

2019. 1. 28



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (1.25) 96,100 원

상승여력 14.5%

KOSPI 2,177.73pt

시가총액 22,744억원

발행주식수 2,367만주

유동주식비율 59.19%

외국인비중 25.51%

52주 최고/최저가 164,000원/81,300원

평균거래대금 250.3억원

주요주주(%)

LG전자 외 5 인 40.80

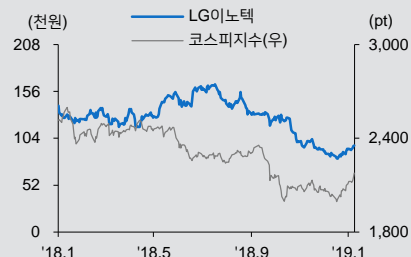
국민연금 9.55

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 10.7 -40.9 -24.0

상대주가 4.5 -38.3 -10.6

주가그래프



LG이노텍 011070

예견된 안타까운 소식

- ✓ 4Q18 영업이익 1,036억원(-20% QoQ)으로 당사 예상치 -4% 하회
- ✓ 1) 아이폰 재고조정 영향과, 2) BLU 부진으로 LED 수익성 부진 영향
- ✓ 1H19 광학솔루션 사업부는 -5% 내외의 영업적자 기록하며, 1H19 전사 -2% 내외의 적자기록 예상
- ✓ 주가는 1H19 적자 가능성을 반영하며, 역사적 저점인 PBR 0.9배까지 하락. 바닥은 단단해 보이지만, 지금 당장의 주가 반등 모멘텀은 부재
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 110,000원으로 하향

4Q18 영업이익 1,036억원(-20% QoQ, -26% YoY)

4Q18 매출액은 2,4조원(+5% QoQ), 영업이익은 1,036억원(-20% QoQ)으로 영업이익 기준으로 당사 예상치를 -4% 하회했고, 시장 기대치는 -15% 하회했다. 주요요인은 1) 아이폰 재고조정 영향으로 광학솔루션 사업부 매출이 기대치를 하회했고, 2) BLU 부문 부진으로 LED 매출이 감소하면서 수익성이 크게 부진해졌기 때문이다.

1H19 영업적자 예상, 새롭지 않은 안타까운 소식

당사는 1월 21일 발간된 보고서를 통해 1H19 광학솔루션 사업부가 -1% 내외의 영업적자를 기록하리라 예상했으나, 실제 영업적자는 -5% 내외로 확대될 전망이다. 1H19 적자 가능성이 주가에 반영되는 과정에서 밸류에이션은 역사적 저점인 PBR 0.9배 근처까지 내려와있다. PBR 0.9배는 미국 금융위기, 미국 신용등급 강등, 아이폰6S 쇼크, 애플 가이던스 하향조정시에도 지켜졌던 레벨이기 때문에 주가가 전 저점 80,000원을 하회할 가능성은 낮다고 판단한다. 바닥은 단단하다고 판단하지만, 지금 당장 주가가 반등할 모멘텀(신규모델출시)은 없기 때문에 2Q18까지는 지지부진한 주가흐름을 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 110,000원 하향

1H19 적자폭 확대를 반영해 적정주가는 110,000원으로 하향한다. 2019년 예상 BPS 92,645원에 아이폰 출하량이 역성장 했던 시기인 2016, 2018년 평균 멀티플을 10% 할인한 1.17배를 적용했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2018P	7,982.1	263.5	163.1	6,890	-6.7	88,847	13.9	1.1	7.6	8.0	217.2
2019E	8,886.7	221.0	99.0	4,185	-39.3	92,645	23.0	1.0	6.9	4.6	224.4
2020E	9,401.7	348.1	197.8	8,356	99.7	100,702	11.5	1.0	5.8	8.6	200.4
2021E	9,798.4	376.7	226.4	9,564	14.5	110,268	10.0	0.9	15.0	9.1	194.7

표1 LG이노텍 4Q18P 실적 Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	YoY	3Q18	QoQ	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	2,430.5	2,869.8	-15.3%	2,313.2	5.1%	2,555.0	-4.9%	2,533.9	-4.1%
영업이익	103.6	141.2	-26.6%	129.3	-19.8%	121.8	-14.9%	108.5	-4.5%
세전이익	57.6	119.6	-51.8%	116.9	-50.7%	99.7	-42.2%	95.7	-39.8%
지배주주 순이익	63.2	86.4	-26.8%	93.7	-32.5%	77.7	-18.6%	76.5	-17.4%
영업이익률(%)	4.3%	4.9%		5.6%		4.8%		4.3%	
지배주주 순이익률(%)	2.6%	3.0%		4.0%		3.0%		3.0%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 LG이노텍 추정치 변경 내역

