



하나금융그룹

2018년 7월 26일 | Equity Research

# LG이노텍 (011070)

## 수학의 시기가 온다

### 2Q18 Review: 영업이익 136억원으로 흑자 유지

LG이노텍의 18년 2분기 매출액은 1조 5,178억원(YoY +13%, QoQ -12%)으로 컨센서스에 부합했고, 영업이익은 136억원(YoY -58%, QoQ -19%)으로 컨센서스 -36억원을 상회했다. 예상보다 양호한 이익률을 시현한 이유는 기판소재 사업부의 수익성이 개선되었기 때문이다. 기판소재 사업부에서 고수익성인 디스플레이 관련 부품 Photo Mask와 Tape Substrate가 견조한 가운데, 2메탈COF와 반도체 패키징기판 매출액이 전분기대비 증가하며 제품믹스를 개선시킨 것으로 추정된다. 광학솔루션 사업부도 북미 거래선 물량 급감에도 불구하고 LG전자와 Huawei향 카메라모듈 공급으로 적자폭을 최소화한 것으로 판단된다.

### 3Q18 Preview: 영업이익 1,166억원으로 대폭 개선

LG이노텍의 18년 3분기 매출액은 2조 3,629억원(YoY +32%, QoQ +56%), 영업이익은 1,166억원(YoY +108%, QoQ +756%)으로 전망한다. 북미 고객사의 신제품 출시로 인해 듀얼카메라와 3D 센싱 카메라 공급이 크게 증가해 광학솔루션 사업부의 매출액이 전분기대비 99% 증가할 것으로 추정된다. OLED 2개 모델에 듀얼카메라가 탑재되고, LCD 포함 3개 모델에 3D 센싱 카메라가 채택된 것으로 파악된다. 전년동기에 최초로 3D 센싱 카메라 공급하며 초기 수율 문제가 있었지만, 2년차에 접어든 만큼 올해는 안정적인 이익을 창출할 것으로 기대된다.

### 외면하기 어려운 실적 모멘텀

LG이노텍에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 190,000원으로 상향한다. 2018년과 2019년 영업이익을 기준대비 각각 12%, 40% 상향했기 때문이다. 매년 반복되는 이슈지만 북미 고객사의 신모델 카메라가 업그레이드되며 LG이노텍의 수혜가 지속되고 있다. 18년 하반기 영업이익은 3,113억원으로 연간 영업이익의 91% 비중이다. 2019년 출시 모델에는 트리플 카메라, 후면 센싱 카메라 등도 탑재 가능성이 언급되고 있어 19년 하반기 실적 추정치의 추가적인 상향이 가능한 점도 매력적이다.

### Update

**BUY**

| TP(12M): 190,000원(상향) | CP(7월 25일): 162,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,273.03		
52주 최고/최저(원)	184,500/116,500	매출액(십억원)	8,446.8 9,413.9
시가총액(십억원)	3,845.9	영업이익(십억원)	306.7 459.1
시가총액비중(%)	0.32	순이익(십억원)	180.1 303.9
발행주식수(천주)	23,667.1	EPS(원)	7,601 12,842
60일 평균 거래량(천주)	237.8	BPS(원)	90,015 102,668
60일 평균 거래대금(십억원)	33.7		
18년 배당금(예상,원)	250		
18년 배당수익률(예상,%)	0.15		
외국인지분율(%)	25.64		
주요주주 지분율(%)			
LG전자 외 2 인	40.79		
국민연금	12.82		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.1 28.5 0.3		
상대	16.3 44.8 7.7		

Stock Price	
(천원)	LG이노텍(자) 상대지수(우)

### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,754.6	7,641.4	8,892.1	10,417.7	11,772.0
영업이익	십억원	104.8	296.5	341.7	483.1	546.0
세전이익	십억원	10.7	238.7	240.0	378.8	443.9
순이익	십억원	5.0	174.8	183.1	229.8	269.4
EPS	원	209	7,385	7,738	9,711	11,384
증감률	%	(94.8)	3,433.5	4.8	25.5	17.2
PER	배	422.41	19.50	21.00	16.73	14.27
PBR	배	1.18	1.75	1.80	1.63	1.46
EV/EBITDA	배	6.21	6.97	5.92	4.79	4.22
ROE	%	0.28	9.37	8.97	10.22	10.77
BPS	원	75,159	82,439	90,158	99,932	111,462
DPS	원	250	250	250	250	250



