

2020. 3. 5



▲ 핸드셋/전기전자
 Analyst **주민우**
 02. 6454-4865
 minwoo.ju@meritz.co.kr
 RA **서승연**
 02. 6454-4880
 sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	190,000 원
현재주가 (3.4)	136,000 원
상승여력	39.7%
KOSPI	2,059.33pt
시가총액	32,187억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.20%
외국인비중	32.94%
52주 최고/최저가	158,000원/92,800원
평균거래대금	287.4억원
주요주주(%)	
LG전자 외 1인	40.79
국민연금공단	9.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.3	30.1	24.8
상대주가	-8.1	25.7	32.7

주가그래프



LG이노텍 011070

1Q20 preview: 코로나? 끄떡없다

- ✓ 1Q20 영업이익은 486억원으로 컨센서스(420억원) 상회 예상
- ✓ 일시적인 아이폰 생산차질 이슈에도 환율효과와 1월 신모델 판매 호조 영향
- ✓ 폭스콘 공장 가동률은 2월 10일 10%에서 현재 50% 수준을 넘어서 아이폰 생산차질 이슈는 일단락 될 전망
- ✓ 트리플 카메라 모듈 가격 한차례 더 오르고, 하반기 신모델 출하량 또한 회복 예상
- ✓ ToF 도입으로 신규 매출액(9,600억원 추정)도 추가돼 하반기 사상 최대 실적 예상
- ✓ 주가는 2020년 기준 PBR 1.3x(ROE 14.8%)에 머물고 있어 적극적인 매수대응 권고

1Q20 영업이익 486억원으로 컨센서스(420억원) 상회 예상

1Q20 매출액은 1,6조원으로 컨센서스를 11% 하회, 영업이익은 486억원으로 컨센서스를 16% 상회할 전망이다. 매출액은 코로나19 영향으로 중국 내 아이폰 생산이 일시적 차질을 빚은 영향이다. 중국 내 폭스콘 공장 가동률은 2월 10일 10%에서 현재 50% 수준을 넘어선 것으로 파악된다. 이로써 아이폰 생산차질 이슈는 일단락 될 전망이다. 애플은 아이폰 생산 및 판매 차질로 1Q20 가이드스 하향을 발표했다. 현재 애플의 매출액 컨센서스는 애플의 기존 가이드스(630~670억달러) 대비 5~10% 하향되는데 그쳤다. 1Q20 아이폰 출하량 또한 종전 대비 10% 둔화되는 수준에 그칠 전망이다. 아이폰의 판매 계절성이 이미 peak를 지나 계절적 비수기에 진입해 있어, 코로나 19의 영향은 제한적이다. 반면 영업이익은 매출액 감소에도 불구하고, 환율효과(10원당 분기 36억원 변동)와 1월 아이폰 신모델 판매호조(+35% YoY) 영향으로 컨센서스를 상회할 전망이다.

트리플 카메라 가격 상승(P)과 5G 아이폰 출하증가(Q)에 주목할 필요

2019년 트리플 적용 모델의 판매환경이 우호적이지 않았음에도, LG이노텍이 호실적을 거두었던 주요 원인은 카메라 모듈 판가 상승(듀얼→트리플) 덕분이었다. 2020년에도 한차례 추가적인 판가 상승이 기대된다. OIS가 센서에 부착되는 Sensor-shift technology 도입으로 스펙이 상향되기 때문이다. 이에 더해 하반기 신모델 출하량 역시 7,280만대(+10% YoY)로 증가가 예상돼 P와 Q가 모두 성장할 전망이다. 뿐만 아니라 ToF 도입으로 신규 매출액(9,600억원 추정)도 추가된다. 이에 힘입어 하반기 영업이익은 사상 최대 실적이 예상된다. 반면 현 주가는 2020년 기준 PBR 1.3x(ROE 14.8%)에 머물고 있어 적극적인 매수 대응을 권고한다.

