

2018/10/25

전기전자 고의영

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

LG이노텍(011070)

iPhone X 모멘텀 소진 당시 Valuation 수준

■ 광학솔루션 호조와 기판의 부진

연결 기준 3Q18 실적은 매출액 2,310억원 (+29.4%YoY), 영업이익 1,297억원 (+131.9%YoY, 영업이익률 5.6%)로 당사추정치 및 시장기대치를 충족했다.

특히 광학솔루션 사업부의 영업이익률이 7% 이상으로, 전년동기 대비 4%p 이상 개선된 것으로 추정된다. 수익성 높은 OLED iPhone용 부품 위주 출하가 이뤄진 가운데, 전년과 같은 3D 센싱모듈 수출 이슈가 없어 초도 양산부터 수익성을 확보했기 때문이다. 반면 기판소재는 반도체 기판 호조에도 불구하고, 국내거래선 스마트폰 수요 부진 및 플래그십 출시 일정 지연으로 HDI의 적자폭이 커지며 전분기 및 전년동기 대비 부진했다.

4Q18 실적은 매출액 2,780억원 (-3.3%YoY), 영업이익 1,463억원 (+2.2%YoY, 영업이익률 5.2%)으로 추정된다. 기존 추정치 대비 매출액은 3.3%, 영업이익은 -4.9% 조정했다. 매출액 상향에도 영업이익을 하향 조정한 이유는 상대적으로 수익성 낮은 iPhone XR형 싱글카메라 모듈 생산 비중이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 이는 3Q18 iPhone OEM 들의 매출액 성장률에서도 간접적으로 확인 가능하다. [그림1, 2] 다만 최근 3개월간 4분기 시장 기대치가 낮아지며 관련된 우려는 주가에 선반영된 것으로 판단된다.

■ iPhone X 모멘텀 소진 당시의 Valuation 수준

현 주가는 12개월 선행 PBR 기준 1.23배로, iPhone X 수요 부진으로 관련 서플라이 체인의 실적 모멘텀이 소진됐던 2Q18 당시 1.25배 수준까지 조정을 받았다. [그림5, 6] 2019년은 듀얼카메라 경쟁사 진입 우려에도 불구하고 1) 복미 거래선의 트리플 카메라 채용 본격화, 2) 3D 센싱 모듈의 침투율 증가로 외형성장 가시성이 높다는 점 [그림3, 4]을 감안할 때 중장기 관점의 저가 매수가 가능하다는 판단이다.

단기적으로는 LCD모델인 iPhone XR의 수요가 관건이다. LG이노텍은 듀얼카메라 및 2 Metal COF가 채용되는 iPhone XS, XS Max 등 OLED 모델의 수요가 좋을수록 수익성에 유리하다. 다만 LCD 모델의 수요가 예상 밖으로 확대되며 OLED 모델의 비중이 상대적으로 감소하더라도, 이미 낮아진 Valuation 수준을 감안할 때 추가적인 주가 하락폭은 크지 않을 것으로 보인다. 관련된 주가 노이즈 발생 시 오히려 '19년 실적 가시성을 감안하여 매수 기회로 활용해야 할 것으로 판단한다.

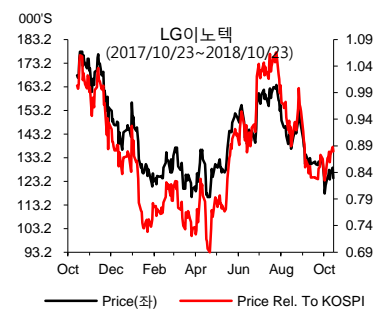
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000원
종가 (2018/10/24)	121,500원

Stock Indicator

자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	2,947십억원
외국인지분율	26.9%
배당금(2017)	250원
EPS(2018E)	7,702원
BPS(2018E)	90,023원
ROE(2018E)	8.9%
52주 주가	116,500~178,000원
60일평균거래량	240,686주
60일평균거래대금	33.7십억원

Price Trend



<표 1> LG 이노텍 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(p)	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	차이
매출액	1,787	2,870	1,721	1,518	2,313	29.4	52.4	2,389	2,431	-5
영업이익	56	141	17	13	130	131.9	868.1	126	131	-1
세전이익	42	120	-10	20	117	176.1	484.4	106	107	9
지배주주순이익	35	86	-10	16	94	169.5	490.8	84	74	27
영업이익률	3.1	4.9	1.0	0.9	5.6			5.3	5.4	
세전이익률	2.4	4.2	-0.6	1.3	5.1			4.4	4.4	
지배주주순이익률	1.9	3.0	-0.6	1.0	4.1			3.5	3.0	

