

2018/07/26

전기전자 고의영

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

# LG이노텍(011070)

## 극대화될 3분기 계절성

### ■ 2Q18 Review: 우호적 환율과 앞당겨진 양산일정

연결 기준 2Q18 실적은 매출액 1.52조원 (+13.3%YoY), 영업이익 133억원 (-58.8%YoY, 영업이익률 0.8%)으로, 당사 추정치 및 컨센서스를 상회했다.

광학솔루션 사업부의 영업이익률이 -1.1%로 추정되어 예상 대비 선방한 것이 주요하다. 이는 1) 2H18 북미거래선 신규 플래그십 스마트폰용 모듈 양산 일정이 전년 대비 앞당겨진 것으로 판단되는 가운데, 2) 전년과 같은 수율 이슈가 없어 초도 물량부터 수익성을 확보했으며, 3) 환율 환경도 우호적으로 작용했기 때문으로 판단된다. [원/달러 환율 10원 변동에 분기 영업이익이 40~50억원 변동] 한편, 영업외손익에서는 HDI 공장 일원화 결과 LG화학에 매각한 오산공장 매각대금이 일회성 이익으로 반영된 것으로 파악된다.

3Q18 실적은 매출액 2.57조원 (+44.0%YoY), 영업이익 1,260억원 (-125.2%YoY, 영업이익률 4.9%)으로 전망된다. 북미거래선용 모듈 공급이 본격적으로 실적에 반영되기 시작하는 시기다. 특히 올해 3분기는 OLED 채용 스마트폰의 대량 양산 일정이 앞당겨진 것으로 추정된다. 이에 따라 3Q18 광학솔루션 사업부의 전분기 대비 외형성장률은 +120% (vs. 3Q17 63.1%)로 전년동기 대비 계절성이 더욱 뚜렷하게 나타날 것으로 전망된다.

### ■ 2H17 당시 기대와 비슷하다

2018년 연간 실적은 매출액 8.5조원 (+11.2%YoY), 영업이익 3,042억원 (+2.0%YoY, 영업이익률 3.6%)로 전망된다. 기존 영업이익 추정치인 2,895억원 대비 괴리가 크지 않아 목표주가 19만원을 유지한다. 목표주가는 2018년 예상 BPS 89,265원에 Target PBR 배수 2.1배를 적용했다.

현재 동사가 처한 환경 및 시장의 기대는 2017년과 유사하다는 판단이다. 2017년은 북미거래선의 10주년 세트 출하 호조 기대와 차기 스마트폰 모델에 대한 신기술 모듈 확대 기대가 맞물리며 PBR 배수가 밴드 상단 평균인 1.8배를 상회했던 시기다. [그림5] 현 시점에서, 당시와 유사하게 북미거래선의 AR 생태계 확장 전략에 따라 '19년 일부 신모델에는 후면부 신기술 모듈과 트리플 카메라 채용 가능성이 대두되고 있다. 이 경우 LG이노텍의 북미거래선용 모듈 매출액은 '18년 4.3조원 → '19년 5.3조원으로 +23% 성장할 것으로 전망된다. [그림2]

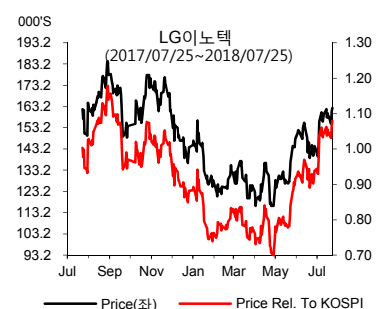
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	190,000원
종가 (2018/07/25)	162,500원

#### Stock Indicator

자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	3,846십억원
외국인지분율	25.5%
배당금(2017)	250원
EPS(2018E)	7,564원
BPS(2018E)	89,885원
ROE(2018E)	8.8%
52주 주가	116,500~184,500원
60일평균거래량	237,770주
60일평균거래대금	33.7십억원

