

2023. 07. 27



▲ 전기전자/IT부품장비  
Analyst 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) **390,000 원**

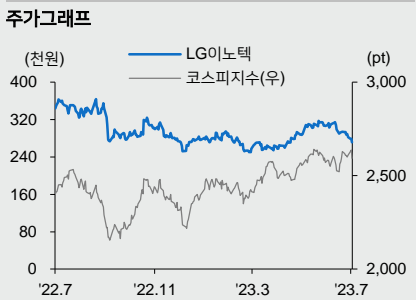
현재주가 (7.26) **271,500 원**

상승여력 **43.6%**

KOSPI	2,592.36pt
시가총액	64,256억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.19%
외국인비중	21.22%
52주 최고/최저가	364,000원/250,000원
평균거래대금	505.9억원

주요주주(%)	
LG전자 외 1인	40.80
국민연금공단	12.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.9	-2.2	-22.4
상대주가	-12.2	-6.8	-27.8



# LG이노텍 011070

## 기다림은 길어지지만 하반기 방향성 유효

- ✓ 2Q23 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스 하회
- ✓ 아이폰14 수요는 예상보다 양호했지만 투자 확대로 인한 고정비 부담이 증가
- ✓ 신모델 스펙 변화에 따른 일부 부품의 수율 문제 발생으로 초도물량이 감소할 전망
- ✓ 다만 당사는 아이폰15의 흥행 가시성이 여전히 높기 때문에 감소된 초도물량의 반영으로 평년대비 높은 4분기 실적 업사이드를 전망
- ✓ 단기적인 노이즈는 아쉬우나 아이폰15를 통한 실적 개선 방향성은 유효

### 2Q23 Review: 고정비 부담 증가 현실화

2Q23 매출액(3.9조원)은 당사 추정치를 상회했으나 영업이익(185억원)은 당사 추정치를 하회했다. 매출액이 상회한 이유는 양호했던 아이폰14 수요로 광학솔루션 사업부의 매출액(3.1조)이 전년 대비 9.9% 증가했기 때문이다. 다만 투자 확대로 인한 고정비 부담 증가로 소폭의 영업적자를 기록한 것으로 추정된다. 기판소재 사업부는 디스플레이 제품군의 회복에도 불구하고 패키지기판의 부진과 FC-BGA 신공장 가동에 따른 수익성 악화로 기대 대비 부진하였다. 전장부품의 경우 매출액 증가에도 불구하고 환율 상승에 따른 원재료 가격 증가로 적자 전환하였다.

### 발목을 잡는 생산 이슈, 기다림이 필요하나 4분기에 부각될 업사이드에 집중

통상적인 북미 고객사 신모델을 위한 동사의 대량 양산 시작 시기는 8월말로, 이로 인해 9월부터 신모델 효과가 반영된다. 다만 올해는 일반모델의 이미지센서, 프록세스 모델의 디스플레이/프리즘 등 스펙 변화에 따른 일부 부품의 수율 문제가 발생해 초도물량이 예상보다 감소할 전망이다. 이에 따라 3분기 영업이익 추정치를 2,659억원으로 하향한다. 다만 당사는 아이폰8/X 업그레이드 수요, 아이폰12 교체수요, 아이폰14 이연수요를 통한 아이폰15의 흥행 가능성이 높다는 기존 전망(그림1)을 유지한다. 이에 따라 감소된 초도물량의 4분기 반영으로, 4분기 영업이익 추정치를 6,449억원으로 상향하며 평년대비 높은 실적 업사이드를 예상한다.

기대했던 강도 높은 실적 개선이 4분기로 지연된 부분은 아쉬우나 하반기 신모델 판매 호조 가시성은 여전히 높다고 판단한다. 또한 중장기적으로도 프리미엄 스마트폰의 점유율 상승 + Refurbished Phone 내 아이폰의 점유율 증가로 동사 북미 고객사의 생태계가 강화될 가능성이 높다. 노이즈는 아쉬우나 12개월 선행 P/E 6.6배, P/B 1.2배에 거래되고 있는 현 주가 수준에서 하방은 제한적이다. 실적 전망치 조정을 반영해 적정주가를 390,000원으로 하향하나 투자 의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	14,945.6	1,264.2	888.3	37,532	276.2	140,034	9.7	2.6	4.7	30.9	133.6
2022	19,589.4	1,271.8	979.9	41,401	10.3	180,241	6.1	1.4	3.4	25.9	129.6
2023E	20,486.0	1,074.5	811.2	34,275	-17.2	210,367	7.9	1.3	3.9	17.5	109.7
2024E	22,068.7	1,455.0	1,083.0	45,759	33.5	251,977	5.9	1.1	3.1	19.8	93.2
2025E	22,482.2	1,567.2	1,222.7	51,663	12.9	299,490	5.3	0.9	2.6	18.7	77.1

