

서울반도체 (046890)

4타수 무안타의 가능성이 높아짐

매수 (유지)

주가 (7월 30일)	34,000 원
목표주가	37,000 원 (하향)
상승여력	8.8%

하준두_CFA,CPA ☎ (02) 3772-1545
 ✉ jaha1017@shinhan.com

송기태 ☎ (02) 3772-1581
 ✉ kt.song@shinhan.com

- ◆ 거래량을 동반한 주가 하락은 위험 시그널 → 목표주가 37,000원으로 하향 조정
- ◆ 2분기 영업이익은 시장 컨센서스 대비 절반 수준
- ◆ 대표 성장주이지만, 올해는 매출 역성장을 걱정할 상황

거래량을 동반한 주가 하락은 위험 시그널 → 목표주가 37,000원으로 하향 조정

서울반도체 주가 하락이 심상치 않다. 최근 코스닥 폭락으로 인한 주가 하락으로 보이지만, 사실 6개월 연속 월 기준 하락세다. 게다가 지난주 대비 거래량이 큰 폭으로 증가하는 상황에서 나오는 급락 (210만주 → 510만주)이기 때문에 주의가 필요하다. 부진한 2분기 실적과 크게 개선되지 않을 하반기 실적을 감안하여 목표주가를 37,000원으로 하향 조정한다. 조정된 목표주가는 2014년 BPS(주당순자산가치)에 2013년 P/B(주가순자산비율)을 적용했다.

2분기 실적은 너무 실망스러움

2분기는 연결기준 매출 2,485억원(+0.1% QoQ, -6.4% YoY)과 영업이익 130억원(-23.9% QoQ, -55.4% YoY)을 기록했다. 당사 추정치가 영업이익 212억원으로 가장 낮은 수준(시장 컨센서스는 245억원)이었음에도 불구하고 크게 하회했다.

Tablet PC판매 부진과 조명 부문의 수주 지연 등이 겹치면서 매출이 전 분기 대비 성장을 못했다. 매출이 정체된 상황에서 각종 마케팅 비용이 지난 분기 대비 9% 이상 증가하면서 매우 부진한 실적이 나온 셈이다. 단순히 한 분기 실적 부진이 아니라 2014년 상반기 영업이익(300억원)이 2013년 상반기(416억원)보다 하회한 건 실망스럽다.

2014년 큰 이익 모멘텀은 없을 전망

LED조명 매출 비중이 꾸준히 증가하는 점(2012년 42% → 2013년 47% → 2014년 52%)은 긍정적이다. 다만, 하반기에도 마케팅 비용이 무시할 수 없는 수준이고 여전히 절반을 차지하는 TV 및 IT제품의 매출 전망이 부정적이다. 최고의 성장주로 각광받았지만, 현재 상태라면 2014년 매출액 자체도 전년 대비 3.6% 하락한 9,951억원이 될 가능성이 높다. LED조명 시장의 성장을 감안하여 매수 의견을 유지하지만, 하반기 실적 부진을 극복하기는 어려워 보인다.

KOSPI	2,082.61p
KOSDAQ	541.81p
시가총액	1,982.4 십억원
액면가	500 원
발행주식수	58.3 백만주
유동주식수	35.3 백만주(60.5%)
52 주 최고가/최저가	50,000 원/34,000 원
일평균 거래량 (60 일)	618,766 주
일평균 거래액 (60 일)	24,069 백만원
외국인 지분율	27.34%
주요주주	이정훈 외 3인 34.19%

절대수익률	3개월	-18.0%
	6개월	-26.9%
	12개월	-7.1%
KOSDAQ 대비 상대수익률	3개월	-15.3%
	6개월	-30.5%
	12개월	-6.3%

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	858.7	33.3	9.8	5.6	95	(67.2)	9,782	254.2	13.7	2.5	0.9	45.4
2013	1,032.1	96.5	81.5	36.1	619	550.6	9,811	65.2	13.7	4.1	6.3	27.6
2014F	995.1	63.1	36.7	22.0	378	(38.9)	9,864	100.0	15.2	3.8	3.8	30.4
2015F	1,034.1	77.6	46.3	31.6	542	43.5	10,261	69.7	14.6	3.7	5.4	28.4
2016F	1,083.4	88.4	60.9	41.9	719	32.5	10,833	52.6	14.3	3.5	6.8	23.6

