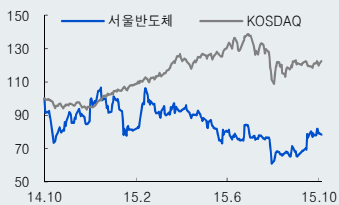


전자부품

Results Comment
2015.10.27

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	24,000
현재주가(15/10/26,원)	16,350
상승여력	46.7%

영업이익(15F,십억원)	52
Consensus 영업이익(15F,십억원)	27
EPS 성장률(15F,%)	-
MKT EPS 성장률(15F,%)	21.3
P/E(15F,x)	44.9
MKT P/E(15F,x)	11.8
KOSDAQ	690.73
시가총액(십억원)	953
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	64.8
외국인 보유비중(%)	3.9
베타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	22,200
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	18.9 -15.9 -14.2
상대주가	17.5 -15.9 -30.3



[통신장비/전자부품]

박원재

02-768-3372

william.park@dwsec.com

서울반도체 (046890)

깜짝 실적. 믿을 것인가 말 것인가?

3Q15 Review: 영업이익 234억원으로 깜짝 실적 기록

서울반도체의 3Q15 실적은 매출액 2,763억원(+20.0% YoY, +12.9% QoQ), 영업이익 234억원(+446.8% YoY, +308.3% QoQ)을 기록하였다. 당사 추정치(매출액 2,685억원, 영업이익 98억원)와 시장 기대치(매출액 2,618억원, 영업이익 89억원)을 뛰어 넘는 **깜짝 실적**이다. 매출액은 사상 최대 분기 실적이다. 영업이익률은 8.5%를 기록하였다.

실적 개선은 핸드셋 부문의 역할이 컸다. 핸드셋 부문 매출액은 전분기 대비 84.9% 증가하였다. 미국 스마트폰 업체로의 판매가 본격적으로 확대되었기 때문이다. 수익성 개선에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 핸드셋 부문의 수익성은 평균 수익률 이상인 것으로 추정된다. 현재는 3번째 납품 업체지만 매출액은 점진적으로 늘어날 전망이다.

외형 증가로 인한 고정비 절감 효과도 수익성 개선에 도움이 되었다. 환율 상승도 1.5% 수준의 영업이익률 개선 효과를 가져왔을 것으로 추정된다. 순수 조명 매출액도 3분기 연속 1,000억원을 넘어선 것으로 파악된다.

시장의 의구심 존재. 실적 개선 지속 가능성 증가. 특허 경쟁력은 장기 경쟁력

4Q15 실적은 매출액 2,582억원(+21.5% YoY, -6.6% QoQ), 영업이익 181억원(흑자전환 YoY, QoQ), 영업이익률 7.0%(+22.0%p YoY, -1.5%p QoQ)로 추정된다. 공시된 4Q15 가 이턴스는 매출액 2,400억원~2,600억원이다. 3Q15 깜짝 실적에도 불구하고 아직 서울반도체에 대한 의구심이 남아 있는 것이 사실이다.

과거 4Q에 채고평가 손실 반영이 컸었고, 환율도 하락하고 있기 때문이다. 그러나 1) 미국 스마트폰 업체 판매는 4Q가 분기 최대를 기록할 전망이고, 2) 채고 자산도 1,210억원 수준으로 안정화된 상태이며, 3) 환율 하락은 수율 개선으로 상쇄 가능할 가능성이 크다는 점에서 과거와 같은 실적 부진을 기록하진 않을 것으로 예상된다.

조명 부문은 경쟁이 심화되고 있고, TV BLU(Back Light Unit) 산업은 역성장하고 있다는 점도 부담이다. 그러나 어려운 시장환경의 영향으로 LED 산업 구조 조정도 본격화되고 있다. 장기적인 관점에서 산업 구조 조정이 동사에 유리하게 작용할 가능성이 크다. LED 산업 경쟁이 심화되면서 특허가 중요해 지고 있기 때문이다. 중국 업체들의 해외 진출시 특허 문제로 어려움을 겪을 가능성이 크다.