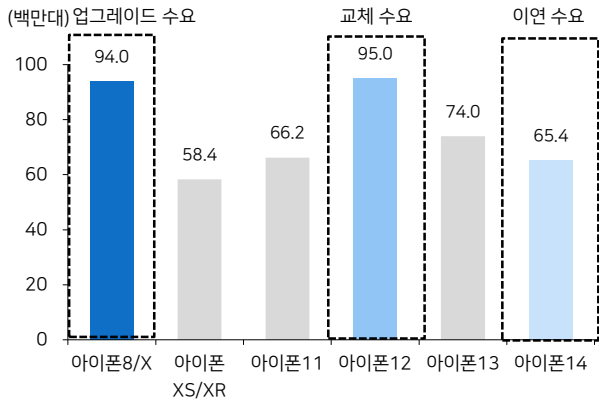
(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사 예상치	(% diff)
매출액	3,907.2	3,702.6	5.5%	4,375.8	-10.7%	3,532.1	10.6%	3,577.4	9.2%
영업이익	18.4	289.9	-93.7%	145.3	-87.4%	14.1	30.4%	47.9	-61.7%
세전이익	-17.2	278.4	nm	111.0	nm	-0.2	nm	12.6	nm
지배주주 순이익	-51.6	206.3	nm	83.3	nm	-2.8	nm	-27.1	nm
영업이익률(%)	0.5%	7.5%		8.3%		0.4%		1.3%	
지배주주 순이익률(%)	-1.3%	4.6%		5.6%		-0.1%		-0.8%	

자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,263	1,320	1,283	1,260	1,290	1,282	1,240
<b>매출액</b>	<b>3,951.7</b>	<b>3,702.6</b>	<b>5,387.4</b>	<b>6,547.7</b>	<b>4,375.8</b>	<b>3,907.2</b>	<b>4,588.7</b>	<b>7,614.3</b>	<b>19,589.4</b>	<b>20,486.0</b>	<b>22,068.7</b>
(% QoQ)	-31.0%	-6.3%	45.5%	21.5%	-33.2%	-10.7%	17.4%	65.9%			
(% YoY)	28.7%	57.2%	41.9%	14.4%	10.7%	5.5%	-14.8%	16.3%	31.1%	4.6%	7.7%
광학솔루션	3,088.5	2,803.5	4,439.5	5,633.5	3,544.7	3,082.0	3,751.9	6,740.7	15,965	17,119	18,557
전장부품	313.8	330.5	380.8	421.4	381.6	390.0	400.6	427.9	1,446	1,600	1,721
기판소재	415.0	451.7	435.6	391.5	330.2	335.5	326.5	361.1	1,694	1,353	1,430
전자 및 기타	134.5	116.9	131.5	101.3	119.3	99.7	109.7	84.5	484	413	393
<b>영업이익</b>	<b>367.1</b>	<b>289.9</b>	<b>444.8</b>	<b>170.0</b>	<b>145.3</b>	<b>18.4</b>	<b>265.9</b>	<b>644.9</b>	<b>1,271.8</b>	<b>1,074.5</b>	<b>1,455.0</b>
(% QoQ)	-14.6%	-21.0%	53.4%	-61.8%	-14.5%	-87.4%	1348.3%	142.5%			
(% YoY)	5.8%	90.8%	32.5%	-60.4%	-60.4%	-93.7%	-40.2%	279.4%	0.6%	-15.5%	35.4%
광학솔루션	249.2	167.2	314.7	146.1	103.7	-21.4	216.7	580.7	877.1	879.7	1,195.1
전장부품	-1.0	-8.5	2.2	-9.2	4.7	-1.2	2.2	6.1	-16.6	11.8	23.2
기판소재	107.1	123.7	116.9	28.6	25.9	38.9	41.1	52.7	376.2	158.6	214.7
전자 및 기타	11.9	7.5	11.1	4.4	11.0	2.1	6.0	5.4	35.0	24.4	22.0
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>6.6%</b>
광학솔루션	8.1%	6.0%	7.1%	2.6%	2.9%	-0.7%	5.8%	8.6%	5.5%	5.1%	6.4%
전장부품	-0.3%	-2.6%	0.6%	-2.2%	1.2%	-0.3%	0.5%	1.4%	-1.1%	0.7%	1.4%
기판소재	25.8%	27.4%	26.8%	7.3%	7.8%	11.6%	12.6%	14.6%	22.2%	11.7%	15.0%
전자 및 기타	8.8%	6.4%	8.5%	4.4%	9.2%	2.1%	5.5%	6.4%	7.2%	5.9%	5.6%

