

2020. 7. 22



▲ 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) 210,000 원

현재주가 (7.22) 164,500 원

상승여력 27.7%

KOSPI 2,228.66pt

시가총액 38,932억원

발행주식수 2,367만주

유동주식비율 59.20%

외국인비중 33.01%

52주 최고/최저가 179,500원/76,300원

평균거래대금 377.3억원

주요주주(%)

LG전자 40.79

국민연금공단 12.06

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.2 11.1 43.7

상대주가 -2.5 13.1 34.9

주가그래프



LG이노텍 011070

3Q가 부진한 만큼 4Q가 올라온다

- ✓ 2Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 +5%, +34% 상회
- ✓ 1) 달러강세, 2) 아이폰11 생산 증가, 3) 패키지 기판 호조 영향
- ✓ 신모델 출시지연으로 카메라모듈 공급시점이 7월말에서 8월말로 연기. 해당 영향으로 3Q20 OP는 컨센서스 하회, 4Q20 OP는 컨센서스 상회 예상
- ✓ 3Q20 영업이익은 904억원, 4Q20 영업이익은 3,187억원 예상
- ✓ 기판투자 효과로 2021년 영업이익 추정치 5% 상향
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 21만원 유지

2Q20 review: 예견된 실적 호조

2Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 +5%, +34% 상회했다. 1) 달러 강세에 따른 긍정적 환효과(+10원당 +36억원), 2) 2H20 신제품 출시 지연에 따른 아이폰11 시리즈 생산 증가, 3) 패키지 기판 실적호조 영향이다.

3Q가 부진한 만큼 4Q가 올라온다

3Q20 영업이익은 904억원으로 컨센서스 1,666억원을 46% 하회할 전망이다. 2H20 신모델 출시가 1달 지연되는 영향으로 카메라모듈 공급 시점이 7월말→8월말로 지연된 영향이 크다. 사실상 3Q20 실적 내 신모델 향 카메라 모듈 실적은 9월 한달 실적이 반영되는 셈이다. 신모델 출시가 지연되는 만큼 물동량 피크시점도 지연된다. 통상 10~11월 카메라모듈 물동량이 피크를 기록하고, 12월부터 물동량이 크게 감소하는 패턴이지만, 이번에는 12월까지 많은 물동량이 유지될 전망이다. 이에 따라 4Q20 영업이익은 3,187억원으로 컨센서스 2,453억원을 30% 상회할 전망이다. 결국 3Q가 부진한 만큼, 4Q가 올라와 연간 영업이익은 종전 추정치 대비 3% 하락하는데 그칠 전망이다.

금일 함께 공시된 기판소재사업 신규시설 투자건(1,274억원 투자)은 고객의 mmWave 안테나 기판(AiP기판) 수요에 대응하기 위한 투자다. 해당 투자에서 예상되는 신규 매출액은 약 1,300억원으로 추정된다. 해당 신규 매출액을 반영해 2021년 매출액 추정치를 1.5%, 영업이익 추정치를 5.1% 상향했다.

신모델 출시 지연에 따른 3Q20 실적 부진 우려와 2022년 망원카메라(폴디드줌) 공급사 변경 불확실성으로 주가는 조정을 받고있다. 첫번째 우려는 기우에 불과하나, 두번째 우려는 향후 확인을 거쳐 실적 추정치 변경 여부에 대한 판단이 필요하다. 중장기 불확실성이 발생했으나, 기판투자 효과로 2021년 영업이익 추정치는 5% 상향했다. 투자 의견 Buy, 적정주가 21만원을 유지한다.

