

2018/06/15

LG디스플레이 (034220)

디스플레이 정원석

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

이제는 팔면 팔수록 손해

■ 계속된 LCD TV 패널 가격 하락으로 2분기 적자폭 확대될 전망

2분기 들어서도 멈출 줄 모르는 LCD TV 패널 가격 하락세가 이어지고 있다. 시장조사기관인 Witsview에 따르면 4월과 5월 LCD TV 패널 가격 평균 하락률은 각각 -3.6%, -5.9%를 기록하며 전분기 대비 낙폭이 확대되는 모습이다. 올해 LCD TV 수요가 회복세를 보이고 있음에도 불구하고 LCD TV 패널 가격 하락세가 지속되고 있는 이유는 ① 시장 내에 3X"~4X" 제품군의 LCD TV 패널/세트 재고 수준이 높고, ② 올해 하반기부터 BOE의 10.5세대 라인 생산 제품 출하가 시작될 것으로 예상되는 가운데 이를 우려하는 경쟁 업체들이 고객사 선점을 위해 스스로 65" LCD TV 패널 가격을 낮추는 전략을 취하고 있기 때문으로 분석된다. 이로 인해 LCD TV 패널 가격이 6월부터 Cash cost 수준을 하회하기 시작하였고 패널 업체들의 LCD TV 부문 영업손익은 적자 전환할 것으로 예상된다. 최근 동사의 OLED TV 부문 손익은 점진적으로 개선 중이나 LCD TV 부문 수익성이 악화되고 있으며 POLED 적자 개선도 더디다는 점을 반영하여 2Q18 실적 추정치를 매출액 5.8조원 (YoY: -13%, QoQ: +2%), 영업이익 -2,740억원 (YoY: -134%, QoQ: +179%)으로 하향 조정한다.

■ 6월을 기점으로 LCD TV 패널 가격 Cash cost 하회 예상

6월을 기점으로 LCD TV 패널 가격이 Cash cost를 하회하기 시작하면서 국내, 대만 디스플레이 업체들의 LCD TV 부문 수익성이 적자전환 할 것으로 예상된다 (중국 업체들의 경우 감가상각 내용연수 연장, 정부 보조금 등으로 흑자 기조 유지 예상). 이제는 팔면 팔수록 적자가 확대되는 구간으로 접어든 것으로 판단되기 때문이다. 그럼에도 불구하고 주요 업체들의 구체적인 가동률 조정 움직임은 나타나지 않고 있다. 3Q18부터 일부 업체들이 감산을 결정할 경우 LCD TV 패널 가격 하락세가 다소 완화될 가능성은 여전히 존재한다. 그러나 중화권 업체들의 신규 CAPA 가동은 올해뿐만 아니라 내년에도 상당수 이어질 것으로 예상되어 중장기적인 업황의 회복을 기대하기는 쉽지 않다는 판단이다. 동사 OLED TV 부문의 수익성이 점진적인 개선세를 보이고 있지만 아직까지 이를 상쇄하기에는 역부족이다. 따라서 18년 동사 실적은 매출액 24.1조원 (YoY: -13%), 영업이익 -8,220억원 (YoY: 적자전환)을 기록하며 상당히 부진할 것으로 전망된다.

■ Hold 투자 의견, 목표주가 23,000원으로 하향 조정

18년 영업이익 추정치를 기존 -160억원에서 -8,220억원으로 변경함에 따라

Hold(Downgrade)

목표주가(12M) 23,000원

종가(2018/06/14) 22,150원

Stock Indicator

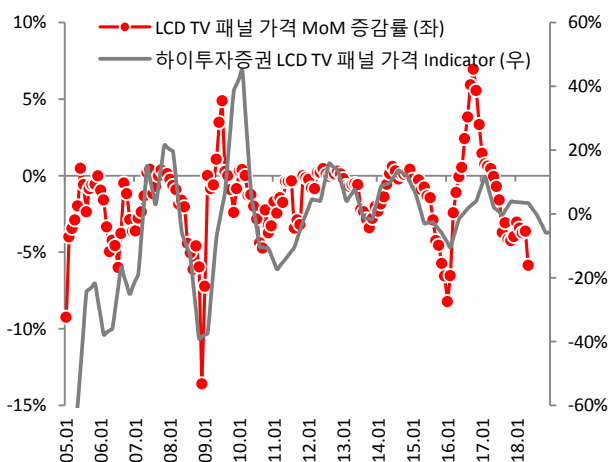
자본금	1,789십억원
발행주식수	35,782만주
시가총액	8,051십억원
외국인지분율	25.4%
배당금(2017)	500원
EPS(2018E)	-1,791원
BPS(2018E)	37,390원
ROE(2018E)	-4.6%
52주 주가	22,000~38,900원
60일평균거래량	2,153,990주
60일평균거래대금	52.4십억원

