서울반도체(046890)

Above
In line
Below

매수(유지)

목표주가: 53,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/30)	1,962
주가(4/30)	41,450
시가총액(십억원)	2,417
발행주식수(백만)	58
52주 최고/최저가(원)	50,000/29,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,739
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.5/29.2
주요주주(%) 이정훈 외 3인	34.2

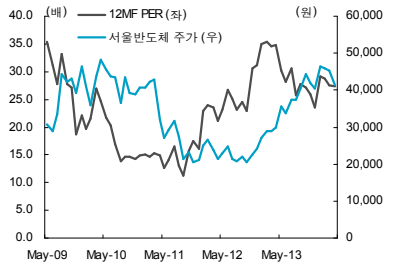
Valuation 지표

	2013A	2014F	2015F
PER(x)	65.3	28.6	23.0
PBR(x)	4.1	3.8	3.4
ROE(%)	6.3	11.9	13.2
EV/EBITDA(x)	13.7	12.3	10.5
EPS(원)	619	1,447	1,801
BPS(원)	9,811	10,900	12,288

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.8)	(5.1)	39.1
상대주가(%p)	(6.8)	(0.4)	39.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

최재훈 3276-5643
jaehoon.choi@truefriend.com

2분기 실적은 가이던스를 대폭 상회할 전망

What's new : 투자의견을 매수로 유지, 하지만 목표주가는 소폭 하향 조정

동사에 대한 목표주가는 53,000원으로 기존 대비 12% 하향조정하는데 2014년 연간 예상영업이익을 13% 하향조정하기 때문이다. 하지만 투자의견은 매수로 유지하는데, 1) 우려에도 불구하고 1분기 실적이 기존 가이던스를 충족하는 양호한 실적을 기록했고, 2) 동사가 제시한 2분기 가이던스가 매우 보수적이라고 생각하여 당사는 2분기 실적이 가이던스를 대폭 상회할 것으로 전망하며, 3) 글로벌 LED 업체들 중 가장 높은 조명용 비중, 영업이익률 등을 보유하고 있어 상대적으로 높은 PER을 적용하는 것이 합리적이라고 판단되기 때문이다. 목표주가는 2014년 예상EPS를 기준으로 TV용 LED가 호황을 누렸던 시기의 평균 PER 36배를 계속해서 적용하여 산출했다.

Positives : 1분기 영업이익이 기존 가이던스를 충족

1분기 매출액은 전년대비 8% 증가한 2,480억원을, 영업이익은 38% 증가한 173억원을 기록했다. 여러 우려에도 불구, 가이던스를 충족하는 양호한 실적을 시현하여 동사의 성장스토리에 이상이 없음을 증명했다. 조명용 비중이 전체의 43%로 상승했고, 수익성이 높은 AC 타입 LED의 비중 또한 23.4%로 상승 추세를 이어갔다. 특히 부가가치가 높은 태블릿PC용의 매출이 증가하여 비수기임에도 불구하고 휴대폰용의 매출액은 전분기대비 17% 증가했다.

Negatives : 2분기 가이던스를 매우 보수적으로 제시한 것으로 판단

2분기 매출액 가이던스는 2,700억원, 영업이익 가이던스는 216억원(영업이익률 8.0%)로 제시했는데, 당사는 2분기 가이던스가 매우 보수적인 것으로 판단한다. 1) LED칩 장비업체인 Aixtron과 Veeco의 수주잔량을 보면 당분간 LED의 공급과잉률이 상승할 가능성은 매우 낮고, 2) 동사의 LED 기술력과 경쟁력을 감안하면 동사의 2분기 성장성과 수익성이 시장상황을 상회할 가능성이 매우 높기 때문이다. 우리는 2분기 매출액을 2,800억원으로, 영업이익을 286억원(영업이익률 8.2%)로 추정하여 가이던스를 대폭 상회할 것으로 전망한다(참고로 〈표5〉를 보면 지난 5분기 동안 회사는 가이던스를 매번 보수적으로 제시했음).