투자의견은 '매수' 유지. 12개월 목표주가는 24,000원으로 상향

수익 예상 상향을 고려하여 12개월 목표주가는 기존 22,600원에서 24,000원으로 6.2% 상향 조정한다. 12개월 Forward BPS 10,558원(기존 9,853원)에 PBR 2.3배(5년간 하단 평균. 유지)를 적용하여 산정하였다. 투자의견은 '매수'를 유지한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	859	1,032	939	1,014	1,161	1,251
영업이익 (십억원)	33	96	3	52	87	105
영업이익률 (%)	3.8	9.3	0.3	5.1	7.5	8.4
순이익 (십억원)	6	36	-7	21	51	70
EPS (원)	95	619	-118	364	872	1,196
ROE (%)	0.9	6.3	-1.2	3.8	8.6	10.8
P/E (배)	254.2	65.2	-	44.9	18.8	13.7
P/B (배)	2.5	4.1	2.1	1.6	1.5	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

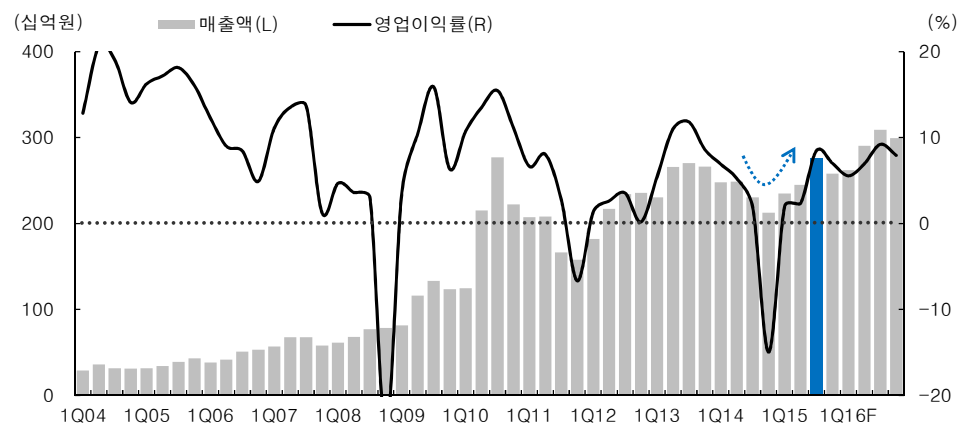
차트 및 실적 전망

그림 1. 서울반도체 주가 관련 그래프



자료: KDB대우증권 리서치센터

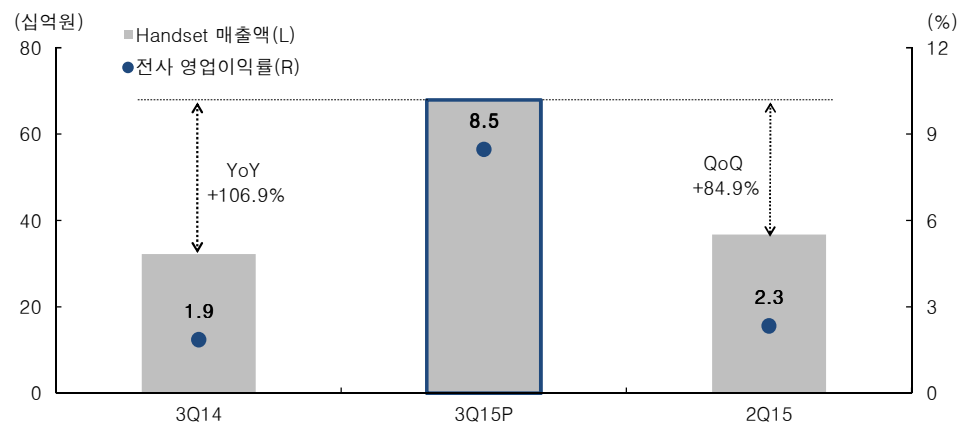
그림 2. 서울반도체 분기 실적 추이



주: 1Q13부터 IFRS 연결 기준

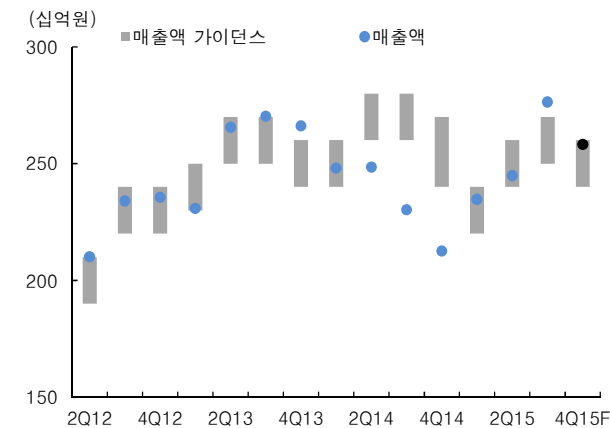
자료: 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 서울반도체 핸드셋부문 매출액 및 전사 영업이익률 비교



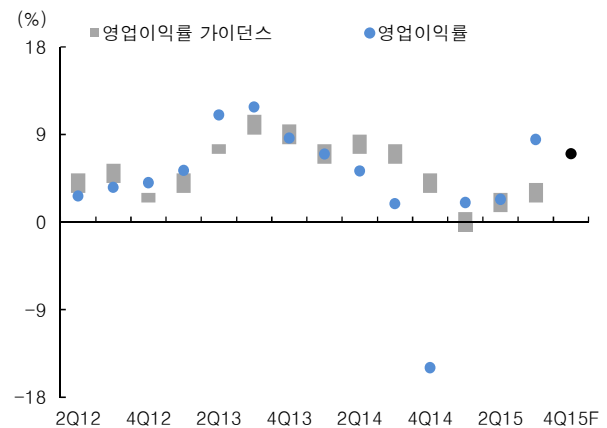
자료: 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 서울반도체 매출액 가이드선과 실제치



주: 4Q15 실적은 KDB대우증권 추정치
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 서울반도체 영업이익률 가이드선과 실제치



주: 4Q15실적은 KDB대우증권 추정치, 4Q15 영업이익률 가이드선 미제시