Price Trend



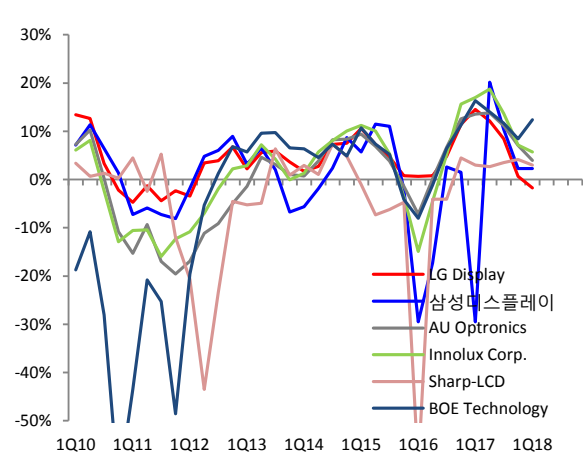
목표주가를 23,000원으로, 투자자의견도 Hold로 하향 조정한다. 목표주가는 18년 예상 BPS에 최근 3년간 저점 P/B 배수인 0.61배를 적용하여 산출하였다. 현 주가는 중국 업체들과의 경쟁 심화, 실적 우려 등이 반영되면서 18년 예상 실적 기준으로 역사적 저점 배수인 P/B 0.6배 수준까지 하락하였기 때문에 일시적으로 단기 반등이 나타날 수도 있지만 당분간 추세적인 상승은 제한적이라고 판단된다. 중장기적으로 중국 업체들과의 경쟁 심화로 LCD TV 패널 수익성 회복이 쉽지 않아 향후 OLED 업체로의 변화를 위해 과감한 결정이 필요하다.

