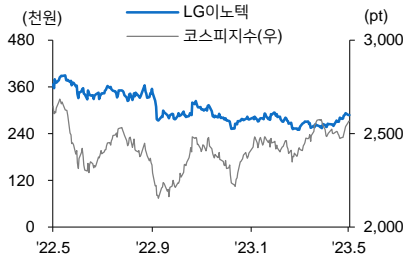


LG이노텍 (011070) 돌고돌아 믿을 건 아이폰

Analyst 양승수 02.6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	390,000원		
현재주가 (5.24)	287,500원		
상승여력	35.7%		
KOSPI	2,567.45pt		
시가총액	68,043억원		
발행주식수	2,367만주		
유동주식비율	59.19%		
외국인비중	20.92%		
52주 최고/최저가	390,000원/250,000원		
평균거래대금	560.0억원		
주요주주(%)			
LG전자 외 1인	40.80		
국민연금공단	10.02		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	-5.0	-19.5
상대주가	7.9	-9.6	-18.3
주가그래프			



2023년 영업이익 1조 1,416억원(-10.2% YoY)로 컨센서스(1조 573억원) 8.0% 상회 전망

- 계절적 비수기 + 고정비 부담 증가로 2Q23 적자는 불가피(당사 추정 영업손실 -221억원)
- 다만 하반기 아이폰15 공급 확대와 함께 3Q23, 4Q23 영업이익은 컨센서스를 각각 7.5%, 6.6% 상회할 전망
- 올해 3,4분기 아이폰15 출하량은 7,850만대(+20.0% YoY, 아이폰13 7.397만대)를 예상.

아이폰15의 흥행을 기대하는 이유 1) 이연수요 2) 교체수요, 3) 업그레이드 수요

- 올해 상반기 아이폰14 이연수요에 대한 기대감이 높았으나, 1~3월 아이폰14의 판매량은 3,958만대로 전년 1~3월 아이폰 13 대비 12.6% 오히려 감소 → 하반기 아이폰15에서 기대했던 아이폰14 이연수요가 나타날 것으로 전망
- 아이폰12는 출시 후 판매량 기준 3개월간 5,486만대, 1년간 1억 5,000만대를 기록→ 장기화된 스마트폰의 교체주기를 감안해도, 아이폰12의 일부 교체수요 물량이 15에 등장할 시점
- 올해 ios17에서는 A11 Bionic 칩으로 구동되는 아이폰8과 X를 지원 기기 대상에서 제외할 가능성이 존재 . 아이폰8/X는 아이폰12와 함께 출시 후 3개월 판매량 기준 가장 흥행했던 모델
- 폴더드폼 카메라모듈 공급을 통한 P 상승과 액추에이터 일부 내재화로 인한 수익성 개선도 기대

투자의견 Buy, 적정주가 390,000원 유지

- 광학솔루션 8.2조, 기판소재 2.5조, 전장부품 0.4조, 순차입금 1.7조 → 적정시총 9.4조(주당 390,000원)
- 현재 주가는 12개월 선행 PER 7.9배, PBR 1.3배 수준으로 최근 주가 반등에도 밸류에이션 부담 없음

(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	20,989.2	1,141.6	868.6	36,702	-11.4	212,794	7.8	1.4	3.9	18.7	109.8
2024E	22,331.1	1,496.0	1,117.6	47,220	28.7	255,864	6.1	1.1	3.1	20.2	92.2
2025E	21,668.7	1,552.6	1,212.0	51,210	8.5	302,925	5.6	0.9	2.8	18.3	73.8

LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,263	1,317	1,325	1,290	1,290	1,299	1,240
매출액	3,951.7	3,702.6	5,387.4	6,547.7	4,375.8	3,682.9	5,848.8	7,081.7	19,589.4	20,989.2	22,331.1
(% QoQ)	-31.0%	-6.3%	45.5%	21.5%	-33.2%	-15.8%	58.8%	21.1%			
(% YoY)	28.7%	57.2%	41.9%	14.4%	10.7%	-0.5%	8.6%	8.2%	31.1%	7.1%	6.4%
광학솔루션	3,088.5	2,803.5	4,439.5	5,633.5	3,544.7	2,883.5	4,990.0	6,229.9	15,965	17,648	18,787
전장부품	313.8	330.5	380.8	421.4	381.6	377.2	387.2	400.3	1,446	1,547	1,721
기판소재	415.0	451.7	435.6	391.5	330.2	324.3	363.9	368.5	1,694	1,387	1,469
기타	134.5	116.9	131.5	101.3	119.3	97.8	107.6	82.9	484	408	386
영업이익	367.1	289.9	444.8	170.0	143.9	-22.1	461.6	558.2	1,271.8	1,141.6	1,496.0
(% QoQ)	-14.6%	-21.0%	53.4%	-61.8%	-15.4%	nm	nm	20.9%			
(% YoY)	5.8%	90.8%	32.5%	-60.4%	-60.8%	nm	3.8%	228.4%	0.6%	-10.2%	31.0%
광학솔루션	249.2	167.2	321.6	146.1	103.7	-67.3	384.1	503.8	877.1	924.3	1,215.3
전장부품	-1.0	-8.5	0.1	-9.2	4.7	2.1	7.0	4.4	-16.6	18.2	28.3
기판소재	107.1	123.7	113.0	28.6	25.9	37.8	61.4	45.5	376.2	170.7	227.0
기타	11.9	7.5	10.1	4.4	9.5	5.3	9.1	4.5	35.0	28.4	25.3
영업이익률 (%)	9.3%	7.8%	8.3%	2.6%	3.3%	-0.6%	7.9%	7.9%	6.5%	5.4%	6.7%
광학솔루션	8.1%	6.0%	7.2%	2.6%	2.9%	-2.3%	7.7%	8.1%	5.5%	5.2%	6.5%
전장부품	-0.3%	-2.6%	0.0%	-2.2%	1.2%	0.6%	1.8%	1.1%	-1.1%	1.2%	1.6%
기판소재	25.8%	27.4%	25.9%	7.3%	7.8%	11.7%	16.9%	12.4%	22.2%	12.3%	15.5%
기타	8.8%	6.4%	7.7%	4.4%	8.0%	5.4%	8.5%	5.4%	7.2%	7.0%	6.6%
세전이익	360.9	275.7	410.4	90.9	111.0	-57.3	426.3	530.1	1,140.7	1,010.0	1,362.9
지배주주 순이익	267.5	206.3	302.1	203.9	83.3	-95.2	386.7	493.9	979.8	868.6	1,117.6
지배주주 순이익률 (%)	6.8%	5.6%	5.6%	3.1%	1.9%	-2.6%	6.6%	7.0%	5.0%	4.1%	5.0%

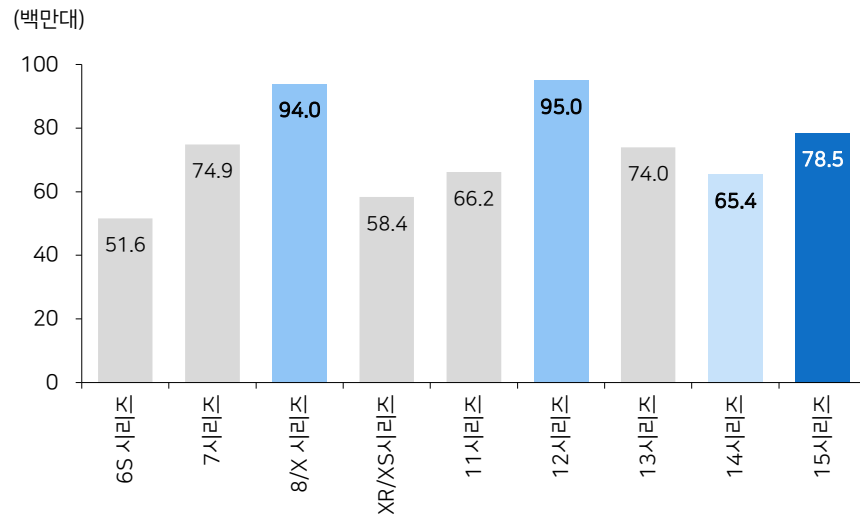
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

