

LG이노텍 (011070)

LED 사업 만능적자 시절의 밸류에이션

Fwd P/B 1.0배. 트레이딩으로 봐도 하방위험 10% 이내

투자의견과 목표주가를 유지한다. 시장의 주된 걱정은 중국 내 아이폰 점유율 축소, 동사 카메라모듈 수익성 저하다. 다만 현재의 12MF P/B 1.0배는 이 같은 우려를 상당 부분 반영했음을 의미한다. 비교하자면, LED 사업 만능적자에 시달리던 2011년 당시 동사가 받던 P/B 밸류에이션이 바로 1.0배다 [그림8]. 보수적으로 트레이딩 기준으로 봐도 하방 리스크는 10% 안쪽으로 제한될 것으로 판단한다.

단기적으로 주가 촉매가 부재해 보이는 것은 사실이다. 그러나 아이폰의 브랜드가치가 훼손되지 않을 것으로 생각한다면, 고객사 내 동사 카메라 모듈 사업의 경쟁력이 저하되지 않을 것으로 생각한다면 지금 주가는 리스크 대비 리턴이 크다. 장기적으로 인도 시장의 성장, 카메라모듈의 적정 수익성 회귀 이후 개선 가능성을 바라본다.

① **인도의 선전:** Huawei의 부활과 OVX의 공격적인 출하는 중국내 아이폰의 입지를 위태롭게 하고 있다. 반면, 인도 시장에서의 아이폰 수요는 기존 당사 예상을 앞서고 있다[그림3~6]. '23년 연간 인도 아이폰 판매량은 +52% YoY 급증한 1,000만대로(vs. 기존 950만대 전망), '24년은 +30% YoY 성장한 1,300만대(vs. 기존 1,100만대 전망)로 전망된다. 이 경우 '24년 아이폰의 인도 시장 점유율은 9%에 이를 것이고, 인도는 전체 아이폰 출하의 6%를 담당하게 될 전망이다. 이 같이 가파른 성장의 배경에는 인도 정부의 중국 스마트폰 견제, 프리미엄 스마트폰 선호 현상이 있다.

② **적정 수익성 회귀:** 광학솔루션 사업부의 영업이익률은 '23년 3.8% → '24년 3.9%, → '25년 4.2%로 전망된다. 정점이었던 '21년의 8.5% 대비 만족스럽지 못한 것이 사실이다. 이 때는 연중 아이폰 판매 호조, 애플 내 동사 점유율 확대, ASP 개선이라는 3박자가 어우러졌던 시기다. 이제는 카메라 모듈의 지속가능한 이익률로 여겨지는 한자릿수 중반으로 회귀했고, 시장의 눈높이 또한 부담 없는 수준으로 내려왔다.

'24년 이후를 바라보면 수익성 높은 액츄에이터 물동이 올해 대비 2배로 늘어난다는 점, 베트남으로의 공장 이전으로 인건비 부담을 낮출 수 있다는 점이 수익성 개선의 요인이 될 것이다. 또한 아직 비중이 크지 않지만 전장카메라, XR, 로봇 등 여타 적용처로의 확장성은 언제나 열려 있는 기회다.

새롭지 않은 부진

4Q23 실적은 매출 7.1조원(+9% YoY, +50% QoQ), 영업이익 4,468억원(+163% YoY, 영업이익률 6.3%)으로 추정된다. 기존 당사 추정치 대비 매출과 영업이익을 각각 -5%, -20% 조정하는 것이며, 컨센서스 영업이익을 9% 하회하는 것이다.

아이폰 수요 부진, 기판소재(디스플레이 부품군과 반도체기판), 완성차 수요 부진에 따른 전장부품의 재고조정 장기화 영향이 하방 위험으로 작용하는 가운데, 연말 일회성 비용이 일부 반영될 것으로 보인다. 아울러 '24년의 매출과 영업이익을 기존 추정치 대비 각각 -6%, -8% 하향한다. 부진한 업황은 1H24 중심의 컨센서스 하향 가능성을 높일 것으로 판단되나, 이미 낮아진 밸류에이션을 감안하면 추가적인 하방 위험은 제한적인 것으로 판단한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	330,000원(유지)
증가(2024.01.05)	224,500원
상승여력	47.0%

Stock Indicator

자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	5,313십억원
외국인지분율	21.6%
52주 주가	218,000~317,000원
60일평균거래량	145,226주
60일평균거래대금	34.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.9	-2.4	-27.1	-17.5
상대수익률	-9.2	-9.4	-28.0	-30.0