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 1. 서울반도체 3Q15 잠정 실적

(십억원, %, %p)

구분	3Q14	2Q15	3Q15P			증감률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	230.2	244.8	276.3	268.5	261.8	20.0	12.9
영업이익	4.3	5.7	23.4	9.8	8.9	446.8	308.3
영업이익률	1.9	2.3	8.5	3.6	3.4	6.6	6.1
세전이익	1.1	4.7	24.1	8.8	7.4	2,014.0	417.2
순이익	0.9	3.3	19.2	1.8	4.1	2,033.3	481.8

자료: WISEfn, 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 서울반도체 분기별 실적 추이 및 3Q15 실적 내역

(십억원, 원, %, %p)

구분	2015					2016F					3Q15P			
	1Q	2Q	3QP	4QF	연간	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	YoY	QoQ	기존	차이
매출액	234.6	244.8	276.3	258.2	1,013.9	262.3	290.1	309.0	299.2	1,160.7	20.0	12.9	268.5	2.9
영업이익	4.7	5.7	23.4	18.1	51.9	14.5	20.1	28.5	23.7	86.9	446.8	308.3	9.8	139.7
세전계속사업이익	2.4	4.7	24.1	17.8	49.0	13.9	19.5	28.0	23.3	84.7	2,012.9	417.3	8.8	174.4
당기순이익	-1.2	-1.4	14.1	9.7	21.2	8.3	11.7	16.8	14.0	50.8	흑전	흑전	1.8	662.1
EPS	-21	-23	241	167	364	143	201	288	240	872	흑전	흑전	32	662.1
영업이익률	2.0	2.3	8.5	7.0	5.1	5.5	6.9	9.2	7.9	7.5	6.6	6.1	3.6	4.8
세전계속사업이익률	1.0	1.9	8.7	6.9	4.8	5.3	6.7	9.1	7.8	7.3	8.2	6.8	3.3	5.4
순이익률	-0.5	-0.6	5.1	3.8	2.1	3.2	4.0	5.4	4.7	4.4	5.3	5.6	0.7	4.4

