



## BUY(Maintain)

목표주가: 22,000원

주가(3/18): 15,250원

시가총액: 8,892억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (3/18)		695.02pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	20,700원	12,700원
등락률	-26.3%	20.1%
수익률	절대	상대
1W	12.1%	3.0%
1M	3.4%	2.7%
1Y	-24.5%	-31.7%

## Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	654천주
외국인 지분율	7.3%
배당수익률(16E)	0.6%
BPS(16E)	10,285원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	9,393	10,112	10,387	10,782
영업이익	26	456	512	546
EBITDA	1,077	1,579	1,568	1,559
세전이익	-132	371	462	514
순이익	7	269	365	406
지배주주지분순이익	-69	169	274	304
EPS(원)	-118	291	469	522
증감률(%YoY)	N/A	N/A	61.4	11.3
PER(배)	-171.4	54.0	33.5	30.1
PBR(배)	2.1	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	1.2	10.4	8.7	8.3
영업이익률(%)	0.3	4.5	4.9	5.1
ROE(%)	0.1	4.3	5.6	5.9
순부채비율(%)	39.5	31.2	20.5	9.7

## Price Trend



## 서울반도체 (046890)

## 어려운 여건 속 수익성 방어력 향상



1분기는 스마트폰 A사의 고전과 TV 수요 약세 등 어려운 환경이 예고됐지만, 조명 분야 선전, 강도높은 비용 효율화 노력을 통해 시장 예상치에 부합하는 실적을 거둘 것이다. 다운 사이클에서 서울반도체의 경쟁력을 인정하게 된다. A사 내 지위를 통해 제품 경쟁력과 고객 대응력을 확인하게 되고, WICOP 등 기술 혁신이 돋보인다. LED 업계의 공급과잉률이 줄어들고 판가 하락폭도 둔화될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 어려운 환경 속 수익성 방어 능력 돋보일 것

1분기 실적은 시장 예상치에 부합할 전망이다. 매출액은 2,371억원(QoQ -7%, YoY 1%), 영업이익은 74억원(QoQ -38%, YoY 58%)으로 예상된다. 모바일 분야 주요 고객인 A사의 스마트폰 판매 부진과 TV 수요 약세 등 어려운 대외 환경에도 불구하고, 조명용 매출 선전, WICOP에 기반한 BLU 점유율 상승, 원가 절감 및 비용 효율화 노력을 통해 극복할 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 모바일 불확실성 완화, 조명 성장 예상

2분기부터는 계절적 수요 회복과 함께 수익성도 동반 향상될 것이다.

▶모바일 분야는 해외 A사의 감산 영향이 완화되는 한편, 신모델 출시 효과로 상쇄될 것이다.

▶조명 분야는 원가절감형 WICOP2의 실적 기여가 본격화되며 의미있는 성장이 나타날 것이다. High Power급 Acrich와 더불어 Two Track 전략이 정착될 것이다.

▶TV 분야는 UHD가 중요한 모멘텀이고, WICOP의 경쟁력이 돋보인다. UHD TV 비중이 지난해 14%에서 올해 24%로 확대될 것으로 예상되는데, UHD 환경에서는 고해상도를 구현하기 위해 LED 탑재량이 25% 가량 늘어난다.

## &gt;&gt;&gt; 다운 사이클에서 차별적 경쟁력 주목

LED 공급 과잉에 대한 우려는 여전히 상존하고 있지만, 오히려 업황의 다운 사이클을 겪으면서 서울반도체의 경쟁력을 인정하게 된다.

YAG 형광체에 기초한 제품 경쟁력과 우수한 고객 대응력을 A사 내 지위를 통해 간접적으로 확인하게 되고, WICOP 등의 기술 혁신을 바탕으로 점유율이 상승하고 있으며, 내부적인 수익성 방어 능력도 우수하다고 판단된다.

시장조사기관 IHS에 의하면 LED 업계 공급과잉률이 지난해 21%에서 올해 17%로 줄어들고, LED 가격 하락폭도 둔화될 것으로 예측된다. 업계 구조조정 속도가 빨라지고 있다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 22,000원을 유지한다.

