

2013. 8. 6 기업분석

전기전자

Analyst 김현용, CFA

02.3779-8955

hyunyong.kim@etrade.co.kr

LG이노텍 (011070)

Buy(maintain)



목표주가: 140,000원

현재주가: 93,100원

Stock Data

KOSPI(8/5)	1,916.22pt
시가총액	18,778억원
발행주식수	20,171천주
52주 최고가 / 최저가	105,500 / 70,000원
90일 일평균거래대금	158.78억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(13.12E)	0.0%
BPS(13.12E)	67,492원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-0.1%
	6개월	25.2%
	12개월	1.8%

주주구성

LG전자의 1인	47.9%
국민연금공단	5.0%

이제는 편안하게 애플을 기다릴 때

2분기 양호한 실적은 적자 사업부 개선과 기관소재 선전의 결과

2분기 영업이익은 357억원으로 당사 추정치인 257억원을 39% 상회했다. 양호한 실적은 기관소재가 선전하는 와중 LED, PKG기관에서 적자폭이 크게 축소된 점에 기인한다. 아쉬운 점은 LED 적자개선이 예상보다 느렸던 점이다.

3분기부터는 애플 모멘텀이 극대화되는 구간

동사는 애플 카메라모듈 최대 벤더로 아이폰 5S와 중저가 아이폰 모두 납품을 준비중이다. 아이폰5S 모듈은 부가기능 추가로 판가상승이 기대되고, 중저가 아이폰도 8백만 화소를 채택할 가능성이 있다. 결국 화소수 향상에 준하는 효과를 누릴 전망이다. 3분기 애플 모멘텀 극대화로 카메라모듈이 이끄는 이익 증가와 더불어 548억원(QoQ 53%)의 영업이익이 예상된다.

LED 적자개선 지연으로 수익 추정치 하향

2분기 LED 매출액이 추정을 15% 상회하고도 두자리 적자율이 나온 것은 부정적이다. 내년말부터 고정비의 구조적 감소로 마진이 개선되는 점은 유효하다. 다만, 변동비 절감 효과가 기대보다 약해 흑전 시기는 내년 하반기로 지연될 전망이다. 이에 따른 LED 실적추정 하향으로 '14~15년 전사 영업이익의 전망치를 평균 11% 하향 조정한다.

Valuation 및 투자의견

수익 추정치 하향에 따라 12M Fwd BPS를 기존 71,551원에서 68,072원으로 4.9% 하향 조정한다. 투자의견은 매수를 유지하나 목표주가는 기존 15만원에서 14만원으로 하향 제시한다. 내년 ROE가 14.5%로 역사적 고점에 근접하며 대폭 개선되는 점은 동일하므로 Target PBR은 기존 2.1배를 유지한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013F	2014E	2015E
매출액(억원)	45,530	53,160	65,054	73,141	80,076
영업이익(억원)	-451	772	1,677	3,249	4,888
세전계속사업손익(억원)	-1,745	-176	908	2,539	4,220
순이익(억원)	-1,454	-250	780	2,133	3,545
EPS(원)	-7,214	-1,240	3,868	10,575	17,576
증감률(%)	n/a	적지	흑전	173.4	66.2
PER(배)	-9.4	-66.4	23.7	8.7	5.2
PBR(배)	1.0	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	8.4	6.3	5.5	4.5	4.1
영업이익률(%)	-1.0	1.5	2.6	4.4	6.1
EBITDA 마진(%)	8.2	10.3	10.4	11.1	11.3
ROE(%)	-10.4	-1.9	5.9	14.5	20.2
부채비율(%)	232.9	285.3	253.5	226.8	187.0

주: IFRS 연결 기준

Contents

Investment Summary	3
I. 아쉬움이 남는 2분기를 지나 애플이 오는 3분기!	4
II. 카메라모듈, 애플이 드디어 온다	6
III. LED 적자개선 지연되며 턴어라운드 시점 늦춰질 전망	9
IV. 기판소재 및 전장부품	11
V. Risk Factor	12
VI. Valuation 및 투자의견	13

Investment Summary

2분기 양호한 실적이지만 LED에서 진한 아쉬움 남아

2분기 영업이익은 357억원으로 당사 추정치인 257억원을 39% 상회했다. 추정치와 실적의 괴리는 카메라모듈 수익성을 과도하게 보수적으로 추정하고, 기관소재 내 적자사업부의 턴어라운드를 감지하지 못한 점에 기인한다. 숫자 상으로 양호한 실적임에도 강한 아쉬움이 남는 이유는 바로 LED 때문이다. 적자 개선이 당초 예상보다 느려지고 있어 LED 영업이익에 대한 하향 조정이 불가피해 보인다.

3분기부터는 강한 애플 효과가 기대된다

3분기부터는 강한 애플 효과가 예상된다. 4분기 주요 스마트폰 업체중 애플의 출하량 성장률이 가장 높을 것으로 전망되기 때문이다. 애플 카메라모듈의 최대 공급업체인 동사의 수혜가 확실시된다. 3분기 실적은 카메라모듈(매출액 6,649억원(QoQ 19%), 영업이익 343억원(QoQ 43%))이 이끌며 전사 매출액은 1.6조원(QoQ 5%), 영업이익 548억원(QoQ 53%)으로 2010년 3분기 이후 12분기만에 분기 500억원 이상의 이익을 기록할 전망이다.

애플의 귀환

4분기 애플은 아이폰5S, 중저가 아이폰을 포함하여 5,000~5,500만대의 아이폰을 출하할 전망이다. 작년 4분기 아이폰5가 출시된 시점의 4,780만대를 5~15% 상회하며 최고 판매량을 갱신할 것으로 예상된다. 따라서 애플 부품주의 모멘텀이 극대화되는 구간은 납품이 시작되는 3분기가 될 것이다. 애플의 주력 공급업체로서 동사는 애플의 신제품이 출시될 때마다 매출액, ASP, 수익성이 급증하는 차별화된 행태를 보여 왔다. 이번 아이폰5S 사이클도 동일한 흐름을 보일 것으로 예상된다.

LED 사업부를 중심으로 실적추정 하향 불가피

LED 턴어라운드에 대한 시점이 지연되며 수익 추정치를 큰 폭으로 하향한 점이 전사실적 추정치 변경의 주된 원인이다. 2분기 실적에서 보듯 변동원가 개선은 매우 더디게 진행되고 있다. 따라서 보수적으로 감가상각비 감소 시점인 3Q14로 턴어라운드 예상시점을 늦추기로 한다. 이에 따라 2014년 영업이익을 3,707억원에서 3,249억원으로, 2015년 영업이익을 5,460억원에서 4,888억원으로 각각 12.3%, 10.5% 하향 조정한다.

Risk Factor

LG그룹에 대한 동사 매출비중은 줄어드는 추세지만 여전히 30% 이상으로 높다. 하반기 모바일과 TV부문 모두 LG그룹의 사업환경이 녹록치 않다는 판단이다. 중저가 아이폰 출시로 모바일 시장경쟁은 격화되고 TV도 패널원가 비중증가로 수익성 둔화가 우려된다. 동사에 마진압박이 가해질 수 있는 환경이다. 다만, LG그룹 매출비중은 '10년 55%에서 '15년 32%로 줄고 애플 매출비중은 '10년 14%에서 '15년 30%로 증가가 예상되는 점은 다행스러운 부분이다.

Valuation 및 투자이견

수익 추정치 하향으로 12M Fwd BPS를 기존 71,551원에서 68,072원으로 4.9% 하향 조정한다. 투자이견은 매수를 유지하나 목표주가는 BPS 조정 결과 기존 15만원에서 14만원으로 6.7% 하향 제시한다. 내년 ROE가 14.5%로 역사적 고점(16.6%)에 근접하며 대폭 개선되는 점은 변함이 없으므로 Target PBR은 기존 2.1배를 유지하도록 한다.

I. 아쉬움이 남는 2분기를 지나 애플이 오는 3분기로

2분기 양호한 실적에도 기대치를 충족하지 못한 LED는 아쉬워

2분기 영업이익은 357억원으로 당사 추정치인 257억원을 39% 상회했다. 우선 반성문을 쓰자면 추정치와 실적의 괴리는 카메라모듈 수익성을 과도하게 보수적으로 추정했고, 기판소재 내적자사업부의 턴어라운드를 감지하지 못한 점에 기인한다. 추정치와 컨센서스를 뛰어넘은 호실적임에도 강한 아쉬움이 남는다. 바로 LED 때문이다. 적자 개선이 당초 예상보다 느리고 있다는 판단이며 LED 영업이익에 대한 하향조정이 불가피해 보인다.