자료: 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

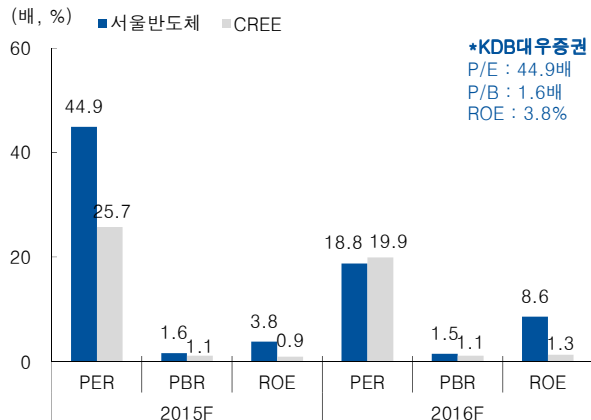
표 3. 서울반도체 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	15F	16F	17F	15F	16F	17F	15F	16F	17F	
매출액	1,013	1,204	1,239	1,014	1,161	1,251	0.1	-3.6	1.0	고수익제품 비중 증가
영업이익	28	73	86	52	87	105	88.2	19.7	21.8	
세전계속사업이익	22	69	83	49	85	103	119.6	23.3	24.7	
순이익	1	38	52	21	51	70	3,200.3	32.1	33.6	유효 법인세를 하향
EPS	11	660	895	364	872	1,196	3,200.3	32.1	33.6	
영업이익률	2.7	6.0	7.0	5.1	7.5	8.4	2.4	1.5	1.4	
세전계속사업이익률	2.2	5.7	6.7	4.8	7.3	8.3	2.6	1.6	1.6	
순이익률	0.1	3.2	4.2	2.1	4.4	5.6	2.0	1.2	1.4	

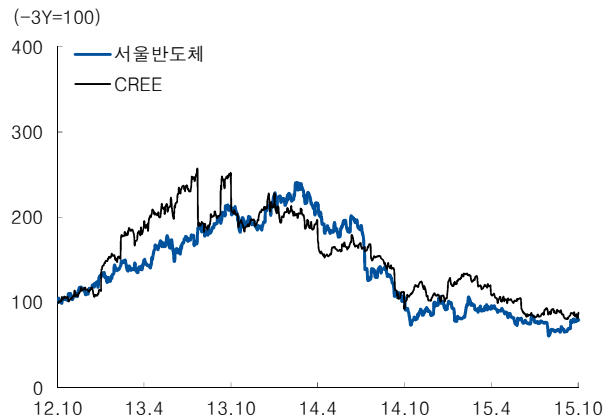
주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 서울반도체 vs. Cree: 밸류에이션



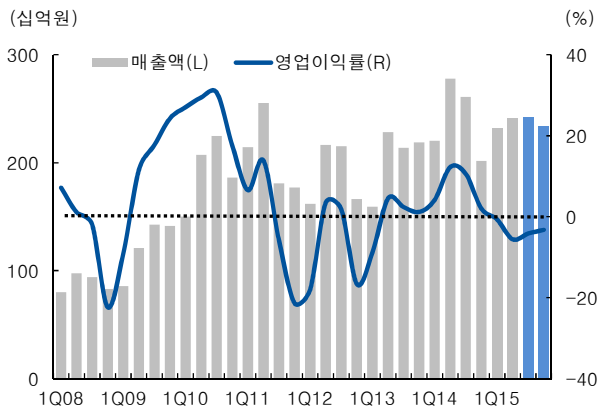
주: CREE는 6월 결산 및 bloomberg consensus
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 서울반도체 vs. Cree: 상대주가



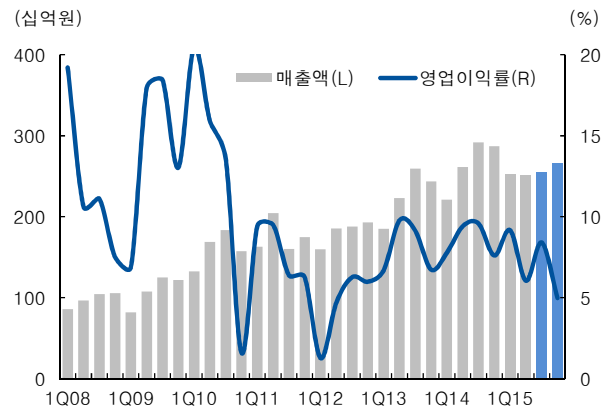
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. Epistar 분기 매출액 및 영업이익률 추이



