

LED

비중확대

종목	투자의견	목표주가
LG이노텍	매수	170,000원
서울반도체	매수	53,000원
루멘스	매수	15,000원

조명용 LED는 이상 無

LED 업체들의 성장에 대한 논란이 지속 중

지난 3월부터 5월까지 글로벌 LED 업체들의 주가는 조정국면을 보여왔지만(LG이노텍과 루멘스를 제외한 10개 글로벌 LED 칩/패키지 업체들의 주가는 하락을 기록), 6월에는 대만 LED 업체들과 Cree를 중심으로 주가는 소폭 회복을 실현했다(표1 참조). 여전히 LED 업체들의 성장에 대한 논란이 계속되고 있는 중이지만, 우리는 글로벌 LED 업체들이 여전히 성장국면에 놓여 있다는 몇 가지 근거를 제시한다.

TV용, 태블릿PC용과 달리 조명용 LED는 2분기에도 계속 성장할 전망

서울반도체를 비롯한 몇몇 LED 칩/패키지 업체들이 전년 동기 대비 감소하는 2분기 실적 가이던스를 제시하여 LED 업체들의 성장사이클이 종료되었다는 불안감을 유발했다. 하지만 문제가 되는 것은 TV용과 태블릿PC용 LED일 뿐 2분기에도 조명용 LED는 거의 모든 업체들이 전년동기와 전분기대비 성장하는 매출액을 시현할 전망이다. 즉 1) TV용은 LED TV가 이미 성숙기에 접어들었고, 또한 LED TV 한 대에 장착되는 LED패키지 수가 감소하여 2분기 TV용 LED의 수익성이 과거대비 하락할 전망이다. 또한 2) 태블릿PC용의 경우 (그림1)에서 태블릿PC의 수요가 예상보다 대폭 둔화되었기 때문에 2분기 태블릿PC용 LED의 경우 과거대비 수익성이 대폭 하락할 전망이다. 하지만 3) 서울반도체, 루멘스, LG이노텍, Epistar, Everlight, Cree의 2분기 조명용 LED 매출액은 전년동기와 전분기대비 증가할 전망이다(표2 참조). 이에 따라 향후 LED 시장을 견인할 제품인 조명용 LED는 성장국면으로 판단한다.

2014년말 기준으로 조명용 LED의 침투율은 14% 수준에 불과

특히 2014년도에는 그 동안 조명용 LED의 성장을 주도해 왔던 고가의 B to B 시장(공공용, 상업용) 대신에 저가의 B to C 시장(가정용)의 성장이 상대적으로 빠르게 나타날 것으로 예상되어 예년보다 가격경쟁이 심화될 전망이다. 이에 따라 중국 저가 업체들의 등장과 이에 따른 수익성 압박이 예년보다 강화될 전망이다. 하지만 (그림2)에서와 같이 2014년말 기준으로 전체 조명용 LED의 침투율은 14% 수준에 불과할 것으로 전망되어 여전히 고가의 B to B 시장도 향후 가파른 성장이 나타날 것은 분명한 상황이다.

1Q14 중국 LED 업체들의 실적에 이상 징후를 발견

그 동안 중국 저가 LED 칩/패키지 업체들은 1) 가장 빠르게 성장하는 중국 시장을 기반으로, 2) 중국 정부와 지방 정부의 보조금과 저리대출 지원을 받으면서, 3) 특허와 인건비 등에서의 수혜에 따라 상대적으로 낮은 원가를 보유하는 등의 요인으로 저가 조명용 LED 시장(특히 B to C)에서 높은 성장성과 수익성을 기록해 오고 있었다. 하지만 1Q14에서는 주요 5개 업체들의 영업이익이 전년동기대비 평균 11% 감소하는 등 실적에 이상 징후를 나타냈다(표3 참조). 주요한 요인은 1) 적정마진의 확보가 어려울 정도로 가격 경쟁이 심하게 전개되는 중이고, 2) 중국 정부와 지방 정부의 지원금액도 축소되는 중이며, 3) 중고가 LED를 생산하기 위해서 연구개발비용이 본격적으로 지출되기 때문으로 판단된다. 조만간 글로벌 LED 시장 역시 가격에서 품질로 소비패턴이 이동할 것으로 전망되어 중국 저가 업체들의 구조조정과 브랜드 LED 업체들의 점유율 상승 국면이 나타날 것으로 예상된다.