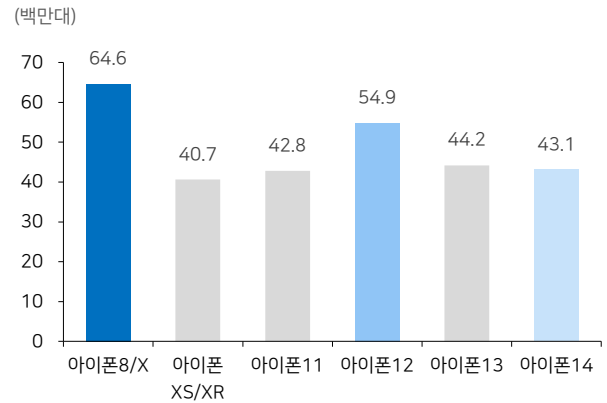
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아이폰 출시 후 2개 분기 누적 출하량



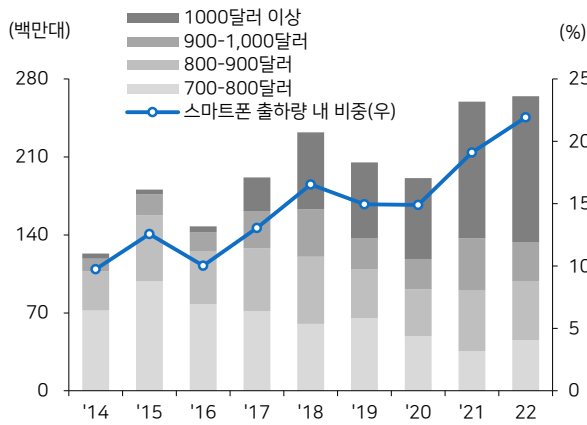
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 아이폰 출시 후 3개월 판매량 추이



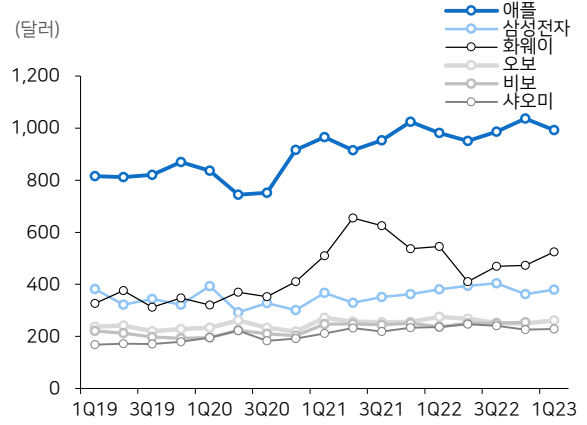
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 프리미엄 스마트폰 출하량 추이



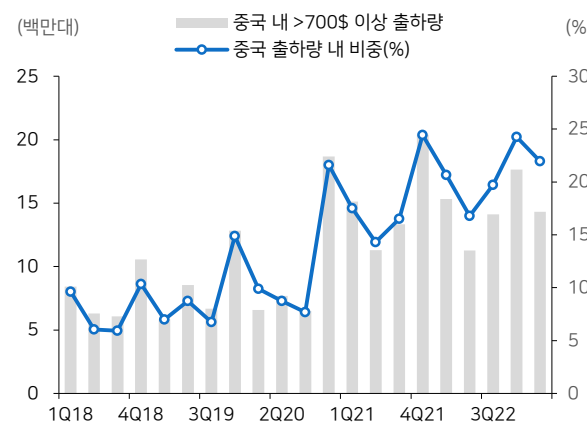
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 스마트폰 브랜드별 ASP 추이



