2014. 6. 16 기업분석

전기전자
Analyst 김현용, CFA
02.3779-8955
hyunyong.kim@etrade.co.kr

서울반도체 (046890)

Buy(maintain)

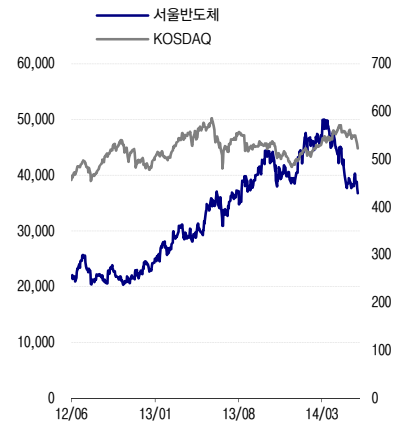
목표주가: 58,000원
현재주가: 39,200원

Stock Data

KOSDAQ(6/13)		536.34pt
시가총액		22,856억원
발행주식수		58,305천주
52주 최고가 / 최저가		50,000 / 30,900원
90일 일평균거래대금		271억원
외국인 지분율		28.0%
배당수익률(14.12E)		0.4%
BPS(14.12E)		10,869원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	4.7%
	3개월	-9.4%
	6개월	-9.8%

주주구성	
이정훈외 4인	34.2%
Ion Investment B.V.	11.8%

Stock Price



50% Rule: 절반이 보급될 때까지 시장은 급성장

급성장하는 LED 조명시장에서 잔 파도에 휘둘리지 말자!

산업 사이클을 판단하는데 있어 50%는 중요한 분기점이다. 새롭게 출시된 아이템의 판매비중이 50%가 되기까지 산업은 빠르게 성장하고 시장 선도자들이 대부분의 파이를 가져간다. 이후 이머징 마켓 확산과정에서 성장률은 점차 둔화된다. 많은 업체들이 진입하며 마진은 평준화되고 투자매력도는 떨어지게 된다. 스마트폰이 그랬고, LED TV가 그랬다. LED 조명의 조명시장 내 비중은 올해 25%로 예상된다. 아직은 가파르게 성장하는 구간이다. 단기 실적과 같은 잔 파도에 휘둘리기에는 산업 사이클상 너무도 매력적인 구간이다.

LED 전구가격은 Sweet Spot에 근접했고, 글로벌 조명업체들 가파른 성장세

60W등 대체 LED 전구의 글로벌 가격은 최근 분기 $12을 기록했다. 분기별 가격하락률(8~10%)을 감안하면 올해 하반기면 Sweet Spot인 $10에 도달할 전망이다. 글로벌 조명업체들의 LED 조명 매출액 성장세 또한 가파르다. 지난 4년간 주요 글로벌 업체 합산 기준의 LED 조명매출은 연평균 44.6%로 증가하여 왔다. 최근 분기도 37%의 고성장세를 유지하고 있다.

업체별 실적 차별화 구간에서 글로벌 조명경쟁력 갖춘 동사 적극 매수 유효

최근 중국발 공급과잉 우려가 제기되며 LED 투자 센티멘트도 약화되었다. 당사는 중국으로 인한 공급과잉 효과는 제한적이며 올해까지 점진적 수급여건 개선을 예상한다. 결국 고부가 조명제품에 대한 비중이 업체별 실적을 판가름할 것으로 예상된다. 동사는 글로벌 평균보다 더 많은 연구개발 투자를 지속하고 있다. 그리고 하이파워/자동차/미드로우파워 등 조명 내 종합적인 제품믹스를 구축하고 있다. 동사에 대한 적극적인 매수관점이 유효한 시점이다.

Financial Data	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액(억원)	8,587	10,321	11,434	13,526	14,676
영업이익(억원)	333	965	1,056	1,325	1,438
세전계속사업손익(억원)	98	815	964	1,307	1,435
순이익(억원)	69	426	710	1,007	1,105
EPS(원)	95	619	1,213	1,726	1,895
증감률(%)	n/a	550.6	95.8	42.3	9.8
PER(배)	254.2	65.2	32.3	22.7	20.7
PBR(배)	2.5	4.1	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA(배)	13.7	13.4	1.6	1.2	0.8
영업이익률(%)	3.9	9.3	9.2	9.8	9.8
EBITDA 마진(%)	14.3	18.2	17.7	16.6	15.9
ROE(%)	0.9	6.3	11.7	14.7	14.1
부채비율(%)	97.6	79.0	76.5	65.6	55.2

자료: 이트레이드증권 리서치본부

Contents

Ⅰ. 생각보다 빠르게 커지는 LED 조명시장 4

1. 50% Rule: 성장의 변곡점 4
2. LED 조명시장은 연평균 40% 성장중 5
3. LED 전구 가격은 올해 하반기 Sweet Spot에 도달할 전망 8

Ⅱ. 글로벌 메이저 업체의 증설 전까지는 공급과잉 우려 제한적 9

1. LED 치킨 게임 우려... 올해까지는 수급개선 지속될 전망 9
2. 결국 돌파구는 고부가 조명제품에 대한 선행개발 투자 10
3. 업체별 수익성 차별화 뚜렷하게 나타날 전망 11

Ⅲ. 실적 전망 12

1. 2014년 실적 전망 12
2. 2분기 실적 Preview 12

Ⅳ. Valuation 및 투자의견 13

Investment Summary

급성장하는 LED 조명시장에서 잔 파도에 휘둘리지 말자!

산업 사이클을 판단하는데 있어 50%는 중요한 분기점이다. 새롭게 출시된 아이템의 판매비중이 50%가 되기까지 산업은 빠르게 성장하고 시장 선도자들이 대부분의 파이를 가져간다. 이후 이머징 마켓 확산과정에서 성장률은 점차 둔화된다. 많은 업체들이 진입하며 마진은 평준화되고 투자매력도는 떨어지게 된다. 스마트폰이 그랬고, LED TV가 그랬다. LED 조명의 조명시장 내 비중은 올해 25%로 예상된다. 아직은 가파르게 성장하는 구간이다. 단기 실적과 같은 잔 파도에 휘둘리기에는 산업 사이클상 너무도 매력적인 구간이다.

LED 조명시장은 연평균 40% 성장중

글로벌 LED 조명시장의 성장세는 여전히 가파르다. 작년 160억불에 달했던 LED 조명시장은 2015년 311억불로 연평균 39% 증가할 전망이다. 이는 당사가 지난 2월 발간한 산업분석 리포트 [LED 조명 시장, 이제부터 본 게임]에서 예상했던 33%를 상향 조정한 수치이다. 상향 근거는 글로벌 주요 조명업체의 최근 1분기 LED 매출액 증가율이 YoY 37%로 기존 전망치를 상회하였기 때문이다. 일본으로부터 성장의 중심축을 이어 받은 미국과 중국의 LED 조명시장은 생각보다 빠른 속도로 올라오고 있다는 판단이다.

LED 전구가격은 올해 하반기 Sweet Spot에 도달할 전망

LED 전구 가격은 매년 30%씩 하락 추세다. 최근 분기 글로벌 기준 60W 대체 LED 전구 가격은 $12을 기록했다. LED의 폭발적 확산 시점으로 불리는 Sweet Spot $10에 근접한 것으로 보여진다. 현재의 분기별 가격하락률 8~10%를 적용해 보면 올해 하반기면 $10 이하로 떨어질 전망이다. 특히 단일국가로는 최대 조명시장을 자랑하는 미국의 LED 전구가격도 최근 분기 $10.3을 기록한 점이 눈에 띈다. 백열등 사용 금지 조치와 맞물리며 하반기 LED 비중 확대는 생각보다 빠르게 이루어질 것으로 예상된다.

LED 공급과잉 우려는 2015년 이후 고려할 사항

최근 들어 중국발 공급과잉 우려가 제기되며 LED에 대한 투자 센티멘트도 약화되었다. 당사는 중국으로 인한 공급과잉 효과는 제한적이며 따라서 올해까지 점진적 수급여건 개선을 예상한다. 1분기 중국업체 증설 영향으로 공급과잉률은 18.4%(QoQ +2.5%P)까지 증가했다. 그러나 조명수요가 하반기로 갈수록 증가하며 공급과잉률은 2분기 14.0%, 3분기 13.6%로 안정화될 전망이다. 다만, 2015년부터는 글로벌 메이저 업체들의 증설이 가시화될 가능성이 존재한다. 이 시점에 공급증가율과 수요증가율을 다시 한 번 살펴봐야 하겠으나 아직은 구조적 공급과잉을 우려할 수준은 아니라고 판단된다.

