

LG이노텍

011070

Jun 16, 2020

Buy

신규

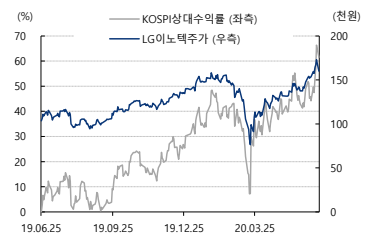
TP 210,000 원

신규

Company Data

현재가(06/15)	160,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	173,000 원
52 주 최저가(보통주)	76,300 원
KOSPI (06/15)	2,030.82p
KOSDAQ (06/15)	693.15p
자본금	1,183 억원
시가총액	37,867 억원
발행주식수(보통주)	2,367 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.7 만주
평균거래대금(60 일)	391 억원
외국인지분(보통주)	31.60%
주요주주	
LG 전자	40.79%
국민연금공단	10.23%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.6	20.3	63.1
상대주가	4.0	28.6	68.3



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com

 **KYOBO** 교보증권

수량은 늘어나고 기술은 진보한다

북미 고객사내 선도기술 대응을 통한 점유율 증가

LG이노텍은 1970년 8월 금성알프스전자가 실질적인 전신이며 1976년 2월 24일 금성정밀공업(주)가 법적인 뿌리. 사업초기 LG전자의 가전사업부에 사용되는 일본산 부품을 자력으로 생산하였으며 이후에도 소재 부품을 국산화 시키며 해외 수출을 통해 성장. 북미 전략 고객사의 높은 비중으로 고객사의 스마트폰 출시 일정에 따라 실적 연동이 크며 고객사내 선도적인 기술 대응을 통해 메인벤더의 지위와 점유율 증가를 통한 수익성 개선을 동반하고 있음. 2019년 매출액 기준 사업부문별 매출비중은 광학솔루션 65%, 기관소재 14%, 전장부품 14%, LED 4%, 기타 3% 로 구성.

하반기 신모델 출시에 따른 실적 성장 기대

LG이노텍의 연결기준 2Q20 매출액 1조4,776억원(YoY -4.9%, QoQ -28.0%) 영업이익 401억원(YoY +113.9%, QoQ -70.9%), 2020년 연간 매출액 8조8,142억원(YoY +6.2%) 영업이익 6,118억원(YoY +51.8%)을 전망. 2분기 선방한 실적이 예상되는데 글로벌 핸드셋 업종 2분기를 저점으로 출하량 증가가 이루어 질 것이며 북미고객사 레거시 모델의 판매 호조와 지속적인 반도체 기관의 전방산업 호조 지속에 기인. 2020년 연간실적은 역대 최대 실적이 전망. 하반기 북미고객사의 가격인하와 출하량 증가 정책에 따라 신규 모델의 역대급 흥행이 예상되며 동사의 3D센싱 모듈 및 하이엔드에 채용되는 TOF 효과로 인한 실적호조를 예상.

목표주가 210,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 210,000원으로 커버리지 개시. 2021F BPS 114,980원에 듀얼 카메라와 3D Sensing 모듈이 채택되며 매출액 YoY +33%, 영업이익 YoY +183%의 성장을 보여주었던 2017년 PBR배수의 평균값인 1.8배를 적용. 하반기 고객사 신모델 출시에 따른 광학솔루션 사업부의 호조와 기관소재 사업부내 HDI사업 정리와 반도체 기관 산업 호조에 따라 2020년 실적은 최대 실적이 예상되어 추가적인 주가상승이 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E	2022.12E
매출액(십억원)	7,982	8,302	8,814	9,566	10,522
YoY(%)	4.5	4.0	6.2	8.5	10.0
영업이익(십억원)	264	403	612	673	789
OP 마진(%)	3.3	4.9	6.9	7.0	7.5
순이익(십억원)	163	102	244	286	368
EPS(원)	6,891	4,323	10,330	12,079	15,532
YoY(%)	-6.7	-37.3	139.0	16.9	28.6
PER(배)	12.5	32.4	16.7	14.3	11.1
PCR(배)	2.4	3.2	3.4	3.5	3.4
PBR(배)	1.0	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	4.5	4.4	4.1	3.7	3.1
ROE(%)	8.0	4.7	10.5	11.1	12.7

CON- TENTS

1. 기업개요

'Innovation'과 'Technology'로 이루어낸 글로벌 No.1 소재·부품기업

2. 투자포인트

- 2-1. 광학 솔루션 사업부 : P와 Q가 늘어난다
- 2-2. 기판·소재 사업부 : 사업효율화를 진행하며 안정적인 Cash-cow
- 2-3. 전장부품 사업부: 외형성장보다는 수익성 개선에 집중
- 2-4. 기타사업부 : LED 사업부 효율화 진행중

3. 실적전망

2020년 연간 매출액 8조 8142억원 (YoY +6.2%), 영업이익 6,118억원(YoY +51.8%)전망

4. 투자의견 및 Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 210,000원 제시



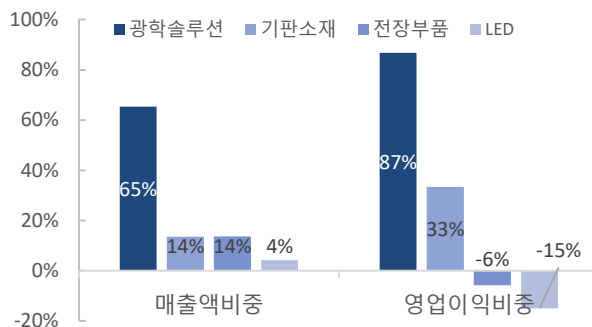
Summary

LG이노텍에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 210,000원으로 커버리지를 개시한다. 하반기 전략 고객사의 신모델 출시 일정에 따라 카메라 모듈의 출하량 증가와 선도 기술 대응을 통한 가격상승 효과로 역대 최대 실적을 전망하며 주가 상승이 기대됨에 따라 비중확대 의견을 제시한다.

광학솔루션 사업부는 전체 매출액의 65%, 영업이익의 87%를 차지하며 주가와 실적의 Key Factor로 작용하는데 최대 전략 고객사의 기술 개발에 선도적인 대응을 통해 메인벤더의 지위를 유지하며 지속적인 실적 성장을 보이고 있다. 계절성에 따라 2020년 하반기에도 실적성장이 집중될 것인데, COVID-19로 인한 전망 수요 및 하반기 신모델 출시 일정에 대한 불확실성이 있었으나, ①하위 2모델은 9월말, 상위2개 모델은 11월 출하를 예상해 연간 판매량 전망에 대한 변화는 없으며 ②가격인하 전략을 통한 출하량 확대 ③ToF탑재로 인해 동사의 실적 모멘텀은 4분기에 강해 질 것으로 판단한다.

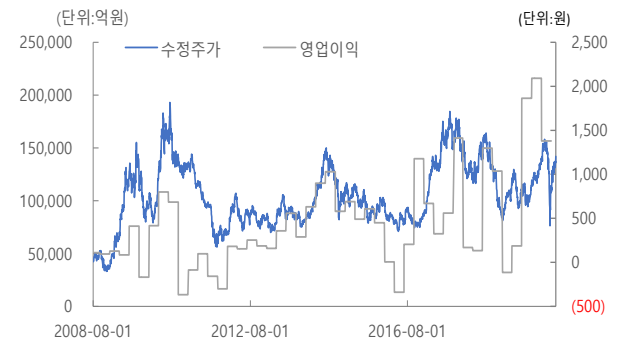
기판소재사업부는 전체 매출액의 14%, 영업이익의 33%의 비중을 차지하며 고수익 사업으로 자리매김하고 있다. Tape Substrate는 주요 전방산업인 TV 시장 부진에도 시장 지배력 강화로 견조한 실적을 기록할 것으로 예상되고, 하반기 이후 가속화될 5G 통신 변화에 따라 RF SiP모듈 등 반도체 기판 시장의 호황에 따라 지속적인 실적 성장을 기대한다.

