

2018/04/25

LG디스플레이 (034220)

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

미래 성장을 위한 과감한 결정이 필요하다

Buy (Maintain)

■ 지속적인 LCD TV 패널 가격 하락으로 1Q18 영업 적자 기록

올해 1분기 동사 실적은 LCD TV 패널 가격 하락과 비수기에 따른 출하량 감소로 매출액 5.7조원 (YoY: -20%, QoQ: -20%), 영업이익 -980억원 (YoY, QoQ: 적자전환) 6년만에 영업적자를 기록하였다. 최근 LCD TV 수요가 점차 회복세에 나타나고 있지만 지난해 하반기부터 본격화된 월 3~4% 수준의 LCD TV 패널 가격 하락세가 올해 들어서도 이어지고 있다. 또한 6세대 Flexible OLED 신규 라인이 가동되기 시작하면서 고정비 증가로 인해 약 2,900억원 규모의 Mobile 부문 적자가 크게 발생하고 있다는 점도 실적 부담 요인이다.

2분기에도 동사의 실적 부진은 불가피할 전망이다. LCD TV 패널 가격은 4월까지도 여전히 하락세가 이어지고 있으며 특히 Mobile 부문 손익 개선이 제한적일 것으로 예상된다. 이를 반영한 2Q18 매출액과 영업이익은 각각 매출액 5.8조원 (YoY: -12%, QoQ: +3%), -1,160억원 (YoY: 적자전환, QoQ: 적자지속)을 기록할 것으로 추정된다.

■ 2Q 중 LCD TV 패널 가격 안정세 가능성 존재하나 단기적일 듯

당사는 당초 올해 TV 수요가 전년 대비 개선될 가능성이 높아 중대형 LCD 업황이 1Q18을 기점으로 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 전망한 바 있다. 17년 하반기부터 본격화된 LCD TV 패널 가격 하락이 TV 세트 업체들의 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되어 제한적이었던 TV 세트 업체들의 가격 Promotion 여력이 정상화될 경우 LCD TV 세트 가격 인하를 유도할 가능성이 높기 때문이다. 실제로 올해 들어 LCD TV 수요는 회복세를 나타내고 있는 것으로 파악된다 (2월 YoY: +9.8%). 그럼에도 불구하고 중대형 LCD 업황의 지표인 LCD TV 패널 가격은 하락세가 멈출 기미가 보이지 않고 있다.

결론적으로 당사는 다음의 2가지를 근거로 하여 LCD TV 패널 가격 하락세가 6월을 전후로 일시적인 둔화 움직임을 나타낼 것으로 전망한다. 첫째, 올해 들어 LCD TV 수요가 회복세를 보이며 시장 내 재고 소진에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 둘째, 계속된 LCD TV 패널 가격 하락으로 수익성이 악화된 패널 업체들이 2분기 중에 가동률을 조정할 가능성이 확대되고 있다. 다만 AUO (L8B, 25K/월), BOE (B10, 75K/월), CEC-Panda (Chengdu, 60K/월), CHOT (CEC Xianyang, 60K/월) 등 중화권 업체들의 신규 Capa. 가동 영향으로 중장

목표주가(12M)	31,000원
종가(2018/04/25)	24,700원

Stock Indicator

자본금	1,789십억원
발행주식수	35,782만주
시가총액	8,838십억원
외국인지분율	26.4%
배당금(2017)	500원
EPS(2018E)	-106원
BPS(2018E)	39,273원
ROE(2018E)	-0.3%
52주 주가	24,600~38,900원
60일평균거래량	2,095,250주
60일평균거래대금	58.6십억원

Price Trend



기적인 업황의 개선세를 기대하기는 쉽지 않다는 판단이다.

■ 매수 투자 의견은 유지하나 목표주가 31,000원으로 하향 조정

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 18년 영업이익의 추정치를 기존 4,750 억원에서 -160억원으로 하향함에 따라 목표주가는 31,000원으로 하향 조정한다. 목표주가는 18년 예상 BPS에 최근 5년간 평균 P/B 배수인 0.8배를 적용하여 산출하였다. 현 주가는 중국 업체들과의 경쟁 심화, 실적 우려 등이 반영되면서 18년 예상 실적 기준 P/B 0.63배 수준까지 하락하여 단기 반등이 나타날 수 있지만 당분간 추세적인 상승은 제한적이라고 판단된다.