업체별 실적 차별화 구간에서 글로벌 조명경쟁력 갖춘 동사 적극 매수 유효

BLU 시대와는 다르게 LED 조명 확산의 수혜는 제품믹스 차별화에 성공한 소수 업체들이 선별적으로 가져갈 가능성이 높다. 즉, 고부가 조명제품에 대한 비중에 따라 업체별 실적 차별화는 커질 것으로 예상된다. **동사는 조명을 중심으로 글로벌 평균보다 더 많은 연구개발 투자**를 지속하고 있다. 그리고 하이파워/자동차/미드로우파워 등 **조명 내 종합적인 제품믹스**를 구축하고 있다. 동사에 대한 적극적인 매수관점이 유효한 시점이다.

I. 생각보다 빠르게 커지는 LED 조명시장

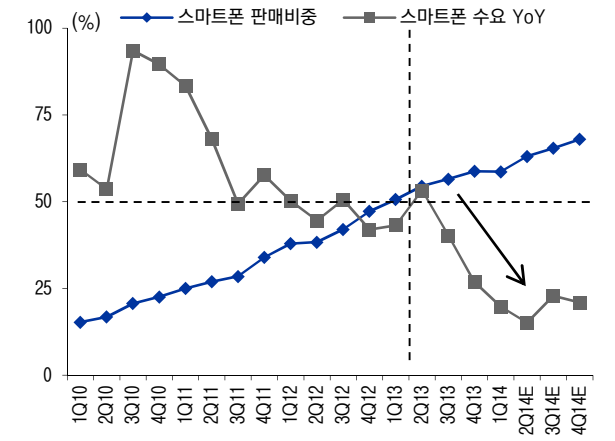
1. 50% Rule: 성장의 변곡점

LED 조명시장은 가파른 성장구간을 지나는 중

산업 사이클을 판단하는데 있어 50%는 중요한 분기점이다. 신규 아이템 판매비중이 50%가 되기까지 산업은 빠르게 성장하고 시장 선도자들이 대부분의 파이를 가져간다. 이후 이머징 마켓 확산과정에서 판매비중은 과반에 도달하지만 성장률은 점차 둔화된다. 많은 업체들이 진입하며 마진은 평준화되고 투자매력도는 떨어지게 되는 것이다. 스마트폰이 그랬고, LED TV가 그랬다.

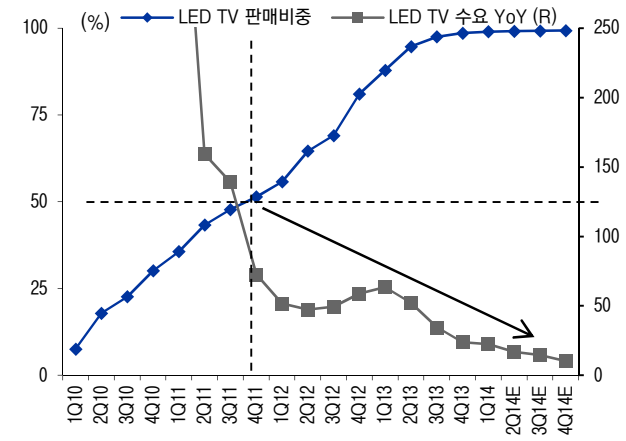
아래의 [그림1]~[그림4]에서 확인할 수 있듯이 판매비중 50%에 도달하는 시점까지 산업은 급격히 성장하고 투자매력이 넘치는 구간이다. 그러나 50%를 초과하면서부터 성장률은 급격히 둔화되고 산업 마진은 큰 흐름에서 하향 안정화되는 경향이 강하다. **LED 조명의 조명시장 내 비중은 올해 25%로 예상된다. 아직은 가파르게 성장하는 구간**이다. 단기 실적과 같은 잔 파도에 휘둘리기에는 산업 사이클상 너무도 매력적인 구간이다.

[그림1] 스마트폰 판매비중과 수요 성장률 전망



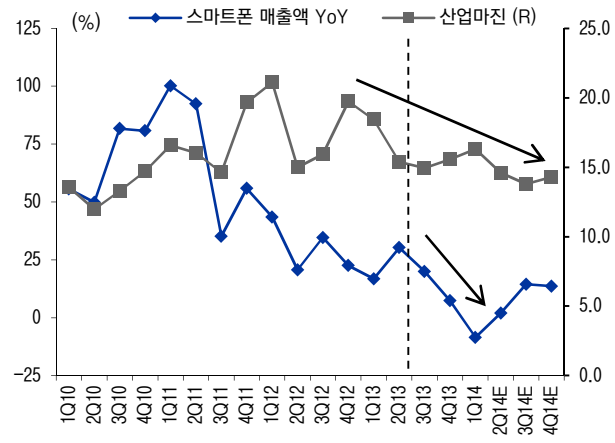
자료: IDC, 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] LED TV 판매비중과 수요 성장률 전망



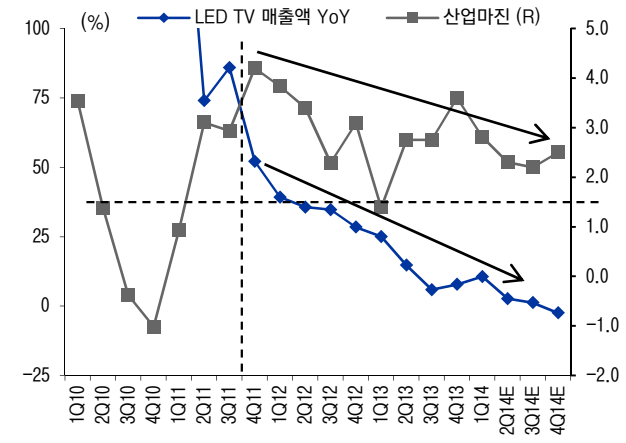
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] 스마트폰 매출액 성장률과 산업마진 전망



자료: IDC, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] LED TV 매출액 성장률과 산업마진 전망



자료: 이트레이드증권 리서치본부

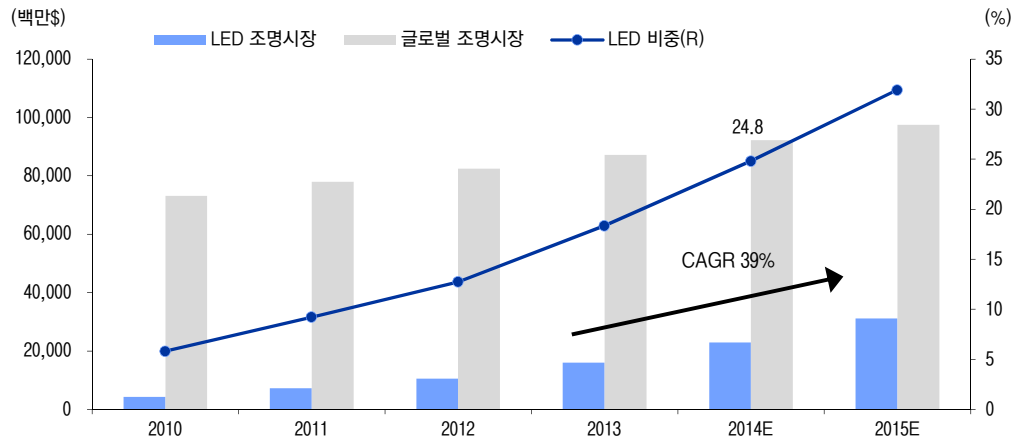
2. LED 조명시장은 연평균 40% 성장중

LED 조명시장 3년 CAGR 39% 전망

글로벌 LED 조명시장의 성장세는 여전히 가파르다. 작년 160억불에 달했던 LED 조명시장은 2015년 311억불로 연평균 39% 증가할 전망이다. 이는 당사가 지난 2월 발간한 산업분석 리포트 [LED 조명 시장, 이제부터 본 게임]에서 예상했던 33%를 상향 조정한 수치이다. 상향 근거는 **글로벌 주요 조명업체의 최근 1분기 LED 매출액 증가율이 YoY 37%**로 기존 전망치를 상회하였기 때문이다. 일본으로부터 성장의 중심축을 이어 받은 미국과 중국의 LED 조명시장은 생각보다 빠른 속도로 올라오고 있다는 판단이다.

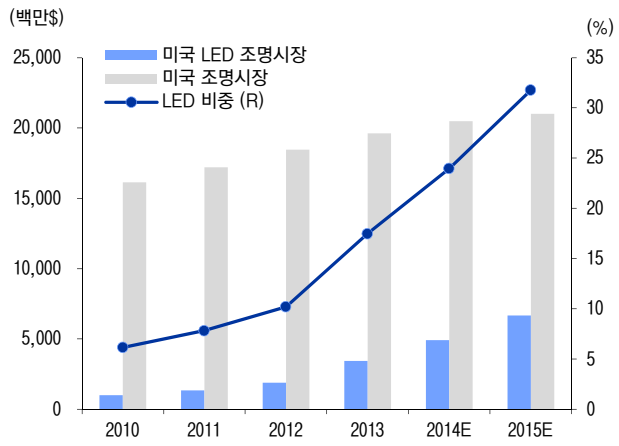
양대 조명시장은 이미 LED 비중(조명기구 기준)이 40%를 넘어선 일본시장을 빠르게 추격하고 있다. 지역별 예상 성장률을 살펴 보면 일본 시장이 동기간 24%로 주춤해진 반면, 미국과 중국 시장은 각각 42%, 38%로 높은 성장세를 나타낼 것으로 전망된다. 따라서 해당 시장에 대한 노출도 높은 업체들이 시장 성장의 수혜를 받는 것은 자명한 일이다.

