

2020. 12. 23



▲ 전기전자/2차전지

Analyst **주민우**

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **220,000 원**현재주가 (12.23) **185,000 원**상승여력 **18.9%**

KOSPI 2,759.82pt

시가총액 43,784억원

발행주식수 2,367만주

유동주식비율 59.20%

외국인비중 33.75%

52주 최고/최저가 185,000원/76,300원

평균거래대금 290.5억원

주요주주(%)

LG전자 40.79

국민연금공단 9.88

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 13.5 12.8 37.5

상대주가 7.0 -12.9 9.8

주가그래프



LG이노텍 011070

Preview/마그나/애플카 이슈 코멘트

- ✓ 4Q20 영업이익 3,820억원으로 컨센서스(3,256억원) 17% 상회 예상
- ✓ 11월부터 아이폰 12 Pro 카메라모듈 증산요청이 반영되기 때문
- ✓ 아이폰 12 mini 수요는 애플의 예상대비 부진한 것으로 파악
- ✓ 1Q21 영업이익은 아이폰 수요 호조 영향으로 컨센서스(1,560억원)를 32% 상회 예상
- ✓ LG이노텍의 투자포인트는 더 이상 아이폰 판매 증가가 아님
- ✓ 소형모터, 카메라, V2X모듈, DC-DC컨버터 매출 증가를 시작으로 2025년에는 애플 카향 부품 4종(본문참고) 공급 가능성 열려있어 중장기 성장동력 충분

4Q20 영업이익 3,820억원으로 컨센서스(3,256억원) 17% 상회 예상

4Q20 매출액(3,91조원)과 영업이익(3,820억원)은 컨센서스를 각각 10%, 17% 상회할 전망이다. 11월부터 아이폰 12 pro 시리즈 카메라 모듈에 대한 증산요청이 반영되기 때문이다. 비우호적인 환율 환경에서도 아이폰 12 pro에 대한 수요는 매우 견조하다. 반면 아이폰 12 mini 수요는 애플의 예상대비 부진한 것으로 파악된다. 최근 2년간 중저가 모델 중심의 수요 쏠림 현상과는 반대의 결과가 나타나고 있다. 프리미엄 모델향으로 공급하고 있는 LG이노텍에게는 긍정적인 결과다.

1Q21 영업이익 2,065억원으로 컨센서스(1,560억원) 32% 상회 예상

1Q21 매출액(2,87조원)과 영업이익(2,065억원)은 컨센서스를 각각 23%, 32% 상회할 전망이다. 1) 평년대비 늦게 시작된 아이폰 신모델 생산이 연초까지 진행되고, 2) 아이폰 12 Pro를 중심으로 수요가 매우 견조하기 때문이다. 더 나아가 애플은 LG이노텍에 카메라 모듈 Capa 증설을 요구하고 있다. 당장의 아이폰 12 Pro 공급이 타이트할 뿐만 아니라, 2021년부터는 오픈램이 공급망에서 제외되기 때문이다.

아이폰을 넘어 전장부품 & 애플카 주목해야

LG 이노텍의 투자포인트는 더 이상 아이폰 판매 증가가 아니다. LG 이노텍의 사업 포트폴리오가 바뀌고 있음을 주목해야 한다. 전사 영업이익 내 아이폰 비중은 2020년 73%, 2021년 61%, 2022년 52%로 하락할 전망이다. 반면 기판소재+전장부품 비중 증가가 예상된다. 기존 고객사향 소형모터, 카메라, V2X 모듈, DC-DC 컨버터 매출 증가를 시작으로 2025년에는 애플카향 1) 카메라, 2) 3D 센싱모듈, 3) V2X 통신모듈, 4) 소형모터(구동모터 아님) 공급 가능성이 열려있어 중장기 전장부품 사업부의 성장 동력에 주목해야 한다.