동사의 LCD TV 패널 부문 영업이익률은 지난 1Q17에 약 26%를 기록한 것으로 추정되나 불과 1년 만에 약 7% 수준까지 하락한 것으로 추정된다. 반면 OLED TV 패널 부문 영업손익 개선 속도는 신규 Capa. 가동에 따른 감가상각비 부담 증가와 제한적인 규모의 경제로 인해 LCD TV 수익성 하락 속도 대비 더디게 나타나고 있는 것으로 보인다 (18년 OLED TV 패널 출하량: 전 년 대비 약 70 % 증가한 300만대 전망. 18년 연간 영업손익: 전년 대비 약 2,700억원 가량 축소 예상). 또한 주력 고객사가 부재한 중소형 POLED 적자 부담을 향후 어떻게 덜어낼 것인가에 관한 문제도 큰 고민거리이다.

이 정부의 지원에 힘입은 중국 업체들의 공격적인 8세대, 10.5세대 신규 LCD 라인 증설이 이어지고 있어 중장기적으로 LCD 업황의 반전 가능성이 높아 보이지 않다는 점은 다소 우려스럽다. 중장기적으로 중국 업체들과의 경쟁 심화로 LCD TV 패널 수익성 회복이 쉽지 않아 향후 OLED 업체로의 변화를 위해 과감한 결정이 필요한 시점이다.

<표 1> LG 디스플레이 실적 추정치 변화

(단위: 십억원)

	기존				신규				차이			
	1Q18F	2Q18F	3Q18F	2018F	1Q18	2Q18F	3Q18F	2018F	1Q18	2Q18F	3Q18F	2018F
매출액	5,898	6,084	6,707	25,557	5,675	5,833	6,437	24,629	-4%	-4%	-4%	-4%
매출원가	5,358	5,396	5,895	22,552	5,133	5,325	5,746	22,073	-4%	-1%	-3%	-2%
매출원가율	91%	89%	88%	88%	90%	91%	89%	90%	-	-	-	-
매출총이익	540	688	812	3,005	542	508	691	2,556	0%	-26%	-15%	-15%
판관비	578	620	629	2,529	641	624	634	2,571	11%	1%	1%	2%
영업이익	-38	69	182	262	-98	-116	57	-16	-157%	적자전환	-69%	-106%
영업이익률	-1%	1%	3%	1%	-2%	-2%	1%	0%	-	-	-	-
EBITDA	870	997	1,155	4,261	812	879	1,118	4,009	-7%	-12%	-3%	-6%
EBITDA Margin	15%	16%	17%	17%	14%	15%	17%	16%	-	-	-	-
당기순이익	-91	14	122	244	-49	-125	56	-40	46%	적자전환	-54%	-116%
당기순이익률	-2%	0%	2%	1%	-1%	-2%	1%	0%	-	-	-	-