[그림5] 글로벌 LED 조명 시장 전망



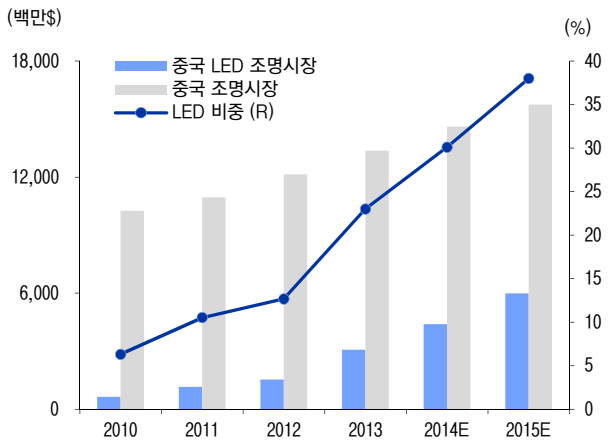
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] 미국 LED 조명 시장 전망



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 중국 LED 조명 시장 전망



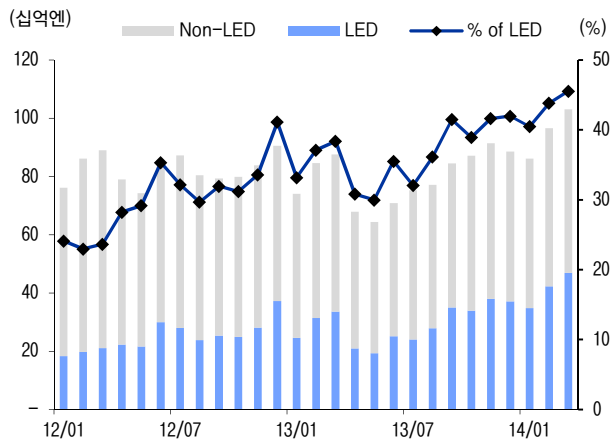
자료: 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 주요 시장은 결국 일본시장을 따라갈 것이다

일본 LED 조명시장은 '11년 YoY 173%, '12년 YoY 67% 성장했다. 작년은 YoY 성장이 거의 정체되었다. 그러나 올해 들어 LED 비중은 다시 레벨업되고 있다. [그림8]과 [그림10]을 보면 현재 일본의 LED 비중(금액기준)은 램프의 20%, 조명기구의 40%를 상회한다. 작년 각각 16%, 35%에 머물던 상황에서 올해 들어 한 단계 도약했다. 수량 기준으로도 램프 판매의 5%, 조명기구의 20%가 LED다. 일본 외 시장에서는 요원한 수치로 느껴질지 모른다. 그러나 미국과 중국의 최근 분위기를 보면 글로벌 시장이 결국 일본을 따라갈 것임을 알 수 있다.

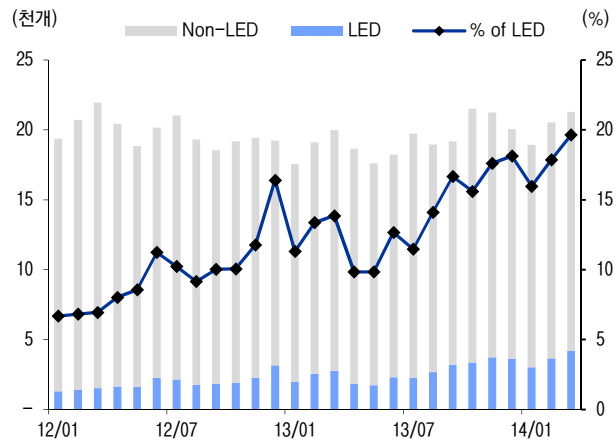
안타깝게도 미국과 중국의 LED 보급 현황을 일본처럼 월별로 파악하기는 쉽지 않아 보인다. 다만, 양대 시장을 주력으로 하는 조명업체들의 LED 비중 증가를 통해 올해 들어 바뀐 분위기를 살펴볼 볼 수 있다. 미국 시장의 4대 조명업체 Philips, GE, Acuity Brands, Osram 중 미국 시장을 중심으로 하는 업체는 GE와 Acuity Brands다. 이들의 LED 매출비중은 2012~2013년만 해도 10~15% 수준에 불과했다. 그러나 올해 1분기 비중은 23%로 큰 폭 증가했다. 특히, Acuity Brands의 경우 1분기 LED 매출이 전년동기 대비 2배 이상 증가하며 LED 비중은 30%를 넘어선 것으로 나타났다. 중국시장의 경우도 NVC, Yankon, Neo-Neon 등의 업체들을 보면 작년 20% 수준이던 LED 비중을 올해는 35% 이상 끌어올릴 계획을 세우고 있다.

[그림8] 일본 조명기구 시장 LED 비중 추이 (금액기준)



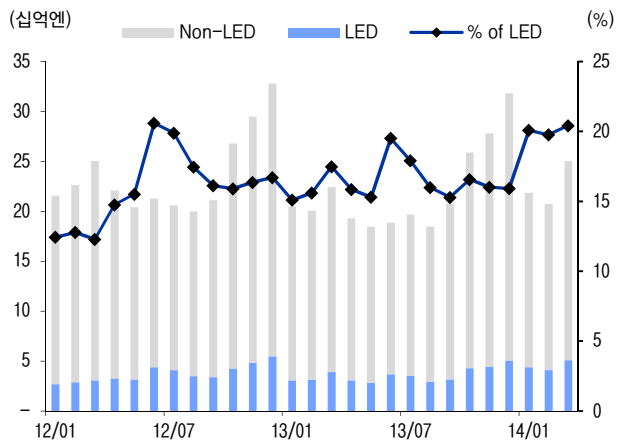
자료: METI, JLMA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 일본 조명기구 시장 LED 비중 추이 (수량기준)



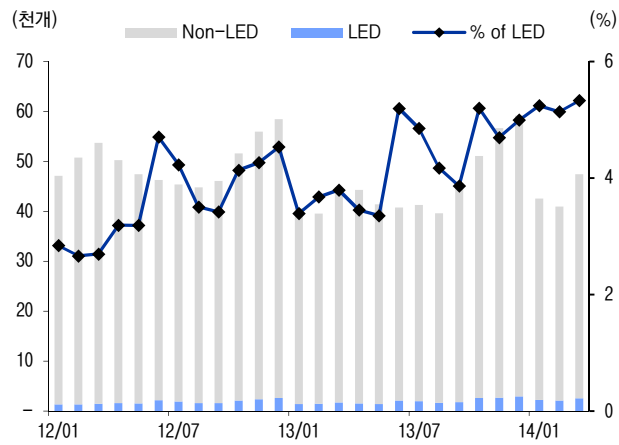
자료: METI, JLMA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림10] 일본 조명용 램프시장 LED 비중 추이 (금액기준)



자료: METI, JLMA, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 일본 조명용 램프시장 LED 비중 추이 (수량기준)



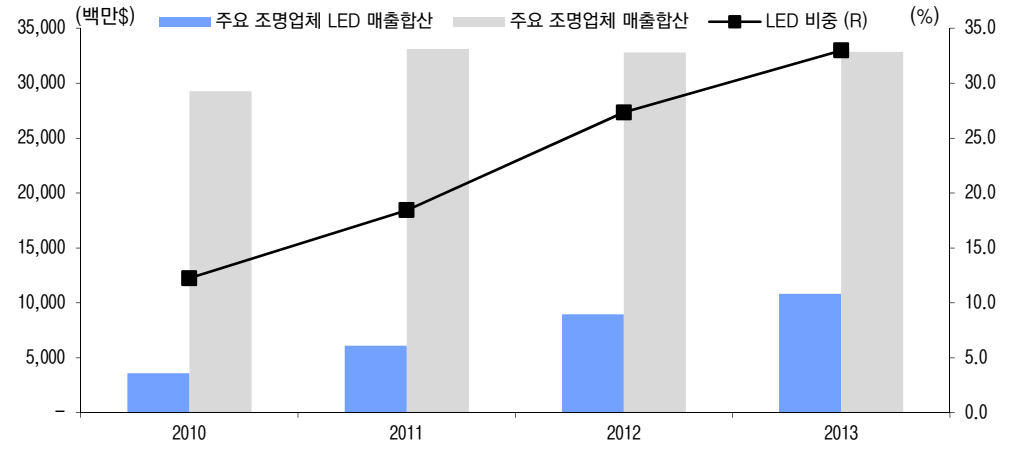
자료: METI, JLMA, 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 조명업체의 LED 매출액은 폭발적 증가세 지속

