

LG이노텍 (011070)

기판소재 가치 상승 vs 광학솔루션 불확실성

4Q20 Preview: 영업이익 3,571억원으로 상향

LG이노텍의 20년 4분기 매출액은 3조 6,961억원(YoY +25%, QoQ +66%), 영업이익은 3,571억원(YoY +71%, QoQ +300%)으로 전망한다. 이는 컨센서스 매출액과 영업이익을 각각 4%, 7% 상회하는 전망이다. 하나금융투자의 기존 추정치를 상향하는 이유는 북미 고객사 신모델 출시 이후에 LG이노텍 입장에서 수혜 강도가 높은 상위 모델의 비중이 확대되면서 광학솔루션 부문의 실적이 예상보다 양호하기 때문이다. 기판소재 부문은 5G RF용 패키지기판과 TV 관련 고수익성 아이টে이프 Tape Substrate의 실적 호조가 지속중인 것으로 파악된다.

밸류에이션 하락 감안해도 현재 주가는 저평가

LG이노텍의 2021년 매출액은 10조 4,701억원(YoY +14%), 영업이익은 7,959억원(YoY +30%)으로 전망한다. 광학솔루션은 센서시프트를 탑재한 트리플카메라와 ToF모듈의 확대 적용이 외형 성장의 근거다. 현재 시점에서 카메라모듈 공급구조 변경에 따른 득과 실은 가정의 가정의 가정에 의한 다양한 변수 때문에 구체적인 실적 추정이 어려운 상황이다. 다만 해당 이슈는 이미 노출된 약재로 그에 따른 밸류에이션 하락은 주가에 반영되어 있고, 이제는 실적에 따른 주가 상승 여력을 가늠해야 한다는 판단이다. 최근 출시 모델의 판매 호조에 따른 21년 상반기 역대급 실적과 2021년 연간 최대 실적을 감안하면, 현재 주가 수준은 저평가 영역으로 판단한다.

기판소재와 전장부품의 실적 기여도에 주목

LG이노텍에 대한 투자의견 'BUY' 를 유지하고, 목표주가를 235,000원으로 상향한다. 목표주가를 산출함에 있어 사업부별 멀티플에 변화가 있었는데, 광학솔루션은 불확실성을 감안해 글로벌 동종업체 평균에 해당하는 기존 EV/EBITDA 5배에 할인율 30%를 적용했고, 기판소재는 최근에 완전히 레벨업된 수익성(18년 8%, 19년 14%, 20년 21%)과 5G 관련 패키지판의 중장기 성장 가시성을 감안해 글로벌 동종업체와 동등한 수준의 EV/EBITDA 5.1배로 상향 적용했다. 전장부품의 경우 2021년 흑자전환이 전망되는데, 그에 따른 멀티플 상향 여력은 상존한다는 판단이다. LG이노텍의 향후 실적에서 기판소재와 전장부품의 실적 기여도가 보다 중요해진 상황이며, 이에 따른 밸류에이션 재평가가 향후 주가의 방향성을 결정짓는 요인이 될 것으로 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 235,000원(상향) | CP(1월18일): 182,000원

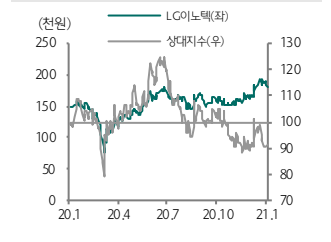
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.93
52주 최고/최저(원)	193,500/76,300
시가총액(십억원)	4,307.4
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	23,667.1
60일 평균 거래량(천주)	306.4 23.2
60일 평균 거래대금(십억원)	53.5
20년 배당금(예상, 원)	300
20년 배당수익률(예상, %)	0.16
외국인지분율(%)	32.11
주요주주 지분율(%)	
LG전자	40.79
국민연금공단	9.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.6 10.3 22.6
상대	0.8 (19.4) (8.5)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	9,331.8	10,180.2
영업이익(십억원)	602.4	759.9
순이익(십억원)	304.5	500.9
EPS(원)	12,867	20,277
BPS(원)	105,779	125,113