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E
매출액	1,751.3	8,886.7	1,812.8	9,120.2	-3.4%	-2.6%
영업이익	-30.0	221.0	14.2	325.4	nm	-32.1%
영업이익률 (%)	-1.7%	2.5%	0.8%	3.6%		
세전이익	-55.6	123.8	-11.8	226.1	nm	-45.3%
순이익	-61.8	99.0	-23.1	180.9	nm	-45.3%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,128	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,100	1,090
매출액	1,720.5	1,517.9	2,313.2	2,430.5	1,751.3	1,525.8	2,272.0	3,337.7	7,641.4	7,982.1	8,886.7
(% QoQ)	-40.0%	-11.8%	52.4%	5.1%	-27.9%	-12.9%	48.9%	46.9%			
(% YoY)	4.6%	13.3%	29.4%	-15.3%	1.8%	0.5%	-1.8%	37.3%	32.8%	4.5%	11.3%
광학솔루션	1,014.1	813.8	1,595.2	1,673.8	1,021.5	796.9	1,502.7	2,505.9	4,678.5	5,096.9	5,827.0
전장부품	218.9	239.9	239.6	264.7	274.0	278.5	290.9	318.7	852.7	963.1	1,162.1
기판소재	262.2	294.8	291.5	310.1	279.4	298.9	305.6	318.4	1,143.0	1,158.5	1,202.3
LED	124.8	117.2	120.4	94.3	99.8	109.2	108.5	111.1	651.6	456.7	428.6
전자 및 기타	100.6	52.2	66.6	87.6	76.6	42.4	64.3	83.5	315.5	307.0	266.7
영업이익	16.8	13.4	129.3	103.6	-30.0	-36.8	108.1	179.7	296.5	263.1	221.0
(% QoQ)	-88.1%	-20.4%	864.9%	-19.8%	-129.0%	22.5%	-393.9%	66.2%			
(% YoY)	-74.8%	-58.8%	131.1%	-26.6%	-278.4%	-374.6%	-16.4%	73.4%	182.8%	-11.3%	-16.0%
광학솔루션	-2.1	-9.8	120.5	111.9	-40.6	-47.4	95.5	174.9	241.4	220.6	182.4
전장부품	0.6	-1.8	-6.4	-6.6	-0.5	-2.1	-2.9	-3.2	5.1	-14.2	-8.7
기판소재	18.8	30.6	21.5	21.2	16.7	18.8	21.6	21.9	94.2	92.2	79.1
LED	-2.7	-5.7	-6.0	-18.5	-6.0	-6.3	-6.3	-14.0	-35.3	-33.0	-32.6
전자 및 기타	2.2	0.0	-0.3	-4.4	0.4	0.1	0.3	0.1	-7.5	-2.5	0.8
영업이익률 (%)	1.0%	0.9%	5.6%	4.3%	-1.7%	-2.4%	4.8%	5.4%	3.9%	3.3%	2.5%
광학솔루션	-0.2%	-1.2%	7.6%	6.7%	-4.0%	-5.9%	6.4%	7.0%	5.2%	4.3%	3.1%
전장부품	0.3%	-0.7%	-2.7%	-2.5%	-0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	0.6%	-1.5%	-0.8%
기판소재	7.2%	10.4%	7.4%	6.8%	6.0%	6.3%	7.1%	6.9%	8.2%	8.0%	6.6%
LED	-2.2%	-4.8%	-5.0%	-19.6%	-6.0%	-5.8%	-5.8%	-12.6%	-5.4%	-7.2%	-7.6%
전자 및 기타	2.2%	0.0%	-0.5%	-5.0%	0.5%	0.3%	0.4%	0.1%	-2.4%	-0.8%	0.3%
세전이익	-10.5	20.0	116.9	57.6	-55.6	-60.1	83.8	155.7	238.7	184.1	123.8
지배주주 순이익	-9.7	15.9	93.7	63.2	-61.8	-66.3	77.6	149.5	174.8	163.1	99.0
지배주주 순이익률	-0.6%	1.0%	4.0%	2.6%	-3.5%	-4.3%	3.4%	4.5%	2.3%	2.0%	1.1%

