

2018/04/25

LG이노텍(011070)

전기전자 고의영

(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

긴 호흡의 접근이 필요

■ 상반기는 부진이 불가피

LG이노텍의 1Q18 실적은 매출액 1.72조원 (+4.6%YoY), 영업이익 168억원 (-74.8%YoY, 영업이익률 0.1%)으로 당사 추정치 및 낮아진 시장기대치를 하회했다.

실적에 대한 1Q18 시장 기대치는 이미 4Q17 실적 발표 이후 북미거래선 하이엔드 모델에 대한 수요 부진을 감안하여 큰 폭으로 하향 조정됐음에도 불구하고, 실제 부진은 예상보다 더 심각했던 것으로 추정된다. 기판소재 사업 역시 북미거래선 수요 부진의 영향을 받았다. RF-PCB, 2 Metal COF 등이 여기에 해당한다. 이에 더해 전략거래선의 플래그십 스마트폰 출시 지연에 따른 HDI 라인의 가동공백이 부진을 키운 모습이다.

2분기 실적은 매출액 1.51조원 (+12.4%YoY), 영업이익 -182억원 (적전YoY, 영업이익률 -1.2%)으로 추정된다. 북미거래선향 부품 재고조정이 크게 발생했던 2016년 2분기 이후 8개 분기만의 적자 전환이다. [그림1] 당시와 비교한 광학솔루션 사업부는 듀얼카메라 및 3D센싱모듈 공급으로 외형은 크게 확대 됐지만, 2017년 연간으로 진행되었던 5,000억원 규모의 광학솔루션 사업부 시설 투자에 따른 감가상각비 발생으로 고정비 부담이 가중된 상황이다. [그림5, 6] 즉, 수요 부진에 대한 민감도가 커졌다는 의미다.

■ 듀얼카메라 매출 감소와 감가상각비 부담이 잠재위험

최근 주가는 상반기 부진을 선반영해가는 모습을 보이고 있으나, 2H18에 집고 넘어가야 할 잠재 위험이 존재한다. 2H18 출시될 북미거래선의 3가지 플래그십 모델 중 싱글 카메라가 채용될 것으로 예상되는 LCD 모델의 비중이 확대될 경우, 동사의 듀얼카메라 매출이 기대치를 하회할 위험이 있다. [그림7]

또한, 4Q17 이후 감가상각비 레벨이 높아진 상황에서, 1Q18 공시되었던 8,700억원 투자에 대한 감가상각비 반영이 이르면 3Q18부터 반영될 예정이다. 전년과 같은 수율 이슈 가능성은 낮지만, 외형 성장이 충분하지 않은 상황에서 감가상각비 반영 규모가 커질 경우 실질적인 영업이익 개선 폭이 크지 않을 가능성을 염두에 두어야 한다.

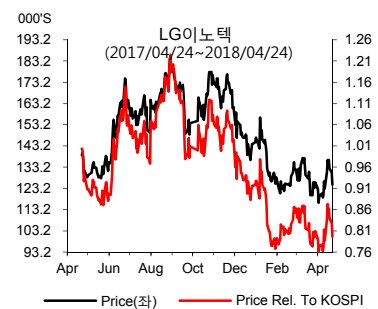
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	160,000원
종가 (2018/04/24)	125,000원

Stock Indicator

자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	2,958십억원
외국인지분율	18.1%
배당금(2016)	250원
EPS(2017E)	5,798원
BPS(2017E)	88,120원
ROE(2017E)	6.8%
52주 주가	116,500~184,500원
60일평균거래량	275,684주
60일평균거래대금	35.3십억원

Price Trend



■ 긴 호흡의 접근이 필요할 것으로 판단

1) 상반기 고객사 플래그십 모델의 수요 부진을 추가 반영하고, 2) 하반기 잠재 위험을 선반영하여 2018년 연간 실적을 매출액 7.9조원 (+3.6%YoY), 영업이익 2,499억원 (-16.2%YoY, 영업이익률 3.2%)으로 하향 조정한다.