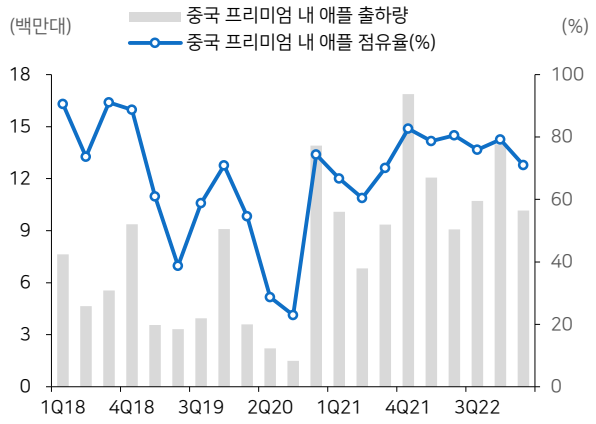
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 내 프리미엄 스마트폰 출하량 추이



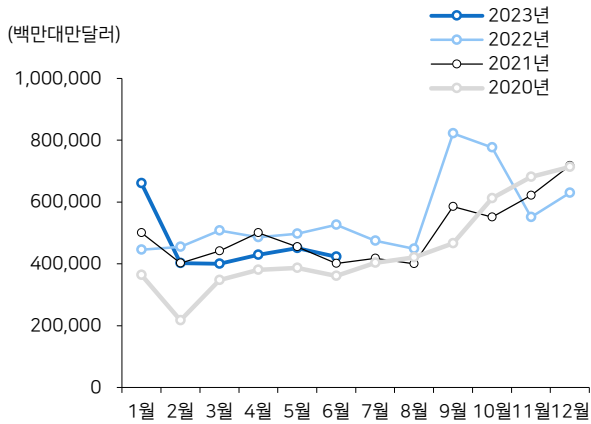
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 프리미엄 스마트폰 내 애플 출하량 및 점유율



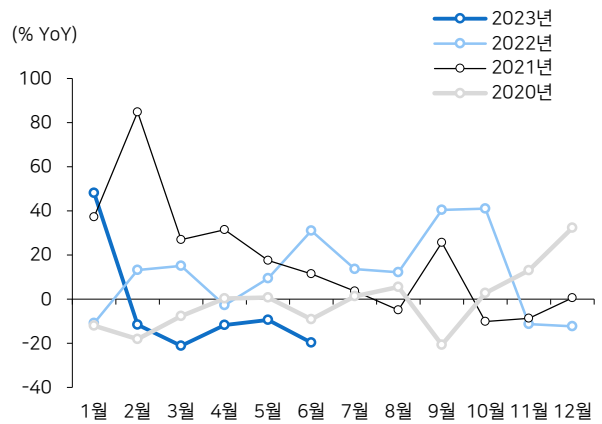
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 Foxconn 월별 매출액



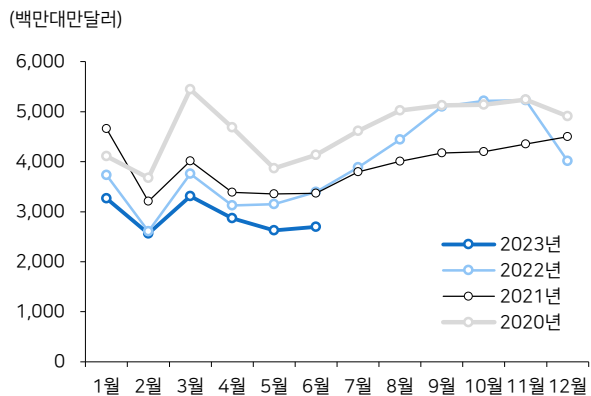
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Foxconn YoY 성장률 비교



