



하나금융그룹

2019년 10월 30일 | Equity Research

LG이노텍 (011070)

당분간 편안한 주가 흐름 예상

3Q19 Review: 영업이익 1,865억원으로 추정치 상회

LG이노텍의 19년 3분기 매출액은 2조 4,459억원(YoY +6%, QoQ +61%), 영업이익은 1,865억원(YoY +44%, QoQ +890%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합했고, 영업이익은 컨센서스를 11% 상회했다. 우호적인 환율을 감안해도 예상보다 양호한 수익성을 시현했는데, 1) 광학솔루션 부문의 조기 수율 안정화, 2) 기판소재 부문에서 고수익성 아이템 호조가 주요인이다. 트리플 카메라 최초 탑재에도 불구하고 안정적인 수율을 기반으로 이익을 극대화한 것으로 추정된다.

4Q19 Preview: 광학솔루션이 이익 방어

LG이노텍의 19년 4분기 매출액은 2조 6,537억원(YoY +9%, QoQ +9%), 영업이익은 1,663억원(YoY +61%, QoQ -11%)으로 전망한다. 광학솔루션 매출액이 전분기대비 16% 증가하며 전사 외형 성장을 견인할 것으로 기대된다. iPhone 11 Pro와 Pro Max의 판매량 지속 여부에 따라 변동성은 상존하지만, 현재 기준 무난한 출하량이 예상된다. 전사 영업이익이 전분기대비 감익하는 이유는 기판소재, LED, 기타사업 부문에서 사업효율화를 위한 비용이 반영될 것으로 추정되기 때문이다.

iPhone 판매량이 주가의 Key

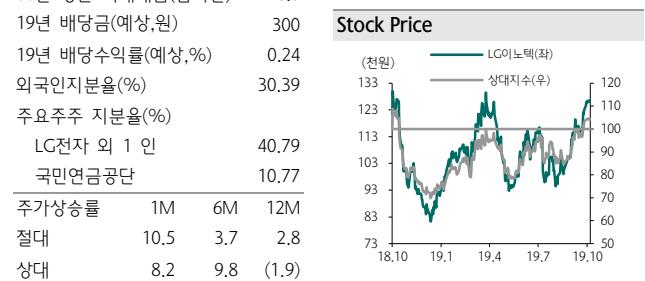
LG이노텍에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 170,000원으로 상향한다. 2019년, 2020년 영업이익을 기준 추정치대비 각각 9%, 5% 상향하고, 2020년 시간 가중치가 확대되었기 때문이다. 2020년은 북미 고객사의 5G 모델 출시와 ToF모듈 탑재 등으로 연간 증익 가시성이 높다. 향후 주가 방향성에 영향을 주는 포인트는 결국 iPhone 11 시리즈의 판매량이다. 그로 인해 19년 4분기와 20년 상반기 실적이 좌우되기 때문이다. 2018년과 2019년 상반기 실적은 광학솔루션 부문의 적자로 인해 변동성이 심했다. 예년과 다르게 상반기 실적에 도움을 줄 수 있는 iPhone SE 차기 모델과 iPad 관련 부품 공급 가능성이 있는 점은 상대적으로 편안하다. iPhone 판매량에 대한 부정적 소식이 들리기 전 까지 보유 전략이 유효하다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원(상향) | CP(10월 29일): 126,500원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,092.69		
52주 최고/최저(원)	129,500/81,300		
시가총액(십억원)	2,993.9		
시가총액비중(%)	0.25		
발행주식수(천주)	23,667.1		
60일 평균 거래량(천주)	171.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	18.5		
19년 배당금(예상,원)	300		
19년 배당수익률(예상,%)	0.24		
외국인지분율(%)	30.39		
주요주주 지분율(%)			
LG전자 외 1 인	40.79		
국민연금공단	10.77		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.5 3.7 2.8		
상대	8.2 9.8 (1.9)		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	7,641.4	7,982.1	7,990.5	8,613.9	9,475.3
영업이익	십억원	296.5	263.5	360.2	450.5	495.6
세전이익	십억원	238.7	184.0	226.1	341.7	375.9
순이익	십억원	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
EPS	원	7,385	6,891	7,728	11,551	12,706
증감률	%	3,433.5	(6.7)	12.1	49.5	10.0
PER	배	19.50	12.54	16.37	10.95	9.96
PBR	배	1.75	0.97	1.30	1.16	1.04
EV/EBITDA	배	6.97	4.54	4.38	3.74	3.37
ROE	%	9.37	8.02	8.27	11.20	11.03
BPS	원	82,439	89,515	97,331	108,991	121,397
DPS	원	250	300	300	300	300