(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	9,697.3	652.4	267.1	11,286	161.1	104,420	16.4	1.8	4.3	11.4	172.8
2021E	10,676.0	852.0	516.5	21,825	93.4	126,193	8.5	1.5	3.4	18.9	130.1
2022E	10,754.0	849.2	513.6	21,699	-0.6	147,872	8.5	1.3	3.0	15.8	104.2

표1 LG이노텍 4Q20 preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	3,916.8	2,965.2	32.1%	2,229.8	75.7%	3,534.4	10.8%
영업이익	382.0	209.3	82.6%	89.4	327.3%	325.6	17.3%
세전이익	200.1	61.8	223.6%	34.7	475.9%	225.7	-11.4%
지배주주 순이익	152.0	15.5	882.8%	26.9	465.0%	160.9	-5.5%
영업이익률 (%)	9.8%	7.1%		4.0%		9.2%	
지배주주순이익률 (%)	3.9%	0.5%		1.2%		4.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 LG이노텍 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
매출액	2,871.1	10,676.0	10,754.0	2,583.4	10,387.7	10,747.3	11.1%	2.8%	0.1%
영업이익	206.5	852.0	849.2	120.2	782.4	861.5	71.8%	8.9%	-1.4%
영업이익률 (%)	7.2%	8.0%	7.9%	4.7%	7.5%	8.0%			
세전이익	173.3	679.7	675.7	90.1	663.8	476.3	92.3%	2.4%	41.9%
순이익	131.7	516.5	513.6	68.5	504.5	567.2	92.2%	2.4%	-9.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,071
매출액	2,010.9	1,539.9	2,229.8	3,916.8	2,871.1	1,954.0	2,466.1	3,384.8	9,697.3	10,676.0	10,754.0
(% QoQ)	-32.2%	-23.4%	44.8%	75.7%	-26.7%	-31.9%	26.2%	37.3%			
(% YoY)	46.9%	1.2%	-8.8%	32.1%	42.8%	26.9%	10.6%	-13.6%	16.8%	10.1%	0.7%
광학솔루션	1,334	930	1,458	3,118	2,130	1,211	1,629	2,523	6,840	7,492	7,018
전장부품	283	233	328	355	344	356	375	405	1,200	1,481	1,905
기판소재	290	296	319	332	324	335	368	376	1,237	1,402	1,558
전자 및 기타	104	82	124	112	74	52	94	82	421	301	272
영업이익	138.0	42.9	89.4	382.0	206.5	97.4	233.0	315.1	652.3	852.0	849.2
(% QoQ)	-34.1%	-68.9%	108.2%	327.3%	-45.9%	-52.8%	139.2%	35.2%			
(% YoY)	nm	128.8%	-52.1%	82.6%	49.7%	126.9%	160.6%	-17.5%	61.8%	30.6%	-0.3%
광학솔루션	125.3	12.9	22.3	316.2	134.0	21.3	143.9	224.0	476.7	523.3	444.6
전장부품	-3.9	-22.4	-0.1	1.8	-3.4	-1.8	1.9	4.1	-24.6	0.7	55.7
기판소재	50.0	64.5	75.5	75.2	74.5	77.9	86.3	85.8	265.3	324.5	346.6
전자 및 기타	-33.5	-12.1	-8.3	-11.2	1.5	0.0	0.9	1.2	-65.1	3.6	2.3
영업이익률 (%)	6.9%	2.8%	4.0%	9.8%	7.2%	5.0%	9.4%	9.3%	6.7%	8.0%	7.9%
광학솔루션	9.4%	1.4%	1.5%	10.1%	6.3%	1.8%	8.8%	8.9%	7.0%	7.0%	6.3%
전장부품	-1.4%	-9.6%	0.0%	0.5%	-1.0%	-0.5%	0.5%	1.0%	-2.0%	0.0%	2.9%
기판소재	17.3%	21.8%	23.7%	22.7%	23.0%	23.3%	23.4%	22.8%	21.5%	23.1%	22.3%
전자 및 기타	-32.4%	-14.9%	-6.7%	-10.0%	2.0%	0.0%	1.0%	1.5%	-15.5%	1.2%	0.8%
세전이익	109.3	14.6	34.7	200.1	173.3	63.4	170.7	272.3	358.6	679.7	675.7
지배주주 순이익	80.6	7.6	26.9	152.0	131.7	48.2	129.8	206.9	267.1	516.5	513.6
지배주주 순이익률	4.0%	0.5%	1.2%	3.9%	4.6%	2.5%	5.3%	6.1%	2.8%	4.8%	4.8%

