

2021. 6. 21



▲ 전기전자/2차전지

Analyst 주민우

02. 6454-4865

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 265,000 원

현재주가 (6.21) 226,000 원

상승여력 17.3%

KOSPI 3,240.79pt

시가총액 53,488억원

발행주식수 2,367만주

유동주식비율 59.20%

외국인비중 31.02%

52주 최고/최저가 230,000원/145,000원

평균거래대금 359.6억원

주요주주(%)

LG전자 40.79

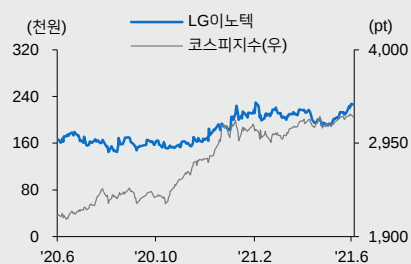
국민연금공단 9.97

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 16.8 33.3 35.7

상대주가 13.8 14.3 -10.3

주가그래프



LG이노텍 011070

기대반 걱정반

- ✓ 2Q21 영업이익 1,509억원으로 컨센서스(1,121억원) 34% 상회 예상
- ✓ 비수기임에도 아이폰 12 시리즈 Long tail 이어지고 있는 효과
- ✓ 하반기 기대 요인은 아이폰 판매호조가 아니라, 경쟁사의 생산 수율 이슈
- ✓ 샤프와 폭스콘의 일시적 수율 저하가 동사 3Q21 실적 업사이드로 이어질 가능성
- ✓ 걱정 요인은 2021년 아이폰 출하량 peak out 가능성. 2022년 아이폰 출하량 2.0억 대를 가정으로 동사의 2022년 영업이익은 2018년 이후 첫 감익 예상.
- ✓ 시장의 관심이 기대의 영역에서 걱정의 영역으로 넘어가면 주가 탄력 약화 예상

2Q21 영업이익 1,509억원으로 컨센서스(1,121억원) 34% 상회 예상

2Q21 영업이익은 1,509억원으로 컨센서스를 34% 상회할 전망이다. 이는 컨센서스 내 최고 추정치인 1,340억원도 상회하는 실적이다. 호실적의 배경은 연중 가장 비수기임에도 아이폰 12 시리즈의 롱테일(Long tail)이 이어지고 있기 때문이다. 1분기 흑자전환 했던 전장부품 사업부는 일회성 요인으로 소폭 적자전환이 예상된다.

하반기 기대반, 걱정반

당사는 애플의 하반기 신모델 생산량을 약 8,000만대로 추정한다. 만일 하반기 판매량이 8,000만대를 하회한다면 order cut이 불가피하고, 8,000만대를 상회한다면 추가 증산이라는 기회를 맞이하게 된다. 당사는 하반기 아이폰 13 시리즈 출하량을 7,900만대로 추정하고 있다.

당사가 주목하고 있는 하반기 기대 요인은 아이폰 판매호조가 아니라, 경쟁사의 생산 수율 이슈다. 1) 센서시프트가 적용된 카메라 양산이 처음인 샤프, 2) 카메라 모듈 작업이 처음인 폭스콘이 처음부터 LG이노텍만큼 수월하게 해낼 가능성은 낮다. 초도 생산이 본격화되는 3Q21 경쟁사들의 '일시적 수율 저하'로 인한 LG이노텍의 3Q21 실적 업사이드 가능성을 열어둬야 한다.

당사가 걱정하고 있는 요인은 2021년 아이폰 출하량 peak out 가능성이다.

