

2021. 1. 25



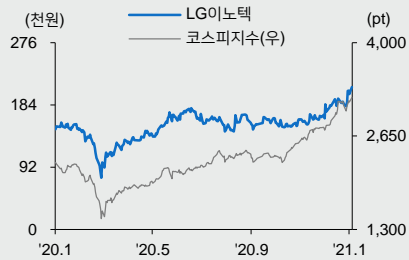
▲ 전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	250,000 원
현재주가 (1.25)	210,500 원
상승여력	18.8%
KOSPI	3,208.99pt
시가총액	49,819억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.20%
외국인비중	32.51%
52주 최고/최저가	210,500원/76,300원
평균거래대금	619.9억원
주요주주(%)	
LG전자	40.79
국민연금공단	9.89

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.0	34.9	38.0
상대주가	5.8	-7.5	-3.4

주가그래프



LG이노텍 011070

애플의 은밀한 2가지 요청 = 리레이팅

- ✓ 4Q20 영업이익 3,423억원으로 컨센서스(3,333억원) 부합
- ✓ 1Q21 영업이익 2,411억원으로 컨센서스(1,706억원) 41% 상회 예상
- ✓ 애플은 LG이노텍에 아이폰용 카메라 모듈 Capa 10~30% 증설 요구 → 증설 규모 확정될 시 추정치 상향으로 이어질 전망
- ✓ 기존 전장 고객사향 카메라, 라이다 스캐너, V2X 통신모듈, 소형모터, DC-DC 컨버터 매출 증가와 수익성 개선으로 밸류에이션 재평가가 필요
- ✓ 밸류에이션 방법 변경 (표5)으로 적정주가를 25만원으로 상향

4Q20 영업이익 3,423억원으로 컨센서스(3,333억원) 부합

4Q20 실적은 컨센서스에 부합했다. 1) LED 사업중단 관련 일회성 비용, 2) 사상 최대 실적에 따른 성과급 지급이 반영됐음에도 컨센서스에 부합했다. 아이폰 12 Pro 수요 강세 덕분이다. 애플 공식 홈페이지에 따르면 아이폰 12 pro는 아직도 1~2주 대기 시간이 필요하다. 여전히 공급이 수요를 못 따라가는 상황이 지속되고 있다. 반면 아이폰 12 mini는 오더컷이 진행되고 있어 상반된 수요반응이 나타나고 있다.

1Q21 영업이익 2,411억원으로 컨센서스(1,706억원) 41% 상회 예상

1Q21 영업이익(2,411억원)은 컨센서스를 41% 상회할 전망이다. 아이폰 12 pro 수요 강세가 지속되기 때문이다. 더 나아가 애플은 LG이노텍에 아이폰용 카메라 모듈 Capa를 10~30% 늘릴 것을 요구하고 있다. 오퍼링이 공급망에서 제외되고 2016~17년 역대급 판매 모델들의 교체주기가 2020~21년에 걸쳐 나타날 전망이다. 증설 규모가 확정된다면 2021~22년 추정치 상향으로 이어질 것이다.

이제 아이폰 관련주가 아니다

당사는 LG 이노텍의 투자포인트가 더 이상 아이폰 판매 증가가 아님을 강조하고 있다. LG 이노텍의 사업 포트폴리오가 바뀌고 있음을 직시해야 한다. 전자 영업이익 내 아이폰 카메라 비중은 2020년 66%, 2021년 60%, 2022년 48%로 하락할 전망이다. 반면 기판소재와 전장부품 비중 증가가 예상된다. 기존 전장 고객사향 카메라, 라이다 스캐너, V2X 통신모듈, 소형모터, DC-DC 컨버터 매출 증가와 수익성 개선(=흑자전환)으로 밸류에이션 재평가가 기대된다. 더 나아가 애플카 부품공급 가능성도 매우 높아지고 있다. 밸류에이션 방법 변경 (표 5)으로 적정주가를 25만원으로 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	7,975.4	476.4	102.3	4,322	-37.3	93,161	25.5	1.2	5.6	4.7	161.8
2020P	9,541.8	681.1	236.1	9,977	130.8	103,110	21.1	2.0	4.2	10.2	173.6
2021E	10,856.5	884.9	541.3	22,873	129.3	125,931	9.2	1.7	3.3	20.0	132.1
2022E	11,191.3	873.7	530.4	22,410	-2.0	148,321	9.4	1.4	3.0	16.3	106.0