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이준민

02-3771-7743

joonmin.lee@hanafn.com

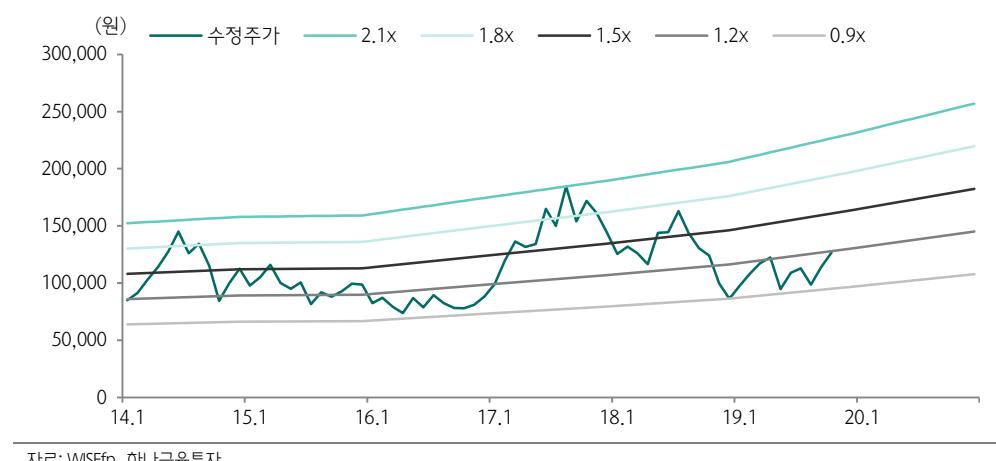
하나금융투자

표 1. LG이노텍의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고
	LED	-23	0.0	0	적자 사업부 감안 가치 0 적용
	광학솔루션	606	6.0	3,636	Peer Group 평균 적용
	기판소재	309	3.9	1,210	Peer Group 평균에 30% 할인
	전장부품	29	3.0	87	Peer Group 평균에 50% 할인
	소계 (A)	921	5.4	4,932	
순현금(십억원)	구분	Value		Value	
	현금 등 차입금 소계 (C)	507 2,007 -1,499		507 2,007 -1,499	
Valuation	구분			Value	
주주가치(십억원) 주식수 주식수(천주) 목표주가(원)	발행주식수 유통주식수 자사주제외		3,433 20,171 20,168 170,208	자기주식 포함	

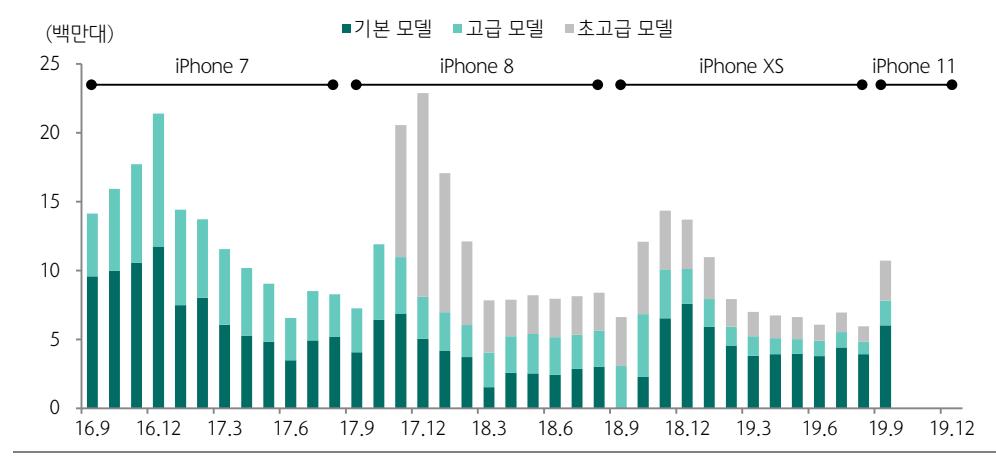
자료: 하나금융투자

그림 1. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. iPhone 신제품 월별 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하나금융투자