(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
2018	7,982.1	263.5	163.1	6,891	-6.7	89,511	19.7	1.5	7.1	8.0	171.7
2019	8,302.1	403.1	102.3	4,322	-37.3	93,933	31.5	1.4	4.1	4.7	175.5
2020E	9,288.2	541.5	354.7	14,985	246.7	108,600	9.1	1.3	3.3	14.8	164.0
2021E	11,099.3	636.5	433.1	18,301	22.1	126,879	7.4	1.1	6.5	15.5	152.6

(십억원)	1Q20E	1Q19	YoY	4Q19	QoQ	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	1,603.5	1,368.6	17.2%	2,965.2	-45.9%	1,795.4	-10.7%	1,937.1	-17.2%
영업이익	48.6	-11.4	nm	209.3	-76.8%	42.0	15.8%	65.5	-25.8%
세전이익	12.7	-47.6	nm	61.8	-79.4%	12.2	4.4%	26.0	-51.0%
지배주주 순이익	8.3	-33.0	nm	15.5	-46.5%	7.9	4.8%	5.7	44.9%
영업이익률(%)	3.0%	-0.8%		7.1%		2.3%		3.4%	
지배주주 순이익률(%)	0.5%	-2.4%		0.5%		0.4%		0.3%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
매출액	1,575.5	9,288.2	11,099.3	1,726.6	10,032.3	12,192.3	-8.8%	-7.4%	-9.0%
영업이익	26.6	541.5	636.5	25.4	577.3	656.8	4.6%	-6.2%	-3.1%
영업이익률 (%)	1.7%	5.8%	5.7%	1.5%	5.8%	5.4%			
세전이익	13.1	440.4	534.7	-4.8	427.0	499.2	nm	3.1%	7.1%
순이익	10.6	354.7	433.1	-25.1	345.8	404.4	nm	2.5%	7.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
환율 (원)	1,126	1,167	1,195	1,176	1,185	1,160	1,150	1,140	1,166	1,159	1,100
매출액	1,368.6	1,522.3	2,446.0	2,965.2	1,603.5	1,575.5	2,578.9	3,530.2	8,302.1	9,288.2	11,099.3
(% QoQ)	-43.7%	11.2%	60.7%	21.2%	-45.9%	-1.8%	63.7%	36.9%			
(% YoY)	-20.5%	0.3%	5.7%	22.0%	17.2%	3.5%	5.4%	19.1%	4.0%	11.9%	19.5%
광학솔루션	666	830	1,682	2,247	926	891	1,873	2,781	5,426	6,471	7,871
전장부품	273	265	293	301	300	314	328	354	1,132	1,296	1,503
기판소재	257	277	306	286	269	277	282	288	1,126	1,116	1,303
LED	104	92	91	67	50	47	30	14	355	141	154
전자 및 기타	68	59	73	64	58	47	66	93	264	264	268
영업이익	-11.4	18.8	186.5	209.3	48.6	26.6	182.7	283.5	403.1	541.5	636.5
(% QoQ)	nm	nm	893.7%	12.2%	-76.8%	-45.3%	587.3%	55.2%			
(% YoY)	nm	40.1%	43.8%	102.0%	nm	41.6%	-2.0%	35.5%	53.0%	34.3%	17.6%
광학솔루션	-27.6	3.6	160.6	224.7	36.8	27.1	179.7	279.8	361.4	523.4	606.8
전장부품	-0.6	-14.8	-16.5	-20.2	-16.5	-15.7	-18.0	-23.3	-52.1	-73.6	-81.1
기판소재	22.8	38.5	56.6	40.1	39.0	41.5	43.0	38.8	158.0	162.3	180.0
LED	-11.4	-11.3	-19.7	-40.2	-13.7	-27.4	-23.6	-11.6	-82.7	-76.2	-77.3
전자 및 기타	5.4	2.8	5.5	4.8	3.0	1.1	1.6	-0.2	18.5	5.5	8.2
영업이익률 (%)	-0.8%	1.2%	7.6%	7.1%	3.0%	1.7%	7.1%	8.0%	4.9%	5.8%	5.7%
광학솔루션	-4.1%	0.4%	9.5%	10.0%	4.0%	3.0%	9.6%	10.1%	6.7%	8.1%	7.7%
전장부품	-0.2%	-5.6%	-5.6%	-6.7%	-5.5%	-5.0%	-5.5%	-6.6%	-4.6%	-5.7%	-5.4%
기판소재	8.9%	13.9%	18.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.3%	13.5%	14.0%	14.5%	13.8%
LED	-10.9%	-12.3%	-21.6%	-60.0%	-27.3%	-58.6%	-79.1%	-80.0%	-23.3%	-54.0%	-50.2%
전자 및 기타	7.9%	4.8%	7.5%	7.6%	5.1%	2.4%	2.4%	-0.2%	7.0%	2.1%	3.0%
세전이익	-47.6	-9.3	153.3	61.8	12.7	13.1	160.3	254.2	158.2	440.4	534.7
지배주주 순이익	-33.0	-5.2	125.0	15.5	8.3	10.6	129.9	205.9	102.3	354.7	433.1
지배주주 순이익률	-2.4%	-0.3%	5.1%	0.5%	0.5%	0.7%	5.0%	5.8%	1.2%	3.8%	3.9%