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사 예상치	(% diff)
매출액	3,842.8	2,905.1	32.3%	2,216.1	73.4%	3,553.9	8.1%	3,916.8	-1.9%
영업이익	342.3	248.2	37.9%	108.4	215.8%	333.3	2.7%	382.0	-10.4%
세전이익	195.2	103.2	89.1%	57.1	241.9%	230.3	-15.2%	200.1	-2.4%
지배주주 순이익	121.0	15.5	682.5%	26.9	349.8%	163.1	-25.8%	152.0	-20.4%
영업이익률(%)	8.9%	8.5%		4.9%		9.4%		9.8%	
지배주주 순이익률(%)	3.1%	0.5%		1.2%		4.6%		3.9%	

자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

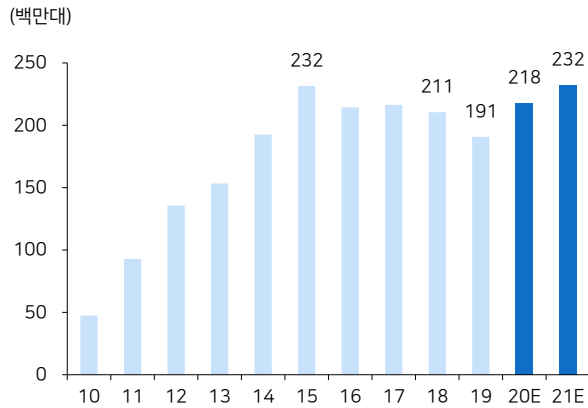
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
매출액	2,828.0	10,856.5	11,191.3	2,871.1	10,676.0	10,754.0	-1.5%	1.7%	4.1%
영업이익	241.1	884.9	873.7	206.5	852.0	849.2	16.7%	3.9%	2.9%
영업이익률 (%)	8.5%	8.2%	7.8%	7.2%	8.0%	7.9%			
세전이익	207.8	712.3	697.9	173.3	679.7	675.7	19.9%	4.8%	3.3%
순이익	157.9	541.3	530.4	131.7	516.5	513.6	19.9%	4.8%	3.3%

자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	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	1,972.8	1,510.1	2,216.1	3,842.8	2,828.0	2,047.3	2,530.8	3,450.4	9,541.8	10,856.5	11,191.3
(% QoQ)	-32.1%	-23.5%	46.8%	73.4%	-26.4%	-27.6%	23.6%	36.3%			
(% YoY)	55.2%	5.1%	-6.2%	32.3%	43.3%	35.6%	14.2%	-10.2%	19.6%	13.8%	3.1%
광학솔루션	1,334	930	1,458	3,057	2,018	1,211	1,629	2,523	6,779	7,380	7,018
전장부품	283	233	328	343	361	374	393	423	1,187	1,551	2,060
기판소재	290	296	319	340	341	353	388	396	1,244	1,477	1,642
전자 및 기타	66	52	110	104	109	110	121	109	331	449	471
영업이익	175.8	54.6	108.4	342.3	241.1	101.3	232.9	309.7	681.1	884.9	873.7
(% QoQ)	-29.2%	-68.9%	98.5%	215.8%	-29.6%	-58.0%	129.9%	33.0%			
(% YoY)	nm	100.7%	-46.8%	37.9%	37.1%	85.5%	114.8%	-9.5%	43.0%	29.9%	-1.3%
광학솔루션	125.3	12.9	22.3	285.8	163.6	18.4	135.8	215.2	446.4	533.0	415.2
전장부품	-3.9	-22.4	-0.1	-12.7	-3.6	-1.9	2.0	4.2	-39.0	0.7	70.5
기판소재	50.0	64.5	75.5	64.7	75.6	79.8	87.9	84.9	254.8	328.1	363.8
전자 및 기타	4	0	11	4	5.4	4.9	7.3	5.4	19.0	23.1	24.2
영업이익률 (%)	8.9%	3.6%	4.9%	8.9%	8.5%	4.9%	9.2%	9.0%	7.1%	8.2%	7.8%
광학솔루션	9.4%	1.4%	1.5%	9.4%	8.1%	1.5%	8.3%	8.5%	6.6%	7.2%	5.9%
전장부품	-1.4%	-9.6%	0.0%	-3.7%	-1.0%	-0.5%	0.5%	1.0%	-3.3%	0.0%	3.4%
기판소재	17.3%	21.8%	23.7%	19.0%	22.2%	22.6%	22.7%	21.4%	20.5%	22.2%	22.2%
전자 및 기타	6.6%	-0.9%	9.7%	4.3%	5.0%	4.5%	6.0%	5.0%	5.7%	5.1%	5.1%
세전이익	157.2	33.3	57.1	195.2	207.8	67.2	170.5	266.8	442.8	712.3	697.9
지배주주 순이익	80.6	7.6	26.9	121.0	157.9	51.1	129.6	202.8	236.1	541.3	530.4
지배주주 순이익률	4.1%	0.5%	1.2%	3.1%	5.6%	2.5%	5.1%	5.9%	2.5%	5.0%	4.7%

