2024.10.24

LG이노텍 (011070)

매출 상회와 이익 하회의 간극

업사이드에 대한 눈높이를 낮춤

목표주가를 기존 29.5만원에서 25.5만원으로 하향한다. 12MF BPS에 지난 10년 간 연 저점 P/B의 평균인 1.0배를 목표로 한다(vs. 기존 중-하단 평균인 1.2배 타겟). 아울러 '24년과 '25년 EPS를 각각 -16%, -21% 조정한다.

현 주가는 12개월 '트레일링' P/B 0.89배로, 최하단에 해당하는 0.9배에 닿아 있다[그림3]. 언팩 이후 동사 주가는 -11% 조정 받았는데, 이는 지난 5년 간 언팩 이후 평균 주가 흐름을 하회하는 것이다[그림4]. 예상보다 낮은 수익성, 카메라모듈 공급망 내 경쟁 강도 심화 우려가 반영되고 있는 것이다. deep value에서 trading buy로 접근하되 업사이드에 대한 눈높이는 낮추어야 할 것으로 판단한다.

부정적 환율 효과와 경쟁 격화

3Q24 실적은 매출 5.7조원(+19% YoY, +25% QoQ), 영업이익 1,304억원(-29% YoY, 영업이익률 2.3%)으로 컨센서스 대비 매출은 +11% 상회했으나, 영업이익은 -44% 하회했다. 외형 성장과 수익성 하락의 간극이 컸다. 원재료 매입 시점인 7월의 환율이 높았던 반면, 카메라모듈 매출 인식이 본격적으로 시작되는 9월의 환율이 낮았던 탓이다. 카메라모듈 공급망 내 경쟁심화도 수익성에 영향을 미쳤던 것으로 파악된다. 전장부품, 기판소재도 전방의 부진한 수요로 기대를 하회했는데, 특히 디스플레이 부품군에 대한 재고조정 영향이 컸던 것으로 보인다.

4Q24 실적은 매출 6.3조원(-17% YoY, +11% QoQ), 영업이익 3,600억원(-26% YoY, 영업이익률 5.7%)으로 전망된다. 기존 추정치 대비 매출과 영업이익을 각각 -10%, -17% 조정한 것이다. 아직 iPhone 16 시리즈향 카메라모듈 생산 계획에는 변화가 없는 것으로 파악되는데, 광군제 등 수요 이벤트 이후 추가 방향성이 나올 전망이다.

2025년의 긍정적 요인과 부정적 요인

① 긍정적 요인: CY24, CY25의 아이폰 출하량은 각각 2.23억대(-1% YoY), 2.36억대(+6% YoY)로 전망된다. 이 경우, '25년 Apple의 출하 점유율은 삼성전자를 제치고 1위를 차지할 전망이다. 내년의 성장 동력은 Apple Intelligence에 대한 추가 업데이트 및 iPhone 17 시리즈 판매호조 가능성, 중저가 모델인 iPhone SE 출시 등이다. 당사는 Apple Intelligence의 단계적 업그레이드가 진행될 때마다 투자자들의 시야가 '25년을 향하게 될 것으로 판단한다. Bloomberg에 따르면 2차 iOS 18 업데이트는 '24년 12월로 예상되며, 이 때 ChatGPT 통합, 이미지플레이그라운드 지원이 있을 전망이다. 이어서 '25년 3월로 예상되는 4차 업데이트에서는 '개인화된 Siri'와 영어 외의 추가 언어 지원이 있을 전망이다[그림7].

② 부정적 요인: iPhone 17 Slim(가칭)에는 48MP 싱글 카메라가 탑재될 전망이다. 두께가 5mm에 불과할 정도로 얇은 모델인 만큼, 내부 카메라 배치가 어려울 뿐만 아니라 '카툭튀'를 최소화하기 위한 방안인 것으로 추정된다[그림8]. 해당 모델이 많이 팔릴수록 카메라 모듈 공급망의 TAM 감소가 불가피하다. 공급망 내 경쟁강도 심화도 주된 우려 요인이다. 경쟁사의 Capex가 올해 들어 가파르게 늘리고 있는 추세이므로, 향후 경쟁 구도에 대한 관찰이 지속적으로 필요하다[그림10, 11].