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	19,589	20,180	20,896	21,694
영업이익(십억원)	1,272	794	897	1,049
순이익(십억원)	980	541	578	728
EPS(원)	41,401	22,856	24,415	30,757
BPS(원)	180,241	200,754	222,474	250,237
PER(배)	6.1	9.8	9.2	7.3
PBR(배)	1.4	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	25.9	12.0	11.5	13.0
배당수익률(%)	1.6	1.8	2.0	2.1
EV/EBITDA(배)	3.4	3.8	2.9	2.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]

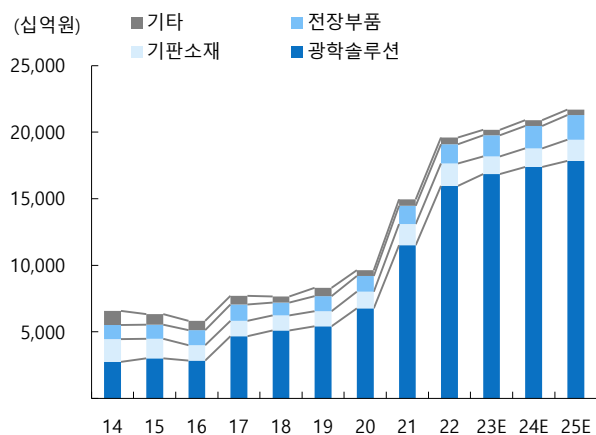
고의영 2122-9179 ey.ko@hi-ib.com

표1. LG이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출											
광학솔루션	3,545	3,082	3,907	6,331	3,996	3,044	4,434	5,901	15,965	16,864	17,374
YoY	14.8%	9.9%	-12.0%	12.4%	12.7%	-1.2%	13.5%	-6.8%	38.6%	5.6%	3.0%
기판소재	330	336	329	326	315	345	388	369	1,694	1,321	1,416
YoY	-20.4%	-25.7%	-24.5%	-16.7%	-4.6%	2.9%	17.8%	13.0%	7.8%	-22.0%	7.2%
전장부품	382	390	412	388	402	405	437	443	1,447	1,571	1,687
YoY	21.6%	18.0%	8.2%	-8.0%	5.3%	3.9%	6.0%	14.4%	4.0%	8.6%	7.4%
기타	119	100	116	89	110	99	119	91	484	424	419
YoY	-11.1%	-14.7%	-11.7%	-12.2%	-7.6%	-1.0%	2.2%	2.5%	3.7%	-12.4%	-1.2%
전사합계	4,376	3,907	4,764	7,134	4,823	3,893	5,377	6,804	19,589	20,180	20,896
YoY	10.7%	5.5%	-11.6%	8.9%	10.2%	-0.4%	12.9%	-4.6%	31.1%	3.0%	3.5%
영업이익											
광학솔루션	103.7	-28.0	136.8	420.6	90.5	-52.7	202.8	438.0	877.1	633.1	678.7
OPM	2.9%	-0.9%	3.5%	6.6%	2.3%	-1.7%	4.6%	7.4%	5.5%	3.8%	3.9%
기판소재	25.9	44.5	23.5	27.3	30.6	39.3	58.0	39.3	376.2	121.2	167.2
OPM	7.8%	13.3%	7.1%	8.4%	9.7%	11.4%	15.0%	10.7%	22.2%	9.2%	11.8%
전장부품	4.7	-6.9	7.7	-4.7	2.4	2.1	6.9	7.2	-16.6	0.9	18.5
OPM	1.2%	-1.8%	1.9%	-1.2%	0.6%	0.5%	1.6%	1.6%	-1.1%	0.1%	1.1%
기타	11.0	8.7	15.4	3.6	10.0	7.5	11.6	3.8	35.0	38.8	32.8
OPM	9.2%	8.8%	13.3%	4.0%	9.0%	7.6%	9.7%	4.2%	7.2%	9.1%	7.8%
전사합계	145.3	18.4	183.4	446.8	133.5	-3.8	279.2	488.4	1,271.8	793.9	897.3
OPM	3.3%	0.5%	3.9%	6.3%	2.8%	-0.1%	5.2%	7.2%	6.5%	3.9%	4.3%