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	7,982.1	8,302.1	9,476.6	10,470.1	11,517.2
영업이익	십억원	263.5	403.1	627.4	795.9	875.5
세전이익	십억원	184.0	158.2	456.7	634.2	794.8
순이익	십억원	163.1	102.3	343.2	482.9	572.1
EPS	원	6,891	4,323	14,500	20,403	24,172
증감율	%	(6.69)	(37.27)	235.42	40.71	18.47
PER	배	12.54	32.38	12.59	8.92	7.53
PBR	배	0.97	1.50	1.69	1.42	1.20
EV/EBITDA	배	4.54	4.38	3.74	3.13	2.66
ROE	%	8.02	4.73	14.44	17.33	17.30
BPS	원	89,515	93,164	107,678	127,781	151,653
DPS	원	300	300	300	300	300



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

RA 김정연
02-3771-7056
Junghyun.kim@hanafn.com

표 1. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	2,011.0	1,539.9	2,229.8	3,696.1	2,342.7	1,815.0	2,581.3	3,731.2	8,302.1	9,476.8	10,470.1
<i>growth (YoY)</i>	46.9%	1.2%	-8.8%	24.6%	16.5%	17.9%	15.8%	1.0%	4.0%	14.1%	10.5%
<i>growth (QoQ)</i>	-32.2%	-23.4%	44.8%	65.8%	-36.6%	-22.5%	42.2%	44.5%			
광학솔루션	1,334.3	929.6	1,458.4	2,971.3	1,715.1	1,225.8	1,960.9	3,122.1	5,425.9	6,693.7	8,023.8
기판소재	289.7	295.6	319.2	307.1	282.2	312.8	339.6	330.8	1,126.0	1,211.5	1,265.4
전장부품	283.3	232.9	328.2	327.5	303.9	244.7	251.2	258.2	1,131.9	1,171.9	1,058.0
기타사업 및 내부거래	103.7	81.8	124.1	90.1	41.5	31.6	29.6	20.1	618.4	399.7	122.8
영업이익	138.0	42.9	89.4	357.1	179.5	83.2	216.2	317.0	403.2	627.4	795.9
<i>growth (YoY)</i>	-1306.3%	127.9%	-52.1%	70.6%	30.1%	93.9%	141.8%	-11.2%	53.0%	55.6%	26.9%
<i>growth (QoQ)</i>	-34.1%	-68.9%	108.3%	299.5%	-49.7%	-53.6%	159.7%	46.6%			
광학솔루션	125.3	15.6	26.7	310.3	138.8	28.8	152.7	259.4	346.3	478.0	579.7
기판소재	50.0	63.8	72.4	61.8	60.5	67.0	73.6	66.5	161.1	248.0	267.5
전장부품	-3.9	-22.7	-1.9	-1.3	-3.3	-0.4	1.8	2.4	-44.8	-29.8	0.4
기타사업 및 내부거래	-33.5	-13.7	-7.9	-13.7	-16.5	-12.1	-11.9	-11.2	-69.4	-68.8	-51.7
영업이익률	6.9%	2.8%	4.0%	9.7%	7.7%	4.6%	8.4%	8.5%	4.9%	6.6%	7.6%