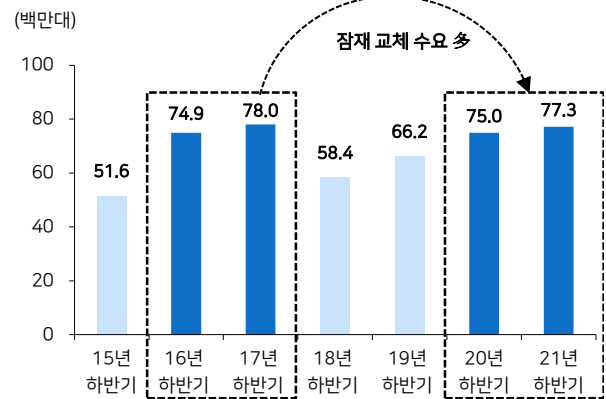
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아이폰 출하량 전망



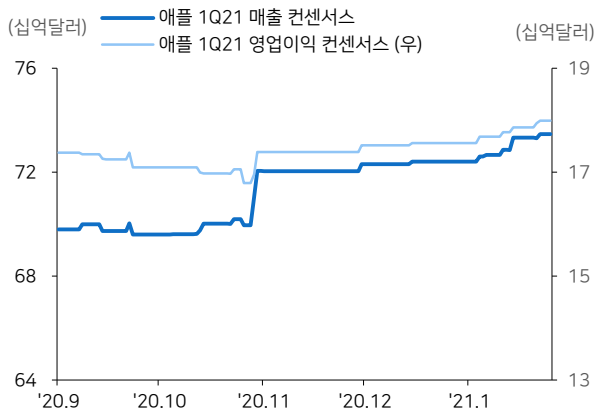
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 역대 아이폰 신모델 출시년도 출하량



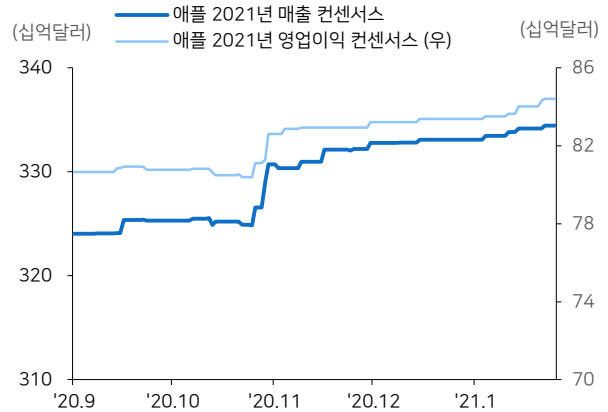
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 애플 CY1Q21 매출, 영업이익의 컨센서스 추이



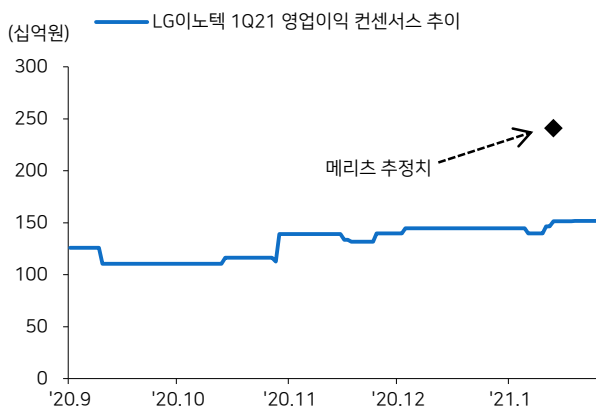
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 애플 CY2021 매출, 영업이익의 컨센서스 추이