자료: LG디스플레이, 하이투자증권

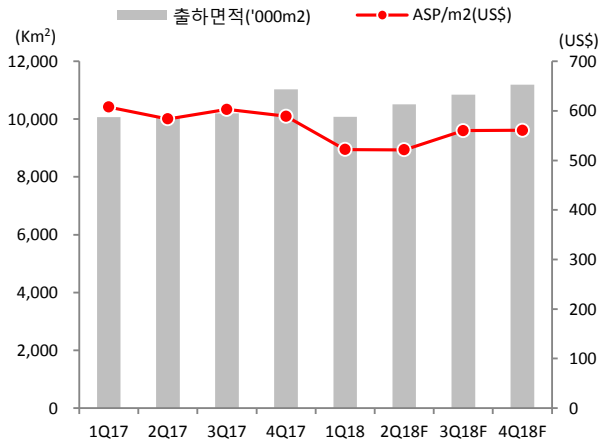
<표 2> LG 디스플레이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
원/달러 평균 환율	1,154	1,129	1,132	1,106	1,072	1,065	1,060	1,065	1,161	1,130	1,066
출하면적('000m ²)	10,070	10,055	10,199	11,028	10,083	10,508	10,842	11,192	41,070	41,352	42,624
YoY	6%	1%	-6%	2%	0%	4%	6%	1%	3%	1%	3%
QoQ	-6%	0%	1%	8%	-9%	4%	3%	3%	-	-	-
ASP/m ² (US\$)	608	584	603	589	522	521	560	561	557	594	542
YoY	16%	16%	9%	-8%	-14%	-11%	-7%	-5%	-12%	7%	-9%
QoQ	-5%	-4%	3%	-2%	-11%	0%	7%	0%	-	-	-
매출액	7,062	6,629	6,973	7,126	5,675	5,833	6,437	6,684	26,504	27,790	24,629
YoY	18%	13%	4%	-10%	-20%	-12%	-8%	-6%	-7%	5%	-11%
QoQ	-11%	-6%	5%	2%	-20%	3%	10%	4%	-	-	-
매출원가	5,343	5,115	5,718	6,249	5,133	5,325	5,746	5,870	22,425	22,073	22,073
매출원가율	76%	77%	82%	88%	90%	91%	89%	88%	85%	79%	90%
매출총이익	1,719	1,514	1,256	877	542	508	691	814	4,079	5,717	2,556
판매비 및 관리비	692	710	670	832	641	624	634	672	2,438	2,904	2,571
판관비율	10%	11%	10%	12%	11%	11%	10%	10%	9%	10%	10%
영업이익	1,027	804	586	44	-98	-116	57	142	1,641	2,813	-16
YoY	2498%	1712%	81%	-95%	-110%	-114%	-90%	219%	1%	71%	-101%
QoQ	14%	-22%	-27%	-92%	-321%	18%	-149%	150%	-	-	-
영업이익률	15%	12%	8%	1%	-2%	-2%	1%	2%	6%	10%	0%
EBITDA	1,743	1,583	1,420	930	812	879	1,118	1,219	4,663	3,236	4,009
EBITDA Margin	25%	24%	20%	13%	14%	15%	17%	18%	18%	12%	16%
당기순이익	679	737	477	44	-49	-125	56	78	932	1,937	-40
당기순이익률	10%	11%	7%	1%	-1%	-2%	1%	1%	4%	7%	0%
부문별 매출 및 비중											
TV	3,040	3,056	2,811	2,849	2,427	2,475	2,712	2,823	10,228	11,755	10,437
MNT	1,062	1,125	1,112	996	909	946	957	939	4,054	4,294	3,751
Notebook	559	497	489	642	581	599	606	584	2,399	2,188	2,370
Tablet	575	494	656	637	484	605	618	601	2,598	2,363	2,308
Mobile etc.	1,826	1,456	1,895	2,002	1,273	1,207	1,545	1,737	7,224	7,180	5,762
TV	43%	46%	40%	40%	43%	42%	42%	42%	39%	42%	42%
MNT	15%	17%	16%	14%	16%	16%	15%	14%	15%	15%	15%
Notebook	8%	7%	7%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	10%
Tablet	8%	7%	9%	9%	9%	10%	10%	9%	10%	9%	9%
Mobile etc.	26%	22%	27%	28%	22%	21%	24%	26%	27%	26%	23%

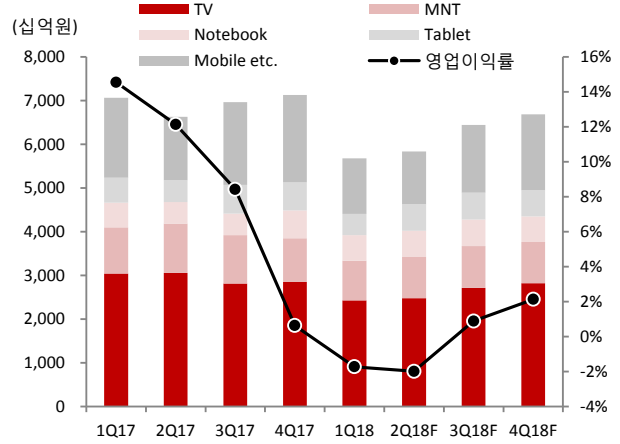
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 1> LG 디스플레이 분기별 출하면적과 ASP 추이 및 전망



