

LED

중립

수익성에 대한 고찰이 필요

종목	투자의견	목표주가
루멘스	매수	10,000원
LG이노텍	매수	95,000원
서울반도체	중립	-

LED조명에 대한 기대감이 높아지고 있지만 가동률과 수익성이 낮은 상황

우리는 국내 주요 LED업체들의 낮은 가동률과 수익성, 그리고 높은 밸류에이션 부담을 감안하여 업종에 대한 보수적인 시각을 유지한다. 서울반도체에 따르면 최근 중국, 일본, 미국 등 해외시장을 중심으로 동사의 조명용LED매출이 확대되고 있으며, 이러한 기조가 각국의 조명관련 에너지절감정책(표 5)에 힘입어 2013F에도 계속될 것으로 예상된다. 그러나 3Q12 동사의 조명부문 실적(매출 966억원, 매출비중 41%) 호조에도 불구하고, 전사 가동률과 영업이익률은 각각 63%, 3.5%에 그치고 있다. 반면 삼성전자 LED TV용 공급사인 루멘스는 상대적으로 높은 가동률(88%)하에 우월한 영업이익률을 보여주었다(그림3, 4). 지속적인 매출 확대에 과잉 캐파(capacity)로 인한 높은 고정비 부담이 완화되기 전까진 LED업종의 저수익성 국면이 당분간 지속될 것으로 예상된다.

LED조명: 지속적인 단가 인하 및 가격경쟁의 심화로 보수적인 수익관점 견지

가정에서 가장 많이 쓰이는 60W급 조명가격 관점에서 LED조명가격은 여전히 비싼 상황이다(표4). 총 소유비용관점(표 3)에서는 최대 경쟁제품인 형광등 대비 6.4배 비싸다. Payback period관점에서 1년 수준에 도달하려면 LED조명 가격이 현재 수준에서 60%이상 더 하락해야 한다. 지난 12개월간 LED조명가격이 25%(60W급 기준)하락했음을 고려할 때, 가격경쟁력을 기반으로 한 시장의 개화는 아직 다소 일러 보인다. 한편 최근 중국에서 18W급 LED등(Home Depot에서는 유사 스펙이 19.5달러에 판매)이 10달러 미만으로 판매가 되는 사례 등을 보면 향후 가격경쟁심화 가능성도 높아지고 있다고 판단한다.

LED TV: 여전히 중요한 외형성장의 견인차

AMOLED TV가 선보여진 이후 한동안 LED TV에 대한 관심도가 낮아졌지만 2013F에도 LED TV가 국내 LED업종의 외형성장에 큰 기여를 할 것으로 전망한다. 지난 1년간 국내 주요 LED업체들의 주가가 디스플레이 주가와 높은 상관성을 보여왔듯이(그림 7) LED TV는 여전히 국내LED업체들의 주력 매출처이기 때문이다. 삼성전자의 경우 2013F에 LCD TV내 LED BLU탑재율이 100%에 육박하여(2012F 80% 예상)LED TV출하량 증가세가 이어질 것으로 보이고 직하형 LED TV의 슬림화로 그 동안 감소해왔던 평균 LED탑재수량이 다시 늘어날 가능성이 높아지고 있다.

수익성과 밸류에이션 매력도가 더 높은 루멘스 선호

루멘스(목표주가 10,000원은 2013F PBR 2.7배 기준)가 LED업종 내에서 최선호주다. 루멘스를 선호하는 이유는 1) LED TV전략에 적극적인 삼성전자향 주력 공급업체로서 2013F 실적가시성이 가장 높고, 2) 중국시장으로의 조명용LED공급이 임박하는 등 2013F 조명부문의 본격 성장이 예상되고, 3) 상대적으로 높은 가동률 및 낮은 고정비 부담으로 LED업종 내 가장 높은 수익성을 실현하고 있기 때문이다.