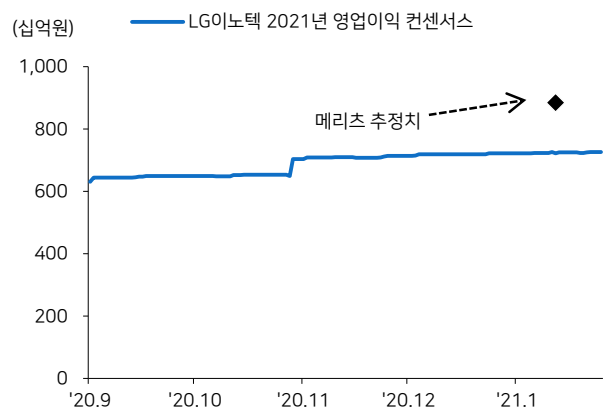
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG이노텍 1Q21 영업이익의 컨센서스 추이



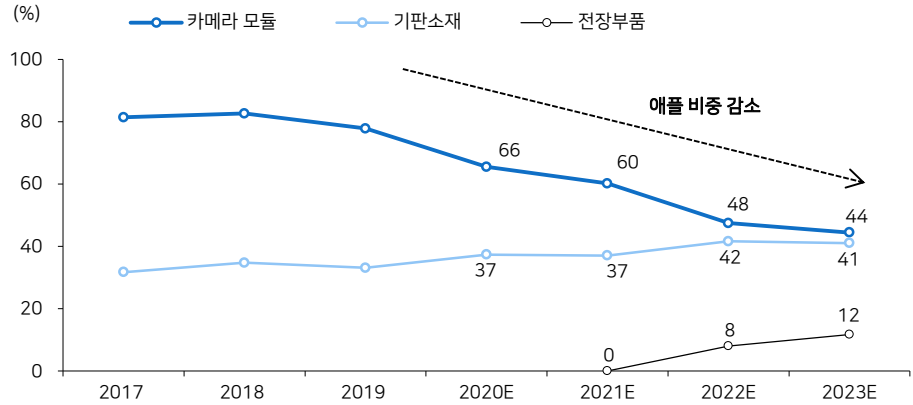
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG이노텍 2021 영업이익의 컨센서스 추이



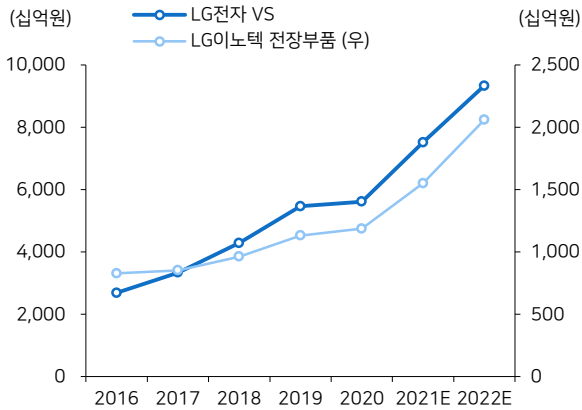
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 사업부별 영업이익 비중 (전장부품 이익 비중 증가 주목)



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림8 LG전자와 LG이노텍 전장 사업 매출 추이



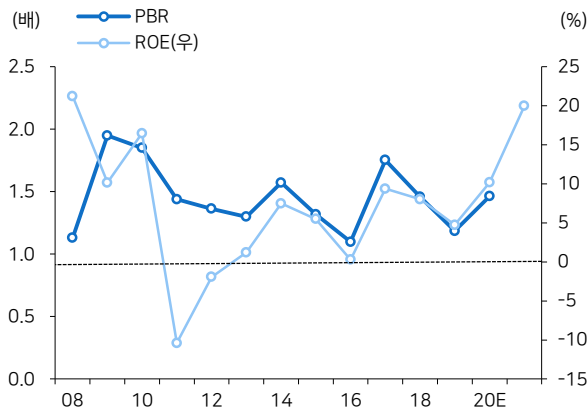
자료: LG전자, LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림9 LG이노텍 전장 부품 제품군