1) 2017~18년 아이폰 구매자들의 교체수요가 2020~21년 대부분 마무리 되고, 2) 화웨이 프리미엄 스마트폰 생산 차질 반사수혜 강도도 갈수록 약해지기 때문이다. 당사는 2022년 아이폰 출하량 2.0억대(-8% YoY)를 가정으로 LG이노텍 2022년 영업이익 역시 2018년 이후 첫 감익을 예상하고 있다. 시장의 관심이 올해 하반기 기대의 영역에서 걱정의 영역으로 넘어가는 순간 주가 탄력은 약해질 수 있다. 당분간은 기대의 영역이 좀 더 지속될 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	7,975.4	476.4	102.3	4,322	-37.3	93,161	25.5	1.2	4.8	4.7	161.8
2020	9,541.8	681.1	236.1	9,977	130.8	102,588	15.1	1.5	3.6	10.2	148.7
2021E	12,617.6	1,190.8	806.0	34,056	241.4	137,171	6.6	1.6	3.4	28.4	122.4
2022E	12,602.8	1,024.7	674.1	28,482	-16.4	165,625	7.9	1.4	3.1	18.8	94.4
2023E	13,556.4	1,142.1	768.3	32,462	14.0	197,791	7.0	1.1	2.6	17.9	79.0

표1 LG이노텍 2Q21 preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	2,327.3	1,510.1	54.1%	3,070.3	-24.2%	2,138.6	8.8%
영업이익	151.0	54.6	174.9%	346.8	-56.7%	112.1	34.7%
세전이익	121.6	33.3	260.7%	333.3	-64.0%	84.6	43.7%
지배주주 순이익	90.0	7.6	1071.0%	251.4	-64.6%	63.1	42.6%
영업이익률 (%)	6.5%	3.6%		11.3%		5.2%	
지배주주순이익률 (%)	3.9%	0.5%		8.2%		3.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 LG이노텍 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E
매출액	3,243.5	12,617.7	12,602.8	3,209.0	12,461.8	12,553.1	1.1%	1.3%	0.4%
영업이익	317.9	1,190.8	1,024.7	316.8	1,164.5	1,005.4	0.3%	2.3%	1.9%
영업이익률 (%)	9.8%	9.4%	8.1%	9.9%	9.3%	8.0%			
세전이익	290.4	1,082.7	910.9	258.7	994.6	811.3	12.3%	8.9%	12.3%
순이익	214.9	806.0	674.1	191.4	740.8	600.4	12.3%	8.8%	12.3%

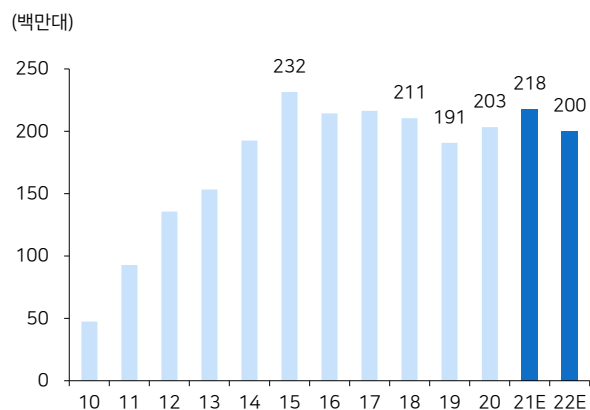
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,187	1,118	1,114	1,120	1,105	1,090	1,180	1,107	1,065
매출액	1,972.8	1,510.1	2,216.1	3,842.8	3,070.3	2,327.3	3,243.5	3,976.5	9,541.8	12,617.7	12,602.8
(% QoQ)	-32.1%	-23.5%	46.8%	73.4%	-20.1%	-24.2%	39.4%	22.6%			
(% YoY)	55.2%	5.1%	-6.2%	32.3%	55.6%	54.1%	46.4%	3.5%	19.6%	32.2%	-0.1%
광학솔루션	1,334	930	1,458	3,057	2,259	1,486	2,351	3,039	6,779	9,135	8,490
전장부품	283	233	328	343	334	374	393	450	1,187	1,551	2,060
기판소재	290	296	319	340	359	361	382	377	1,244	1,479	1,568
전자 및 기타	66	52	110	104	118	106	117	111	331	452	484
영업이익	175.8	54.6	108.4	342.3	346.8	151.0	317.9	375.1	681.1	1,190.8	1,024.7
(% QoQ)	-29.2%	-68.9%	98.5%	215.8%	1.3%	-56.5%	110.6%	18.0%			
(% YoY)	nm	100.7%	-46.8%	37.9%	97.3%	176.5%	193.2%	9.6%	43.0%	74.8%	-13.9%
광학솔루션	125.3	12.9	22.3	286.6	243.3	68.6	218.7	278.6	447.1	809.1	579.3
전장부품	-3.9	-22.4	-0.1	-12.6	10.7	-3.7	3.9	5.4	-39.0	16.3	69.6
기판소재	50.0	64.5	75.5	63.8	81.8	82.9	89.4	86.7	253.9	340.9	349.6
전자 및 기타	4	0	11	5	11.0	3.2	5.8	4.4	19.1	24.5	26.2
영업이익률 (%)	8.9%	3.6%	4.9%	8.9%	11.3%	6.5%	9.8%	9.4%	7.1%	9.4%	8.1%
광학솔루션	9.4%	1.4%	1.5%	9.4%	10.8%	4.6%	9.3%	9.2%	6.6%	8.9%	6.8%
전장부품	-1.4%	-9.6%	0.0%	-3.7%	3.2%	-1.0%	1.0%	1.2%	-3.3%	1.1%	3.4%
기판소재	17.3%	21.8%	23.7%	18.8%	22.8%	22.9%	23.4%	23.0%	20.4%	23.0%	22.3%
전자 및 기타	6.6%	-0.9%	9.7%	4.4%	9.3%	3.0%	5.0%	4.0%	5.8%	5.4%	5.4%
세전이익	157.2	33.3	57.1	57.1	333.3	121.6	290.4	337.4	304.7	1,082.7	910.9
지배주주 순이익	80.6	7.6	26.9	121.1	251.4	90.0	214.9	249.7	236.1	806.0	674.1
지배주주 순이익률	4.1%	0.5%	1.2%	3.2%	8.2%	3.9%	6.6%	6.3%	2.5%	6.4%	5.3%