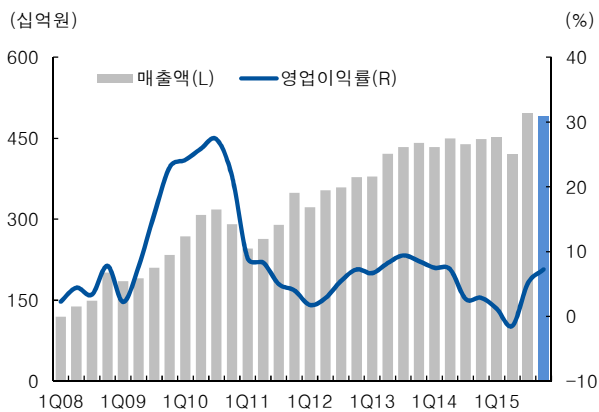
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. Everlight 분기 매출액 및 영업이익률 추이



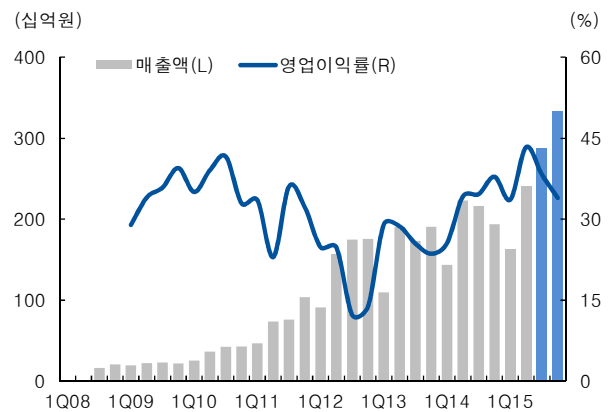
주: Calander Year 기준
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. Cree 분기 매출액 및 영업이익률 추이



주: Calander Year 기준
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. Sanan Opto. 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

글로벌 LED업체 Peer Group

표 4. 글로벌 LED 업체 실적 지표

(십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	-1M	-3M		14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F
서울반도체	18.9	2.5	953	939	1,014	1,161	3	52	87	0.3	5.1	7.5	-7	21	51
LG이노텍	7.5	36.9	5,124	7,144	6,612	6,664	2	315	397	0.0	4.8	6.0	503	140	245
CREE	8.6	6.9	3,035	1,759	1,992	2,203	-78	155	181	-4.4	7.8	8.2	-69	-1	61
TOYODA GOSEI	14.3	-1.1	3,323	7,045	7,220	7,469	403	410	454	5.7	5.7	6.1	205	240	261
STANLEY	12.3	15.4	4,570	3,483	3,747	3,934	368	419	466	10.6	11.2	11.8	244	284	319
CITIZEN	14.7	7.1	2,800	3,179	3,370	3,465	270	306	320	8.5	9.1	9.2	170	195	205
EPISTAR	12.1	-6.9	1,146	963	965	1,056	76	-14	26	7.9	-1.5	2.5	63	37	30
EVERLIGHT	1.9	-0.4	755	1,062	1,037	1,113	92	78	84	8.6	7.5	7.5	75	64	69
LITE-ON	12.9	-2.3	2,856	8,012	7,596	7,657	248	272	305	3.1	3.6	4.0	224	250	271
AIXTRON	-2.9	2.2	738	271	255	355	-82	-32	22	-30.1	-12.5	6.2	-87	-39	6
VEECO	1.4	-20.6	956	414	587	673	-83	17	59	-20.2	2.8	8.8	-71	-2	43
RUBICON	7.1	-37.6	36	48	35	41	-46	-34	-30	-95.5	-95.7	-72.5	-46	-35	-30
LED평균	9.1	0.2								-8.8	-4.3	0.4			

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 글로벌 LED 업체 추가 관련 지표

(배, %)