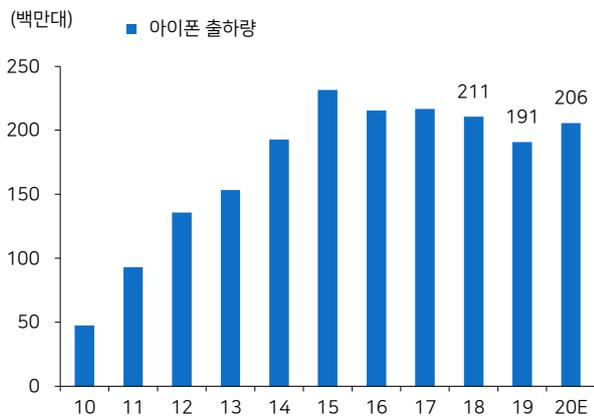
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량(Sell-in) 추정

(백만대)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
아이폰 X	16.0	11.8	6.3	3.6	1.4	1.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	37.7	3.3	0.2
아이폰 XR	0.0	0.0	0.0	22.7	11.6	11.4	10.6	7.8	4.7	2.8	1.7	1.0	22.7	41.4	10.2
아이폰 XS	0.0	0.0	7.7	8.6	3.7	3.3	2.1	2.4	1.5	0.9	0.5	0.3	16.3	11.5	3.1
아이폰 XS max	0.0	0.0	8.0	11.4	4.8	4.8	3.0	3.2	2.2	1.3	0.8	0.4	19.4	15.8	4.8
아이폰 11							9.5	25.2	16.4	12.3	8.6	6.0	0.0	34.7	43.3
아이폰 11 pro							3.9	11.1	6.1	4.6	3.2	2.2	0.0	15.0	16.1
아이폰 11 pro max							5.1	11.4	6.3	4.7	3.3	2.3	0.0	16.5	16.6
아이폰 SE2										11.3	11.0	9.9	0.0	0.0	32.1
아이폰 12											4.1	10.5	0.0	0.0	14.6
아이폰 12 pro											10.2	26.2	0.0	0.0	36.4
아이폰 12 pro max											6.1	15.7	0.0	0.0	21.9
전체 출하량	52.2	41.3	48.7	68.4	36.8	33.8	46.6	73.8	40.7	39.6	50.3	75.0	210.6	190.9	205.7

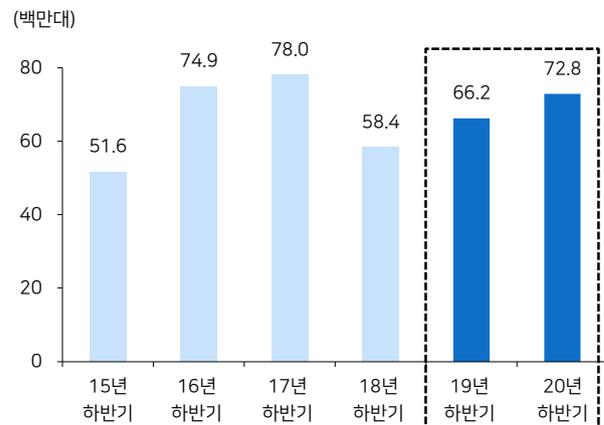
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 아이폰 출하량 전망