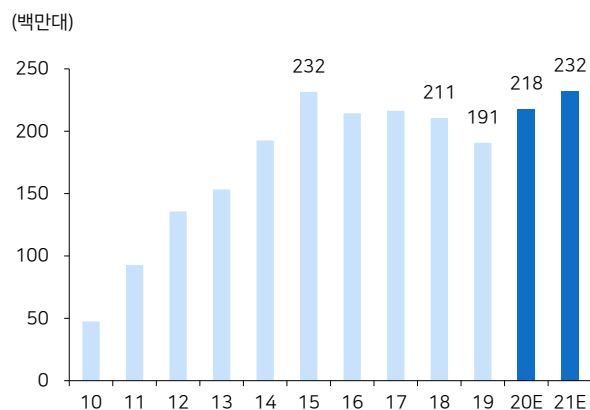
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아이폰 모델별 출하량(Sell-in) 추정

(백만대)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	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	4.2	2.1	22.7	41.4	12.7
아이폰 XS	0.0	0.0	7.7	8.6	3.7	3.3	2.1	2.4	1.2	0.8	0.7	0.3	16.3	11.5	2.9
아이폰 XS max	0.0	0.0	8.0	11.4	4.8	4.8	3.0	3.2	1.0	0.5	0.5	0.3	19.4	15.8	2.2
아이폰 11							9.5	25.2	15.8	14.3	18.3	11.0	0.0	34.7	54.5
아이폰 11 pro							3.9	11.1	4.6	3.7	3.9	2.1	0.0	15.0	13.7
아이폰 11 pro max							5.1	11.4	4.6	3.9	3.9	2.1	0.0	16.5	13.9
아이폰 SE2										7.7	8.2	8.0	0.0	0.0	23.9
아이폰 12 mini												31.5	0.0	0.0	31.5
아이폰 12												15.5	0.0	0.0	15.5
아이폰 12 pro												11.2	0.0	0.0	11.2
아이폰 12 pro max												16.8	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	37.6	41.7	102.0	210.6	190.9	217.9

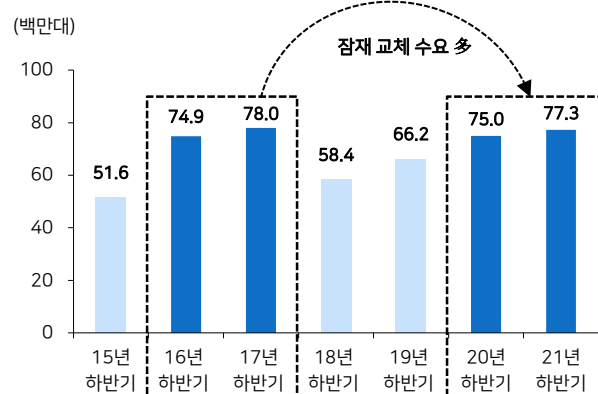
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 아이폰 출하량 전망



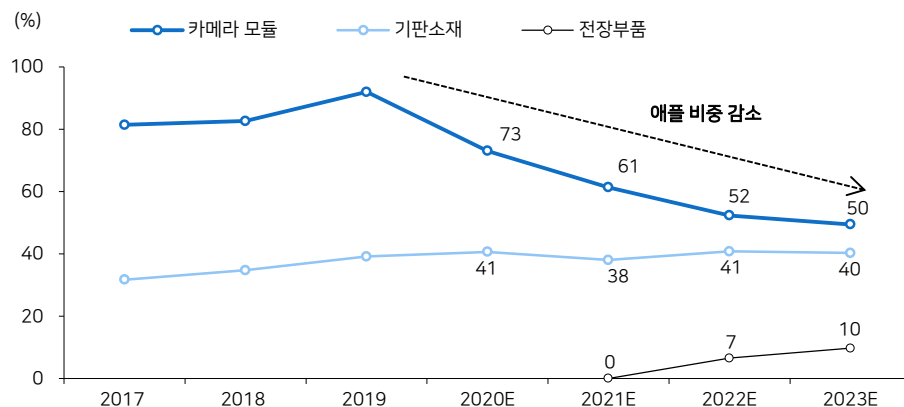
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 역대 아이폰 신모델 출시년도 출하량