글로벌 업체들의 폭발적인 LED 매출 성장세는 여전히 지속 중이다. 주요 조명업체들(Philips, Osram, Panasonic, GE Lighting, Toshiba를 포함한 14개사)의 매출액을 합산한 결과 지난 2010~2013년 LED 매출액은 연평균 44.6%로 증가해 왔다. 같은 기간 해당 업체들의 조명사업부 매출액 성장률이 연평균 3.9%였던 점을 감안하면 놀라운 수준이다. 즉, LED를 하지 않는 조명업체는 빠르게 도태될 수 밖에 없다는 의미다. 분석대상인 14개 업체의 합산 매출점유율은 전체 조명시장의 37%, LED 조명시장의 68%를 차지하고 있다. 수많은 업체들이 난립하는 조명시장에서 그래도 LED는 상당히 과점화된 것을 확인할 수 있다. 해당 업체들을 분석하는 것으로도 전체 시장의 약 70%가 설명되므로 LED 시장의 방향성을 판단할 수 있다고 보여진다.

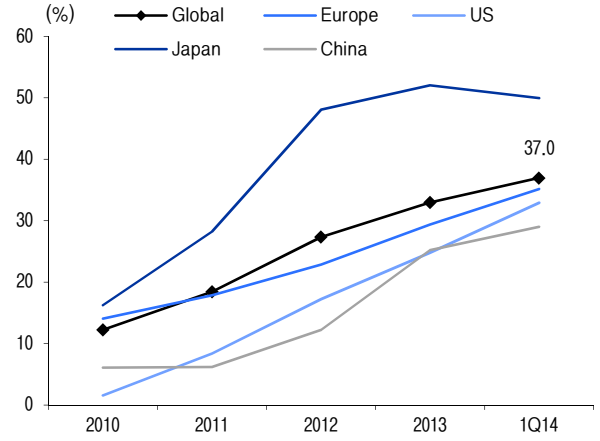
[그림13]을 보면 일본소재 업체들의 LED 비중이 압도적으로 높게 나타난다. 뒤를 이어 글로벌 1, 2위의 조명업체 Philips, Osram이 있는 유럽소재 업체들은 꾸준히 LED 비중을 높혀 최근 분기 35%를 기록했다. 미국과 중국 소재 업체들은 글로벌 평균과의 갭을 빠르게 줄이는 형국이다. 글로벌 평균 1분기 LED 조명매출 성장률은 YoY 37%를 기록했고, 지난 3년간 CAGR 44.6%에 비해 크게 못 미치는 수준은 아니었다. 여전히 시장은 폭발적으로 성장하고 있다.

[그림12] 글로벌 조명업체들의 LED 매출비중은 작년에 이미 30%를 상회



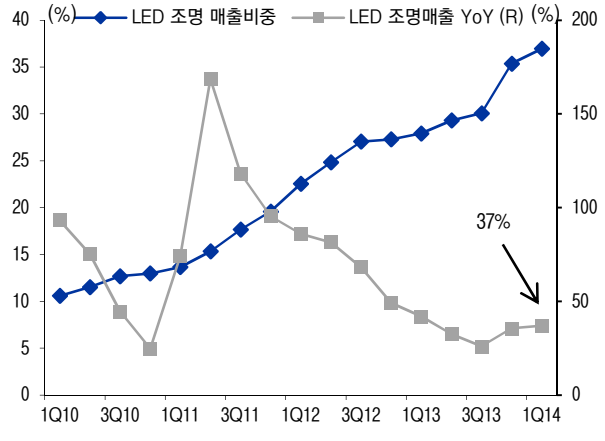
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부
주: 글로벌 LED 조명업체 14개사 합산 기준으로 14개사의 합산 LED 조명시장 점유율은 2013년 68%를 기록함

[그림13] 연간 LED 조명매출 비중 추이



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부
주: 글로벌 LED 조명업체 14개사를 본사 소재지에 따라 지역별로 구분, 2014년 1분기는 14개사 중 분기별 조명매출을 보고하는 9개사 기준으로 산정함

[그림14] 분기별 LED 조명매출 비중 추이



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부
주: 글로벌 LED 조명업체 14개사 중 분기별 조명매출을 보고하는 9개사 기준으로 산정함

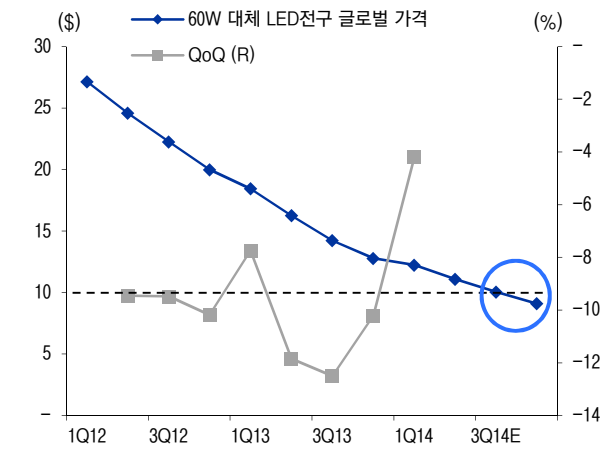
3. LED 전구 가격은 올해 하반기 Sweet Spot에 도달할 전망

글로벌 LED 전구가격 현재 $12 -> 하반기 $10 이하 예상

LED 전구 가격은 매년 30%씩 하락 추세다. 최근 분기 글로벌 기준 60W 대체 LED 전구 가격은 $12을 기록했다. LED의 폭발적 확산 시점으로 불리는 Sweet Spot $10에 근접한 것으로 보여진다. 현재의 분기별 가격하락률 8~10%를 적용해 보면 올해 하반기면 $10 이하로 떨어질 전망이다. 특히 단일국가로는 최대 조명시장을 자랑하는 미국의 LED 전구가격도 최근 분기 $10.3을 기록한 점이 눈에 띈다. 백열등 사용 금지 조치와 맞물리며 하반기 LED 비중 확대는 생각보다 빠르게 이루어질 것으로 예상된다.

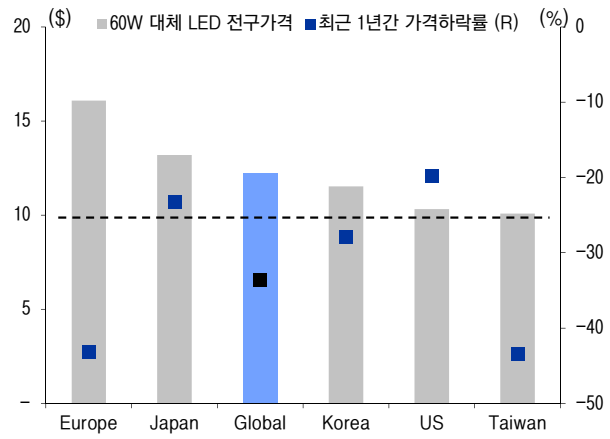
그 동안 백열등이나 CFL과 같은 기존 전구 대비 LED 가격이 현저히 비싼 점이 확산의 걸림돌로 지적되어 왔다. 통상 LED 전구의 백열등 대비 가격이 10배 이하, CFL 대비 가격이 2~3배 이하면 LED 확산에 유리한 조건이 갖추어질 것으로 업계는 내다 보고 있다. 2012년 상반기만 해도 LED의 가격배수는 백열등 및 CFL대비 각각 22.9배, 4.7배로 높았다. 그러나 이들 배수는 최근 1분기 기준 각각 10.7배, 2.8배로 큰 폭 하락한 것으로 나타났다.