결론 : 월별 실적의 강한 상승세를 확인한 이후 주가는 재도약할 전망

3월부터 동사의 매출액은 전월대비 대폭 증가하여 역사적 최고치인 전년 10월 수준을 기록한 것으로 추정된다. 특히 2014년에는 UHD TV용, 태블릿PC용, AC 타입 조명용 등 수익성 높은 제품들의 영업이익 기여도가 대폭 상승할 것으로 전망되어 중국 업체들을 중심으로 한 가격 경쟁을 상쇄시킬 수 있을 전망이다. 월별 실적의 강한 상승세를 확인한 이후 동사의 주가는 재도약할 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q14P				증감률		2014F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	237	248	4.6	252	(7.0)	8.0	1,156	1,194
영업이익	18	17	(3.1)	19	(25.0)	38.0	113	125
영업이익률(%)	7.5	7.0	0.9	7.5	NM	NM	9.8	10.5
세전이익	15	17	14.7	17	(2.0)	45.0	105	116
순이익	12	12	3.3	13	36.0	38.0	84	89

<표 1> 서울반도체 분기별 실적 추이 (수정 후)

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013	2014F	2015F
매출액	**230**	**266**	**270**	**266**	**248**	**280**	**316**	**311**	**859**	**1,032**	**1,156**	**1,290**
조명	81	101	101	109	107	124	144	144	241	391	517	636
휴대폰	25	40	27	21	25	31	37	39	104	113	132	161
중대형 BLU	21	24	35	21	22	20	18	13	121	101	73	62
TV	71	74	81	80	67	76	85	81	265	307	308	293
자동차 및 기타	30	27	26	35	27	30	33	34	60	80	86	103
매출비중												
조명	35	38	37	41	43	44	45	46	28	38	45	49
휴대폰	11	15	10	8	10	11	12	13	12	11	11	12
중대형 BLU	9	9	13	8	9	7	6	4	14	10	6	5
TV	31	28	30	30	27	27	27	26	31	30	27	23
자동차 및 기타	13	10	10	13	11	11	11	11	7	8	7	8
영업이익	**12.5**	**29.2**	**31.9**	**22.9**	**17.3**	**28.6**	**38.0**	**29.2**	**33.3**	**96.5**	**113.0**	**136.8**
영업이익률	5.4	11.0	11.8	8.6	7.0	10.2	12.0	9.4	3.9	9.3	9.8	10.6

자료: 서울반도체, 한국투자증권

<표 2> 서울반도체 분기별 실적 추이 (수정 전)

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**230**	**266**	**270**	**266**	**237**	**287**	**329**	**332**	**855**	**1,032**	**1,185**	**1,349**
조명	81	101	101	109	104	131	154	157	244	391	546	682
휴대폰	25	40	27	21	17	26	35	39	105	113	118	144
중대형 BLU	21	24	35	21	19	18	16	15	120	101	67	64
TV	71	74	81	80	64	75	84	80	262	307	304	289
자동차 및 기타	30	27	26	35	32	37	40	41	60	80	105	127
매출비중												
조명	35	38	37	41	44	46	47	47	29	38	46	51
휴대폰	11	15	10	8	7	9	11	12	12	11	10	11
중대형 BLU	9	9	13	8	8	6	5	4	14	10	6	5
TV	31	28	30	30	27	26	26	24	31	30	26	21
자동차 및 기타	13	10	10	13	14	13	12	12	7	8	9	9
영업이익	**12.5**	**29.2**	**31.9**	**22.9**	**17.8**	**33.1**	**41.8**	**36.5**	**22.1**	**96.5**	**129.1**	**161.9**
영업이익률	5.4	11.0	11.8	8.6	7.5	11.5	12.7	11.0	2.6	9.3	10.9	12.0

자료: 서울반도체, 한국투자증권

<표 3> 서울반도체 수익예상 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2Q14F	2014F	2Q14F	2014F	2Q14F	2014F
매출액	287	1,185	280	1,156	(2.4)	(2.4)
영업이익	33	129	29	113	(13.6)	(12.5)
영업이익률	11.5	10.9	10.2	9.8	(1.3)	(1.1)