주: LED부문을 기타사업으로 통합
 자료: LG이노텍, 하나금융투자

표 2. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	2,011.0	1,539.9	2,229.8	3,734.2	2,371.5	1,825.0	2,653.7	4,069.4	8,302.1	9,514.9	10,919.5
<i>growth (YoY)</i>	46.9%	1.2%	-8.8%	25.9%	17.9%	18.5%	19.0%	9.0%	4.0%	14.6%	14.8%
<i>growth (QoQ)</i>	-32.2%	-23.4%	44.8%	67.5%	-36.5%	-23.0%	45.4%	53.3%			
광학솔루션	1,334.3	929.6	1,458.4	3,004.2	1,734.0	1,239.4	2,039.5	3,467.4	5,425.9	6,726.6	8,480.3
기판소재	289.7	295.6	319.2	310.3	286.3	304.7	328.9	319.8	1,126.0	1,214.7	1,239.7
전장부품	283.3	232.9	328.2	328.9	309.1	248.9	255.4	262.3	1,131.9	1,173.4	1,075.7
기타사업 및 내부거래	103.7	81.8	124.1	90.8	42.1	32.0	29.8	19.9	618.4	400.3	123.8
영업이익	138.0	42.9	89.4	332.4	179.5	80.1	226.8	369.7	403.2	602.7	856.1
<i>growth (YoY)</i>	-1306.3%	127.9%	-52.1%	58.8%	30.1%	86.7%	153.7%	11.2%	53.0%	49.5%	42.0%
<i>growth (QoQ)</i>	-34.1%	-68.9%	108.3%	271.8%	-46.0%	-55.3%	183.0%	63.0%			
광학솔루션	125.3	15.6	26.7	284.6	141.4	30.2	166.5	315.4	346.3	452.2	653.5
기판소재	50.0	63.8	72.4	62.4	58.4	62.7	70.5	63.2	161.1	248.6	254.7
전장부품	-3.9	-22.7	-1.9	-1.3	-3.5	-0.5	1.8	2.4	-44.8	-29.8	0.1
기타사업 및 내부거래	-33.5	-13.7	-7.9	-13.3	-16.8	-12.2	-12.0	-11.2	-69.4	-68.4	-52.2
영업이익률	6.9%	2.8%	4.0%	8.9%	7.6%	4.4%	8.5%	9.1%	4.9%	6.3%	7.8%

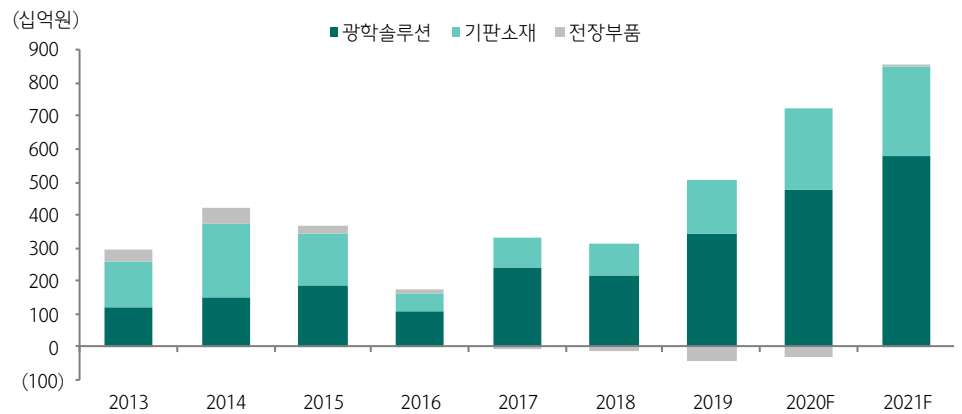
주: LED부문을 기타사업으로 통합
 자료: LG이노텍, 하나금융투자

표 3. LG이노텍의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고	
	광학솔루션	979	3.5	3,426	Peer Group 평균에 30% 할인	Sunny Optical, O-Film, MCNEX Ibiden, Shinko, Unimicron, Kinsus TDK
	기판소재	445	5.1	2,267	Peer Group 평균 적용	
	전장부품	75	2.6	191	Peer Group 평균에 50% 할인	
	소계 (A)	1,467	4.0	5,885		
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	현금 등	729		729		
	차입금	1,876		1,876		
	소계 (C)	-1,146		-1,146		
Valuation	구분			Value		
주주가치(십억원)	자사주제외			4,739		
	발행주식수			20,171	자기주식 포함	자기주식 포함
	주식수(천주)			20,168		
목표주가(원)	자사주제외			234,982		

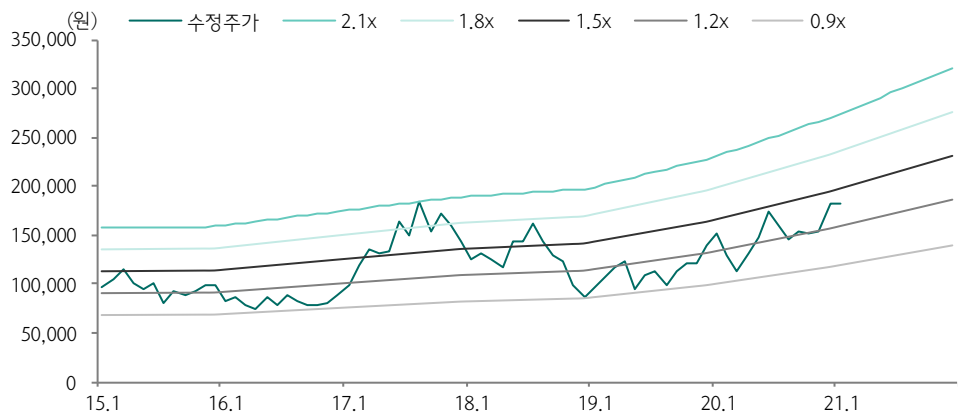
자료: 하나금융투자

그림 1. 연간 영업이익의 사업부별 누적막대(13년 이후)