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이진우

02-3771-7775

jinwlee@hanafn.com

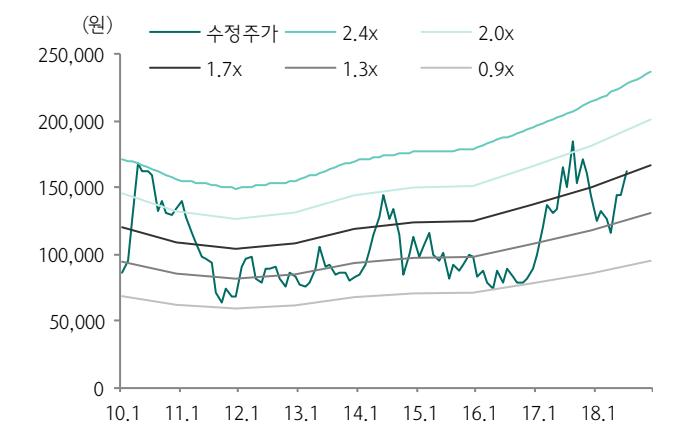
 **하나금융투자**

표 1. LG이노텍의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
	LED	17	0.0	0	적자 사업부 감안 가치 0 적용
	광학솔루션	597	6.6	3,943	Peer Group 평균 적용
	기판소재	278	4.2	1,166	Peer Group 평균에 30% 할인
	전장부품	44	4.5	198	Peer Group 평균에 50% 할인
	소계 (A)	935.7	5.7	5,306.8	
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등	326		326	
	차입금	1,786		1,786	
	소계 (C)	-1,460		-1,459.9	
Valuation	구분			Value	
	주주가치(십억원)			3,847	(A) + (C)
	주식수(천주)			20,171	자기주식 포함, 발행주식수
	주식수(천주)			20,168	유통주식수
	목표주가(원)			190,739	자사주제외