이승혁 3276-4589
kevin.lee@truefriend.com

최재훈 3276-5643
jaehoon.choi@truefriend.com

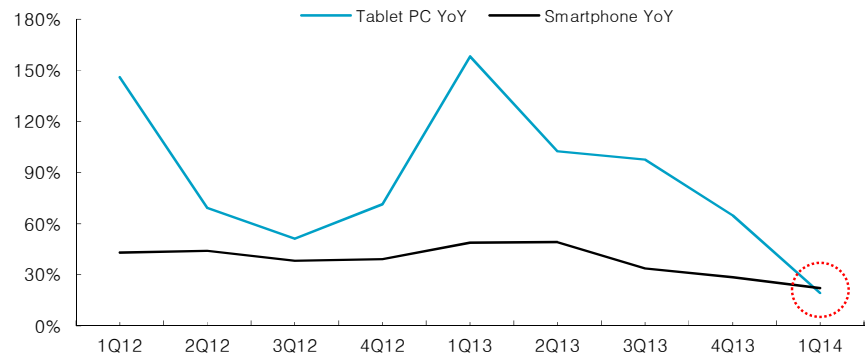
<표 1> 3월 이후 글로벌 LED 업체들의 주가 수익률

(단위: %)

LED업체	3월~5월 주가상승률	LED업체	6월 주가상승률
LG이노텍	42.5	LG이노텍	11.3
루멘스	5.4	LEXTAR	10.7
SANAN	(2.2)	EVERLIGHT	5.8
PHILIPS	(2.6)	EPISTAR	4.4
ELEC-TECH	(2.6)	CREE	1.4
EPISTAR	(3.5)	TOYODA GOSHI	1.2
TOYODA GOSHI	(4.8)	SANAN	0.7
EVERLIGHT	(5.6)	ELEC-TECH	(0.4)
서울반도체	(16.0)	서울반도체	(2.1)
LEXTAR	(18.2)	PHILIPS	(4.3)
CREE	(19.1)	OSRAM	(6.3)
OSRAM	(19.9)	루멘스	(27.2)

자료: 한국투자증권

[그림 1] 태블릿PC와 스마트폰 출하량 YoY 성장률 추이



자료: SA, 한국투자증권

<표 2> 주요 LED 업체들의 조명용 매출액 추이

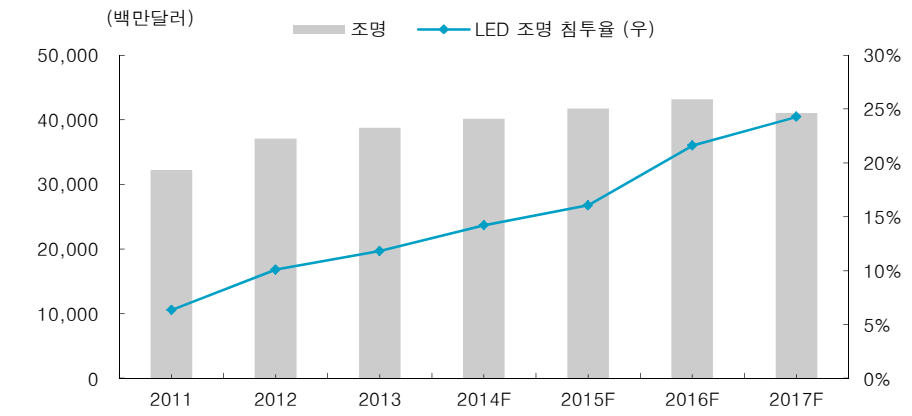
(단위: 십억원, 백만대만달러, 백만달러, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F
서울반도체	81	101	101	109	107	124
LG이노텍	41	57	74	68	77	101
루멘스	8	11	14	18	18	18
Epistar	1,298	1,820	2,302	2,438	2,496	2,689
Everlight	603	831	909	1,017	1,001	1,369
Cree	131	134	148	174	177	191
QoQ change (%)						
서울반도체		25.2	0.1	7.4	(1.7)	16.0
LG이노텍		38.3	30.9	(8.1)	11.9	32.4
루멘스		28.5	29.9	25.0	0.3	2.0
Epistar		40.3	26.4	5.9	2.4	7.7
Everlight		37.8	9.3	11.9	(1.6)	36.9
Cree		2.3	10.7	17.4	1.7	8.1