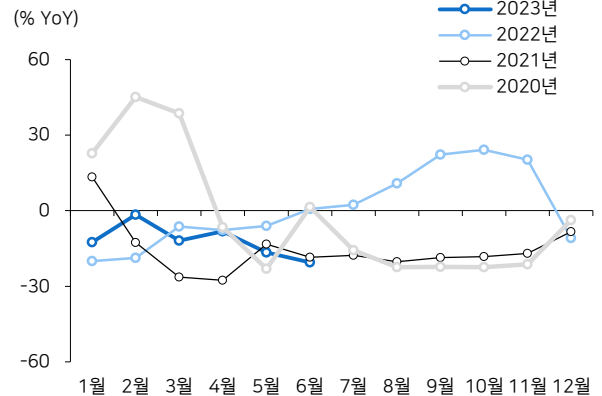
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아이폰 렌즈 공급업체 Largan 월별 매출액



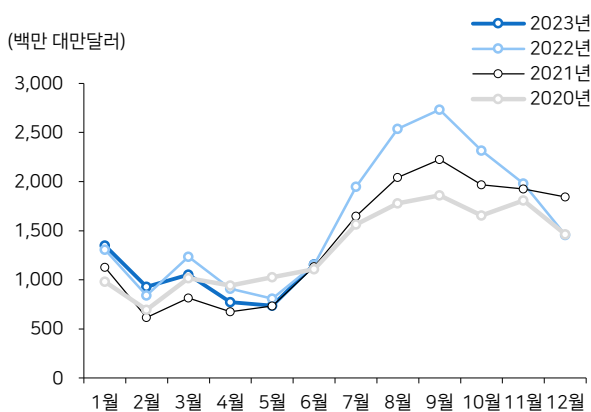
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림10 아이폰 렌즈 공급업체 Largan YoY 성장률 비교



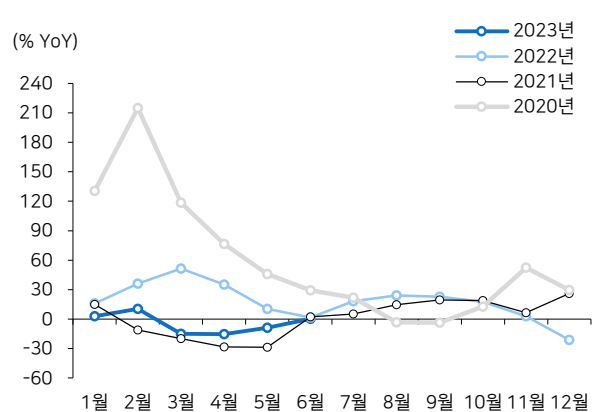
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림11 아이폰 렌즈 공급업체 GESO 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림12 아이폰 렌즈 공급업체 GESO YoY 성장률 비교



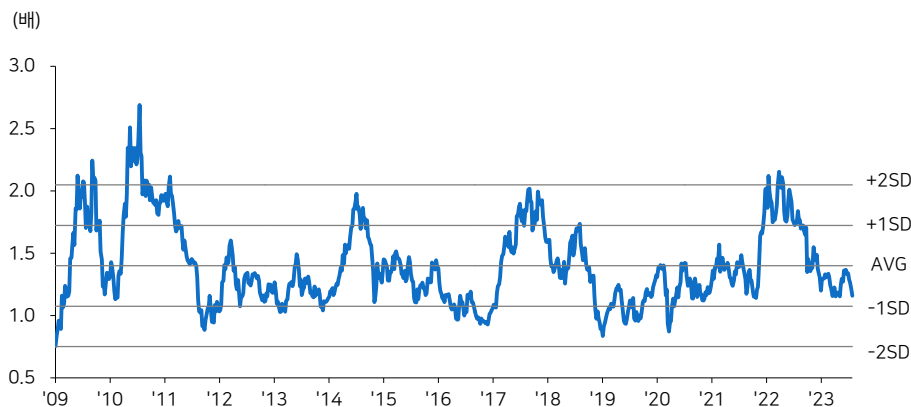
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 LG이노텍 적정주가 산정표

