

2018. 10. 25



▲ 가전/전기전자

Analyst **주민우**  
02. 6098-6677  
minwoo.ju@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **180,000 원**

현재주가 (10.24) **121,500 원**

상승여력 **48.1%**

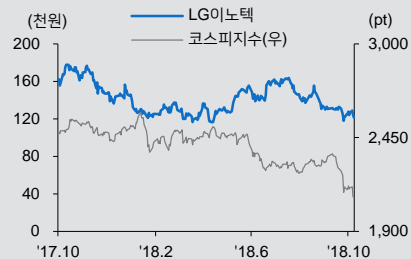
KOSPI	2,097.58pt
시가총액	28,756억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.20%
외국인비중	26.76%
52주 최고/최저가	178,000원/116,500원
평균거래대금	339.6억원

주요주주(%)

LG전자 외 2 인	40.79
국민연금	9.97
FIDELITY MANAGEMENT&RESEARCH COMPANY 외 18 인	5.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	-2.8	-27.2
상대주가	3.8	14.2	-13.6

주가그래프



# LG이노텍 011070

## 한고비 넘었다

- ✓ 3Q18 매출 2,3조원(+52% QoQ), 영업이익 1,297억원(+868% QoQ)의 무난한 실적
- ✓ 듀얼과 3D센싱 모듈 중심의 믹스 구성과 우호적인 환율 영향
- ✓ 4Q18은 아이폰 판매가 극대화 되는 분기로 영업이익은 1,709억원(+31%QoQ)예상
- ✓ 19년 아이폰 카메라 스펙은 올해 보다 향상 불가피. 동사 수익성에 긍정적 영향
- ✓ 기판소재사업부의 수익성은 올해보다 개선되기는 어려울 전망. 기판소재사업부 추정치 하향 반영해서 투자 의견 Buy 유지하나, 적정주가 180,000원으로 하향

**무난했던 3Q18, 무난할 4Q18 실적**

3Q18 매출액은 2,3조원(+52% QoQ), 영업이익 1,297억원(+868%)로 매출은 컨센서스를 4%하회했지만 영업이익은 7% 상회하는 무난한 실적을 기록했다. 1) 북미고객사향 듀얼카메라와 3D센싱모듈 중심의 믹스 구성, 2) 양호한 환율의 영향이 컸다. 4Q18 매출액은 2,8조원(+24% QoQ), 영업이익 1,709억원(+31% QoQ)을 예상한다. 4Q18까지 원달러 환율은 1,100원 이상의 강세를 유지할 가능성이 높고, 아이폰 신제품의 판매가 극대화 되는 분기이기 때문이다. 기판사업부 내 포토마스크는 4Q18 중화거래선 향 신제품 공급이 시작되며 수익성은 3Q18 대비 개선될 전망이다.

**19년 증익은 확실하다**

19년 증익을 이끌 사업부는 단연 광학솔루션 사업부다. 19년 북미고객사 향 신제품의 카메라 스펙은 올해 보다 향상될 전망이다. 국내 및 중화권 세트업체들과의 경쟁을 위해서는 북미고객사도 트리플 카메라의 채용을 적극적으로 확대하리라 예상된다. 기존 듀얼카메라 대비 단가가 최소 50%이상 높다고 판단하고, 광학사업부의 수익성에 긍정적인 영향이 예상된다. 다만, 19년 기판소재사업부의 수익성은 올해 보다 크게 개선되기는 어려울 전망이다. 스마트폰 출하량 부진이 내년에도 지속되며 빌드업 PCB 적자가 확대될 전망이며, 반도체 가격 하락 전망에 따라 패키지 마진도 악화가 불가피하다. OLED용 RFPCB 공급 여부도 불확실하다. 포토마스크의 수익성 개선이 이들 요인들로 인해 상쇄될 전망이다.