긍정적인 부분부터 살펴보자. 기대 이하의 실적을 보여주긴 했지만 LED 적자폭의 축소가 영업이익 증가에 가장 크게 기여한 점은 부인할 수 없다. 또 하나의 플러스 요인은 기판소재를 비롯한 기타사업부 이익증가에 있다. 그 중에서도 패키지기판이 고객사 M/S 회복에 따른 물량 증가로 전분기 대규모 적자에서 흑자전환에 성공한 점이 주효했다. 또한 디스플레이 소재에서 견조한 이익성장을 보여주었다. 전반적으로 기판이 턴어라운드하며 기판소재 경쟁력이 부각되는 모습이다.

유일하게 아쉬운 부분이 LED다. 2분기 10% 수준의 영업적자를 기록한 것으로 추정되는데 이는 당사 추정치에 부합하는 수준이다. 그러나 문제는 추정치를 큰 폭으로 상회한 매출에도 두 자리 적자를 기록한 점이다. 조명매출이 QoQ 38% 급증하고 TV BLU는 Captive 외 고객사 비중이 올라갔다. 체질적으로 개선되어야 함에도 불구하고 수익성은 기대 이하를 보였는데 주된 원인은 저가 직하형 LED 비중증가로 인한 제품믹스 악화로 판단된다. LED에 대한 눈높이를 낮추어야만 하는 상황이 발생했고 흑자전환 시점도 기존의 올해 4분기에서 내년 3분기로 지연될 전망이다.

[표1] LG이노텍 2분기 실적 Review 및 3분기 전망

(단위: 억원, %)

	1Q13	QoQ	2Q13P	차이	2Q13E	2분기 코멘트	3분기 전망
Sales	15,509	-1.9	15,211	-1.2	15,402	추정치 부합하며 소폭 감소	애플 신제품 효과로 5% 성장 예상
LED	2,568	22.9	3,157	14.9	2,748	조명, TV BLU 외판 확대로 추정치 상회	조명 증가에도 TV수요 둔화로 정체될 전망
CM	6,411	-13.1	5,574	-2.4	5,710	애플 물동 조정으로 감소, 추정치 부합	애플 모멘텀으로 10%대 성장 예상
Others	6,530	-0.8	6,480	-6.7	6,944	기판소재에서 추정치 하회	기판 중심으로 4% 증가 전망
OP	158	126.0	357	38.9	257	LED, PKG기판 적자개선, 소재 선전	카메라모듈 이익 급증하며 OP 560억 예상
LED	-437	27.7	-316	-18.2	-267	이익 차이는 매출액 과소추정에 기인	적자폭을 소폭 축소하는데 그칠 전망
CM	250	-4.1	240	33.9	179	매출감소에도 이익률 증가로 추정치 상회	매출과 마진 모두 증가로 48% 이익 증가
Others	345	25.5	433	25.5	345	디스플레이 소재 이익 과소추정	기판 턴어라운드 효과 본격화로 증가
OPM (%)	1.0%	1.3	2.3%	0.7	1.7%	LED, 기판소재 마진 개선으로 추정치 상회	카메라모듈, 기판소재 마진 증가로 개선
LED	-17.0%	7.0	-10.0%	-0.3	-9.7%	매출 급증에도 두자리 적자 기록	마진개선 지연되며 +1% 개선에 그칠 전망
CM	3.9%	0.4	4.3%	1.2	3.1%	견조한 판가상승으로 소폭 개선	애플 신제품으로 판가상승, 마진개선 예상
Others	5.3%	1.4	6.7%	1.7	5.0%	기판소재 수익성 개선으로 큰 폭 증가	기판 마진 정상화로 전분기 이은 개선

자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

3분기부터는 강한 애플 효과가 기대된다

3분기 실적의 주안점은 역시 애플에 있다. 이미 일부 대만업체들은 6월부터 아이폰 5S와 중저가 아이폰 부품을 선적하기 시작했을지도 모른다는 소식이 외신에서 전해지고 있다. 또한 4분기 주요 스마트폰 업체중 애플의 출하량 성장률이 가장 높을 것으로 전망된다. 따라서 애플 카메라모듈의 최대 공급업체인 동사의 수혜가 확실시된다.

출하량 증가 외에도 평균판가 역시 상승이 예상된다. 아이폰5S의 경우 부가기능이 탑재되며 전 모델과 동일 화소수임에도 판가의 프리미엄은 20% 이상으로 예상된다. 그리고 중저가 아이폰도 아이폰5S 대비 판가는 낮지만 8백만 화소를 탑재할 가능성이 높아 보인다. 결론적으로 애플 신제품으로 인해 동사는 화소수 향상에 준하는 판가상승 효과를 누릴 수 있다. 카메라모듈 사업부는 3분기 매출액 6,649억원(QoQ 19%), 영업이익 343억원(QoQ 43%)으로 전사 이익 증가에 가장 크게 기여할 전망이다.

기판소재 및 전장부품의 기타 사업부에서도 증익이 기대된다. 특히, 기판에서 매출 및 수익성이 크게 개선될 가능성이 높다. 2분기까지 기판사업(HDI 기판, 패키지기판)은 수익성 개선에도 소폭의 적자를 기록 중인 것으로 추정된다. 3분기는 HDI는 애플 효과, 패키지기판은 고객사 M/S 회복과 물동증가가 기대된다. 흑전에 성공하며 기타사업부 이익증가에 크게 기여할 전망이다.

카메라모듈이 매출과 영업이익을 모두 이끌 것이다. 그 결과 3분기 매출액은 1.6조원(QoQ 5%), 영업이익 548억원(QoQ 53%)으로 2010년 3분기 이후 12분기만에 분기 500억원 이상의 이익을 기록할 전망이다.

[표2] LG이노텍 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

구분	1Q13	2Q13P	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E	2015E
Sales	15,509	15,211	16,530	17,804	16,653	17,802	18,934	19,751	53,160	65,054	73,141	80,076
LED	2,568	3,157	3,140	2,810	2,867	3,549	4,021	3,738	9,982	11,675	14,175	17,443
CM	6,411	5,574	6,649	7,574	6,862	7,302	7,741	8,128	16,615	26,208	30,032	31,728
Others	6,530	6,480	6,742	7,420	6,925	6,950	7,173	7,886	26,563	27,172	28,934	30,904
QoQ, YoY	-4.6%	-1.9%	8.7%	7.7%	-6.5%	6.9%	6.4%	4.3%	16.8%	22.4%	12.4%	9.5%
LED	-7.3%	22.9%	-0.5%	-10.5%	2.0%	23.8%	13.3%	-7.0%	10.2%	17.0%	21.4%	23.1%
CM	-5.7%	-13.1%	19.3%	13.9%	-9.4%	6.4%	6.0%	5.0%	36.6%	57.7%	14.6%	5.6%
Others	-2.5%	-0.8%	4.0%	10.1%	-6.7%	0.4%	3.2%	9.9%	9.3%	2.3%	6.5%	6.8%
OP	158	357	548	614	706	720	898	925	773	1,677	3,249	4,888
LED	-437	-316	-285	-158	-114	-12	111	109	-1,238	-1,196	94	1,528
CM	250	240	343	410	409	327	372	369	592	1,243	1,477	1,821
Others	345	433	490	362	411	405	416	447	1,419	1,630	1,678	1,539
OPM (%)	1.0%	2.3%	3.3%	3.5%	4.2%	4.0%	4.7%	4.7%	1.5%	2.6%	4.4%	6.1%
LED	-17.0%	-10.0%	-9.1%	-5.6%	-4.0%	-0.3%	2.8%	2.9%	-12.4%	-10.2%	0.7%	8.8%
CM	3.9%	4.3%	5.2%	5.4%	6.0%	4.5%	4.8%	4.5%	3.6%	4.7%	4.9%	5.7%
Others	5.3%	6.7%	7.3%	4.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.7%	5.3%	6.0%	5.8%	5.0%