[Key Chart] LG 이노텍 매출액 · 영업이익 비중



자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart] LG 이노텍 주가 Key Factor



자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart] 아이폰 12 예상 스펙

출시일	Model	Camera	Display	Price
예정	iPhone 12 Pro Max (mm-Wave)	12MP+SL 3D/ Tri+ToF	OLED, 6.7"	\$1,160
예정	iPhone 12 Pro (mm-Wave)	12MP+SL 3D/ Tri+ToF	OLED, 6.1"	\$1,120
예정	iPhone 12 MAX (sub-6)	12MP+SL 3D/ Dual 64MP	OLED, 6.1"	\$910
예정	iPhone 12 (sub-6)	12MP+SL 3D/ Dual 64MP	OLED, 5.4"	\$870

자료: 교보증권 리서치센터

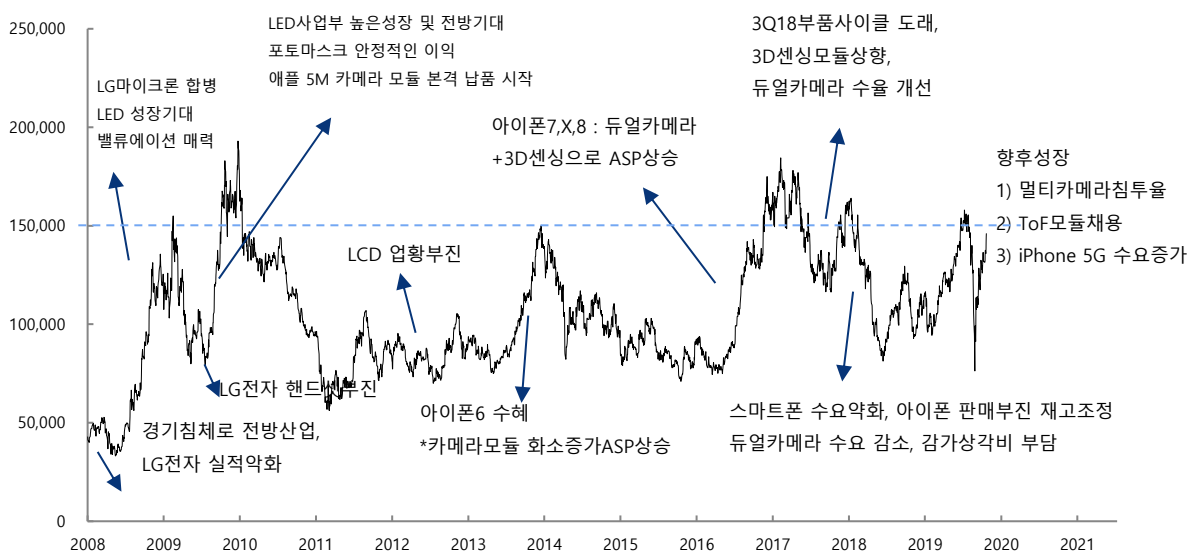
1. 기업 개요

'Innovation'과 'Technology'로 이루어낸 글로벌 No.1 소재·부품기업

LG이노텍은 1970년 8월 금성알프스전자가 실질적인 전신이며 1976년 2월 24일 금성정밀공업(주)가 법적인 뿌리이다. 사업초기 LG전자의 가전사업부에 사용되는 일본산 부품을 자력으로 생산하였으며 헤드·RF 모듈레이터를 일본에 수출, 튜너를 생산하여 모토로라로 수출하였다. 1980년대 전자 사업 부흥에 맞추어 대규모 신공장을 건립하여 1980년대 전자식 튜너와 마그네틱 헤드 본격 양산 → 1990년대 전자회로 모듈 생산 → 1990년대 말 SAW필터, PA모듈 국산화하며 모토로라에 부품을 공급하였다. 1999년 3월 LG C&D(금성알프스전자)와 LG정밀(금성정밀공업)이 합병되며 방산, 부품 사업을 영위하였다. 2000년 5월 LG이노텍으로 사명을 변경하였으며 2004년 방산사업을 매각하였다. 2008년 7월 24일 한국거래소 유가증권시장에 상장, 2009년 7월 1일자로 코스닥상장법인인 LG마이크론(LG전자 PCB사업인수)과 합병되며 현재의 사업부 구조를 갖게 되었다.

국내·외 주요 거점별로 10개 생산기반과 9개 판매거점을 구축했으며 국내 사업장은 파주, 구미, 광주, 평택 등 해외 사업장으로는 중국(연태, 혜주), 인도네시아, 폴란드, 멕시코, 베트남 등 5개국 6개 생산법인과 해외 각 지역에서 글로벌 판매 거점을 운영하여 R&D, 생산, 판매 각 부문의 유기적 네트워크를 구축하고 있다. 동사의 2019년 매출액 기준 사업부문별 매출비중은 광학솔루션 65%, 기관소재 14%, 전장부품 14%, LED 4%, 기타 3% 로 구성되어 있다. 주요주주로는 LG전자 40.79%, 국민연금 10.23% 등이다.

[도표 1] LG 이노텍 과거 주가 추이 및 이벤트

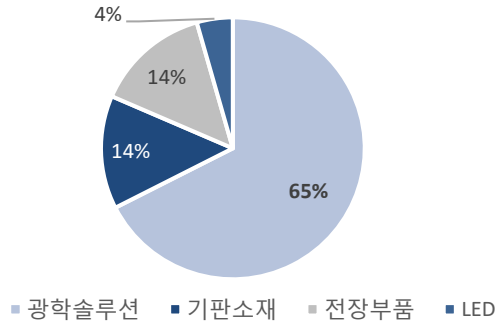


자료: 교보증권 리서치센터

LG 이노텍 [011070]

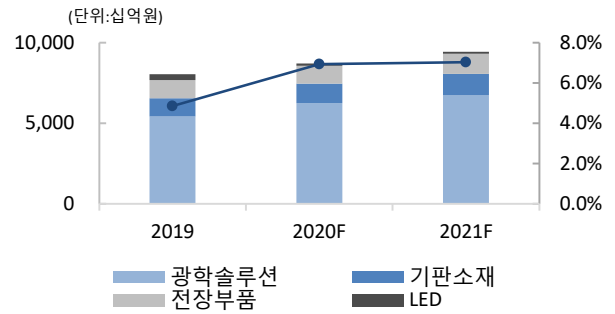
수량은 늘어나고 기술은 진보한다

[도표 2] LG 이노텍 사업부별 실적추이 (2019년 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] LG 이노텍 실적추이 및 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 사업부별 구분

부문	주요제품
광학솔루션	Camera Module, 3D인식모듈
기판소재	Photomask, Tape Substrate, 반도체기판 등
전자부품	모터/센서, 통신모듈, 차량용카메라, 차량용 LED
기타	전자 부품 (디스플레이용 통신, 파워 모듈 등)

자료: LG이노텍, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 사업장 및 주요생산지 현황

지역	사업장
국내생산	수원, 세종, 부산, 울산
국내생산	구미 1~C4, 광주, 파주, 청주, 평택
해외생산	미주(멕시코), 유럽(폴란드), 아시아(인도네시아, 베트남)
해외생산	중국 (해주, 연태)

자료: LG이노텍, 교보증권 리서치센터

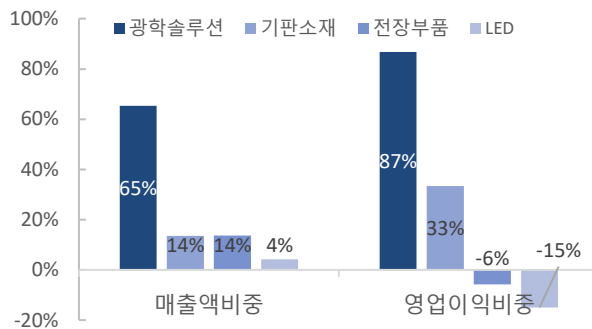
2. 투자포인트

2-1. 광학솔루션 사업부 : P와 Q가 늘어난다

2020년 하반기 북미 고객사의 신규 스마트폰의 출시 지연에 대한 리스크가 감소하고 있으며 가격인하로 인한 출하량 증가로 인해 강한 수요를 바탕으로 ① 3D센싱 모듈 수요 증가, ② TOF 탑재량 증가에 따라 광학 솔루션 사업부의 P와 Q가 동반 성장할 것을 예상한다.