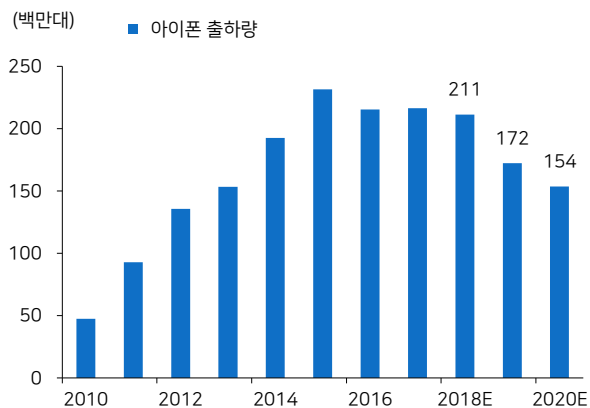
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량 예상

(백만대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
아이폰 7	21.5	16.9	10.2	6.3	5.6	4.8	4.2	2.1	1.1	0.5	0.3	0.1	54.9	16.7	2.0
아이폰 7+	17.4	15.1	8.5	4.4	3.8	3.0	2.7	1.4	0.7	0.3	0.2	0.1	45.4	10.9	1.3
아이폰 8			10.0	14.4	12.5	9.0	9.0	6.3	4.8	3.9	2.3	1.4	24.4	36.8	12.4
아이폰 8+			9.3	12.3	8.3	7.9	7.7	5.4	4.2	3.5	2.1	1.3	21.6	29.3	11.2
아이폰 X				32.0	16.0	11.8	6.3	4.4	3.7	3.4	2.7	1.6	32.0	38.5	11.3
아이폰 XR								20.0	11.0	8.3	5.8	4.0	0.0	20.0	29.1
아이폰 XS							5.1	10.4	5.7	4.3	3.0	2.1	0.0	15.5	15.1
아이폰 XSmax							8.8	19.3	10.6	8.0	5.6	3.9	0.0	28.1	28.1
아이폰2019 (1)											6.4	14.7	0.0	0.0	21.2
아이폰2019 (2)											4.6	10.5	0.0	0.0	15.1
아이폰2019 (3)											7.4	16.8	0.0	0.0	24.2
전체 출하량	50.8	41.0	47.5	77.3	52.2	41.3	46.9	70.9	42.6	32.5	36.3	60.9	217	211	172

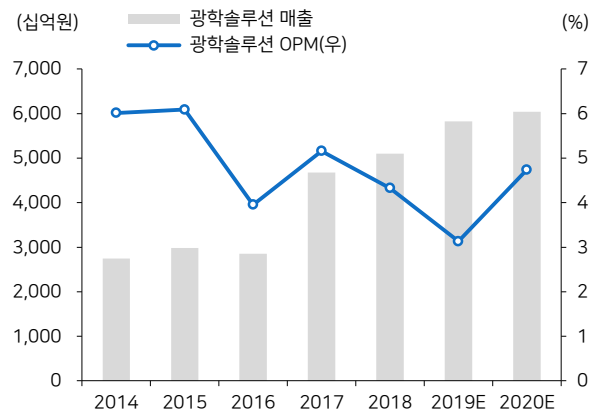
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 아이폰 출하량 전망



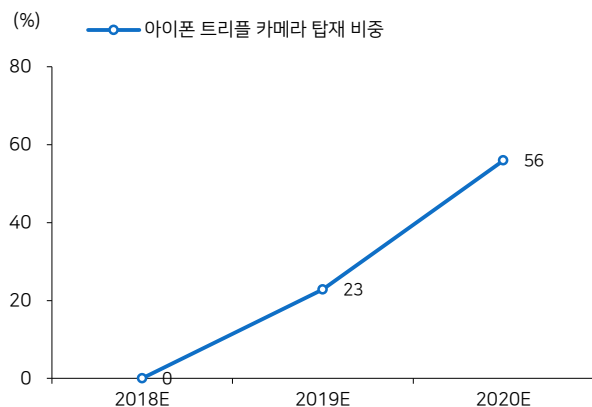
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 광학솔루션 매출액 및 영업이익률