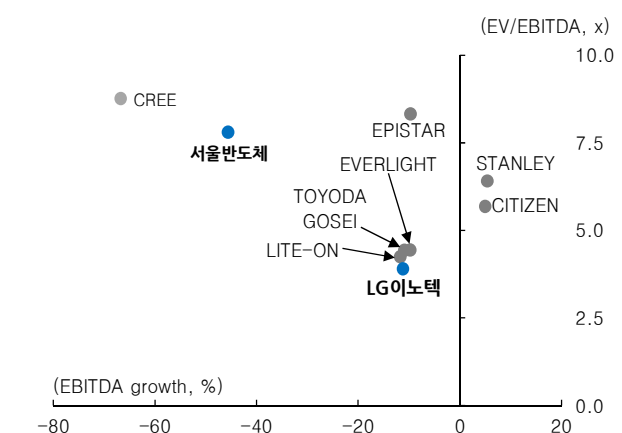
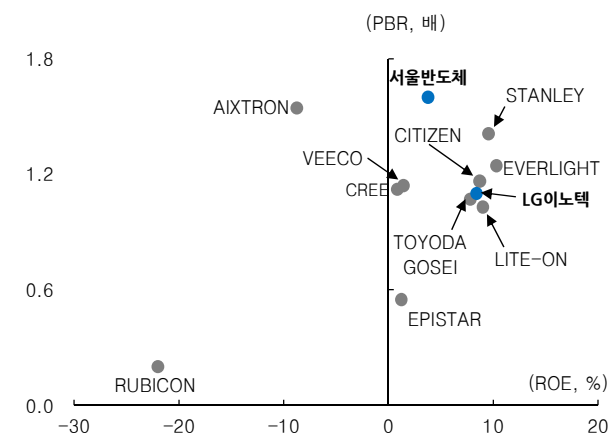
회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F
서울반도체	-1.2	3.8	8.6	0.0	44.9	18.8	2.1	1.6	1.5	14.3	7.8	6.2
LG이노텍	7.5	8.4	11.4	22.4	15.6	10.5	1.6	1.3	1.1	4.4	3.9	3.2
CREE	-3.7	0.9	1.3	-	25.7	19.9	1.1	1.1	1.0	26.4	8.8	8.5
TOYODA GOSEI	6.2	7.8	8.1	19.1	14.1	13.0	1.1	1.1	1.0	5.0	4.4	4.1
STANLEY	9.1	9.6	10.3	18.0	15.2	13.5	1.5	1.4	1.3	6.1	6.4	5.9
CITIZEN	8.5	8.7	8.7	15.3	13.9	13.2	1.2	1.2	1.1	5.4	5.7	5.4
EPISTAR	5.0	1.2	1.6	11.0	34.4	43.8	0.6	0.5	0.5	9.2	8.3	6.4
EVERLIGHT	13.2	10.3	11.0	10.0	11.6	10.6	1.3	1.2	1.2	4.9	4.4	4.1
LITE-ON	8.6	9.0	9.7	13.2	11.6	10.8	1.1	1.0	1.0	4.8	4.2	4.0
AIXTRON	-15.8	-8.7	0.8	-	-	116.4	1.5	1.5	1.5	-	-	18.7
VEECO	-12.9	1.4	7.6	-	23.0	14.2	1.2	1.1	1.1	-	9.4	5.8
RUBICON	-20.9	-22.0	-23.0	-	-	-	0.2	0.2	0.2	-	-	-
평균	0.3	2.5	4.7	13.6	21.0	25.9	1.2	1.1	1.1	8.9	6.3	6.6