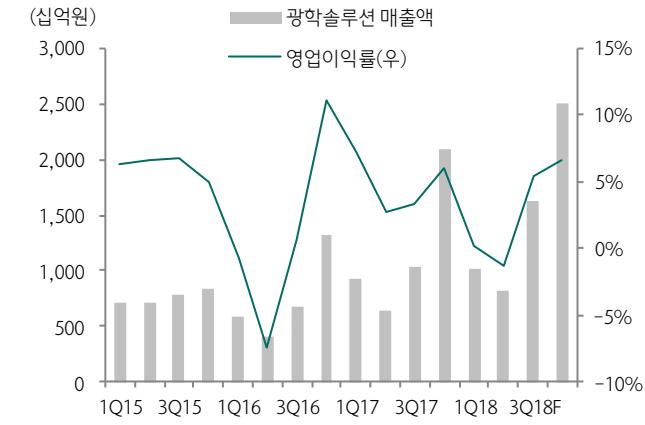
자료: 하나금융투자

그림 1. LG이노텍 PBR 밴드



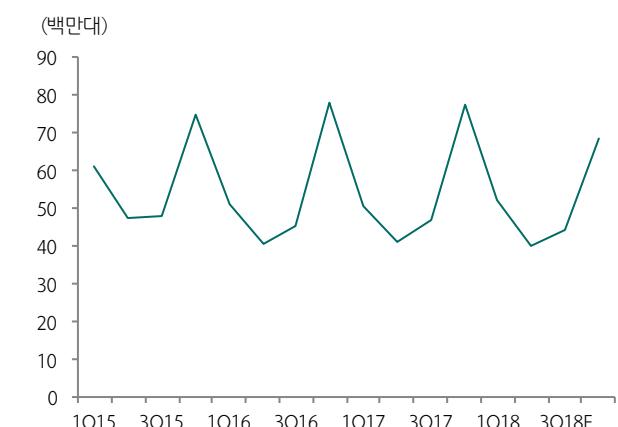
자료: 하나금융투자

그림 2. 광학솔루션 사업부 매출, OPM 추이 및 전망



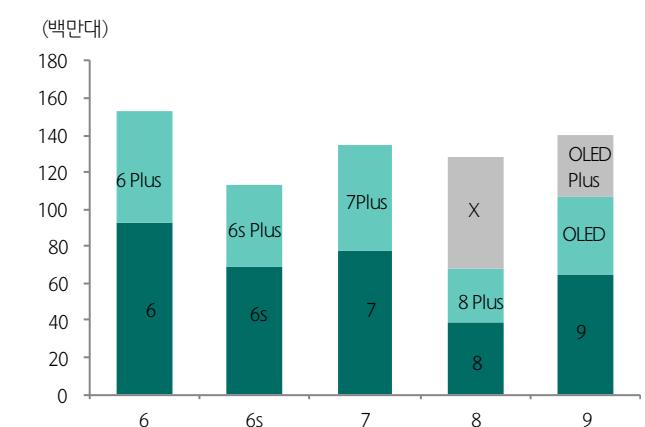
자료: 하나금융투자

그림 3. Apple 분기별 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 4. iPhone 시리즈 출시월 이후 12개월간 판매량 및 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

표 2. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	1,644.7	1,339.6	1,787.1	2,869.8	1,720.5	1,517.8	2,362.9	3,290.9	7,641.3	8,892.1	10,417.7
growth (YoY)	22.8%	19.5%	29.1%	39.7%	4.6%	13.3%	32.2%	14.7%	29.5%	16.4%	17.2%
growth (QoQ)	-19.9%	-18.6%	33.4%	60.6%	-40.0%	-11.8%	55.7%	39.3%			
LED	167.6	176.8	170.7	136.7	124.8	117.2	126.3	122.9	651.8	491.1	467.5
광학솔루션	924.2	634.9	1,035.7	2,083.7	1,014.1	813.8	1,617.2	2,513.0	4,678.5	5,958.1	7,297.4
기판소재	264.0	271.3	283.3	324.5	262.2	294.7	300.2	298.6	1,143.0	1,155.7	1,140.5
전장부품	307.3	271.5	313.6	342.5	319.5	292.1	319.3	356.4	1,234.9	1,287.3	1,512.3
<b>영업이익</b>	<b>66.8</b>	<b>32.5</b>	<b>55.9</b>	<b>141.2</b>	<b>16.8</b>	<b>13.6</b>	<b>116.6</b>	<b>194.7</b>	<b>296.4</b>	<b>341.7</b>	<b>483.1</b>
growth (YoY)	778.1%	흑전	172.0%	19.8%	-74.8%	-58.1%	108.4%	37.9%	164.4%	15.3%	41.4%
growth (QoQ)	-43.3%	-51.4%	72.3%	152.4%	-88.1%	-19.1%	756.3%	67.0%			
LED	-14.6	-1.9	-1.8	-16.2	-5.5	-5.1	-4.2	-4.4	-34.5	-19.2	-15.8
광학솔루션	66.7	17.6	33.8	124.0	2.5	-11.2	88.7	165.1	242.1	245.2	363.0
기판소재	12.3	20.6	25.3	32.6	18.0	30.9	32.1	33.8	90.8	114.8	134.4
전장부품	2.4	-3.8	-1.3	0.7	1.9	-1.0	0.0	0.1	-2.0	1.0	1.6
<b>영업이익률</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.6%</b>
LED	-8.7%	-1.1%	-1.1%	-11.8%	-4.4%	-4.4%	-3.4%	-3.5%	-5.3%	-3.9%	-3.4%
광학솔루션	7.2%	2.8%	3.3%	6.0%	0.2%	-1.4%	5.5%	6.6%	5.2%	4.1%	5.0%
기판소재	4.7%	7.6%	8.9%	10.0%	6.9%	10.5%	10.7%	11.3%	7.9%	9.9%	11.8%
전장부품	0.8%	-1.4%	-0.4%	0.2%	0.6%	-0.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.1%