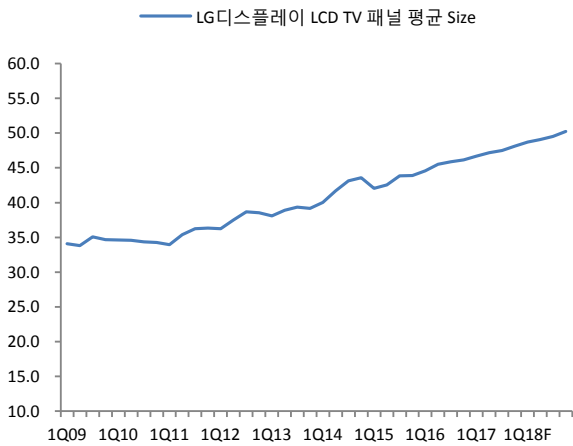
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 2> LG 디스플레이 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



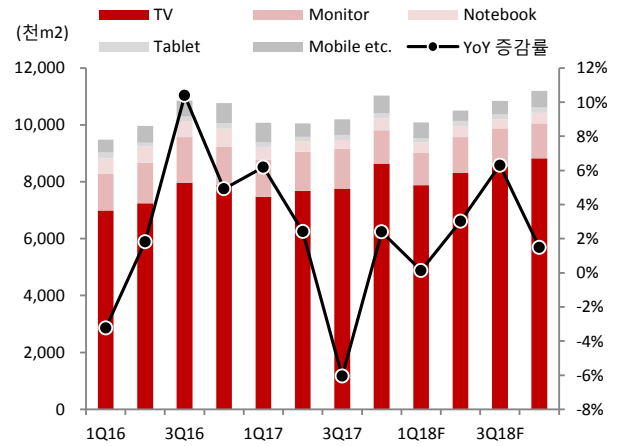
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 3> LG 디스플레이 LCD TV 패널 평균 Size 추이 및 전망



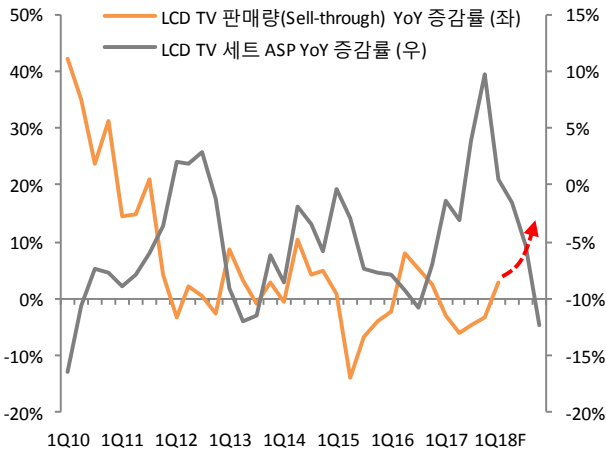
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 4> LG 디스플레이 제품별 출하면적 추이 및 전망