[당사 이전 LG이노텍 보고서 보기 1, 2, 3]

iM증권

Company Brief

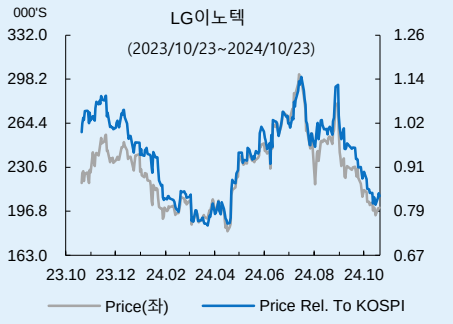
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**255,000원(하향)**
종가(2024.10.23)	**199,700원**
상승여력	**27.7%**

Stock Indicator	
자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	4,726십억원
외국인지분율	27.1%
52주 주가	181,300~302,000원
60일평균거래량	176,536주
60일평균거래대금	41.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.5	-28.8	6.7	-8.6
상대수익률	-13.5	-22.5	7.6	-18.9

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	20,605	20,860	21,392	22,033
영업이익(십억원)	831	818	866	931
순이익(십억원)	565	585	631	707
EPS(원)	23,881	24,717	26,672	29,861
BPS(원)	199,204	220,679	243,915	270,020
PER(배)	10.0	8.1	7.5	6.7
PBR(배)	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	12.6	11.8	11.5	11.6
배당수익률(%)	1.1	1.2	1.3	1.5
EV/EBITDA(배)	3.7	2.7	2.4	2.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자]
고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com

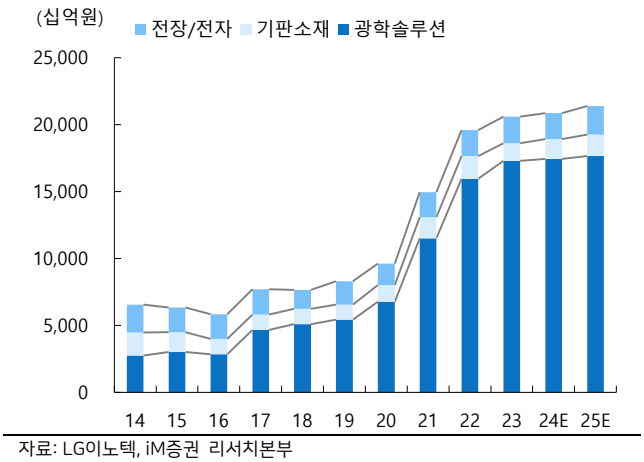
[IT RA]
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. LG이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24p	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출											
광학솔루션	3,545	3,082	3,907	6,757	3,514	3,680	4,837	5,411	17,290	17,442	17,650
YoY	14.8%	9.9%	-12.0%	19.9%	-0.9%	19.4%	23.8%	-19.9%	8.3%	0.9%	1.2%
기판소재	330	336	329	328	328	378	370	405	1,322	1,481	1,606
YoY	-20.4%	-25.7%	-24.5%	-16.3%	-0.6%	12.7%	12.6%	23.5%	-21.9%	12.0%	8.4%
전장부품	501	490	528	475	491	497	478	471	1,993	1,937	2,135
YoY	11.8%	9.5%	3.1%	-9.2%	-2.0%	1.4%	-9.5%	-0.7%	3.2%	-2.8%	10.3%
전사합계	**4,376**	**3,907**	**4,764**	**7,559**	**4,334**	**4,555**	**5,685**	**6,287**	**20,605**	**20,860**	**21,392**
YoY	***10.7%***	***5.5%***	***-11.6%***	***15.4%***	***-1.0%***	***16.6%***	***19.3%***	***-16.8%***	***5.2%***	***1.2%***	***2.5%***
영업이익											
광학솔루션	103.7	-28.0	136.8	448.7	151.9	102.5	115.4	324.5	661.2	694.3	655.8
OPM	2.9%	-0.9%	3.5%	6.6%	4.3%	2.8%	2.4%	6.0%	3.8%	4.0%	3.7%
기판소재	25.9	44.5	23.5	31.7	9.6	27.1	9.8	32.4	125.6	78.9	148.7
OPM	7.8%	13.3%	7.1%	9.7%	2.9%	7.2%	2.6%	8.0%	9.5%	5.3%	9.3%
전장부품	15.7	1.9	23.2	2.0	14.6	22.1	5.3	3.1	42.8	45.0	62.0
OPM	3.1%	0.4%	4.4%	0.4%	3.0%	4.4%	1.1%	0.7%	2.1%	2.3%	2.9%
전사합계	**145.3**	**18.4**	**183.4**	**483.7**	**176.0**	**151.7**	**130.4**	**360.0**	**830.8**	**818.1**	**866.5**
OPM	***3.3%***	***0.5%***	***3.9%***	***6.4%***	***4.1%***	***3.3%***	***2.3%***	***5.7%***	***4.0%***	***3.9%***	***4.1%***