출시 타이밍이 기가 막힌 아이폰15

아이폰15의 흥행 성공 예상

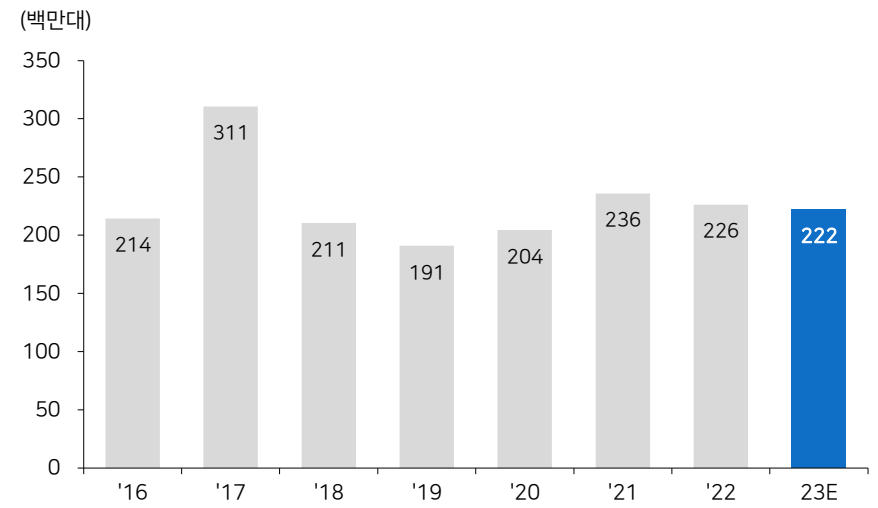
- 올해 3,4분기 아이폰15 출하량은 7,850만대(+20.0% YoY)로 전망. 흥행에 성공했던 아이폰13 대비(7,397만대) 해서도 6.1% 늘어날 것으로 예상
- IT디바이스 수요 둔화 환경이 지속됨에도 불구하고 아이폰15의 양호한 출하량을 예상하는 이유는 1) 아이폰14 이연수요 2) 아이폰 12 교체수요 3) 아이폰8/X의 업그레이드 수요를 기대하기 때문
- 아이폰15의 출하량 호조로 '23년 애플의 연간 출하량은 다른 스마트폰 세트업체 대비 상대적으로 양호한 2.22억대(-1.8% YoY)를 전망

아이폰 모델별 출시 후 2개분기 누적 출하량



주: 아이폰15는 당사 예상치
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰 전모델 합산 글로벌 출하량 전망



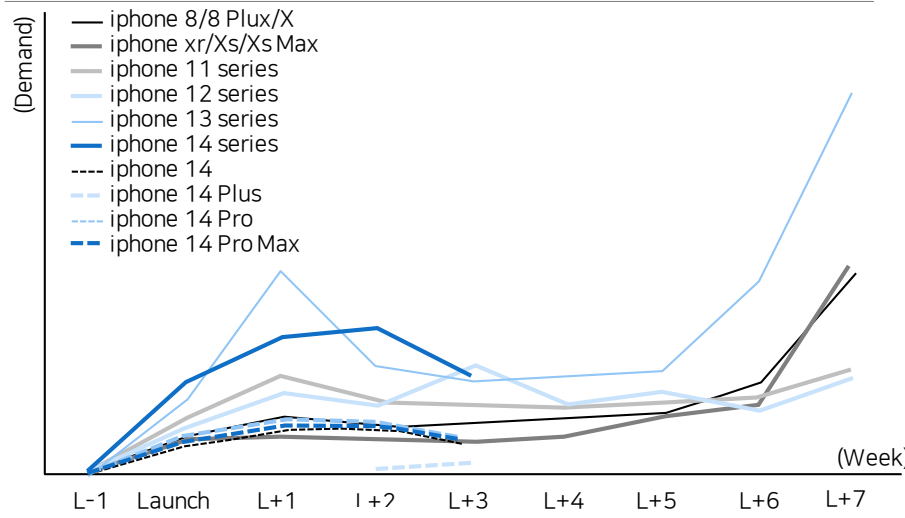
주: '23년은 당사 예상치
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰14의 이연수요