[그림15] 글로벌 LED 전구 가격 전망



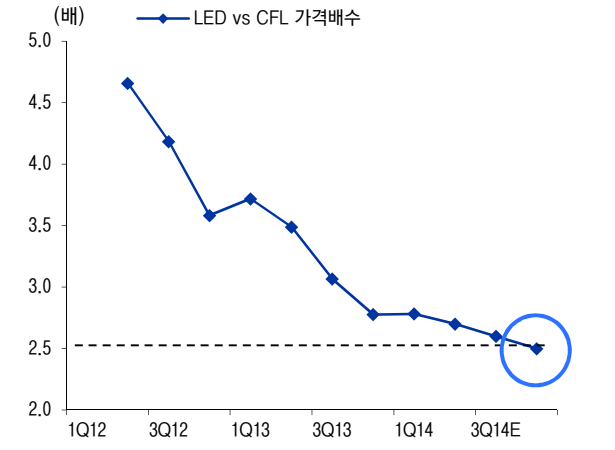
자료: 업계자료, 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] 1분기 지역별 LED 전구 가격 및 연간 가격하락률



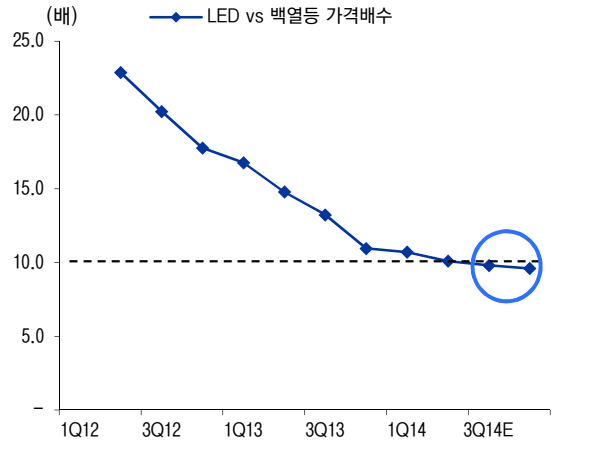
자료: 업계자료, 이트레이드증권 리서치본부

[그림17] LED vs CFL 가격 배수 추이 및 전망



자료: 업계자료, 이트레이드증권 리서치본부

[그림18] LED vs 백열등 가격 배수 추이 및 전망



자료: 업계자료, 이트레이드증권 리서치본부

II. 글로벌 메이저 업체의 증설 전까지는 공급과잉 우려 제한적

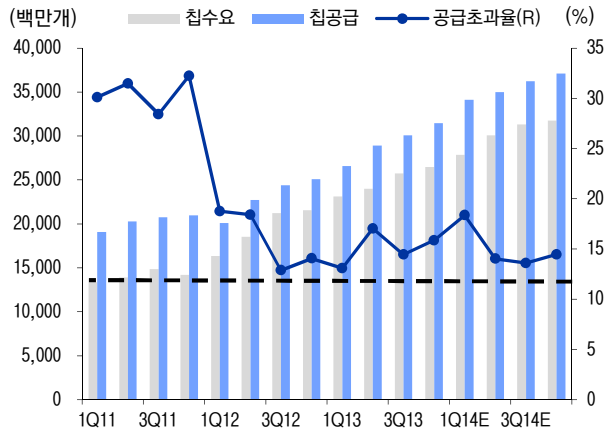
1. LED 치킨 게임 우려... 올해까지는 수급개선 지속될 전망

LED 공급과잉 우려는 2015년 이후 고려할 사항

최근 들어 중국발 공급과잉 우려가 제기되며 LED에 대한 투자 센티멘트도 약화되었다. 당사는 중국으로 인한 공급과잉 효과는 제한적이며 따라서 올해까지 점진적 수급여건 개선을 예상한다. 1분기 중국업체 증설 영향으로 공급과잉률은 18.4%(QoQ +2.5%P)까지 증가했다. 그러나 조명수요가 하반기로 갈수록 증가하며 공급과잉률은 2분기 14.0%, 3분기 13.6%로 안정화될 전망이다. 다만, 2015년부터는 글로벌 메이저 업체들의 증설이 가시화될 가능성이 존재한다. 이 시점에 공급증가율과 수요증가율을 다시 한 번 살펴봐야 하겠으나 아직은 구조적 공급과잉을 우려할 수준은 아니라고 판단된다.

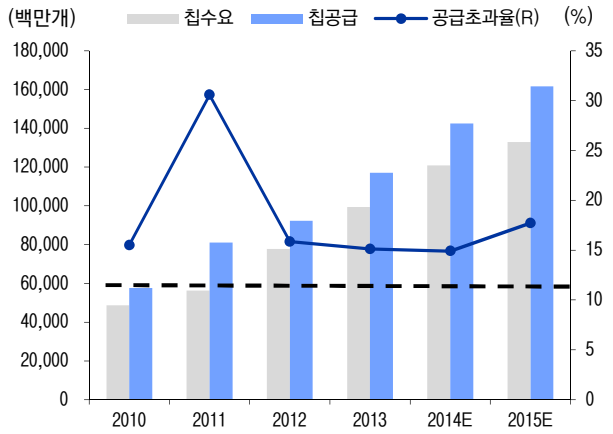
결국 중국업체들이 진입하기 어려운 고부가가치 조명제품에 대한 비중이 업체별 실적을 판가름할 것이다. 치킨게임 우려에 대한 돌파구는 지속적인 연구개발과 제품믹스 차별화에 있다.

[그림19] 분기별 LED 공급과잉률 전망



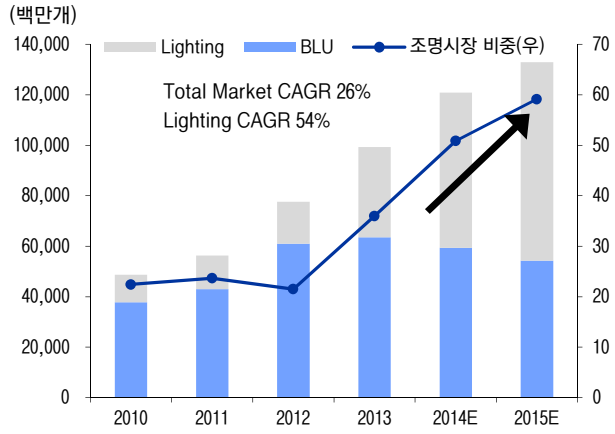
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림20] 연간 LED 공급과잉률 전망



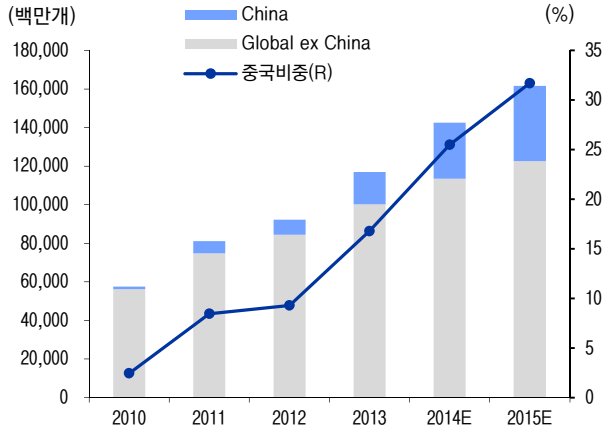
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림21] LED 칩 수요 전망



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림22] LED 칩 공급 전망



자료: 이트레이드증권 리서치본부

2. 결국 돌파구는 고부가 조명제품에 대한 선행개발 투자

연구개발 투자에 적극적인 LED 업체만 살아 남는다

최근 중국발 공급과잉 우려는 사실 예상했던 시나리오다. 당사는 지난 2월 LED 산업분석 리포트[LED 조명 시장, 이제부터 본 게임]를 통해 올해 제기될 수 있는 중국발 공급과잉은 구조적으로 산업의 방향성을 결정짓는 요인은 아니라고 진단한 바 있다. 중국업체의 낮은 칩수율과 제품믹스 열위를 감안할 때 증설 규모 대비 실질적인 공급증가는 제한적일 것으로 예상한다. 아직은 수요증가가 우위에 있는 구간이라는 판단이며, 글로벌 메이저 업체의 증설이 발표되는 시점이 공급증가 우려를 고민해야 하는 시점이다. 다행히 아직은 그런 시그널은 없다.

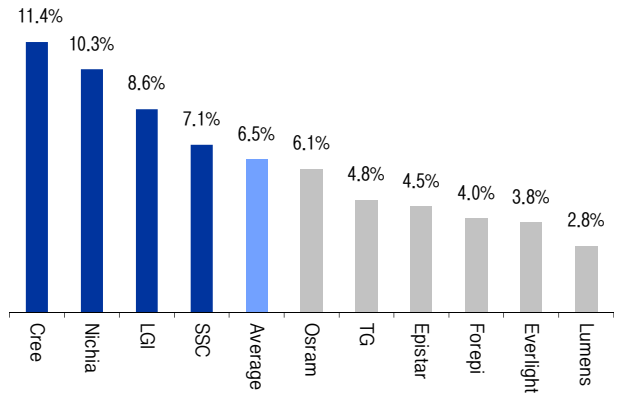
그럼에도 중국업체의 공격적 증설을 간과할 수 없는 이유는 전반적으로 가격하락 압력이 가중된다는 점에 있다. 그리고 그보다 무서운 점은 막강한 자국시장을 바탕으로 선진업체와의 기술력 격차가 줄어들 개연성이 존재하기 때문이다. 아직은 분명히 중국업체들의 기술 수준은 글로벌 평균 대비 열위에 있다. 공격적인 증설은 대체로 자국 LED 조명시장을 향하고 있는데 중국업체들의 영역은 마진이 낮은 미드로우파워에 국한될 가능성이 높다.