Actuator & Sensor Solution	Connectivity & Camera Solution	xEV Solution	LED Solution
<ul style="list-style-type: none"> 듀얼 클러치 변속기 용 모터 제동용 모터 (ABS/ESC/AEB) Electric Power Steering 용 모터 조향용 센서 	<ul style="list-style-type: none"> Bluetooth / Bluetooth+Wifi Combo Module V2X Communication Module Cellular Module Camera Module for Automotive 	<ul style="list-style-type: none"> DC-DC Converter for Automotive Electric Vehicle Communication Controller Battery Management System 	<ul style="list-style-type: none"> LED Module for Automotive(Nexlide)

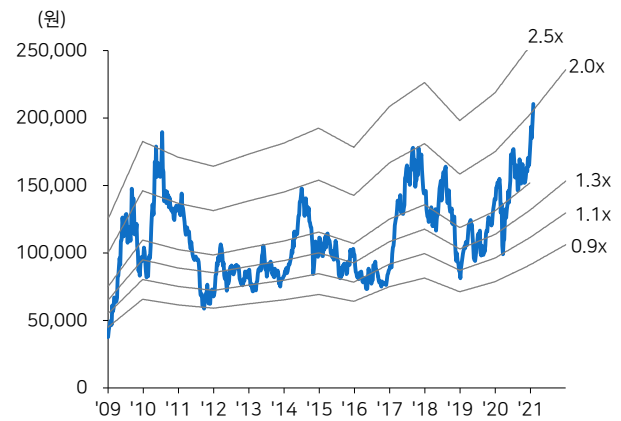
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림10 LG이노텍 ROE vs PBR



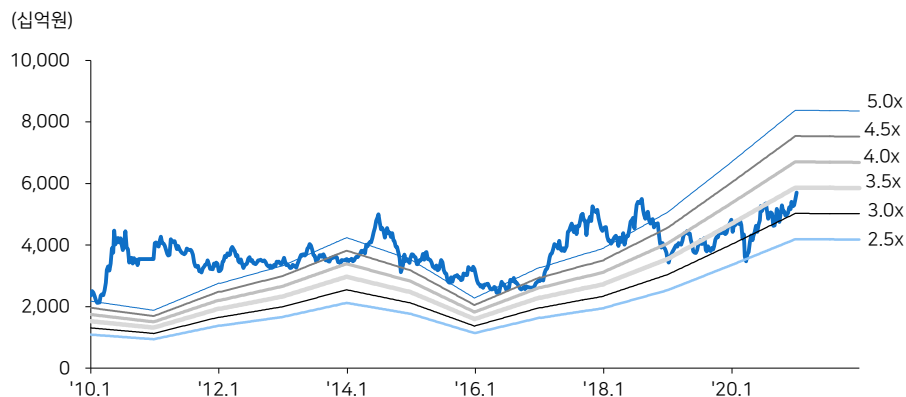
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림11 LG이노텍 PBR 밴드