서울반도체 2Q14 실적 요약

(십억원)	2Q14P	1Q14	QoQ(%)	2Q13	YoY(%)	신한금융	컨센서스
매출액	248.5	248.0	0.2	265.5	(6.4)	273.2	277.6
영업이익	13.0	17.0	(23.5)	29.1	(55.3)	21.3	24.5
순이익	4.1	11.9	(65.5)	11.5	(64.3)	11.2	15.2
영업이익률(%)	5.2	6.9		11.0		7.8	8.8
순이익률(%)	1.6	4.8		4.3		4.1	5.5

자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자

서울반도체 실적 예상 변경

(십억원)	변경전			변경후			변경률		
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
매출액	1,032.1	1,084.9	1,311.7	1,032.1	995.1	1,034.1	-	(8.3)	(21.2)
영업이익	96.5	96.7	114.5	96.5	63.1	77.6	-	(34.7)	(32.2)
순이익	42.6	45.8	61.8	42.6	22.5	32.3	-	(50.9)	(47.7)
EPS(원)	619	622	839	619	378	542			
영업이익률(%)	9.3	8.9	8.7	9.3	6.3	7.5			

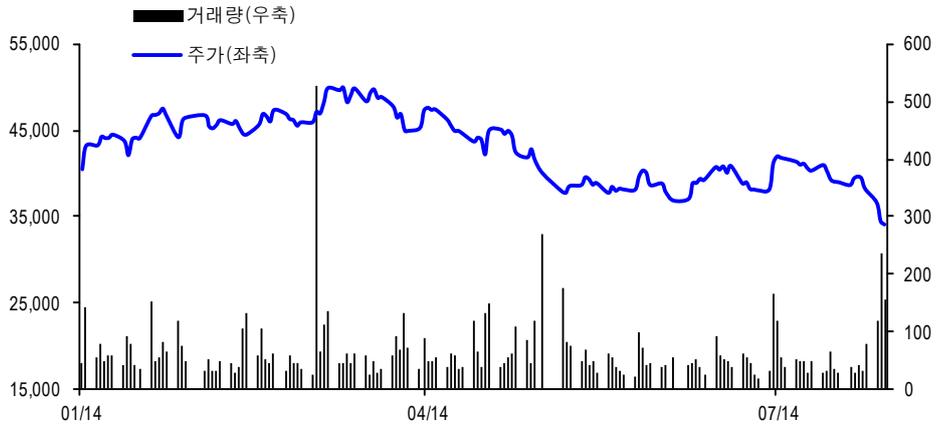
자료: 신한금융투자 추정

서울반도체의 사업 부문별 실적 추이

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14P	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2012	2013	2014F	2015F
매출액 합계 (십억원)	226.1	265.5	270.2	263.6	248.0	248.5	256.4	242.2	252.2	261.2	272.2	248.6	858.7	1,032.1	995.1	1,034.1
휴대폰용	17.4	20.0	24.0	28.8	27.4	26.8	27.1	24.4	20.7	22.4	24.6	22.1	87.2	90.2	105.6	89.8
노트북 및 모니터용	34.3	38.4	40.2	32.1	75.4	37.7	41.0	30.8	43.1	41.4	45.1	32.4	130.5	145.0	151.3	161.9
TV용	74.3	81.7	81.2	74.7	26.2	54.9	56.0	52.6	47.9	48.8	50.3	46.3	275.9	311.9	223.3	193.3
조명 및 기타	100.1	125.4	124.8	128.0	119.1	129.2	132.3	134.4	140.5	148.5	152.2	147.8	358.6	478.3	514.9	589.0
부문별 비중 (%)																
휴대폰용	7.7	7.5	8.9	10.9	11.0	10.8	10.6	10.1	8.2	8.6	9.0	8.9	10.2	8.8	10.6	8.7
노트북 및 모니터용	15.2	14.5	14.9	12.2	16.9	15.2	16.0	12.7	17.1	15.9	16.6	13.0	15.3	14.1	15.2	15.7
TV용	32.9	30.8	30.1	28.3	24.1	22.1	21.8	21.7	19.0	18.7	18.5	18.6	32.4	30.4	22.4	18.7
조명 및 기타	44.3	47.2	46.2	48.5	48.0	52.0	51.6	55.5	55.7	56.9	55.9	59.5	42.1	46.6	51.7	57.0
영업이익 (십억원)	12.5	29.1	31.9	28.5	17.0	13.0	17.5	15.5	19.1	21.7	21.8	14.9	33.3	96.5	63.1	77.6
영업이익률 (%)	5.5	10.9	11.8	10.8	6.9	5.2	6.8	6.4	7.6	8.3	8.0	6.0	3.9	9.3	6.3	7.5