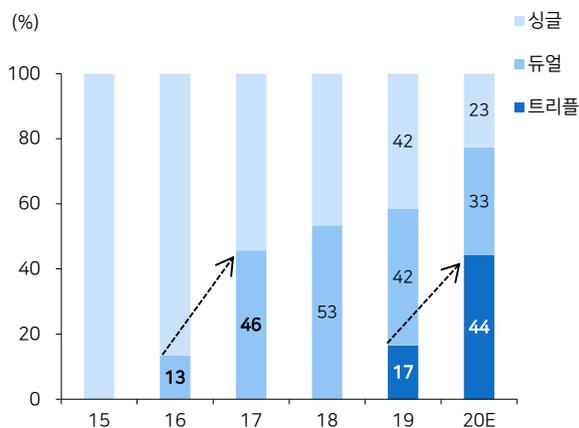
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 역대 아이폰 신모델 하반기 출하 추이



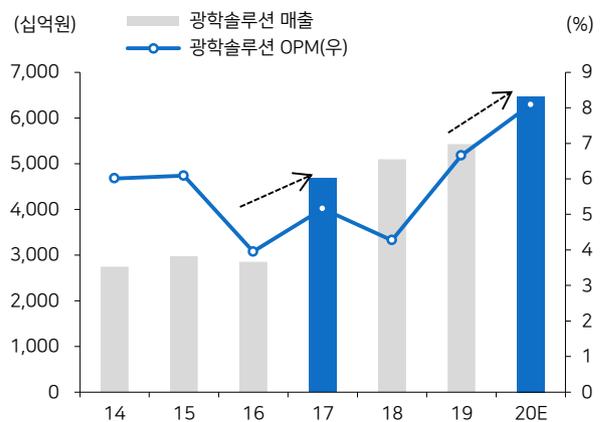
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 연도별 아이폰 카메라 모듈 탑재 비중



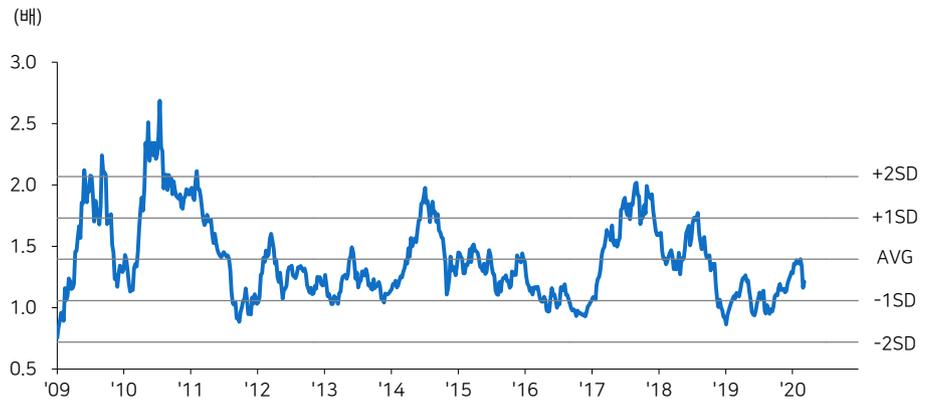
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 연도별 광학솔루션 매출액 및 영업이익률



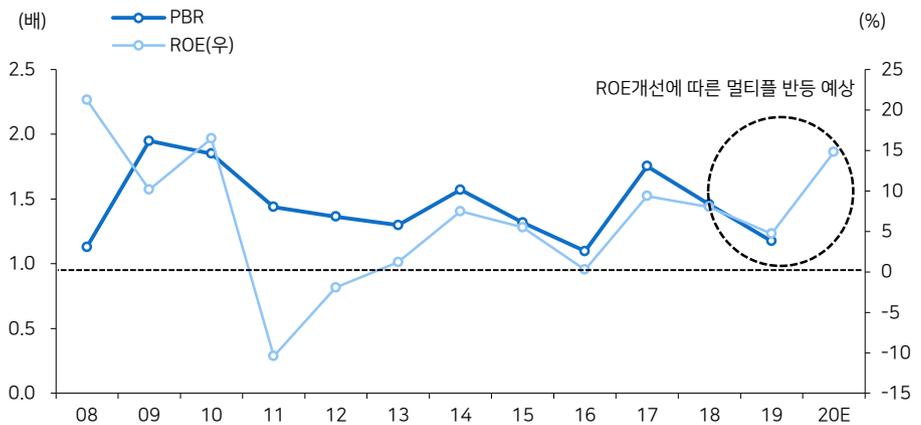
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 LG이노텍 PBR 변동 추이