자료: LG이노텍, 하나금융투자

표 3. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
<b>매출액</b>	1,644.7	1,339.6	1,787.1	2,869.8	1,720.5	1,518.6	2,052.0	3,066.3	5,898.8	7,641.3	8,357.5
growth (YoY)	22.8%	19.5%	29.1%	39.7%	4.6%	13.4%	14.8%	6.8%	-3.9%	29.5%	9.4%
growth (QoQ)	-19.9%	-18.6%	33.4%	60.6%	-40.0%	-11.7%	35.1%	49.4%			
LED	167.6	176.8	170.7	136.7	124.8	129.2	137.7	130.3	694.7	651.8	522.0
광학솔루션	924.2	634.9	1,035.7	2,083.7	1,014.1	827.5	1,320.2	2,265.1	2,994.7	4,678.5	5,426.8
기판소재	264.0	271.3	283.3	324.5	262.2	278.2	292.6	328.5	1,152.6	1,143.0	1,161.4
전장부품	307.3	271.5	313.6	342.5	319.5	298.7	317.6	367.4	1,132.9	1,234.9	1,303.3
<b>영업이익</b>	<b>66.8</b>	<b>32.5</b>	<b>55.9</b>	<b>141.2</b>	<b>16.8</b>	<b>-9.3</b>	<b>109.0</b>	<b>189.5</b>	<b>112.1</b>	<b>296.4</b>	<b>306.1</b>
growth (YoY)	778.1%	흑전	172.0%	19.8%	-74.8%	-128.6%	94.9%	34.3%	-49.8%	164.4%	3.3%
growth (QoQ)	-43.3%	-51.4%	72.3%	152.4%	-88.1%	-155.1%	-1275.1%	73.8%			
LED	-14.6	-1.9	-1.8	-16.2	-5.5	-4.1	-3.8	-4.1	-71.0	-34.5	-17.6
광학솔루션	66.7	17.6	33.8	124.0	2.5	-27.0	77.2	155.4	116.2	242.1	208.1
기판소재	12.3	20.6	25.3	32.6	18.0	20.7	32.8	35.7	54.4	90.8	107.2
전장부품	2.4	-3.8	-1.3	0.7	1.9	1.1	2.8	2.6	12.5	-2.0	8.4
<b>영업이익률</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.7%</b>
LED	-8.7%	-1.1%	-1.1%	-11.8%	-4.4%	-3.2%	-2.8%	-3.1%	-10.2%	-5.3%	-3.4%
광학솔루션	7.2%	2.8%	3.3%	6.0%	0.2%	-3.3%	5.8%	6.9%	3.9%	5.2%	3.8%
기판소재	4.7%	7.6%	8.9%	10.0%	6.9%	7.5%	11.2%	10.9%	4.7%	7.9%	9.2%
전장부품	0.8%	-1.4%	-0.4%	0.2%	0.6%	0.4%	0.9%	0.7%	1.1%	-0.2%	0.6%

