

# LG이노텍 (011070)

## 기판소재 가치 상승과 전장부품 재평가 기대

### 4Q20 Review: 영업이익 3,423억원으로 컨센서스 부합

LG이노텍의 20년 4분기 매출액은 3조 8,428억원(YoY +32%, QoQ +73%), 영업이익은 3,423억원(YoY +38%, QoQ +216%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 시현했다. 매출액이 예상보다 양호했는데, 1) 광학솔루션은 북미 고객사 신모델 출시 이후에 상대적 고가 모델의 주문 증가, 2) 기판소재는 패키지기판 호조와 TV 관련 고수익성 아이템의 견조한 수요, 3) 전장부품에서는 전방산업 수요 회복으로 모터/센서 매출액이 증가한 것이 주요인이다. 이번 실적부터 LED 부문이 제외되면서 중단사업손익으로 반영되었다.

### 1Q21 Preview: 2,162억원으로 상향 조정

LG이노텍의 21년 1분기 매출액은 2조 6,633억원(YoY +35%, QoQ -31%), 영업이익은 2,162억원(YoY +23%, QoQ -37%)으로 전망한다. 호실적의 주역인 광학솔루션은 매출액이 1분기 최초로 2,000억원을 초과할 것으로 전망되는데, 이는 신모델 출시 지연과 판매 호조 지속 때문이다. 기판소재는 패키지기판의 호실적 기반으로 전분기와 유사한 수준의 매출액과 20%를 초과하는 영업이익률이 전망된다. 전장부품의 적자폭도 2%대로 안정화될 것으로 추정된다.

### 패키지기판 가치는 상승, 전장부품의 역할이 중요

LG이노텍에 대한 투자의견 'BUY' 를 유지하고, 목표주가를 264,000원으로 상향한다. 2021년 영업이익은 기존대비 2% 상향에 불과하지만, 기판소재 사업부의 영업가치를 상향하기 때문이다. 글로벌 패키지기판 업체인 Ibiden, Shinko, Kinsus의 평균 EV/EBITDA 6.5배를 적용했다. 5G향 RF 반도체의 수요 증가에 대응하기 위한 SiP 패키지기판 매출액이 유의미하게 증가하고 있다. 일본 업체들이 CPU용 FC-BGA로 차별화될 수 있었다면, LG이노텍은 RF향 패키지기판 상위 업체로서 수익성도 두자릿수 이상의 영업이익률을 시현중이다. 글로벌 유수의 업체들과 대등한 수준으로 평가받을 수 있다고 판단한다. 2021년에는 전장부품 사업부의 연간 흑자전환이 기대되는데, 이를 기반으로 LG전자처럼 재평가 받을 가능성도 상존한다. 전장부품 사업부 내에서 매출비중이 20% 이상인 전장용 카메라모듈은 글로벌 전기차향으로 공급하고 있어 경쟁력은 입증했다는 판단이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 264,000원(상향) | CP(1월25일): 210,500원

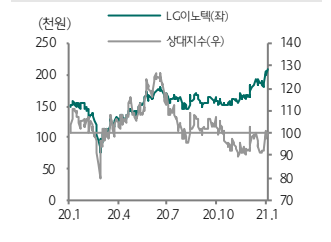
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,208.99
52주 최고/최저(원)	210,500/76,300
시가총액(십억원)	4,981.9
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	23,667.1
60일 평균 거래량(천주)	346.1 32.9
60일 평균 거래대금(십억원)	62.0
20년 배당금(예상, 원)	300
20년 배당수익률(예상, %)	0.16
외국인지분율(%)	32.49
주요주주 지분율(%)	
LG전자	40.79
국민연금공단	9.89
추가상승률	1M 6M 12M
절대	21.0 34.9 38.0
상대	5.8 (7.5) (3.4)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	9,328.4	10,158.8
영업이익(십억원)	602.3	757.0
순이익(십억원)	305.5	498.8
EPS(원)	12,867	20,187
BPS(원)	105,821	125,061

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	7,982.1	8,302.1	9,623.3	10,826.6	11,909.2
영업이익	십억원	263.5	403.1	612.6	810.4	891.5
세전이익	십억원	184.0	158.2	354.2	711.4	791.8
순이익	십억원	163.1	102.3	261.7	538.7	565.5
EPS	원	6,891	4,323	11,057	22,761	23,893
증감율	%	(6.69)	(37.27)	155.77	105.85	4.97
PER	배	12.54	32.38	16.51	9.25	8.81
PBR	배	0.97	1.50	1.75	1.66	1.40
EV/EBITDA	배	4.54	4.38	3.84	3.10	2.64
ROE	%	8.02	4.73	11.20	19.71	17.25
BPS	원	89,515	93,164	104,235	126,696	150,289
DPS	원	300	300	300	300	300