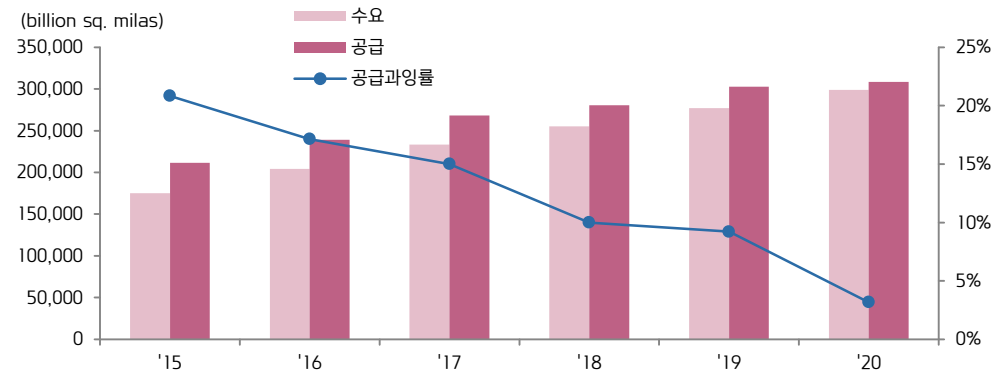
## 서울반도체 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	YoY	2016E	YoY	2017E	YoY
매출액	2,346	2,448	2,763	2,555	2,371	2,525	2,837	2,653	10,112	7.7%	10,387	2.7%	10,782	3.8%
TV	352	539	600	540	326	492	541	486	2,030	-7.5%	1,845	-9.1%	1,619	-12.3%
중대형 BLU	117	147	126	120	98	119	102	100	510	-28.3%	420	-17.6%	319	-24.0%
핸드셋	446	367	660	570	471	442	672	611	2,043	66.0%	2,196	7.5%	2,277	3.7%
조명(자동차 포함)	1,431	1,395	1,377	1,325	1,477	1,472	1,521	1,455	5,529	36.6%	5,925	7.2%	6,566	10.8%
영업이익	47	57	232	120	74	111	190	136	456	1684.1%	512	12.3%	563	10.1%
영업이익률	2.0%	2.3%	8.4%	4.7%	3.1%	4.4%	6.7%	5.1%	4.5%	4.2%p	4.9%	0.4%p	5.2%	0.3%p

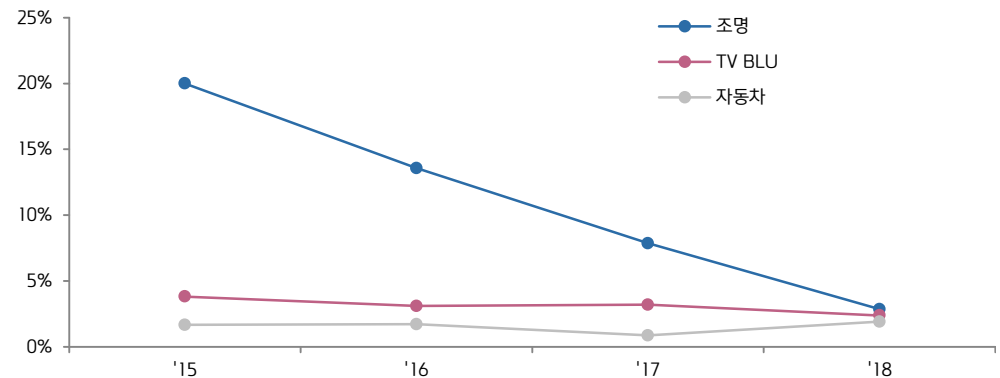
자료: 서울반도체, 키움증권

## LED 수급 전망



자료: IHS

## Application별 LED ASP 하락률 전망



자료: IHS

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,393	10,112	10,387	10,782	11,245
매출원가	7,496	7,733	7,942	8,223	8,574
매출총이익	1,897	2,379	2,445	2,559	2,671
판매비및일반관리비	1,871	1,923	1,933	1,995	2,070
영업이익(보고)	26	456	512	546	601
영업이익(핵심)	26	456	512	563	601
영업외손익	-158	-85	-50	-50	-49
이자수익	46	15	14	14	15
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	561	582	251	59	47
이자비용	91	60	64	64	64
외환손실	638	581	251	59	47
관계기업지분손익	-33	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-16	5	0	0	0
기타	12	-42	0	0	0
법인세차감전이익	-132	371	462	514	552
법인세비용	-139	102	97	108	116
유호법인세율 (%)	105.1%	27.6%	21.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	7	269	365	406	436
지배주주지분순이익(억원)	-69	169	274	304	327
EBITDA	1,077	1,579	1,568	1,559	1,439
현금순이익(Cash Earnings)	1,059	1,392	1,421	1,401	1,275
수정당기순이익	6	266	365	406	436
증감율(% YoY)					
매출액	-9.0	7.7	2.7	3.8	4.3
영업이익(보고)	-97.4	1,684.1	12.3	6.6	10.1
영업이익(핵심)	-97.4	1,684.1	12.3	10.1	6.7
EBITDA	-43.0	46.6	-0.7	-0.6	-7.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	61.4	11.3	7.5
EPS	N/A	N/A	61.4	11.3	7.5
수정순이익	-98.6	4,360.5	36.9	11.3	7.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	404	1,053	2,457	2,477	1,159
당기순이익	7	269	365	406	436
감가상각비	865	978	950	919	779
무형자산상각비	187	146	106	76	59
외환손익	34	-1	0	0	0
자산처분손익	3	2	0	0	0
지분법손익	21	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-707	32	-7	18	-88
기타	-6	-374	1,043	1,058	-28
투자활동현금흐름	-1,104	-592	-835	-743	-798
투자자산의 처분	587	323	-25	-16	-30
유형자산의 처분	25	0	0	0	0
유형자산의 취득	-1,583	-769	-800	-720	-756
무형자산의 처분	-146	0	0	0	0
기타	14	-145	-10	-6	-12
재무활동현금흐름	825	-643	-1,042	-1,057	-68
단기차입금의 증가	-1	-647	0	0	0
장기차입금의 증가	936	0	-1,000	-1,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-85	0	-43	-58	-69
기타	-25	4	1	1	1
현금및현금성자산의순증가	99	-182	580	678	293
기초현금및현금성자산	154	253	70	651	1,328
기말현금및현금성자산	253	70	651	1,328	1,621
Gross Cash Flow	1,112	1,021	2,464	2,459	1,247
Op Free Cash Flow	-1,387	716	654	738	469