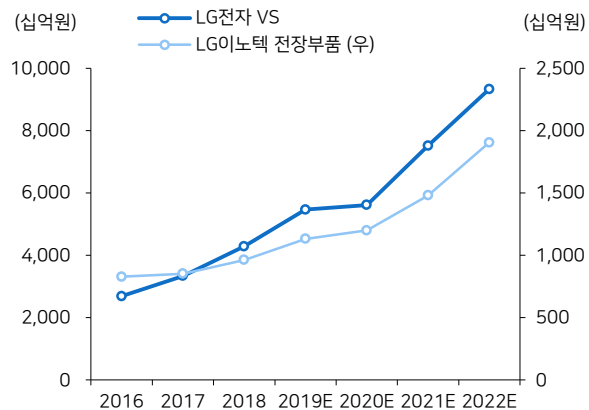
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 사업부별 영업이익 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 LG전자와 LG이노텍 전장 사업 매출 추이



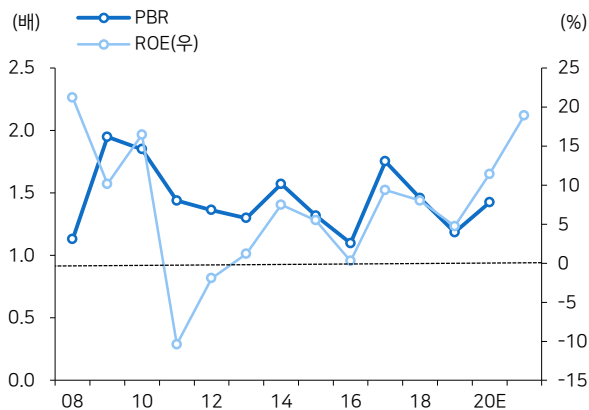
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG이노텍 전장 부품 제품군



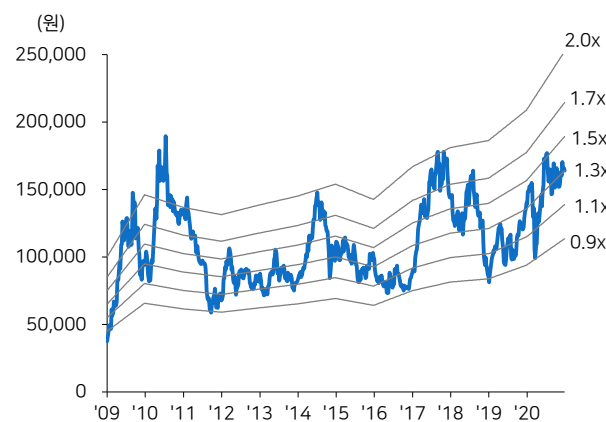
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG이노텍 ROE vs PBR



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG이노텍 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
BPS	126,193	2021E BPS
적정배수 (배)	1.73	실적 개선에 의해 ROE 개선폭 두드러졌던 2017년 평균
적정가치	218,564	
적정주가	220,000	
현재주가	185,000	
상승여력 (%)	18.9%	