올해 상반기 발생하지 않은 아이폰14의 이연수요 기대

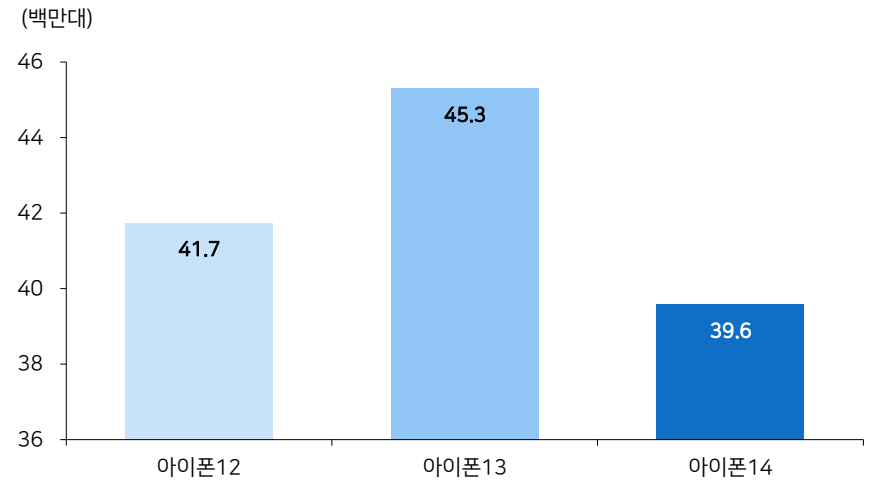
- 중국 기준 아이폰14는 아이폰14플러스의 늦은 출시에도 불구하고 출시 초기에는 아이폰13 대비 높은 판매량을 기록 → 기대감이 높았던 모델
- 그러나 아이폰 수요의 성수기인 4Q22에 폭스콘 정저우 공장 가동 중단으로 공급·수요의 불균형이 발생
- 이로 인해 사라진 대기수요가 이연수요로 올해 상반기에 나타날 것 기대했으나 1~3월 아이폰14의 판매량은 3,958만대로 전년 1~3월 아이폰 13 대비 12.6% 오히려 감소
- 이는 매크로 환경의 악화와 동시에 USB C Type, 폴디드줌 적용, 일반 모델의 Dynamic island 적용 등의 아이폰15의 스펙 변화가 구체적으로 알려졌기 때문
- 당사는 올해 상반기 나타나지 않은 아이폰14의 이연수요가 하반기 아이폰15에서 일부 나타날 것으로 전망

아이폰 출시 후 중국 내 주간 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

1~3월 아이폰 신모델 판매량 추이



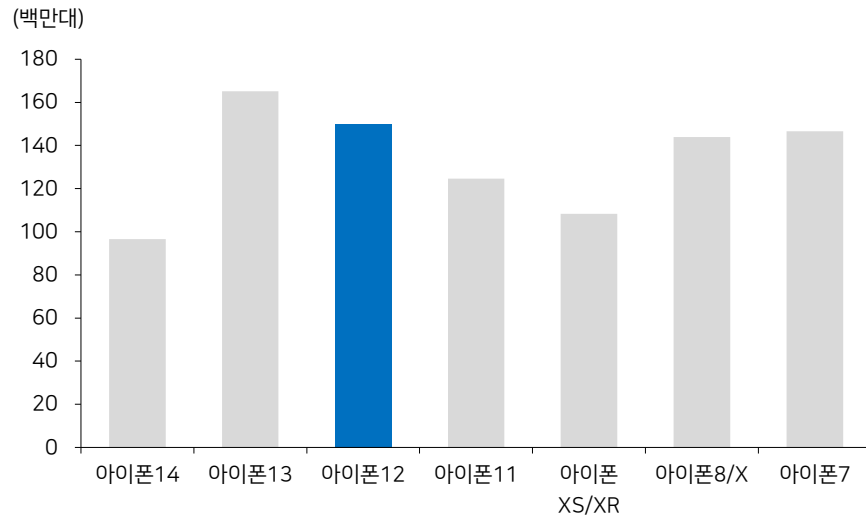
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰12의 교체수요