#### Price Trend



## ■ 고정비 부담과 세트 수요, LCD모델 비중은 잠재 위험

다만 고정비 부담 증가는 잠재위험이다. 1Q18 광학솔루션 사업부의 감가상각비는 692억원으로 전년동기 대비 160% 증가했으며, 2Q18 역시 700억원 이상으로 추정된다. [그림4] 북미거래선행 모듈 공급 라인에 대한 대규모 투자에 기인한다. 이는 가동률에 따라 실적 변동성을 키우는 요소로 작용할 것으로 보인다. 북미거래선의 실제 세트 수요와 4분기 LCD 모델 출하 비중에 따라 실적 및 주가 모멘텀의 계절성이 뚜렷해질 여지가 있다고 판단된다.

<표 1> LG 이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>											
광학솔루션	924	635	1,036	2,084	1,014	814	1,777	1,818	4,679	5,423	6,392
YoY	107.5%	55.5%	55.1%	56.8%	9.7%	28.2%	71.6%	-12.7%	64.1%	15.9%	17.9%
기판소재	264	271	282	325	249	295	335	379	1,142	1,258	1,360
YoY	-17.5%	-0.8%	-0.4%	17.8%	-5.8%	8.7%	18.7%	16.9%	-0.9%	10.1%	8.1%
전장/기타	307	272	314	343	338	292	336	378	1,235	1,344	1,492
YoY	10.0%	0.0%	12.9%	12.5%	10.0%	7.6%	7.1%	10.3%	9.0%	8.8%	11.0%
LED	168	177	170	137	120	117	125	108	652	469	397
YoY	-2.6%	-5.4%	-1.5%	-16.0%	-28.6%	-33.7%	-26.9%	-21.2%	-6.2%	-28.0%	-15.3%
<b>전사합계</b>	<b>1,645</b>	<b>1,340</b>	<b>1,787</b>	<b>2,870</b>	<b>1,720</b>	<b>1,518</b>	<b>2,573</b>	<b>2,683</b>	<b>7,641</b>	<b>8,494</b>	<b>9,641</b>
YoY	37.6%	19.6%	29.1%	39.7%	4.6%	13.3%	44.0%	-6.5%	32.8%	11.2%	13.5%
<b>영업이익</b>											
광학솔루션	73	12	32	123	-2	-9	105	124	239	217	338
OPM	7.9%	1.8%	3.1%	5.9%	-0.2%	-1.1%	5.9%	6.8%	5.1%	4.0%	5.3%
기판소재	8	24	29	36	19	28	28	29	98	103	119
OPM	3.2%	9.0%	10.3%	11.2%	7.6%	9.6%	8.2%	7.6%	8.6%	8.2%	8.8%
전장/기타	0	-1	-2	-1	3	2	3	5	-4	12	24
OPM	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	0.8%	0.6%	0.9%	1.2%	-0.3%	0.9%	1.6%
LED	-14	-3	-3	-15	-3	-8	-9	-10	-35	-29	-24
OPM	-8.3%	-1.5%	-2.0%	-11.2%	-2.3%	-6.5%	-7.3%	-8.8%	-5.4%	-6.2%	-6.2%
<b>전사합계</b>	<b>67</b>	<b>33</b>	<b>56</b>	<b>143</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>126</b>	<b>148</b>	<b>298</b>	<b>304</b>	<b>457</b>
OPM	4.1%	2.4%	3.1%	5.0%	1.0%	0.9%	4.9%	5.5%	3.9%	3.6%	4.7%

