

# LG전자 (066570)

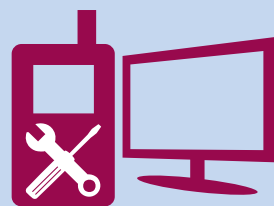
BUY(Maintain)

주가(2/17) 61,400원  
목표주가 80,000원

2017. 2. 20

## 프리미엄의 길을 묻다

가전은 Electrolux를 제치고 2위에 올랐다. TV는 판가 2,500달러 이상 시장에서 1위에 올랐다. 비결은 '프리미엄'에 있다. 가전과 TV는 역대 최고 경쟁력을 보여주며 트윈워시 세탁기, OLED TV 등 프리미엄 Trend를 주도하기에 이르렀다. 올해 원재료 부담 상승에도 양호한 실적을 기대하는 근거다. 반대로 위험을 줄여야 하는 스마트폰은 차별화라는 강박관념에서 벗어나 무난함을 택하는 것이 현명할 것이다. 신임 CEO 체제에서 가전 명가의 DNA가 스마트폰에 접목되기를 바란다.



전기전자/가전  
Analyst 김자산

02) 3787-4862  
jjisan@kiwoom.com

키움증권

LG전자 (066570)



### Stock Data

KOSPI (2/17)	2,080.58pt		
시가총액(억원)	105,180억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	64,900원	44,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-5.4%	36.7%	
수익률	절대	상대	
	1M	17.2%	16.7%
	6M	15.0%	12.9%
	1Y	3.0%	-6.7%

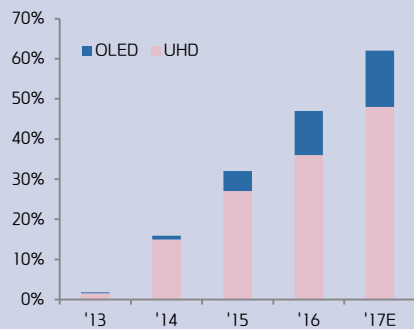
### Company Data

발행주식수(천주)	180,834천주	
일평균 거래량(3M)	817천주	
외국인 지분율	26.2%	
배당수익률(17.E)	1.1%	
BPS(17.E)	68,278원	
주요 주주	(주)LG	33.7%
매출구성(17E)	HE	30%
	H&A	31%
	MC	21%
	VC	7%

### Price Trend



### LG전자 High-end TV 매출 비중 추이



## Contents

### Summary 3

- > 가전과 TV 프리미엄 경쟁력 제고 3

### I. 실적 전망 및 Valuation 4

- > 주가 상고하저 패턴 반복 4
- > 실적 전망 6
- > Valuation 8

### II. 휴대폰, 체질 개선 성과 기대 9

- > 체질 개선 노력 9
- > 잇따른 Flagship 실패 원인 진단 12
- > 스마트폰 사업 방향 모색 14

### III. TV, '연착륙' 그 이상 17

- > 패널 가격 진정세 17
- > 제품 경쟁력 강화 19
- > 경쟁 환경 안정적 22

### IV. 가전, 글로벌 Top 2의 면모 24

- > 글로벌 2위 부상 배경 24
- > 가전 시장 환경 변화 점검 26

- > 당사는 2월 17일 현재 'LG전자(066570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# Summary

## >>> 가전과 TV 프리미엄 경쟁력 제고

글로벌 경기 회복에 기반한 우호적인 수요 여건, 가전과 TV의 선전, 휴대폰의 체질 개선 성과, 적극적인 비용 절감 활동을 바탕으로 상반기에 실적 전망 상향 흐름이 전개될 가능성이 커 보인다. 주가 측면에서는 가전과 TV가 역사적 최고의 경쟁력을 보여주고 있는 데다가 스마트폰 Risk가 완화됨에 따른 Valuation Re-rating 효과가 더해질 것이다.

MC 사업부는 체질 개선 성과를 바탕으로 Risk가 축소될 것이다. 강도 높은 사업 구조 효율화 노력은 인력 조정, 스마트폰 플랫폼 및 Line-up 간소화, 지역 및 유통 구조 효율화 등으로 요약된다. G6는 보편적 가치를 완성도 있게 합리적인 가격으로 제공하고자 한다. 갤럭시 S8보다 1개월 먼저 출시돼 마케팅 선점 효과를 누릴 수 있는 만큼 최소한의 성공을 기대해도 될 것이다. G6가 G5보다 나은 성과를 낸다면 사업부 매출액이 3년 만에 증가세로 돌아서고, 영업손실은 1조원 가량 줄어들 전망이다.