<그림 1> LCD TV 패널 가격 월별 증감률 추이



자료: Witsview, 하이투자증권
주: 18년 5월까지 Update

<그림 2> 주요 디스플레이 업체 영업이익률 추이



자료: 각사, 하이투자증권

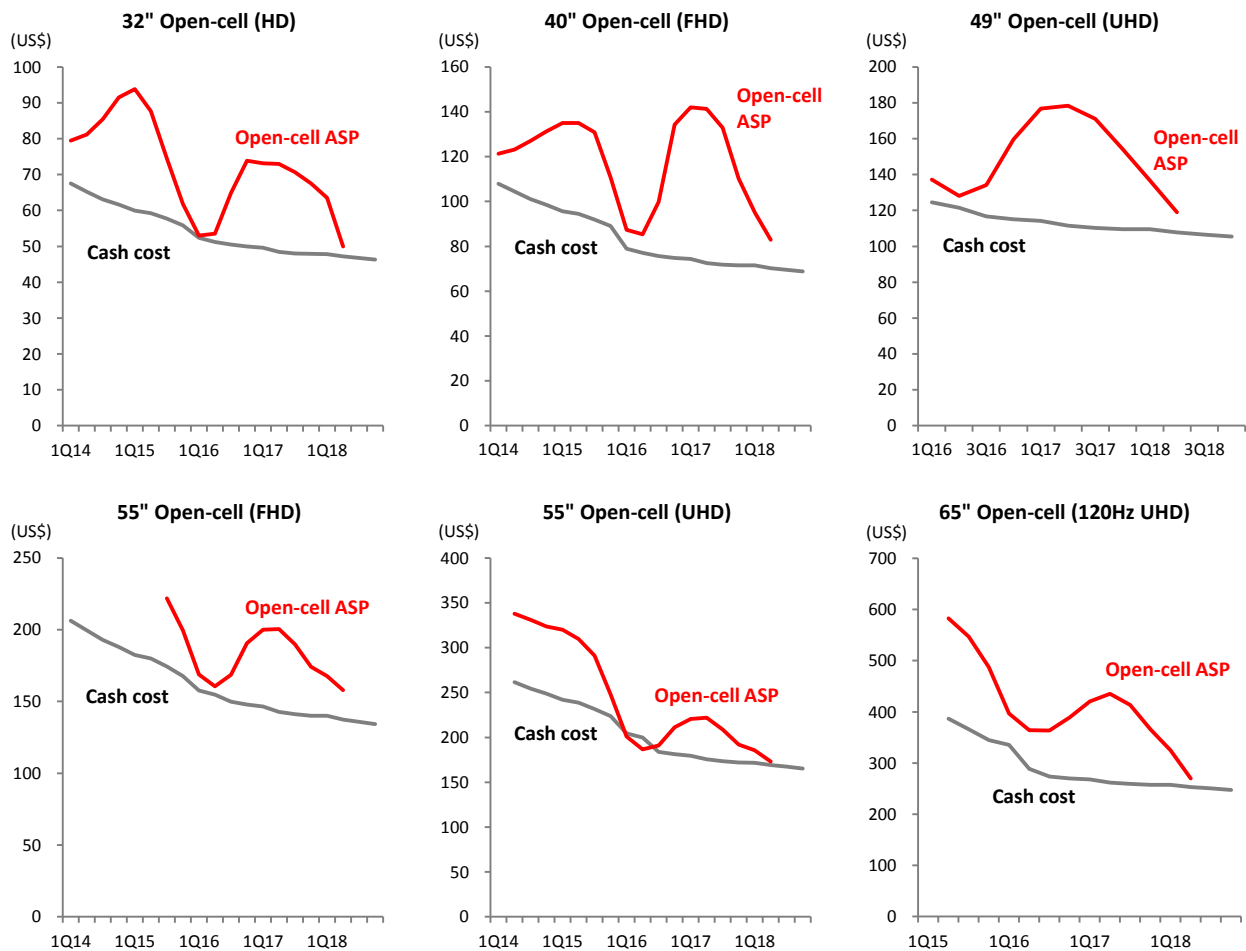
<표 1> LG 디스플레이 실적 추정치 변화

(단위: 십억원)

	기존				신규				차이			
	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018F
매출액	5,833	6,437	6,684	24,629	5,757	6,239	6,416	24,058	-1%	-3%	-4%	-2%
매출원가	5,325	5,746	5,870	22,073	5,415	5,838	5,980	22,367	2%	2%	2%	1%
매출원가율	91%	89%	88%	90%	94%	94%	93%	93%	-	-	-	-
매출총이익	508	691	814	2,556	342	401	436	1,691	-33%	-42%	-46%	-34%
판관비	624	634	672	2,571	616	615	642	2,513	-1%	-3%	-4%	-2%
영업이익	-116	57	142	-16	-274	-213	-206	-822	-136%	적자	적자	-5037%
영업이익률	-2%	1%	2%	0%	-5%	-3%	-3%	-3%	-	-	-	-
EBITDA	879	1,118	1,219	4,009	721	846	842	3,203	-18%	-24%	-31%	-20%
EBITDA Margin	15%	17%	18%	16%	13%	14%	13%	13%	-	-	-	-
당기순이익	-125	56	78	-40	-228	-177	-220	-673	-82%	적자	적자	-1583%
당기순이익률	-2%	1%	1%	0%	-4%	-3%	-3%	-3%	-	-	-	-

자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 3> 주요 LCD TV 패널 가격 (Open-cell)과 Cash cost 추이 및 전망



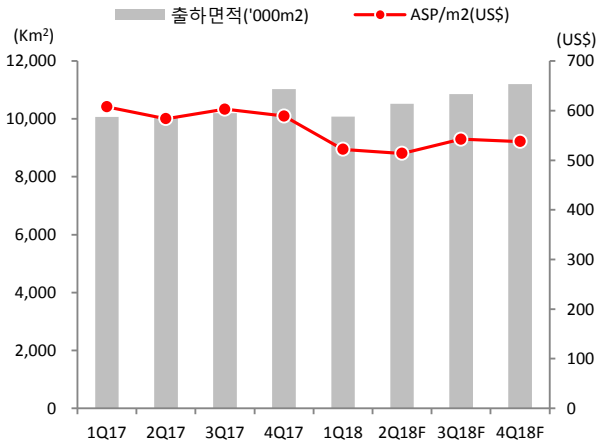
자료: Witsview, 하이투자증권
 주: 18년 5월까지 Update