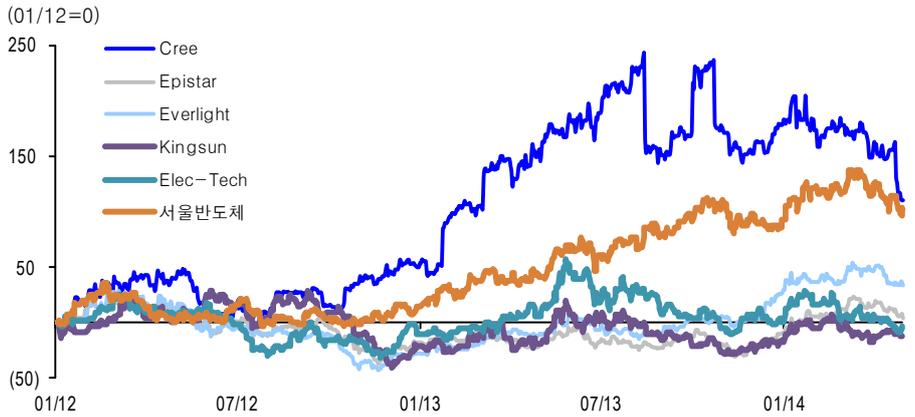
Source: 회사 자료, 신한금융투자

서울반도체의 주가 및 거래량 추이



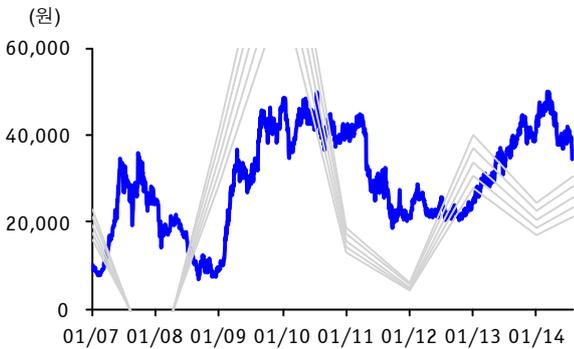
자료: 신한금융투자

Global Peer 업체 상대주가 추이



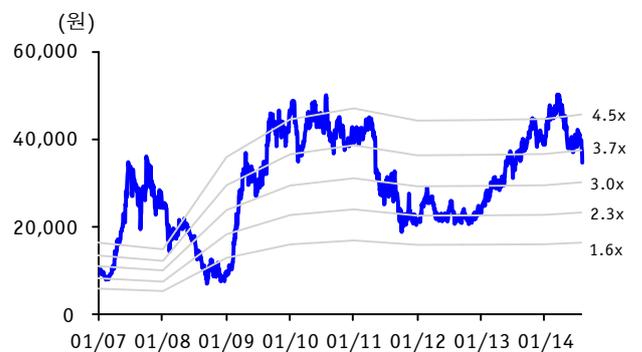
자료: 신한금융투자

P/E Band 추이



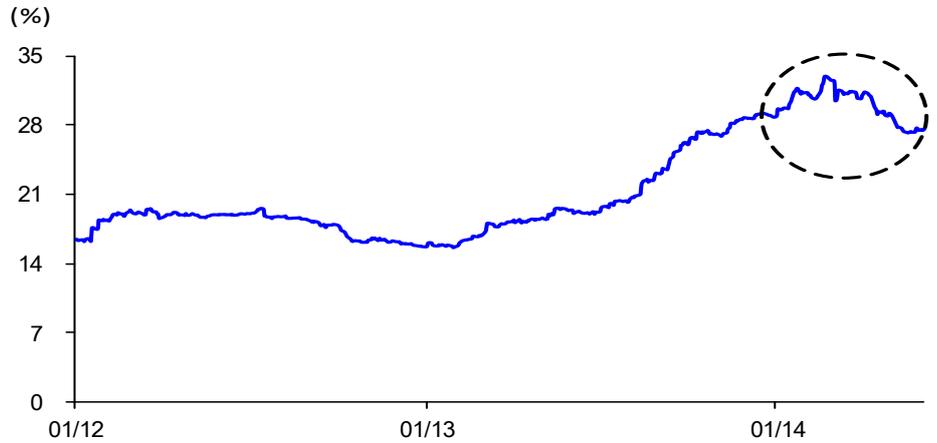
자료: QuantWise, 신한금융투자

P/B Band 추이



자료: QuantWise, 신한금융투자

서울반도체의 외국인 지분율 추이



자료: QuantWise, 신한금융투자

Global Peer 업체 Valuation 비교 Table													
회사	시가총액 (US\$십억)	2014E						2015E					
		PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)	OPM(%)	NPM(%)	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE(%)	OPM(%)	NPM(%)
Panasonic	29.8	18.7	1.7	5.0	9.6	4.3	2.0	15.1	1.6	4.7	11.3	4.8	2.5
Toshiba	19.0	12.9	1.4	6.6	11.4	5.4	2.2	10.9	1.3	6.0	12.6	5.8	2.6
Agilent Technologies	18.7	18.2	3.2	12.2	14.8	19.1	14.8	16.5	2.8	10.8	15.5	20.2	15.6