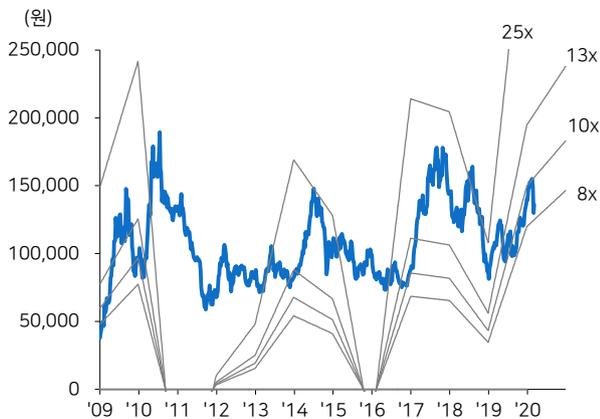
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG이노텍 PBR vs ROE 추이



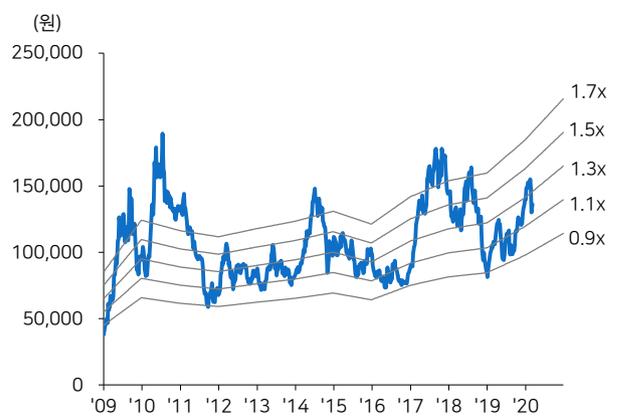
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 LG이노텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
BPS	108,600	2020E BPS
적정배수 (배)	1.73	아이폰 출하량이 역성장했다가 새로운 폼팩터로 출하량 회복이 기대되던 2017년 평균멀티플
적정가치	188,092	
적정주가	190,000	
현재주가	136,000	
상승여력 (%)	39.7%	

자료: 메리츠증권리서치센터

표6 LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
주가 (원)												
High	162,000	196,000	147,500	109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	
Low	37,650	81,200	56,200	67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	81,300	
Average	99,709	135,152	94,578	85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	
확정치 기준 PBR (배)												
High	3.2	2.7	2.2	1.7	1.7	2.1	1.6	1.3	2.3	1.9	1.5	
Low	0.7	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	
Average	1.9	1.9	1.4	1.4	1.3	1.6	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	
확정치 BPS (원)	51,157	73,041	65,725	62,884	65,295	71,689	74,586	75,154	82,435	89,511	93,933	108,600
확정치 ROE (%)	10.2	16.5	-10.4	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	14.8
컨센서스 기준 PBR (배)												
High	3.3	2.7	2.2	1.7	1.6	2.1	1.6	1.4	2.3	1.9	1.4	
Low	0.8	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	
Average	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4	1.1	
컨센서스 BPS (원)	49,691	73,078	68,382	65,709	69,299	72,561	77,015	71,321	83,448	90,546	97,221	108,013
컨센서스 ROE (%)	13.0	15.6	-6.0	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	8.3	13.5