자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

II. 카메라모듈, 애플이 드디어 온다

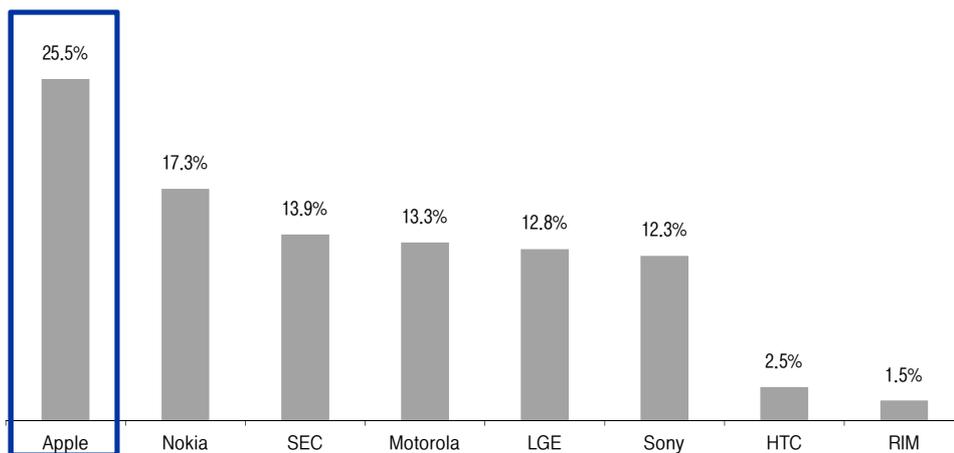
애플의 귀환

올해 하반기는 스마트폰 산업에 있어 중요한 분수령이 될 전망이다. 중저가 아이폰의 시장 반응에 따라 세트업체와 부품업체의 명암이 갈라질 것이기 때문이다. 결론은 애플이 Profit Share가 아닌 Market Share 게임을 할 가능성이 높은 상황에서 4분기에는 주요 업체들 중 가장 높은 출하량 성장을 보일 것으로 예상된다.

4분기 애플은 아이폰5S, 중저가 아이폰을 포함하여 5,000~5,500만대의 아이폰을 출하할 전망이다. 작년 4분기 아이폰5가 출시된 시점의 4,780만대를 5~15% 상회하며 최고 판매량을 갱신할 것으로 예상된다. 따라서 애플 부품주의 모멘텀이 극대화되는 구간은 납품이 시작되는 3분기가 될 것이다.

애플의 주력 공급업체로서 동사는 애플의 신제품이 출시될 때마다 매출액, ASP, 수익성이 급증하는 차별화된 행태를 보여 왔다. 이번 아이폰5S 사이클도 동일한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 카메라모듈의 3분기 매출액 QoQ 성장률은 19%로 주요 경쟁사들 대비 탁월한 성장률을 보일 전망이다.

[그림1] 4분기 주요 업체 스마트폰 출하량 QoQ 성장 전망



자료: 각 사, 이트레이드증권 리서치본부

아이폰5S & 중저가아이폰 효과로 3분기 모멘텀 극대화

이르면 3분기 말부터 애플 신제품이 본격적으로 판매될 가능성이 높다. 특히, 애플의 전략적 변화를 암시하는 중저가 아이폰 출시의 의미가 크다. iOS7을 무기로 애플은 차별화를 통한 범용화를 노리고 있다. 스마트TV, 웨어러블 기기로 이어지는 포스트 스마트폰 시대를 대비하기 위해 iOS 확산을 꾀하고 있는 것이다.

동사의 카메라모듈 사업부 실적을 전망하기 위한 주요 가정은 다음과 같다. 보수적으로 아이폰 5S는 8백만 화소, 중저가 아이폰은 5백만 화소를 탑재한다. 중저가 모델을 포함하여 아이폰 출하량은 3분기 4,380만대, 4분기 5,500만대를 가정한다. 중저가 아이폰은 필자의 5월 29일자 "큰 그림이 바뀐다" 리포트에서 추정하 바와 같이 '13년 3천만대, '14년 9천만대 출하된다.

LG이노텍은 3년간 40~45%로 과점적인 애플내 M/S를 유지하고 있는 것으로 추정되는 업체다. 당연히 이번 애플 신제품 사이클에서도 큰 폭의 수혜가 지속될 전망이다. 4분기 세트업체

출하량이 극에 달하므로 부품업체인 동사의 실적모멘텀은 3분기 극대화될 가능성이 높다. 특히, 3분기는 출하량, ASP가 모두 늘며 매출성장의 질도 한 단계 상향되는 시점이다.

당초 화소수 경쟁에서 동사가 안드로이드 진영에 공급하는 경쟁사 대비 늦어지는 점을 우려했었다. 그러나 이번 아이폰5S와 중저가 아이폰의 카메라모듈 단가는 전모델과 동일한 8MP 모듈로 추정되나 부가기능이 첨가되며 ASP는 올라갈 전망이다. 3분기 ASP가 오르는 점은 동사가 애플 신제품 출시로 화소 마이그레이션에 준하는 효과를 누린다는 의미다. 애플의 내년 신제품부터는 화소수도 12MP 이상으로 상향될 가능성이 매우 높아 동사 카메라모듈의 중기 성장성을 밝게 하는 부분이라 판단한다.

[표3] 애플향 매출액 상세 추정내역

(단위: 백만\$, 백만대)

구분	1Q13	2Q13P	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E	2015E
애플 CM 구매금액	\$763	\$597	\$928	\$1,035	\$975	\$919	\$989	\$1,043	\$2,741	\$3,323	\$3,927	\$3,899
ASP (\$)	\$6.7	\$6.5	\$7.8	\$6.6	\$6.8	\$6.5	\$6.0	\$5.4	\$6.8	\$6.9	\$6.1	\$5.1
애플 CM 구매수량	113.8	91.7	118.3	156.3	144.3	141.3	165.5	193.0	403.1	480.1	644.1	771.2
아이폰 출하량	37.4	31.2	43.8	55.0	54.8	57.6	64.7	67.0	135.8	167.5	244.2	284.3
아이패드 출하량	19.5	14.6	20.4	33.1	25.3	19.0	26.5	43.1	65.7	87.6	113.9	148.0
QoQ, YoY	-19.2%	-21.8%	55.6%	11.5%	-5.8%	-5.7%	7.6%	5.4%	92.6%	21.3%	18.2%	-0.7%
	0.3%	-2.9%	20.6%	-15.6%	2.1%	-3.7%	-8.1%	-9.6%	19.4%	1.8%	-11.9%	-17.1%
	-19.5%	-19.4%	29.0%	32.1%	-7.7%	-2.1%	17.1%	16.6%	61.3%	19.1%	34.2%	19.7%
	-21.7%	-16.5%	40.2%	25.5%	-0.3%	5.2%	12.2%	3.7%	45.9%	23.3%	45.8%	16.5%
	-14.8%	-25.0%	39.2%	62.9%	-23.6%	-25.0%	39.2%	62.9%	62.3%	33.2%	30.0%	30.0%
LG이노텍 M/S (%)	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	44%	45%	45%	45%
애플향 CM 공급	\$343	\$268	\$418	\$466	\$439	\$414	\$445	\$469	\$1,210	\$1,495	\$1,767	\$1,754
애플향 매출추장	\$411	\$334	\$486	\$540	\$511	\$487	\$520	\$546	\$1,325	\$1,772	\$2,063	\$2,151
QoQ, YoY	-19.2%	-21.8%	55.6%	11.5%	-5.8%	-5.7%	7.6%	5.4%	91.5%	23.6%	18.2%	-0.7%
	-14.7%	-18.7%	45.6%	11.1%	-5.4%	-4.8%	6.9%	5.0%	37.7%	33.7%	16.5%	4.3%
애플향 매출비중 (%)	28.8%	24.6%	27.0%	28.2%	33.7%	30.6%	30.8%	31.0%	28.0%	27.2%	31.5%	29.9%

자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

주: 애플향 매출추정은 애플향 카메라모듈 매출액과 애플향 기타부품 매출액을 합산하여 추정함

3분기 실적 및 향후 전망

카메라모듈의 3분기 출하량은 56.1M으로 QoQ 10.9%의 성장이 예상된다. 애플 신제품이 성장의 대부분을 기여한다. ASP도 \$10.6로 QoQ 7.6% 증가할 전망이다. ASP의 증가는 전연한 바와 같이 동일한 8백만 화소 모듈이지만 판가가 기존모델 대비 올라갔기 때문이다. 또한 5백만 화소 모듈 탑재를 가정한 중저가 아이폰에 8백만 화소를 탑재할 가능성도 높아진 상황이다. 이 경우 현재의 예상실적을 뛰어넘을 가능성도 존재한다.