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2018	7,982.1	263.5	163.1	6,891	-6.7	89,511	18.9	1.5	7.1	8.0	171.7
2019	8,302.1	403.1	102.3	4,322	-37.3	93,161	25.5	1.2	5.6	4.7	161.8
2020E	8,881.8	590.0	384.0	16,227	275.4	109,498	10.1	1.5	3.5	16.0	148.7
2021E	9,732.6	721.1	522.6	22,080	36.1	131,554	7.5	1.3	2.6	18.3	104.1
2022E	10,561.0	782.5	582.6	24,617	11.5	156,174	6.7	1.1	2.0	17.1	82.5

표1 LG이노텍 2Q20P 실적 Review

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사 예상치	(% diff)
매출액	1,539.9	1,522.3	1.2%	2,010.9	-23.4%	1,470.9	4.7%	1,500.9	2.6%
영업이익	42.9	18.8	128.6%	138.0	-68.9%	32.0	34.1%	45.0	-4.7%
세전이익	14.6	-9.3	nm	109.3	-86.7%	11.6	25.6%	37.0	-60.6%
지배주주 순이익	7.6	-5.2	nm	80.6	-90.6%	10.1	-24.8%	30.0	-74.7%
영업이익률(%)	2.8%	1.2%		6.9%		2.2%		3.0%	
지배주주 순이익률(%)	0.5%	-0.3%		4.0%		0.7%		2.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 LG이노텍 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E
매출액	1,981.3	8,881.8	9,732.6	2,314.0	8,933.0	9,589.5	-14.4%	-0.6%	1.5%
영업이익	90.4	590.0	721.1	179.6	611.8	686.0	-49.7%	-3.6%	5.1%
영업이익률 (%)	4.6%	6.6%	7.4%	7.8%	6.8%	7.2%			
세전이익	74.6	489.1	645.2	163.8	531.2	609.4	-54.5%	-7.9%	5.9%
순이익	60.4	384.0	522.6	132.7	422.4	493.6	-54.5%	-9.1%	5.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,215	1,190	1,180	1,173	1,165	1,155	1,205	1,168	1,155
매출액	2,010.9	1,539.9	1,981.3	3,349.7	2,218.0	1,661.1	2,576.7	3,276.7	8,881.8	9,732.6	10,561.0
(% QoQ)	-32.2%	-23.4%	28.7%	69.1%	-33.8%	-25.1%	55.1%	27.2%			
(% YoY)	46.9%	1.2%	-19.0%	13.0%	10.3%	7.9%	30.1%	-2.2%	7.0%	9.6%	8.5%
광학솔루션	1,334	930	1,252	2,581	1,519	956	1,843	2,511	6,097	6,828	7,471
전장부품	283	233	309	351	315	326	342	370	1,176	1,354	1,523
기판소재	290	296	318	329	313	323	345	355	1,232	1,336	1,448
기타	104	82	102	89	71	56	47	41	376	215	119
영업이익	138.0	42.9	90.4	318.7	138.6	68.1	226.9	287.6	590.0	721.1	782.5
(% QoQ)	-34.1%	-68.9%	110.7%	252.7%	-56.5%	-50.9%	233.4%	26.8%			
(% YoY)	nm	128.6%	-51.5%	52.3%	0.5%	58.6%	151.0%	-9.8%	46.3%	22.2%	8.5%
광학솔루션	125.3	13.7	68.8	285.1	101.1	19.4	173.6	239.7	493.0	533.8	559.2
전장부품	-3.9	-23.3	-20.1	-19.3	-12.6	-16.3	-18.8	-22.2	-66.5	-70.0	-63.4
기판소재	50.0	60.7	66.6	66.2	57.4	66.4	72.6	70.9	243.6	267.3	287.8
기타	-33.5	-8.3	-24.9	-13.3	-7.3	-1.5	-0.5	-0.8	-80.0	-10.0	-1.2
영업이익률 (%)	6.9%	2.8%	4.6%	9.5%	6.2%	4.1%	8.8%	8.8%	6.6%	7.4%	7.4%
광학솔루션	9.4%	1.5%	5.5%	11.0%	6.7%	2.0%	9.4%	9.5%	8.1%	7.8%	7.5%
전장부품	-1.4%	-10.0%	-6.5%	-5.5%	-4.0%	-5.0%	-5.5%	-6.0%	-5.7%	-5.2%	-4.2%
기판소재	17.3%	20.5%	21.0%	20.1%	18.4%	20.6%	21.0%	20.0%	19.8%	20.0%	19.9%
기타	-32.4%	-10.1%	-24.5%	-15.0%	-10.2%	-2.7%	-1.0%	-2.0%	-21.3%	-4.7%	-1.0%
세전이익	109.3	14.6	74.6	290.7	110.7	61.7	211.9	260.8	489.1	645.2	719.3
지배주주 순이익	80.6	7.6	60.4	235.5	89.7	50.0	171.7	211.2	384.0	522.6	582.6
지배주주 순이익률	4.0%	0.5%	3.0%	7.0%	4.0%	3.0%	6.7%	6.4%	4.3%	5.4%	5.5%