**투자의견 Buy, 적정주가 180,000 원으로 하향**

19년 광학솔루션 사업부의 증익은 확실하다. 다만, 기존 추정치 대비 19년 기판소재사업부의 실적을 종전 대비 매출은 10%, 영업이익은 22% 하향 조정함에 따라 적정주가를 18만원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,754.6	104.8	5.0	209	-94.8	75,154	394.5	1.1	5.9	0.3	143.1
2017	7,641.4	296.5	174.8	7,385	3,430.9	82,435	19.6	1.8	7.0	9.4	201.3
2018E	8,426.3	330.8	212.0	8,956	21.3	91,854	13.6	1.3	5.9	10.3	221.2
2019E	9,058.7	482.3	283.0	11,957	33.5	103,526	10.2	1.2	4.5	12.2	198.7
2020E	10,599.9	592.2	368.0	15,547	30.0	118,825	7.8	1.0	3.7	14.0	174.6

(십억원)	3Q18P	3Q17	YoY	2Q18	QoQ	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	2,313.2	1,787.2	29.4%	1,517.9	52.4%	2,406.0	-3.9%	2,357.8	-1.9%
영업이익	129.7	55.9	131.9%	13.4	868.2%	120.4	7.8%	116.3	11.5%
세전이익	116.9	42.3	176.1%	20.0	484.2%	105.8	10.5%	115.0	1.6%
지배주주 순이익	93.7	34.8	169.0%	15.9	489.8%	81.3	15.1%	88.0	6.4%
영업이익률(%)	5.6%	3.1%		0.9%	535.3%	5.0%		4.9%	
지배주주 순이익률(%)	4.0%	1.9%		1.0%		3.4%		3.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

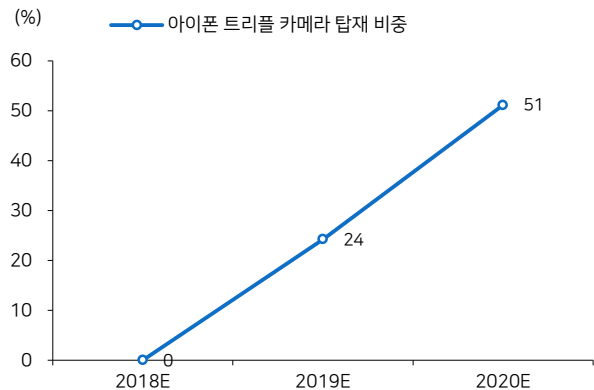
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	2,875	8,426	9,059	3,239	8,695	9,951	-11.3%	-3.1%	-9.0%
영업이익	171	331	482	192	324	550	-11.2%	2.1%	-12.2%
영업이익률 (%)	5.9%	3.9%	5.3%	5.9%	3.7%	5.5%			
세전이익	148	275	367	166	274	440	-10.5%	0.1%	-16.7%
순이익	112	212	283	125	207	338	-10.5%	2.2%	-16.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
<b>매출액</b>	<b>1,720.5</b>	<b>1,517.9</b>	<b>2,313.2</b>	<b>2,874.7</b>	<b>2,128.5</b>	<b>1,703.7</b>	<b>2,089.7</b>	<b>3,136.8</b>	<b>7,641.4</b>	<b>8,426.3</b>	<b>9,058.7</b>
(% QoQ)	-40.0%	-11.8%	52.4%	24.3%	-26.0%	-20.0%	22.7%	50.1%			
(% YoY)	4.6%	13.3%	29.4%	0.2%	23.7%	12.2%	-9.7%	9.1%	32.8%	10.3%	7.5%
광학솔루션	1,014	814	1,595	2,101	1,337	925	1,264	2,229	4,678	5,524	5,755
전장부품	219	240	240	269	310	314	328	361	853	967	1,314
기판소재	262	295	291	314	294	308	312	338	1,143	1,162	1,253
LED	125	117	120	115	114	116	122	118	652	477	469
전자 및 기타	101	52	67	77	74	40	63	90	316	296	268
<b>영업이익</b>	<b>16.8</b>	<b>13.4</b>	<b>129.7</b>	<b>170.9</b>	<b>88.1</b>	<b>59.7</b>	<b>127.0</b>	<b>207.6</b>	<b>296.5</b>	<b>330.8</b>	<b>482.3</b>
(% QoQ)	-88.1%	-20.4%	868.2%	31.7%	-48.4%	-32.2%	112.7%	63.5%			
(% YoY)	-74.8%	-58.8%	131.9%	21.0%	423.4%	345.7%	-2.1%	21.5%	182.8%	11.6%	45.8%
광학솔루션	-2.1	-9.8	120.5	153.5	66.4	34.3	98.3	177.4	241.4	262.2	376.4
전장부품	0.6	-1.8	-6.0	0.8	2.5	3.8	4.9	7.2	5.1	-6.3	18.4
기판소재	18.8	30.6	21.5	24.0	22.2	25.0	27.3	28.6	94.2	95.0	103.1
LED	-2.7	-5.7	-6.0	-7.6	-3.4	-3.5	-3.9	-5.8	-35.3	-22.0	-16.5
전자 및 기타	2.2	0.0	-0.3	0.1	0.4	0.1	0.3	0.1	-7.5	1.9	0.8
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.3%</b>
광학솔루션	-0.2%	-1.2%	7.6%	7.3%	5.0%	3.7%	7.8%	8.0%	5.2%	4.7%	6.5%
전장부품	0.3%	-0.7%	-2.5%	0.3%	0.8%	1.2%	1.5%	2.0%	0.6%	-0.7%	1.4%
기판소재	7.2%	10.4%	7.4%	7.7%	7.5%	8.1%	8.8%	8.5%	8.2%	8.2%	8.2%
LED	-2.2%	-4.8%	-5.0%	-6.6%	-3.0%	-3.0%	-3.2%	-4.9%	-5.4%	-4.6%	-3.5%
전자 및 기타	2.2%	0.0%	-0.5%	0.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.1%	-2.4%	0.7%	0.3%