따라서 치킨게임 우려에 대한 해답은 선행기술 개발에 있다. 특히 중국업체들이 약세인 옥외용 하이파워 조명, 자동차 조명에 대한 지속적인 비중 확대가 유효한 시점이다. 고부가 조명제품을 중심으로 하는 업체들은 수요증가의 직접적인 수혜가 예상되지만, 여전히 BLU가 중심인 업체들은 가혹한 시련이 언제까지 이어질지 알 수 없다.

글로벌 주요 LED 업체들의 실적 차별화는 이미 나타나고 있다. 조명시장 개화에 대한 기대감이 본격화된 시점은 작년 하반기부터다. 이 시점부터 최근 분기까지 **Cree, Nichia, 서울반도체의 영업이익률은 뚜렷하게 개선된 반면, Toyoda Gosei, Epistar, Forepi는 마진이 오히려 악화**된 것으로 판단된다. 이런 차별화는 조명시장 본격화로 더욱 가속화될 전망이다.

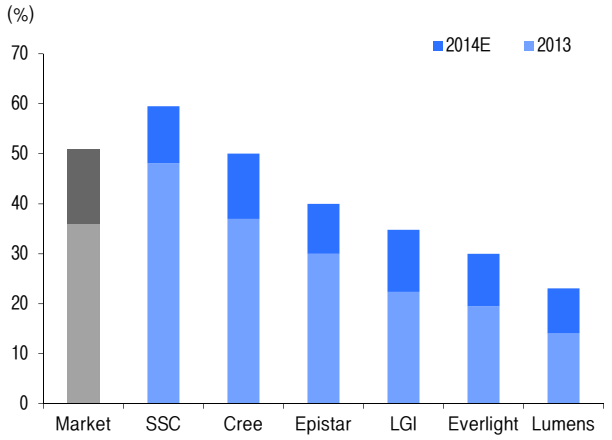
동사는 글로벌 평균보다 더 많은 연구개발 투자를 지속하고 있다. 그리고 하이파워/자동차/미드로우파워 등 조명 내 종합적인 제품믹스를 구축하고 있다. 동사에 대한 적극적인 매수관점이 유효한 시점이다.

[그림23] 매출 대비 R&D 투자비율 (2008~2013년 평균)



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림24] LED 사업 내 조명매출 비중 전망



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

3. 업체별 수익성 차별화 뚜렷하게 나타날 전망

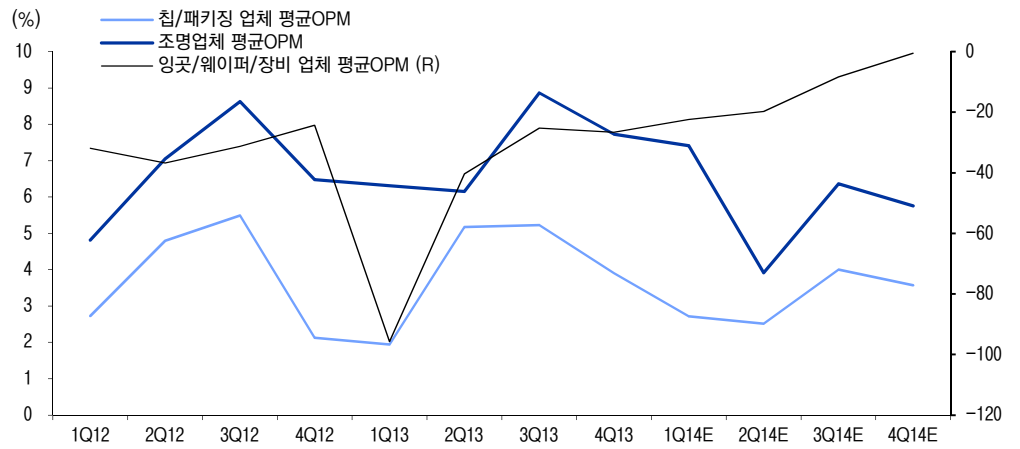
모두가 누리던 BLU 시대는 가고, 강자만이 살아남는 조명시대로 진입

LED TV가 확산된 2009년말부터 2011년 상반기까지 LED 업황은 역사적 피크에 도달했던 것으로 판단된다. 특히 2010년은 LED TV 보급률 급증으로 글로벌 칩수요가 YoY 100% 성장했던 시기다. 대부분의 LED 부품업체가 두 자릿수를 넘나드는 높은 마진을 구가했던 시기다.

작년 하반기부터 조명시장이 열리면서 나타나는 시장 분위기는 사뭇 다르다. 공급과잉 개선으로 산업마진이 우상향한 점은 BLU 시대와 동일하다. 그러나 업체별 수익성은 조명비중에 따라 차별화되고, 평균마진은 그 때보다 낮다. 가장 다른 점은 중국의 등장이다. 중국의 글로벌 공급비중은 2010년 2~3%에 불과했으나 작년 17%로 급증했고 올해는 25%로 예상된다.

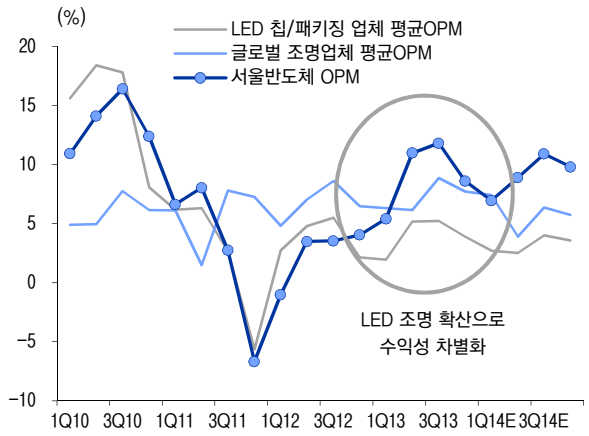
동사는 글로벌 LED 부품사 중 조명비중이 가장 높은 업체다. 이 효과는 [그림26]을 통해 바로 확인이 가능하다. 대체로 **LED 칩/패키징 업체의 평균마진과 비슷했던 동사 영업이익률은 조명이 확산되기 시작한 작년 하반기부터 산업평균을 크게 상회**하고 있다.

[그림25] LED 관련업체 그룹별 영업이익률 전망



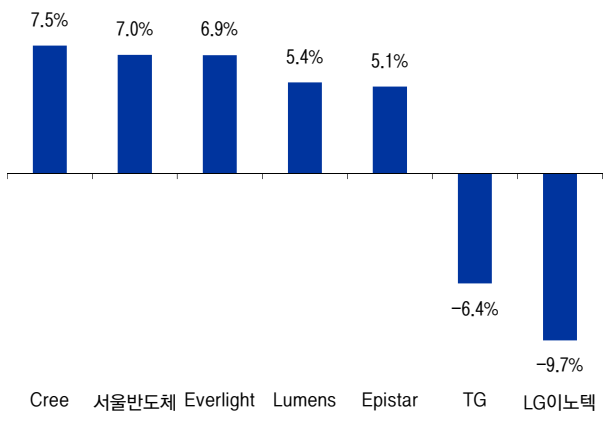
자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부
주: 칩/패키징 업체는 동사, Cree 등 16개사, 조명업체는 Philips, Osram 등 6개사, 잉곳/웨이퍼/장비 업체는 STC, Rubicon, Veeco 등 5개사 적용

[그림26] LED 조명시장 개화로 마진 차별화가 부각되는 서울반도체



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

[그림27] LED 칩/패키징 업체 마진은 차별화



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부
주: 마진은 CY 2014년 1분기 기준 LED 사업 영업이익률

III. 실적 전망

1. 2014년 실적 전망

2010년 이후 4년 만에 천억대 영업이익 복귀할 전망

2014년 예상 매출액은 1조 1,434억원(yoy +10.8%), 영업이익 1,056억원(OPM 9.2%)으로 2010년 이후 4년 만에 천억대 영업이익을 회복할 전망이다. 조명비중이 올해 59%(YoY +11%P)로 마진 개선요인이 존재하지만, BLU 수요가 수량 기준으로도 올해부터 감소하는 영향으로 수익성은 전년과 동일한 수준을 기록할 전망이다. 다만, BLU 비중은 올해 41%, 내년 34%로 큰 폭으로 떨어지고 있어 내년 이후에는 조명산업의 업황이 동사 마진에 결정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

2. 2분기 실적 Preview

2분기 실적은 시장기대치를 충족할 전망

2분기 매출액은 2,921억원(qoq +17.8%, yoy +10.0%), 영업이익 260억원(qoq +50.3%, yoy -11.0%)으로 예상된다. 컨센서스 영업이익 267억원을 충족할 것으로 전망된다. 1분기 실적발표 이후 낮은 가이던스를 제시하며 투자심리가 급격히 위축된 동사다. 보수적이라고 판단되는 **가이던스를 상회하며 하반기 미국과 중국을 중심으로 LED 조명 확산 기대감은 재점화** 될 것으로 보여진다. 동사에 대한 투자 접근은 단기 실적이 아닌 중장기 LED 조명시장 성장성과 고마진 세그멘트에서의 경쟁력 확보 여부에서 이루어져야 마땅하다.