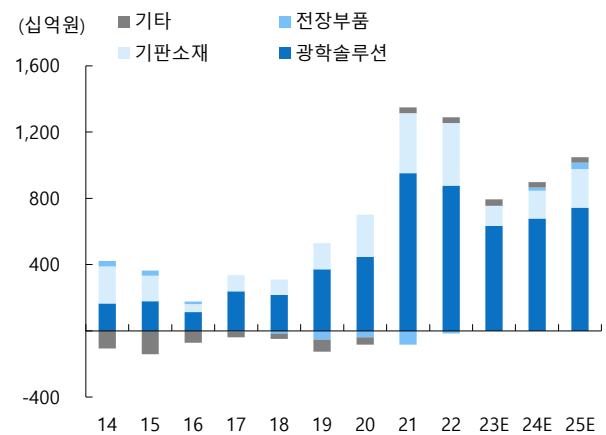
자료: LG이노텍, 하이투자증권

그림1. LG이노텍 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



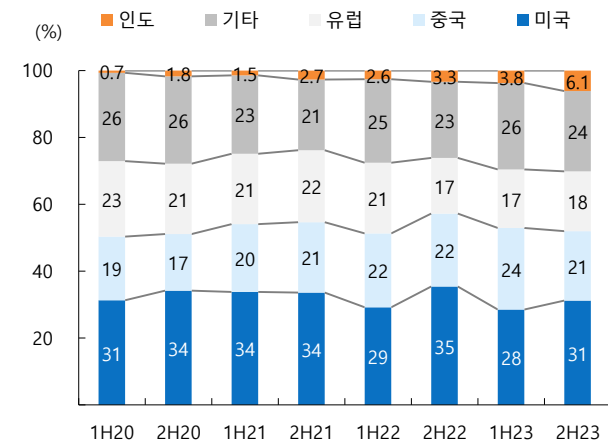
자료: 하이투자증권

그림2. LG이노텍 부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



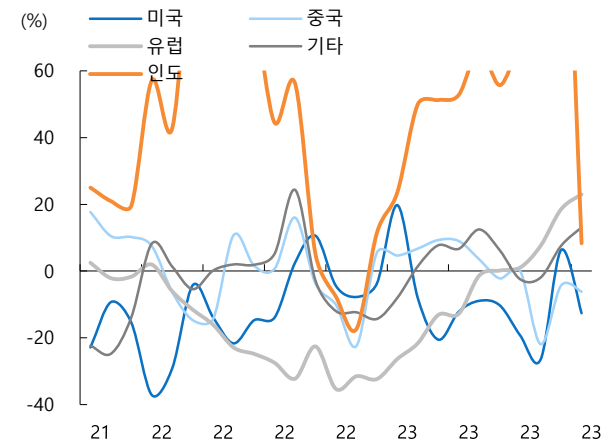
자료: 하이투자증권

그림3. 아이폰 지역별 판매 비중 추이



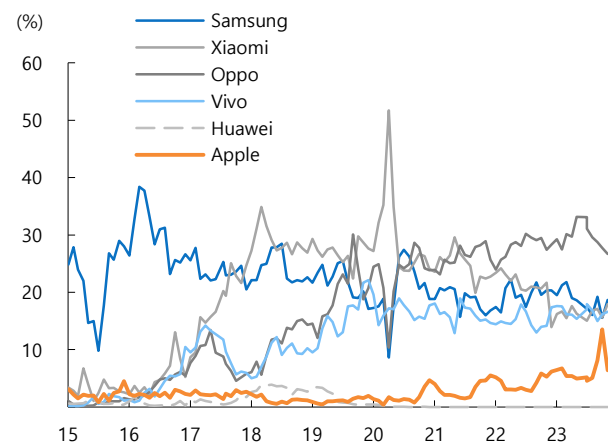
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치본부
주: 2H23은 7월부터 11월 누적

그림4. 아이폰 지역별 판매성장률 추이



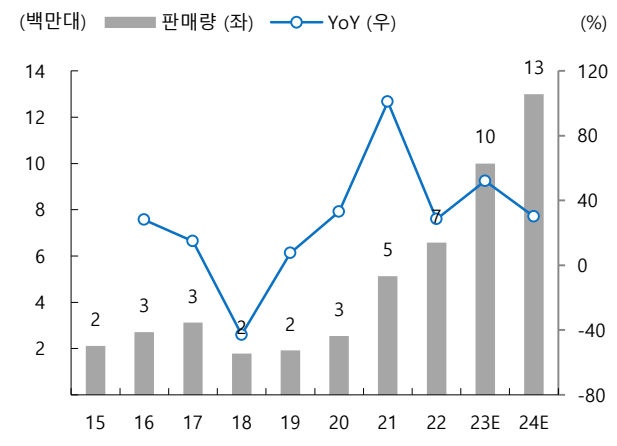
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 인도 스마트폰 시장 점유율 추이