(십억원)	적정가치	EBITDA	배수	비고
<b>영업가치</b>	<b>11,029</b>			
광학솔루션	8,117	1,663	4.9	2014년, 2017년, 2020년 평균
기판소재	2,529	324	7.8	글로벌 기판업체 평균
전장부품	405	76	5.3	만도 EV/Ebitda
<b>비영업가치</b>	<b>0</b>			
<b>순차입금</b>	<b>1,855</b>			2Q23말 기준
<b>주주가치</b>	<b>9,196</b>			
주식수 (백만주)	24			
주당적정가치	388,567			
<b>적정주가</b>	<b>390,000</b>			
현재주가	271,500			
<b>상승여력</b>	<b>43.6%</b>			

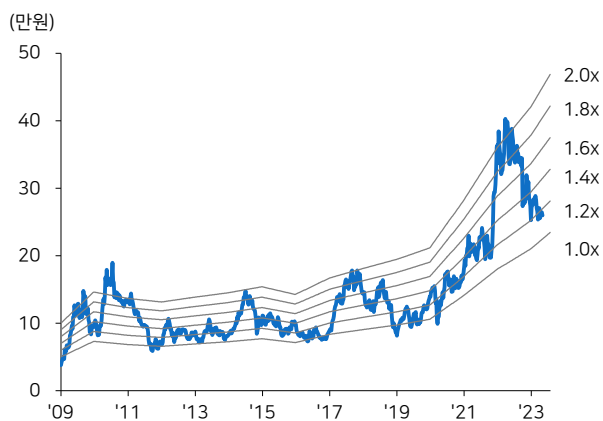
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 LG이노텍 PBR 변동 추이



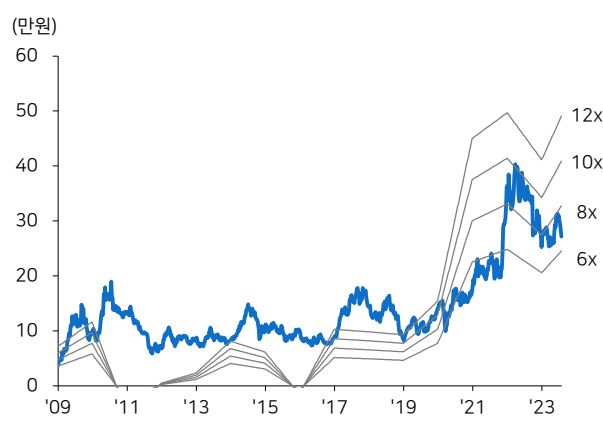
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 LG이노텍 PBR 밴드



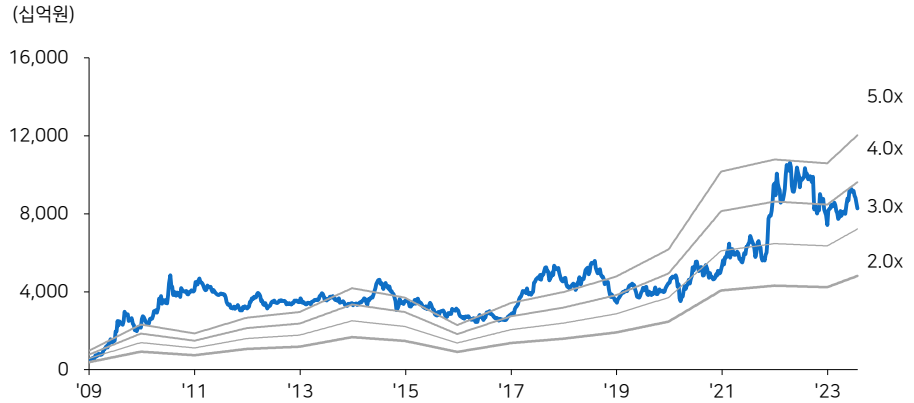
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 LG이노텍 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 LG이노텍 EV/EBITDA 밴드



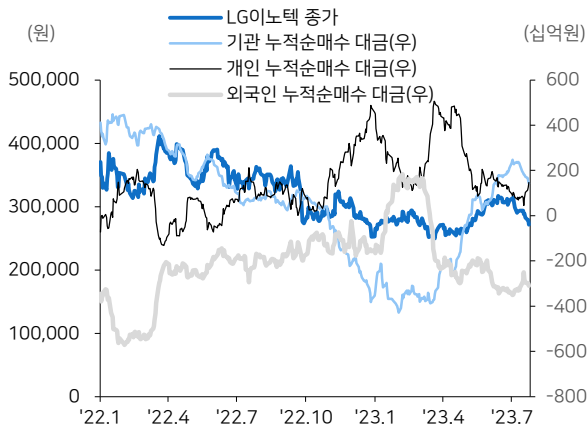
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 LG이노텍 밸류에이션 테이블