<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	10,079	10,520	10,853	11,204	41,070	41,352	42,656
YoY	6%	1%	-6%	2%	0%	5%	6%	2%	3%	1%	3%
QoQ	-6%	0%	1%	8%	-9%	4%	3%	3%	-	-	-
ASP/m ² (US\$)	608	584	603	589	522	514	542	538	557	594	529
YoY	16%	16%	9%	-8%	-14%	-12%	-10%	-9%	-12%	7%	-11%
QoQ	-5%	-4%	3%	-2%	-11%	-2%	6%	-1%	-	-	-
매출액	7,062	6,629	6,973	7,126	5,645	5,757	6,239	6,416	26,504	27,790	24,058
YoY	18%	13%	4%	-10%	-20%	-13%	-11%	-10%	-7%	5%	-13%
QoQ	-11%	-6%	5%	2%	-21%	2%	8%	3%	-	-	-
매출원가	5,343	5,115	5,718	6,249	5,133	5,415	5,838	5,980	22,425	22,367	22,367
매출원가율	76%	77%	82%	88%	90%	94%	94%	94%	85%	80%	93%
매출총이익	1,719	1,514	1,256	877	542	342	401	406	4,079	5,423	1,691
판매비 및 관리비	692	710	670	832	640	616	615	642	2,438	2,904	2,513
판관비율	10%	11%	10%	12%	11%	11%	10%	10%	9%	10%	10%
영업이익	1,027	804	586	44	-98	-274	-213	-236	1,641	2,519	-822
YoY	2498%	1712%	81%	-95%	-110%	-134%	-136%	-631%	1%	54%	-133%
QoQ	14%	-22%	-27%	-92%	-321%	179%	-22%	11%	-	-	-
영업이익률	15%	12%	8%	1%	-2%	-5%	-3%	-4%	6%	9%	-3%
EBITDA	1,743	1,583	1,420	930	812	721	846	842	4,663	2,942	3,203
EBITDA Margin	25%	24%	20%	13%	14%	13%	14%	13%	18%	11%	13%
당기순이익	679	737	477	44	-49	-228	-177	-220	932	1,937	-673
당기순이익률	10%	11%	7%	1%	-1%	-4%	-3%	-3%	4%	7%	-3%
부문별 매출 및 비중											
TV	3,040	3,056	2,811	2,849	2,427	2,415	2,525	2,569	10,228	11,755	9,935
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	455	590	607	588	2,598	2,363	2,240
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%	40%	40%	39%	42%	41%
MNT	15%	17%	16%	14%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	16%
Notebook	8%	7%	7%	9%	10%	10%	10%	9%	9%	8%	10%
Tablet	8%	7%	9%	9%	8%	10%	10%	9%	10%	9%	9%
Mobile etc.	26%	22%	27%	28%	23%	21%	25%	27%	27%	26%	24%

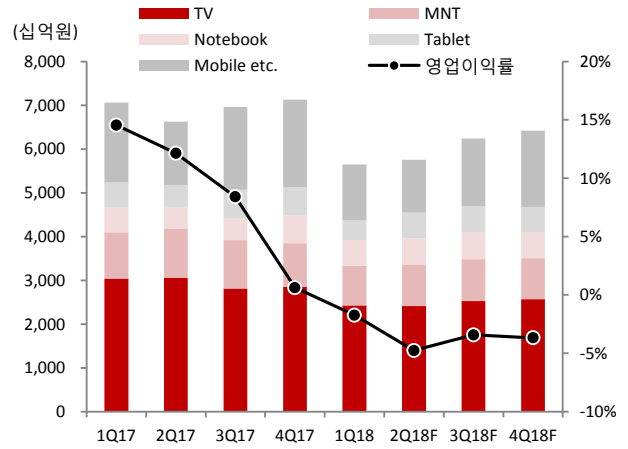
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 4> LG 디스플레이 분기별 출하면적과 ASP 추이 및 전망