LG이노텍의 광학솔루션 사업부의 주요제품은 스마트폰, 태블릿 등 모바일에 적용되는 카메라 모듈, 3D Sensing 모듈, ToF 카메라이다. 광학솔루션의 5년 평균 매출액 대비 사업부 비중은 2019년 기준 매출액의 65%, 영업이익의 87%를 차지하며 주가와 실적에 Key Factor로 작용한다. 생산기지는 구미 1,2,3,1A공장, 중국 연태 법인, 베트남 법인에서 카메라 관련 제품을 생산하고 있다.

[도표 6] LG 이노텍 매출액 · 영업이익 비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] LG 이노텍 주가 Key Factor



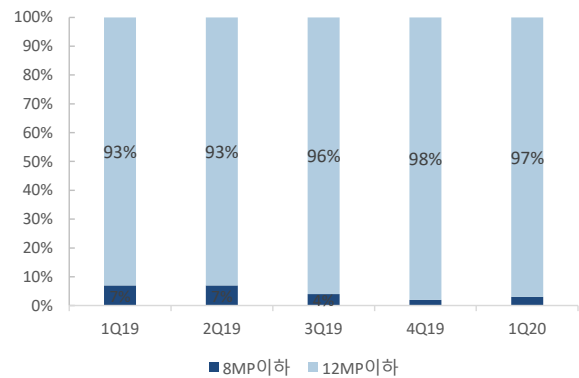
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] LG 이노텍 주요제품



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] LG 이노텍 화소별 매출비중

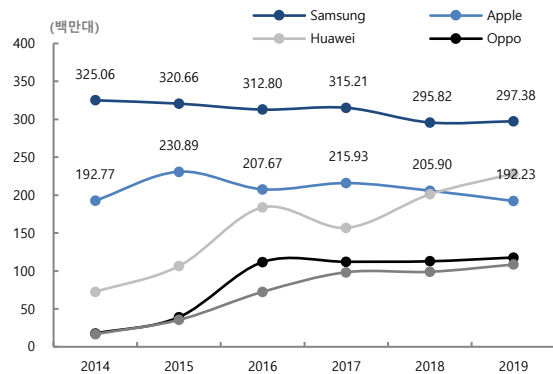


자료: 교보증권 리서치센터

고객사는 북미고객사의 비중이 90% 이상으로 높다. 북미고객사는 2010년 5월 카메라 모듈을 납품하면서 3Q10부터 최대 고객사로 등극하게 되었다. 북미고객사의 높은 고객사 비중으로 동사의 실적은 3~4Q에 집중되며 상고 하저의 패턴을 보이고 있으며 집중된 고객사 비중을 Oppo, Vivo, 샤오미 등 중화권 확대를 통해 고객사를 다변화 할 것을 기대한다.

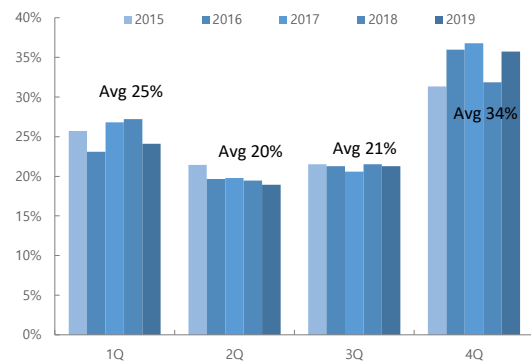
북미고객사의 부품 벤더사별 **경쟁사**로는 전면카메라에서 Foxconn, Cowell, 후면카메라에서 Sharp, O-film, LG이노텍이 경쟁하고 있다. 스마트폰 전방 산업의 침체에도 불구하고 동사의 지속적인 **성장의 원인**은 ① 멀티카메라로의 변화를 통한 ASP상승→ TOF와 향후 센서 시프트(Sensor-Shift) 적용하는 등 고기능으로 추가적인 성장 가능할 전망이다. ② 북미고객사 내 점유율 증가인데, 동사는 10년간의 파트너십을 통한 신뢰관계와 선도적인 기술 변화에 대응하고 있다. 이에 따라 최근 북미고객사 카메라 전략 변화에 메인벤더로 점유율 증가와 수익성 개선을 동반하고 있다.

[도표 10] 글로벌 스마트폰 제조업체 판매량 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] 북미고객사 과거 5년간 분기별 실적 비중



자료: 교보증권 리서치센터

2020년 하반기, 북미고객사 멀티모델 전략변화와 카메라 고성능 트렌드 지속

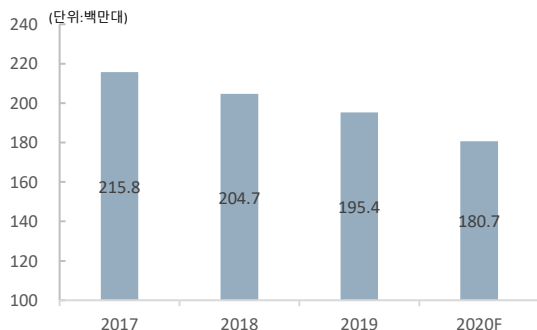
북미고객사 신규 스마트폰은 코로나바이러스와 미중 무역분쟁 재점화에 대한 우려가 있으나 2020년 하반기 그 어느때보다도 강한 수요 발생이 예상되며 북미고객사 의 2020년 출하량을 1.8억대로 전망한다.

하반기 강한 수요를 예상하는 이유는 가격인하로 인한 출하량 증가 기대이다. 하반기 출시될 아이폰은 OLED, 5G 지원, 트리플 및 TOF 카메라 채용으로 인한 스펙 상향에도 가격을 인하할 것으로 알려졌다. 이는 그동안의 고가 전략 버리고 출시 모델을 늘려 출하량을 증가하겠다는 전략의 일환으로 최근 업계에 따르면 아이폰 12 부품 주문량을 기존대비 +20%이상 증가한 것으로 파악된다.

출시일정 지연에 대한 리스크도 감소하고 있다. 아이폰 12는 7월 부품 생산을 통해 9월 공개, 11월 출시 가능성 커질 것으로 파악되고 있다. 하위모델인 Sub6 지원 모델에 있어서는 지난해 대비 양산 시점이 1, 2주 늦은 것으로 9월 출시에 큰 차질은 없으나, mmWave를 지원하는 상위 2개 모델 양산은 지난해 보다 1~2달 늦은 6월 중순경 시작될 가능성이 높은 것으로 보인다. 따라서 북미고객사 의 올해 신모델 공개 행사는 9월말~10월초(지난해 9월 9일) 열릴 가능성이 있고, 출시는 10~11월에 순차적으로 될 것으로 알려져 있다.