자료: LG이노텍, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; LG 이노텍 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(p)	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	차이
매출액	1,340	1,787	2,870	1,721	1,518	13.3	-11.8	1,549	1,581	-4
영업이익	33	56	141	17	13	-58.8	-20.4	3	9	44
세전이익	24	42	120	-10	20	-15.1	흑전	-1	4	472
지배주주순이익	17	35	86	-10	16	-6.8	흑전	0	2	892
영업이익률	2.4	3.1	4.9	1.0	0.9			0.2	0.6	
세전이익률	1.8	2.4	4.2	-0.6	1.3			0.0	0.2	
지배주주순이익률	1.3	1.9	3.0	-0.6	1.0			0.0	0.1	

자료: Dataguide, 하이투자증권

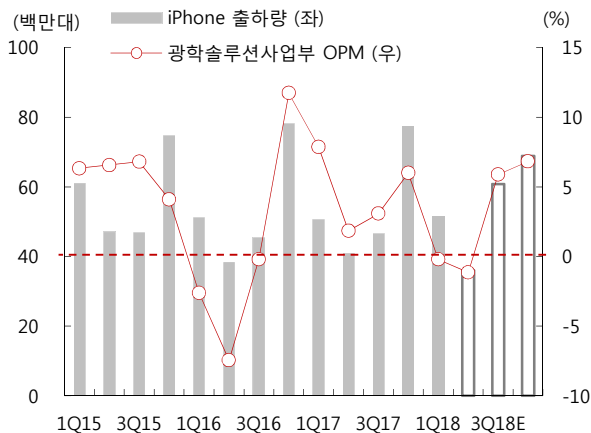
&lt;표 3&gt; LG 이노텍 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	8,494	9,641	8,425	9,503	0.8	1.4
영업이익	304	457	289	441	5.3	3.6
영업이익률	3.6	4.7	3.4	4.6		
세전이익	239	379	219	363	9.0	4.4
세전이익률	2.8	3.9	2.6	3.8		
지배주주순이익	179	284	164	272	9.2	4.5
지배주주순이익률	2.1	2.9	2.0	2.9		
EPS	7,564	12,005	6,943	11,503	8.9	4.4

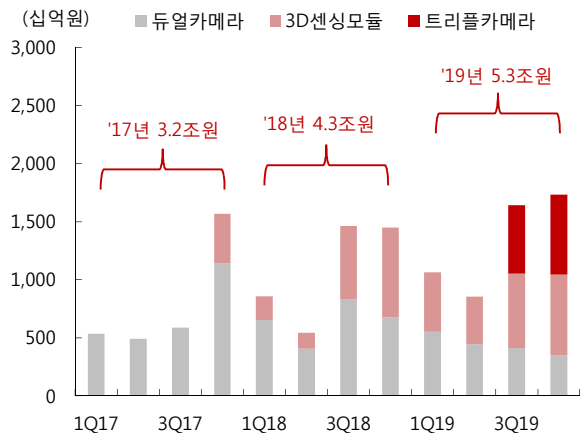
자료: 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 광학솔루션 사업부 OPM 추이 및 전망



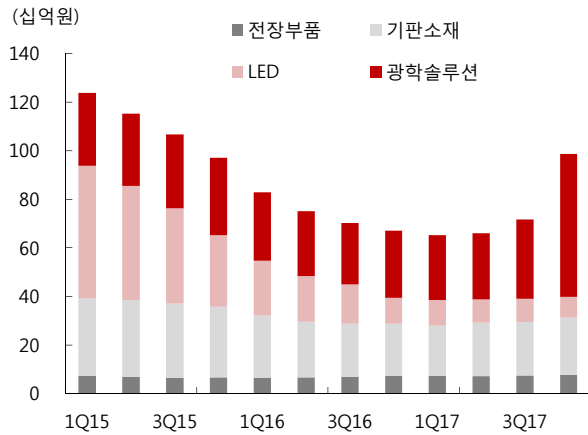
자료: Apple, LG이노텍, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 북미거래선향 카메라모듈 매출액 추이 전망