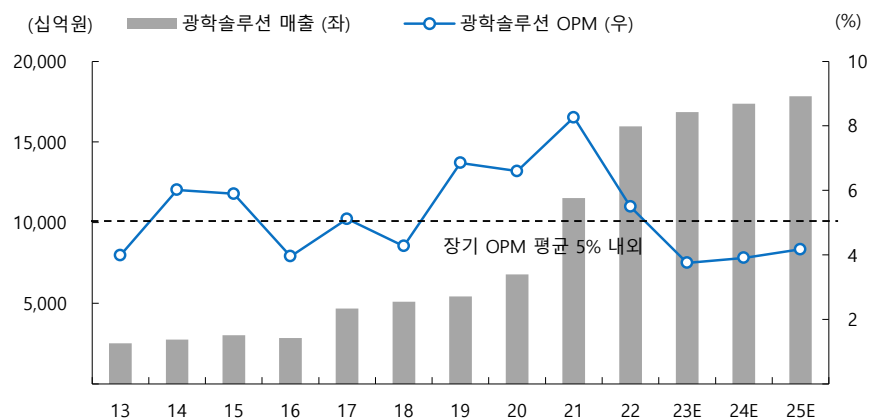
자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 인도 아이폰 판매량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 광학솔루션의 장기 매출과 영업이익률 추이 및 전망: mid-single digit으로의 회귀



자료: LG이노텍, 하이투자증권 리서치본부

표2. LG이노텍 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	20,180	20,896	20,558	22,217	-1.8	-5.9
영업이익	794	897	912	975	-12.9	-8.0
영업이익률	3.9	4.3	4.4	4.4		
세전이익	712	760	825	800	-13.7	-5.0
세전이익률	3.5	3.6	4.0	3.6		
지배주주순이익	541	578	627	608	-13.7	-5.0
지배주주순이익률	2.7	2.8	3.0	2.7		
EPS	22,856	24,415	26,482	25,677	-13.7	-4.9

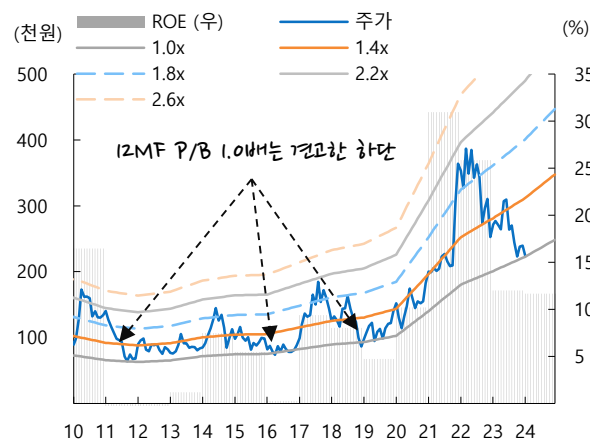
자료: 하이투자증권

표3. LG이노텍 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
①BPS	223,631	12개월 선행
②Target Multiple	1.5	역사적 평균
- 적정주가	335,447	
③ 목표주가	330,000	
④ 현재주가	224,500	
상승여력	47%	

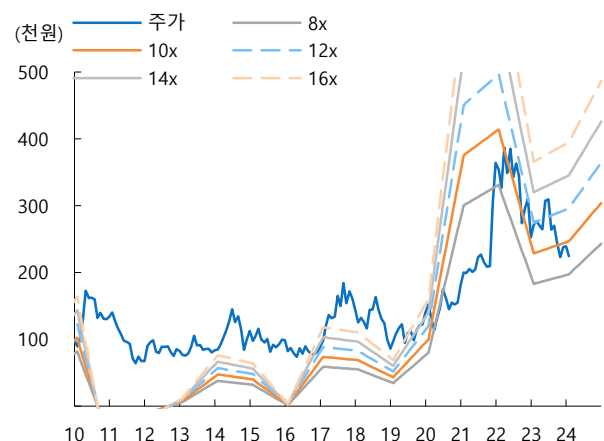
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림8. LG이노텍 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림9. LG이노텍 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