자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 2> LG 이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(p)	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액											
광학솔루션	924	635	1,036	2,084	1,014	814	1,595	2,018	4,679	5,441	6,469
YoY	107.5%	55.5%	55.1%	56.8%	9.7%	28.2%	54.0%	-3.1%	64.1%	16.3%	18.9%
기판소재	264	271	282	325	249	295	292	316	1,142	1,151	1,223
YoY	-17.5%	-0.8%	-0.4%	17.8%	-5.8%	8.7%	3.3%	-2.7%	-0.9%	0.8%	6.3%
전장/기타	307	272	314	343	338	292	306	327	1,235	1,263	1,336
YoY	10.0%	0.0%	12.9%	12.5%	10.0%	7.6%	-2.4%	-4.6%	9.0%	2.3%	5.8%
LED	168	177	170	137	120	117	120	115	652	472	431
YoY	-2.6%	-5.4%	-1.5%	-16.0%	-28.6%	-33.7%	-29.4%	-16.1%	-6.2%	-27.6%	-8.6%
전사합계	1,645	1,340	1,787	2,870	1,720	1,518	2,313	2,776	7,641	8,327	9,459
YoY	37.6%	19.6%	29.1%	39.7%	4.6%	13.3%	29.4%	-3.3%	32.8%	9.0%	13.6%
영업이익											
광학솔루션	72.7	11.7	31.9	123.0	-2.1	-9.8	115.7	132.1	239.3	235.9	358.4
OPM	7.9%	1.8%	3.1%	5.9%	-0.2%	-1.2%	7.3%	6.5%	5.1%	4.3%	5.5%
기판소재	8.5	24.4	29.1	36.2	18.8	30.6	23.5	25.8	98.2	98.6	115.2
OPM	3.2%	9.0%	10.3%	11.2%	7.6%	10.4%	8.0%	8.2%	8.6%	8.6%	9.4%
전장/기타	-0.4	-1.0	-1.6	-0.7	2.8	-1.8	-1.9	-0.5	-3.8	-1.4	4.4
OPM	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	0.3%
LED	-14.0	-2.6	-3.4	-15.4	-2.7	-5.7	-7.5	-11.1	-35.3	-27.0	-20.6
OPM	-8.3%	-1.5%	-2.0%	-11.2%	-2.3%	-4.8%	-6.2%	-9.6%	-5.4%	-5.7%	-4.8%
전사합계	66.8	32.5	55.9	143.1	16.8	13.4	129.7	146.3	298.4	306.2	457.5
OPM	4.1%	2.4%	3.1%	5.0%	1.0%	0.9%	5.6%	5.3%	3.9%	3.7%	4.8%

자료: LG이노텍, 하이투자증권

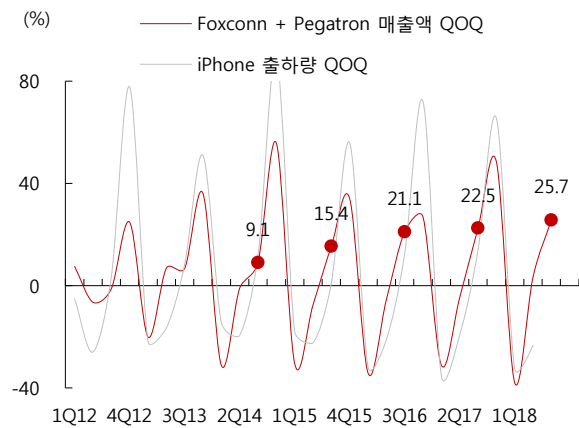
<표 3> LG 이노텍 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	8,327	9,459	8,310	9,448	0.2	0.1
영업이익	306	457	315	450	-2.8	1.7
영업이익률	3.7	4.8	3.8	4.8		
세전이익	243	380	250	373	-2.8	1.8
세전이익률	2.9	4.0	3.0	3.9		
지배주주순이익	182	285	188	279	-3.0	2.1
지배주주순이익률	2.2	3.0	2.3	3.0		
EPS	7,702	12,033	7,928	11,806	-2.9	1.9