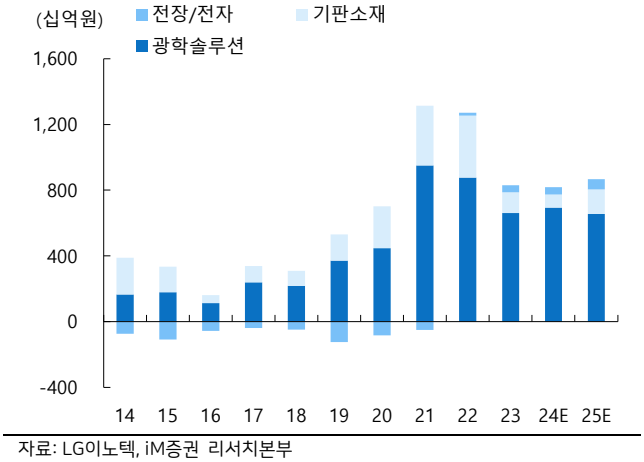
자료: LG이노텍, iM증권

그림1. LG이노텍 부문별 연간 매출액 추이 및 전망



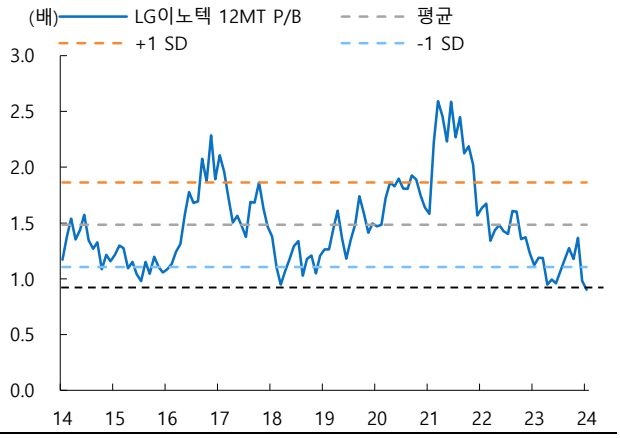
자료: LG이노텍, iM증권 리서치본부

그림2. LG이노텍 부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



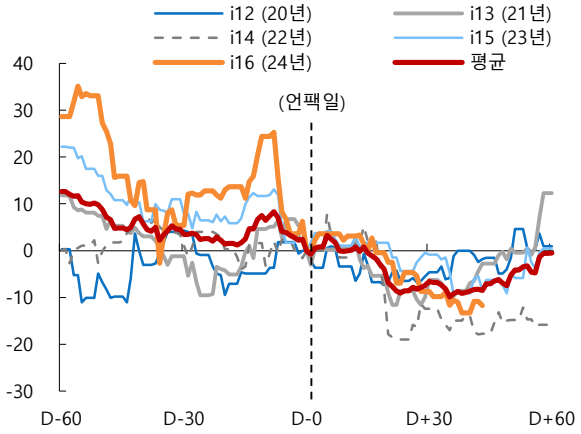
자료: LG이노텍, iM증권 리서치본부

그림3. LG이노텍 12개월 트레일링 P/B 추이: 0.9배에 닿음



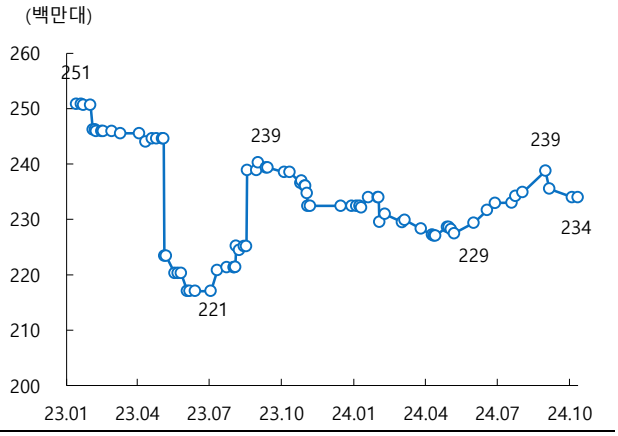
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림4. iPhone 언팩 전후 LG이노텍 주가 추이: 평년보다 부진