이는 기존 영업이익 추정치 3,414억원 대비 24% 하향 조정된 수치다. 목표주가도 기존 20만원에서 16만원으로 20% 하향 조정한다. 현재 주가 대비 상승여력은 27%다. 목표주가는 2018년 예상 BPS 88,126원에 북미거래 선형 매출 비중이 본격적으로 확대되었던 2014년 이후 동사의 상단 PBR 배수의 평균인 1.6배를 적용했다. 올해 예상되는 ROE는 6.8%다.

다만, 이 같은 목표주가 하향에도 불구하고 올해를 기점으로 3D센싱모듈의 확대라는 중장기 방향성은 여전히 유효하다. [그림8] AR 생태계 확대에 따른 북미거래선 내 입지 강화라는 중장기 투자포인트 관점에서 매수를 유지한다. 긴 호흡의 접근이 필요할 것으로 판단된다.

<표 1> LG 이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액											
광학솔루션	924	635	1,036	2,084	1,014	766	1,159	1,909	4,679	4,848	5,681
%YoY	107.5%	55.5%	55.1%	56.8%	9.7%	20.6%	11.9%	-8.4%	64.1%	3.6%	17.2%
기판소재	264	271	282	325	262	285	314	346	1,142	1,207	1,329
%YoY	-17.5%	-0.8%	-0.4%	17.8%	-0.7%	5.0%	11.4%	6.5%	-0.9%	5.7%	10.1%
전장부품	307	272	314	343	320	316	340	375	1,235	1,350	1,475
%YoY	10.0%	0.0%	12.9%	12.5%	4.0%	16.5%	8.5%	9.4%	9.0%	9.4%	9.2%
LED	168	177	170	137	125	139	133	117	652	513	453
%YoY	-2.6%	-5.4%	-1.5%	-16.0%	-25.5%	-21.5%	-22.0%	-14.5%	-6.2%	-21.2%	-11.7%
전사합계	1,645	1,340	1,787	2,870	1,721	1,505	1,947	2,747	7,641	7,919	8,937
%YoY	37.6%	19.6%	29.1%	39.7%	4.6%	12.4%	8.9%	-4.3%	32.8%	3.6%	12.9%
영업이익											
광학솔루션	72.7	11.7	31.9	123.0	-5.1	-39.1	49.5	131.4	239.3	136.7	291.1
%OPM	7.9%	1.8%	3.1%	5.9%	-0.5%	-5.1%	4.3%	6.9%	5.1%	2.8%	5.1%
기판소재	8.5	24.4	29.1	36.2	22.2	25.5	30.4	38.4	98.2	116.5	131.2
%OPM	3.2%	9.0%	10.3%	11.2%	8.5%	9.0%	9.7%	11.1%	8.6%	9.6%	9.9%
전장부품	-0.4	-1.0	-1.6	-0.7	4.1	2.0	3.0	6.5	-3.8	15.7	26.7
%OPM	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	1.3%	0.6%	0.9%	1.7%	-0.3%	1.2%	1.8%
LED	-14.0	-2.6	-3.4	-15.4	-4.4	-6.6	-2.6	-5.4	-35.3	-19.0	-10.1
%OPM	-8.3%	-1.5%	-2.0%	-11.2%	-3.5%	-4.8%	-1.9%	-4.6%	-5.4%	-3.7%	-2.2%
전사합계	66.8	32.5	55.9	143.1	16.8	-18.2	80.4	170.9	298.4	249.9	438.8
%OPM	4.1%	2.4%	3.1%	5.0%	1.0%	-1.2%	4.1%	6.2%	3.9%	3.2%	4.9%