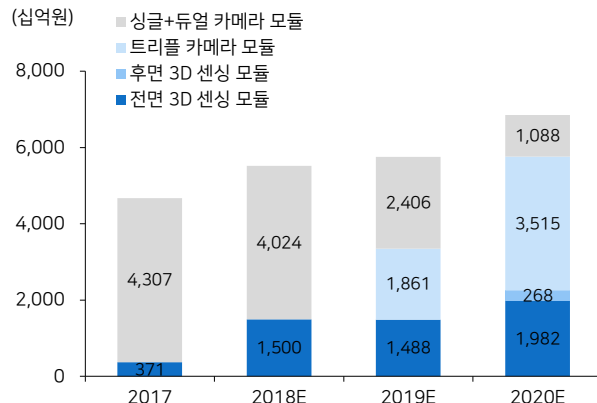
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 아이폰 내 트리플 카메라 & ToF 모듈 탑재 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 제품별 광학솔루션 사업부 매출 분석



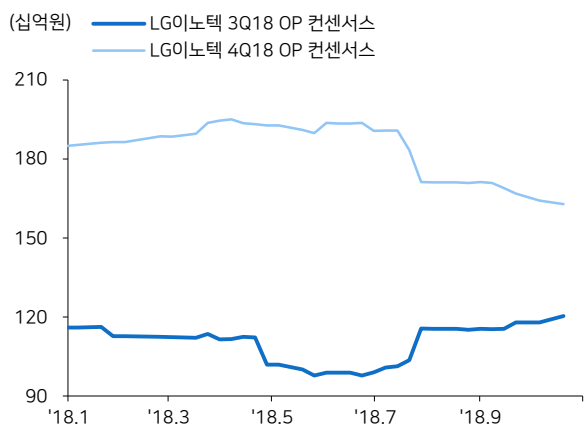
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량 예상