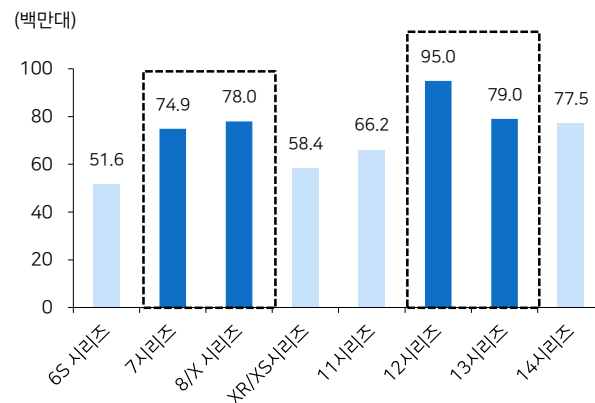
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 아이폰 연도별 전체 출하량



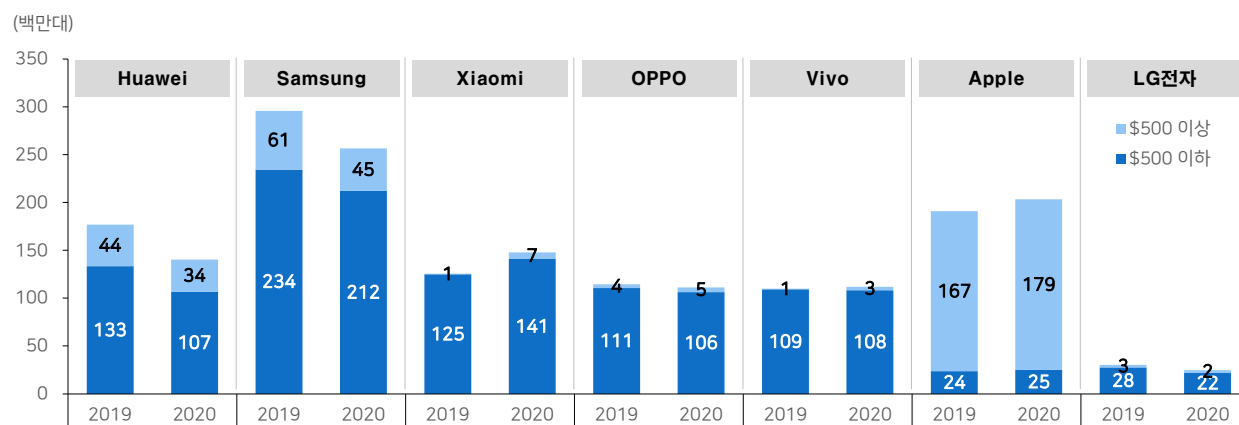
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 역대 신모델 첫 출시후 첫 2개분기 누적 출하량



