

2020. 9. 16



## ▲ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 230,000 원

현재주가 (9.15) 169,500 원

상승여력 35.7%

KOSPI 2,443.58pt

시가총액 40,116억원

발행주식수 2,367만주

유동주식비율 59.20%

외국인비중 35.00%

52주 최고/최저가 179,500원/76,300원

평균거래대금 381.3억원

## 주요주주(%)

LG전자 40.79

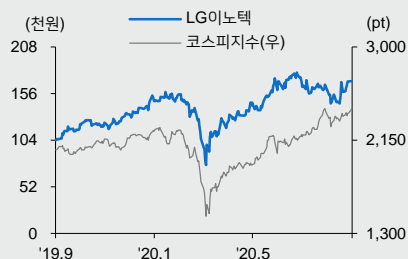
국민연금공단 12.06

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.7 60.7 67.8

상대주가 2.1 16.5 40.7

## 주가그래프



## LG이노텍 011070

## 2021년 컨센서스 너무 낮다

- ✓ 3Q20 영업이익은 1,039억원으로 컨센서스(917억원) 13% 상회 예상
- ✓ 아이폰12 시리즈 수요전망 상향조정이 컨센서스 상회의 주요 원인
- ✓ 신모델 출시 지연으로 4Q20 분기 사상 최대 실적 예상
- ✓ 2021년 영업이익 8,348억원으로 시장 컨센서스 21% 뛰어넘을 전망
- ✓ LED 사업개편+ToF 전모델 확대+Aip 적용 확대 감안시 충분히 가능한 목표
- ✓ 중장기 사업 불확실성 존재하나 단기 실적 개선 효과가 크기 때문에 주가에는 긍정적으로 작용 예상

## 3Q20 영업이익 1,039억원으로 컨센서스(917억원) 13.5% 상회 예상

3Q20 매출액(1,982억원)과 영업이익(1,039억원)은 컨센서스를 각각 3%, 13% 상회할 전망이다. 코로나19 영향으로 평년 대비 한달 늦은 8월말부터 아이폰 신모델용 카메라 모듈 생산이 본격화 됐다. 그럼에도 불구하고 하반기 아이폰12 시리즈의 강한 수요가 예상돼 생산 예정 물량이 기존 6,000만대 후반에서 7,500만대로 상향됐다. 이것이 컨센서스 상회의 주요 원인이다. 또한 타이트한 기판 업황이 지속되는 가운데 아이폰 mmWave 안테나 기판 (AiP기판) 생산도 3Q20부터 시작돼 기판소재 사업부 실적 개선에도 긍정적인 영향이 예상된다. AiP기판의 경우 경쟁사(삼성전기, Kinsus)들의 초기 수율이 낮아 LG이노텍으로 수혜가 집중되고 있다.

## 4Q20 분기 사상 최대 실적 달성 예상되며 2021년 컨센서스 너무 낮다

하반기 신모델 출시가 한달 지연된 영향으로 하반기 물동량 피크시점도 지연된다. 통상 물동량 피크시점이 10~11월이나, 올해는 12월까지 많은 물동량 유지가 예상된다. 따라서 4Q20 영업이익은 3,364억원으로 분기 사상 최대 실적 달성이 예상된다. 4Q20 컨센서스를 11% 뛰어넘는 수치다.

1) 21년 카메라 얼라인먼트 공정 제거 가능성, 2) 23년 삼성전기 망원모듈 진입 가능성, 3) 22년 ToF 이원화 가능성과 같은 중장기 불확실성이 존재하나, 단기 실적은 시장 기대치를 크게 뛰어넘을 전망이다. 21년 영업이익을 8,348억원으로 예상하는데 이는 시장기대치(6,922억원)를 21% 뛰어넘는 수치다. LED사업부 개편만 가정해도 올해 대비 1,000억원 이상의 영업이익 개선효과가 있다. 여기에 21년 ToF 전모델 확대 및 AiP 탑재 모델 확대를 감안하면 8,348억원은 충분히 가능하다. 시장 눈높이가 너무 낮다. 21년 실적추정치 상향과 ROE를 감안한 멀티플 상향(17~18년 평균 1.59배→ 17년 평균 1.73배)을 반영해 적정주가를 23만원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	9,120.8	621.3	385.4	16,283	276.7	109,447	10.4	1.5	3.6	16.1	158.7
2021E	10,493.6	834.8	550.6	23,266	42.9	132,683	7.3	1.3	2.7	19.2	129.3
2022E	11,575.1	868.5	579.6	24,491	5.3	157,177	6.9	1.1	2.4	16.9	98.4