주: TOYODA GOSEI, STANLEY, CITIZEN은 3월 결산, CREE는 6월 결산

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 LED 업체 PBR-ROE 그래프

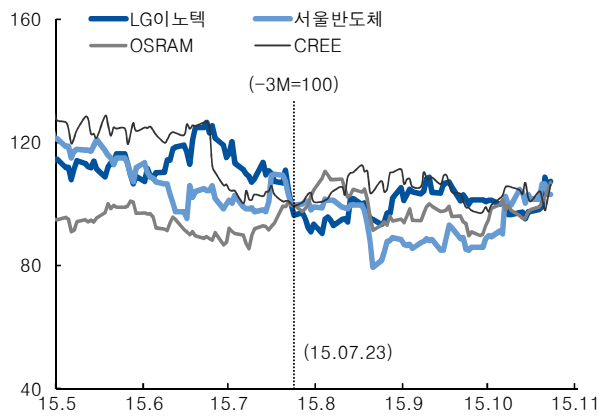
그림 13. 글로벌 LED 업체 PER-EPS Growth 비교



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

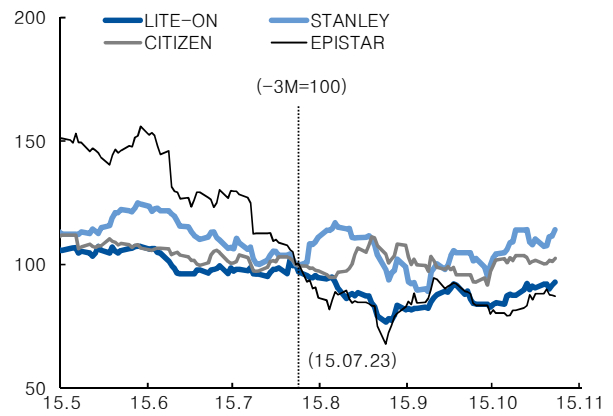
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(1)



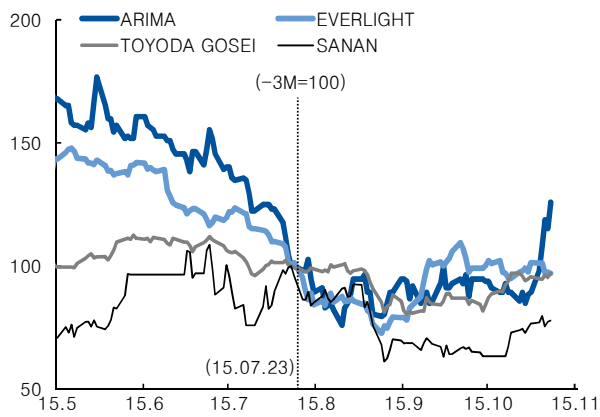
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(2)



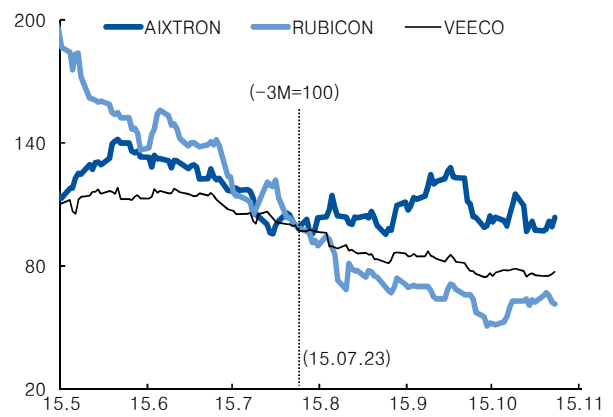
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(3)



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 글로벌 LED 업체 상대주가 추이(4)



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

서울반도체
깜짝 실적. 믿을 것인가 말 것인가?

서울반도체 (046890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	939	1,014	1,161	1,251
매출원가	750	772	863	920
매출총이익	189	242	298	331
판매비와관리비	187	190	211	225
조정영업이익	3	52	87	105
영업이익	3	52	87	105
비영업손익	-16	-3	-2	-2
금융손익	-4	-5	-4	-4
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	-13	49	85	103
계속사업법인세비용	-14	12	21	26
계속사업이익	1	37	64	77
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1	37	64	77
지배주주	-7	21	51	70
비지배주주	8	15	13	8
총포괄이익	1	39	64	77
지배주주	-6	2	6	7
비지배주주	7	36	58	70
EBITDA	108	163	199	221
FCF	-118	108	70	79
EBITDA 마진율 (%)	11.5	16.1	17.1	17.7
영업이익률 (%)	0.3	5.1	7.5	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.7	2.1	4.4	5.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	40	198	173	182
당기순이익	1	37	64	77
비현금수익비용가감	131	115	137	146
유형자산감가상각비	87	97	98	99
무형자산상각비	19	14	14	18
기타	25	4	25	29
영업활동으로인한자산및부채의변동	-71	62	-3	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	19	-9	-10
재고자산 감소(증가)	-56	14	-7	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-23	21	14	7
법인세납부	-21	-13	-21	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-110	-78	-134	-139
유형자산처분(취득)	-156	-89	-102	-103
무형자산감소(증가)	-15	-17	-26	-32
장단기금융자산의 감소(증가)	84	29	-6	-4
기타투자활동	-23	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	83	-70	17	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	103	-54	24	6
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-9	0	-8	-8
기타재무활동	-10	-16	1	0
현금의 증가	10	51	55	41
기초현금	15	25	77	132
기말현금	25	77	132	173