Rohm	6.6	25.8	0.9	5.7	3.6	8.9	7.1	23.2	0.9	5.0	4.1	10.2	7.7
Cree	5.9	29.4	1.9	15.1	6.2	9.5	12.2	24.7	1.8	11.9	6.9	12.4	12.4
Sharp Corp	5.5	20.3	2.2	6.0	13.7	3.3	0.9	14.3	1.9	5.9	16.8	3.7	1.3
삼성전기	4.5	39.6	1.1	6.6	3.0	2.4	1.6	22.2	1.1	5.6	4.9	3.7	2.6
Stanley Electric	4.4	14.5	1.5	6.3	11.5	12.6	8.5	12.9	1.4	5.7	11.7	13.2	8.9
Lite-On Technology	4.3	13.9	1.5	6.2	10.9	4.5	3.9	12.3	1.5	5.6	12.4	4.8	4.0
LG 이노텍	2.9	17.4	1.8	5.6	11.2	5.0	2.5	11.9	1.5	5.4	14.1	5.6	3.5
Toyoda Gosei	2.7	11.3	0.9	3.4	8.3	5.9	3.4	10.2	0.9	3.2	8.5	6.2	3.7
Showa Denko	2.2	12.2	0.7	6.8	5.8	4.3	1.9	10.2	0.7	6.4	7.2	4.7	2.2
Epistar	2.1	37.5	1.3	9.1	4.3	9.5	5.9	20.6	1.2	7.4	7.7	10.4	9.7
서울반도체	2.0	100.0	3.5	15.2	3.8	6.3	2.3	69.7	3.4	14.6	5.4	7.5	3.1
Everlight	1.0	14.5	1.7	6.6	12.3	9.0	6.9	13.7	1.7	6.5	12.3	9.0	6.6
루멘스	0.4	13.3	1.7	5.0	13.7	6.7	4.8	9.9	1.5	4.5	15.3	7.0	5.8