3분기 영업이익률은 어떻게 바라봐야 할까? 물량과 단가가 모두 올라간다. 이익률이 개선되기 쉬운 여건이라 보여진다. 동사는 아이폰4S 최초 공급시 8백만 화소로 화소수가 점프업할 때 일정기간 수율 이슈를 겪으며 해당 분기의 마진이 좋지 않았던 전례가 있다. 다만, 이번 싸이클은 화소수가 동일하다. 이미 2011년 3분기 이래 약 2간 8백만 화소 모듈을 공급중이다.

따라서 부가기능 첨가로 판가는 오르지만 이에 투입되는 원가는 비교적 플랫폼하게 유지되거나 오르더라도 판가상승 만큼은 오르지 않을 것으로 보는 것이 옳다. 따라서 ASP와 단위당 변동 원가의 차이, 즉 단위당 공헌이익은 전분기비 증가한다는 얘기다. 고정비 비중이 높지 않은 카

메라모듈 사업의 특성상 공헌이익의 증가는 마진율의 증가로 이어질 가능성이 높다. 3분기 카메라모듈 사업부의 실적은 매출액 6,649억원(QoQ 19%), 영업이익 343억원(QoQ 43%)으로 동사를 분기 500억대 영업이익의 회사로 다시 끌어올리는데 가장 크게 기여할 전망이다.

2014년까지는 카메라모듈의 성장세가 유지될 전망이다. 출하량은 높아진 베이스에도 불구하고 12% 대의 성장이 예상된다. 애플의 중저가 물량이 본격화되기 때문이다. 보수적으로 화소수 향상을 가정하지 않더라도 신모델 판가는 카메라 부가기능 첨가로 소폭의 상승이 예상된다. 믹스개선이 다소 지연됨에도 불구하고 판가는 \$10.3로 전년비 1.4% 증가가 예상된다. 이에 따라 실적은 매출액 3.0조원(yoy 15%), 영업이익은 1,477억원(yoy 19%)으로 전사 실적을 견인할 전망이다.

[표4] 카메라모듈 사업부 실적전망

(단위: 억원)

구분	1Q13	2Q13P	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E	2015E
출하량	58.5	50.6	56.1	66.3	58.4	58.2	66.6	76.3	137.3	231.5	259.5	306.5
8MP	19.6	19.0	27.1	31.3	23.2	23.3	25.6	27.1	60.7	97.0	99.2	118.9
5MP	38.0	30.5	22.4	30.0	28.3	27.8	32.9	39.8	64.3	120.9	128.7	149.8
QoQ, YoY	1.4%	-13.5%	10.9%	18.1%	-11.8%	-0.4%	14.3%	14.5%	26.7%	68.6%	12.1%	18.1%
8MP	-19.6%	-3.1%	42.8%	15.3%	-25.8%	0.5%	9.6%	6.2%	254.5%	59.8%	2.3%	19.8%
5MP	16.5%	-19.7%	-26.4%	33.7%	-5.8%	-1.6%	18.4%	21.0%	-12.3%	87.9%	6.5%	16.3%
ASP (\$)	\$10.1	\$9.8	\$10.6	\$10.2	\$10.5	\$11.2	\$10.4	\$9.5	\$10.7	\$10.2	\$10.3	\$9.2
8MP	\$14.5	\$13.9	\$16.5	\$15.9	\$15.3	\$15.9	\$15.4	\$15.1	\$15.6	\$15.4	\$15.4	\$12.2
5MP	\$7.0	\$6.3	\$5.9	\$5.7	\$5.4	\$5.1	\$4.8	\$4.6	\$7.2	\$6.3	\$4.9	\$4.0
QoQ, YoY	-6.5%	-2.7%	7.6%	-3.6%	2.7%	6.8%	-7.3%	-8.3%	6.1%	-5.2%	1.4%	-10.5%
8MP	-3.1%	-4.2%	18.0%	-3.5%	-3.5%	3.9%	-3.5%	-1.8%	-14.7%	-1.3%	-0.1%	-20.6%
5MP	0.3%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-22.8%	-13.5%	-21.0%	-18.6%
매출액	6,411	5,574	6,649	7,574	6,862	7,302	7,741	8,128	16,615	26,208	30,032	31,728
8MP	3,093	2,969	5,002	5,565	3,981	4,159	4,399	4,586	10,686	16,628	17,125	16,299
5MP	2,870	2,141	1,496	1,900	1,700	1,589	1,787	2,054	5,241	8,407	7,130	6,755
QoQ, YoY (C)	-5.7%	-13.1%	19.3%	13.9%	-9.4%	6.4%	6.0%	5.0%	36.6%	57.7%	14.6%	5.6%
8MP	-22.5%	-4.0%	68.5%	11.2%	-28.5%	4.5%	5.8%	4.3%	207.4%	55.6%	3.0%	-4.8%
5MP	16.3%	-25.4%	-30.1%	27.0%	-10.5%	-6.6%	12.5%	14.9%	-31.2%	60.4%	-15.2%	-5.3%
총사업비용	6,161	5,334	6,306	7,164	6,453	6,975	7,369	7,759	16,023	24,965	28,556	29,907
QoQ, YoY	-6.6%	-13.4%	18.2%	13.6%	-9.9%	8.1%	5.6%	5.3%	37.7%	55.8%	14.4%	4.7%
고정비용	399	432	459	561	373	413	446	559	1,466	1,851	1,790	1,800
QoQ, YoY (A)	-27.2%	8.5%	6.1%	22.4%	-33.6%	10.9%	7.9%	25.3%	96.5%	26.3%	-3.3%	0.5%
변동비용	5,762	4,902	5,847	6,602	6,081	6,562	6,923	7,200	14,557	23,113	26,765	28,107
QoQ, YoY (B)	-4.7%	-14.9%	19.3%	12.9%	-7.9%	7.9%	5.5%	4.0%	33.6%	58.8%	15.8%	5.0%
영업이익	250	240	343	410	409	327	372	369	592	1,243	1,477	1,821
전년 영업이익률	3.0%	3.9%	4.3%	5.2%	5.4%	6.0%	4.5%	4.8%	4.3%	3.6%	4.7%	4.9%
고정비 마진개선 (주)	+1.8%P	-1.5%P	+0.9%P	-0.5%P	+2.0%P	-0.2%P	-0.1%P	-1.1%P	-2.7%P	+1.8%P	+1.1%P	+0.3%P
변동비 마진개선 (주)	-0.9%P	+1.9%P	-	+0.8%P	-1.4%P	-1.2%P	+0.4%P	+0.9%P	+2.0%P	-0.6%P	-0.9%P	+0.5%P
영업이익률 (%)	3.9%	4.3%	5.2%	5.4%	6.0%	4.5%	4.8%	4.5%	3.6%	4.7%	4.9%	5.7%

자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

주: 고정비 마진개선 = 전년고정비비중 * (C-A) / (1+C), 변동비 마진개선 = 전년변동비비중 * (C-B) / (1+C)