정영우 3276-6186
youngwoo.chung@truefriend.com

이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation								
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)
루멘스 (038060)	투자의견	매수	2010A	246	24	8	198	2,572	41.4	3.2	8.2	10.9
	목표주가(원)	10,000	2011A	340	5	15	367	3,085	16.9	2.0	13.0	17.2
	현재가(11/14, 원)	8,080	2012F	449	33	30	652	3,370	12.4	2.4	21.8	5.4
	시가총액(십억원)	326	2013F	503	33	32	682	4,051	11.8	2.0	18.4	4.6
			2014F	558	37	36	781	4,832	10.3	1.7	17.6	3.9
LG이노텍 (011070)	투자의견	매수	2010A	4,103	156	196	10,325	73,048	13.0	1.8	16.5	9.2
	목표주가(원)	95,000	2011A	4,553	(67)	(145)	(7,211)	65,733	NM	1.0	(10.4)	8.9
	현재가(11/14, 원)	82,300	2012F	5,176	114	16	790	66,485	104.2	1.2	1.2	6.2
	시가총액(십억원)	1,660	2013F	5,916	290	178	8,806	75,290	9.3	1.1	12.4	4.4
			2014F	6,863	385	262	12,978	88,267	6.3	0.9	15.9	3.6
서울반도체 (046890)	투자의견	중립	2010A	839	110	94	1,614	9,721	25.2	4.2	18.2	15.9
	목표주가(원)	미제시	2011A	739	24	35	593	9,974	35.4	2.1	5.9	23.2
	현재가(11/14, 원)	22,600	2012F	852	18	19	320	10,699	70.6	2.1	3.0	16.4
	시가총액(십억원)	1,318	2013F	951	47	47	801	11,339	28.2	2.0	7.3	11.3
			2014F	1,090	61	63	1,073	12,197	21.1	1.9	9.1	9.8

자료: 각사, 한국투자증권

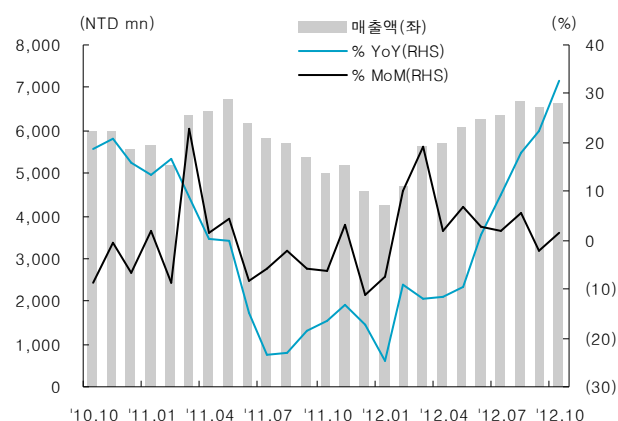
〈표 2〉 글로벌 peer valuation

(단위: 백만달러)

	시가 총액	PER			PBR			EV/EBITDA			EPS 성장률			ROE			주가 추이		
		FY11F	FY12F	FY13F	FY11F	FY12F	FY13F	FY11F	FY12F	FY13F	FY11F	FY12F	FY13F	FY11F	FY12F	FY13F	1M	3M	YTD
Cree	3,652	18.5	33.8	26.1	1.5	1.4	1.4	9.9	13.8	10.6	3%	-40%	22%	7%	4%	5%	25%	14%	43%
Toyoda Gosei	2,608	12.8	24.9	NA	0.9	0.9	NA	2.7	3.2	NA	64%	-48%	172%	7%	4%	10%	6%	-5%	30%
Epistar	1,333	36.5	84.5	22.3	0.9	0.9	0.9	8.8	9.1	7.0	-80%	-63%	336%	3%	1%	NA	-18%	-26%	-29%
Formosa Epitaxy	348	NM	NM	106.9	1.0	0.9	0.9	11.1	10.8	7.2	NM	NM	NM	NA	NA	NA	6%	-1%	16%
Lextar	301	NM	21.3	13.0	1.0	1.1	NA	NA	NA	NA	NM	NM	62%	NM	NA	NA	-19%	-25%	2%
Sanan	3,085	20.7	19.1	15.8	2.9	3.5	2.6	26.8	20.2	14.3	107%	12%	22%	16%	17%	NA	-13%	-7%	22%