자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	1,143.4	1,108.7	1,154.4	1,190.6	1,222.0
유동자산	496.6	527.8	555.2	589.3	626.2
현금및현금성자산	61.0	15.4	28.7	24.3	32.9
매출채권	190.1	221.1	227.7	243.7	255.8
재고자산	79.5	96.1	99.0	106.9	112.3
비유동자산	646.9	580.9	599.1	601.2	595.7
유형자산	476.0	464.2	465.5	468.1	461.7
무형자산	44.7	40.6	46.9	45.5	45.5
투자자산	111.9	54.3	52.8	53.7	54.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	564.9	489.5	531.9	544.3	541.3
유동부채	380.4	365.0	412.7	432.8	439.7
단기차입금	166.7	92.5	112.9	122.9	127.9
매입채무	84.4	116.7	128.3	139.9	142.5
유동성장기부채	100.7	89.2	110.8	107.8	105.8
비유동부채	184.5	124.5	119.2	111.5	101.7
사채	41.4	15.1	14.0	11.0	7.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	138.3	98.6	95.4	90.4	84.4
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	578.5	619.2	622.5	646.3	680.6
자본금	29.2	29.2	29.2	29.2	29.2
자본잉여금	373.4	389.9	389.8	389.8	389.8
기타자본	(25.0)	(75.0)	(74.9)	(74.9)	(74.9)
기타포괄이익누계액	(0.6)	(0.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	193.4	228.5	232.3	255.4	288.8
지배주주지분	570.3	572.1	575.2	598.2	631.6
비지배주주지분	8.2	47.1	47.3	48.1	49.0
*총차입금	447.1	320.4	355.9	355.5	348.9
*순차입금(순현금)	262.9	170.8	189.0	183.3	160.7

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	858.7	1,032.1	995.1	1,034.1	1,083.4
증가율 (%)	14.5	20.2	(3.6)	3.9	4.8
매출원가	657.8	746.6	715.3	734.0	760.6
매출총이익	200.9	285.4	279.8	300.1	322.8
매출총이익률 (%)	23.4	27.7	28.1	29.0	29.8
판매관리비	167.6	189.0	216.7	222.6	234.4
영업이익	33.3	96.5	63.1	77.6	88.4
증가율 (%)	29.1	189.7	(34.6)	23.0	14.0
영업이익률 (%)	3.9	9.3	6.3	7.5	8.2
영업외손익	(23.5)	(15.0)	(26.4)	(31.3)	(27.5)
금융손익	(15.5)	(8.7)	(21.6)	(27.3)	(22.5)
기타영업외손익	(3.0)	1.5	1.8	0.0	0.0
총속 및 관계기업관련손익	(5.0)	(7.8)	(6.6)	(4.0)	(5.0)
세전계속사업이익	9.8	81.5	36.7	46.3	60.9
법인세비용	2.9	38.9	7.8	8.9	11.7
계속사업이익	6.9	42.6	27.5	36.3	47.8
중단사업이익	0.0	0.0	(6.3)	(5.1)	(6.4)
당기순이익	6.9	42.6	22.5	32.3	42.8
증가율 (%)	(59.2)	517.6	(47.1)	43.5	32.5
순이익률 (%)	0.8	4.1	2.3	3.1	4.0
(지배주주)당기순이익	5.6	36.1	22.0	31.6	41.9
(비지배주주)당기순이익	1.3	6.5	0.5	0.7	0.9
총포괄이익	4.1	43.0	21.8	32.3	42.8
(지배주주)총포괄이익	2.7	36.5	21.3	31.6	41.9
(비지배주주)총포괄이익	1.3	6.5	0.5	0.7	1.0
EBITDA	122.5	187.9	160.0	166.3	169.3
증가율 (%)	109.1	53.4	(14.8)	3.9	1.8
EBITDA 이익률 (%)	14.3	18.2	16.1	16.1	15.6