표 2. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	1,368.6	1,522.3	2,445.9	2,653.7	1,582.5	1,513.0	2,602.4	2,916.0	7,982.1	7,990.5	8,613.9
growth (YoY)	-20.5%	0.3%	5.7%	9.2%	15.6%	-0.6%	6.4%	9.9%	4.5%	0.1%	7.8%
growth (QoQ)	-43.7%	11.2%	60.7%	8.5%	-40.4%	-4.4%	72.0%	12.1%			
광학솔루션	666.1	830.1	1,682.4	1,950.5	902.7	809.3	1,860.6	2,175.2	5,096.9	5,129.1	5,747.8
기판소재	256.9	277.0	305.9	286.5	258.0	279.0	292.6	284.4	1,158.5	1,126.2	1,114.0
전장부품	272.9	264.7	293.4	289.7	282.1	299.7	320.7	344.0	963.2	1,120.6	1,246.5
LED	104.4	92.0	91.3	64.8	83.7	70.2	71.7	58.1	456.6	352.5	283.7
기타사업(전자부품 포함)	68.3	58.6	73.0	62.1	56.0	54.8	56.8	54.3	306.9	262.0	221.9
영업이익	-11.4	18.8	186.5	166.3	16.8	19.9	202.1	211.7	263.5	360.3	450.5
growth (YoY)	-168.0%	40.2%	43.9%	60.6%	-247.1%	5.6%	8.4%	27.3%	-11.1%	36.7%	25.1%
growth (QoQ)	-111.0%	-264.7%	890.2%	-10.8%	-89.9%	18.2%	916.2%	4.7%			
광학솔루션	-30.9	0.2	159.4	177.7	2.5	-1.1	170.9	190.6	219.7	306.4	362.8
기판소재	22.3	38.8	57.1	24.6	32.3	38.3	47.4	38.5	90.9	142.9	156.6
전장부품	-2.1	-10.1	-15.0	-14.6	-7.4	-7.3	-6.2	-7.4	-15.3	-41.7	-28.2
LED	-12.8	-11.0	-18.2	-16.8	-11.6	-11.1	-11.2	-10.7	-34.9	-58.8	-44.5
기타사업(전자부품 포함)	2.0	0.8	3.2	-4.6	1.1	1.1	1.1	0.5	3.1	1.5	3.9
영업이익률	-0.8%	1.2%	7.6%	6.3%	1.1%	1.3%	7.8%	7.3%	3.3%	4.5%	5.2%

자료: LG이노텍, 하나금융투자

표 3. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	1,720.6	1,517.9	2,313.2	2,430.5	1,368.6	1,522.3	2,500.4	2,553.5	7,982.1	7,944.7	8,780.0
growth (YoY)	4.6%	13.3%	29.4%	-15.3%	-20.5%	0.3%	8.1%	5.1%	4.5%	-0.5%	10.5%
growth (QoQ)	-40.0%	-11.8%	52.4%	5.1%	-43.7%	11.2%	64.3%	2.1%			
광학솔루션	1,014.1	813.8	1,595.2	1,673.8	666.1	830.1	1,755.2	1,824.3	5,096.9	5,075.7	5,738.3
기판소재	262.2	294.8	291.5	310.1	256.9	277.0	304.9	291.5	1,158.5	1,130.3	1,189.7
전장부품	218.9	239.9	239.6	264.7	272.9	264.7	284.7	296.3	963.2	1,118.5	1,284.3
LED	124.8	117.2	120.4	94.3	104.4	92.0	86.3	74.5	456.6	357.2	333.3
기타사업(전자부품 포함)	100.6	52.2	66.5	87.6	68.3	58.6	69.3	67.0	306.9	263.2	234.4
영업이익	16.8	13.4	129.7	103.6	-11.4	18.8	172.8	151.4	263.5	331.6	430.5
growth (YoY)	-74.8%	-58.5%	132.0%	-26.6%	적전	40.2%	33.3%	46.2%	-11.1%	25.9%	29.8%
growth (QoQ)	-88.1%	-20.1%	864.8%	-20.1%	적전	흑전	817.6%	-12.4%			
광학솔루션	-2.1	-9.8	121.3	110.2	-30.9	0.2	142.7	127.4	219.7	239.4	303.5
기판소재	18.8	30.6	22.6	18.9	22.3	38.8	48.4	44.6	90.9	154.1	166.4
전장부품	0.6	-1.7	-6.4	-7.8	-2.1	-10.1	-9.3	-10.0	-15.3	-31.5	-5.3
LED	-2.7	-5.7	-6.0	-20.4	-12.8	-11.0	-9.9	-11.3	-34.9	-45.0	-38.1
기타사업(전자부품 포함)	2.2	0.0	-1.8	2.6	2.0	0.8	1.0	0.7	3.1	4.6	4.1
영업이익률	1.0%	0.9%	5.6%	4.3%	-0.8%	1.2%	6.9%	5.9%	3.3%	4.2%	4.9%