자료: 한국투자증권

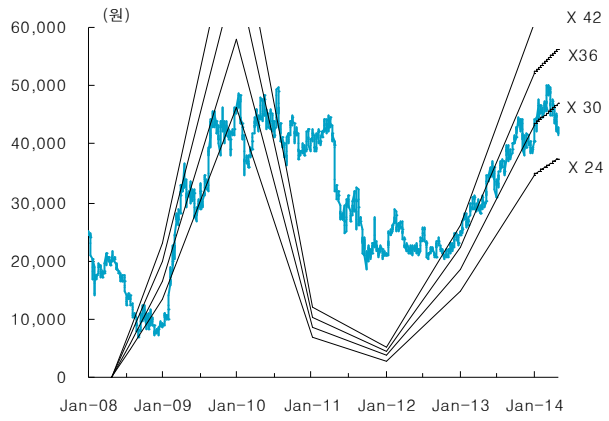
<표 4> 서울바이오시스 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14P	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013	2014F	2015F
매출액	58.0	69.3	67.8	65.4	67.0	73.7	77.4	78.9	250.7	260.5	297.0	326.7
영업이익	5.2	7.8	4.8	6.5	4.1	7.4	8.5	6.3	13.9	24.3	26.3	29.4
영업이익률	8.9	11.3	7.1	10.0	6.1	10.0	11.0	8.0	5.6	9.3	8.9	9.0
당기순이익	0.7	3.3	2.3	3.5	1.1	4.4	5.5	3.3	2.6	9.8	12.9	14.8

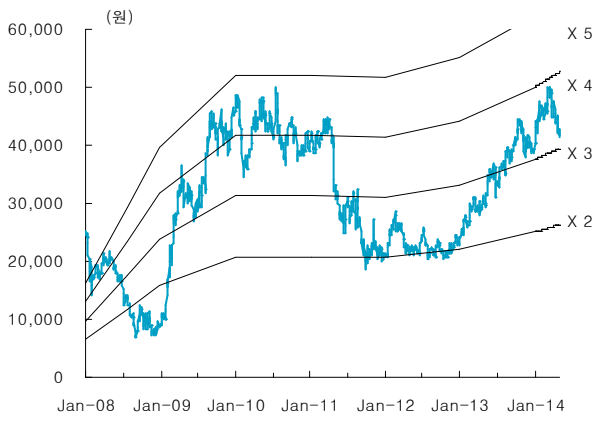
자료: 서울반도체, 한국투자증권

[그림 1] 서울반도체 12MF PER 밴드



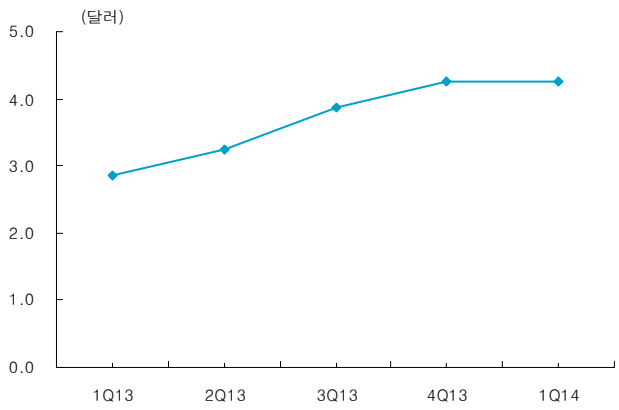
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 2] 서울반도체 12MF PBR 밴드