주: LED 사업중단으로 인한 재무제표 불일치



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

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

표 1. LG이노텍의 Valuation

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고	
	광학솔루션	959	3.5	3,358	Peer Group 평균에 30% 할인 Peer Group 평균 적용 LG전자 VS사업부 멀티플 7배대 비 50% 할인	Sunny Optical, O-Film, MCNEX Ibiden, Shinko, Kinsus
	기판소재	537	6.5	3,492		
	전장부품	122	3.5	428		
	소계 (A)	1,600	4.5	7,277		
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	현금 등	695		695		
	차입금	1,726		1,726		
	소계 (C)	-1,031		-1,031		
Valuation	구분			Value		
주주가치(십억원)	자사주제외			6,246		
주식수	발행주식수			23,668	자기주식 포함	자기주식 포함
주식수(천주)	유통주식수			23,665		
목표주가(원)	자사주제외			263,932		

자료: 하나금융투자

표 2. 글로벌 패키지기판 업체의 주요실적 및 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러, %, 배)

		LG이노텍	삼성전기	Ibiden	Shinko	Kinsus	Unimicron
매출액	19년	7,126.5	6,902.3	2,691.8	1,306.2	722.7	2,671.6
	20년	8,101.5	7,686.6	2,865.1	1,611.4	967.8	3,147.0
	21년	9,372.0	8,638.1	3,382.5	1,953.4	1,133.3	3,388.1
영업이익	19년	346.0	630.0	148.9	2.6	-53.4	113.1
	20년	578.2	743.9	289.0	134.0	49.1	146.2
	21년	662.6	987.4	357.8	180.0	104.9	238.7
순이익	19년	87.8	441.5	111.8	-4.6	-65.6	105.5
	20년	200.5	529.0	191.1	101.6	27.1	148.3
	21년	424.8	716.6	205.0	137.4	75.9	211.2
ROE	19년	4.7	9.8	3.5	1.9	-7.6	7.6
	20년	12.8	10.5	7.0	6.3	2.6	8.5
	21년	17.3	13.0	9.2	9.4	7.1	11.9
PER	19년	51.4	32.9	61.5	-	-	47.1
	20년	22.5	28.0	34.6	34.0	53.2	34.5
	21년	10.6	20.6	26.3	26.2	18.9	25.1
PBR	19년	2.4	3.1	2.8	2.8	1.7	3.4
	20년	2.0	2.8	2.6	2.6	1.5	3.1
	21년	1.7	2.5	2.4	2.4	1.5	2.9
EV/EBITDA	19년	6.6	11.1	18.4	16.3	15.1	13.9
	20년	4.9	10.2	11.1	11.8	6.6	12.9
	21년	4.0	8.3	7.4	7.5	4.5	9.1

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	1,972.8	1,510.0	2,216.0	3,842.8	2,663.3	1,828.7	2,518.6	3,816.0	7,975.5	9,541.6	10,826.6
growth (YoY)	55.2%	5.0%	-6.2%	32.3%	35.0%	21.1%	13.7%	-0.7%	-0.1%	19.6%	13.5%
growth (QoQ)	-32.1%	-23.5%	46.8%	73.4%	-30.7%	-31.3%	37.7%	51.5%			
광학솔루션	1,334.3	929.6	1,458.4	3,056.6	1,910.5	1,055.8	1,691.5	2,965.8	5,425.9	6,778.9	7,623.6
기판소재	289.7	295.6	319.2	339.6	325.5	329.0	350.1	358.5	1,126.0	1,244.0	1,363.0
전장부품	283.3	232.9	328.2	342.9	328.3	346.0	367.2	378.2	1,131.9	1,187.3	1,419.7
기타사업 및 내부거래	65.5	51.9	110.3	103.8	99.0	97.9	109.9	113.5	291.7	331.4	420.2
영업이익	175.8	54.6	108.4	342.3	216.2	85.1	196.0	313.1	476.3	681.2	810.4
growth (YoY)	-6262.8%	101.2%	-46.8%	37.9%	22.9%	55.8%	80.8%	-8.5%	88.0%	43.0%	19.0%
growth (QoQ)	-29.1%	-68.9%	98.4%	215.7%	-36.8%	-60.6%	130.2%	59.8%			
광학솔루션	125.4	15.6	26.7	287.7	152.6	16.3	113.8	234.3	346.2	455.4	516.9
기판소재	51.9	61.9	73.2	65.0	68.2	69.8	75.6	72.5	164.7	252.1	286.1
전장부품	-3.9	-22.9	-0.9	-13.6	-7.3	-3.0	3.7	3.8	-43.9	-41.3	-2.8
기타사업 및 내부거래	2.4	0.0	9.4	3.1	2.7	2.1	2.9	2.5	-0.6	15.0	10.2
영업이익률	8.9%	3.6%	4.9%	8.9%	8.1%	4.7%	7.8%	8.2%	6.0%	7.1%	7.5%