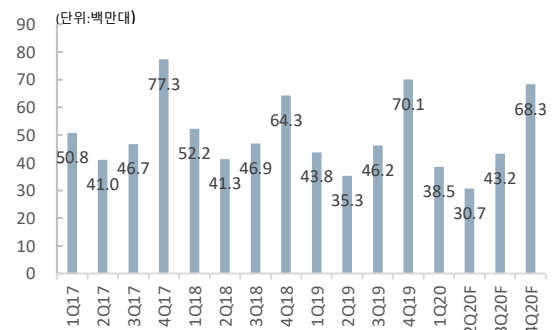
이러한 고객사의 변화에 따라 동사의 카메라의 성장 모멘텀은 크게 2가지로 하반기 ①신규 모델의 가격이 저렴하게 출시되며 수요 진작 효과와 이에 따른 3D센싱 모듈 수요 증가, ②TOF 탑재량 증가이다. 내년에는 트리플 카메라 칩투율이 더욱 증가할 것이며 센서 시프트(Sensor-Shift) 적용을 예상한다. 중장기적으로는 5G 인프라 확장에 따라 고객사의 AR·VR 전략에 따라 핵심 부품의 역할을 할 것으로 예상된다

[도표 12] 북미고객사 연간 출하량 전망



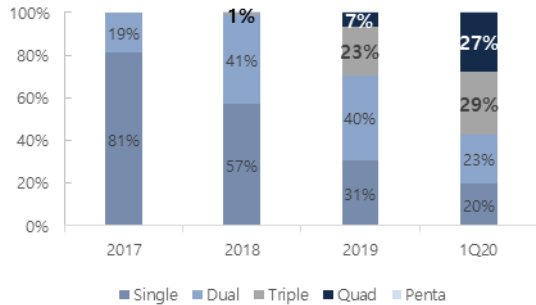
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] 북미고객사 분기별 출하량 전망



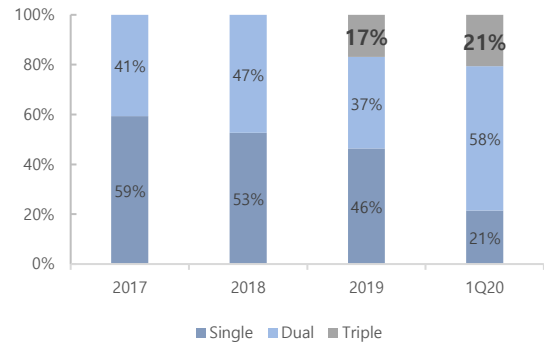
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 글로벌 멀티카메라 침투율 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 아이폰 멀티카메라 침투율 추이



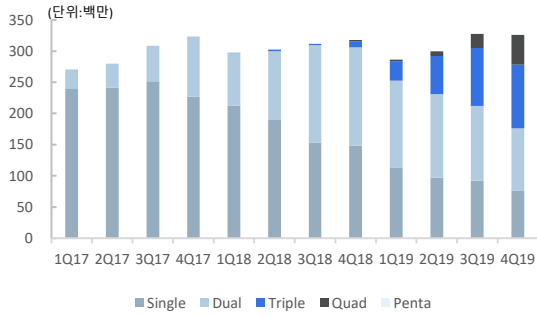
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] 아이폰 12 예상 스펙

출시일	Model	Camera	Display	Price
예정	iPhone 12 Pro Max (mm-Wave)	12MP+SL 3D/ Tri+ToF	OLED, 6.7"	\$1,160
예정	iPhone 12 Pro (mm-Wave)	12MP+SL 3D/ Tri+ToF	OLED, 6.1"	\$1,120
예정	iPhone 12 MAX (sub-6)	12MP+SL 3D/ Dual 64MP	OLED, 6.1"	\$910
예정	iPhone 12 (sub-6)	12MP+SL 3D/ Dual 64MP	OLED, 5.4"	\$870
2020.04	iPhone SE 2020	Single/Single	LED, 4.7"	\$399
2019.09	iPhone 11 Pro Max	64MP+SL 3D/ Tri:12MP+AF+OIS	OLED, 6.5"	\$1,099
2019.09	iPhone 11 Pro	12MP+SL 3D/ Tri:12MP+AF+OIS	OLED, 5.8"	\$999
2019.09	iPhone 11	12MP+SL 3D/ Dual: 12MP+AF+OIS	LED, 6.1"	\$699
2018.09	iPhone XS Max	7MP+3D/ Dual :12MP+AF+OIS	OLED, 6.5"	\$1,099
2018.09	iPhone XS	7MP+3D/ Dual :12MP+AF+OIS	OLED, 5.8"	\$999
2018.09	iPhone XR	7MP+3D/ Single :12MP+OIS	LED, 6.1"	\$749
2017.09	iPhone 8	Single: 7MP/Single :12MP	LED, 4.7"	\$749
2017.09	iPhone 8 Plus	Single 7MP /Dual 12MP+AF+OIS	LED, 5.5"	\$849
2017.09	iPhone X	Single 7MP /Dual 12MP+AF+OIS	LED, 5.8"	\$999
2016.09	iPhone 7	Single 7MP /Dual 12MP	LED, 4.7"	\$573
2016.09	iPhone 7 Plus	Single 7MP /Single 12MP	LED, 5.5"	\$578
2016.03	iPhone SE	Singel 1.2MP /Single 12MP	LED, 4.0"	\$255

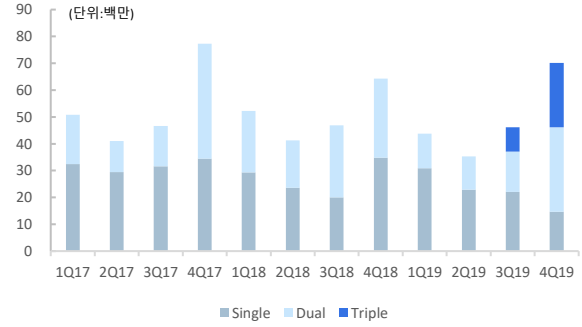
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] 글로벌 스마트폰 카메라 Shipment 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 아이폰 카메라 Shipment 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 19] 센서 쉬프트(Sensor-Shift: 내부 렌즈 이동을 통한 흔들림 보정)



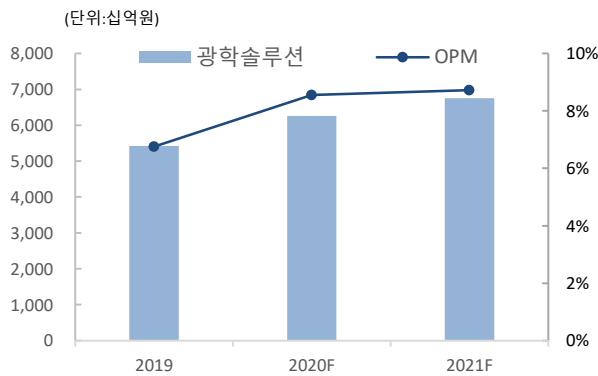
자료: Acrofan, 교보증권 리서치센터

광학사업부 2Q20 매출액 8,647억원(YoY +4.2%) 영업이익 277억원(YoY +663.9%)전망

1Q20 광학솔루션 사업부는 매출액 1조3,343억원(YoY +100.3%, QoQ -40.6%) 영업이익 1,228억원(YoY +554.8%, QoQ -46.8%)로 선방한 실적을 보여주었다. 이는 북미고객사의 Pull in 수요, 아이폰SE제품 싱글카메라 채용에 따른 가동률 상승으로 고정비 커버, 트리플 카메라 우호적인 여건으로 1분기 광학사업부는 서프라이즈한 실적을 보였다.