표1 LG이노텍 3Q20 preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	1,988.4	2,446.0	-18.7%	1,539.9	29.1%	1,922.6	3.4%
영업이익	104.0	186.5	-44.2%	42.9	142.3%	91.7	13.5%
세전이익	88.0	153.3	-42.6%	14.6	503.7%	71.5	23.0%
지배주주 순이익	66.0	125.0	-47.2%	7.6	769.2%	47.0	40.4%
영업이익률 (%)	5.2%	7.6%		2.8%		4.8%	
지배주주순이익률 (%)	3.3%	5.1%		0.5%		2.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 LG이노텍 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	3,581.7	9,120.8	10,493.6	3,349.7	8,881.8	9,732.6	6.9%	2.7%	7.8%
영업이익	336.4	621.3	834.8	318.7	590.0	721.1	5.5%	5.3%	15.8%
영업이익률 (%)	9.4%	6.8%	8.0%	9.5%	6.6%	7.4%			
세전이익	308.3	520.1	734.2	290.7	489.1	645.2	6.1%	6.3%	13.8%
순이익	231.2	385.4	550.6	235.5	384.0	522.6	-1.8%	0.4%	5.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,194	1,188	1,173	1,165	1,160	1,155	1,199	1,163	1,155
매출액	2,010.9	1,539.9	1,988.4	3,581.7	2,353.5	1,803.1	2,514.9	3,822.0	9,120.8	10,493.6	11,575.1
(% QoQ)	-32.2%	-23.4%	29.1%	80.1%	-34.3%	-23.4%	39.5%	52.0%			
(% YoY)	46.9%	1.2%	-18.7%	20.8%	17.0%	17.1%	26.5%	6.7%	9.9%	15.1%	10.3%
광학솔루션	1,334	930	1,258	2,809	1,662	1,112	1,755	3,015	6,331	7,543	8,313
전장부품	283	233	298	318	306	316	331	357	1,132	1,309	1,483
기판소재	290	296	318	329	313	323	345	355	1,232	1,336	1,460
전자 및 기타	104	82	114	126	74	52	84	96	425	305	320
영업이익	138.0	42.9	104.0	336.4	115.7	79.3	242.6	397.1	621.3	834.8	868.5
(% QoQ)	-34.1%	-68.9%	142.3%	223.3%	-65.6%	-31.5%	206.0%	63.7%			
(% YoY)	nm	128.8%	-44.2%	60.8%	-16.1%	84.7%	133.2%	18.1%	54.1%	34.4%	4.0%
광학솔루션	125.3	12.9	77.2	314.4	67.2	16.9	167.3	330.1	529.8	581.5	583.0
전장부품	-3.9	-22.4	-17.9	-15.9	-9.2	-6.3	-3.3	-1.8	-60.0	-20.6	-14.5
기판소재	50.0	64.5	70.4	63.0	60.6	68.8	77.7	67.4	248.0	274.5	297.3
전자 및 기타	-33.5	-12.1	-25.7	-25.1	-2.9	0.0	0.8	1.4	-96.5	-0.7	2.7
영업이익률 (%)	6.9%	2.8%	5.2%	9.4%	4.9%	4.4%	9.6%	10.4%	6.8%	8.0%	7.5%
광학솔루션	9.4%	1.4%	6.1%	11.2%	4.0%	1.5%	9.5%	10.9%	8.4%	7.7%	7.0%
전장부품	-1.4%	-9.6%	-6.0%	-5.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	-0.5%	-5.3%	-1.6%	-1.0%
기판소재	17.3%	21.8%	22.2%	19.2%	19.4%	21.3%	22.5%	19.0%	20.1%	20.6%	20.4%
전자 및 기타	-32.4%	-14.9%	-22.5%	-20.0%	-4.0%	0.0%	1.0%	1.5%	-22.7%	-0.2%	0.8%
세전이익	109.3	14.6	88.0	308.3	87.2	50.1	227.1	369.7	520.1	734.2	772.8
지배주주 순이익	80.6	7.6	66.0	231.2	65.4	37.6	170.3	277.3	385.4	550.6	579.6
지배주주 순이익률	4.0%	0.5%	3.3%	6.5%	2.8%	2.1%	6.8%	7.3%	4.2%	5.2%	5.0%