자료: LG이노텍, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>5,754.6</b>	<b>7,641.4</b>	<b>8,892.1</b>	<b>10,417.7</b>	<b>11,772.0</b>
매출원가	5,102.2	6,756.7	7,899.6	9,170.0	10,362.2
매출총이익	652.4	884.7	992.5	1,247.7	1,409.8
판관비	547.5	588.2	650.9	764.5	863.9
<b>영업이익</b>	<b>104.8</b>	<b>296.5</b>	<b>341.7</b>	<b>483.1</b>	<b>546.0</b>
금융순익	(31.6)	(27.8)	(44.0)	(42.3)	(40.1)
종속/관계기업순익	0.0	0.0	(9.5)	(13.7)	(13.7)
기타영업외순익	(62.5)	(30.0)	(48.3)	(48.3)	(48.3)
<b>세전이익</b>	<b>10.7</b>	<b>238.7</b>	<b>240.0</b>	<b>378.8</b>	<b>443.9</b>
법인세	5.7	63.9	56.8	149.0	174.4
계속사업이익	5.0	174.8	183.1	229.8	269.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>5.0</b>	<b>174.8</b>	<b>183.1</b>	<b>229.8</b>	<b>269.4</b>
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.0</b>	<b>174.8</b>	<b>183.1</b>	<b>229.8</b>	<b>269.4</b>
지배주주지분포괄이익	21.7	178.2	194.5	237.2	278.8
NOPAT	48.6	217.1	260.8	293.1	331.4
EBITDA	455.6	651.5	809.2	955.8	1,022.9
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	(6.2)	32.8	16.4	17.2	13.0
NOPAT증가율	(72.1)	346.7	20.1	12.4	13.1
EBITDA증가율	(35.5)	43.0	24.2	18.1	7.0
영업이익증가율	(53.2)	182.9	15.2	41.4	13.0
(지배주주)순익증가율	(94.7)	3,396.0	4.7	25.5	17.2
EPS증가율	(94.8)	3,433.5	4.8	25.5	17.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	11.3	11.6	11.2	12.0	12.0
EBITDA이익률	7.9	8.5	9.1	9.2	8.7
영업이익률	1.8	3.9	3.8	4.6	4.6
계속사업이익률	0.1	2.3	2.1	2.2	2.3

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	209	7,385	7,738	9,711	11,384
BPS	75,159	82,439	90,158	99,932	111,462
CFPS	23,210	27,931	34,332	37,743	40,581
EBITDAPS	19,252	27,529	34,189	40,384	43,222
SPS	243,146	322,868	375,718	440,176	497,398
DPS	250	250	250	250	250
<b>주가지표(배)</b>					
PER	422.4	19.5	21.0	16.7	14.3
PBR	1.2	1.7	1.8	1.6	1.5
PCFR	3.8	5.2	4.7	4.3	4.0
EV/EBITDA	6.2	7.0	5.9	4.8	4.2
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.3	9.4	9.0	10.2	10.8
ROA	0.1	3.4	2.9	3.3	3.5
ROIC	2.0	7.8	8.4	9.5	10.6
부채비율	143.1	201.3	211.6	202.1	206.4
순부채비율	41.6	58.1	44.1	30.9	18.0
이자보상배율(배)	2.9	8.9	7.6	10.4	11.6