자료: LG이노텍, 하이투자증권

<표 2> LG 이노텍 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18(p)	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	차이
매출액	1,645	1,340	1,787	2,870	1,721	4.6	-40.0	1,756	1,923	-11
영업이익	67	33	56	141	17	-74.8	-88.1	28	49	-66
세전이익	53	24	42	120	-11	-119.7	-108.8	20	-	-
지배주주순이익	37	17	35	86	-10	-126.5	-111.2	14	-	-
영업이익률	4.1	2.4	3.1	4.9	1.0			1.6	2.5	
세전이익률	3.2	1.8	2.4	4.2	-0.6			1.1	-	
지배주주순이익률	2.2	1.3	1.9	3.0	-0.6			0.8	-	

자료: Dataguide, 하이투자증권

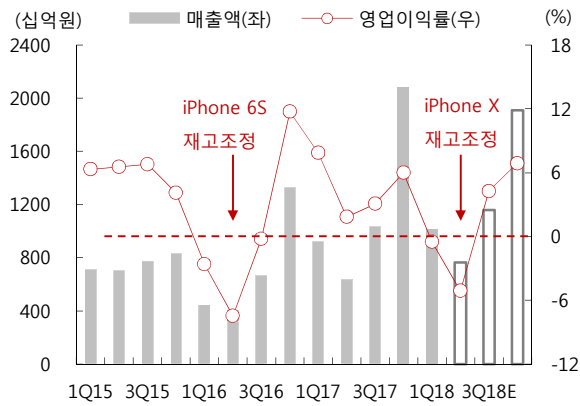
<표 3> LG 이노텍 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	7,919	8,937	8,279	9,436	-4.3	-5.3
영업이익	250	439	341	468	-26.7	-6.2
영업이익률	3.2	4.9	4.1	5.0		
세전이익	183	369	251	375	-27.1	-1.6
세전이익률	2.3	4.1	3.0	4.0		
지배주주순이익	137	277	191	285	-28.1	-2.8
지배주주순이익률	1.7	3.1	2.3	3.0		
EPS	5,804	11,707	8,069	12,030	-28.1	-2.7

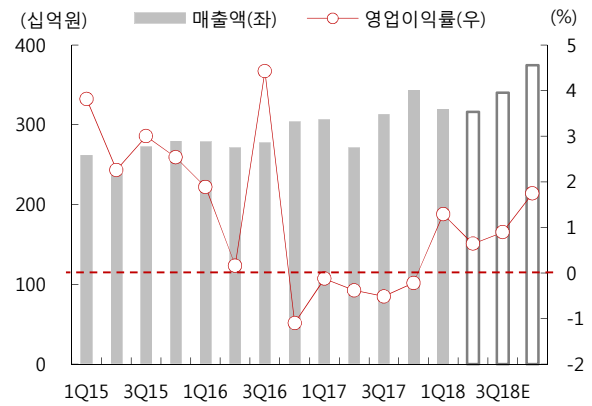
자료: 하이투자증권

<그림 1> 광학솔루션 사업부 실적 추이 및 전망



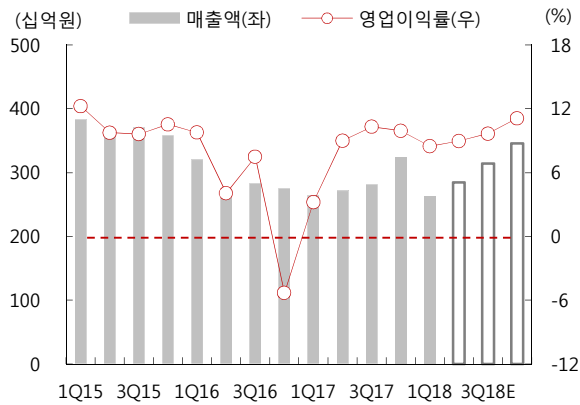
자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 2> 전자부품사업부 실적 추이 및 전망