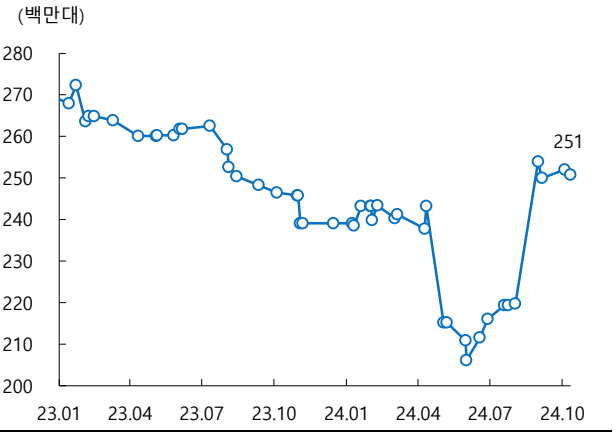
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. FY25 iPhone 판매량에 대한 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. FY26 iPhone 판매량에 대한 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. Bloomberg에서 예상하는 iOS 업데이트 일정

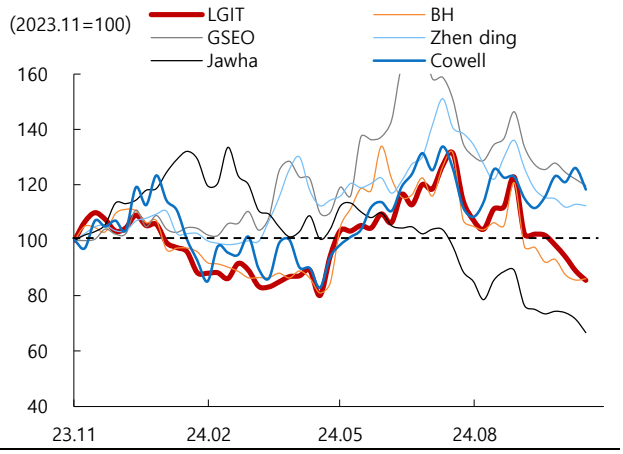
OS 버전	예상시기	업데이트 내용
iOS 18.1	24년 10월	- 이메일 및 메시지 관리, 글쓰기 도구, 사진 정리, 알림 요약, 통화 녹음
iOS 18.2	24년 12월	- 이미지플레이그라운드, 젠모지, 챗GPT 통합 기능
iOS 18.3	25년 1월	n/a
iOS 18.4	25년 3월	- 개인화된 Siri, 한국어·중국어·프랑스어·일본어·스페인어·독일어 등 여타 언어 추가