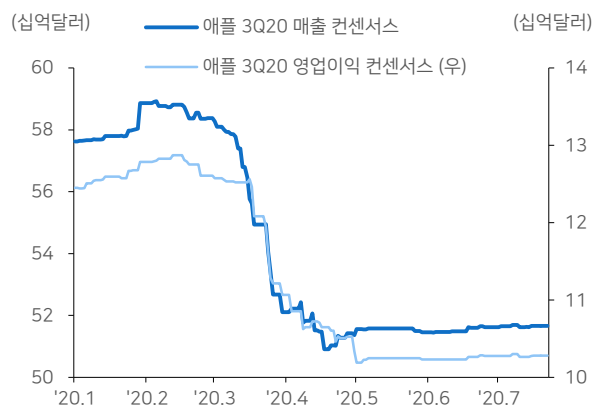
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량(Sell-in) 추정

(백만대)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	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	0.0	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	3.9	2.3	1.4	0.8	22.7	41.4	8.5
아이폰 XS	0.0	0.0	7.7	8.6	3.7	3.3	2.1	2.4	1.2	0.7	0.4	0.2	16.3	11.5	2.5
아이폰 XS max	0.0	0.0	8.0	11.4	4.8	4.8	3.0	3.2	1.0	0.6	0.4	0.2	19.4	15.8	2.1
아이폰 11							9.5	25.2	15.8	10.3	6.2	4.3	0.0	34.7	36.5
아이폰 11 pro							3.9	11.1	4.6	3.0	1.8	1.3	0.0	15.0	10.7
아이폰 11 pro max							5.1	11.4	4.6	3.0	1.8	1.3	0.0	16.5	10.6
아이폰 SE2										14.0	10.0	6.0	0.0	0.0	30.0
아이폰 12											7.2	18.6	0.0	0.0	25.8
아이폰 12 max											3.4	8.8	0.0	0.0	12.2
아이폰 12 pro											3.4	8.8	0.0	0.0	12.2
아이폰 12 pro max											4.9	12.7	0.0	0.0	17.7
전체 출하량	52.2	41.3	48.7	68.4	36.8	33.8	46.6	73.8	36.7	36.6	42.3	63.7	210.6	190.9	179.4

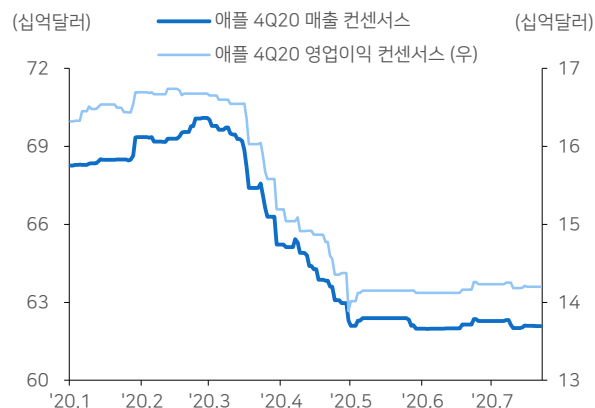
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 애플 FY3Q20 매출액, 영업이익 컨센서스 추이



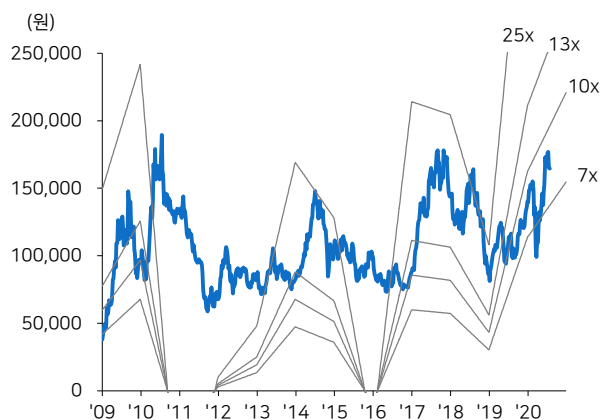
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 애플 FY4Q20 매출액, 영업이익 컨센서스 추이