아이폰12의 일부 교체수요 물량 등장 전망

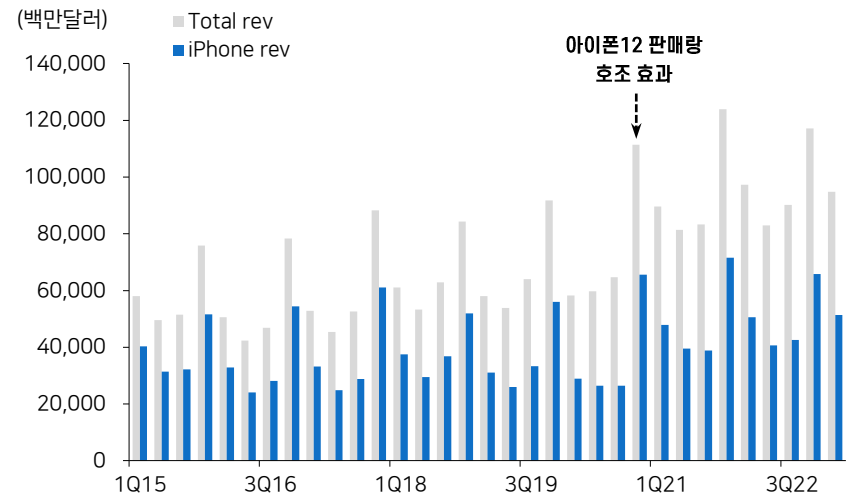
- 아이폰12는 출시 후 3개월간 판매량 5,486만대(아이폰13 4,421만대)을 기록하며 아이폰6 이후 6년 만에 슈퍼사이클에 성공한 모델
- 일년 누적 판매량 기준으로는 늦은 출시(10~11월)에도 불구하고 1억 5,000만대를 돌파
- ① 6년 만에 바뀐 디자인 ② 제품 다변화(첫 미니 모델 출시) ③ 5G 폰이라는 상징성 ④ 화웨이 몰락으로 교체 수요가 대거 집중 → 애플의 아이폰12 출시 분기의 아이폰 매출은 650억달러, 분기 전체 매출은 사상 처음으로 1,000억 달러 돌파
- 장기화된 스마트폰의 교체주기를 감안해도, 아이폰12의 일부 교체수요 물량이 15에 등장할 시점

애플 모델별 판매량 추이



주: 아이폰14는 '22년 9월 ~ '23년 3월 누적 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