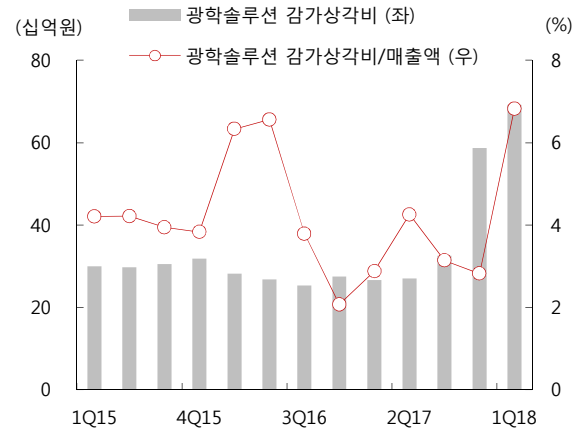
자료: 하이투자증권 추정

<그림 3> 사업부문별 감가상각비 추이: LED 사업부의 감가비는 감소하는 반면 광학솔루션 사업부의 감가비는 증가



자료: LG이노텍, 하이투자증권

<그림 4> 광학솔루션 감가상각비 추이: 2017년 연간 5,000억 원 시설 투자분에 대한 감가비 반영이 4Q17부터 본격화



자료: LG이노텍, 하이투자증권

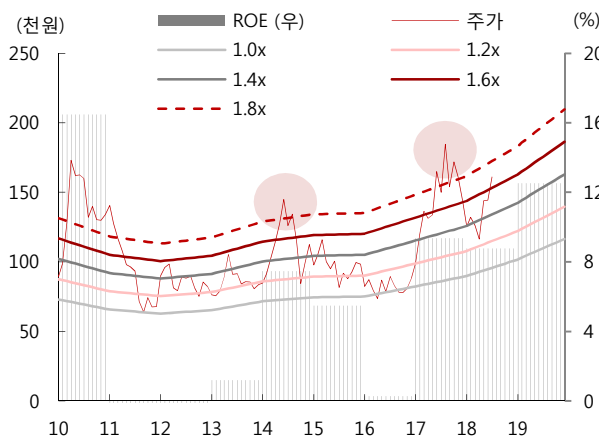
<표 4> LG 이노텍 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 자본총계	2,127	2018년 예상치
② 발행주식수	23,667	
- BPS	89,885	① / ②
③ Target Multiple	2.1	
- 적정주가	188,758	② * ③
④ 목표주가	190,000	
⑤ 현재주가	162,500	
상승여력	17%	④ / ⑤ - 1

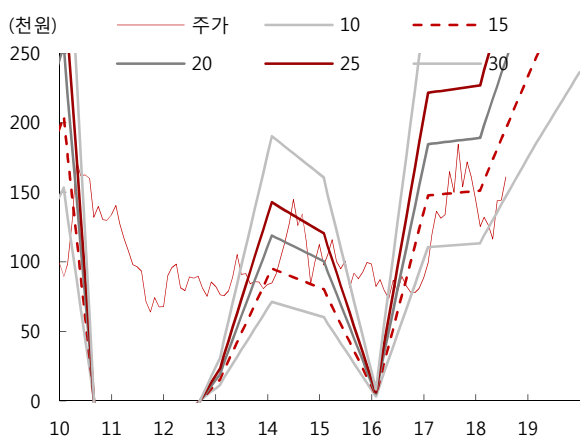
자료: FnGuide, 하이투자증권

<그림 5> LG 이노텍 12개월 선행 PBR 밴드와 ROE



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 6> LG 이노텍 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2017	2018E	2019E	2020E
현금 및 현금성자산	2,734	2,899	3,354	3,763
단기금융자산	370	236	281	353
매출채권	0	0	0	0
재고자산	1,657	1,841	2,088	2,254
비유동자산	641	713	809	874
유형자산	3,143	3,553	3,941	3,746
무형자산	2,600	3,000	3,377	3,172
자산총계	269	279	290	301
유동부채	5,877	6,452	7,295	7,509
매입채무	2,497	2,621	2,806	2,912
단기차입금	1,111	1,235	1,402	1,514
유동성장기부채	59	58	55	28
비유동부채	182	182	182	182
사채	1,429	1,704	2,080	1,810
장기차입금	728	768	971	821
부채총계	534	769	942	822
지배주주지분	3,927	4,325	4,886	4,722
자본금	1,951	2,127	2,409	2,787
자본잉여금	118	118	118	118
이익잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
기타자본항목	741	914	1,193	1,568
비지배주주지분	-43	-39	-36	-32
자본총계	0	0	0	0