주: LED부문을 기타사업으로 통합  
자료: LG이노텍, 하나금융투자

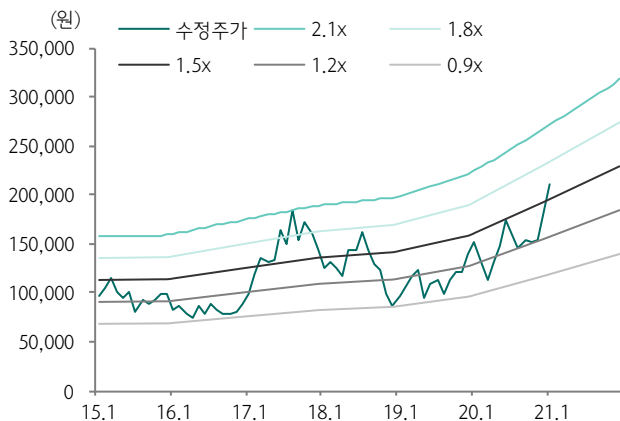
표 4. LG이노텍의 사업부별 분기 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	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
growth (YoY)	46.9%	1.2%	-8.8%	24.6%	16.5%	17.9%	15.8%	1.0%	4.0%	14.1%	10.5%
growth (QoQ)	-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
growth (YoY)	-1306.3%	127.9%	-52.1%	70.6%	30.1%	93.9%	141.8%	-11.2%	53.0%	55.6%	26.9%
growth (QoQ)	-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%

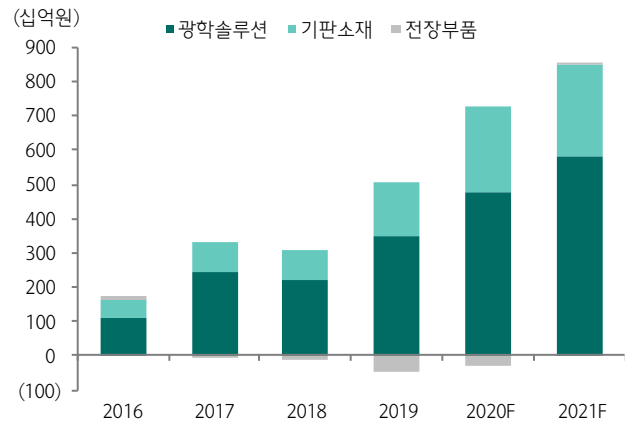
주: LED부문을 기타사업으로 통합  
자료: LG이노텍, 하나금융투자

그림 1. 12M Fwd PBR 밴드



자료: Wisefn, 하나금융투자

그림 2. 연간 영업이익 누적막대



자료: LG이노텍, 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)
중속/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

주: LED 사업중단으로 인한 재무제표 불일치

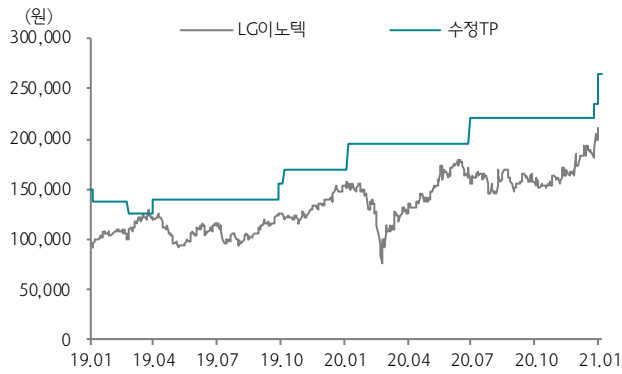
자료: 하나금융투자

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

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG이노텍



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.25	BUY	264,000		
21.1.19	BUY	235,000	-13.40%	-12.55%
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 투자이견 비율공시

- 투자이견의 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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 22일

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 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2021년 1월 25일 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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.