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
<b>EV (십억원)</b>												
High	3,966	3,886	4,613	3,470	3,047	5,499	5,386	4,443	5,434	9,648	11,184	
Low	3,180	3,170	2,735	2,571	2,420	3,159	3,493	3,053	2,862	5,246	7,421	
Average	3,538	3,469	3,598	3,028	2,692	4,553	4,594	3,742	4,625	6,256	9,393	
<b>EBITDA (십억원)</b>												
	548.8	665.5	848.5	706.0	455.6	651.5	781.6	1,057.7	1,349.5	2,033.8	2,157.5	2,118.3
<b>EV/EBITDA (배)</b>												
High	7.2	5.8	5.4	4.9	6.7	8.4	6.9	4.2	4.0	4.7	5.2	
Low	5.8	4.8	3.2	3.6	5.3	4.8	4.5	2.9	2.1	2.6	3.4	
Average	6.4	5.2	4.2	4.3	5.9	7.0	5.9	3.5	3.4	3.1	4.4	

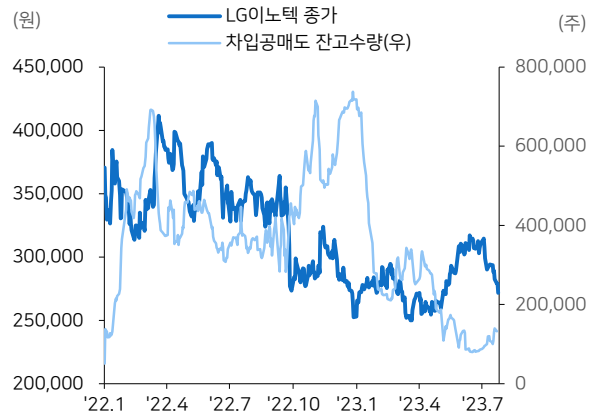
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 LG이노텍 수급 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 LG이노텍 차입공매도 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG 이노텍 (011070)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>14,945.6</b>	<b>19,589.4</b>	<b>20,486.0</b>	<b>22,068.7</b>	<b>22,482.2</b>
매출액증가율(%)	56.6	31.1	4.6	7.7	1.9
매출원가	12,815.1	17,215.0	17,912.2	18,768.8	19,120.5
매출총이익	2,130.5	2,374.4	2,573.9	3,299.9	3,361.7
판매관리비	866.3	1,102.7	1,499.4	1,844.9	1,794.5
<b>영업이익</b>	<b>1,264.2</b>	<b>1,271.8</b>	<b>1,074.5</b>	<b>1,455.0</b>	<b>1,567.2</b>
영업이익률(%)	8.5	6.5	5.2	6.6	7.0
금융손익	-40.9	-122.9	-115.0	-113.7	-102.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.1	-13.8	-17.4	-20.6	-22.1
세전계속사업이익	1,193.2	1,135.1	942.2	1,320.7	1,442.8
법인세비용	314.3	158.2	131.0	237.7	220.1
<b>당기순이익</b>	<b>888.3</b>	<b>979.9</b>	<b>811.2</b>	<b>1,083.0</b>	<b>1,222.7</b>
지배주주지분 순이익	888.3	979.9	811.2	1,083.0	1,222.7