애플의 분기별 매출액 및 아이폰 매출액 추이



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

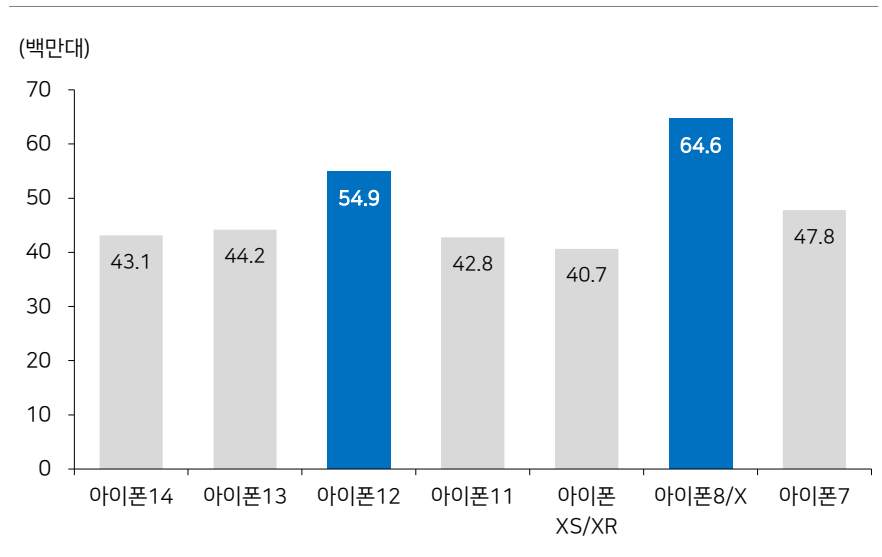
아이폰 8과 X의 업그레이드 수요 기대

iOS 지원 대상 기기에서
아이폰8과 X의 추가 제외
가능성 존재

- Apple이 연례 WWDC 첫날(6월5일) 기조 연설에서 iOS17을 발표할 전망. 실제 적용 예상 시점은 9월
- 이번 iOS17에서는 iOS11 이후 6년 만에 제어센터가 바뀌는 등 유의미한 변화가 예상
- 작년 WWDC에서 발표한 iOS 16의 경우 지원 기기 대상에서 1세대 SE, 아이폰 6s/6s 플러스, 아이폰 7/7 플러스를 제외
- 이는 A5~A11 칩이 탑재된 아이폰과 아이패드는 애플이 더 이상 보안 취약점 패치를 할 수 없다는 문제가 존재하기 때문
- 이에 따라 올해 iOS17에서는 A11 Bionic 칩으로 구동되는 아이폰8과 X를 지원 기기 대상에서 제외할 가능성이 존재 → 아이폰8과 X 사용자들의 업그레이드 수요 기대
- 아이폰12와 아이폰8/X는 출시 후 3개월 판매량 기준 가장 흥행했던 모델

iOS16 발표 당시 6S, 7, SE 1세대의 업데이트가 중단

출시 후 3개월 기준 가장 높은 판매량을 기록했던 아이폰8과 X



자료: Apple

자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰 카메라 스펙 변화 예상 (메리츠 추정)



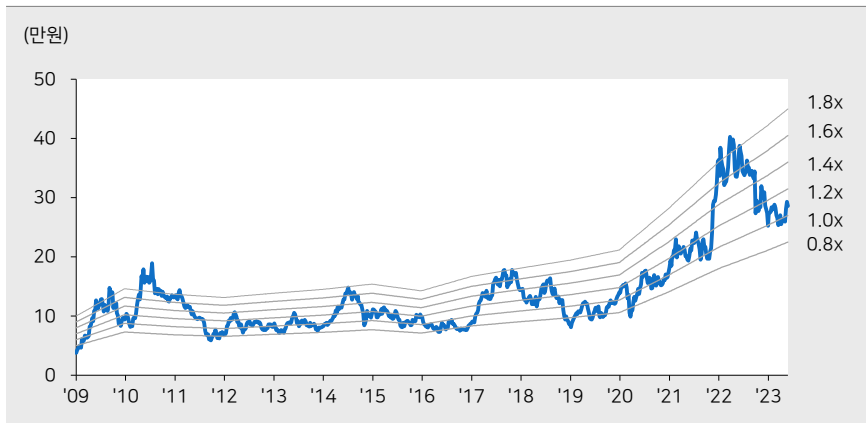
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	208,500	375,000	414,500	
	Low		67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	75,700	180,000	249,000	
	Average		85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	150,799	224,690	335,939	
확정치	PBR	High	1.7	1.7	2.1	1.6	1.3	2.3	1.9	1.5	2.0	2.7	2.3	
		Low	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7	1.3	1.4	
		Average	1.4	1.3	1.6	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	1.5	1.6	1.9	
컨센서스	BPS	(원)	62,876	65,287	71,681	74,578	75,145	82,426	89,501	93,151	102,576	140,034	180,241	212,794
	ROE	(%)	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	10.2	30.9	25.9	18.7
컨센서스	PBR	High	1.7	1.6	2.1	1.6	1.4	2.3	1.9	1.4	2.0	2.7	2.2	
		Low	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	1.3	1.3	
		Average	1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4	1.1	1.4	1.6	1.8	
컨센서스	BPS	(원)	65,709	69,299	72,561	77,015	71,321	83,448	90,546	97,221	105,821	140,761	186,240	205,514
	ROE	(%)	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	8.3	12.9	30.8	27.6	16.2