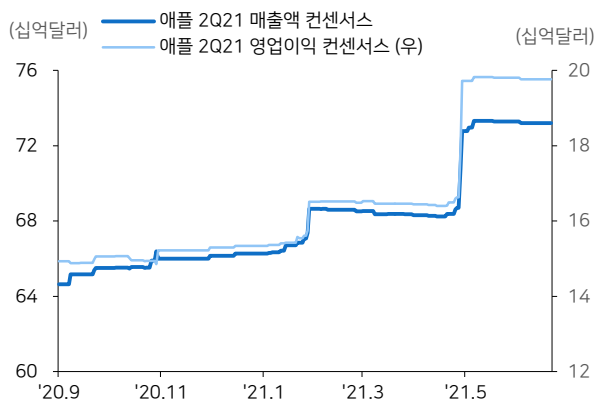
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 화웨이 생산차질에 대한 반사 수혜는 중저가 영역에서 샤오미가, 하이엔드 영역에서는 애플이 누리고 있음



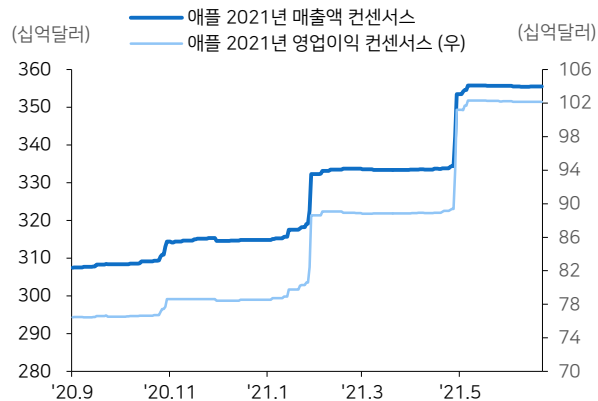
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 애플 CY2Q21 매출, 영업이익 컨센서스 추이



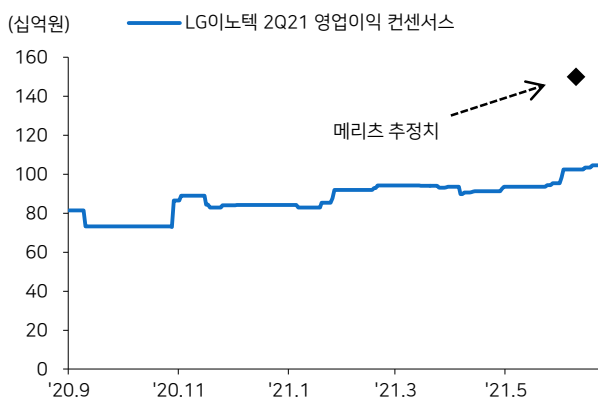
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 애플 CY2021 매출, 영업이익 컨센서스 추이



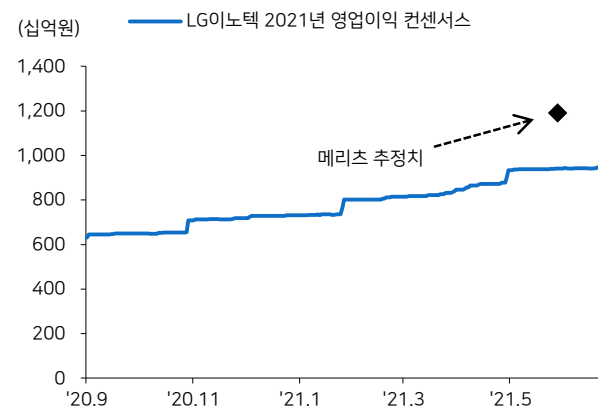
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LG이노텍 2Q21 영업이익 컨센서스 추이