자료: Datastream, 한국투자증권

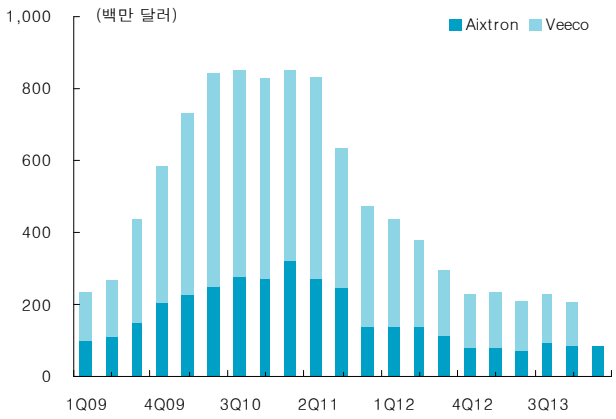
[그림 3] 월별 사파이어웨이퍼 spot 가격 추이



주: 2인치 기준

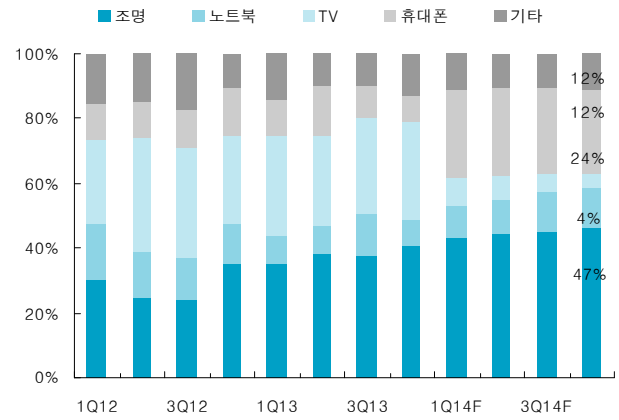
자료: Digitimes, 한국투자증권

[그림 4] Aixtron과 Veeco의 수주잔량 추이



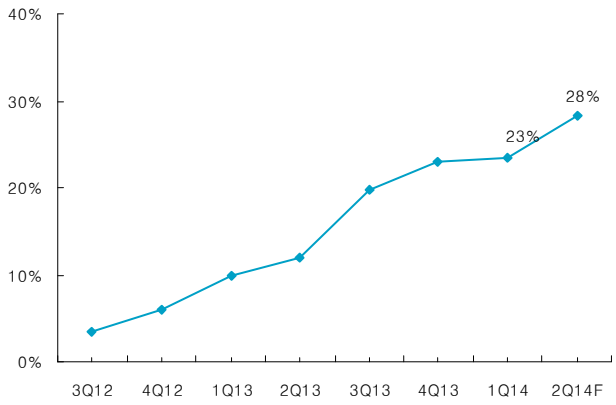
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 5] 서울반도체의 application별 비중



자료: 서울반도체, 한국투자증권

[그림 6] 조명 매출액 중 아크리치 비중 추이



자료: 서울반도체, 한국투자증권

<표 5> 회사 가이던스와 실제 영업이익률 차이

(단위: %)

	가이던스 OPM	실제 OPM	차이
1Q13	4.5	5.4	0.9
2Q13	7.5	11.0	3.5
3Q13	10.0	11.8	1.8
4Q13	9.0	8.6	(0.4)
1Q14	7.0	7.0	-

자료: 한국투자증권

<표 6> 글로벌 LED 업체들 비교

(단위: 달러, 백만 달러, 배, %)