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	97.2	117.6	82.5	103.5	106.3
당기순이익	6.9	42.6	22.5	32.3	42.8
유형자산상각비	75.0	73.4	80.3	72.4	66.5
무형자산상각비	14.2	18.1	16.6	16.4	14.4
외화환산손실(이익)	(2.5)	0.6	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.0	0.2	0.1	0.0	0.0
지분법, 총속, 관계기업손실(이익)	5.0	7.4	2.6	2.5	4.0
운전자본변동	(0.2)	(71.3)	(35.5)	(20.1)	(21.4)
(법인세납부)	(2.3)	(15.9)	(11.0)	(8.9)	(11.7)
기타	(1.9)	62.5	6.7	8.9	11.7
투자활동으로인한현금흐름	(18.6)	(35.3)	(107.9)	(103.1)	(86.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(37.3)	(69.0)	(79.1)	(75.0)	(60.0)
유형자산의감소	1.4	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.6)	(10.2)	(18.5)	(15.0)	(14.4)
투자자산의감소(증가)	(6.8)	3.4	(15.6)	(3.4)	(5.0)
기타	28.7	38.9	5.3	(9.7)	(7.4)
FCF	140.3	52.0	63.0	58.4	72.8
재무활동으로인한현금흐름	(33.6)	(126.4)	34.8	(8.9)	(15.1)
차입금의증가(감소)	(26.7)	(173.6)	34.8	(0.4)	(6.6)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.9)	(1.8)	0.0	(8.5)	(8.5)
기타	(0.0)	49.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	3.1	4.1	4.2
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.9)	(1.4)	0.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	43.0	(45.6)	13.3	(4.4)	8.6
기초현금	18.0	61.0	15.4	28.7	24.3
기말현금	61.0	15.4	28.7	24.3	32.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주요 투자지표

12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	118	730	387	555	735
EPS (지배순이익, 원)	95	619	378	542	719
BPS (자본총계, 원)	9,922	10,620	10,676	11,085	11,673
BPS (지배지분, 원)	9,782	9,811	9,864	10,261	10,833
DPS (원)	31	146	146	146	146
PER (당기순이익, 배)	204.7	55.3	97.8	68.2	51.5
PER (지배순이익, 배)	254.2	65.2	100.0	69.7	52.6
PBR (자본총계, 배)	2.4	3.8	3.5	3.4	3.2
PBR (지배지분, 배)	2.5	4.1	3.8	3.7	3.5
EV/EBITDA (배)	13.7	13.7	15.2	14.6	14.3
배당성향 (%)	32.6	23.6	38.6	26.9	20.3
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.3	18.2	16.1	16.1	15.6
영업이익률 (%)	3.9	9.3	6.3	7.5	8.2
순이익률 (%)	0.8	4.1	2.3	3.1	4.0
ROA (%)	0.7	3.8	2.0	2.8	3.6
ROE (지배순이익, %)	0.9	6.3	3.8	5.4	6.8
ROIC (%)	4.0	7.8	6.4	8.2	9.2
안정성					
부채비율 (%)	97.6	79.0	85.5	84.2	79.5
순차입금비율 (%)	45.4	27.6	30.4	28.4	23.6
현금비율 (%)	16.0	4.2	6.9	5.6	7.5
이자보상배율 (배)	1.6	7.7	7.1	7.8	8.9
활동성					
순운전자본회전을 (회)	3.7	4.9	4.5	4.5	4.4
재고자산회수기간 (일)	33.6	31.0	35.8	36.3	36.9
매출채권회수기간 (일)	73.9	72.7	82.3	83.2	84.1

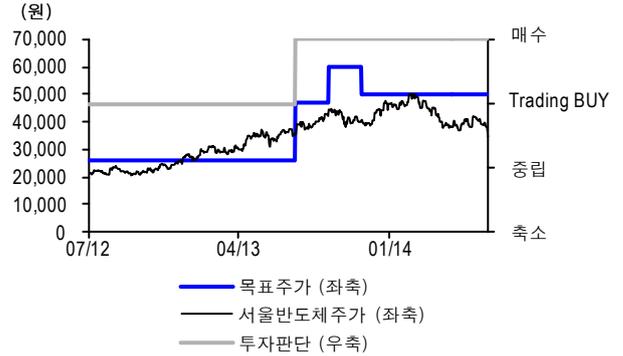
자료: 회사 자료, 신한금융투자

서울반도체 (046890)

주가차트



투자이견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 하준두, 송기태)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(서울반도체)를 기초자산으로 ELWG가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자로는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2012년 07월 30일	Trading BUY	26,000
2013년 08월 13일	매수	47,000
2013년 10월 13일	매수	60,000
2013년 12월 12일	매수	50,000

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

비율	색터	내용
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	색터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%		
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		