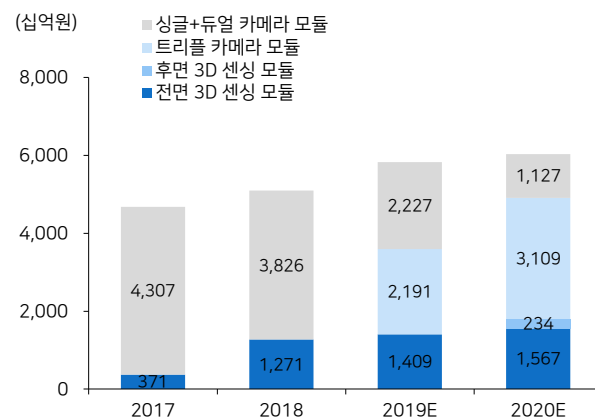
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 아이폰 내 트리플 카메라 탑재 비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 광학솔루션 제품별 매출 비중



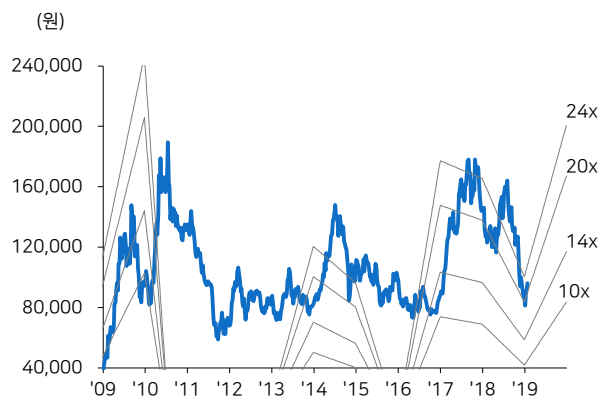
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주가 (원)												
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	86,400		
Average	99,709	135,152	94,578	85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	129,902		
확정치 기준 PBR (배)												
High	3.2	2.7	2.2	1.7	1.7	2.1	1.6	1.3	2.3	1.8		
Low	0.7	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0		
Average	1.9	1.9	1.4	1.4	1.3	1.6	1.3	1.1	1.8	1.5		
확정치 BPS (원)												
	51,157	73,041	65,725	62,884	65,295	71,689	74,586	75,154	82,435	88,847	92,645	100,702
BPS Growth (%)	30.3	42.8	-10.0	-4.3	3.8	9.8	4.0	0.8	9.7	7.8	4.3	8.7
컨센서스 기준 PER (배)												
High	3.3	2.7	2.2	1.7	1.6	2.1	1.6	1.4	2.3	1.8		
Low	0.8	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0		
Average	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4		
컨센서스 BPS (원)												
	49,691	73,078	68,382	65,709	69,299	72,561	77,015	71,321	83,448	90,546	100,604	113,113
BPS growth (%)	32.8	47.1	-6.4	-3.9	5.5	4.7	6.1	-7.4	17.0	8.5	11.1	12.4