주: 서울반도체, LG이노텍, 루멘스는 당사 추정치, 해외업체는 컨센서스 기준

자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 조명시장과 LED 조명 침투율 추이



자료: IMS research, 한국투자증권

<표 3> 중국LED 업체들의 분기별 실적 추이

(단위: 백만 달러, %)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
Sanan	매출액	101.0	169.4	156.1	179.4	134.4
	영업이익	29.3	48.6	39.8	42.3	34.4
	영업이익률	29%	29%	25%	24%	26%
Elec-tech	매출액	112.9	104.6	149.0	140.6	124.6
	영업이익	11.0	3.0	1.1	(19.3)	0.2
	영업이익률	10%	3%	1%	(14%)	0%
Foshan Nationstar	매출액	37.6	50.9	44.3	52.4	39.7
	영업이익	4.5	3.9	4.2	3.0	4.8
	영업이익률	12%	8%	9%	6%	12%
Dongguan Kingsun	매출액	35.9	38.1	55.1	55.3	40.6
	영업이익	5.1	5.6	7.0	4.1	4.8
	영업이익률	14%	15%	13%	7%	12%
Shenzhen Jiawei	매출액	27.4	23.7	19.4	33.4	29.7
	영업이익	2.8	(0.1)	(0.1)	1.8	2.6
	영업이익률	10%	(0%)	(0%)	5%	9%
합계	매출액	314.8	386.6	423.9	461.1	369.0
	영업이익	52.7	61.1	51.9	31.9	46.7
	영업이익률	17%	16%	12%	7%	13%
YoY change						
Sanan	매출액	26%	25%	1%	11%	33%
	영업이익	47%	45%	111%	90%	17%
Elec-tech	매출액	24%	3%	32%	9%	10%
	영업이익	(1019%)	(37%)	42%	적전	(99%)
Foshan Nationstar	매출액	30%	24%	19%	24%	6%
	영업이익	65%	24%	8%	19%	7%
Dongguan Kingsun	매출액	46%	17%	54%	52%	13%
	영업이익	64%	24%	(16%)	후진	(7%)
Shenzhen Jiawei	매출액			74%	19%	8%
	영업이익			적전	130%	(6%)
합계	매출액	40%	24%	21%	16%	17%
	영업이익	115%	32%	66%	12%	(11%)

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 4〉 커버리지 valuation

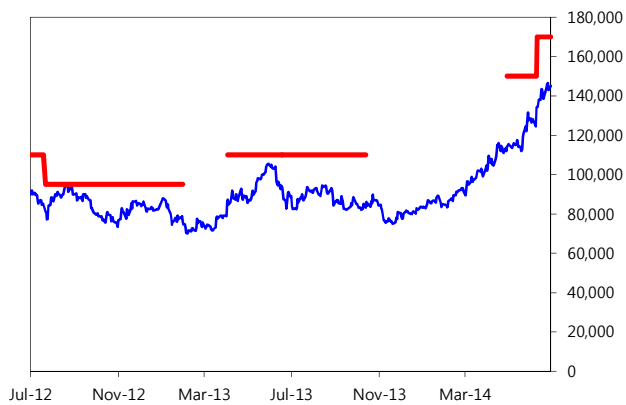
투자의견 및 목표주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)
LG이노텍 (011070)	투자의견	매수	2012A	5,316	77	(25)	(1,237)	62,892	NM	1.3	(1.9)	6.3
	목표주가(원)	170,000	2013A	6,212	136	16	771	65,303	108.6	1.3	1.2	5.2
	현재가 (6/30, 원)	145,000	2014F	6,893	363	224	9,735	91,796	14.9	1.6	14.1	5.0
	시가총액(십억원)	3,431	2015F	7,619	411	307	13,335	107,524	10.9	1.3	15.3	4.9
			2016F	8,098	473	340	14,783	124,905	9.8	1.2	14.5	4.3
서울반도체 (046890)	투자의견	매수	2012A	859	33	6	95	9,782	254.7	2.5	0.9	13.7
	목표주가(원)	53,000	2013A	1,032	96	36	619	9,811	65.3	4.1	6.3	13.7
	현재가 (6/30, 원)	38,100	2014F	1,156	113	72	1,447	10,900	26.3	3.5	11.9	12.3
	시가총액(십억원)	2,221	2015F	1,290	137	89	1,801	12,288	21.2	3.1	13.2	10.5
			2016F	1,402	148	99	1,994	13,840	19.1	2.8	12.9	9.7
루멘스 (038060)	투자의견	매수	2012A	495	32	20	503	3,757	14.0	1.9	14.4	6.3
	목표주가(원)	15,000	2013A	614	53	33	762	4,680	13.3	2.2	18.3	4.8
	현재가 (6/30, 원)	8,810	2014F	647	49	39	827	5,286	10.7	1.7	17.2	7.7
	시가총액(십억원)	416	2015F	702	57	46	981	6,267	9.0	1.4	17.2	6.6
			2016F	747	60	50	1,067	7,320	8.3	1.2	15.7	6.0