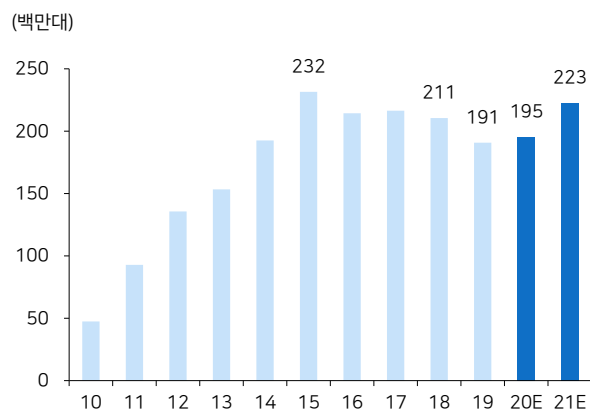
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량(Sell-in) 추정

(백만대)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
아이폰 XR	0.0	0.0	0.0	22.7	11.6	11.4	10.6	7.8	3.9	3.6	2.1	1.3	22.7	41.4	10.9
아이폰 XS	0.0	0.0	7.7	8.6	3.7	3.3	2.1	2.4	1.2	0.8	0.5	0.2	16.3	11.5	2.7
아이폰 XS max	0.0	0.0	8.0	11.4	4.8	4.8	3.0	3.2	1.0	0.5	0.3	0.2	19.4	15.8	2.0
아이폰 11							9.5	25.2	15.8	14.3	8.6	6.0	0.0	34.7	44.8
아이폰 11 pro							3.9	11.1	4.6	3.7	2.2	1.6	0.0	15.0	12.2
아이폰 11 pro max							5.1	11.4	4.6	3.9	2.4	1.7	0.0	16.5	12.6
아이폰 SE2										7.7	9.0	8.0	0.0	0.0	24.7
아이폰 12											3.2	28.4	0.0	0.0	31.5
아이폰 12 max											1.6	14.0	0.0	0.0	15.5
아이폰 12 pro											1.1	10.1	0.0	0.0	11.2
아이폰 12 pro max											1.7	15.1	0.0	0.0	16.8
전체 출하량	52.2	41.3	48.7	68.4	36.8	33.8	46.6	73.8	36.7	37.5	34.1	87.2	210.6	190.9	195.5

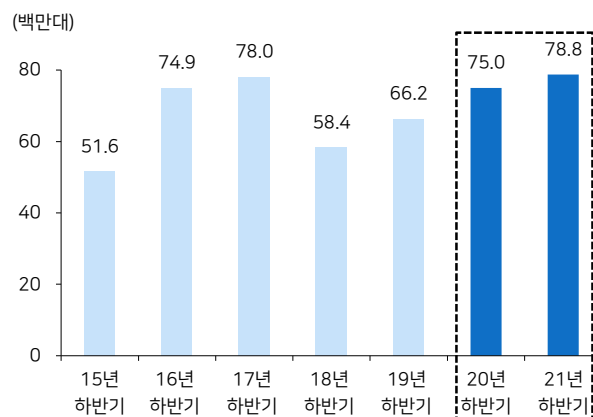
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 아이폰 출하량 전망