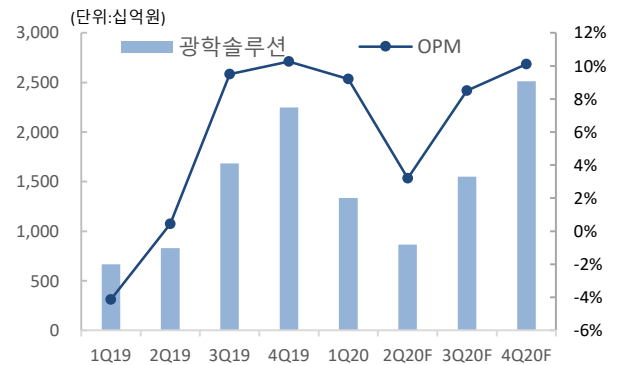
2Q20 실적은 예상보다 강한 아이폰SE와 아이패드 수요로 우려대비 선방한 실적이 예상된다. 계절성에 따라 2020년 하반기에도 실적성장이 집중될 것인데, COVID-19로 인한 전방 수요 및 하반기 신모델 출시 일정에 대한 불확실성이 있었으나, ①하위 2모델은 9월말, 상위2개 모델은 11월 출하를 예상해 연간 판매량 전망에 대한 변화는 없으며 ②가격인하 전략을 통한 출하량 확대 ③ToF탑재로 인해 동사의 실적 모멘텀은 4분기에 강해 질 것으로 판단한다. 하반기 이후 멀티카메라 Peak-out 및 단가 인하 우려가 있으나 지속적인 카메라 고기능 스펙 향상과 북미고객사의 출하량 확대 전략에 따라 향후 실적 성장 스토리는 유효하다.

[도표 20] LG 이노텍 모듈 사업부 연간실적추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 21] LG 이노텍 모듈 사업부 분기별 실적추이



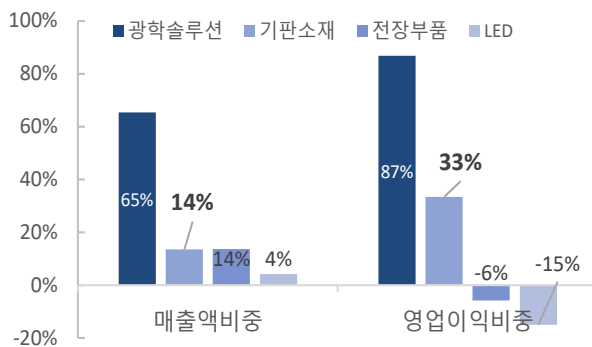
자료: 교보증권 리서치센터

2-2. 기판소재 사업부 : 사업효율화를 진행하며 안정적인 Cash-cow

기판소재 사업부는 HDI사업 철수와 사업 효율화 성과가 긍정적으로 일어나고 있으며 중화권 업체들의 가동률 상승으로 인한 Tape Substrate의 실적 성장 지속과 시장 입지가 확고한 5G RF통신용 SiP 반도체 기판 수요 강세로 안정적인 실적 기여가 예상된다.

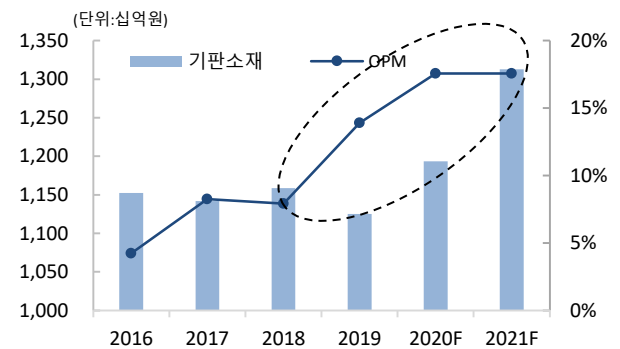
반도체, 디스플레이 사업부를 전방으로 Tape Substrate, Package Substrate, Photo Mask 등이 있으며 2019년 기준전체 매출액 대비 14%, 영업이익의 33%의 비중을 차지하고 있으며 생산은 대부분 국내 구미사업장에서 진행한다. HDI사업 철수와 사업 효율화를 통해 지속적인 이익률 개선세(OPM: 2018년 8% → 2019년 14% → 2020F 17%)를 보이고 있으며 반도체 기판 산업의 호황으로 LG이노텍의 Cash-cow사업부로 자리매김할 전망이다.

[도표 22] LG 이노텍 기판 소재 사업부 매출 및 영업이익 비중



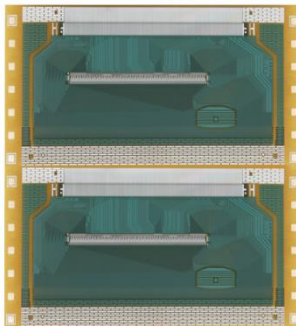
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 23] 기판 소재 사업부 이익률 개선 추이



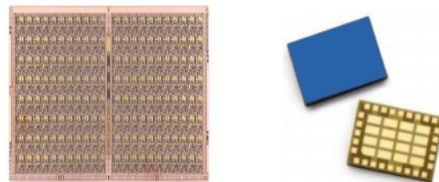
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 24] LG 이노텍 2 Metal COF (모바일용)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 25] LG 이노텍 SiP

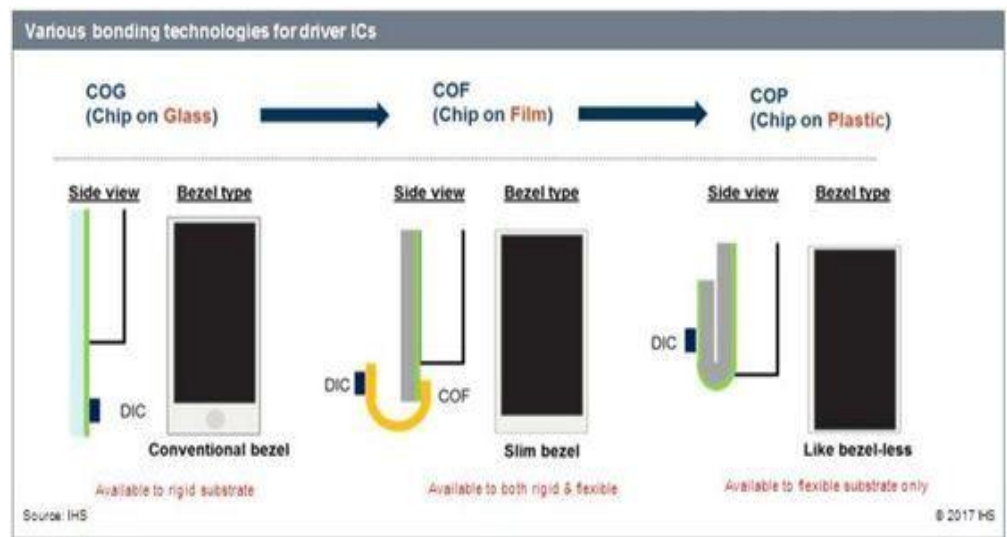


자료: 교보증권 리서치센터

Tape Substrate는 테이프 형태의 기판으로 디스플레이 패널을 메인회로 기판과 연결해주는 역할을 하며 전방산업은 주로 TV이다. 그동안 산업의 정체로 공급사들(STEMCO, 대만 JMC, 중국 ZDT)의 증설공백이 있었다. 그러나 2018년 고해상도 패널 수요 증가 및 중화권 Fab가 동를 증가에 따른 타이트한 수급 환경으로 2018~2019년 가격 인상효과가 단행되었다. 향후 중국 10.5세대의 패널 가동률 및 고해상도 패널의 지속적인 수요에 따라 세트당 Tape Substrate의 채용 증가가 이루어 질것이다.

2Metal COF(Chip on Film)의 전방산업은 주로 모바일로 OLED에 들어가는 디스플레이 Drive-IC(구동칩)을 실장해 패널과 기판을 연결하는 디스플레이용 부품이다. 단면에 회로가 형성된 COF를 양면으로 회로를 구현한 것이며 단면에 비해 회로 집적도를 높일수 있고 사이즈를 줄일수 있어 고해상도 디스플레이 및 모바일 기기에 적합하다. 최근 애플의 와이옥타 채용으로 대체재인 COP(Chip on Plastic, 폴리이미드 기판에 D-IC를 직접 부착하는 방식으로 베젤리스에 용이)변화에 대한 리스크가 있으나 당분간 중화권 업체들의 COG(Chip on Glass) →COF로의 트렌드 변화에 따라 채용 확대와 전방 어플리케이션 다변화를 진행중이다.