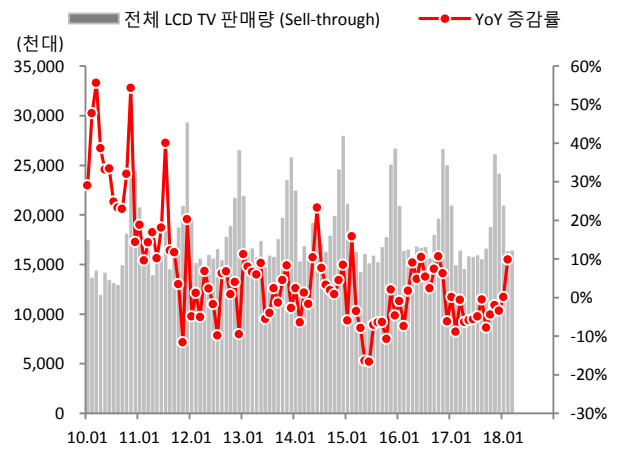
자료: 하이투자증권

<그림 5> LCD TV 판매 YoY 증감률과 TV ASP YoY 증감률



자료: IHS, 업계, 하이투자증권

<그림 6> LCD TV 세트 월별 판매량 (Sell-through) 추이



자료: 업계, 하이투자증권

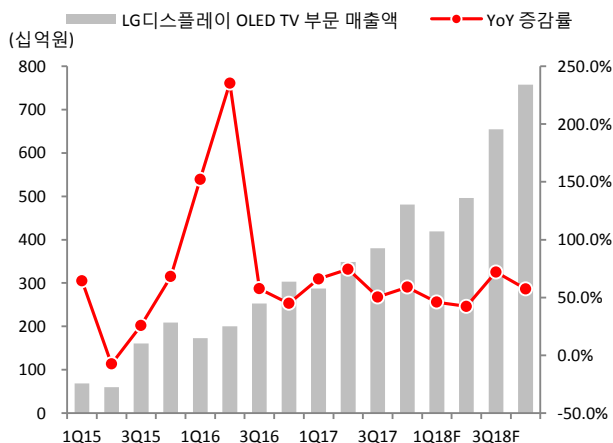
<표 3> LG 디스플레이 OLED TV 부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 만대, 십억원, US\$, 만원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
OLED TV 패널 출하량 (만대)	29	38	47	66	58	67	83	95	89	179	304
55" FHD	4	3	5	6	3	2	1	1	19	17	7
55" UHD	15	20	25	40	36	41	45	52	44	99	173
65" UHD	10	15	16	20	19	24	37	42	25	61	122
77" UHD	0	0	1	1	0	1	1	1	1	2	2
OLED TV 패널 ASP (US\$)	867	819	723	663	674	694	740	747	905	744	719
55" FHD	603	543	478	451	451	448	446	444	695	507	449
55" UHD	667	600	534	506	506	513	516	521	727	556	514
65" UHD	1,218	1,127	1,014	992	991	997	999	1,003	1,334	1,067	999
77" UHD	2,870	2,727	2,454	2,270	2,250	2,156	2,101	2,031	2,727	2,454	2,270
OLED TV 부문 매출액 (십억원)	287	349	381	481	419	496	654	758	929	1,498	2,328
YoY 증감률	66%	74%	50%	59%	46%	42%	72%	57%	87%	61%	55%
QoQ 증감률	-5%	21%	9%	27%	-13%	18%	32%	16%	-	-	-
매출원가 (십억원)	361	423	502	643	529	563	658	734	1,354	1,928	2,484
매출원가율	126%	121%	132%	134%	126%	113%	101%	97%	146%	129%	107%
매출총이익 (십억원)	-74	-74	-121	-162	-110	-67	-3	24	-426	-430	-157
매출총이익률	-26%	-21%	-32%	-34%	-26%	-13%	-1%	3%	-46%	-29%	-7%
Cash Cost (십억원)	249	311	343	505	412	446	541	617	910	1,408	2,016
제조 비용	247	309	340	502	409	443	537	613	901	1,397	2,003
광고선전비	3	3	3	4	3	3	4	4	10	12	13
제조 Cash Cost/Unit (만원)	86	82	73	76	71	66	64	64	102	78	66
감가상각비 (십억원)	112	112	159	138	117	117	117	117	444	520	468
감가상각비/Unit (만원)	39	30	34	21	20	17	14	12	50	29	15
영업이익 (십억원)	-74	-74	-121	-162	-110	-67	-3	24	-426	-430	-157
영업이익률	-26%	-21%	-32%	-34%	-26%	-13%	-1%	3%	-46%	-29%	-7%
EBITDA (십억원)	38	37	38	-24	7	50	114	141	18	90	311
EBITDA margin	13%	11%	10%	-5%	2%	10%	17%	19%	2%	6%	13%

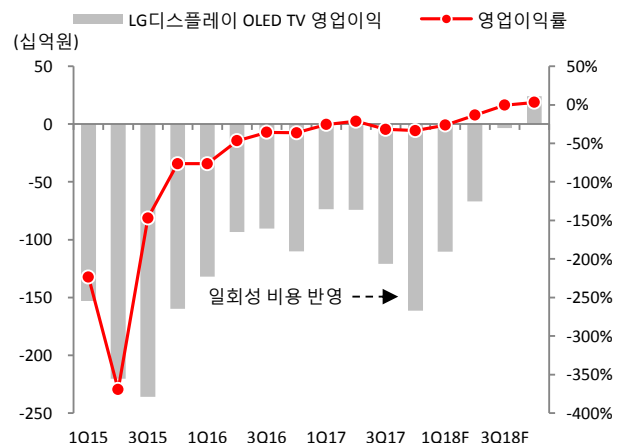
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 7> LG 디스플레이 OLED TV 매출액 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