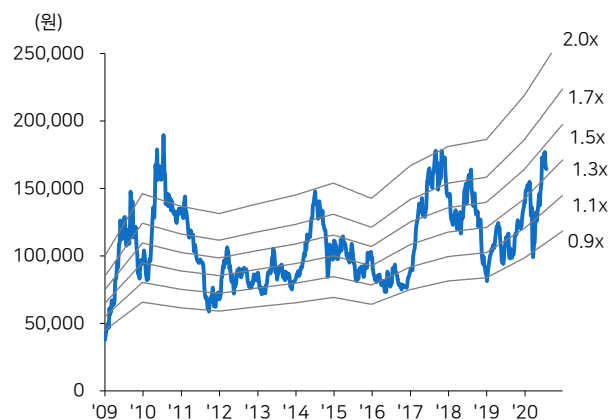
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 LG이노텍 PER 밴드 추이



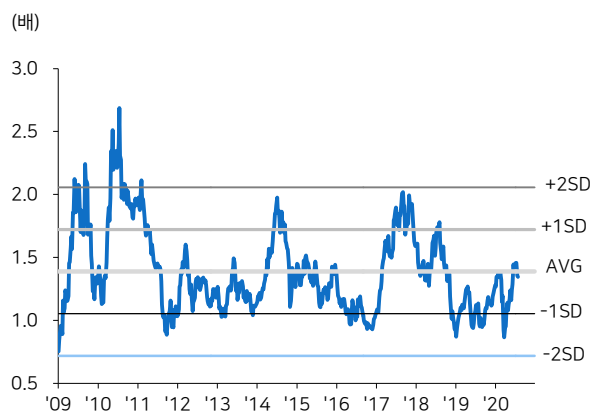
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG이노텍 PBR 밴드 추이



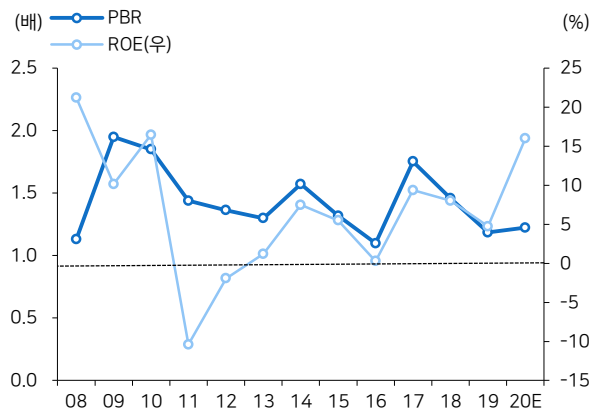
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG이노텍 PBR 변동 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG이노텍 PBR vs ROE 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
BPS	131,554	2021E BPS
적정배수 (배)	1.59	대당 매출액 증가로 고성장했던 2017년과 다음해에 대한 기대 반영했던 2018년 평균
적정가치	208,732	
적정주가	210,000	
현재주가	164,500	
상승여력 (%)	27.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