HE 사업부는 패널 가격 급등에 따라 수익성 하락이 불가피하지만, 제품 Mix 개선을 통해 극복할 수 있을 것이다. UHD와 OLED TV 매출 비중이 지난해 47%에서 올해 62%로 상승하는 점이 핵심 포인트다. 이 중 OLED TV는 매출의 14%를 차지하며 수익성이 가장 우월한 영역으로 안착할 것이다. OLED TV 덕분에 지난해 판가 2,500달러 이상 프리미엄 TV 시장에서 1위에 올랐다. 패널 가격은 진정 국면에 접어들었고 점차 하향 안정화될 것으로 예상됨에 따라 하반기 TV 수익성이 반등할 것이다.

H&A 사업부는 Electrolux를 제치고 글로벌 2위에 올랐고, 업계 최고의 수익성을 실현하고 있다. 트윈 워시 세탁기, Door-in-Door 냉장고, 듀얼 에어컨 등 프리미엄 제품군이 강한 모멘텀을 이어갈 것이다. 원자재 가격 상승에도 불구하고 지난해에 준하는 수익성을 달성할 전망이다. 중장기 전략은 'B2C의 프리미엄화'와 'B2B 확대'에 초점이 맞춰져 있다.

VC 사업부는 GM Bolt형 전기차 부품 매출이 본격화되며 질적 도약이 시작했다. 2015년 말 대비 수주 잔고가 30% 늘어나는 등 신규 수주도 예상보다 호조를 보이고 있다. 매출액은 올해 3.8조원(YoY 36%)에서 2020년에 7조원을 넘어서며 확실한 성장 동력으로 자리잡을 것이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액(억원)	590,408	565,090	553,670	577,659	591,745
증감율(%YoY)	4.0	-4.3	-2.0	4.3	2.4
영업이익(억원)	18,286	11,923	13,378	17,498	19,170
증감율(%YoY)	46.4	-34.8	12.2	30.8	9.6
EBITDA(억원)	37,697	31,250	30,655	33,767	35,372
세전이익(억원)	12,183	5,931	7,217	17,832	19,314
지배주주지분순이익(억원)	3,994	1,244	769	13,395	14,347
EPS(원)	2,208	688	425	7,407	7,934
증감율(%YoY)	125.9	-68.9	-38.2	1,642.3	7.1
PER(배)	26.8	78.2	144.4	8.3	7.7
PBR(배)	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	5.1	7.9	7.9	5.0	4.6
영업이익률(%)	3.1	2.1	2.4	3.0	3.2
ROE(%)	3.9	1.9	1.0	10.9	10.5
순부채비율(%)	51.3	45.9	55.4	42.4	33.3



# I. 실적 전망 및 Valuation

## >>> 주가 상고하저 패턴 반복

### 9년째 상고하저 패턴

LG전자의 주가는 2008년 이후 9년째 상반기 강세 및 하반기 약세 패턴이 반복됐다. 스마트폰 경쟁력 하락과 함께 연중 주가의 고점과 저점이 낮아졌을 뿐이다.

왜일까? 가장 단순한 논리는 상반기가 에어컨의 성수기라서 가전 사업의 이익 기여가 크다는 점이다. 다만, 이처럼 명백한 계절성보다는 스마트폰 경쟁 환경과 마케팅 비용 측면에서 근거를 찾아야 할 것이다.

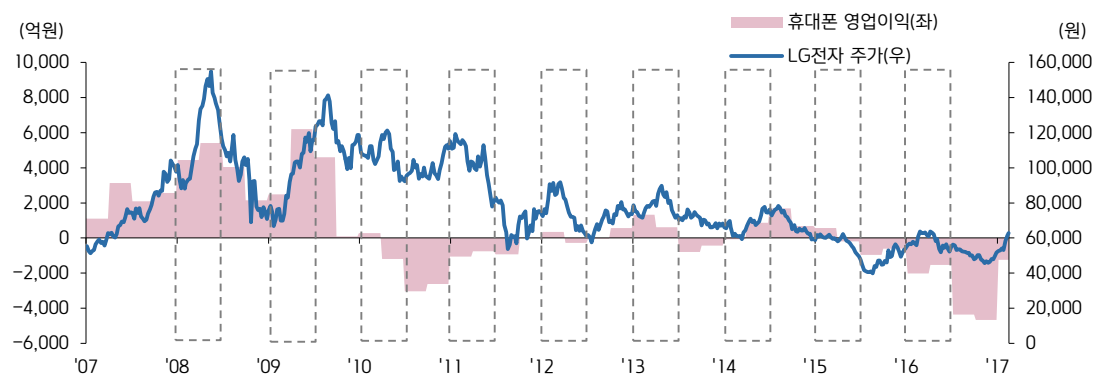
상반기는 G 시리즈 등 Flagship 모델이 출시됨에 따라 성공 기대감이 주가에 선반영되곤 했다. 하지만 뚜껑을 열어보니 성공 모델은 G3와 G Pro 정도에 국한됐고, 나머지 모델의 판매 성과는 대체로 실망스러워 주가 하락 요인이 됐다. 또한 하반기는 아이폰이 시장을 지배함에 따라 동사는 수세적 입장에서 마케팅 비용을 늘릴 수밖에 없다.