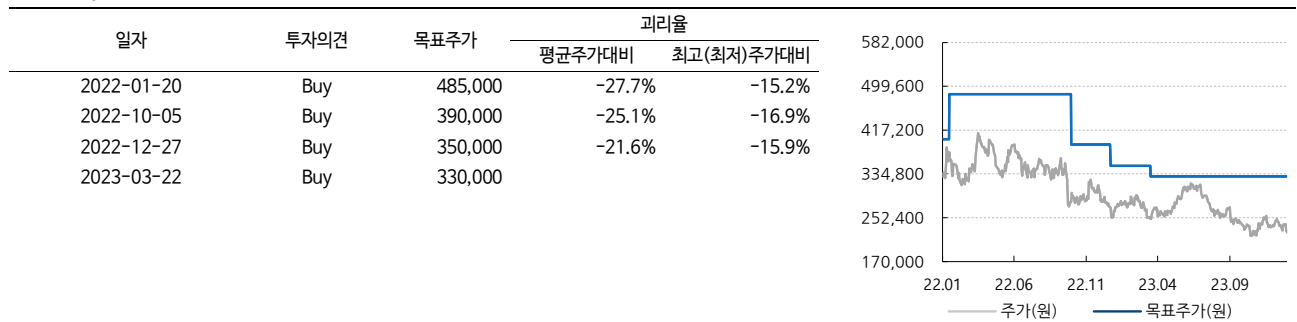
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,714	5,426	5,456	5,835	매출액	19,589	20,180	20,896	21,694
현금 및 현금성자산	578	850	719	921	증가율(%)	31.1	3.0	3.5	3.8
단기금융자산	1	1	1	1	매출원가	17,215	18,228	18,811	19,394
매출채권	1,966	2,155	2,227	2,306	매출총이익	2,374	1,953	2,085	2,300
재고자산	1,979	2,220	2,299	2,386	판매비와관리비	1,103	1,159	1,188	1,251
비유동자산	5,080	5,799	5,498	5,246	연구개발비	571	588	609	632
유형자산	4,131	4,845	4,540	4,282	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	204	209	214	219	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,794	11,225	10,954	11,082	영업이익	1,272	794	897	1,049
유동부채	4,270	4,416	4,058	4,005	증가율(%)	0.6	-37.6	13.0	16.9
매입채무	1,992	2,018	2,090	2,169	영업이익률(%)	6.5	3.9	4.3	4.8
단기차입금	208	208	104	52	이자수익	14	38	32	41
유동성장기부채	447	604	277	194	이자비용	54	166	115	78
비유동부채	1,257	2,057	1,631	1,154	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	292	592	592	415	기타영업외손익	-14	86	-12	-12
장기차입금	922	1,422	995	697	세전계속사업이익	1,135	712	760	958
부채총계	5,528	6,474	5,689	5,159	법인세비용	158	171	182	230
지배주주지분	4,266	4,751	5,265	5,922	세전계속이익률(%)	5.8	3.5	3.6	4.4
자본금	118	118	118	118	당기순이익	980	541	578	728
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	순이익률(%)	5.0	2.7	2.8	3.4
이익잉여금	2,969	3,412	3,883	4,498	지배주주귀속 순이익	980	541	578	728
기타자본항목	45	87	130	173	기타포괄이익	43	43	43	43
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	1,023	584	621	771
자본총계	4,266	4,751	5,265	5,922	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,515	2,701	3,277	3,324	주당지표 (원)				
당기순이익	980	541	578	728	EPS	41,401	22,856	24,415	30,757
유형자산감가상각비	841	1,094	1,314	1,216	BPS	180,241	200,754	222,474	250,237
무형자산상각비	45	46	47	49	CFPS	78,825	71,039	81,934	84,192
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	4,150	4,150	4,500	4,800
투자활동 현금흐름	-1,997	-2,019	-1,221	-1,172	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,706	-1,808	-1,009	-959	PER	6.1	9.8	9.2	7.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	1.4	1.1	1.0	0.9
금융상품의 증감	-50	-	-	-	PCR	3.2	3.2	2.7	2.7
재무활동 현금흐름	441	774	-1,004	-766	EV/EBITDA	3.4	3.8	2.9	2.5
단기금융부채의증감	-	83	-468	-173	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	523	800	-427	-476	ROE	25.9	12.0	11.5	13.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.0	9.6	10.8	10.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	129.6	136.2	108.0	87.1
현금및현금성자산의증감	12	272	-131	202	순부채비율	30.2	41.6	23.7	7.4
기초현금및현금성자산	566	578	850	719	매출채권회전율(x)	10.1	9.8	9.5	9.6
기말현금및현금성자산	578	850	719	921	재고자산회전율(x)	11.6	9.6	9.2	9.3

자료 : LG이노텍, 하이투자증권 리서치본부

LG이노텍 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-