자료: Bloomberg, 전자신문, iM증권 리서치본부

그림8. 2H25 출시 전망되는 Slim 모델에는 싱글카메라 탑재 전망

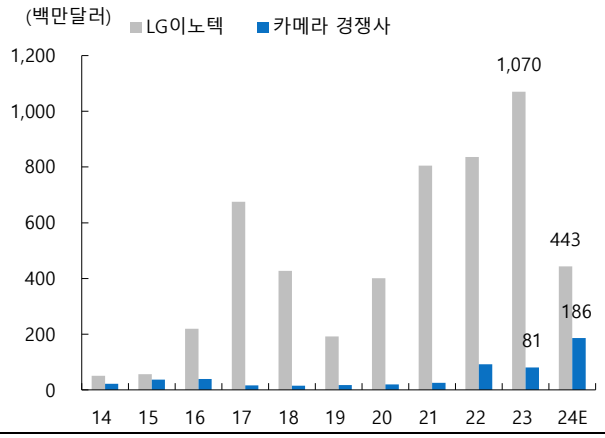
자료: Apple Explained, ZDNet, iM증권 리서치본부

그림9. 주요 애플 벤더들의 상대 주가



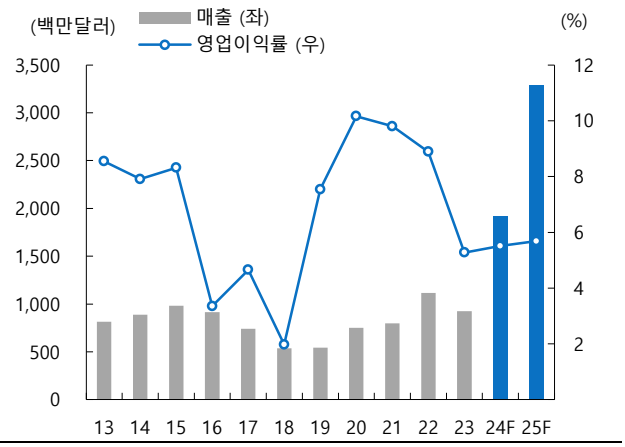
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 달러 기준 Capex 비교: LG이노텍 광학 vs. 경쟁사



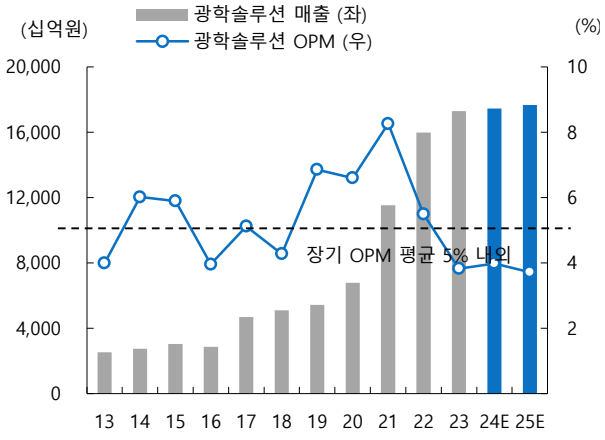
자료: Bloomberg, LG이노텍, iM증권 리서치본부

그림11. 카메라 경쟁사의 연간 매출 및 영업이익률 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 I 주: '24년, '25년은 BBG 컨센서스

그림12. LG이노텍 광학솔루션의 매출 및 영업이익률 추이, 전망



자료: LG이노텍, iM증권 리서치본부

그림13. iPhone 시리즈별 후면카메라 변화 및 시기별 마케팅 포인트: 이제는 AI가 새로운 셀링 포인트

	모델명	후면카메라 구성	메인센서	마케팅 포인트
2014	i6	8MP	1/1.3	얇은 두께, 애플페이
2014	i6 Plus	8MP (OIS)	1/1.3	얇은 두께, 커진 화면, 애플페이
2015	i6s	12MP	1/1.3	3D터치, 12MP 화소, 라이브포토
2015	i6s Plus	12MP (OIS)	1/1.3	3D터치, 12MP 화소, 라이브포토
2016	i7	12MP (OIS)	1/1.3	방수
2016	i7 Plus	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/1.3	방수, 듀얼카메라
2017	iX	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/1.3	Face ID, 전/후면 글래스, OLED
2017	i8	12MP (OIS)	1/1.3	
2017	i8 Plus	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/1.3	
2018	iXS	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/2.55	빅센서
2018	iXS Max	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/2.55	빅센서
2018	iXR	12MP (OIS)	1/2.55	다양한 색상, 빅센서
2019	i11	12MP (OIS) + 12MP UW	1/2.55	듀얼카메라
2019	i11 Pro	12MP (OIS) + 12MP UW + 12MP 2x (OIS)	1/2.55	트리플카메라, 듀얼OIS
2019	i11 Pro Max	12MP (OIS) + 12MP UW + 12MP 2x (OIS)	1/2.55	
2020	i12 mini	12MP (OIS) + 12MP UW	1/2.55	5G, 맥세이프, 전면 세라믹실드, OLED
2020	i12	12MP (OIS) + 12MP UW	1/2.55	
2020	i12 Pro	12MP (OIS) + 12MP UW + 12MP 2x (OIS) + LiDAR	1/2.55	5G, LiDAR, 4K HDR 촬영
2020	i12 Pro Max	12MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 2.5x (OIS) + LiDAR	1/1.9	센서시프트OIS, 5G, LiDAR, 4K HDR 촬영, 빅센서
2021	i13 mini	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.9	센서시프트OIS
2021	i13	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.9	
2021	i13 Pro	12MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.7	3배줌, 빅센서, ProMotion , 빅센서
2021	i13 Pro Max	12MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.7	3배줌, 빅센서, ProMotion, 빅센서
2022	i14	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.65	위성통신
2022	i14 Plus	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.65	
2022	i14 Pro	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.28	LTPO, Dynamic Island, 48MP 메인카메라
2022	i14 Pro Max	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.28	
2023	i15	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	Dynamic Island, 48MP 메인카메라
2023	i15 Plus	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	
2023	i15 Pro	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.28	티타늄프레임, 빅센서
2023	i15 Pro Max	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 5x (SSO) + LiDAR	1/1.28	티타늄프레임, 5x 광학줌, 빅센서
2024	i16	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	AI, 카메라컨트롤
2024	i16 Plus	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	
2024	i16 Pro	48MP (SSO) + 48MP UW + 12MP 5x (SSO)	1/1.28	AI, 카메라컨트롤, 48MP 초광각, 5x 광학줌
2024	i16 Pro Max	48MP (SSO) + 48MP UW + 12MP 5x (SSO)	1/1.28	AI, 카메라컨트롤, 48MP 초광각
2025	i17	48MP + 12MP UW	n/a	
2025	i17 Plus (Slim)	48MP	n/a	얇은 두께
2025	i17 Pro	48MP + 48MP UW + 12MP 5x (SSO)	n/a	AI 기능 고도화
2025	i17 Pro Max	48MP + 48MP UW + 12MP 5x (SSO)	n/a	AI 기능 고도화