[표1] 서울반도체 실적 전망 (단위: 억원, %)

사업부문	구분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E	2015E
Sales		2,302	2,655	2,702	2,661	2,480	2,921	3,126	2,907	8,587	10,321	11,434	13,526
	Handset	250	390	270	293	325	406	441	375	1,102	1,203	1,547	2,051
	TV	645	717	705	659	538	593	556	462	2,645	2,726	2,150	1,973
	Other BLU	279	274	457	419	308	269	163	195	1,141	1,429	934	564
	Lighting etc.	1,128	1,275	1,270	1,291	1,310	1,653	1,966	1,875	3,699	4,963	6,804	8,938
QoQ, YoY		*-2.2%*	*15.4%*	*1.8%*	*-1.5%*	*-6.8%*	*17.8%*	*7.0%*	*-7.0%*	*14.5%*	*20.2%*	*10.8%*	*18.3%*
	Handset	*-18.3%*	*56.0%*	*-30.8%*	*8.4%*	*11.0%*	*25.0%*	*8.5%*	*-14.9%*	*-14.8%*	*9.1%*	*28.6%*	*32.6%*
	TV	*-5.6%*	*11.2%*	*-1.6%*	*-6.5%*	*-18.4%*	*10.2%*	*-6.2%*	*-16.9%*	*48.0%*	*3.1%*	*-21.1%*	*-8.2%*
	Other BLU	*18.7%*	*-2.0%*	*66.8%*	*-8.4%*	*-26.5%*	*-12.6%*	*-39.5%*	*19.8%*	*-9.0%*	*25.2%*	*-34.7%*	*-39.6%*
	Lighting etc.	*-0.2%*	*13.0%*	*-0.4%*	*1.6%*	*1.5%*	*26.2%*	*18.9%*	*-4.6%*	*21.9%*	*34.2%*	*37.1%*	*31.4%*
OP		125	292	319	229	173	260	340	284	333	965	1,056	1,325
OPM		*5.4%*	*11.0%*	*11.8%*	*8.6%*	*7.0%*	*8.9%*	*10.9%*	*9.8%*	*3.9%*	*9.3%*	*9.2%*	*9.8%*
세전이익		118	307	214	175	170	250	285	259	98	815	964	1,307
당기순이익		94	116	101	115	120	183	208	198	69	426	710	1,007

자료: 서울반도체, 이트레이드증권 리서치본부

IV. Valuation 및 투자의견

목표주가 및 투자의견

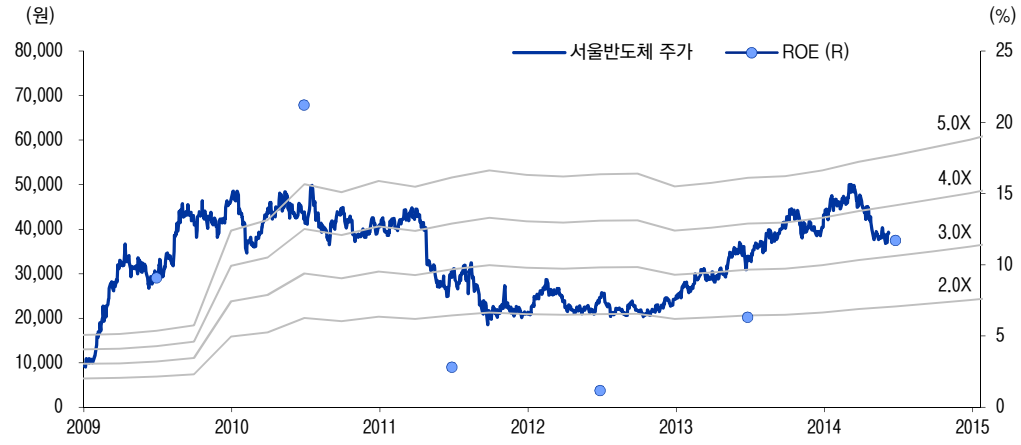
동사가 LED 조명 확산시점에 최적화된 제품믹스를 보유하고 있다는 점엔 이견이 없을 것이다. 그만큼 동사는 성장하는 세그멘트에 대한 선택과 집중을 지속해온 업체다. 이런 차별화된 포지션이 글로벌 평균 대비 높은 밸류에이션을 정당화하는 요인 중 하나라고 판단된다. 하이파워, 자동차, 미드로우파워 등 모든 조명 제품믹스를 보유하고 있고, 이에 대한 연구개발 투자도 경쟁업체보다 꾸준히 많이 하여 왔다. LED 조명은 올해 전체 조명시장의 25%를 차지할 것으로 예상된다. 아직도 가파른 성장구간을 지나는 중이다.

조명 확산에 따른 LED 산업 성장과정은 IT BLU 시대와는 확실히 다른 양상을 보이고 있다. 수요 급성장에 따른 수급요건 개선 효과로 평균적인 수익성이 향상되는 추세는 당시와 동일하다. 그러나 높아진 산업 위상을 감안할 때 성장의 폭과 속도는 2010년에는 못 미칠 것으로 보는 것이 타당하다. 그리고 대다수 업체들이 LED TV 보급 확대의 수혜를 누렸던 것과 다르게, 조명시대의 수혜는 업체별로 차별화되고 있다는 판단이다. 즉, 조명 확산의 수혜업체는 조명 내 종합적인 제품믹스를 갖추고 있고 성장시장(미국, 중국)에 대한 비중이 높은 업체로 제한적일 것으로 전망한다.

동사를 비롯하여 Cree, Nichia는 작년 하반기 조명시장 개화 기대감 이후 눈에 띄게 수익성이 호전된 업체들이다. 중국업체의 공격적 증설이 지속되며 치킨게임 우려가 존재하지만 이들처럼 제품 차별화가 완료된 업체의 경우 상대적으로 높은 마진과 낮은 이익 변동성을 보여줄 가능성이 높다. 반면, 조명 내에서도 미드로우파워 중심의 업체들은 중국업체들의 단가인하 공세에 휘둘리며 예상보다 마진개선 폭이 줄어들 유인이 존재한다. BLU 중심 사업구조에서 탈피하지 못한 업체들은 빠른 시간 안에 시장에서 도태되며 기업의 존속 여부조차 위협받을 지도 모른다.

동사에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 58,000원을 유지한다. 동사 ROE는 올해 11.7%, 내년 14.7%로 2010년 이후 역사적 고점을 회복할 전망이다. 따라서 정상적인 이익 구간에서의 역사적 피크사이클 상단에 해당하는 PBR 5.0배까지의 상승여력은 충분하다는 판단이다. 2010년 ROE를 회복하기는 쉽지 않지만 BLU 시대와는 다른 이익 안정성은 밸류에이션 상향 요인에 해당한다. 동사에 대한 밸류에이션 우려보다는 성장성 프리미엄에 주목해야 할 시기다.

[그림28] 서울반도체 PBR 밴드 차트



자료: KRX, 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 동종기업과의 비교

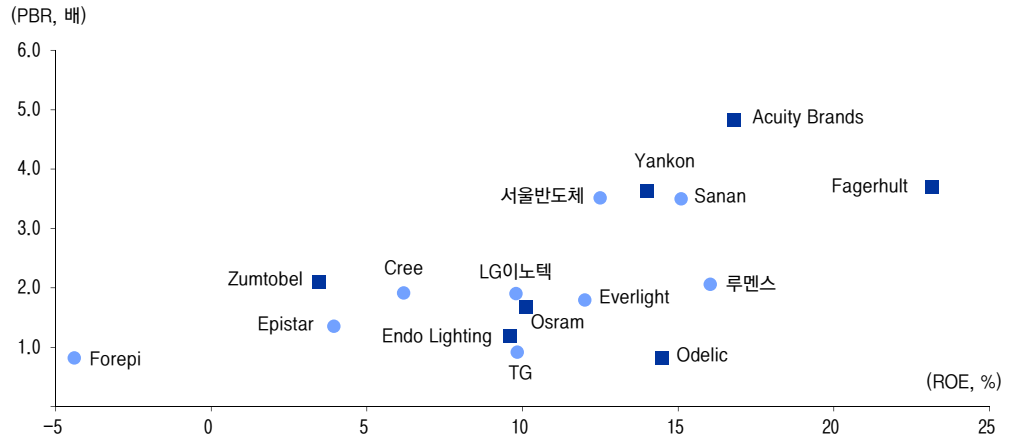
ROE 대비 높은 PBR에서 거래되는 것은 LED 업체들에 공통적으로 해당되는 사항이다. 동사만 특별하게 고 PBR을 받고 있는 것이 아니라는 의미다. 이는 조명산업 개화에 따른 산업의 높은 성장성과 이익 안정성에 대한 보상이라고 판단된다.