자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 2. 12M Fwd PBR 밴드



자료: WiseFn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	7,982.1	8,302.1	9,476.6	10,470.1	11,517.2
매출원가	7,118.2	7,273.1	8,173.3	8,706.6	9,577.3
매출총이익	863.9	1,029.0	1,303.3	1,763.5	1,939.9
판매비	600.4	625.8	675.9	967.6	1,064.3
영업이익	263.5	403.1	627.4	795.9	875.5
금융손익	(55.5)	(66.9)	(66.1)	(36.2)	(43.9)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.7	(7.0)	1.0
기타영업외손익	(24.0)	(178.0)	(105.3)	(118.5)	(37.8)
세전이익	184.0	158.2	456.7	634.2	794.8
법인세	20.9	55.9	113.5	151.3	222.7
계속사업이익	163.1	102.3	343.2	482.9	572.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	163.1	102.3	343.2	482.9	572.1
비지배주주지분 손이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	163.1	102.3	343.2	482.9	572.1
지배주주지분포괄이익	173.4	93.5	350.6	482.9	572.1
NOPAT	233.6	260.6	471.4	606.0	630.2
EBITDA	781.6	1,013.2	1,302.3	1,461.1	1,528.5
성장성(%)					
매출액증가율	4.46	4.01	14.15	10.48	10.00
NOPAT증가율	7.60	11.56	80.89	28.55	3.99
EBITDA증가율	19.97	29.63	28.53	12.19	4.61
영업이익증가율	(11.13)	52.98	55.64	26.86	10.00
(지배주주)순이익증가율	(6.69)	(37.28)	235.48	40.71	18.47
EPS증가율	(6.69)	(37.27)	235.42	40.71	18.47
수익성(%)					
매출총이익률	10.82	12.39	13.75	16.84	16.84
EBITDA이익률	9.79	12.20	13.74	13.95	13.27
영업이익률	3.30	4.86	6.62	7.60	7.60
계속사업이익률	2.04	1.23	3.62	4.61	4.97

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,891	4,323	14,500	20,403	24,172
BPS	89,515	93,164	107,678	127,781	151,653
CFPS	35,345	43,910	52,270	59,105	63,921
EBITDAPS	33,023	42,809	55,025	61,734	64,581
SPS	337,266	350,785	400,414	442,392	486,631
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	12.54	32.38	12.59	8.92	7.53
PBR	0.97	1.50	1.69	1.42	1.20
PCFR	2.44	3.19	3.49	3.08	2.85
EV/EBITDA	4.54	4.38	3.74	3.13	2.66
PSR	0.26	0.40	0.46	0.41	0.37
재무비율(%)					
ROE	8.02	4.73	14.44	17.33	17.30
ROA	2.80	1.78	5.98	8.26	9.05
ROIC	7.90	8.28	16.73	22.49	22.90
부채비율	171.74	161.76	124.05	97.68	85.71
순부채비율	71.05	51.22	21.52	6.20	(8.76)
이자보상배율(배)	4.85	6.32	12.39	16.60	19.96