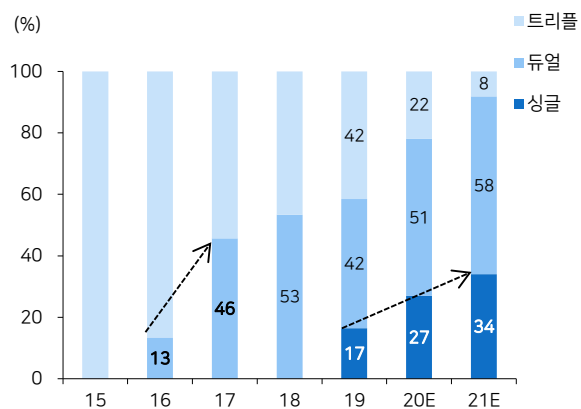
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 역대 아이폰 신모델 하반기 출하 추이



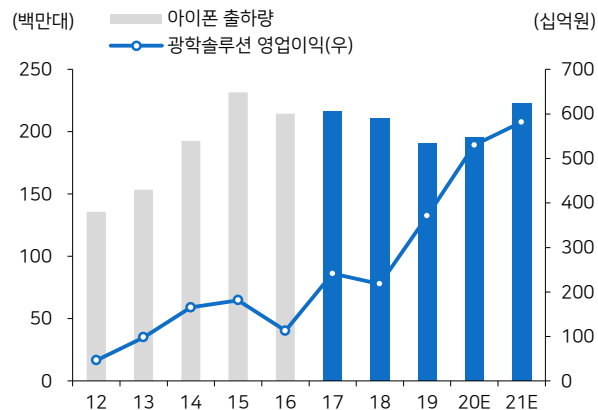
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 연도별 아이폰 카메라 모듈 탑재 비중



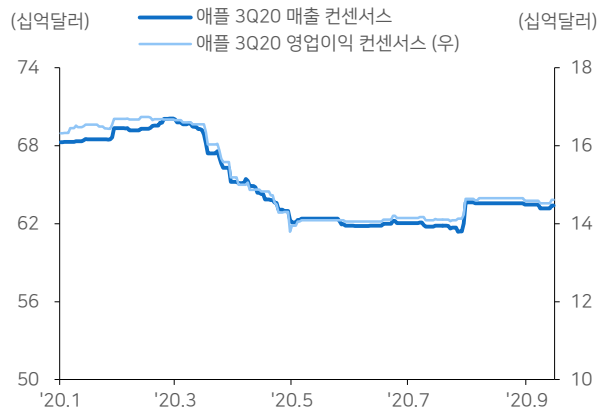
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 아이폰 출하량 성장 없어도 성장하는 광학솔루션



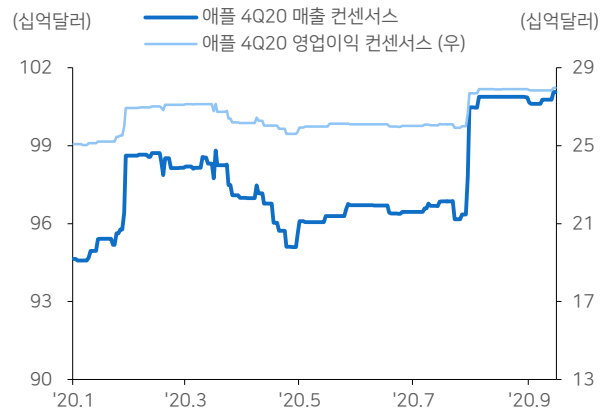
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 애플 CY3Q20 매출액, 영업이익 컨센서스 추이