(백만대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
아이폰 7	21.5	16.9	10.2	6.3	5.6	4.8	2.9	1.6	0.8			
아이폰 7+	17.4	15.1	8.5	4.4	3.8	3.0	2.1	1.3	0.6			
아이폰 8			10.0	14.4	12.5	9.0	5.9	4.1	2.9	1.7	0.9	0.3
아이폰 8+			9.3	12.3	8.3	7.9	5.1	3.6	2.5	1.5	0.9	0.4
아이폰 X				32.0	16.0	11.8	7.1	8.2	4.9	2.5	1.2	0.5
아이폰 XR								32.0	17.4	7.1	5.7	4.5
아이폰 XS							6.2	9.9	6.9	5.0	4.0	3.2
아이폰 XS max							11.5	18.3	12.8	9.2	7.4	5.9
아이폰 2019 (1)											5.6	15.6
아이폰 2019 (2)											5.6	15.6
아이폰 2019 (3)											7.5	20.8

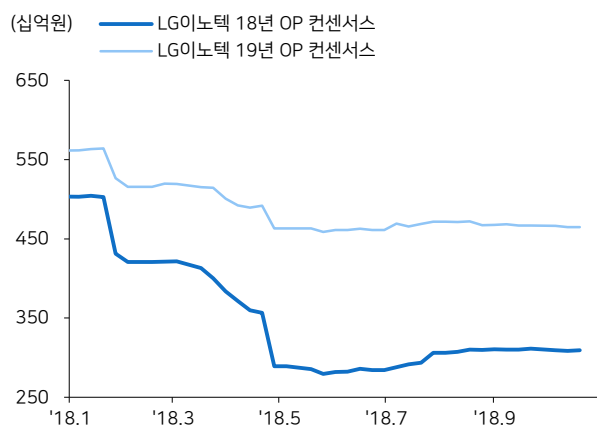
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 3Q18/4Q18 영업이익 컨센서스 추이



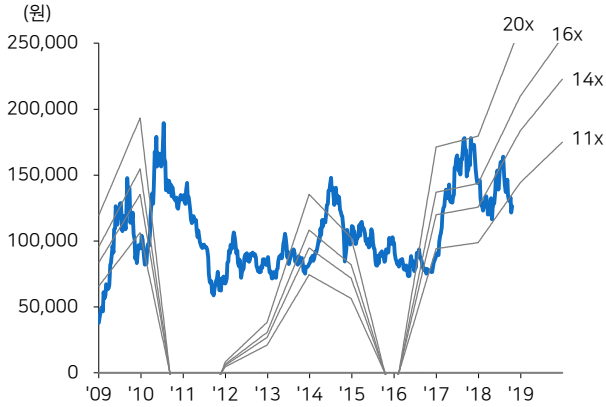
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 2018/2019년 영업이익 컨센서스 추이



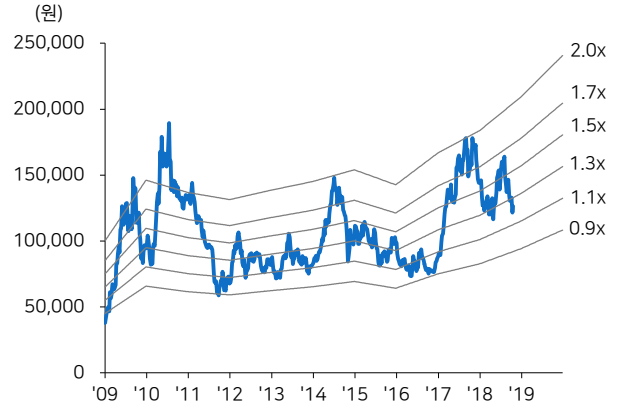
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 LG이노텍 PER 밴드 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

그림6 LG이노텍 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
EPS	11,957	2019E EPS
적정배수 (배)	15.0	EPS 업사이클 시기 (10,14,17,18년) 평균 멀티플
적정가치	178,866	
<b>적정주가</b>	<b>180,000</b>	
현재주가 (7.25)	121,500	
상승여력 (%)	48.1%	