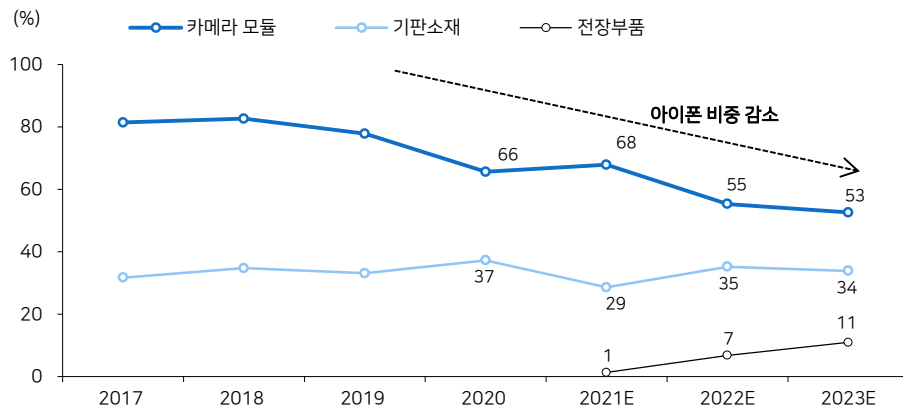
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 LG이노텍 2021 영업이익 컨센서스 추이



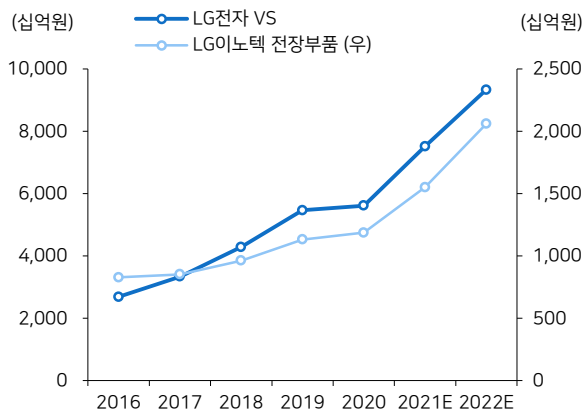
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 사업부별 영업이익 비중 (전장부품 이익 비중 증가 주목)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 LG전자와 LG이노텍 전장 사업 매출 추이



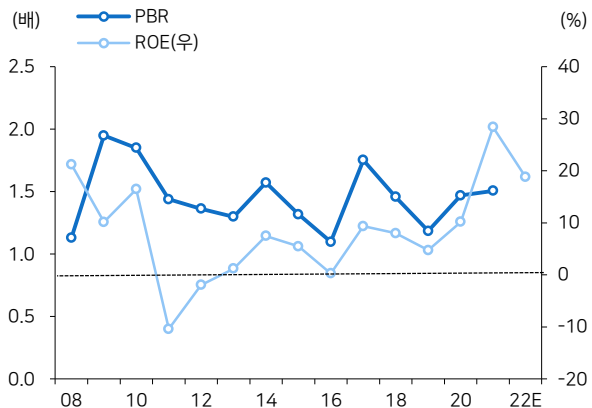
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 LG이노텍 전장 부품 제품군



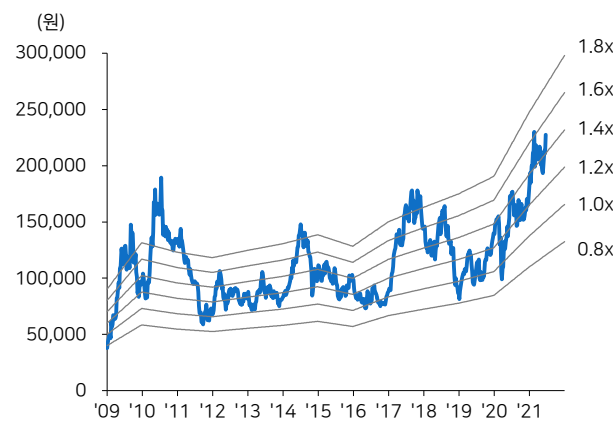
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림11 LG이노텍 ROE vs PBR