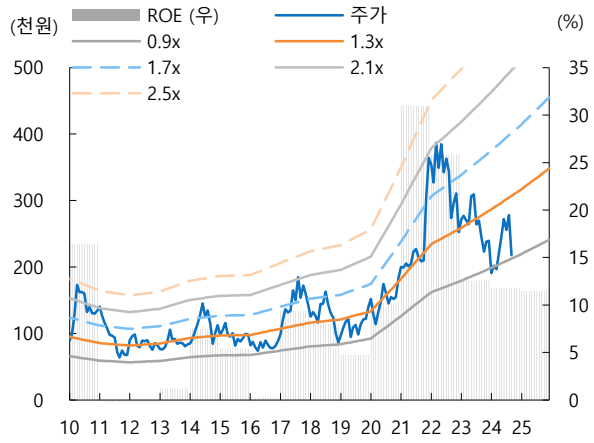
자료: Apple, GSM Arena, iM증권 리서치본부 | 주: SSO는 Sensor Shift OIS를 의미

표3. LG이노텍 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
①BPS	242,366	12개월 선행
②Target Multiple	1.0	과거 10년 연 저점 P/B 들의 평균
- 적정주가	252,060	
③ 목표주가	255,000	
④ 현재주가	199,700	
상승여력	28%	

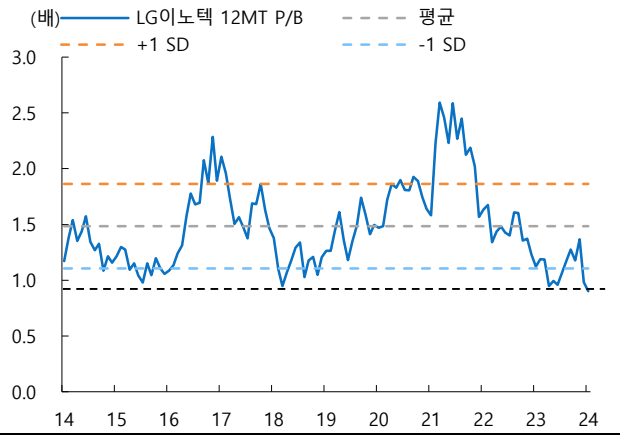
자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림14. LG이노텍 12개월 '포워드' P/B 밴드



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

그림15. LG이노텍 12개월 '트레일링' P/B 추이



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

표4. LG이노텍 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	20,860	21,392	20,991	21,399	-0.6	0.0
영업이익	818	866	1,009	1,093	-18.9	-20.7
영업이익률	3.9	4.1	4.8	5.1		
세전이익	731	789	874	992	-16.3	-20.5
세전이익률	3.5	3.7	4.2	4.6		
지배주주순이익	585	631	700	794	-16.4	-20.5
지배주주순이익률	2.8	3.0	3.3	3.7		
EPS	24,717	26,672	29,558	33,539	-16.4	-20.5