III. LED 적자개선 지연되며 턴어라운드 시점 늦춰질 전망

적자 개선의 방향성은 맞지만 속도가 늦어진 점이 문제

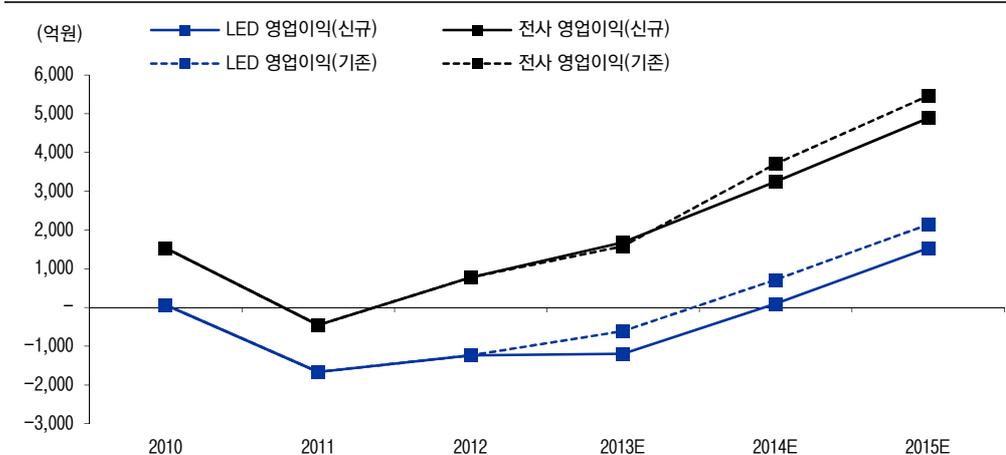
2분기 실적에서 유일하게 아쉬운 점이 가볍게 넘길 수 없는 부분이 바로 -10.0%로 두자리 수 적자를 기록한 LED 사업부다. 2분기 LED 매출액은 3,157억원(QoQ +23%), 영업적자 316억원(적자지속)을 기록하여 전분기 대비 적자폭을 100억원 이상 줄인 것으로 추정된다. 적자가 줄어든 부분을 긍정적으로 볼 수도 있지만 실상은 좀 다르다. 당사가 추정한 2분기 매출액을 15% 상회하는 실적을 보이기도 적자율은 추정치(9.7%)보다 오히려 0.3%p 낮게 나온 점이 문제다.

매출이 추정보다 잘 나오며 전분기비 크게 성장한 주요 원인은 TV 외판비중 확대와 LED 조명매출 급증이다. LED 조명매출 확대라는 긍정적 이벤트에도 불구하고 기대 이하의 마진을 기록한 주된 이유는 TV에 있다. 주요 세트업체의 저가직하형 LED 채택비율이 높아지며 BLU 제품믹스가 나빠진 것이다. 그 결과 2분기 변동비 증가율은 20%로 매출증가율 23%를 소폭 하회하는데 그치며 마진 개선 폭은 기대를 하회했다. 단기적으로는 마진이 개선되려면 BLU 믹스악화를 뛰어넘는 조명매출 비중확대가 필요하다. 단시간에는 쉽지 않아 보인다.

전분기와 동일한 원가구조가 이번 분기에 이어졌다고 가정하면 3,157억원의 매출에 5~7% 수준의 영업적자를 기록했어야 마땅하다. 그런데 3천억원을 넘는 매출을 기록하고도 적자율이 10% 이상인 점은 문제가 있어 보인다. 즉, 원가구조가 악화되었다는 의미고 BEP 매출액 수준이 올라갔으며 흑자전환 시점이 늦어진다는 의미다.

따라서 LED 사업에 대한 실적 전망치 하향과 이에 따른 전사 실적의 하향조정이 불가피하다는 판단이다. 아래 그림에 기존 LED 및 전사 이익 추정치와 신규 추정치의 차이가 나타나 있다. 방향성은 같지만 강도는 다소 약해졌다. 다만, LED에 대한 장기적 흑자전환 관점과 이로 인한 전사 ROE의 극적인 개선 모멘텀은 여전히 유효하다. 뒤에 다시 언급하겠지만 이 점이 Valuation Multiple을 기존과 동일하게 유지하는 이유이다.

[그림2] LED 및 전사 영업이익 전망치 변경



자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

3분기 실적전망과 향후 전망

LED가 과연 장기적으로는 흑자전환이 가능할까? 이는 동사에 대한 투자자의견과 목표주가 선정에 매우 민감한 질문이다. 산업의 공급과잉은 줄어들고 조명매출 비중은 늘어나는데 실적은 회복의 기미조차 쉽게 보여주지 않고 있다. 모든 업체들이 그렇다면 이해를 하겠지만 규모가 비슷한 경쟁사들은 분명 이익이 나고 있다. 어디서 이런 차이가 비롯되는 것일까?

동사와 경쟁사 간 가장 큰 차이는 고정비 부담에 있다. 서울반도체의 고정비 매출비중이 10~12%인 반면 동사는 30~35%를 형성하고 있다. 서울반도체가 영업이익이 안정적으로 나는 상황에서 동사가 적자를 지속하는 가장 큰 이유가 바로 감가상각비 차이에 있는 것이다. 이 효과가 얼마나 큰지 설명하기 위해 사실 여부를 떠나 사안을 단순화하여 살펴보자. 양사 모두 고정비의 절반이 감가상각비라 가정하자. 또한 양사는 영업 대비 투자규모만 다르고 기술수준이나 원가구조는 동일하다고 가정하자. 즉, EBITDA 마진이 동일한 두 기업이라는 의미다.

이렇게 가정하면, 서울반도체가 10%의 이익을 내면 동사는 BEP, 서울반도체가 5%면 동사는 -5%, 서울반도체가 BEP면 동사는 -10%의 적자가 난다는 의미다. 즉, 고정비 부담이 경쟁사와 유사한 수준까지 떨어지지 않고서는 구조적인 흑자기조를 마련할 수 없다는 얘기가 된다. 따라서 동사 LED 사업의 흑자전환 시점은 고정비 매출 비중이 20% 초반으로 떨어지는 2014년 하반기부터가 될 전망이다. 기존 3Q14 흑자전환 의견과의 차이는 변동원가 개선속도가 지연된 점에 기인한다.

3분기는 전통적으로는 TV 수요 성수기와 LED 부품수요의 계절적 피크시즌이다. 그러나 올해는 TV 수요가 특히 약하여 BLU 부문은 성수기임에도 오히려 매출이 소폭 역성장할 가능성이 높다. 조명 매출은 다행히 핵심 거래선 위주로 매출액이 늘어 3분기 659억원(QoQ 10%)으로 견조한 성장이 예상된다. 따라서 전체 매출은 전분기와 유사한 3,140억원을 예상한다. 영업이익은 -285억원으로 전분기비 적자를 소폭 줄이는데 그칠 것이다. 3분기 실적과 관련하여 LED에서 기대해 볼만한 부분은 없다.

[표5] LED 사업부 실적전망

(단위: 억원)

구분	1Q13	2Q13P	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,568	3,157	3,140	2,810	2,867	3,549	4,021	3,738	9,982	11,675	14,175	17,443
BLU	2,133	2,558	2,481	2,184	2,304	2,774	3,065	2,799	8,970	9,356	10,941	12,270
조명	435	599	659	626	563	776	955	939	1,012	2,319	3,233	5,174
QoQ, YoY (C)	-7.3%	22.9%	-0.5%	-10.5%	2.0%	23.8%	13.3%	-7.0%	10.2%	17.0%	21.4%	23.1%
BLU	-13.5%	19.9%	-3.0%	-12.0%	5.5%	20.4%	10.5%	-8.7%	2.7%	4.3%	16.9%	12.1%
조명	43.1%	37.7%	10.0%	-5.0%	-10.0%	37.7%	23.2%	-1.7%	208.5%	129.1%	39.4%	60.0%
총사업비용	3,005	3,473	3,425	2,968	2,981	3,561	3,910	3,628	11,220	12,870	14,080	15,916
QoQ, YoY	-2.7%	15.6%	-1.4%	-13.3%	0.4%	19.5%	9.8%	-7.2%	4.6%	14.7%	9.4%	13.0%
고정비용	907	955	921	853	935	958	894	794	3,577	3,637	3,581	2,889
QoQ, YoY (A)	7.8%	5.3%	-3.6%	-7.4%	9.6%	2.4%	-6.7%	-11.1%	4.3%	1.7%	-1.6%	-19.3%
변동비용	2,097	2,517	2,504	2,115	2,046	2,604	3,016	2,834	7,643	9,233	10,500	13,027
QoQ, YoY (B)	-6.7%	20.0%	-0.5%	-15.5%	-3.3%	27.3%	15.8%	-6.1%	4.8%	20.8%	13.7%	24.1%
영업이익	-437	-316	-285	-158	-114	-12	111	109	-1,238	-1,196	94	1,528
전년 영업이익률	-11.6%	-17.0%	-10.0%	-9.1%	-5.6%	-4.0%	-0.3%	2.8%	-18.4%	-12.4%	-10.2%	0.7%
고정비 마진개선 (주)	-4.9%P	+5.1%P	+0.9%P	-1.0%P	-2.2%P	+5.6%P	+4.8%P	+1.0%P	+2.0%P	+4.7%P	+5.9%P	+8.7%P
변동비 마진개선 (주)	-0.5%P	+1.9%P	-0.0%P	+4.5%P	+3.9%P	-2.0%P	-1.7%P	-0.8%P	+3.9%P	-2.5%P	+5.0%P	-0.6%P
영업이익률 (%)	-17.0%	-10.0%	-9.1%	-5.6%	-4.0%	-0.3%	2.8%	2.9%	-12.4%	-10.2%	0.7%	8.8%