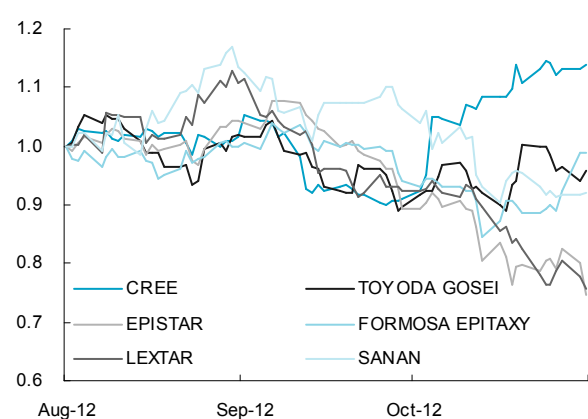
자료: 각사, Bloomberg consensus, 한국투자증권

[그림 1] 대만 LED 월별 매출 추이



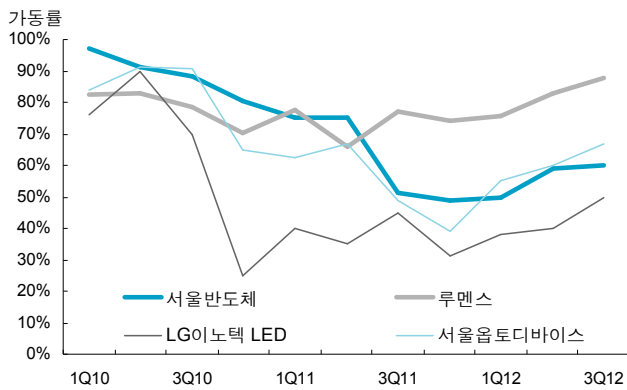
자료: 각사, Digitimes, 한국투자증권

[그림 2] 해외 주요 LED업체 3개월 주가 추이



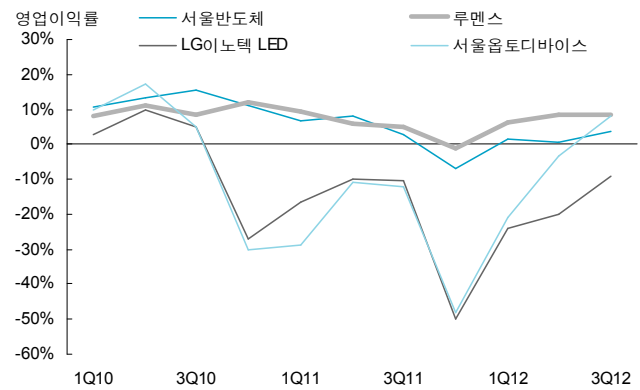
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 3] 국내 LED 가동률 추이



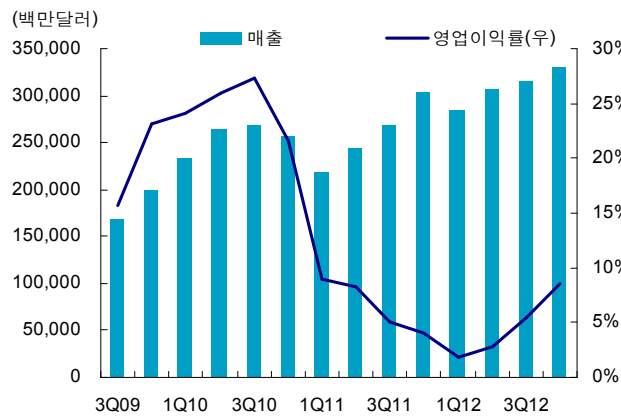
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 4] 국내 LED 영업이익률