자료: iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,349	5,526	5,830	6,070
현금 및 현금성자산	1,390	1,256	1,451	1,559
단기금융자산	5	5	5	5
매출채권	2,437	2,544	2,605	2,678
재고자산	1,572	1,773	1,818	1,873
비유동자산	5,855	5,561	5,304	5,125
유형자산	4,856	4,556	4,294	4,109
무형자산	222	227	232	238
자산총계	11,204	11,087	11,134	11,194
유동부채	4,219	4,042	4,062	3,966
매입채무	2,494	2,295	2,353	2,424
단기차입금	39	19	10	-
유동성장기부채	510	522	462	275
비유동부채	2,271	1,822	1,300	837
사채	692	692	485	242
장기차입금	1,497	1,048	733	513
부채총계	6,490	5,864	5,361	4,804
지배주주지분	4,715	5,223	5,773	6,391
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	3,414	3,940	4,508	5,144
기타자본항목	49	31	13	-6
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	4,715	5,223	5,773	6,391

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	20,605	20,860	21,392	22,033
증가율(%)	5.2	1.2	2.5	3.0
매출원가	18,742	18,970	19,361	19,904
매출총이익	1,863	1,890	2,030	2,130
판매비와관리비	1,032	1,072	1,164	1,199
연구개발비	539	546	560	577
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	831	818	866	931
증가율(%)	-34.7	-1.5	5.9	7.5
영업이익률(%)	4.0	3.9	4.1	4.2
이자수익	34	38	44	47
이자비용	102	92	69	42
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-85	6	-14	-14
세전계속사업이익	639	731	789	883
법인세비용	74	146	158	177
세전계속이익률(%)	3.1	3.5	3.7	4.0
당기순이익	565	585	631	707
순이익률(%)	2.7	2.8	3.0	3.2
지배주주귀속 순이익	565	585	631	707
기타포괄이익	-18	-18	-18	-18
총포괄이익	547	567	613	689
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	2,104	2,226	2,637	2,624
당기순이익	565	585	631	707
유형자산감가상각비	1,000	1,258	1,170	1,093
무형자산상각비	46	50	51	53
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,904	-1,013	-965	-967
유형자산의 처분(취득)	-1,789	-958	-909	-909
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-29	-	-	-
재무활동 현금흐름	608	-528	-659	-732
단기금융부채의증감	-	-7	-69	-197
장기금융부채의증감	716	-449	-522	-462
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	812	-133	195	108
기초현금및현금성자산	578	1,390	1,256	1,451
기말현금및현금성자산	1,390	1,256	1,451	1,559

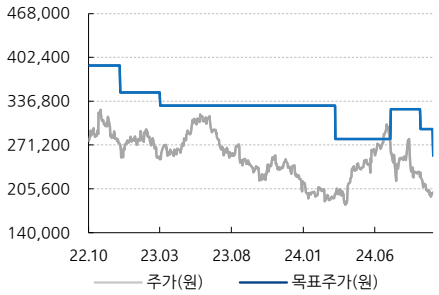
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	23,881	24,717	26,672	29,861
BPS	199,204	220,679	243,915	270,020
CFPS	68,082	80,000	78,298	78,286
DPS	2,610	2,472	2,667	2,986
Valuation(배)				
PER	10.0	8.1	7.5	6.7
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7
PCR	3.5	2.5	2.6	2.6
EV/EBITDA	3.7	2.7	2.4	2.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.6	11.8	11.5	11.6
EBITDA이익률	9.1	10.2	9.8	9.4
부채비율	137.7	112.3	92.9	75.2
순부채비율	28.5	19.5	4.0	-8.4
매출채권회전율(x)	9.4	8.4	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	11.6	12.5	11.9	11.9

자료 : LG이노텍, 하이투자증권 리서치본부

LG이노텍 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-12-27	Buy	350,000	-21.6%	-15.9%
2023-03-22	Buy	330,000	-24.3%	-3.9%
2024-03-29	Buy	280,000	-13.5%	7.9%
2024-07-25	Buy	325,000	-24.8%	-13.8%
2024-09-26	Buy	295,000	-30.6%	-24.6%
2024-10-24	Buy	255,000		



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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%