[도표 26] DDI 연결 방식의 종류



자료: HIS, 교보증권 리서치센터

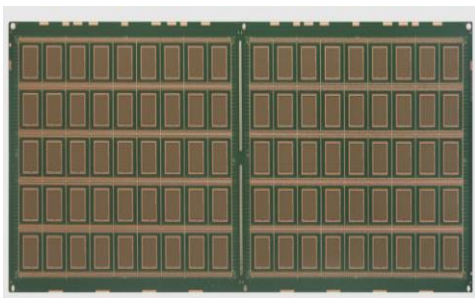
Package Substrate의 주요 제품은 RF-SIP와 FC-CSP으로 각각 40%, CSP 20%의 매출 비중을 차지한다. 향후 5G(mmWave, Sub6)의 변화에 따른 안테나 모듈 증가에 따른 수혜를 기대한다.

①RF-SIP (System In Package)는 단일반도체 패키지 내에 집적회로(IC), RF, Logic Chip, 소자 등을 함께 결합시켜 복합적인 기능을 하나의 시스템으로 구현한 제품으로 범프 패드를 사용하여 좁은 면적에서도 와이어 본딩에 비하여 라우팅 밀도가 커진 것이 특징이다. 주로 RF와 관련된 반도체 칩에 채용되며 Power Amplifier, FEMID(Front-end module with integrated duplexer), SAW Filter, BAW Filter에 적용된다. 동사의 고객사는 브로드컴, 스카이웍스이며 글로벌 선도 업체의 경쟁력을 바탕으로 고성장을 지속할 것으로 예상된다.

②FC-CSP(Flip Chip CSP)는 반도체 칩의 표면에 전극이 되는 납 범프(bump)를 형성하고, 금속 선을 쓰지 않고 범프를 거쳐 칩과 기판의 도체 단자를 접속하는 방식으로 제작된 제품으로 전극 단자간 접속 길이가 짧고 고주파 신호의 손실을 대폭 줄일 수 있는 고부가 제품으로 주로 모바일 기기 중심으로 채용되며 동사의 고객사는 퀄컴, 미디어텍 등 이다.

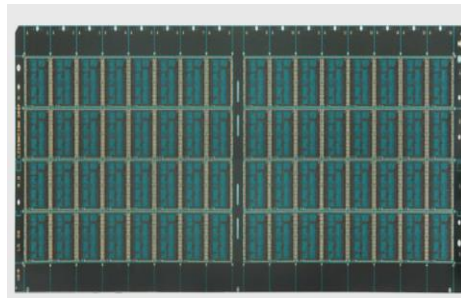
소재사업부인 Photo mask는 빛을 선택적으로 투과시키기 위해 일정한 회로가 새겨진 차단막으로 복잡한 미세회로를 오차없이 형성하게 하는 제품이다. 고객사는 LGD(60%), 중화권 패널업체인 BOE, CSOT(40%)이며 전방시장은 주로 디스플레이 시장이다. 중화권 패널 업체들의 10.5세대 변화에 따라 포토마스크의 생산 효율성 증가로 인한 고마진 효과를 기대한다.

[도표 27] LG 이노텍 Flip Chip CSP(가전, 모바일)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 28] Ultra Thin CSP (가전, 모바일, 차량, 조명 적용)

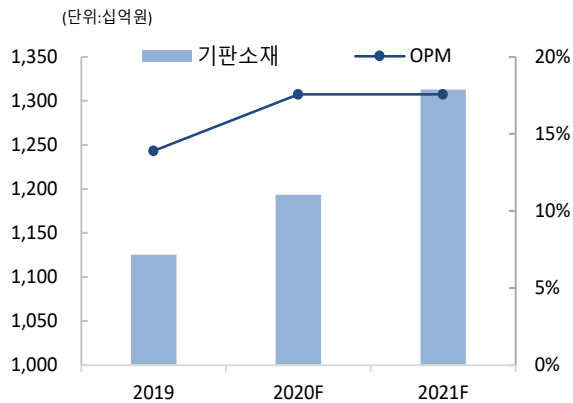


자료: 교보증권 리서치센터

기판소재 2Q20 매출액 2,839억원(YoY+2.8%) 영업이익 506억원(YoY+31.5%) 전망

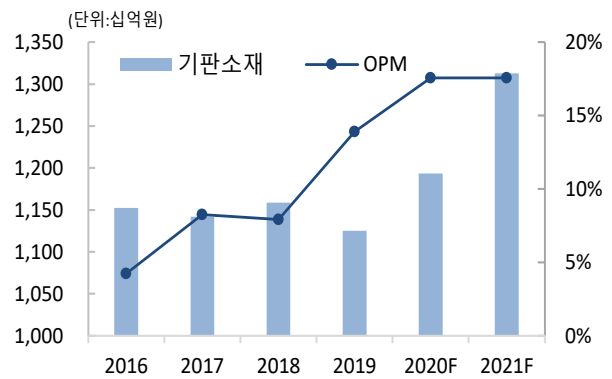
2020년 1분기 실적은 매출액 2,897억원(YoY +12.8%, QoQ +1.2%) 영업이익 488억원(YoY +114.0%, QoQ +27.1%)로 HDI효율화 성과 반영과 시장 입지가 확고한 5G RF 통신용 SiP 반도체 기판 수요 강세와 중화권 패널 업체들의 재고확보로 인해 Tape Substrate가 호조였다. 2분기에도 기판소재는 반도체 기판과 디스플레이 제품군 위주로 추가적인 실적 개선이 기대되며, 제품 경쟁력과 고객 다변화 성과를 바탕으로 업황을 극복할 것을 전망한다. Tape Substrate는 주요 전방산업인 TV 시장 부진에도 시장 지배력 강화로 견조한 실적을 기록할 것으로 예상되고, 하반기 이후 가속화될 5G 통신 변화에 따라 BGA를 비롯한 SiP모듈 등 반도체 기판 시장의 호황에 따라 지속적인 실적 성장을 기대한다.

[도표 29] LG 이노텍 기판소재 사업부 연간실적추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] LG 이노텍 기판소재 사업부 분기별 실적추이



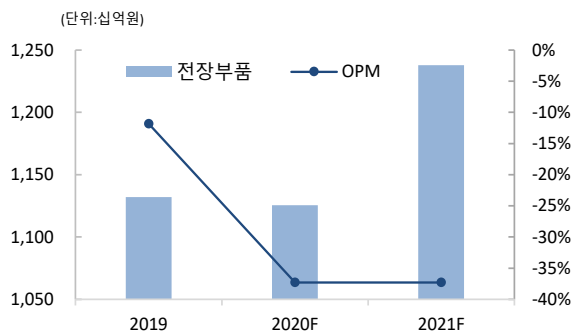
자료: 교보증권 리서치센터

2-3. 전장부품 사업부: 외형성장보다는 수익성 개선에 집중

전장부품 사업부의 주요 제품은 모터센서, 카메라, 통신, EV파워, LED으로 다양한 제품군을 보유해 윈스탑 쇼핑이 가능한 솔루션을 보유하고 있다. 모터센서는 주로 EPS, ABS모터를 제품군으로 보유하고 있으며 중국, 폴란드 새로운 라인업 구축에 따른 수출저조에 따라 적자를 기록하고 있다. 고객사는 전략고객인 현대기아차 30%, LG계열사 30%로 비중이 높으며 그밖에 컨티넨탈, ZF(TRW)등 80개사이상으로 다변화되어 있다. 통신모듈은 통신 블루투스 기술 기반을 통해 LG전자 텔레메틱스로 납품하고 있다. 파워모듈은 최근 EV향으로 성장이 일어나고 있는데 EV BMS, DC/DC 컨버터 제품의 수주 급증하고 있다. 차량용 LED조명 모듈은 LG 전자가 인수한 ZKW와의 높은 시너지 효과로 고 마진이 나오고 있다.