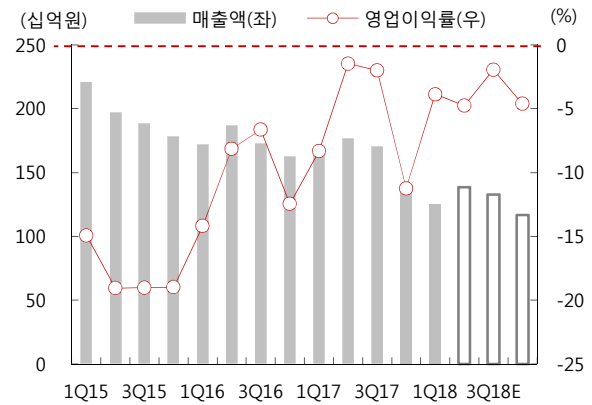
자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 3> 기판소재사업부 실적 추이 및 전망



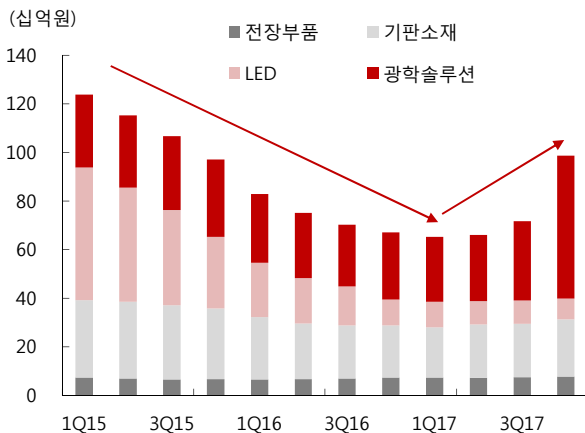
자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 4> LED 사업부 실적 추이 및 전망



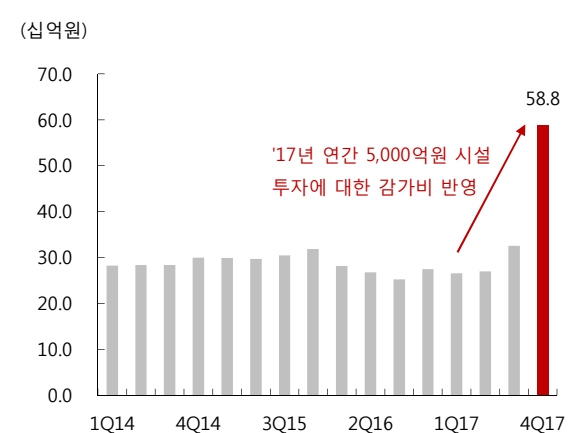
자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 5> 사업부문별 감가상각비 추이: LED 사업부의 감가비는 감소하는 반면 광학솔루션 사업부의 감가비는 증가



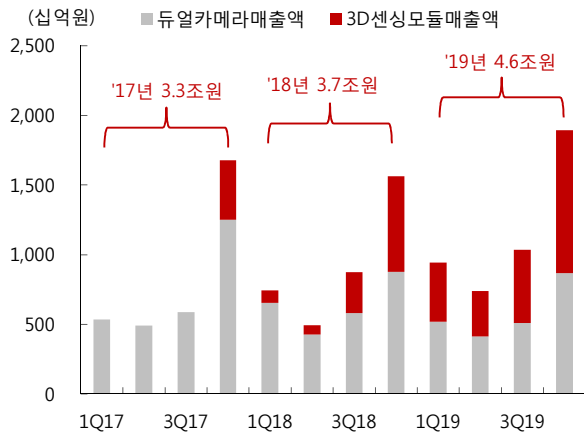
자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 6> 광학솔루션 감가상각비 추이: 2017년 연간 5,000억원 시설 투자에 대한 감가비 반영이 4Q17부터 본격화