<그림 8> LG 디스플레이 OLED TV 부문 분기 영업이익 추정치



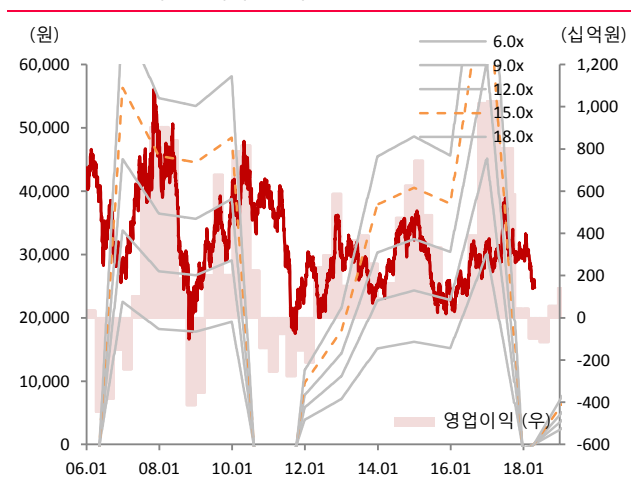
자료: 하이투자증권

<표 4> LG 디스플레이 목표주가 산출

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	
EPS (원)	-2,155	652	1,191	2,527	2,701	2,534	5,038	-106	
BPS (원)	28,271	28,534	29,655	31,948	34,076	36,209	40,170	39,273	
고점 P/E (배)	-8.1	55.5	27.8	14.2	13.7	12.7	7.7	15.2	최근 5년간 평균: 12.7
평균 P/E (배)	-13.8	41.9	23.6	12.0	10.2	10.6	6.2	12.5	최근 5년간 평균: 10.3
저점 P/E (배)	-19.0	30.8	18.7	9.1	7.6	8.3	5.4	9.8	최근 5년간 평균: 8.1
고점 P/B (배)	1.45	1.27	1.11	1.12	1.08	0.89	0.97	0.85	최근 5년간 평균: 0.98
평균 P/B (배)	1.05	0.96	0.95	0.95	0.81	0.74	0.77	0.73	최근 5년간 평균: 0.80
저점 P/B (배)	0.62	0.70	0.75	0.72	0.60	0.58	0.68	0.63	최근 5년간 평균: 0.64
ROE	2.3%	4.1%	8.2%	8.2%	7.2%	13.2%	-0.3%	1.1%	
Target P/B (배)								0.80	최근 5년간 고점-평균 P/B 배수 중간치 적용
적용 BPS (원) = 18년								39,273	
적정주가 (원)								31,435	
목표주가 (원)								31,000	
전일 증가 (원)								24,700	18년 실적 기준 P/B 0.63배
상승 여력								26%	

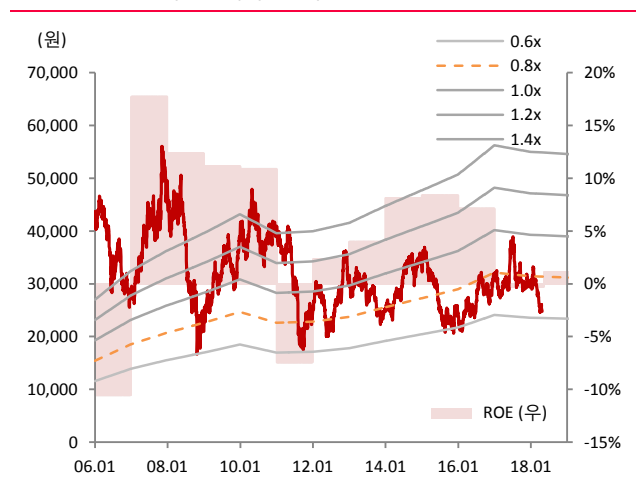
자료: 하이투자증권

<그림 9> LG 디스플레이 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 10> LG 디스플레이 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,474	8,969	8,460	7,095
현금 및 현금성자산	2,603	1,905	2,424	1,623
단기금융자산	785	746	724	702
매출채권	4,490	4,033	3,312	2,945
재고자산	2,350	2,052	1,754	1,568
비유동자산	18,686	23,467	25,553	27,299
유형자산	16,202	21,127	23,252	25,013
무형자산	913	829	783	764
자산총계	29,160	32,436	34,013	34,395
유동부채	8,979	9,049	8,500	8,052
매입채무	6,918	7,401	6,795	6,375
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	1,453	1,153	1,153	1,153
비유동부채	5,199	8,777	10,988	11,883
사채	1,506	3,506	4,506	5,506
장기차입금	2,644	4,644	5,644	5,644
부채총계	14,178	17,826	19,488	19,935
지배주주지분	14,373	14,052	13,942	13,866
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	10,622	10,405	10,379	10,398
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	608	557	583	594
자본총계	14,982	14,610	14,524	14,460