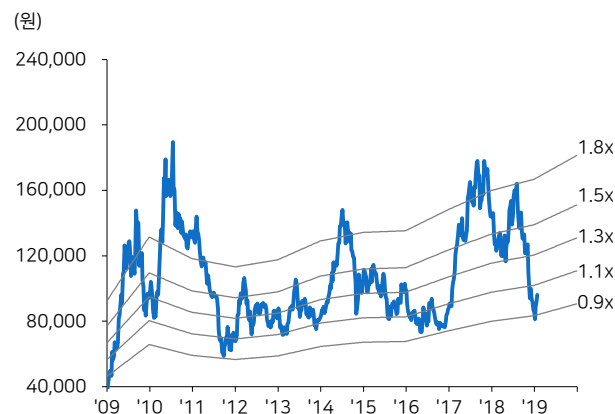
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 LG이노텍 PER 밴드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 LG이노텍 PBR 밴드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 LG이노텍 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
BPS	92,645	2019E 평균 BPS
적정배수 (배)	1.17	아이폰 출하량이 역성장했던 16,18 PBR 평균 10%할인
적정가치	108,039	
적정주가	110,000	
현재주가	96,100	
상승여력 (%)	14.5%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG 이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
매출액	7,641.4	7,982.1	8,886.7	9,401.7	9,798.4
매출액증가율 (%)	32.8	4.5	11.3	5.8	4.2
매출원가	6,756.7	7,125.3	7,918.8	8,375.9	8,721.7
매출총이익	884.7	856.8	967.9	1,025.8	1,076.7
판매비와관리비	588.2	593.3	746.9	677.7	700.1
영업이익	296.5	263.5	221.0	348.1	376.7
영업이익률 (%)	3.9	3.3	2.5	3.7	3.8
금융수익	-27.8	-56.2	-99.5	-103.2	-96.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.0	9.9	2.3	2.3	2.3
세전계속사업이익	238.7	184.1	123.8	247.2	282.9
법인세비용	63.9	21.0	24.8	49.4	56.6
당기순이익	174.8	163.1	99.0	197.8	226.4
지배주주지분 순이익	174.8	163.1	99.0	197.8	226.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	446.0	605.2	597.9	941.1	1,012.4
당기순이익(손실)	174.8	163.1	99.0	197.8	226.4
유형자산감가상각비	306.7	421.5	518.7	523.9	519.7
무형자산상각비	48.4	61.4	75.6	76.4	75.8
운전자본의 증감	-241.4	-65.5	-248.9	-27.8	15.4
투자활동 현금흐름	-834.4	-1,361.9	-595.0	-595.0	-595.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-775.7	-800.0	-500.0	-500.0	-500.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-2.7	-6.5	-6.5	-6.5
재무활동 현금흐름	422.5	984.8	-97.1	-194.1	198.2
차입금증감	421.6	1,002.3	-90.0	-187.0	205.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	28.3	-16.6	-56.1	-22.2	18.1
기초현금	341.3	369.5	353.0	296.9	274.7
기말현금	369.5	353.0	296.9	274.7	292.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,734.5	2,623.3	2,994.3	3,093.3	3,154.4
현금및현금성자산	369.5	353.0	296.9	274.7	292.9
매출채권	1,637.7	1,381.1	1,622.5	1,739.2	1,744.9
재고자산	641.3	829.3	992.4	1,002.8	1,035.2
비유동자산	3,143.0	4,046.0	4,117.4	4,066.4	4,535.3
유형자산	2,599.7	3,430.2	3,411.6	3,387.7	3,887.7
무형자산	269.5	297.0	308.6	319.5	243.7
투자자산	34.6	35.6	42.2	48.7	48.7
자산총계	5,877.5	6,669.3	7,111.7	7,159.7	7,689.7
유동부채	2,497.3	2,239.9	3,013.4	2,904.9	2,794.8
매입채무	1,110.9	1,118.0	1,223.9	1,324.0	1,371.2
단기차입금	58.5	68.8	78.8	88.8	58.8
유동성장기부채	182.2	302.1	634.1	446.9	298.7
비유동부채	1,429.5	2,326.8	1,905.9	1,871.7	2,285.5
사채	730.0	918.2	598.2	628.2	728.2
장기차입금	533.7	1,215.9	1,103.9	1,064.1	1,347.5
부채총계	3,926.7	4,566.8	4,919.3	4,776.6	5,080.3
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7
기타포괄이익누계액	-42.2	-42.3	-44.4	-44.4	-44.4
이익잉여금	741.4	893.2	985.1	1,175.8	1,402.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,950.8	2,102.5	2,192.4	2,383.1	2,609.4

Key Financial Data

	2017	2018P	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	322,868	337,265	375,489	397,246	414,011
EPS(지배주주)	7,385	6,890	4,185	8,356	9,564
CFPS	1,194	-700	-2,370	-938	767
EBITDAPS	27,529	31,539	34,449	40,069	15,915
BPS	82,435	88,847	92,645	100,702	110,268
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	19.6	13.9	23.0	11.5	10.0
PCR	121.1	-137.3	-40.5	-102.5	125.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	1.8	1.1	1.0	1.0	0.9
EBITDA	652	746	815	948	377
EV/EBITDA	7.0	7.6	6.9	5.8	15.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.4	8.0	4.6	8.6	9.1
EBITDA 이익률	26.8	21.8	12.1	20.9	60.1
부채비율	201.3	217.2	224.4	200.4	194.7
금융비용부담률	0.4	0.6	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	8.9	4.9	2.3	3.5	4.1
매출채권회전율(x)	5.3	5.3	5.9	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	12.9	9.7	8.7	8.4	8.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 28일 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 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	-33.6	-27.8	
2018.11.14	산업분석	Buy	140,000	주민우	-34.1	-26.4	
2019.01.21	기업브리프	Buy	120,000	주민우	-22.1	-19.9	
2019.01.28	기업브리프	Buy	110,000	주민우	-	-	