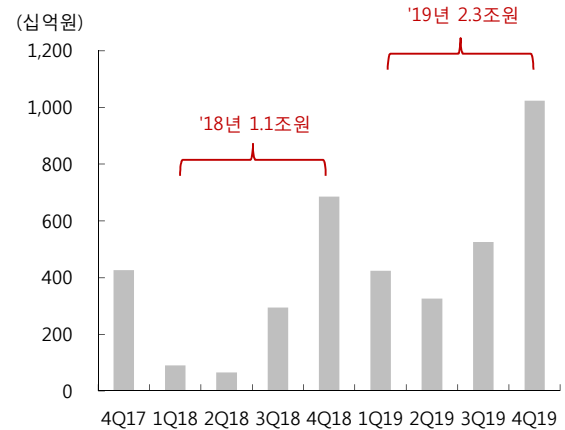
자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 7> 3D 센싱모듈의 확대에도, 듀얼카메라 매출 감소에 따라 '18년 매출액 성장률이 생각보다 크지 않을 수도



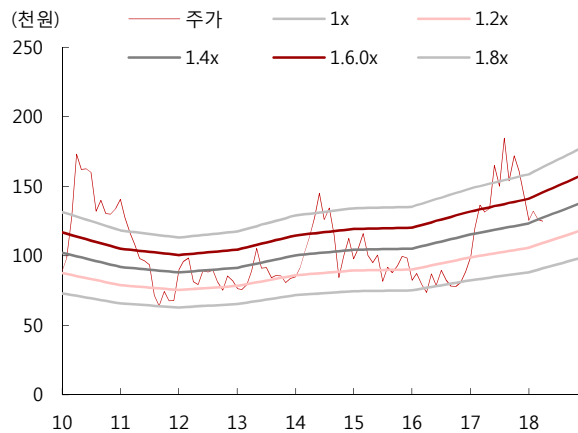
자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 8> 3D 센싱모듈 매출액 전망: '19년에는 3D 센싱모듈 매출액의 퀀텀점프를 기대해볼 수 있을 것으로 판단



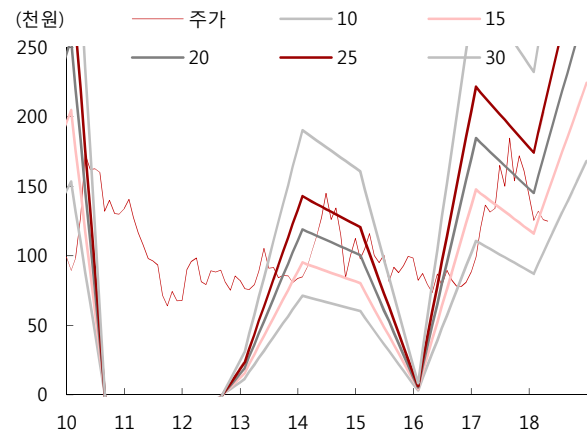
자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 9> LG 이노텍 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 10> LG 이노텍 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 4> LG 이노텍 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 자본총계	2,086	2018년 예상치
② 발행주식수	23,667	
- BPS	88,126	① / ②
③ Target Multiple	1.8	'14년 이후PBR 배수 상단 평균 적용
- 적정주가	160,841	② * ③
④ 목표주가	160,000	
⑤ 현재주가	125,500	
상승여력	27%	④ / ⑤ - 1

자료: FnGuide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,734	2,774	3,081	3,371
현금 및 현금성자산	370	292	263	208
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	1,657	1,716	1,936	2,090
재고자산	641	656	705	790
비유동자산	3,143	3,299	3,340	3,330
유형자산	2,600	2,765	2,794	2,774
무형자산	269	260	273	282
자산총계	5,877	6,073	6,421	6,701
유동부채	2,497	2,534	2,673	2,748
매입채무	1,111	1,128	1,274	1,385
단기차입금	59	79	71	35
유동성장기부채	182	182	182	182
비유동부채	1,429	1,453	1,389	1,267
사채	728	692	657	592
장기차입금	534	594	564	508
부채총계	3,927	3,987	4,062	4,014
지배주주지분	1,951	2,086	2,360	2,687
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	741	873	1,144	1,467
기타자본항목	-43	-39	-36	-32
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,951	2,086	2,360	2,687