자료: 메리츠증권리서치센터

LG 이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	7,641.4	7,982.1	8,302.1	9,288.2	11,099.3
매출액증가율 (%)	32.8	4.5	4.0	11.9	19.5
매출원가	6,756.7	6,881.1	7,344.8	8,095.2	9,624.7
매출총이익	884.7	863.9	957.3	1,193.0	1,474.6
판매비와관리비	588.2	600.4	554.2	651.5	838.1
영업이익	296.5	263.5	403.1	541.5	636.5
영업이익률 (%)	3.9	3.3	4.9	5.8	5.7
금융수익	-27.8	-55.5	-65.6	-63.7	-62.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.0	-24.0	-186.8	-37.4	-39.5
세전계속사업이익	238.7	184.0	158.2	440.4	534.7
법인세비용	63.9	20.9	30.1	85.7	101.6
당기순이익	174.8	163.1	102.3	354.6	433.1
지배주주지분 손이익	174.8	163.1	102.3	354.7	433.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	446.0	1,062.3	534.7	1,071.4	1,512.4
당기순이익(손실)	174.8	163.1	102.3	354.6	433.1
유형자산감가상각비	306.7	470.0	558.1	632.1	699.2
무형자산상각비	48.4	48.1	57.1	64.7	71.5
운전자본의 증감	-241.4	-65.0	-307.5	-196.8	43.1
투자활동 현금흐름	-834.4	-1,414.5	-446.2	-880.5	-676.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-775.7	-1,413.5	-480.0	-800.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-1.1	0.3	0.7	0.7
재무활동 현금흐름	422.5	603.6	-115.6	-57.1	43.2
차입금증감	421.6	624.0	-50.1	-50.0	50.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	28.3	251.7	-132.4	1.0	-63.8
기초현금	341.3	369.5	621.3	488.9	489.8
기말현금	369.5	621.3	488.9	489.8	426.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	2,734.5	2,233.3	2,257.4	2,695.9	2,905.5
현금및현금성자산	369.5	621.3	488.9	489.8	426.0
매출채권	1,637.7	913.1	1,102.9	1,445.4	1,540.8
재고자산	641.3	520.3	519.2	567.5	695.5
비유동자산	3,143.0	3,522.7	3,866.6	4,088.9	4,680.2
유형자산	2,599.7	2,927.3	3,202.4	3,370.3	3,970.3
무형자산	269.5	309.4	328.8	345.8	274.3
투자자산	34.6	31.9	31.7	31.0	31.0
자산총계	5,877.5	5,756.1	6,124.0	6,784.8	7,585.7
유동부채	2,497.3	1,584.4	2,272.2	2,851.7	3,029.5
매입채무	1,110.9	603.3	682.6	829.8	1,088.4
단기차입금	58.5	20.2	68.6	73.6	88.6
유동성장기부채	182.2	310.9	605.7	800.4	652.3
비유동부채	1,429.5	2,053.4	1,628.9	1,363.2	1,553.6
사채	730.0	720.0	399.0	329.0	429.0
장기차입금	533.7	1,077.3	1,003.4	823.6	907.0
부채총계	3,926.7	3,637.8	3,901.1	4,214.8	4,583.1
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	-40.2	-15.1	-15.6	-16.1
이익잉여금	741.4	906.7	986.3	1,333.9	1,767.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,950.8	2,118.2	2,222.9	2,570.0	3,002.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	322,868	337,266	350,785	392,452	468,974
EPS(지배주주)	7,385	6,891	4,322	14,985	18,301
CFPS	1,194	10,637	-5,594	41	-2,696
EBITDAPS	27,529	27,234	42,413	52,319	26,895
BPS	82,435	89,511	93,933	108,600	126,879
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	19.6	19.7	31.5	9.1	7.4
PCR	121.1	12.8	-24.3	3313.2	-50.4
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.8	1.5	1.4	1.3	1.1
EBITDA	652	645	1,004	1,238	637
EV/EBITDA	7.0	7.1	4.1	3.3	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.4	8.0	4.7	14.8	15.5
EBITDA 이익률	26.8	25.3	10.2	28.6	68.0
부채비율	201.3	171.7	175.5	164.0	152.6
금융비용부담률	0.4	0.6	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	8.9	4.8	5.2	7.2	8.7
매출채권회전율(x)	5.3	6.3	8.2	7.3	7.4
재고자산회전율(x)	12.9	11.8	14.1	14.9	15.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 이노텍 (011070) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.16	산업분석	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	-4.6	0.9	
2019.03.26	기업브리프	Buy	140,000	주민우	-21.7	-7.5	
2019.10.29	기업브리프	Buy	160,000	주민우	-19.7	-7.2	
2020.01.13	산업분석	Buy	180,000	주민우	-16.9	-14.4	
2020.01.29	기업브리프	Buy	190,000	주민우	-	-	