자료: 각사, 한국투자증권

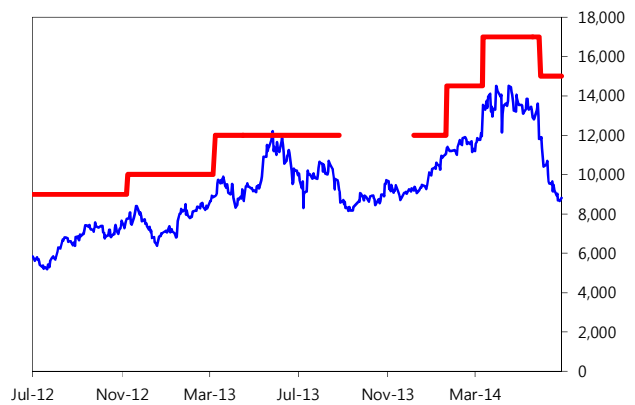
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
LG 이노텍(011070)	2012.07.02	매수	110,000 원	서울반도체(046890)	2013.08.29	중립	-
	2012.07.23	매수	95,000 원		2013.12.09	매수	12,000 원
	2013.02.01	중립	-		2014.01.23	매수	14,500 원
	2013.04.04	매수	110,000 원		2014.03.14	매수	17,000 원
	2013.10.15	중립	-		2014.06.01	매수	15,000 원
	2014.04.30	매수	150,000 원		2012.07.09	중립	24,000 원
	2014.06.11	매수	170,000 원		2012.09.28	중립	-
루멘스(038060)	2012.07.09	매수	9,000 원		2013.08.18	매수	50,000 원
	2012.11.11	매수	10,000 원		2014.01.19	매수	60,000 원
	2013.03.11	매수	12,000 원		2014.05.01	매수	53,000 원

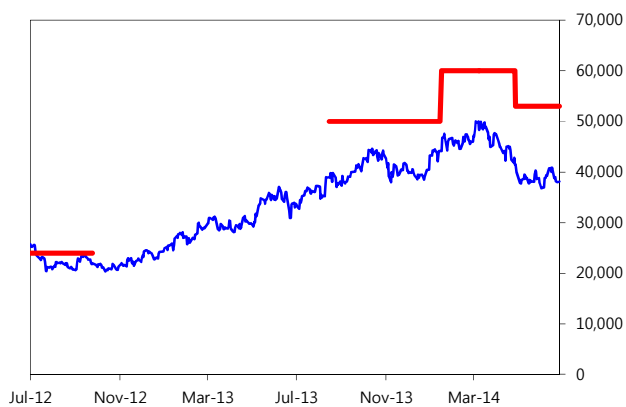
LG이노텍(011070)



루멘스(038060)



서울반도체(046890)



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 6월 30일 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 금융투자분석사와 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.