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

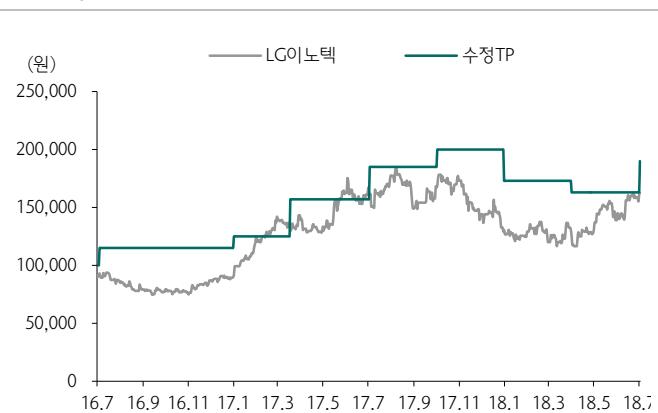
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>2,084.4</b>	<b>2,734.5</b>	<b>3,549.3</b>	<b>4,011.0</b>	<b>4,919.4</b>
금융자산	341.7	369.9	842.8	850.1	1,355.1
현금성자산	341.3	369.5	842.4	849.7	1,354.6
매출채권 등	1,292.3	1,649.0	1,891.0	2,215.4	2,503.4
재고자산	403.2	641.3	735.4	861.6	973.6
기타유동자산	47.2	74.3	80.1	83.9	87.3
<b>비유동자산</b>	<b>2,239.3</b>	<b>3,143.0</b>	<b>3,098.7</b>	<b>3,132.9</b>	<b>3,162.0</b>
투자자산	34.4	34.6	39.7	46.5	52.6
금융자산	34.4	34.6	39.7	46.5	52.6
유형자산	1,729.4	2,599.6	2,510.6	2,577.6	2,634.9
무형자산	227.1	269.5	297.1	257.6	223.3
기타비유동자산	248.4	239.3	251.3	251.2	251.2
<b>자산총계</b>	<b>4,323.7</b>	<b>5,877.5</b>	<b>6,648.0</b>	<b>7,143.9</b>	<b>8,081.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,733.7</b>	<b>2,497.2</b>	<b>2,792.6</b>	<b>3,024.2</b>	<b>3,659.5</b>
금융부채	395.2	240.7	253.3	50.9	300.9
매입채무 등	1,313.3	2,163.0	2,480.4	2,905.9	3,283.7
기타유동부채	25.2	93.5	58.9	67.4	74.9
<b>비유동부채</b>	<b>811.5</b>	<b>1,429.5</b>	<b>1,722.0</b>	<b>1,754.9</b>	<b>1,784.2</b>
금융부채	686.1	1,261.9	1,529.8	1,529.8	1,529.8
기타비유동부채	125.4	167.6	192.2	225.1	254.4
<b>부채총계</b>	<b>2,545.2</b>	<b>3,926.7</b>	<b>4,514.6</b>	<b>4,779.1</b>	<b>5,443.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,778.5</b>	<b>1,950.8</b>	<b>2,133.4</b>	<b>2,364.8</b>	<b>2,637.7</b>
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6	1,133.6
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	(15.7)	(42.2)	(33.0)	(25.6)	(16.2)
이익잉여금	542.5	741.4	914.8	1,138.7	1,402.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,778.5</b>	<b>1,950.8</b>	<b>2,133.4</b>	<b>2,364.8</b>	<b>2,637.7</b>
<b>순금융부채</b>	<b>739.6</b>	<b>1,132.8</b>	<b>940.3</b>	<b>730.6</b>	<b>475.6</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>331.8</b>	<b>446.0</b>	<b>834.1</b>	<b>720.2</b>	<b>762.7</b>
당기순이익	5.0	174.8	183.1	229.8	269.4
조정	502.2	512.6	487.6	477.8	482.1
감가상각비	350.8	355.0	467.4	472.6	477.0
외환거래손익	(2.3)	(2.6)	(0.9)	4.6	4.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	153.7	160.2	21.1	0.6	0.5
영업활동 자산부채 변동	(175.4)	(241.4)	163.4	12.6	11.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(355.9)</b>	<b>(834.4)</b>	<b>(600.0)</b>	<b>(504.0)</b>	<b>(501.3)</b>
투자자산감소(증가)	0.1	(0.3)	(5.1)	(6.8)	(6.0)
유형자산감소(증가)	(300.9)	(750.9)	(526.0)	(500.0)	(500.0)
기타	(55.1)	(83.2)	(68.9)	2.8	4.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6.5</b>	<b>422.5</b>	<b>281.3</b>	<b>(208.3)</b>	<b>244.1</b>
금융부채증가(감소)	17.0	421.3	280.5	(202.4)	250.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	7.1	6.7	(0.0)	(0.0)
배당지급	(8.3)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>(19.0)</b>	<b>28.3</b>	<b>472.9</b>	<b>7.2</b>	<b>504.9</b>
Unlevered CFO	549.3	661.0	812.5	893.3	960.4
Free Cash Flow	12.8	(329.7)	304.6	220.2	262.7

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### LG이노텍



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.7.26	BUY	190,000		
18.4.25	BUY	163,000	-12.75%	-0.61%
18.1.24	BUY	173,000	-26.48%	-20.52%
17.10.26	BUY	200,000	-21.39%	-11.00%
17.7.27	BUY	185,000	-10.64%	-0.27%
17.4.11	BUY	157,000	-7.06%	11.46%
17.1.25	BUY	125,000	-2.53%	13.60%
16.7.28	BUY	115,000	-27.96%	-18.52%
16.6.15	BUY	100,000	-16.49%	-7.70%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 7월 26일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 07월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.