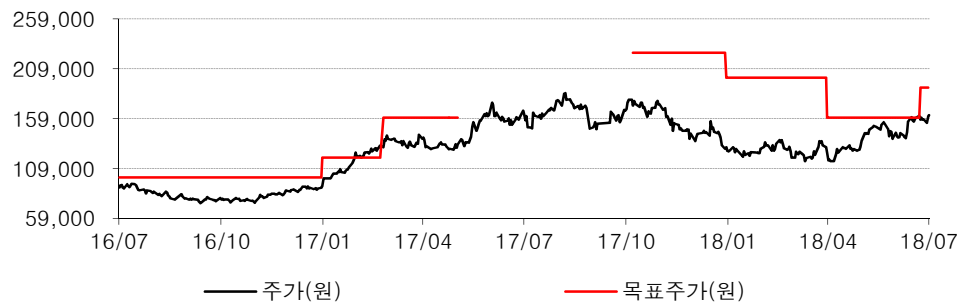
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,641	8,494	9,641	10,412
증가율(%)	32.8	11.2	13.5	8.0
매출원가	6,757	7,595	8,564	9,142
매출총이익	885	899	1,077	1,270
판매비와관리비	588	595	620	692
연구개발비	55	61	69	75
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	296	304	457	578
증가율(%)	182.8	2.6	50.2	26.6
영업이익률(%)	3.9	3.6	4.7	5.6
이자수익	5	3	4	5
이자비용	33	39	48	41
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-30	-30	-35	-35
세전계속사업이익	239	239	379	508
법인세비용	64	60	95	127
세전계속이익률(%)	3.1	2.8	3.9	4.9
당기순이익	175	179	284	381
순이익률(%)	2.3	2.1	2.9	3.7
지배주주귀속 순이익	175	179	284	381
기타포괄이익	3	3	3	3
총포괄이익	178	182	288	384
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	446	884	1,030	1,231
당기순이익	175	179	284	381
유형자산감가상각비	307	487	575	657
무형자산상각비	48	57	59	62
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-834	-936	-1,018	-521
유형자산의 처분(취득)	-751	-872	-952	-452
무형자산의 처분(취득)	-87	-67	-70	-72
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	422	268	367	-304
단기금융부채의증감	-	0	-3	-28
장기금융부채의증감	428	275	376	-270
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	-133	45	72
기초현금및현금성자산	341	370	236	281
기말현금및현금성자산	370	236	281	353

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	7,385	7,564	12,005	16,094
BPS	82,426	89,885	101,785	117,775
CFPS	22,386	30,567	38,803	46,479
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	19.5	21.5	13.5	10.1
PBR	1.7	1.8	1.6	1.4
PCR	6.4	5.3	4.2	3.5
EV/EBITDA	7.0	6.3	5.2	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.4	8.8	12.5	14.7
EBITDA 이익률	8.5	10.0	11.3	12.5
부채비율	201.3	203.3	202.8	169.4
순부채비율	58.1	72.4	77.6	53.8
매출채권회전율(x)	5.2	4.9	4.9	4.8
재고자산회전율(x)	14.6	12.5	12.7	12.4

자료 : LG 이노텍, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LG이노텍)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-12.2%	1.3%
2018-07-17	Buy	190,000	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 기관투자자 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) 종목투자의견은 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 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

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