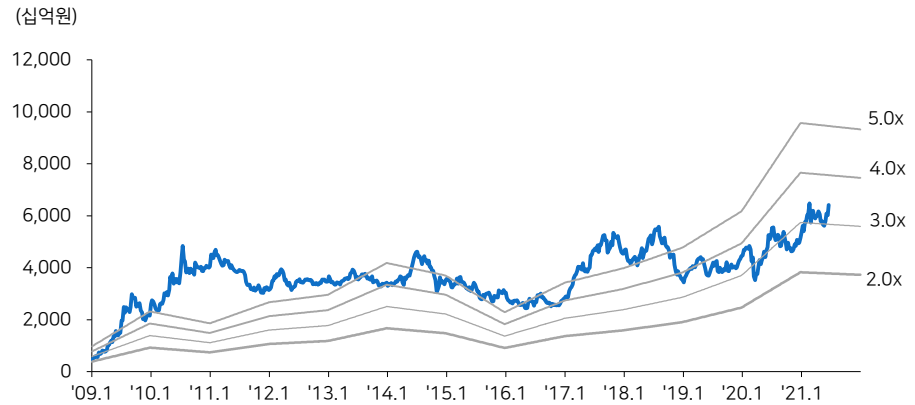
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 LG이노텍 EV/EBITDA 밴드



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

표4 LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
EV (십억원)												
High	5,279	4,707	3,969	3,886	4,613	3,471	3,049	5,501	5,388	4,433	5,409	
Low	2,804	2,942	3,182	3,170	2,735	2,572	2,421	3,160	3,495	3,044	2,837	
Average	3,942	3,715	3,541	3,469	3,598	3,030	2,694	4,555	4,595	3,733	4,600	
EBITDA (십억원)	436.7	373.7	548.8	665.5	848.5	706.0	455.6	651.5	781.6	781.6	1,343.4	1,914.4
EV/EBITDA (배)												
High	12.1	12.6	7.2	5.8	5.4	4.9	6.7	8.4	6.9	5.7	4.0	
Low	6.4	7.9	5.8	4.8	3.2	3.6	5.3	4.9	4.5	3.9	2.1	
Average	9.0	9.9	6.5	5.2	4.2	4.3	5.9	7.0	5.9	4.8	3.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 LG이노텍 적정주가 산정표