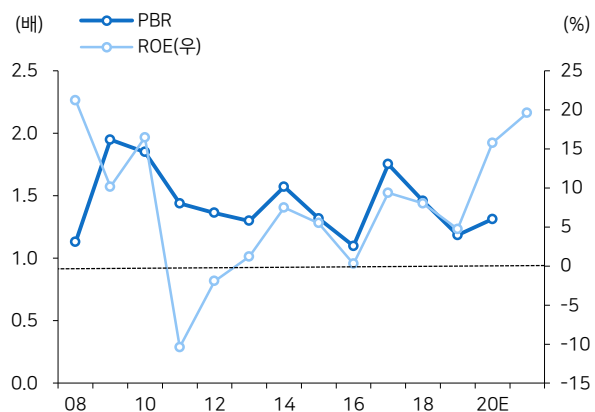
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 애플 CY4Q20 매출액, 영업이익 컨센서스 추이



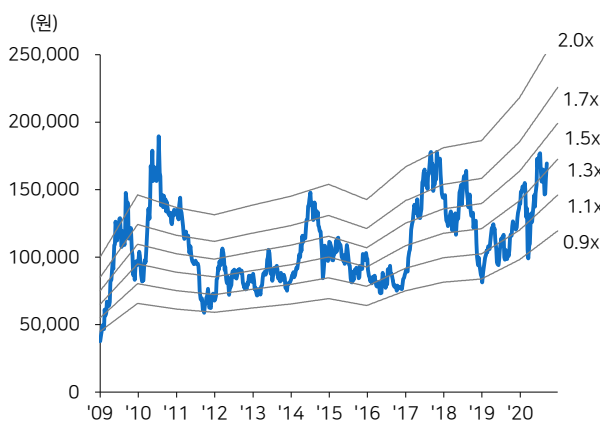
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 LG이노텍 ROE vs PBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 LG이노텍 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
BPS	132,683	2021E BPS
적정배수 (배)	1.73	신규 부품 탑재로 대당 매출액이 상승했던 2017년 평균
적정가치	229,803	
<b>적정주가</b>	<b>230,000</b>	
현재주가	169,500	
상승여력 (%)	35.7%	

주: 기존 1.59배 적용했었는데 이는 2017~18년 평균 적용이었음  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>주가 (원)</b>												
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	81,300	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	146,648
<b>확정치 기준 PBR (배)</b>												
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
<b>확정치 BPS (원)</b>	<b>51,157</b>	<b>73,041</b>	<b>65,725</b>	<b>62,884</b>	<b>65,295</b>	<b>71,689</b>	<b>74,586</b>	<b>75,154</b>	<b>82,435</b>	<b>89,511</b>	<b>93,161</b>	<b>109,447</b>
확정치 ROE (%)	10.2	16.5	-10.4	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	16.1
<b>컨센서스 기준 PBR (배)</b>												
High	1.5	3.3	2.7	2.2	1.7	1.6	2.1	1.6	1.4	2.3	1.9	1.7
Low	0.9	0.8	1.1	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.7
Average	1.2	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4	1.4
<b>컨센서스 BPS (원)</b>	<b>37,408</b>	<b>49,691</b>	<b>73,078</b>	<b>68,382</b>	<b>65,709</b>	<b>69,299</b>	<b>72,561</b>	<b>77,015</b>	<b>71,321</b>	<b>83,448</b>	<b>90,546</b>	<b>107,251</b>
컨센서스 ROE (%)	18.4	13.0	15.6	-6.0	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	14.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG 이노텍 (011070)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,982.1	8,302.1	9,120.8	10,493.6	11,575.1
매출액증가율 (%)	4.5	4.0	9.9	15.1	10.3
매출원가	6,881.1	7,078.7	7,970.8	9,085.9	9,923.4
매출총이익	863.9	1,028.9	1,150.0	1,407.7	1,651.7
판매비와관리비	600.4	625.8	528.7	572.9	783.2
영업이익	263.5	403.1	621.3	834.8	868.5
영업이익률 (%)	3.3	4.9	6.8	8.0	7.5
금융수익	-55.5	-66.9	-62.4	-60.5	-55.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.0	-178.0	-38.8	-40.1	-40.4
세전계속사업이익	184.0	158.2	520.1	734.2	772.8
법인세비용	20.9	55.9	134.7	183.5	193.2
당기순이익	163.1	102.3	385.4	550.6	579.6
지배주주지분 순이익	163.1	102.3	385.4	550.6	579.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,062.3	769.0	1,097.1	1,419.9	1,429.2
당기순이익(손실)	163.1	102.3	385.4	550.6	579.6
유형자산감가상각비	470.0	547.1	584.4	651.0	661.6
무형자산상각비	48.1	62.9	67.2	74.8	76.1
운전자본의 증감	-65.0	-268.3	-200.5	-174.3	-223.1
투자활동 현금흐름	-1,414.5	-354.3	-762.9	-690.1	-685.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,413.5	-469.6	-800.0	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-1.1	-0.1	2.0	2.1	2.1
재무활동 현금흐름	603.6	-238.9	-91.9	-98.6	-357.0
차입금증감	624.0	-208.4	-78.2	-125.6	-384.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	251.7	178.3	-180.1	244.4	49.9
기초현금	369.5	621.3	799.6	619.5	863.9
기말현금	621.3	799.6	619.5	863.9	913.7