자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

주: 고정비 마진개선 = 전년고정비비중 * (C-A) / (1+C), 변동비 마진개선 = 전년변동비비중 * (C-B) / (1+C)

IV. 기판소재 및 전장부품

믿음직스러운 소재와 턴어라운드에 힘쓰는 기판

2분기 영업이익의 성장에 있어 기판소재 사업부의 역할이 컸다. 소재가 꾸준히 수익성을 지키는 가운데 매출이 늘었고 기판사업이 턴어라운드 시그널을 보이며 적자폭을 축소한 점이다. 특히 PKG기판의 이익 개선이 주효했던 것으로 보여진다. 동사내 상대적 경쟁력이 약하다고 평가받는 PKG기판, 터치윈도우 사업의 수익성이 연초부터 점진적으로 개선되는 점은 상당히 긍정적이다.

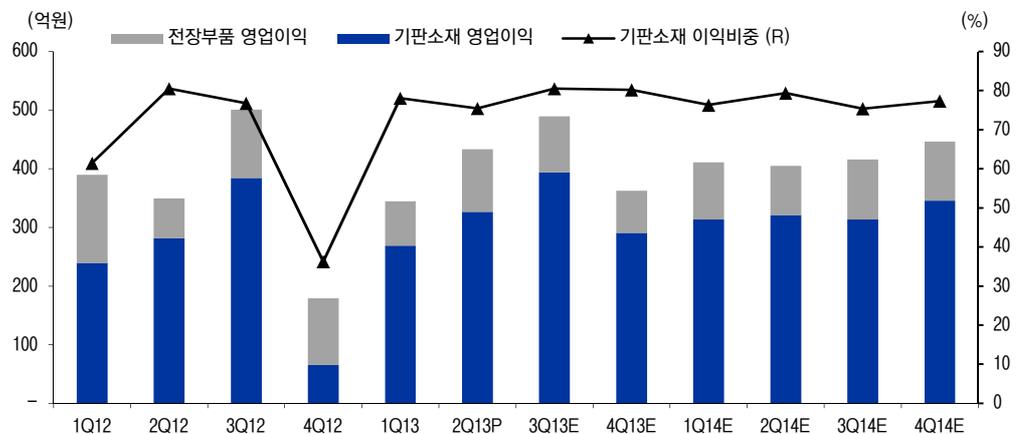
3분기는 더욱 기대된다. 기판사업이 HDI와 PKG기판을 합하여 흑자전환에 성공할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 주고객사 신제품항 빌드업 기판 물동증가와 FC-CSP 등 고부가제품 M/S 회복으로 매출도 크게 증가하고 수익성도 추가 개선이 기대된다.

소재 부문은 디스플레이 소재와 터치윈도우 사업으로 대별된다. 디스플레이 소재는 TV 수요 약세로 매출 성장은 크지 않을 전망이다, 두자릿수의 안정적인 이익률을 지속할 것으로 예상된다. 한편, 터치윈도우는 옵티머스G 때 우려되었던 수출 이슈가 3분기 신제품부터는 발생할 가능성이 낮다. 이미 G2 터치를 양산한지 1년이 가까워지고 있으며 현재 기존모델용 G2 양산수율이 신뢰수준에서 유지되고 있기 때문이다.

기타사업부(기판소재, 전장부품) 이익에서 기판소재가 차지하는 비중은 3분기 80%로 전분기 대비 이익기여도는 증가할 전망이다. 작년 4분기 이익이 급감한 이후 경쟁력을 거의 회복한 것으로 보여지며 향후에도 안정적인 이익성장이 기대된다.

전장부품은 자동차 부품사업이 본격화되는 시점까지는 실적에서 특별한 부침은 없을 전망이다. 최근 전기차 부품 및 엔지니어링에 대한 그룹내 관계사를 총 결집하기 위한 목적으로 LG전자 내 카사업분부를 신설한 점은 긍정적이다. 동사는 전기차 모터, 충전 인프라 등 다양한 사업분야에서 그룹사와의 시너지가 예상된다. 다만, 사업 확장시점은 상당히 불확실하기 때문에 여기에 대한 평가 및 실적반영은 현재로서는 보류하기로 한다.

[그림3] 기판소재의 이익기여도 증가



자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

V. Risk Factor

LG전자 모바일 수익성 둔화 우려되나 매출비중은 지속적으로 감소

2010년만 해도 동사의 LG그룹에 대한 매출비중은 과반을 넘어 55%에 달했었다. LG전자의 휴대폰, TV에 들어가는 대다수 부품을 주력 공급하며 LG그룹 전자부문과 함께 성장하여 왔다. 자연스럽게 동사 실적을 전망하는데 있어서도 LG그룹 전자부문의 방향성은 핵심적인 지표로 작용하고 있다.

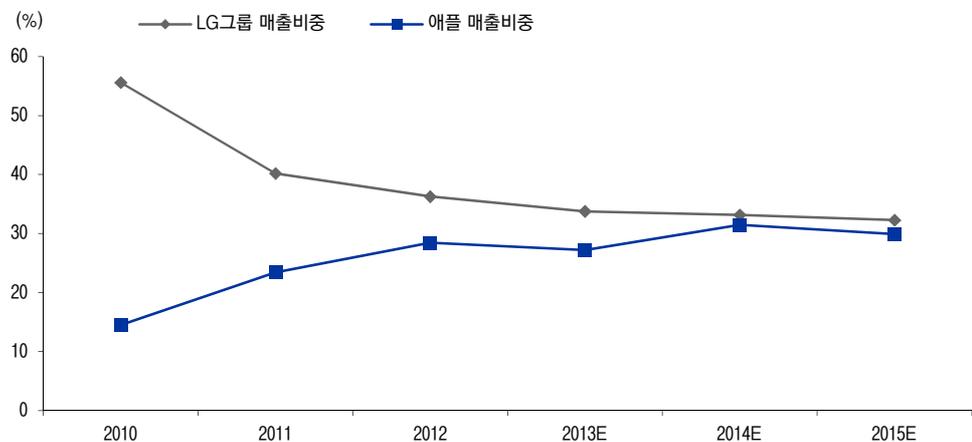
최근 발표된 LG전자 2분기 실적에서 보듯 모바일 수익성은 전분기비 큰 폭 하락했다. 하반기에는 고가폰 수요약세 외에도 증저가 아이폰이라는 큰 변수가 추가되며 시장경쟁은 그 어느 때보다 심해질 것이다. 수익성 둔화가 우려되는 부분이다. 또한 TV 쪽도 패널원가의 평가 대비 비중이 전년비 오를 가능성이 높아 보인다. LG전자의 모바일, TV 수익성 우려는 동사에도 마진압박으로 전가될 가능성이 높다.

애플 카메라모듈을 공급하기 전의 동사라면 최근의 상황은 상당히 위협적이다. 하반기 전반적인 IT 수요약세 외에도 최대 고객사인 LG전자 하반기 전망이 밝지만은 않기 때문이다. 분명히 경계해야 할 위험요소임에 분명하다. 그러나 현재의 동사는 애플 카메라모듈의 최대 공급업체다. 2010년 애플향 공급을 본격적으로 개시한 이래 2012년까지 애플향 매출액은 6천억원에서 1.5조원으로 150% 증가했다.

위험요소에 대한 걱정을 덜어낼 수 있는 부분이 바로 여기에 있다. 동사의 LG그룹 매출비중이 지속적으로 감소하고 있는 것이다. 2010년 55%였던 그룹 매출비중은 올해 34%, 2015년 32%로 계속 줄어들 전망이다. 반면 애플 매출비중은 2010년 14%에서 올해 27%, 2015년 30%로 증가가 예상된다. 즉, 더 이상 동사 실적에 있어 LG그룹의 영향이 절대적이지 않다는 의미다. 2015년이 되면 애플과 LG그룹의 매출비중은 거의 동일해질 전망이다.