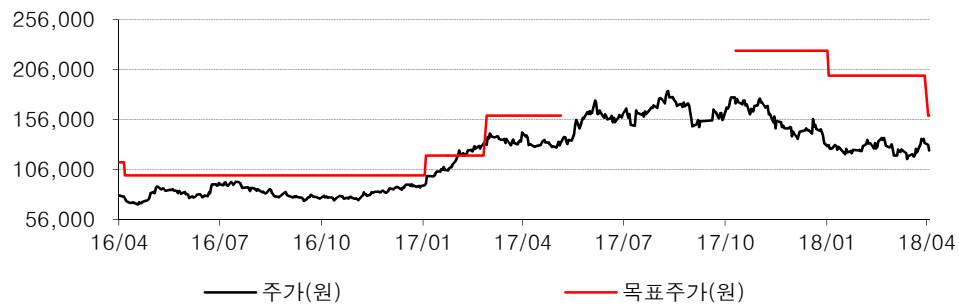
포괄손익계산서	(단위:십억원(%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,641	7,919	8,937	9,652
증가율(%)	32.8	3.6	12.9	8.0
매출원가	6,757	7,070	7,879	8,475
매출총이익	885	849	1,058	1,178
판매비와관리비	588	599	619	675
연구개발비	55	57	64	69
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	296	250	439	502
증가율(%)	182.8	-15.7	75.6	14.5
영업이익률(%)	3.9	3.2	4.9	5.2
이자수익	5	4	4	3
이자비용	33	46	44	39
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-30	-26	-31	-28
세전계속사업이익	239	183	369	438
법인세비용	64	45	92	109
세전계속이익률(%)	3.1	2.3	4.1	4.5
당기순이익	175	137	277	329
순이익률(%)	2.3	1.7	3.1	3.4
지배주주귀속 순이익	175	137	277	329
기타포괄이익	3	3	3	3
총포괄이익	178	141	280	333
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	446	962	1,160	1,064
당기순이익	175	137	277	329
유형자산감가상각비	307	487	523	530
무형자산상각비	48	57	45	36
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-834	-697	-606	-552
유형자산의 처분(취득)	-751	-652	-552	-510
무형자산의 처분(취득)	-87	-48	-57	-45
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	422	38	-78	-163
단기금융부채의증감	-	20	-8	-35
장기금융부채의증감	428	24	-64	-122
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	-78	-29	-55
기초현금및현금성자산	341	370	292	263
기말현금및현금성자산	370	292	263	208

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	7,385	5,798	11,697	13,913
BPS	82,426	88,120	99,712	113,521
CFPS	22,386	28,802	35,713	37,792
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	19.5	21.6	10.7	9.0
PBR	1.7	1.4	1.3	1.1
PCR	6.4	4.3	3.5	3.3
EV/EBITDA	7.0	5.3	4.1	3.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.4	6.8	12.5	13.0
EBITDA 이익률	8.5	10.0	11.3	11.1
부채비율	201.3	191.2	172.1	149.4
순부채비율	58.1	60.1	51.3	41.2
매출채권회전율(x)	5.2	4.7	4.9	4.8
재고자산회전율(x)	14.6	12.2	13.1	12.9

자료 : LG 이노텍, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LG이노텍)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-27	Buy	100,000	6개월	-17.7%	-6.3%
2017-01-24	Buy	120,000	6개월	-3.9%	10.0%
2017-03-20	Buy	160,000	6개월	-5.0%	15.3%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	225,000	1년	-30.7%	-21.3%
2018-01-23	Buy	200,000	1년	-36.4%	-31.3%
2018-04-24	Buy	160,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자조건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자조건 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-