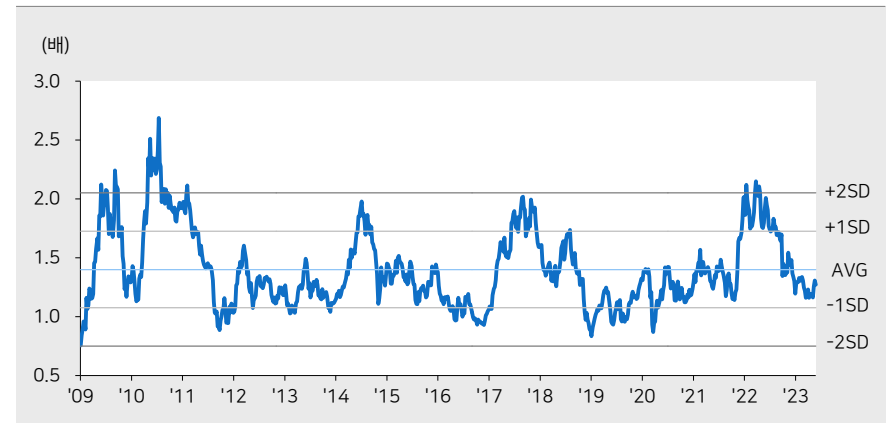
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 밸류에이션 테이블 (2)

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High		109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	208,500	375,000	414,500		
	Low		67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	75,700	180,000	249,000		
	Average		85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	150,799	224,690	335,939		
확정치	PER	High		141.5	30.1	29.7	470.7	25.5	24.7	32.4	20.9	10.0	10.0		
		Low		89.3	16.0	19.6	336.9	11.5	12.1	18.5	7.6	4.8	6.0		
		Average		110.1	22.4	24.5	394.2	19.6	18.9	25.5	15.1	6.0	8.1		
	EPS	(원)		-1,237	770	5,020	4,018	209	7,385	6,891	4,323	9,977	37,532	41,401	36,702
		Growth (%)		-82.9	-162.3	551.5	-20.0	-94.8	3,428.8	-6.7	-37.3	130.8	276.2	10.3	-11.4
컨센서스	PER	High		56.9	22.3	23.3	nm	22.0	20.8	18.1	16.2	10.0	9.2		
		Low		35.9	11.8	15.3	nm	9.9	10.2	10.4	5.9	4.8	5.5		
		Average		44.2	16.6	19.2	nm	16.9	16.0	14.3	11.7	6.0	7.5		
	EPS	(원)		405	1,917	6,766	5,128	-1,272	8,564	8,178	7,728	12,867	37,504	45,048	31,156
		Growth (%)		흑전	흑전	778.2	2.2	-131.7	3,992.2	10.7	12.1	197.7	275.9	20.0	-24.7

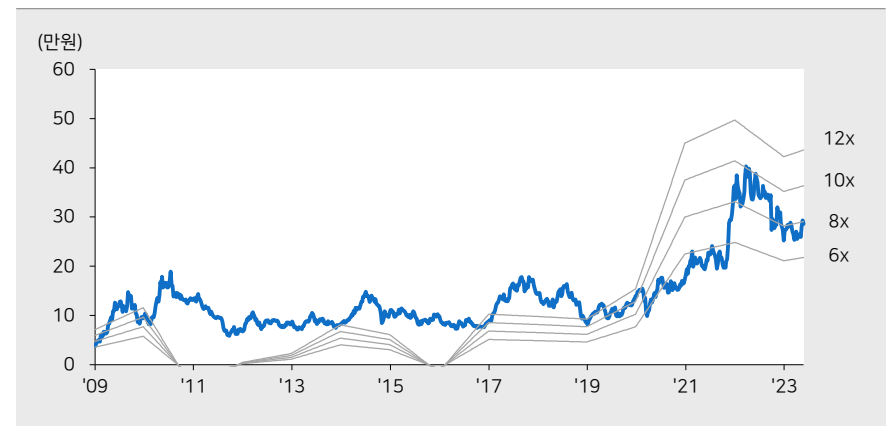
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 적정주가 산정표