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	179,500
Low	37,650	81,200	56,200	67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	76,300
Average	99,709	135,152	94,578	85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	143,306
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	1.6
Low	0.7	1.1	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7
Average	1.9	1.9	1.4	1.4	1.3	1.6	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	1.3
확정치 BPS (원)	51,157	73,041	65,725	62,884	65,295	71,689	74,586	75,154	82,435	89,511	93,161	109,498
확정치 ROE (%)	10.2	16.5	-10.4	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	16.0
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	1.7
Low	0.8	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
Average	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4	1.1	1.3
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	107,200
컨센서스 ROE (%)	13.0	15.6	-6.0	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	8.3	14.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,982.1	8,302.1	8,881.8	9,732.6	10,561.0
매출액증가율 (%)	4.5	4.0	7.0	9.6	8.5
매출원가	6,881.1	7,078.7	7,913.7	8,595.4	9,248.9
매출총이익	863.9	1,028.9	968.1	1,137.2	1,312.1
판매비와관리비	600.4	625.8	378.1	416.0	529.6
영업이익	263.5	403.1	590.0	721.1	782.5
영업이익률 (%)	3.3	4.9	6.6	7.4	7.4
금융수익	-55.5	-66.9	-58.9	-53.8	-40.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.0	-178.0	-21.6	-22.2	-22.4
세전계속사업이익	184.0	158.2	489.1	645.2	719.3
법인세비용	20.9	55.9	105.1	122.6	136.7
당기순이익	163.1	102.3	384.0	522.6	582.6
지배주주지분 순이익	163.1	102.3	384.0	522.6	582.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,062.3	769.0	1,165.4	1,470.0	1,607.6
당기순이익(손실)	163.1	102.3	384.0	522.6	582.6
유형자산감가상각비	470.0	547.1	584.4	676.4	714.9
무형자산상각비	48.1	62.9	67.2	77.8	82.2
운전자본의 증감	-65.0	-268.3	-98.0	-56.4	-55.8
투자활동 현금흐름	-1,414.5	-354.3	-827.0	-673.9	-664.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,413.5	-469.6	-800.0	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-1.1	-0.1	1.6	1.6	1.6
재무활동 현금흐름	603.6	-238.9	-262.1	-539.7	-415.9
차입금증감	624.0	-208.4	-204.2	-507.9	-384.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	251.7	178.3	-203.5	-29.1	294.9
기초현금	369.5	621.3	799.6	596.0	566.9
기말현금	621.3	799.6	596.0	566.9	861.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,233.3	2,530.9	2,551.2	2,616.3	3,114.7
현금및현금성자산	621.3	799.6	596.0	566.9	861.9
매출채권	913.1	1,109.2	1,474.4	1,561.8	1,710.3
재고자산	520.3	488.2	307.6	298.6	359.3
비유동자산	3,522.7	3,239.8	3,893.8	3,737.3	3,629.7
유형자산	2,927.3	2,707.6	3,263.7	3,187.4	3,072.5
무형자산	309.4	276.8	308.6	230.9	230.9
투자자산	35.1	34.7	30.0	30.0	30.0
자산총계	5,756.1	5,770.8	6,445.0	6,353.6	6,744.4
유동부채	1,584.4	2,046.2	2,849.0	2,614.3	2,714.8
매입채무	603.3	718.1	957.4	981.0	1,073.5
단기차입금	20.2	30.4	90.0	60.0	50.0
유동성장기부채	310.9	511.3	761.1	652.2	574.0
비유동부채	2,053.4	1,519.9	1,004.8	626.1	333.8
사채	720.0	457.9	339.6	239.6	139.6
장기차입금	1,077.3	920.4	523.4	254.4	58.5
부채총계	3,637.8	3,566.2	3,853.8	3,240.4	3,048.6
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	-40.2	-36.3	-21.0	-21.6	-21.6
이익잉여금	906.7	989.3	1,360.5	1,883.1	2,465.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,118.2	2,204.6	2,591.2	3,113.2	3,695.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	337,266	350,785	375,280	411,228	446,233
EPS(지배주주)	6,891	4,322	16,227	22,080	24,617
CFPS	10,637	7,536	-8,601	-1,230	12,463
EBITDAPS	27,234	28,242	52,265	62,334	66,739
BPS	89,511	93,161	109,498	131,554	156,174
DPS	300	300	500	500	500
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	25.5	10.1	7.5	6.7
PCR	12.3	14.7	-19.1	-133.7	13.2
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	1.5	1.2	1.5	1.3	1.1
EBITDA	645	668	1,237	1,475	1,580
EV/EBITDA	7.1	5.6	3.5	2.6	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	4.7	16.0	18.3	17.1
EBITDA 이익률	25.3	15.3	31.0	35.4	36.9
부채비율	171.7	161.8	148.7	104.1	82.5
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	4.8	6.3	10.3	15.3	23.6
매출채권회전율(x)	6.3	8.2	6.9	6.4	6.5
재고자산회전율(x)	11.8	14.0	19.9	28.4	28.1

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-30.4	-16.8	
2020.06.02	산업분석	Buy	210,000	주민우	-	-	