그리고 LG그룹, 애플 외에 기타 매출처 비중도 꾸준히 증가하고 있다. 2010년에는 기타 매출처 비중이 30%가 채 안되었지만 올해는 39%로 예상된다. 그만큼 동사 부품이 글로벌 고객사에 인정을 받고 있다는 의미다. 양대 고객사 그룹을 제외하고 매출이 느는 분야는 카메라모듈과 LED로 요약된다. 카메라모듈은 고화소 모듈의 경쟁우위를 바탕으로 신규거래선을 개척하고 있으며, LED는 조명 매출비중이 늘어나는 만큼 신규고객사 물량으로 채워지는 그림이다.

[그림4] 주요 고객사별 매출비중 전망



자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

VI. Valuation 및 투자 의견

실적 추정치 하향

LED 턴어라운드에 대한 시점이 지연되며 수익 추정치를 하향한 점이 전사실적 추정치 변경의 주된 원인이다. 정확히 말하자면 LED에 대해서는 기대감이 과했고, 기관소재에 대해서는 우려가 과했던 점을 바로 잡는 과정에서 실적추정치의 조정이 발생한 것이다. 이에 따라 2014년 영업이익을 3,707억원에서 3,249억원으로, 2015년 영업이익을 5,460억원에서 4,888억원으로 각각 12.3%, 10.5% 하향 조정한다.

LED 사업부 영업이익을 대폭 하향 조정했다. 기존의 입장은 고정비용의 구조적 감소시점인 2014년 하반기가 오기까지 변동원가의 개선이 점진적으로 일어난다는 가정이었다. 2분기 실적에서 보듯 제품믹스 악화로 인해 변동원가 개선은 매우 더디게 진행되고 있다는 판단이다. 따라서 보수적으로 감가상각비 레벨이 감소하는 시점까지 사업부 턴어라운드 예상시점을 늦추기로 한다. 이에 따라 흑자전환 시점은 기존 4Q13에서 3Q14로 지연되었다. 2013~2015년 LED 영업손익을 기존 대비 큰 폭으로 하향 조정한다. 다만, 매출액은 BLU 외판 비중 확대와 조명매출 성장성이 예상보다 좋아 소폭 상향 조정하지만 큰 의미는 없어 보인다.

전사 실적 추정치 하향이 LED 조정폭만큼 크지 않았던 이유는 기관소재를 비롯한 기타 사업부의 경쟁력 회복을 반영하였기 때문이다. 가장 큰 이유는 기관 사업부가 3분기 턴어라운드를 할 가능성이 높다는 사실이다. 고마진을 안정적으로 누리던 소재 사업부에 큰 변동성을 나타내며 수익성이 급격히 악화되었던 기관 사업이 돌아서며 향후 안정적인 수익기반이 예상된다. 다만, 기타 사업부의 매출액은 장기적인 디스플레이 수요 약세가 예상되며 소폭 하향 조정한다.

[표6] LG이노텍 실적 추정치 변경

(단위: 억원)

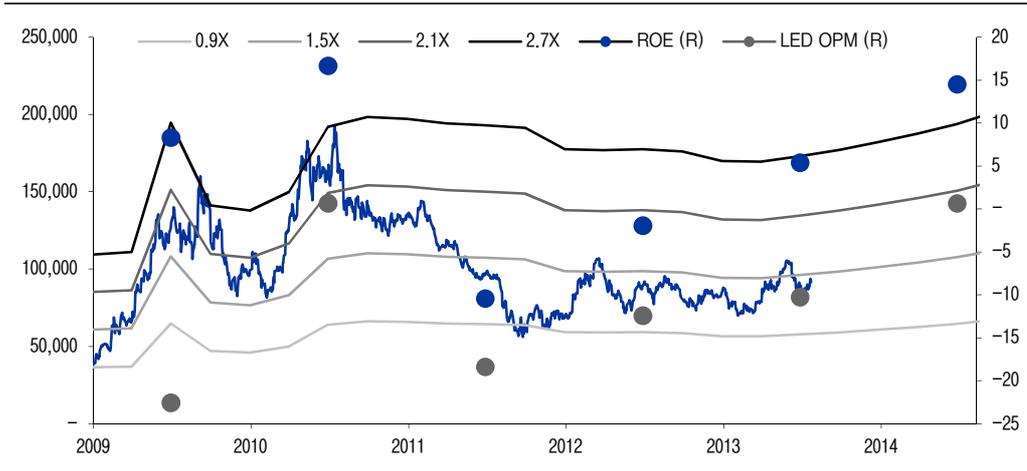
구분	2013E			2014E			2015E		
	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출액	64,975	65,054	0.1%	73,539	73,141	-0.5%	80,867	80,076	-1.0%
LED	11,717	11,675	-0.4%	13,795	14,175	2.8%	16,836	17,443	3.6%
CM	25,498	26,208	2.8%	29,095	30,032	3.2%	30,154	31,728	5.2%
Others	27,760	27,172	-2.1%	30,649	28,934	-5.6%	33,877	30,904	-8.8%
<i>YoY (%)</i>	22.2%	22.4%	0.1%P	13.2%	12.4%	-0.8%P	10.0%	9.5%	-0.5%P
<i>LED</i>	17.4%	17.0%	-0.4%P	17.7%	21.4%	3.7%P	22.0%	23.1%	1.0%P
<i>CM</i>	53.5%	57.7%	4.3%P	14.1%	14.6%	0.5%P	3.6%	5.6%	2.0%P
<i>Others</i>	4.5%	2.3%	-2.2%P	10.4%	6.5%	-3.9%P	10.5%	6.8%	-3.7%P
영업이익	1,582	1,677	6.0%	3,707	3,249	-12.4%	5,460	4,888	-10.5%
LED	-613	-1,196	95.0%	715	94	-86.8%	2,138	1,528	-28.5%
CM	953	1,243	30.4%	1,692	1,477	-12.7%	1,809	1,821	0.7%
Others	1,242	1,630	31.2%	1,300	1,678	29.1%	1,513	1,539	1.7%
<i>영업이익률 (%)</i>	<i>2.4%</i>	<i>2.6%</i>	<i>0.1%P</i>	<i>5.0%</i>	<i>4.4%</i>	<i>-0.6%P</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.1%</i>	<i>-0.6%P</i>
<i>LED</i>	<i>-5.2%</i>	<i>-10.2%</i>	<i>-5.0%P</i>	<i>5.2%</i>	<i>0.7%</i>	<i>-4.5%P</i>	<i>12.7%</i>	<i>8.8%</i>	<i>-3.9%P</i>
<i>CM</i>	<i>3.7%</i>	<i>4.7%</i>	<i>1.0%P</i>	<i>5.8%</i>	<i>4.9%</i>	<i>-0.9%P</i>	<i>6.0%</i>	<i>5.7%</i>	<i>-0.3%P</i>
<i>Others</i>	<i>4.5%</i>	<i>6.0%</i>	<i>1.5%P</i>	<i>4.2%</i>	<i>5.8%</i>	<i>1.6%P</i>	<i>4.5%</i>	<i>5.0%</i>	<i>0.5%P</i>
당기순이익	666	780	17.1%	2,463	2,134	-13.4%	3,976	3,544	-10.9%
EPS	3,301	3,868	17.2%	12,211	10,579	-13.4%	19,712	17,570	-10.9%
BPS	66,926	67,492	0.8%	79,137	78,071	-1.3%	98,849	95,642	-3.2%
ROE	5.1%	5.9%	0.8%P	16.7%	14.5%	-2.2%P	22.2%	20.2%	-2.0%P