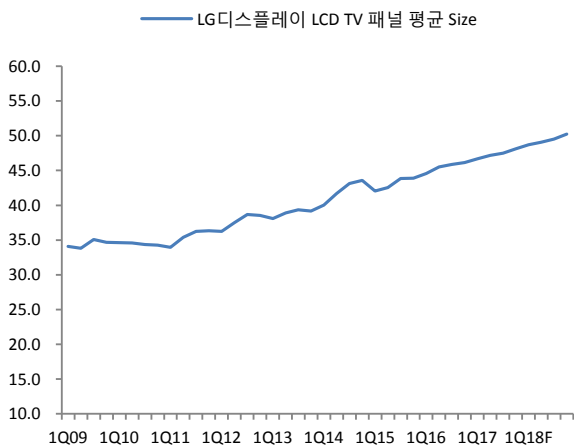
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 5> LG 디스플레이 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



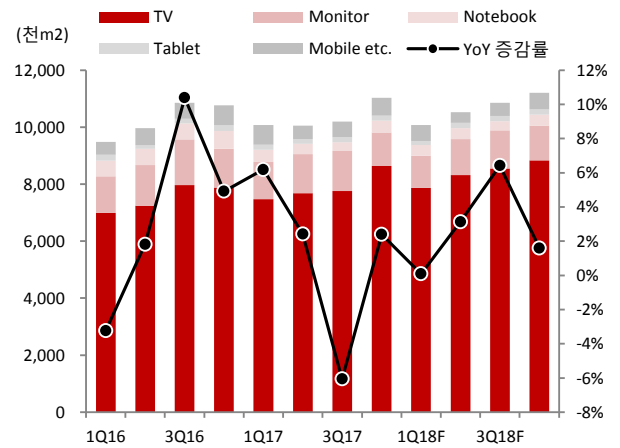
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림 6> LG 디스플레이 LCD TV 패널 평균 Size 추이 및 전망



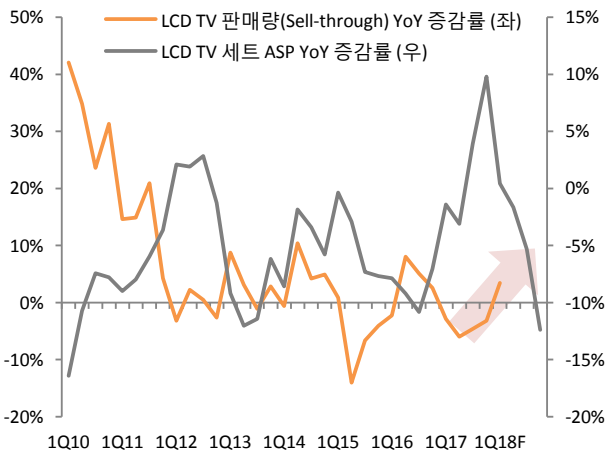
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 7> LG 디스플레이 제품별 출하면적 추이 및 전망