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	185,000
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	150,318
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	1.8
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	1.4
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	104,420
확정치 ROE (%)	10.2	16.5	-10.4	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	11.4
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	1.8
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	1.4
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	105,493
컨센서스 ROE (%)	13.0	15.6	-6.0	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	8.3	12.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,982.1	8,302.1	9,697.3	10,676.0	10,754.0
매출액증가율 (%)	4.5	4.0	16.8	10.1	0.7
매출원가	6,881.1	7,078.7	8,437.9	9,278.9	9,353.4
매출총이익	863.9	1,028.9	1,259.4	1,397.1	1,400.6
판매비와관리비	600.4	625.8	607.0	545.1	551.4
영업이익	263.5	403.1	652.4	852.0	849.2
영업이익률 (%)	3.3	4.9	6.7	8.0	7.9
금융수익	-55.5	-66.9	-72.9	-88.3	-87.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.0	-178.0	-220.8	-84.1	-86.4
세전계속사업이익	184.0	158.2	358.6	679.7	675.7
법인세비용	20.9	55.9	91.5	163.1	162.2
당기순이익	163.1	102.3	267.1	516.5	513.6
지배주주지분 순이익	163.1	102.3	267.1	516.5	513.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	1,062.3	769.0	844.8	1,428.1	1,520.6
당기순이익(손실)	163.1	102.3	267.1	516.5	513.6
유형자산감가상각비	470.0	547.1	584.4	647.7	658.9
무형자산상각비	48.1	62.9	67.2	74.5	75.8
운전자본의 증감	-65.0	-268.3	-367.3	-98.6	-22.9
투자활동 현금흐름	-1,414.5	-354.3	-741.8	-689.6	-685.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,413.5	-469.6	-800.0	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-1.1	-0.1	0.9	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	603.6	-238.9	-338.5	-1,585.6	-1,966.6
차입금증감	624.0	-208.4	482.6	2.0	-379.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	251.7	178.3	-225.6	349.5	200.9
기초현금	369.5	621.3	799.6	573.9	923.5
기말현금	621.3	799.6	573.9	923.5	1,124.3

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,233.3	2,530.9	2,885.4	3,181.0	3,513.2
현금및현금성자산	621.3	799.6	573.9	923.5	1,124.3
매출채권	913.1	1,109.2	1,723.9	1,613.3	1,718.1
재고자산	520.3	488.2	370.4	436.0	472.9
비유동자산	3,522.7	3,239.8	3,855.1	3,690.8	3,630.9
유형자산	2,927.3	2,707.6	3,222.8	3,175.1	3,116.2
무형자산	309.4	276.8	260.4	186.0	186.0
투자자산	35.1	34.7	31.0	31.0	31.0
자산총계	5,756.1	5,770.8	6,740.6	6,871.8	7,144.1
유동부채	1,584.4	2,046.2	2,666.2	2,666.8	2,719.2
매입채무	603.3	718.1	1,118.5	1,013.1	1,078.4
단기차입금	20.2	30.4	13.0	20.0	15.0
유동성장기부채	310.9	511.3	318.1	682.1	603.9
비유동부채	2,053.4	1,519.9	1,603.3	1,218.8	925.6
사채	720.0	457.9	586.5	486.5	386.5
장기차입금	1,077.3	920.4	1,483.4	1,214.3	1,018.5
부채총계	3,637.8	3,566.2	4,269.5	3,885.5	3,644.8
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	-25.2	-26.4	-27.0
이익잉여금	906.7	989.3	1,244.5	1,761.1	2,274.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,118.2	2,204.6	2,471.0	2,986.3	3,499.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	337,266	350,785	409,738	451,092	454,386
EPS(지배주주)	6,891	4,322	11,286	21,825	21,699
CFPS	10,637	7,536	-9,535	14,771	8,488
EBITDAPS	27,234	28,242	55,382	66,515	66,923
BPS	89,511	93,161	104,420	126,193	147,872
DPS	300	300	500	500	500
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	25.5	16.4	8.5	8.5
PCR	12.3	14.7	-19.4	12.5	21.8
PSR	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
PBR	1.5	1.2	1.8	1.5	1.3
EBITDA	645	668	1,311	1,574	1,584
EV/EBITDA	7.1	5.6	4.3	3.4	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	4.7	11.4	18.9	15.8
EBITDA 이익률	25.3	15.3	20.4	32.8	32.4
부채비율	171.7	161.8	172.8	130.1	104.2
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	4.8	6.3	11.3	12.9	12.9
매출채권회전율(x)	6.3	8.2	6.8	6.4	6.5
재고자산회전율(x)	11.8	14.0	19.7	23.0	20.6

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	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-31.5	-26.7	
2020.11.16	산업분석	Buy	220,000	주민우	-	-	