		LG 이노텍	서울반도체	도요타 고세이	Epistar	Everlight	Cree	Rubicon	Philips	Veeco
주가		110	40	18	2	2	47	10	23	37
시가총액		2,331	2,341	2,390	2,043	991	5,752	265	30,037	1,479
매출액	2012A	6,011	999	6,746	737	820	1,386	42	23,329	332
	2013F	6,350	1,153	6,964	876	956	1,655	69	23,367	429
	2014F	6,933	1,366	7,257	1,006	1,050	1,976	103	24,644	610
영업이익	2012A	132	93	429	3	67	100	(34)	1,991	(68)
	2013F	250	119	440	60	85	170	(17)	2,148	(22)
	2014F	337	152	481	100	94	252	13	2,496	55
EBITDA	2012A	644	182	808	151	130	253	(22)	3,340	(50)
	2013F	718	201	812	226	147	313	(2)	3,197	1
	2014F	771	231	848	269	151	395	23	3,600	88
순이익	2012A	15	35	256	1	49	87	(30)	1,169	(42)
	2013F	121	83	254	59	63	202	(16)	1,359	(7)
	2014F	206	109	278	108	69	241	10	1,608	48
EPS	2012A	(1)	1	2	0	0	1	(1)	1	(1)
	2013F	1	1	2	0	0	2	(1)	2	(0)
	2014F	6	2	2	0	0	2	0	2	1
BPS	2012A	63	9	21	2	1	23	9	12	20
	2013F	68	11	22	2	1	25	7	13	22
	2014F	77	13	23	2	1	27	8	13	22
순차입금	2012A	1,703	94	(217)	42	21	(1,024)	(35)	1,426	(490)
(-net cash)	2013F	1,498	51	(455)	(133)	34	(998)	(41)	1,306	(395)
	2014F	1,329	(19)	(523)	(226)	15	(921)	(59)	869	(442)
P/E (배)	2012A	147.9	67.0	9.3	1647.5	20.1	62.9	NM	18.0	NM
	2013F	19.7	28.8	9.4	35.7	16.0	28.8	NM	15.1	NM
	2014F	11.7	21.8	8.5	19.5	14.3	24.3	26.5	12.5	27.9
P/B (배)	2012A	1.7	4.2	0.9	1.3	1.9	2.0	1.2	1.9	1.9
	2013F	1.6	3.6	0.8	1.3	1.8	1.9	1.4	1.8	1.7
	2014F	1.4	3.2	0.8	1.2	1.7	1.8	1.3	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	2012A	6.3	13.4	2.7	13.9	7.8	18.7	(10.6)	6.9	(19.8)
	2013F	5.3	11.9	2.4	8.5	7.0	15.2	(140.8)	7.2	1063.8
	2014F	4.7	10.0	2.2	6.8	6.7	12.2	8.8	6.3	11.8
ROE (%)	2012A	1.2	6.3	9.8	0.1	9.9	3.2	(14.4)	10.5	(5.3)
	2013F	8.8	13.2	9.0	3.7	11.6	6.2	(8.9)	12.1	(1.7)
	2014F	13.0	15.3	9.1	6.7	12.5	7.1	9.1	13.4	6.2
ROA (%)	2012A	0.3	3.2	5.1	0.1	4.6	3.0	(13.5)	4.2	(4.5)
	2013F	2.8	8.2	8.3	1.9	5.7	3.5	(8.8)	5.2	(1.7)
	2014F	4.5	9.8	8.6	3.8	6.5	6.2	8.8	6.9	5.0
Div yield (%)	2012A	0.0	0.4	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	0.0
	2013F	0.2	0.4	2.9	1.2	4.4	0.4	0.0	3.5	0.5
	2014F	0.2	0.5	3.1	2.3	5.2	0.8	0.0	3.8	0.9

주: 4월 30일 종가 기준

자료: Bloomberg

기업개요 및 용어해설

서울반도체는 1987년에 설립되어 LED 제품을 생산/판매하는 종합 LED 기업으로, 2012년 기준 글로벌 시장 점유율 5.3%를 기록하며 글로벌 5위 업체로 자리매김하였다. LED는 에너지 효율이 높아 백열등과 형광등을 대체할 수 있는 차세대 광원으로 주목받고 있다. LED는 휴대폰, TV, 노트북 등에서 일반 조명으로 그 적용범위가 넓어지고 있다.

- LED: Light Emitting Diode, 발광다이오드. 화학적 화합물에 전류를 흘려 빛을 발산하는 반도체 소자
- MOCVD: metal-organic chemical vapor deposition, 유기 금속가스를 가열한 기판상에 열분해시켜 반도체 박막을 성장시키는 기술

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	497	528	618	736	852
현금성자산	61	15	23	52	84
매출채권및기타채권	222	269	306	342	378
재고자산	79	96	95	123	137
비유동자산	647	581	554	524	528
투자자산	112	54	61	68	74
유형자산	476	464	423	378	370
무형자산	45	41	45	51	55
자산총계	1,143	1,109	1,172	1,259	1,381
유동부채	380	365	374	363	375
매입채무및기타채무	112	140	156	161	168
단기차입금및단기사채	167	93	88	53	53
유동성장기부채	101	89	78	66	54
비유동부채	185	124	102	104	105
사채	41	15	15	15	15
장기차입금및금융부채	138	99	75	75	75
부채총계	565	489	476	467	480
지배주주지분	570	572	636	716	807
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	373	390	390	390	390
자본조정	(25)	(75)	(75)	(75)	(75)
이익잉여금	193	228	292	372	462
비지배주주지분	8	47	60	76	94
자본총계	579	619	696	792	901