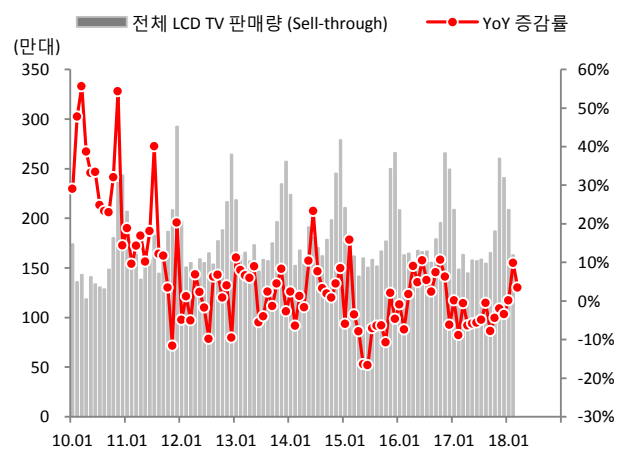
자료: 하이투자증권

<그림 8> LCD TV 판매 YoY 증감률과 TV ASP YoY 증감률



자료: IHS, 업계, 하이투자증권

<그림 9> LCD TV 세트 월별 판매량 (Sell-through) 추이



자료: 업계, 하이투자증권

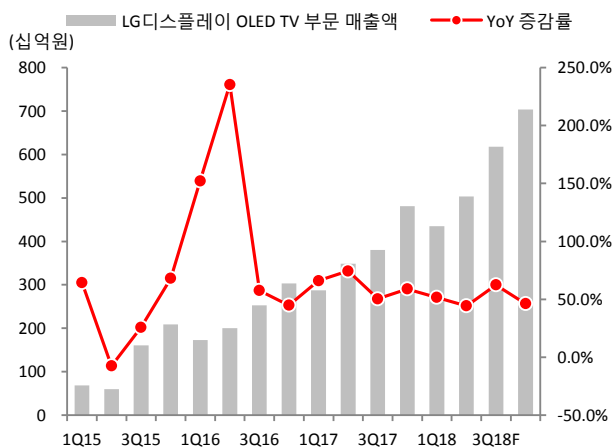
<표 3> LG 디스플레이 OLED TV 부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 만대, 십억원, US\$, 만원, %), 만원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
OLED TV 패널 출하량 (만대)	29	38	47	66	60	68	81	90	179	299	454
55" FHD	4	3	5	6	4	2	1	0	17	6	2
55" UHD	15	20	25	40	37	42	46	51	99	176	267
65" UHD	10	15	16	20	20	24	34	39	61	116	183
77" UHD	0	0	1	1	1	0	0	0	2	2	1
OLED TV 패널 ASP (US\$)	867	819	723	663	674	691	722	734	744	709	664
55" FHD	603	543	478	451	451	448	446	444	507	450	406
55" UHD	667	600	534	506	506	513	516	521	556	514	475
65" UHD	1,218	1,127	1,014	992	991	997	999	1,003	1,067	999	933
77" UHD	2,870	2,727	2,454	2,270	2,250	2,156	2,101	2,031	2,454	2,270	2,250
OLED TV 부문 매출액 (십억원)	287	349	381	481	435	503	618	704	1,498	2,260	3,467
YoY 증감률	66%	74%	50%	59%	52%	44%	62%	46%	61%	51%	53%
QoQ 증감률	-5%	21%	9%	27%	-10%	16%	23%	14%	-	-	-
매출원가 (십억원)	361	423	502	643	546	567	632	692	1,928	2,436	3,355
매출원가율	126%	121%	132%	134%	125%	113%	102%	98%	129%	108%	97%
매출총이익 (십억원)	-74	-74	-121	-162	-110	-64	-14	12	-430	-176	112
매출총이익률	-26%	-21%	-32%	-34%	-25%	-13%	-2%	2%	-29%	-8%	3%
Cash Cost (십억원)	249	311	343	505	429	450	515	575	1,408	1,968	2,835
제조 비용	247	309	340	502	426	447	511	572	1,397	1,955	2,818
광고선전비	3	3	3	4	3	3	4	4	12	13	17
제조 Cash Cost/Unit (만원)	86	82	73	76	71	65	63	63	78	65	62
감가상각비 (십억원)	112	112	159	138	117	117	117	117	520	468	521
감가상각비/Unit (만원)	39	30	34	21	19	17	14	13	29	16	11
영업이익 (십억원)	-74	-74	-121	-162	-110	-64	-14	12	-430	-176	112
영업이익률	-26%	-21%	-32%	-34%	-25%	-13%	-2%	2%	-29%	-8%	3%
EBITDA (십억원)	38	37	38	-24	7	53	103	129	90	292	633
EBITDA margin	13%	11%	10%	-5%	2%	11%	17%	18%	6%	13%	18%

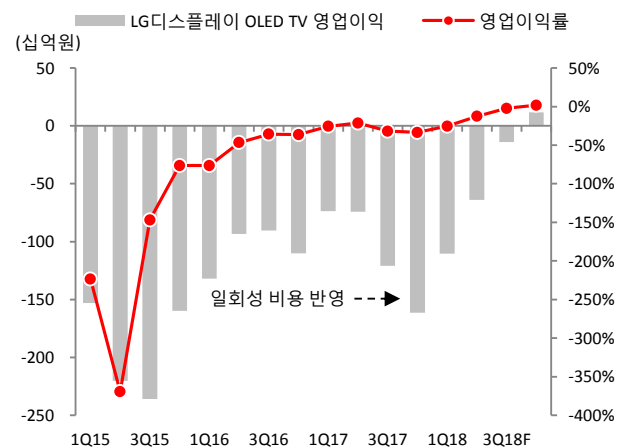
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 10> LG 디스플레이 OLED TV 매출액 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