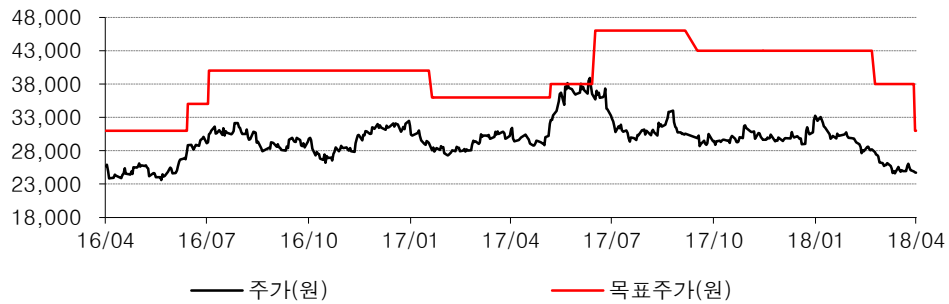
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	27,790	24,629	21,435	19,478
증가율(%)	4.9	-11.4	-13.0	-9.1
매출원가	22,425	22,073	18,815	17,018
매출총이익	5,366	2,556	2,620	2,460
판매비와관리비	2,783	2,463	2,145	1,928
연구개발비	121	108	94	85
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,462	-16	381	446
증가율(%)	87.7	-100.6	-2,555.6	17.2
영업이익률(%)	8.9	-0.1	1.8	2.3
이자수익	60	44	54	39
이자비용	91	176	188	208
지분법이익(손실)	10	10	10	10
기타영업외손익	-149	-30	-131	-120
세전계속사업이익	2,333	-50	205	264
법인세비용	396	-10	43	55
세전계속이익률(%)	8.4	-0.2	1.0	1.4
당기순이익	1,937	-40	163	209
순이익률(%)	7.0	-0.2	0.8	1.1
지배주주귀속 순이익	1,803	-38	153	198
기타포괄이익	-237	-104	-85	-95
총포괄이익	1,700	-144	78	114
지배주주귀속총포괄이익	1,582	-137	73	108

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	6,764	4,955	5,553	5,515
당기순이익	1,937	-40	163	209
유형자산감가상각비	2,792	3,585	4,385	4,739
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	10	10	10	10
투자활동 현금흐름	-6,481	-9,068	-7,094	-7,082
유형자산의 처분(취득)	-6,432	-8,510	-6,510	-6,500
무형자산의 처분(취득)	-453	-375	-375	-375
금융상품의 증감	637	-737	497	-823
재무활동 현금흐름	862	3,519	1,819	819
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	836	3,578	2,211	894
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1,044	-697	519	-801
기초현금및현금성자산	1,559	2,603	1,905	2,424
기말현금및현금성자산	2,603	1,905	2,424	1,623

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,038	-106	428	553
BPS	40,170	39,273	38,964	38,752
CFPS	12,841	9,913	12,683	13,798
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	5.9		57.7	44.7
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	2.3	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	2.5	4.3	3.6	3.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.2	-0.3	1.1	1.4
EBITDA 이익률	18.9	14.5	22.2	26.6
부채비율	94.6	122.0	134.2	137.9
순부채비율	14.8	45.5	56.1	69.0
매출채권회전율(x)	5.8	5.8	5.8	6.2
재고자산회전율(x)	12.0	11.2	11.3	11.7

자료 : LG 디스플레이, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LG디스플레이)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-07-08	Buy	35,000	6개월	-16.8%	-14.0%
2016-07-27	Buy	40,000	6개월	-25.6%	-18.8%
2017-02-13	Buy	36,000	6개월	-18.6%	-11.0%
2017-05-31	Buy	38,000	6개월	-3.6%	2.4%
2017-07-10	Buy	46,000	1년	-30.4%	-18.8%
2017-10-10	Buy	43,000	1년	-30.2%	-22.7%
2018-03-19	Buy	38,000	1년	-32.6%	-27.8%
2018-04-25	Buy	31,000	1년		

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. [\(작성자: 정원석\)](#)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자조건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자조건 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-