자료: LG이노텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	7,641.4	7,982.1	7,990.5	8,613.9	9,475.3
매출원가	6,756.7	7,118.2	6,971.4	7,297.3	8,027.1
매출총이익	884.7	863.9	1,019.1	1,316.6	1,448.2
판관비	588.2	600.4	658.9	866.0	952.6
영업이익	296.5	263.5	360.2	450.5	495.6
금융순익	(27.8)	(55.5)	(62.2)	(52.7)	(54.2)
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	(30.0)	(24.0)	(71.9)	(56.1)	(65.5)
세전이익	238.7	184.0	226.1	341.7	375.9
법인세	63.9	20.9	43.2	68.3	75.2
계속사업이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
지배주주지분포괄이익	178.2	173.4	192.1	283.1	300.7
NOPAT	217.1	233.6	291.3	360.4	396.5
EBITDA	651.5	781.6	945.4	1,048.5	1,129.6
성장성(%)					
매출액증가율	32.8	4.5	0.1	7.8	10.0
NOPAT증가율	346.7	7.6	24.7	23.7	10.0
EBITDA증가율	43.0	20.0	21.0	10.9	7.7
영업이익증가율	182.9	(11.1)	36.7	25.1	10.0
(지배주주)순익증가율	3,396.0	(6.7)	12.1	49.5	10.0
EPS증가율	3,433.5	(6.7)	12.1	49.5	10.0
수익성(%)					
매출총이익률	11.6	10.8	12.8	15.3	15.3
EBITDA이익률	8.5	9.8	11.8	12.2	11.9
영업이익률	3.9	3.3	4.5	5.2	5.2
계속사업이익률	2.3	2.0	2.3	3.2	3.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	7,385	6,891	7,728	11,551	12,706
BPS	82,439	89,515	97,331	108,991	121,397
CFPS	27,931	35,345	39,701	41,373	44,749
EBITDAPS	27,529	33,023	39,947	44,302	47,729
SPS	322,868	337,266	337,623	363,960	400,356
DPS	250	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	19.5	12.5	16.4	11.0	10.0
PBR	1.7	1.0	1.3	1.2	1.0
PCFR	5.2	2.4	3.2	3.1	2.8
EV/EBITDA	7.0	4.5	4.4	3.7	3.4
PSR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	9.4	8.0	8.3	11.2	11.0
ROA	3.4	2.8	3.2	4.6	4.8
ROIC	7.8	6.9	8.4	10.7	11.3
부채비율	201.3	171.7	148.5	134.8	126.6
순부채비율	58.1	71.1	49.7	36.0	28.3
이자보상배율(배)	8.9	4.8	5.8	8.0	9.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