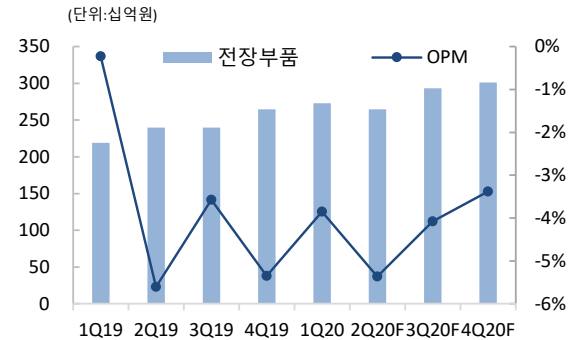
전장부품 사업부는 2Q20 매출액 2,672억원(YoY +0.9%, QoQ -5.7%) 영업이익 -143억원(YoY -3.3%, QoQ +31.5%)을 전망한다. 전기차용 파워 및 차량용 통신부품 매출 확대와그 동안 저가수주를 통한 외형확장 전략에서 수익성 개선으로 방향을 전환하며 2021년 턴어라운드를 기대한다. 지속적인 고부가 복합 모듈 및 전기차, 자율 주행 대응 제품을 확대하며 글로벌 고객 대응력을 강화할 것을 예상한다.

[도표 31] LG 이노텍 전장부품 사업부 연간실적추이



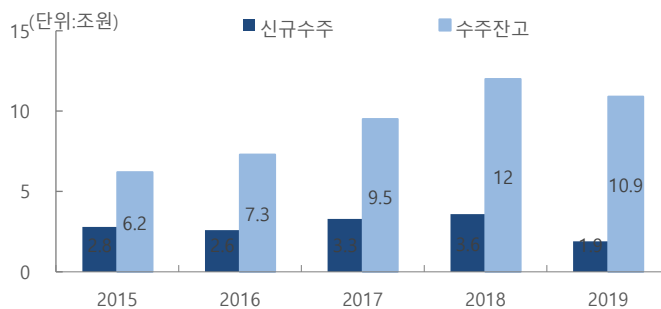
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 32] LG 이노텍 전장부품 사업부 연간실적추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 33] 전장부품 수주현황



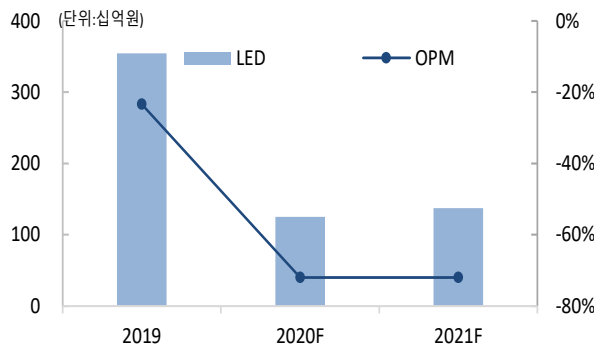
자료: 교보증권 리서치센터

2-4. 기타사업부 : LED 사업 효율화 진행중

기타 사업부는 디스플레이용 통신, 파워 모듈등의 전자 부품과 BLU(Back light Unit)와 조명, 차량용 LED(UV) 등이 있다. LED 사업부의 매출의 절반 이상을 차지하고 있는 TV BLU와 조명 제품은 중국 발 경쟁심화에 따라 가격 경쟁력을 상실하며 부진이 지속되고 있다.

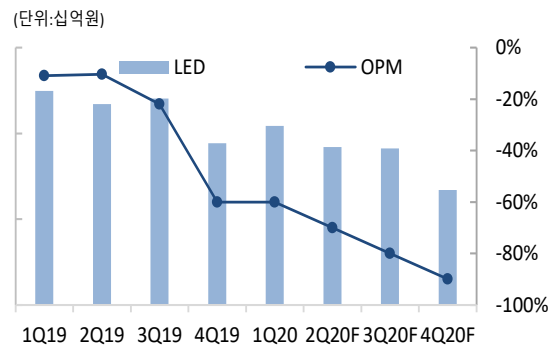
2Q20 LED 사업부는 매출액 340억원(YoY -63.0%, QoQ -22.7%) 영업이익-238억원(YoY -3.3%, QoQ +31.5%)을 전망한다. 지속적인 사업 효율화로 규모 축소에 따른 적자폭 개선이 이루어 질 것을 예상한다.

[도표 34] LG 이노텍 LED 사업부 연간실적추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] LG 이노텍 LED 사업부 연간실적추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 고부가 LED 라인업



자료: 교보증권 리서치센터

3. 실적전망

LG이노텍의 연결기준 2Q20 매출액 1조4,776억원(YoY -4.9%, QoQ -28.0%) 영업이익 401억원(YoY +113.9%, QoQ -70.9%)로 선방한 실적이 예상된다. 코로나와 선행재고로 인한 광학 사업부의 실적 우려가 있었으나 글로벌 핸드셋 업종 2분기를 저점으로 출하량 증가가 이루어 질 것이며 북미고객사 레거시모델의 판매 호조에 힘입어 선방한 실적을 예상된다. 기관 사업부도 지속적인 반도체 기관의 전방산업 호조를 누리고 있다.

2020년 연간 매출액 8조8,142억원(YoY +6.2%) 영업이익 6,118억원(YoY +51.8%)을 전망하며 역대 사상 최대 실적이 전망된다. 하반기 북미 고객사의 가격인하와 출하량 증가 정책에 따라 역대급 흥행이 예상되며 동사의 3D센싱 모듈 및 하이엔드에 채용되는 TOF효과로 인한 효과에 근거한다.

[도표 37] LG 이노텍 실적전망 Table

(단위:십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	1,369	1,522	2,446	2,965	2,011	1,448	2,180	3,176	8,302	8,814	9,566
<i>YoY</i>	-20%	0%	6%	22%	47%	-5%	-11%	7%	4.0%	6.2%	10.0%
<i>QoQ</i>	-44%	11%	61%	21%	-32%	-28%	51%	46%			
광학솔루션	666	830	1,682	2,247	1,334	865	1,550	2,511	5,426	6,259	6,756
기관소재	257	276	306	286	290	284	307	313	1,125	1,194	1,313
전장부품	219	240	240	265	273	265	293	301	1,132	1,125	1,238
LED	125	117	120	94	104	92	91	67	355	125	138
영업이익	- 11	19	187	209	138	40	156	278	403	612	673
<i>YoY</i>	-168%	40%	44%	102%	-1308%	114%	-16%	33%	53%	52%	10%
<i>QoQ</i>	-88%	-20%	868%	-20%	-111%	-264%	894%	12%			
광학솔루션	- 28	4	160	231	123	28	132	254	366	536	589
기관소재	23	39	57	38	49	51	55	55	156	210	231
전장부품	- 1	- 15	- 10	- 16	- 11	- 14	- 11	- 10	- 42	- 47	- 51
LED	- 11	- 11	- 20	- 40	- 26	- 24	- 20	- 20	- 83	- 90	- 99
<i>OPM</i>	-0.8%	1.2%	7.6%	7.1%	6.9%	2.8%	7.2%	8.7%	4.9%	6.9%	7.0%
광학솔루션	-4%	0%	10%	10%	9%	3%	9%	10%	7%	9%	9%
기관소재	9%	14%	19%	13%	17%	18%	18%	18%	14%	18%	18%
전장부품	0%	-6%	-4%	-5%	-4%	-5%	-4%	-3%	-12%	-37%	-37%
LED	-11%	-10%	-22%	-60%	-60%	-70%	-80%	-90%	-23%	-72%	-72%

자료: 교보증권 리서치센터

4. 투자의견 및 Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 210,000원 제시

LG이노텍에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 210,000원을 제시한다. 목표주가에 대한 밸류에이션은 PBR방식을 적용하였으며 2021F BPS 114,980원에 듀얼카메라와 3D Sensing 모듈이 채택되며 매출액 YoY +33%, 영업이익 YoY +183%의 성장을 보여주었던 2017년 PBR 배수의 평균값인 1.8배를 적용하여 목표주가 210,000원을 추산하였다.