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림12 LG이노텍 EV/EBITDA 밴드



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

표4 LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EV (십억원)												
High	3,403	5,279	4,707	3,969	3,886	4,613	3,471	3,049	5,501	5,388	4,433	5,409
Low	1,136	2,804	2,942	3,182	3,170	2,735	2,572	2,421	3,160	3,495	3,044	2,837
Average	2,141	3,942	3,715	3,541	3,469	3,598	3,030	2,694	4,555	4,595	3,733	4,600
EBITDA (십억원)												
High	140.8	436.7	373.7	548.8	665.5	848.5	706.0	455.6	651.5	644.6	668.4	1,339.9
EV/EBITDA (배)												
High	24.2	12.1	12.6	7.2	5.8	5.4	4.9	6.7	8.4	8.4	6.6	4.0
Low	8.1	6.4	7.9	5.8	4.8	3.2	3.6	5.3	4.9	5.4	4.6	2.1
Average	15.2	9.0	9.9	6.5	5.2	4.2	4.3	5.9	7.0	7.1	5.6	3.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(십억원)	적정가치 (십억원)	EBITDA (십억원)	배수	비고
영업가치	7,680			A
기존본업(2021E)	6,421	1,582	4.1	실적 모멘텀 반영됐던 2019~20년 평균의 10% 할인(경쟁사 진입 리스크) 만도 2022년 EV/EBITDA
전장부품(2022E)	1,259	168	7.5	
비영업가치	0			B
순부채(2021E)	1,735			C
적정가치	5,945			A+B-C
주식수 (백만주)	24			
주당 적정가치	251,195			
적정주가	250,000			
현재주가	210,500			
상승여력	18.8%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	7,982.1	7,975.4	9,541.8	10,856.5	11,191.3
매출액증가율 (%)	4.5	-0.1	19.6	13.8	3.1
매출원가	6,881.1	7,078.7	8,281.6	9,412.2	9,706.0
매출총이익	863.9	1,028.9	1,260.2	1,444.3	1,485.3
판매비와관리비	600.4	625.8	647.6	559.4	611.5
영업이익	263.5	476.4	681.1	884.9	873.7
영업이익률 (%)	3.3	6.0	7.1	8.2	7.8
금융수익	-55.5	-66.9	-72.9	-88.5	-89.5
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	233.0	442.8	712.3	697.9
법인세비용	20.9	55.9	117.6	170.9	167.5
당기순이익	163.1	102.3	236.1	541.3	530.4
지배주주지분 손이익	163.1	102.3	236.1	541.3	530.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,062.3	769.0	817.9	1,523.5	1,608.3
당기순이익(손실)	163.1	102.3	236.1	541.3	530.4
유형자산감가상각비	470.0	547.1	586.1	709.9	715.9
무형자산상각비	48.1	62.9	67.4	81.6	82.3
운전자본의 증감	-65.0	-268.3	-364.1	-109.9	-35.9
투자활동 현금흐름	-1,414.5	-354.3	-731.3	-1,034.3	-731.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,413.5	-469.6	-750.0	-930.0	-630.0
투자자산의 감소(증가)	-1.1	-0.1	0.9	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	603.6	-238.9	-343.2	-1,590.3	-1,971.4
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	-248.9	114.1	234.2
기초현금	369.5	621.3	799.6	550.6	664.7
기말현금	621.3	799.6	550.6	664.7	898.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	2,233.3	2,530.9	2,835.9	2,969.6	3,364.6
현금및현금성자산	621.3	799.6	550.6	664.7	898.9
매출채권	913.1	1,109.2	1,701.3	1,656.4	1,777.8
재고자산	520.3	488.2	369.6	434.8	483.2
비유동자산	3,522.7	3,239.8	3,839.7	3,948.6	3,864.4
유형자산	2,927.3	2,707.6	3,209.9	3,430.0	3,344.1
무형자산	309.4	276.8	262.4	180.7	180.7
투자자산	35.1	34.7	31.0	31.0	31.0
자산총계	5,756.1	5,770.8	6,675.6	6,918.2	7,229.0
유동부채	1,584.4	2,046.2	2,632.9	2,718.5	2,792.2
매입채무	603.3	718.1	1,101.1	1,038.0	1,114.0
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	1,602.6	1,219.6	926.8
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	4,235.5	3,938.1	3,719.0
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	1,213.5	1,754.9	2,285.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,118.2	2,204.6	2,440.0	2,980.1	3,509.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	337,266	336,982	403,167	458,716	472,862
EPS(지배주주)	6,891	4,322	9,977	22,873	22,410
CFPS	10,637	7,536	-10,519	4,821	9,897
EBITDAPS	27,234	28,242	56,616	70,831	70,645
BPS	89,511	93,161	103,110	125,931	148,321
DPS	300	300	700	700	700
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	25.5	21.1	9.2	9.4
PCR	12.3	14.7	-20.0	43.7	21.3
PSR	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
PBR	1.5	1.2	2.0	1.7	1.4
EBITDA	645	668	1,340	1,676	1,672
EV/EBITDA	7.1	5.6	4.2	3.3	3.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	4.7	10.2	20.0	16.3
EBITDA 이익률	25.3	15.3	17.6	32.3	31.7
부채비율	171.7	161.8	173.6	132.1	106.0
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	4.8	7.5	11.8	13.4	13.2
매출채권회전율(x)	6.3	7.9	6.8	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	11.8	14.0	19.3	23.4	21.1

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 하시기를 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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)	
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	-20.9	-4.3	
2021.01.25	기업브리프	Buy	250,000	주민우	-	-	