자료: 메리츠증권리서치센터

표6 LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주가 (원)</b>												
High	162,000	196,000	147,500	109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	164,000		
Low	37,650	81,200	56,200	67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	116,500		
Average	99,709	135,152	94,578	85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	136,631		
<b>확정치 기준 PER</b>												
High	34.5	19.0	nm	nm	141.5	30.1	29.7	471.0	25.5			
Low	8.0	7.9	nm	nm	89.3	16.0	19.6	337.1	11.5			
Average	21.2	13.1	nm	nm	110.1	22.4	24.5	394.5	19.6			
<b>확정치 EPS (원)</b>	4,698	10,292	-7,213	-1,237	770	5,020	4,018	209	7,385	8,956	11,957	15,547
EPS Growth (%)	-4.6	119.0	-170.1	-82.9	-162.3	551.6	-20.0	-94.8	3,430.9	21.3	33.5	30.0
<b>컨센서스 기준 PER</b>												
High	27.4	20.3	nm	269.1	56.9	22.3	23.3	nm	22.0	18.6		
Low	6.4	8.4	nm	165.9	35.9	11.8	15.3	nm	9.9	13.2		
Average	16.9	14.0	nm	211.7	44.2	16.6	19.2	nm	16.9	15.5		
<b>컨센서스 EPS (원)</b>	<b>5,908</b>	<b>9,671</b>	<b>-4,251</b>	<b>405</b>	<b>1,917</b>	<b>6,766</b>	<b>5,128</b>	<b>-1,272</b>	<b>8,564</b>	<b>8,794</b>	<b>12,771</b>	<b>14,406</b>
EPS growth (%)	20.0	105.8	-141.3	-105.6	-255.0	778.2	2.2	-131.7	3,994.6	19.1	45.2	12.8

자료: 메리츠증권리서치센터

## LG 이노텍 (011070)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,754.6</b>	<b>7,641.4</b>	<b>8,426.3</b>	<b>9,058.7</b>	<b>10,599.9</b>
매출액증가율 (%)	-6.2	32.8	10.3	7.5	17.0
매출원가	5,102.2	6,756.7	7,552.1	8,010.7	9,361.9
매출총이익	652.4	884.7	874.2	1,048.0	1,237.9
판매비와관리비	547.6	588.2	543.4	565.7	645.8
<b>영업이익</b>	<b>104.8</b>	<b>296.5</b>	<b>330.8</b>	<b>482.3</b>	<b>592.2</b>
영업이익률 (%)	1.8	3.9	3.9	5.3	5.6
금융수익	-31.6	-27.8	-57.2	-100.6	-99.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-62.5	-30.0	-9.9	-15.2	-16.0
세전계속사업이익	10.7	238.7	274.6	366.5	476.6
법인세비용	5.7	63.9	62.6	83.6	108.7
<b>당기순이익</b>	<b>5.0</b>	<b>174.8</b>	<b>212.0</b>	<b>283.0</b>	<b>368.0</b>
지배주주지분 순이익	5.0	174.8	212.0	283.0	368.0