자료: 서울반도체, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	504	520	605	671
현금 및 현금성자산	25	77	132	173
매출채권 및 기타채권	259	248	267	281
재고자산	128	134	141	148
기타유동자산	92	61	65	69
비유동자산	676	663	683	703
관계기업투자등	2	3	3	3
유형자산	560	551	555	559
무형자산	48	54	65	80
자산총계	1,180	1,183	1,288	1,374
유동부채	463	452	501	516
매입채무 및 기타채무	127	150	170	179
단기금융부채	318	281	305	311
기타유동부채	18	21	26	26
비유동부채	108	92	93	93
장기금융부채	105	89	89	89
기타비유동부채	3	3	4	4
부채총계	571	544	593	609
지배주주지분	558	571	614	676
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	389	389	389	389
이익잉여금	214	235	278	341
비지배주주지분	52	67	80	88
자본총계	610	638	694	764

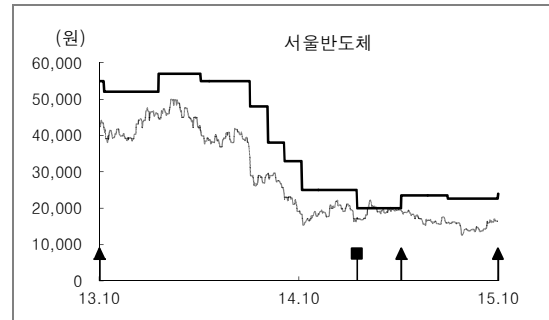
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	-	44.9	18.8	13.7
P/CF (x)	8.9	6.3	4.7	4.3
P/B (x)	2.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	14.3	7.8	6.2	5.5
EPS (원)	-118	364	872	1,196
CFPS (원)	2,266	2,594	3,448	3,832
BPS (원)	9,571	9,969	10,712	11,779
DPS (원)	0	130	200	250
배당성향 (%)	0.0	20.6	18.2	18.6
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.2	1.5
매출액증가율 (%)	-9.0	8.0	14.5	7.8
EBITDA증가율 (%)	-42.9	50.9	22.1	11.1
조정영업이익증가율 (%)	-96.9	1,633.3	67.3	20.7
EPS증가율 (%)	-	-	139.6	37.2
매출채권 회전을 (회)	4.4	5.1	6.0	6.1
재고자산 회전을 (회)	8.4	7.7	8.4	8.7
매입채무 회전을 (회)	7.1	7.4	7.2	7.1
ROA (%)	0.1	3.1	5.1	5.8
ROE (%)	-1.2	3.8	8.6	10.8
ROIC (%)	0.0	4.5	7.6	8.9
부채비율 (%)	93.6	85.3	85.4	79.7
유동비율 (%)	108.8	115.0	120.9	129.9
순차입금/자기자본 (%)	51.8	38.1	30.3	22.6
조정영업이익/금융비용 (x)	0.3	8.4	13.8	16.0

서울반도체
깜짝 실적. 믿을 것인가 말 것인가?

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
서울반도체(046890)	2015.10.27	매수	24,000원
	2015.07.27	매수	22,600원
	2015.05.03	매수	23,500원
	2015.02.11	Trading Buy	20,000원
	2014.11.02	매수	25,000원
	2014.10.01	매수	33,000원
	2014.09.01	매수	38,000원
	2014.07.30	매수	48,000원
	2014.05.01	매수	55,000원
	2014.02.13	매수	57,000원
	2013.11.05	매수	52,000원
	2013.10.23	매수	55,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 서울반도체(우)로부터 자사주 금전신탁 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.