(십억원)	가치	EBITDA	배수	비고
영업가치	11,079			
광학솔루션	8,117	1,708	4.8	2014년,2017년,2020년,2020년 평균
기판소재	2,522	336	7.5	Nanya PCB, Kinsus, Unimicron 평균
전장부품	439	83	5.3	만도 EV/EBITDA
비영업가치	0			
순차입금	1,735			1Q23말 기준
주주가치	9,344			
주식수 (백만주)	24			
주당적정가치 (원)	394,813			
적정주가 (원)	390,000			
현재주가 (원)	287,500			
상승여력 (%)	35.7%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 (011070)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	14,945.6	19,589.4	20,989.2	22,331.1	21,668.7
매출액증가율(%)	56.6	31.1	7.1	6.4	-3.0
매출원가	12,815.1	17,215.0	18,300.0	18,970.1	18,407.4
매출총이익	2,130.5	2,374.4	2,689.2	3,361.0	3,261.3
판매비와관리비	866.3	1,102.7	1,547.7	1,865.0	1,708.7
영업이익	1,264.2	1,271.8	1,141.6	1,496.0	1,552.6
영업이익률(%)	8.5	6.5	5.4	6.7	7.2
금융손익	-40.9	-122.9	-115.4	-112.5	-100.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.1	-13.8	-16.1	-20.6	-21.3
세전계속사업이익	1,193.2	1,135.1	1,010.0	1,362.9	1,430.8
법인세비용	314.3	158.2	141.4	245.3	218.8
당기순이익	888.3	979.9	868.6	1,117.6	1,212.0
지배주주지분 순이익	888.3	979.9	868.6	1,117.6	1,212.0

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,113.4	4,713.8	4,464.8	4,792.8	4,961.3
현금및현금성자산	565.9	577.9	33.3	78.1	386.4
매출채권	1,895.4	1,792.9	1,921.0	2,043.8	1,983.2
재고자산	1,392.0	1,978.8	2,120.2	2,255.7	2,188.8
비유동자산	3,628.0	5,079.8	6,103.2	6,844.4	7,502.2
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	125.8	132.7	129.3
자산총계	7,741.4	9,793.6	10,568.0	11,637.2	12,463.5
유동부채	3,310.3	4,270.4	4,261.8	4,477.8	4,360.6
매입채무	1,565.9	1,992.4	2,134.7	2,271.2	2,203.8
단기차입금	1.3	207.6	207.6	207.6	207.6
유동성장기부채	414.9	446.6	190.3	168.9	168.9
비유동부채	1,116.9	1,257.4	1,270.0	1,103.8	933.5
사채	457.8	292.4	302.8	230.9	159.0
장기차입금	615.1	921.9	921.3	824.2	727.1
부채총계	4,427.2	5,527.8	5,531.7	5,581.6	5,294.1
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	3,739.6	4,758.9	5,872.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,314.2	4,265.8	5,036.2	6,055.6	7,169.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,177.6	1,515.0	1,825.6	2,198.7	2,479.9
당기순이익(손실)	888.3	979.9	868.6	1,117.6	1,212.0
유형자산감가상각비	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	-45.1	-43.3	21.4
투자활동 현금흐름	-1,008.3	-1,996.7	-2,025.9	-1,866.0	-1,904.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,010.4	-1,716.9	-2,050.0	-1,888.6	-1,937.3
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-61.6	-7.2	-6.9	3.4
재무활동 현금흐름	-309.6	441.4	-344.3	-288.0	-267.4
차입금증감	-248.2	524.4	-246.1	-189.8	-169.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-128.7	12.0	-544.6	44.7	308.4
기초현금	694.6	565.9	577.9	33.3	78.1
기말현금	565.9	577.9	33.3	78.1	386.4

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	631,493	827,706	886,851	943,549	915,562
EPS(지배주주)	37,532	41,401	36,702	47,220	51,210
CFPS	81,048	90,559	87,484	107,550	115,085
EBITDAPS	85,932	91,159	92,338	112,403	119,938
BPS	140,034	180,241	212,794	255,864	302,925
DPS	3,000	4,150	4,150	4,150	4,150
배당수익률(%)	0.8	1.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	6.1	7.8	6.1	5.6
PCR	4.5	2.8	3.3	2.7	2.5
PSR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	2.6	1.4	1.4	1.1	0.9
EBITDA	2,033.8	2,157.5	2,185.4	2,660.3	2,838.6
EV/EBITDA	4.7	3.4	3.9	3.1	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	18.7	20.2	18.3
EBITDA이익률	13.6	11.0	10.4	11.9	13.1
부채비율	133.6	129.6	109.8	92.2	73.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	30.8	23.6	16.9	25.0	29.0
매출채권회전율(x)	9.9	10.6	11.3	11.3	10.8
재고자산회전율(x)	13.3	11.6	10.2	10.2	9.8