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,084.4</b>	<b>2,734.5</b>	<b>3,202.0</b>	<b>3,503.9</b>	<b>3,892.6</b>
현금및현금성자산	341.3	369.5	369.0	371.8	371.3
매출채권	1,272.8	1,637.7	1,805.9	1,932.6	2,264.6
재고자산	403.2	641.3	956.3	1,122.1	1,165.6
<b>비유동자산</b>	<b>2,239.3</b>	<b>3,143.0</b>	<b>3,779.9</b>	<b>3,814.3</b>	<b>3,829.5</b>
유형자산	1,729.4	2,599.7	3,130.3	3,164.3	3,142.7
무형자산	227.1	269.5	283.4	287.2	290.2
투자자산	34.4	34.6	31.4	29.1	26.8
<b>자산총계</b>	<b>4,323.7</b>	<b>5,877.5</b>	<b>6,981.9</b>	<b>7,318.2</b>	<b>7,722.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,733.7</b>	<b>2,497.3</b>	<b>2,560.8</b>	<b>3,046.8</b>	<b>3,341.3</b>
매입채무	805.5	1,110.9	1,244.0	1,334.9	1,598.4
단기차입금	29.1	58.5	74.5	79.5	64.5
유동성장기부채	366.1	182.2	353.9	620.6	433.3
<b>비유동부채</b>	<b>811.5</b>	<b>1,429.5</b>	<b>2,247.5</b>	<b>1,821.5</b>	<b>1,568.9</b>
사채	530.0	730.0	987.8	695.8	625.8
장기차입금	157.6	533.7	1,036.0	914.0	724.3
<b>부채총계</b>	<b>2,545.2</b>	<b>3,926.7</b>	<b>4,808.2</b>	<b>4,868.3</b>	<b>4,910.1</b>
<b>자본금</b>	<b>118.3</b>	<b>118.3</b>	<b>118.3</b>	<b>118.3</b>	<b>118.3</b>
자본잉여금	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7
기타포괄이익누계액	-15.7	-42.2	-25.9	-26.8	-26.8
이익잉여금	542.5	741.4	947.9	1,225.0	1,587.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,778.5</b>	<b>1,950.8</b>	<b>2,173.7</b>	<b>2,449.9</b>	<b>2,811.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>331.8</b>	<b>446.0</b>	<b>201.3</b>	<b>689.1</b>	<b>943.5</b>
당기순이익(손실)	5.0	174.8	212.0	283.0	368.0
유형자산감가상각비	308.9	306.7	490.9	566.0	571.6
무형자산상각비	41.9	48.4	72.4	83.5	84.3
운전자본의 증감	-175.4	-241.4	-509.9	-192.8	-61.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-355.9</b>	<b>-834.4</b>	<b>-1,129.8</b>	<b>-549.1</b>	<b>-499.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-319.0	-775.7	-800.0	-600.0	-550.0
투자자산의 감소(증가)	2.1	-0.1	1.7	2.3	2.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6.5</b>	<b>422.5</b>	<b>899.8</b>	<b>-148.3</b>	<b>-467.9</b>
차입금증감	17.2	421.6	949.6	-142.3	-462.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-19.0	28.3	-0.6	2.8	-0.5
기초현금	360.3	341.3	369.5	369.0	371.8
기말현금	341.3	369.5	369.0	371.8	371.3

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	243,146	322,868	356,034	382,753	447,874
EPS(지배주주)	209	7,385	8,956	11,957	15,547
CFPS	-803	1,194	-24	118	-21
EBITDAPS	19,252	27,529	37,776	47,820	52,735
BPS	75,154	82,435	91,854	103,526	118,825
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	394.5	19.6	13.6	10.2	7.8
PCR	-102.7	121.1	-5124.8	1032.2	-5767.3
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.1	1.8	1.3	1.2	1.0
EBITDA	456	652	894	1,132	1,248
EV/EBITDA	5.9	7.0	5.9	4.5	3.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.3	9.4	10.3	12.2	14.0
EBITDA 이익률	1.1	26.8	23.7	25.0	29.5
부채비율	143.1	201.3	221.2	198.7	174.6
금융비용부담률	0.5	0.4	0.6	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.9	8.9	5.7	4.8	5.8
매출채권회전율(x)	4.9	5.3	4.9	4.8	5.1
재고자산회전율(x)	14.4	12.9	9.5	7.7	8.2

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:주민우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**LG 이노텍 (011070) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.16	산업분석	Buy	210,000	주민우	-24.1	-22.6	
2018.07.26	기업브리프	Buy	210,000	주민우	-32.1	-21.9	
2018.10.25	기업브리프	Buy	180,000	주민우	-	-	