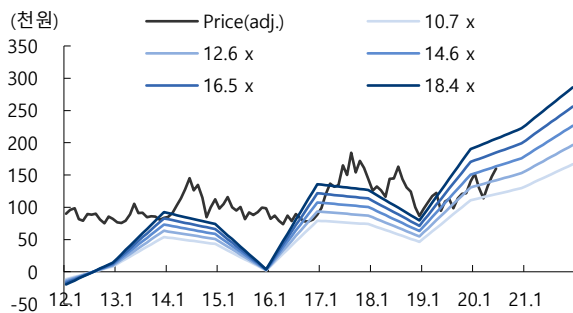
하반기 북미고객사의 신모델 출시에 따른 광학솔루션 사업부의 호조와 기관소재 사업부의 HDI사업 정리와 반도체 기관 산업 호조에 따라 2020년 실적은 최대 실적이 예상된다. 동사의 2020년 예상기준 BPR은 1.3배로 5년 평균('05~19년) Avg PBR 1.4배 대비 Valuation 부담은 크지 않은 상황이다.

[도표 38] LG 이노텍 목표주가 산출

(단위:원/배)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
BPS_지배자본 기준	74,578	75,145	82,426	89,501	93,151	103,201	114,980	130,212
PBR_지배자본 기준 (End)	1.3	1.2	1.7	1.0	1.5	1.7	1.5	1.3
PBR_지배자본 기준 (High)	1.6	1.3	2.3	1.9	1.5	1.7	1.5	1.3
PBR_지배자본 기준 (Low)	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
PBR_지배자본 기준 (Avg)	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	1.3	1.2	1.0
Target BPS_지배자본 기준	114,980							
Target Multiple	1.8							
Target Price	210,000							

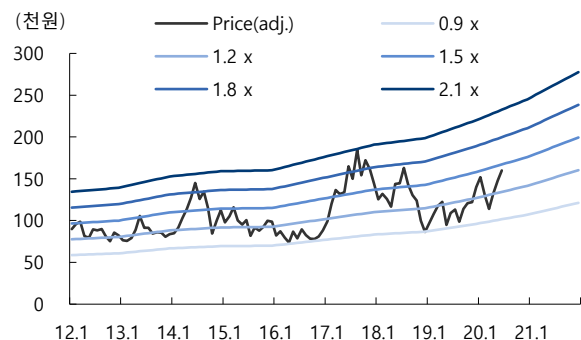
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 39] LG 이노텍 12M fwd P/E BAND Chart



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 40] LG 이노텍 12M fwd P/B BAND Chart



자료: 교보증권 리서치센터

[LG이노텍 011070]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	7,982	8,302	8,814	9,566	10,522
매출원가	7,118	7,273	7,653	8,281	9,060
매출총이익	864	1,029	1,161	1,285	1,463
매출총이익률 (%)	10.8	12.4	13.2	13.4	13.9
판매비와관리비	600	626	549	612	673
영업이익	264	403	612	673	789
영업이익률 (%)	3.3	4.9	6.9	7.0	7.5
EBITDA	782	1,013	1,101	1,071	1,112
EBITDA Margin (%)	9.8	12.2	12.5	11.2	10.6
영업외손익	-80	-245	-234	-231	-221
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	33	27	7	12	15
금융비용	-88	-94	-50	-53	-45
기타	-24	-178	-191	-191	-191
법인세비용차감전순이익	184	158	378	442	569
법인세비용	21	56	134	156	201
계속사업순이익	163	102	244	286	368
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	163	102	244	286	368
당기순이익률 (%)	2.0	1.2	2.8	3.0	3.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	163	102	244	286	368
지배순이익률 (%)	2.0	1.2	2.8	3.0	3.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-9	-9	-9	-9
포괄순이익	173	93	236	277	359
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	173	93	236	277	359

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,062	769	836	760	745
당기순이익	0	0	244	286	368
비현금항목의 가감	673	937	943	871	831
감가상각비	470	547	443	359	291
외환손익	4	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	199	389	500	512	540
자산부채의 증감	311	-241	-186	-211	-233
기타현금흐름	78	73	-166	-186	-221
투자활동 현금흐름	-1,414	-354	171	171	171
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산	-1,414	-470	0	0	0
기타	0	115	171	171	171
재무활동 현금흐름	604	-239	-750	77	-239
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	610	-227	-227	-227	-227
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-7	-7	-7	-7
기타	0	-4	-516	311	-4
현금의 증감	252	178	-83	655	304
기초 현금	370	621	800	716	1,371
기말 현금	621	800	716	1,371	1,675
NOPLAT	234	261	396	435	510
FCF	-351	160	699	621	600

자료: LG 이노텍, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,233	2,531	2,565	3,396	3,936
현금및현금성자산	621	800	716	1,371	1,675
매출채권 및 기타채권	930	1,137	1,224	1,356	1,535
재고자산	520	488	518	562	619
기타유동자산	162	106	106	107	107
비유동자산	3,523	3,240	2,750	2,353	2,030
유형자산	2,927	2,708	2,264	1,905	1,614
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	35	35	35	35	35
기타비유동자산	560	498	451	413	381
자산총계	5,756	5,771	5,316	5,749	5,966
유동부채	1,584	2,046	1,579	1,960	2,042
매입채무 및 기타채무	1,135	1,259	1,303	1,368	1,451
차입금	20	30	30	30	30
유동성채무	311	511	0	315	315
기타유동부채	118	245	245	245	245
비유동부채	2,053	1,520	1,294	1,068	842
차입금	1,077	920	693	466	238
사채	718	456	456	456	456
기타비유동부채	258	143	145	146	147
부채총계	3,638	3,566	2,873	3,027	2,884
지배지분	2,118	2,205	2,442	2,721	3,082
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	907	989	1,227	1,505	1,866
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,118	2,205	2,442	2,721	3,082
총차입금	2,127	1,922	1,183	1,271	1,044

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	6,891	4,323	10,330	12,079	15,532
PER	12.5	32.4	16.7	14.3	11.1
BPS	89,501	93,151	103,201	114,980	130,212
PBR	1.0	1.5	1.7	1.5	1.3
EBITDAPS	33,023	42,809	46,532	45,237	46,995
EV/EBITDA	4.5	4.4	4.1	3.7	3.1
SPS	337,266	350,785	372,423	404,181	444,599
PSR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
CFPS	-14,815	6,774	29,538	26,258	25,363
DPS	300	300	300	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	4.5	4.0	6.2	8.5	10.0
영업이익 증가율	-11.1	53.0	51.8	10.0	17.3
순이익 증가율	-6.7	-37.3	139.0	16.9	28.6
수익성					
ROIC	7.1	7.7	13.1	16.4	21.0
ROA	2.8	1.8	4.4	5.2	6.3
ROE	8.0	4.7	10.5	11.1	12.7
안정성					
부채비율	171.7	161.8	117.6	111.3	93.6
순차입금비율	36.9	33.3	22.3	22.1	17.5
이자보상배율	4.8	6.3	15.6	16.0	22.8

LG 이노텍 [011070]

수량은 늘어나고 기술은 진보한다

LG 이노텍 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.06.16	매수	210,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조서자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2020.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	88.1	9.5	2.4	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하