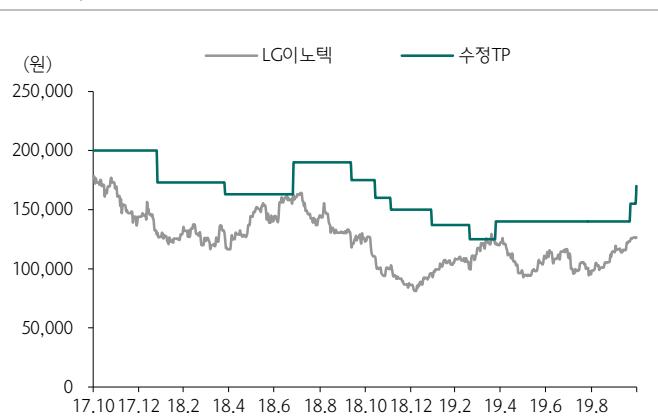
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,734.5	2,233.3	2,304.7	2,563.6	2,818.0
금융자산	369.9	621.7	644.4	791.2	890.5
현금성자산	369.5	621.2	643.9	790.6	889.9
매출채권 등	1,649.0	930.0	1,015.4	1,094.6	1,204.0
재고자산	641.3	520.2	568.0	612.3	673.6
기타유동자산	74.3	161.4	76.9	65.5	49.9
비유동자산	3,143.0	3,522.7	3,418.0	3,491.9	3,691.6
투자자산	34.6	31.9	34.8	37.6	41.3
금융자산	34.6	31.9	34.8	37.6	41.3
유형자산	2,599.6	2,927.3	2,834.4	2,929.4	3,145.2
무형자산	269.5	309.4	287.7	263.8	244.0
기타비유동자산	239.3	254.1	261.1	261.1	261.1
자산총계	5,877.5	5,756.1	5,722.7	6,055.5	6,509.6
유동부채	2,497.2	1,584.4	1,762.0	1,827.0	1,937.1
금융부채	240.7	331.0	413.5	373.5	338.5
매입채무 등	2,163.0	1,135.2	1,239.4	1,336.1	1,469.7
기타유동부채	93.5	118.2	109.1	117.4	128.9
비유동부채	1,429.5	2,053.4	1,657.4	1,649.4	1,699.7
금융부채	1,261.9	1,795.7	1,376.1	1,346.1	1,366.1
기타비유동부채	167.6	257.7	281.3	303.3	333.6
부채총계	3,926.7	3,637.8	3,419.5	3,476.4	3,636.8
지배주주지분	1,950.8	2,118.2	2,303.2	2,579.2	2,872.8
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	(42.2)	(40.1)	(19.0)	(9.3)	(9.3)
이익잉여금	741.4	906.7	1,070.5	1,336.8	1,630.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,950.8	2,118.2	2,303.2	2,579.2	2,872.8
순금융부채	1,132.8	1,505.0	1,145.2	928.4	814.1

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	446.0	1,062.3	785.5	877.8	959.2
당기순이익	174.8	163.1	182.9	273.4	300.7
조정	512.6	587.9	594.1	589.7	638.1
감가상각비	355.0	518.0	585.2	598.0	634.0
외환거래손익	(2.6)	4.2	(5.2)	(1.1)	(0.7)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	160.2	65.7	14.1	(7.2)	4.8
영업활동 자산부채 변동	(241.4)	311.3	8.5	14.7	20.4
투자활동 현금흐름	(834.4)	(1,414.5)	(390.2)	(661.1)	(833.1)
투자자산감소(증가)	(0.3)	2.7	(2.9)	(2.7)	(3.8)
유형자산감소(증가)	(750.9)	(1,358.2)	(457.9)	(639.1)	(800.0)
기타	(83.2)	(59.0)	70.6	(19.3)	(29.3)
재무활동 현금흐름	422.5	603.6	(371.3)	(77.1)	(22.1)
금융부채증가(감소)	421.3	624.1	(337.2)	(70.0)	(15.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	7.1	(14.6)	(27.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(5.9)	(5.9)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
현금의 증감	28.3	251.7	22.6	146.8	99.2
Unlevered CFO	661.0	836.5	939.6	979.2	1,059.1
Free Cash Flow	(329.7)	(351.2)	309.3	238.7	159.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

LG이노텍



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.10.30	BUY	170,000		
19.10.22	BUY	155,000	-18.71%	-18.39%
19.4.24	BUY	140,000	-23.54%	-10.00%
19.3.20	BUY	125,000	-5.77%	3.60%
19.1.28	BUY	137,000	-23.45%	-19.71%
18.12.4	BUY	150,000	-40.12%	-33.00%
18.11.13	BUY	160,000	-38.08%	-35.31%
18.10.12	BUY	175,000	-29.67%	-25.71%
18.7.26	BUY	190,000	-24.44%	-13.68%
18.4.25	BUY	163,000	-12.75%	-0.61%
18.1.24	BUY	173,000	-26.48%	-20.52%
17.11.14	BUY	200,000	-23.57%	-11.50%
17.9.13	BUY	185,000	-10.65%	-3.78%

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	90.2%	9.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 29일

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 2019년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2019년 10월 30일 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.