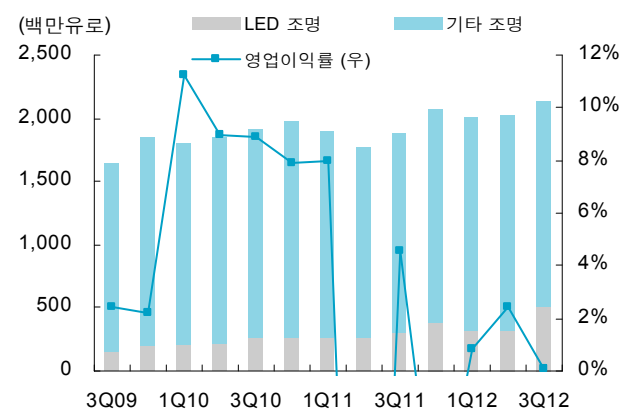


자료: 각사, 한국투자증권

[그림 5] Cree 매출 vs. 영업이익률

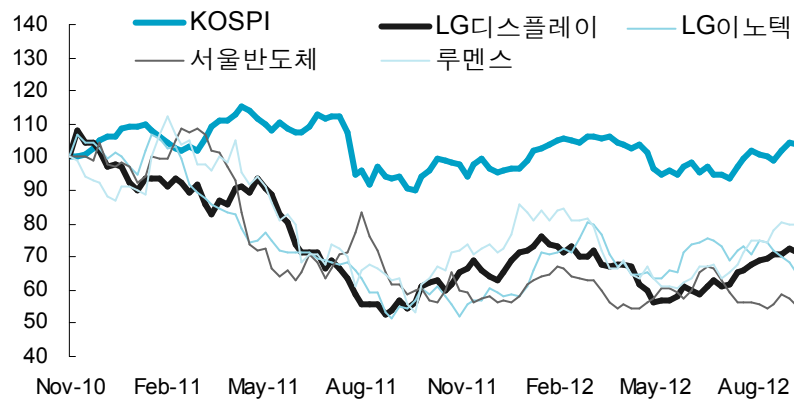
주: 4Q12는 회사 가이드선 사용
자료: Cree, 한국투자증권

[그림 6] Philips LED조명매출 vs. 기타조명 매출 vs. 영업이익률



자료: Philips, 한국투자증권

[그림 7] LED 주가 비교 - LGD vs. 서울반도체, 루멘스, LG이노텍



자료: Datastream, 한국투자증권

<표 3> LED ownership cost 비교

	백열등	형광등	LED 조명
조명 가격	\$0.37	\$1.24	\$17.97
연간 사용량 (kWh)	60.1	14.9	12.1
요금 (cents/kWh)	12.04	12.04	12.04
연간 비용	\$7.23	\$1.79	\$1.46
연간 절감액	\$0.00	\$5.44	\$5.77
Simple payback (년)	N/A	0.23	3.11

Payback 공식: 조명가격/(백열등 연간비용-형광등/LED 연간비용)

자료: EIA, HomeDepot, 한국투자증권

<표 4> 60W급 조명 가격 비교: 백열등 vs. 형광등 vs. LED

	Dec-2011	Jan-2012	Feb-2012	Mar-2012	Apr-2012	May-2012	Jun-2012	Jul-2012	Aug-2012	Sep-2012	Oct-2012	Nov-2012
백열등												
메이커	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips
모델 #	374843	374843	374843	374843	374843	374843	374843	374843	374843	374843	374843	374843
출력(lm)	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860	860
Watts	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
가격(달러)	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37
가격변화	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
형광등												
메이커	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart
모델 #	ES5M8144	ES5M8144	ES5M8144	ES5M8144	ES5M8144	ES5A814Y	ES5A814Y	ES5A814Y	ES5A814Y	ES5A814Y	ES5M8144	ES5M8144
출력(lm)	900	900	900	900	900	600	600	600	600	600	900	900
Watts	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
가격(달러)	0.99	0.87	0.99	0.99	1.74	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97	1.24	1.24
가격변화	0%	-13%	14%	0%	76%	-44%	0%	0%	0%	0%	28%	0%
LED												
메이커	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	EcoSmart	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips	Philips
모델 #	ECS A19 V2 WW 120	ECS A19 V2 WW 120	ECS A19 V2 WW 120	ECS A19 V2 WW 120	ECS A19 V2 WW 120	ECS A19 V2 WW 120	420240	420240	420240	420240	420240	420240
출력(lm)	850	850	850	850	850	850	800	800	800	800	800	800
Watts	13	13	13	13	13	13	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
가격(달러)	23.97	23.97	23.97	23.97	23.97	23.97	15.97	16.97	17.97	17.97	17.97	17.97
가격변화	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-33%	0%	0%	0%	0%	0%
LED 가격												
Vs. 백열등	65x	65x	65x	65x	65x	65x	43x	46x	49x	49x	49x	49x
Vs. 형광등	24x	28x	24x	24x	14x	25x	16x	17x	19x	19x	14x	14x

자료: HomeDepot, 한국투자증권

<표 5> 각국 LED 조명 관련 정책

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
미국				- 100W 백열등 사용 금지	- 75W 백열등 사용 금지	- 40W 및 60W 백열등 사용 금지 - 모든 조명기구 효율성 25~30% 달성. 2020년까지 효율성 70% 향상 목표	
EU	- 100W 백열등 사용 금지		- 9 월: 60W 백열등 사용 금지	- 9 월: 백열등 생산 및 수입 전면 금지			
영국			- 9 월: 60W 백열등 사용 금지	- 9 월: 40W 및 25W 백열등 판매 금지			
일본			- 6 월: LED 전구의 시장점유율이 백열등 추월	- 백열등 생산 및 판매 금지			
중국	- 21 개 시험도시에 대해 100 만개의 LED 조명기구 사용 - LED 주요부품의 국산화율 목표 60%	- 50 개 시험도시 선정, 200 만개 LED 조명기구 사용 - LED 주요부품의 국산화율 목표 70% - LED 핵심 공정장비인 MOCVD 를 도입할 경우 비용의 최소 70%, 평균 150 만 달러 지원 + 세제혜택과 전기 수도료 할인 등	- 800 억 위안 정부자금 투입해 400 만개의 LED 조명 구매 계획	- LED 조명 업체별 입찰 실시하여 간접보조 방식의 지원금 지급 (5 개년 지원정책과 별도) - 10 월: 100W 백열등 수입 및 판매 금지		- 10 월: 60W 백열등 수입 및 판매 금지 - LED 설비 관련 정부 보조금 종료	- 중국 도심의 62%에 해당하는 가로등을 LED 조명으로 교체 - 전체 조명시장의 30% 이상 LED 조명으로 교체 - 중국내 LED 조명시장 11 조원 규모 예상
대만		- 백열등 생산 금지		- 1.1 만개 거리 조명을 LED 로 교체 - LED 조명 채택률을 높이기 위한 보조금 지급 연장			
러시아		- 국가의 백열등 구매 금지	- 100W 백열등 사용 금지		- 75W 이상 백열등 생산 및 판매 금지	- 형광등과 백열등 판매 금지	