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	859	1,032	1,156	1,290	1,402
매출원가	658	747	831	917	997
매출총이익	201	285	325	373	405
판매관리비	168	189	212	236	257
영업이익	33	96	113	137	148
금융수익	32	27	27	28	30
이자수익	9	6	6	8	9
금융비용	47	35	33	32	32
이자비용	20	13	10	10	10
기타영업외손익	(3)	1	0	0	0
관계기업관련손익	(5)	(8)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	10	81	105	131	145
법인세비용	3	39	21	26	29
연결당기순이익	7	43	84	105	116
지배주주지분순이익	6	36	72	89	99
기타포괄이익	(3)	0	0	0	0
총포괄이익	4	43	85	105	117
지배주주지분포괄이익	3	37	72	89	99
EBITDA	123	188	212	242	259

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	97	118	144	170	191
당기순이익	7	43	84	105	116
유형자산감가상각비	75	73	80	84	87
무형자산상각비	14	18	19	22	23
자산부채변동	(0)	(71)	(53)	(58)	(55)
기타	1	55	14	17	20
투자활동현금흐름	(19)	(35)	(100)	(95)	(146)
유형자산투자	(37)	(69)	(40)	(40)	(81)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	22	42	(7)	(8)	(7)
무형자산순증	(5)	(10)	(24)	(27)	(28)
기타	0	0	(31)	(22)	(32)
재무활동현금흐름	(34)	(126)	(36)	(46)	(13)
자본의증가	0	49	0	0	0
차입금의순증	(27)	(174)	(15)	(22)	13
배당금지급	(7)	(2)	(9)	(9)	(9)
기타	0	1	(12)	(15)	(17)
기타현금흐름	(2)	(1)	0	0	0
현금의증가	43	(46)	8	29	32

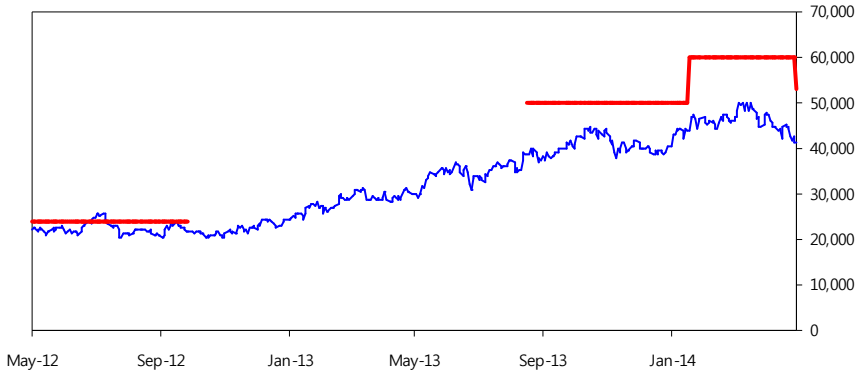
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	95	619	1,447	1,801	1,994
BPS	9,782	9,811	10,900	12,288	13,840
DPS	31	146	146	146	146
성장성(%, YoY)					
매출증가율	14.5	20.2	12.0	11.7	8.6
영업이익증가율	29.1	189.7	17.2	20.9	8.6
순이익증가율	(67.2)	550.6	98.2	24.5	10.7
EPS증가율	(67.2)	551.6	133.8	24.5	10.7
EBITDA증가율	109.1	53.4	12.8	14.0	7.3
수익성(%)					
영업이익률	3.9	9.3	9.8	10.6	10.6
순이익률	0.6	3.5	6.2	6.9	7.0
EBITDA Margin	14.3	18.2	18.3	18.7	18.5
ROA	0.7	3.8	7.4	8.6	8.8
ROE	0.9	6.3	11.9	13.2	12.9
배당수익률	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	263	171	120	51	2
차입금/자본총계비율(%)	77.3	51.7	43.9	35.7	32.9
Valuation(X)					
PER	254.7	65.3	28.6	23.0	20.8
PBR	2.5	4.1	3.8	3.4	3.0
PSR	1.6	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.7	13.7	12.3	10.5	9.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
서울반도체(046890)	2012.07.09	중립	24,000 원
	2012.09.28	중립	-
	2013.08.18	매수	50,000 원
	2014.01.19	매수	60,000 원
	2014.05.01	매수	53,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 5월 1일 현재 서울반도체 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 서울반도체 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.