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,233.3	2,530.9	2,808.1	3,407.1	3,671.6
현금및현금성자산	621.3	799.6	619.5	863.9	913.7
매출채권	913.1	1,109.2	1,576.5	1,821.7	1,799.4
재고자산	520.3	488.2	413.8	487.1	751.9
비유동자산	3,522.7	3,239.8	3,893.4	3,793.1	3,706.0
유형자산	2,927.3	2,707.6	3,239.7	3,188.7	3,127.0
무형자산	309.4	276.8	312.0	237.1	237.1
투자자산	35.1	34.7	30.0	30.0	30.0
자산총계	5,756.1	5,770.8	6,701.4	7,200.2	7,377.7
유동부채	1,584.4	2,046.2	2,722.4	3,047.7	2,941.1
매입채무	603.3	718.1	1,023.3	1,143.3	1,129.1
단기차입금	20.2	30.4	33.2	50.0	40.0
유동성장기부채	310.9	511.3	553.3	779.9	701.7
비유동부채	2,053.4	1,519.9	1,389.0	1,012.6	717.0
사채	720.0	457.9	388.7	288.7	188.7
장기차입금	1,077.3	920.4	864.9	595.9	400.1
부채총계	3,637.8	3,566.2	4,111.4	4,060.3	3,658.2
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.7	1,133.7	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	-40.2	-36.3	-26.2	-27.0	-27.0
이익잉여금	906.7	989.3	1,364.6	1,915.2	2,494.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,118.2	2,204.6	2,590.0	3,139.9	3,719.5

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	337,266	350,785	385,379	443,381	489,080
EPS(지배주주)	6,891	4,322	16,283	23,266	24,491
CFPS	10,637	7,536	-7,611	10,328	2,107
EBITDAPS	27,234	28,242	53,669	65,940	67,866
BPS	89,511	93,161	109,447	132,683	157,177
DPS	300	300	500	500	500
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	25.5	10.4	7.3	6.9
PCR	12.3	14.7	-22.3	16.4	80.4
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	1.5	1.2	1.5	1.3	1.1
EBITDA	645	668	1,270	1,561	1,606
EV/EBITDA	7.1	5.6	3.6	2.7	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	4.7	16.1	19.2	16.9
EBITDA 이익률	25.3	15.3	30.3	35.3	36.1
부채비율	171.7	161.8	158.7	129.3	98.4
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	4.8	6.3	10.8	16.5	18.4
매출채권회전율(x)	6.3	8.2	6.8	6.2	6.4
재고자산회전율(x)	11.8	14.0	17.7	20.2	16.0

## 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)	

## 투자의견 비율

투자의견	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	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.26	기업브리프	Buy	210,000	주민우	-33.2	-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	-30.4	-16.8	
2020.06.02	산업분석	Buy	210,000	주민우	-22.2	-14.5	
2020.09.16	기업브리프	Buy	230,000	주민우	-	-	