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>4,113.4</b>	<b>4,713.8</b>	<b>4,339.8</b>	<b>4,676.6</b>	<b>5,043.3</b>
현금및현금성자산	565.9	577.9	14.6	17.3	296.6
매출채권	1,895.4	1,792.9	1,874.9	2,019.8	2,057.6
재고자산	1,392.0	1,978.8	2,069.4	2,229.2	2,271.0
<b>비유동자산</b>	<b>3,628.0</b>	<b>5,079.8</b>	<b>6,100.6</b>	<b>6,843.1</b>	<b>7,506.4</b>
유형자산	3,146.4	4,131.0	5,185.7	5,949.9	6,634.1
무형자산	198.1	204.5	165.9	136.1	113.0
투자자산	57.0	118.6	123.2	131.4	133.5
<b>자산총계</b>	<b>7,741.4</b>	<b>9,793.6</b>	<b>10,440.4</b>	<b>11,519.7</b>	<b>12,549.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,310.3</b>	<b>4,270.4</b>	<b>4,192.7</b>	<b>4,452.9</b>	<b>4,526.4</b>
매입채무	1,565.9	1,992.4	2,103.5	2,266.0	2,308.4
단기차입금	1.3	207.6	207.6	207.6	207.6
유동성장기부채	414.9	446.6	190.3	168.9	168.9
<b>비유동부채</b>	<b>1,116.9</b>	<b>1,257.4</b>	<b>1,268.9</b>	<b>1,103.3</b>	<b>935.2</b>
사채	457.8	292.4	302.8	230.9	159.0
장기차입금	615.1	921.9	921.3	824.2	727.1
<b>부채총계</b>	<b>4,427.2</b>	<b>5,527.8</b>	<b>5,461.6</b>	<b>5,556.1</b>	<b>5,461.6</b>
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	14.4	45.0	45.0	45.0	45.0
이익잉여금	2,048.1	2,969.2	3,682.1	4,666.9	5,791.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>3,314.2</b>	<b>4,265.8</b>	<b>4,978.8</b>	<b>5,963.6</b>	<b>7,088.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,177.6</b>	<b>1,515.0</b>	<b>1,804.9</b>	<b>2,158.0</b>	<b>2,456.6</b>
당기순이익(손실)	888.3	979.9	811.2	1,083.0	1,222.7
유형자산상각비	723.8	840.9	995.3	1,124.5	1,253.0
무형자산상각비	45.8	44.9	48.6	39.8	33.1
운전자본의 증감	-845.0	-403.1	-9.0	-49.5	-12.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,008.3</b>	<b>-1,996.7</b>	<b>-2,023.7</b>	<b>-1,867.4</b>	<b>-1,910.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,010.4	-1,716.9	-2,050.0	-1,888.6	-1,937.3
투자자산의감소(증가)	-3.1	-61.6	-4.6	-8.2	-2.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-309.6</b>	<b>441.4</b>	<b>-344.5</b>	<b>-287.9</b>	<b>-267.0</b>
차입금의 증감	-248.2	524.4	-246.3	-189.7	-168.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-128.7	12.0	-563.3	2.7	279.4
기초현금	694.6	565.9	577.9	14.6	17.3
기말현금	565.9	577.9	14.6	17.3	296.6

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	631,493	827,706	865,591	932,463	949,934
EPS(지배주주)	37,532	41,401	34,275	45,759	51,663
CFPS	81,048	90,559	84,652	105,819	115,703
EBITDAPS	85,932	91,159	89,505	110,672	120,557
BPS	140,034	180,241	210,367	251,977	299,490
DPS	3,000	4,150	4,150	4,150	4,150
배당수익률(%)	0.8	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.7	6.1	7.9	5.9	5.3
PCR	4.5	2.8	3.2	2.6	2.3
PSR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	2.6	1.4	1.3	1.1	0.9
EBITDA(십억원)	2,033.8	2,157.5	2,118.3	2,619.3	2,853.2
EV/EBITDA	4.7	3.4	3.9	3.1	2.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	17.5	19.8	18.7
EBITDA 이익률	13.6	11.0	10.3	11.9	12.7
부채비율	133.6	129.6	109.7	93.2	77.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	30.8	23.6	15.9	24.3	29.3
매출채권회전율(x)	9.9	10.6	11.2	11.3	11.0
재고자산회전율(x)	13.3	11.6	10.1	10.3	10.0

**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 추천 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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 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)	
2021.06.21	기업브리프	Buy	265,000	주민우	11.2	55.3	
2022.06.21	1년 경과				29.8	37.2	
2022.08.01	산업분석	Buy	500,000	양승수	-32.7	-27.2	
2022.10.04	기업브리프	Buy	470,000	양승수	-39.0	-31.1	
2023.01.26	기업브리프	Buy	390,000	양승수	-29.2	-18.7	
2023.06.16	기업브리프	Buy	410,000	양승수	-27.0	-23.3	
2023.07.27	기업브리프	Buy	390,000	양승수	-	-	