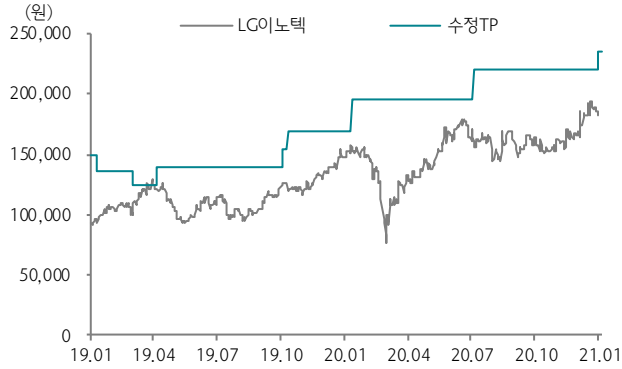
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,233.3	2,530.9	2,266.4	2,385.9	2,974.0
금융자산	621.7	800.3	1,493.1	1,532.0	2,035.1
현금성자산	621.2	799.6	1,492.2	1,531.0	2,034.0
매출채권	913.1	1,109.2	1,382.7	1,527.6	1,680.4
재고자산	520.2	488.1	608.5	672.3	739.5
기타유동자산	178.3	133.3	(1,217.9)	(1,346.0)	(1,481.0)
비유동자산	3,522.7	3,239.8	3,442.6	3,591.8	3,690.9
투자자산	35.1	34.7	46.3	50.8	55.6
금융자산	35.1	34.7	46.3	50.8	55.6
유형자산	2,927.3	2,707.6	2,924.4	3,112.6	3,242.6
무형자산	309.4	276.8	239.5	196.0	160.3
기타비유동자산	250.9	220.7	232.4	232.4	232.4
자산총계	5,756.1	5,770.8	5,709.0	5,977.7	6,664.9
유동부채	1,584.4	2,046.2	1,491.0	1,265.7	1,368.6
금융부채	331.0	549.3	545.9	223.8	224.9
매입채무	603.3	718.1	895.1	988.9	1,087.8
기타유동부채	650.1	778.8	50.0	53.0	55.9
비유동부채	2,053.4	1,519.9	1,669.9	1,688.2	1,707.4
금융부채	1,795.7	1,380.2	1,495.7	1,495.7	1,495.7
기타비유동부채	257.7	139.7	174.2	192.5	211.7
부채총계	3,637.8	3,566.2	3,160.9	2,953.8	3,076.0
지배주주지분	2,118.2	2,204.6	2,548.1	3,023.9	3,588.9
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	(40.1)	(36.3)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
이익잉여금	906.7	989.3	1,320.6	1,796.4	2,361.4
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	2,118.2	2,204.6	2,548.1	3,023.9	3,588.9
순금융부채	1,505.0	1,129.2	548.4	187.5	(314.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,062.3	769.0	1,206.5	1,299.4	1,351.2
당기순이익	163.1	102.3	343.2	482.9	572.1
조정	59	91	75	73	69
감가상각비	518.0	610.0	674.8	665.2	653.0
외환거래손익	4.2	0.7	(4.7)	72.0	41.9
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(463.2)	(519.7)	(595.1)	(664.2)	(625.9)
영업활동 자산부채 변동	311.3	(240.8)	111.6	85.4	90.0
투자활동 현금흐름	(1,414.5)	(354.3)	(826.7)	(886.4)	(794.1)
투자자산감소(증가)	(0.5)	0.4	(11.6)	(4.5)	(4.8)
자본증가(감소)	(1,358.2)	(415.0)	(759.7)	(809.8)	(747.3)
기타	(55.8)	60.3	(55.4)	(72.1)	(42.0)
재무활동 현금흐름	603.6	(238.9)	86.6	(329.2)	(6.0)
금융부채증가(감소)	624.1	(197.3)	112.1	(322.1)	1.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.6)	(34.5)	(18.4)	0.0	0.0
배당지급	(5.9)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
현금의 증감	251.7	178.3	692.7	38.8	503.0
Unlevered CFO	836.5	1,039.2	1,237.1	1,398.8	1,512.8
Free Cash Flow	(351.2)	299.4	437.2	489.6	603.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG이노텍



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.19	BUY	235,000		
20.7.23	BUY	220,000	-25.96%	-12.05%
20.1.30	BUY	196,000	-27.23%	-8.42%
19.10.30	BUY	170,000	-21.98%	-7.06%
19.10.22	BUY	155,000	-18.65%	-18.39%
19.4.24	BUY	140,000	-23.52%	-10.00%
19.3.20	BUY	125,000	-5.02%	3.60%
19.1.28	BUY	137,000	-23.26%	-19.71%
18.12.4	BUY	150,000	-40.32%	-35.20%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2021년 1월 19일 현재 해당회사의 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.