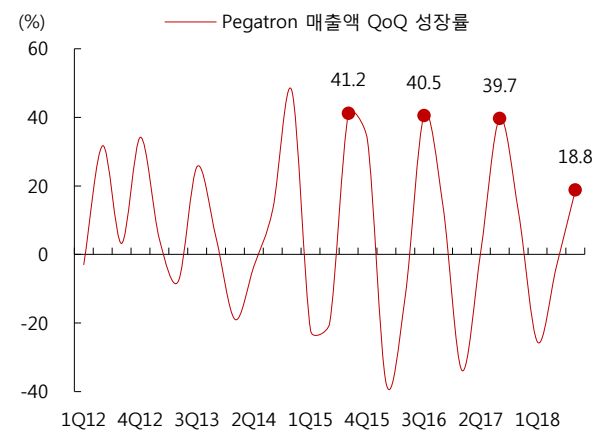
자료: 하이투자증권

<그림 1> 3Q18 Foxconn, Pegatron의 합산 매출액 QoQ 성장률은 +25.7%로 전년과 유사한 수준을 보였으나,



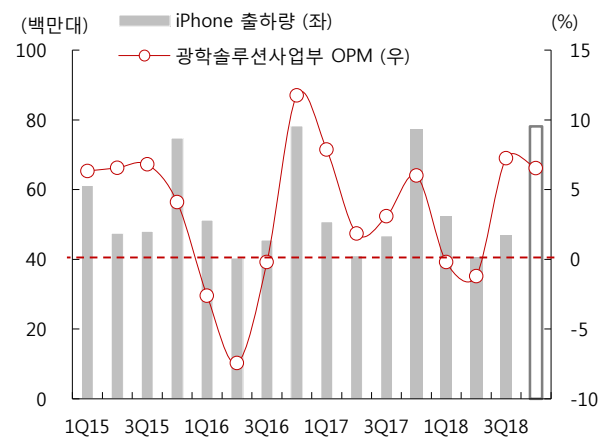
자료: Foxconn, Pegatron, Apple 하이투자증권

<그림 2> LCD OEM인 Pegatron만 볼 경우 전년 대비 QoQ 모멘텀이 약한 편: 1) LCD 생산지연 or 2) 애플 內 M/S 감소



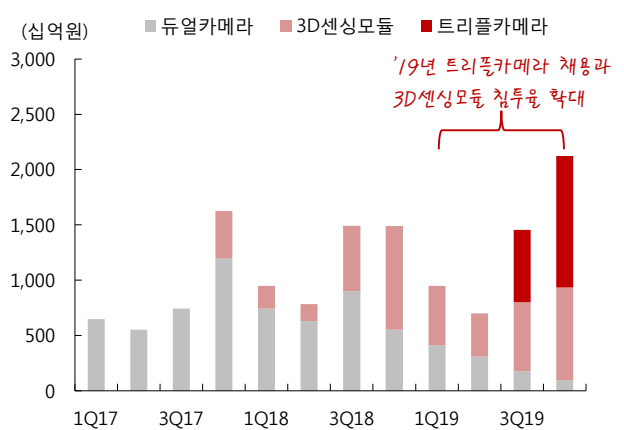
자료: Pegatron, 하이투자증권

<그림 3> 광학솔루션 사업부 OPM 추이 및 전망



자료: Apple, LG이노텍, 하이투자증권

<그림 4> 북미거래선형 카메라모듈 매출액 전망



자료: 하이투자증권 추정

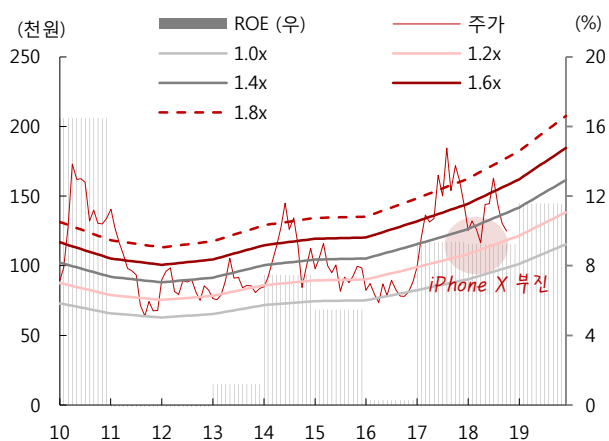
<표 4> LG 이노텍 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 자본총계	2,131	2018년 예상치
② 발행주식수	23,667	
- BPS	90,023	① / ②
③ Target Multiple	2.1	iPhone X 수요 호조 및 3D 센싱모듈 확대 전망이 반영됐던 '17년 고점 PBR 2.3배 대비 10% 할인
- 적정주가	189,049	② * ③
④ 목표주가	190,000	
⑤ 현재주가	121,500	
상승여력	56%	④ / ⑤ - 1