(십억원)	적정가치 (십억원)	EBITDA (십억원)	배수	비고
영업가치	7,247			A
기존본업(2021E)	6,207	1,813	3.4	2020년 평균
전장부품(2022E)	1,040	173	6.0	만도 2022년 EV/EBITDA
비영업가치	0			B
순부채	1,020			C (1Q21 기준)
적정가치	6,227			A+B-C
주식수 (백만주)	24			
주당 적정가치	263,111			
적정주가	265,000			
현재주가	226,000			
상승여력	17.3%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,975.4	9,541.8	12,617.6	12,602.8	13,556.4
매출액증가율 (%)	-0.1	19.6	32.2	-0.1	7.6
매출원가	7,078.7	8,247.0	11,071.9	11,212.8	12,075.2
매출총이익	1,041.9	1,294.8	1,545.7	1,390.0	1,481.2
판매비와관리비	565.6	575.9	355.0	365.3	339.0
영업이익	476.4	681.1	1,190.8	1,024.7	1,142.1
영업이익률 (%)	6.0	7.1	9.4	8.1	8.4
금융수익	-68.6	-77.8	-64.6	-68.5	-58.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-174.8	-160.4	-43.5	-45.2	-45.4
세전계속사업이익	233.0	304.7	1,082.7	910.9	1,038.2
법인세비용	82.9	120.9	275.8	236.8	269.9
당기순이익	102.3	142.0	806.0	674.1	768.3
지배주주지분 순이익	102.3	236.1	806.0	674.1	768.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	769.0	950.3	997.7	1,486.6	1,399.7
당기순이익(손실)	102.3	236.1	806.0	674.1	768.3
유형자산감가상각비	519.8	613.9	674.9	771.9	726.2
무형자산상각비	61.6	54.6	60.0	68.6	64.6
운전자본의 증감	-268.3	75.1	-556.3	-51.0	-208.6
투자활동 현금흐름	-354.3	-826.2	-960.0	-737.0	-636.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-469.6	-766.7	-1,000.0	-650.0	-550.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-19.1	0.4	0.4	0.4
재무활동 현금흐름	-238.9	-167.2	-71.0	-367.0	-440.4
차입금증감	-208.4	-192.3	32.8	-232.5	-305.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	178.3	-105.0	-124.2	486.5	374.2
기초현금	621.3	799.6	694.6	570.4	1,056.9
기말현금	799.6	694.6	570.4	1,056.9	1,431.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,530.9	3,161.8	3,731.0	4,282.9	5,138.6
현금및현금성자산	799.6	694.6	570.4	1,056.9	1,431.1
매출채권	1,109.2	1,114.2	1,706.5	1,644.2	1,905.3
재고자산	488.2	859.4	1,128.6	1,248.2	1,365.0
비유동자산	3,239.8	2,876.8	3,488.9	3,338.3	3,237.9
유형자산	2,707.6	2,367.8	2,953.0	2,831.1	2,655.0
무형자산	276.8	188.1	152.9	152.9	182.6
투자자산	31.7	51.0	51.0	51.0	58.6
자산총계	5,770.8	6,038.6	7,219.9	7,621.2	8,376.4
유동부채	2,046.2	2,284.2	2,991.2	3,018.9	3,014.8
매입채무	718.1	1,001.6	1,155.3	1,148.0	1,360.5
단기차입금	30.4	1.2	29.8	15.0	10.0
유동성장기부채	511.3	440.7	802.7	880.8	580.0
비유동부채	1,519.9	1,326.7	982.6	682.8	681.0
사채	457.9	584.3	484.8	384.8	384.8
장기차입금	920.4	701.4	441.1	245.3	245.3
부채총계	3,566.2	3,610.9	3,973.8	3,701.7	3,695.8
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	-36.3	-45.5	-26.2	-26.9	-26.9
이익잉여금	989.3	1,221.5	2,020.6	2,694.7	3,455.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,204.6	2,427.7	3,246.1	3,919.4	4,680.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	336,982	403,167	533,129	532,502	572,796
EPS(지배주주)	4,322	9,977	34,056	28,482	32,462
CFPS	7,536	-4,436	-5,247	20,557	15,812
EBITDAPS	33,024	56,763	80,888	78,809	81,669
BPS	93,161	102,588	137,171	165,625	197,791
DPS	300	700	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	25.5	15.1	6.6	7.9	7.0
PCR	14.7	-34.0	-43.1	11.0	14.3
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.2	1.5	1.6	1.4	1.1
EBITDA	782	1,343	1,914	1,865	1,933
EV/EBITDA	4.8	3.6	3.4	3.1	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.7	10.2	28.4	18.8	17.9
EBITDA 이익률	13.1	17.6	42.1	36.1	39.7
부채비율	161.8	148.7	122.4	94.4	79.0
금융비용부담률	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	7.5	11.8	25.1	21.2	27.3
매출채권회전율(x)	7.9	8.6	8.9	7.5	7.6
재고자산회전율(x)	14.0	12.2	11.1	9.4	9.2

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 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)	
2019.06.20	기업브리프	Buy	140,000	주민우	-22.2	-9.6	
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	-21.3	-6.6	
2021.01.25	기업브리프	Buy	250,000	주민우	-15.5	-8.0	
2021.03.08	기업브리프	Buy	286,000	주민우	-26.0	-22.7	
2021.04.29	기업브리프	Buy	290,000	주민우	-32.6	-29.0	
2021.05.25	산업분석	Buy	260,000	주민우	-18.7	-12.5	
2021.06.21	기업브리프	Buy	265,000	주민우	-	-	