자료: LG이노텍, 이트레이드증권 리서치본부

목표주가 및 투자의견

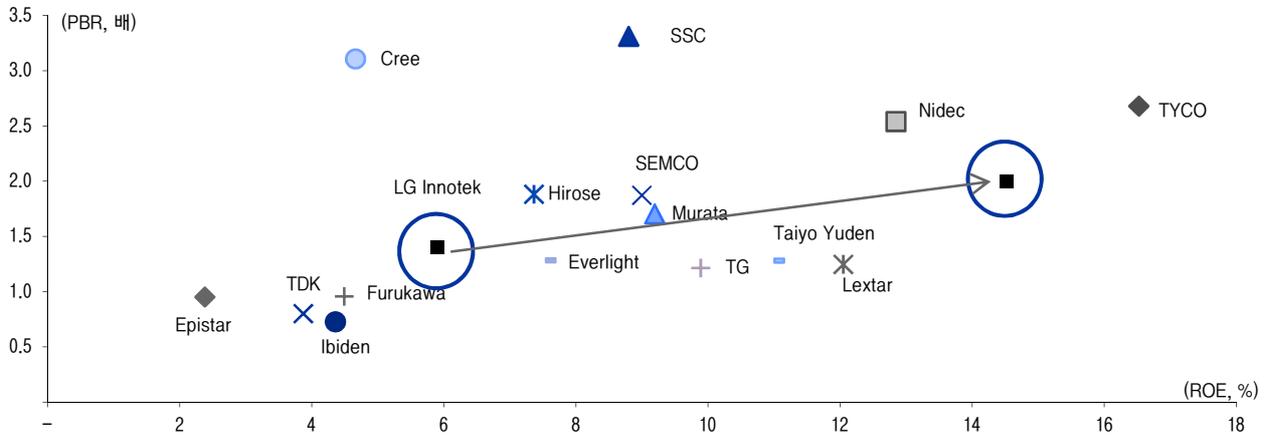
수익 추정치 하향에 따라 12M Fwd BPS를 기존 71,551원에서 68,072원으로 4.9% 하향 조정한다. 투자의견은 매수를 유지하나 목표주가는 BPS 조정 결과 기존 15만원에서 14만원으로 하향 제시한다. 내년 ROE가 14.5%로 역사적 고점(16.6%)에 근접하며 대폭 개선되는 점은 변함이 없으므로 Target PBR은 기존 2.1배를 유지하도록 한다.

[그림5] LG이노텍 PBR 밴드 및 ROE 추이



자료: KRX, 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] 글로벌 Peer ROE vs. PBR 분포 (2013년 8월 5일 현재 추정)



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

LG이노텍 (011070)

재무상태표					
(단위: 억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	17,359	20,730	20,522	22,685	23,839
현금 및 현금성자산	4,356	3,528	1,857	2,048	1,170
매출채권 및 기타채권	8,526	11,454	12,725	14,117	15,551
재고자산	3,759	4,779	4,932	5,471	6,027
기타유동자산	719	969	1,008	1,049	1,091
비유동자산	26,740	28,133	27,605	28,778	31,522
관계기업투자등	65	39	41	42	44
유형자산	23,055	23,747	22,635	23,288	25,566
무형자산	1,318	1,449	1,914	2,310	2,647
자산총계	44,100	48,863	48,127	51,463	55,362
유동부채	14,738	20,092	20,038	21,849	23,135
매입채무 및 기타채무	6,714	11,175	10,731	11,905	13,114
단기금융부채	6,937	6,700	7,000	7,543	7,523
기타유동부채	1,088	2,217	2,307	2,400	2,498
비유동부채	16,113	16,088	14,474	13,867	12,934
장기금융부채	15,511	14,977	13,322	12,673	11,695
기타비유동부채	602	1,111	1,152	1,194	1,239
부채총계	30,851	36,180	34,512	35,716	36,069
지배주주지분	13,248	12,683	13,614	15,747	19,292
자본금	1,008	1,009	1,009	1,009	1,009
자본잉여금	8,484	8,494	8,494	8,494	8,494
이익잉여금	3,723	3,297	4,078	6,211	9,756
비지배주주지분(연결)	1	1	1	1	1
자본총계	13,248	12,683	13,614	15,747	19,292

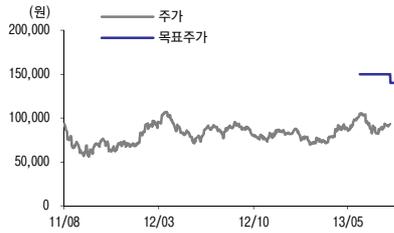
현금흐름표					
(단위: 억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	2,912	3,806	4,242	6,375	7,002
당기순이익(손실)	-1,745	-176	780	2,133	3,545
비현금수익비용가감	6,024	6,064	5,276	4,944	4,180
유형자산감가상각비	3,981	4,441	4,798	4,547	3,722
무형자산상각비	207	273	286	355	413
기타현금수익비용	20	1,349	192	43	44
영업활동 자산부채변동	-452	-1,027	-1,814	-702	-723
매출채권 감소(증가)	-372	-3,151	-1,271	-1,392	-1,434
재고자산 감소(증가)	-93	-1,042	-152	-539	-556
매입채무 증가(감소)	616	3,160	-444	1,174	1,209
기타자산, 부채변동	-603	6	53	55	57
투자활동 현금	-6,797	-3,826	-4,558	-6,077	-6,882
유형자산처분(취득)	-6,323	-3,270	-3,686	-5,200	-6,000
무형자산 감소(증가)	-501	-377	-751	-751	-751
투자자산 감소(증가)	-31	3	-4	-4	-4
기타투자활동	59	-182	-118	-122	-127
재무활동 현금	5,785	-790	-1,354	-107	-998
차입금의 증가(감소)	5,855	-794	-1,354	-107	-998
자본의 증가(감소)	-70	4	0	0	0
배당금의 지급	70	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	1,881	-828	-1,671	191	-878
기초현금	2,475	4,356	3,528	1,857	2,048
기말현금	4,356	3,528	1,857	2,048	1,170

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: IFRS 연결 기준

손익계산서					
(단위: 억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	45,530	53,160	65,054	73,141	80,076
매출원가	41,602	47,542	56,362	61,696	65,765
매출총이익	3,928	5,618	8,692	11,445	14,311
판매비 및 관리비	4,379	4,845	7,015	8,196	9,423
영업이익	-451	772	1,677	3,249	4,888
(EBITDA)	3,737	5,487	6,761	8,151	9,024
금융손익	-951	-925	-690	-643	-612
이자비용	1,014	1,096	1,003	970	954
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-343	-23	-79	-67	-55
세전계속사업이익	-1,745	-176	908	2,539	4,220
계속사업법인세비용	-291	74	128	406	675
계속사업이익	-1,454	-250	780	2,133	3,545
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,454	-250	780	2,133	3,545
지배주주	-1,454	-250	780	2,133	3,545
총포괄이익	-1,327	-250	780	2,133	3,545
매출총이익률	8.6	10.6	13.4	15.6	17.9
영업이익률	-1.0	1.5	2.6	4.4	6.1
EBITDA마진률	8.2	10.3	10.4	11.1	11.3
당기순이익률	-3.2	-0.5	1.2	2.9	4.4
ROA	-3.4	-0.5	1.6	4.3	6.6
ROE	-10.4	-1.9	5.9	14.5	20.2
ROIC	-1.1	1.8	4.6	8.3	11.6

주요 투자지표					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배,%)					
P/E	-9.4	-66.4	23.7	8.7	5.2
P/B	1.0	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	8.4	6.3	5.5	4.5	4.1
P/CF	3.2	2.8	3.0	2.6	2.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성(%)					
매출액	11.0	16.8	22.4	12.4	9.5
영업이익	적전	흑전	117.1	93.7	50.4
세전이익	적전	적지	흑전	179.6	66.2
당기순이익	적전	적지	흑전	173.4	66.2
EPS	적전	적지	흑전	173.4	66.2
안정성(%, 십억원)					
부채비율	232.9	285.3	253.5	226.8	187.0
유동비율	117.8	103.2	102.4	103.8	103.0
순차입금/자기자본	134.2	142.6	135.2	115.0	93.2
영업이익/금융비용	-0.4	0.7	1.7	3.3	5.1
총차입금	22,448	21,677	20,323	20,216	19,219
순차입금	17,782	18,091	18,405	18,105	17,982
주당지표(원)					
EPS	-7,214	-1,240	3,868	10,575	17,576
BPS	65,717	62,876	67,492	78,067	95,643
CFPS	21,238	29,191	30,024	35,086	38,300
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

LG이노텍 목표주가 추이



투자이건 변동내역

일 시	2013.05.29	2013.08.06
투자이건	BUY	BUY
목표가격	150,000	140,000

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 김현웅)
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류