<그림 11> LG 디스플레이 OLED TV 부문 영업이익 추정치



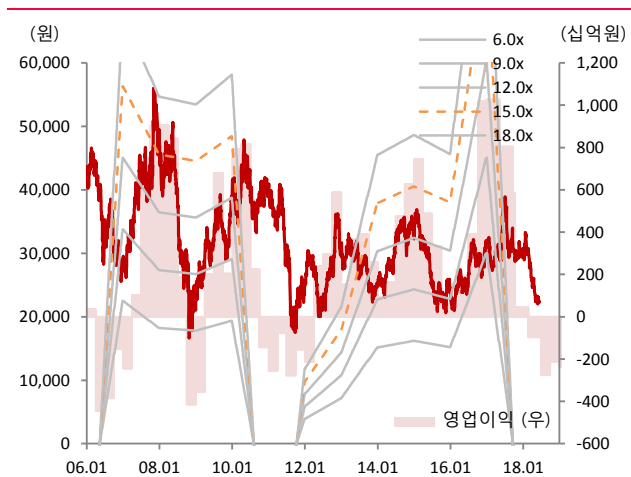
자료: 하이투자증권

<표 4> LG 디스플레이 목표주가 산출

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	
EPS (원)	652	1,191	2,527	2,701	2,534	5,038	-1,791	-263	
BPS (원)	28,534	29,655	31,948	34,076	36,209	40,170	37,390	36,017	
고점 P/E (배)	55.5	27.8	14.2	13.7	12.7	7.7	15.2	-	최근 3년간 평균: 12.3
평균 P/E (배)	41.9	23.6	12.0	10.2	10.6	6.2	12.5	-	최근 3년간 평균: 9.9
저점 P/E (배)	30.8	18.7	9.1	7.6	8.3	5.4	9.8	-	최근 3년간 평균: 7.8
고점 P/B (배)	1.27	1.11	1.12	1.08	0.89	0.97	0.89	-	최근 3년간 평균: 0.96
평균 P/B (배)	0.96	0.95	0.95	0.81	0.74	0.77	0.72	-	최근 3년간 평균: 0.76
저점 P/B (배)	0.70	0.75	0.72	0.60	0.58	0.68	0.59	-	최근 3년간 평균: 0.61
ROE	2.3%	4.1%	8.2%	8.2%	7.2%	13.2%	-4.6%	-0.7%	
Target P/B (배)							0.61	0.61	최근 3년간 평균-저점 P/B 배수 중간치 적용
적용 BPS (원) = 18년							37,390	36,017	
적정주가 (원)							22,912	22,070	
목표주가 (원)							23,000		
전일 증가 (원)							22,500		18년 실적 기준 P/B 0.60배
상승 여력							2%		

