본이익률(ROE)	7.1	0.1	4.3	5.6	5.4
투하자본이익률(ROIC)	7.0	0.0	4.1	5.2	5.4
안정성(%)					
부채비율	79.0	93.6	82.1	79.2	76.2
순차입금비율	15.5	39.5	31.2	20.7	11.5
이자보상배율(배)	7.7	0.3	7.6	8.0	8.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.0	3.4	3.4	3.2	3.3
재고자산회전율	11.8	8.4	7.6	7.6	8.0
매입채무회전율	8.1	6.6	6.5	6.0	6.1

- 당사는 2월 2일 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
	2016/02/03	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%