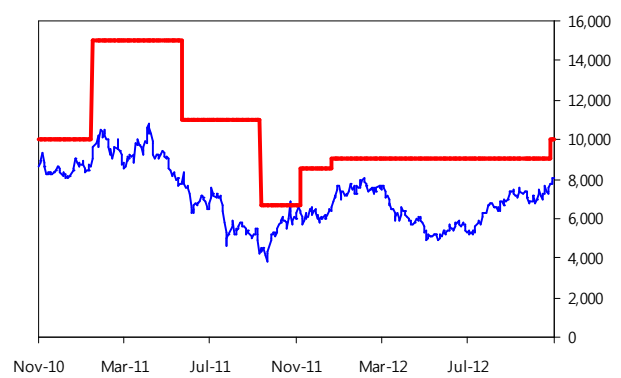
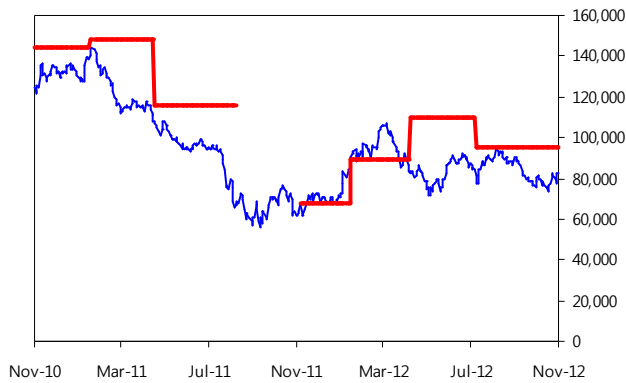
자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

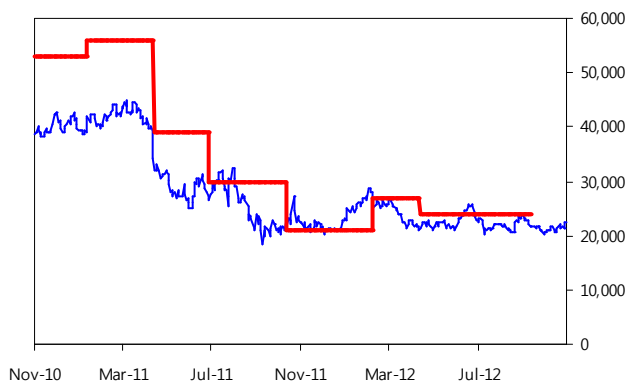
종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
LG이노텍(011070)	2011.01.23	중립	144,000원	서울반도체(046890)	2011.11.22	매수	8,500원
	2011.01.31	중립	148,000원		2012.01.05	매수	9,000원
	2011.05.01	중립	116,000원		2012.11.11	매수	10,000원
	2011.08.24	NA	-		2011.01.28	매수	56,000원
	2011.11.22	중립	68,000원		2011.04.29	중립	39,000원
	2012.01.31	중립	89,000원		2011.07.14	중립	30,000원
	2012.04.23	매수	110,000원		2011.10.28	중립	21,000원
루멘스(038060)	2012.07.23	매수	95,000원		2012.02.24	중립	27,000원
	2011.01.31	매수	15,000원		2012.04.30	중립	24,000원
	2011.06.08	매수	11,000원		2012.09.28	중립	-
	2011.09.27	매수	6,700원				

LG이노텍(011070)

루멘스(038060)



서울반도체(046890)



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 15일 현재 LG이노텍,루멘스,서울반도체 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 서울반도체 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 투자 의견은 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
- 중립 : 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.