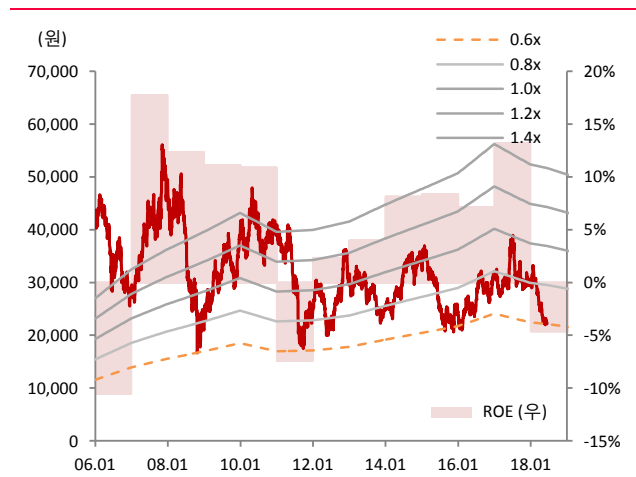
자료: 하이투자증권

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



자료: 하이투자증권

<그림 13> LG 디스플레이 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,474	9,235	8,499	7,328
현금 및 현금성자산	2,603	2,312	2,685	2,122
단기금융자산	785	746	724	702
매출채권	4,490	3,939	3,167	2,771
재고자산	2,350	2,004	1,678	1,476
비유동자산	18,686	22,467	24,292	25,455
유형자산	16,202	20,127	21,991	23,168
무형자산	913	829	783	764
자산총계	29,160	31,702	32,791	32,783
유동부채	8,979	8,989	8,402	7,931
매입채무	6,918	7,340	6,697	6,254
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	17,766	19,390	19,813
지배주주지분	14,373	13,379	12,819	12,390
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	10,622	9,802	9,460	9,228
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	608	557	583	580
자본총계	14,982	13,936	13,401	12,970

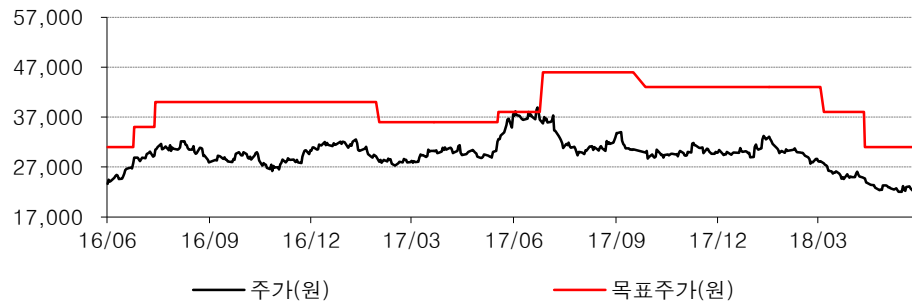
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	27,790	24,058	20,498	18,329
증가율(%)	4.9	-13.4	-14.8	-10.6
매출원가	22,425	22,367	18,404	16,329
매출총이익	5,366	1,691	2,094	1,999
판매비와관리비	2,783	2,408	2,052	1,816
연구개발비	121	105	90	80
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,462	-822	-47	104
증가율(%)	87.7	-133.4	-94.2	-319.2
영업이익률(%)	8.9	-3.4	-0.2	0.6
이자수익	60	51	58	48
이자비용	91	176	188	208
지분법이익(손실)	10	10	10	10
기타영업외손익	-149	-30	-131	-120
세전계속사업이익	2,333	-850	-218	-71
법인세비용	396	-177	-45	-15
세전계속이익률(%)	8.4	-3.5	-1.1	-0.4
당기순이익	1,937	-673	-173	-56
순이익률(%)	7.0	-2.8	-0.8	-0.3
지배주주귀속 순이익	1,803	-641	-163	-53
기타포괄이익	-237	-175	-218	-197
총포괄이익	1,700	-848	-391	-253
지배주주귀속총포괄이익	1,582	-808	-368	-239

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	6,764	4,560	5,145	4,837
당기순이익	1,937	-673	-173	-56
유형자산감가상각비	2,792	3,585	3,846	4,123
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	10	10	10	10
투자활동 현금흐름	-6,481	-8,068	-6,294	-5,882
유형자산의 처분(취득)	-6,432	-7,510	-5,710	-5,300
무형자산의 처분(취득)	-453	-375	-375	-375
금융상품의 증감	637	-330	351	-585
재무활동 현금흐름	862	3,519	1,819	819
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	836	3,578	2,211	894
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1,044	-291	373	-563
기초현금및현금성자산	1,559	2,603	2,312	2,685
기말현금및현금성자산	2,603	2,312	2,685	2,122

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	5,038	-1,791	-455	-148
BPS	40,170	37,390	35,824	34,627
CFPS	12,841	8,228	10,293	11,374
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	5.9			
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	2.3	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	2.5	5.2	4.2	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.2	-4.6	-1.2	-0.4
EBITDA 이익률	18.9	11.5	18.5	23.1
부채비율	94.6	127.5	144.7	152.8
순부채비율	14.8	44.8	58.9	73.1
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	5.8	6.2
재고자산회전율(x)	12.0	11.1	11.1	11.6

자료 : LG 디스플레이, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LG디스플레이)



일자	투자의견	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	-26.4%	-22.9%
2018-06-15	Hold	23,000	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 %	-