조명산업은 부품 기술력만큼이나 유통망 장악 여부가 승부의 관건이다. 자체 유통망을 갖춘 조명기구 제조업체들이 올해 예상 ROE와 PBR에서 대체로 높은 수준에 형성되어 있다. 이는 유통망이 더 많은 마진을 챙기는 산업 구조가 그대로 투영된 것으로 볼 수 있다. 글로벌 부품 업체들 중에서는 성장시장(미국, 중국)에 대한 노출도가 높은 서울반도체, Sanan이 조명기구 제조업체 수준의 높은 ROE를 기록할 전망이다. 반면, 조명으로의 전환이 더딘 대만 LED 업체들은 실적 개선 가시성이 낮은 상황이다.

지역적으로 보면 성장 기대감이 한풀 꺾인 일본업체들(도요다 고세이, 오델릭, 엔도)은 여전히 낮은 PBR에 거래되고 있다. 반면, 미국과 중국 업체인 Acuity Brands, Yankon이 상대적으로 높은 ROE와 PBR 밸류에이션을 기록 중이다.

결국 LED 산업의 현재 밸류에이션을 풀어보면 결론은 성장시장에 대한 비중에 있다. 부품업체인지 세트업체인지 여부를 떠나 미국과 중국 LED 조명시장에 대한 비중이 실적과 밸류에이션을 결정하는 경향이 강하다. LED 조명비중이 높은 서울반도체, Cree, Acuity Brands, Osram 등 글로벌 업체들은 올해 2~3월 주가상 역사적 고점에 근접한 이후 4~5월 10~20%의 가격 조정을 받은 상황이다. 하반기 미국과 중국의 LED 확산 추세가 뚜렷할 것임을 감안한다면 지금이 이들 업체에 대한 투자비중을 다시 늘려야 할 때이다.

[그림29] 서울반도체 글로벌 피어그룹 밸류에이션 비교



자료: 각 사, 블룸버그, 이트레이드증권 리서치본부
주: 원형으로 표시된 업체는 LED 칩/패키징 등 부품업체, 정사각형으로 표시된 업체는 조명기구 제조업체

서울반도체 (046890)

재무상태표

(단위: 억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	**4,966**	**5,278**	**6,291**	**7,358**	**8,025**
현금 및 현금성자산	610	154	606	872	1,064
매출채권 및 기타채권	2,126	2,602	2,867	3,392	3,680
재고자산	795	961	1,143	1,353	1,468
기타유동자산	1,435	1,561	1,674	1,742	1,813
비유동자산	6,469	5,809	5,729	5,658	5,666
관계기업투자등	294	233	226	236	245
유형자산	4,760	4,642	4,569	4,511	4,514
무형자산	447	406	396	352	324
자산총계	**11,434**	**11,087**	**12,019**	**13,016**	**13,690**
유동부채	**3,804**	**3,650**	**4,285**	**4,407**	**4,375**
매입채무 및 기타재무	956	1,252	1,571	1,859	2,017
단기금융부채	2,674	2,067	2,317	2,136	1,929
기타유동부채	174	331	396	412	429
비유동부채	**1,845**	**1,245**	**927**	**749**	**497**
장기금융부채	1,797	1,137	803	620	363
기타비유동부채	48	108	123	128	134
부채총계	5,649	4,895	5,211	5,156	4,872
지배주주지분	**5,704**	**5,721**	**6,337**	**7,370**	**8,308**
자본금	292	292	292	292	292
자본잉여금	3,734	3,899	3,898	3,898	3,898
이익잉여금	1,934	2,285	2,895	3,817	4,834
비지배주주지분(연결)	82	471	471	490	510
자본총계	**5,785**	**6,192**	**6,808**	**7,860**	**8,818**

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	**8,587**	**10,321**	**11,434**	**13,526**	**14,676**
매출원가	6,578	7,466	8,360	9,809	10,642
매출총이익	**2,009**	**2,854**	**3,074**	**3,717**	**4,033**
판매비 및 관리비	1,676	1,890	2,018	2,392	2,595
영업이익	**333**	**965**	**1,056**	**1,325**	**1,438**
(EBITDA)	**1,225**	**1,879**	**2,019**	**2,243**	**2,336**
금융손익	-129	-96	-163	-56	-44
이자비용	**204**	**126**	**193**	**134**	**118**
관계기업등 투자손익	-50	-71	16	16	16
기타영업외손익	-56	17	54	23	25
세전계속사업이익	98	815	964	1,307	1,435
계속사업법인세비용	29	389	254	301	330
계속사업이익	69	426	710	1,007	1,105
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**69**	**426**	**710**	**1,007**	**1,105**
지배주주	56	361	707	1,007	1,105
총포괄이익	**49**	**427**	**717**	**1,007**	**1,105**
매출총이익률	**23.4**	**27.7**	**26.9**	**27.5**	**27.5**
영업이익률	**3.9**	**9.3**	**9.2**	**9.8**	**9.8**
EBITDA마진률	**14.3**	**18.2**	**17.7**	**16.6**	**15.9**
당기순이익률	**0.8**	**4.1**	**6.2**	**7.4**	**7.5**
ROA	**0.5**	**3.2**	**6.1**	**8.0**	**8.3**
ROE	**0.9**	**6.3**	**11.7**	**14.7**	**14.1**
ROIC	**3.2**	**6.4**	**10.2**	**13.1**	**13.7**

현금흐름표

(단위: 억원)

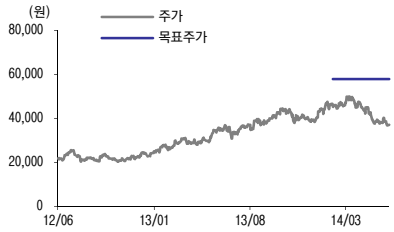
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	**979**	**1,176**	**1,423**	**1,496**	**1,777**
당기순이익(손실)	69	426	710	1,007	1,105
비현금수익비용가감	1,136	1,680	1,013	927	908
유형자산감가상각비	750	734	767	734	731
무형자산상각비	142	181	195	184	167
기타현금수익비용	67	73	51	8	9
영업활동 자산부채변동	5	-713	-209	-437	-236
매출채권 감소(증가)	-451	-305	-228	-525	-288
재고자산 감소(증가)	150	-137	-173	-209	-115
매입채무 증가(감소)	188	-158	257	288	158
기타자산, 부채변동	118	-112	-64	9	10
투자활동 현금	**-186**	**-353**	**-889**	**-893**	**-954**
유형자산처분(취득)	-359	-674	-669	-676	-734
무형자산 감소(증가)	-46	-102	-140	-140	-140
투자자산 감소(증가)	149	398	-27	-54	-57
기타투자활동	69	25	-54	-22	-23
재무활동 현금	**-343**	**-1,264**	**-91**	**-338**	**-630**
차입금의 증가(감소)	-274	-1,736	-91	-364	-464
자본의 증가(감소)	-69	-18	0	26	-166
배당금의 지급	69	18	0	85	87
기타재무활동	0	490	0	0	0
현금의 증가	**430**	**-456**	**452**	**265**	**193**
기초현금	180	610	154	606	872
기말현금	610	154	606	872	1,064

주요 투자지표

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
투자지표(배,%)					
P/E	254.2	65.2	32.3	22.7	20.7
P/B	2.5	4.1	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA(배)	13.7	13.4	1.6	1.2	0.8
P/CF	11.7	11.2	13.3	11.8	11.4
배당수익률(%)	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성(%)					
매출액	14.5	20.2	10.8	18.3	8.5
영업이익	29.1	189.7	9.5	25.4	8.5
세전이익	-58.4	729.9	18.3	35.7	9.8
당기순이익	-59.2	517.6	66.7	41.8	9.8
EPS	-67.2	550.6	95.8	42.3	9.8
안정성(%, 십억원)					
부채비율	97.6	79.0	76.5	65.6	55.2
유동비율	130.5	144.6	146.8	166.9	183.4
순차입금/자기자본	45.4	27.6	14.8	4.1	-4.5
영업이익/금융비용	1.6	7.7	5.5	9.9	12.2
총차입금	4,471	3,204	3,120	2,756	2,292
순차입금	2,629	1,708	1,010	320	-401
주당지표(원)					
EPS	95	619	1,213	1,726	1,895
BPS	9,782	9,811	10,869	12,640	14,249
CFPS	2,067	3,612	2,955	3,316	3,452
DPS	31	146	150	150	150

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: IFRS 연결 기준

서울반도체 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2014.02.04	2014.02.04	2014.02.14	2014.04.15	2014.05.02	2014.06.16
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김현용	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류