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,039	5,266	5,974	6,711	7,235
현금및현금성자산	253	70	651	1,328	1,621
유동금융자산	822	595	618	633	660
매출채권및유동채권	2,687	3,229	3,354	3,433	3,581
재고자산	1,278	1,371	1,351	1,316	1,373
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,764	6,312	6,068	5,801	5,733
장기매출채권및기타비유동채권	333	8	8	8	9
투자자산	232	138	141	142	145
유형자산	5,600	5,463	5,312	5,113	5,090
무형자산	484	442	336	260	201
기타비유동자산	115	261	271	277	289
자산총계	11,803	11,578	12,042	12,512	12,969
유동부채	4,630	4,349	4,447	4,510	4,626
매입채무및기타유동채무	1,420	1,706	1,772	1,814	1,892
단기차입금	2,006	1,359	1,359	1,359	1,359
유동성장기차입금	427	450	450	450	450
기타유동부채	777	833	865	885	924
비유동부채	1,076	872	874	875	877
장기매입채무및비유동채무	2	3	3	3	3
사채및장기차입금	1,048	840	840	840	840
기타비유동부채	26	30	31	32	34
부채총계	5,706	5,222	5,321	5,385	5,502
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	3,597	3,597	3,597
이익잉여금	2,139	2,309	2,582	2,887	3,153
기타자본	-447	-474	-474	-474	-474
지배주주지분자본총계	5,580	5,723	5,997	6,301	6,567
비지배주주지분자본총계	517	633	724	826	899
자본총계	6,097	6,356	6,721	7,127	7,466
순차입금	2,406	1,984	1,381	688	368
총차입금	3,481	2,649	2,649	2,649	2,649

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

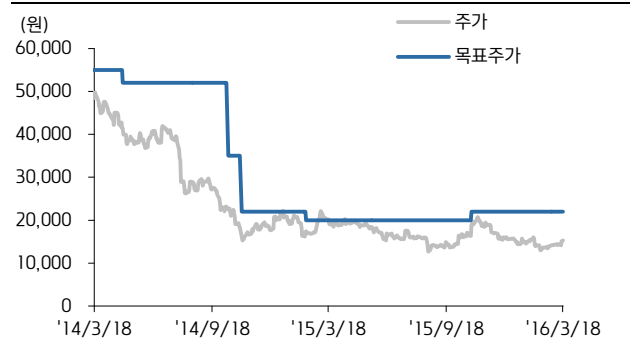
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-118	291	469	522	561
BPS	9,571	9,816	10,285	10,807	11,263
주당EBITDA	1,848	2,709	2,690	2,674	2,469
CFPS	1,816	2,388	2,437	2,404	2,186
DPS	0	75	100	120	140
주가배수(배)					
PER	-171.4	54.0	33.5	30.1	28.0
PBR	2.1	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	1.2	10.4	8.7	8.3	8.7
PCFR	11.1	6.6	6.4	6.5	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.3	4.5	4.9	5.1	5.3
영업이익률(핵심)	0.3	4.5	4.9	5.2	5.3
EBITDA margin	11.5	15.6	15.1	14.5	12.8
순이익률	0.1	2.7	3.5	3.8	3.9
자기자본이익률(ROE)	0.1	4.3	5.6	5.9	6.0
투자자본이익률(ROIC)	0.0	4.1	5.2	5.9	6.4
안정성(%)					
부채비율	93.6	82.1	79.2	75.6	73.7
순차입금비율	39.5	31.2	20.5	9.7	4.9
이자보상배율(배)	0.3	7.6	8.0	8.9	9.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.4	3.2	3.2	3.2
재고자산회전율	8.4	7.6	7.6	8.1	8.4
매입채무회전율	6.6	6.5	6.0	6.0	6.1

- 당사는 3월 18일 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)	2014/01/17	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

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

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