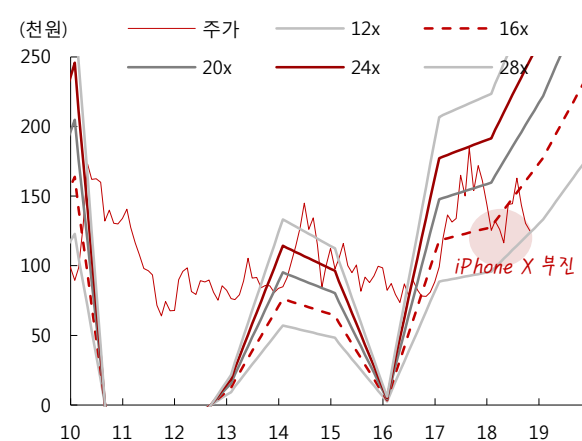
자료: FnGuide, 하이투자증권

<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	2,734	2,878	3,332	3,679
현금 및 현금성자산	370	265	313	327
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	1,657	1,805	2,049	2,212
재고자산	641	699	794	857
비유동자산	3,143	3,553	3,941	3,746
유형자산	2,600	3,000	3,377	3,172
무형자산	269	279	290	301
자산총계	5,877	6,431	7,272	7,425
유동부채	2,497	2,597	2,779	2,883
매입채무	1,111	1,211	1,375	1,485
단기차입금	59	58	55	28
유동성장기부채	182	182	182	182
비유동부채	1,429	1,704	2,080	1,760
사채	728	768	971	771
장기차입금	534	769	942	822
부채총계	3,927	4,301	4,860	4,643
지배주주지분	1,951	2,131	2,413	2,781
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	741	918	1,197	1,562
기타자본항목	-43	-39	-36	-32
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,951	2,131	2,413	2,781

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,641	8,327	9,459	10,216
증가율(%)	32.8	9.0	13.6	8.0
매출원가	6,757	7,454	8,423	8,990
매출총이익	885	874	1,036	1,226
판매비와관리비	588	568	578	661
연구개발비	55	60	68	73
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	296	306	457	564
증가율(%)	182.8	3.3	49.4	23.4
영업이익률(%)	3.9	3.7	4.8	5.5
이자수익	5	4	4	4
이자비용	33	39	48	40
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-30	-28	-35	-35
세전계속사업이익	239	243	380	495
법인세비용	64	61	95	124
세전계속이익률(%)	3.1	2.9	4.0	4.8
당기순이익	175	182	285	371
순이익률(%)	2.3	2.2	3.0	3.6
지배주주귀속 순이익	175	182	285	371
기타포괄이익	3	3	3	3
총포괄이익	178	186	288	374
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	446	913	1,033	1,224
당기순이익	175	182	285	371
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	-354
단기금융부채의증감	-	0	-3	-28
장기금융부채의증감	428	275	376	-320
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	28	-104	47	15
기초현금및현금성자산	341	370	265	313
기말현금및현금성자산	370	265	313	327

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	7,385	7,702	12,033	15,672
BPS	82,426	90,023	101,952	117,519
CFPS	22,386	30,706	38,831	46,058
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	19.5	16.2	10.3	7.9
PBR	1.7	1.4	1.2	1.1
PCR	6.4	4.1	3.2	2.7
EV/EBITDA	7.0	5.2	4.4	3.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.4	8.9	12.5	14.3
EBITDA 이익률	8.5	10.2	11.5	12.6
부채비율	201.3	201.9	201.4	166.9
순부채비율	58.1	70.9	76.1	53.0
매출채권회전율(x)	5.2	4.8	4.9	4.8
재고자산회전율(x)	14.6	12.4	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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-