### 상반기 비용 절감 효과 커

비단 스마트폰뿐만 아니라 하반기 성수기에는 TV와 가전의 마케팅 경쟁이 심화되고 비용 압박이 커진다. 이에 비해 상반기는 마케팅 비용 절감 효과가 상대적으로 크게 나타난다. 동사는 연간 매출액(LG 이노텍 제외)이 50조원에 달하고, 연간 2조원 가량을 광고선전비, 판매촉진비 등 마케팅 비용으로 사용한다. 영업이익 규모에 비하면 마케팅 비용이 매우 큰 편이기 때문에 실적의 주요 변수로 작용한다. 또한 매년 연말을 거치면서 재고 등 자산 건전화 노력이 병행됨에 따라 연초 원가구조가 개선되는 측면이 있고, 2분기는 주요 Set들의 신모델 효과가 본격화된다.

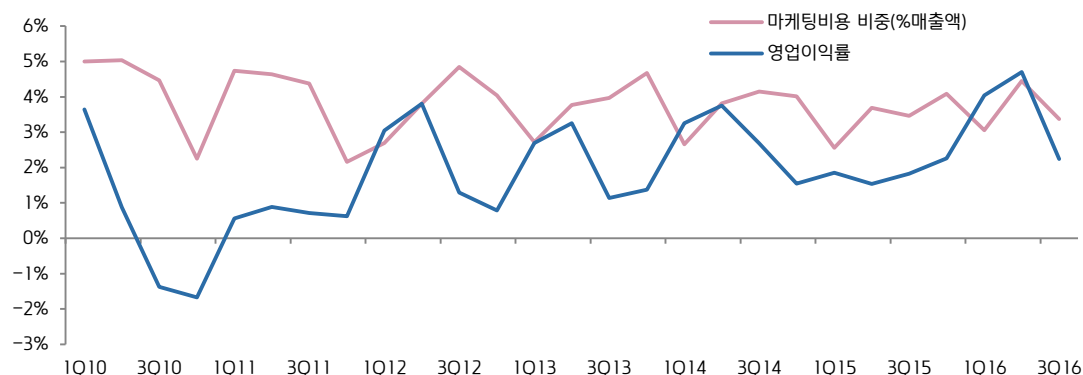
이러한 원인들에 의해 상반기는 이외의 호실적이 나타나는 반면, 높아진 눈높이에서 볼 때 하반기는 실망스러운 경우가 많았다.

### LG전자 주가 동향: 9년째 상고하저 패턴 반복



자료: LG전자, 키움증권

## 분기별 전사 마케팅비용과 영업이익률 추이



자료: LG전자, 키움증권

## 올해도 상반기 강세 예상

올해도 상반기 주가 강세를 재현할 여건이 마련돼 있다고 판단된다.

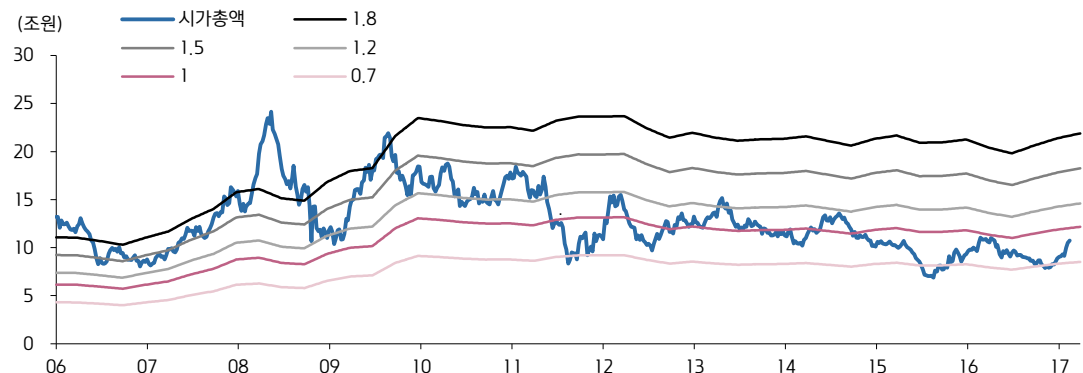
고질적 약점인 휴대폰이 강도 높은 체질 개선 노력을 통해 고정비 부담을 대폭 줄였기 때문에 적자폭을 축소해 가며 긍정적인 방향성을 제시할 것이다. G6가 갤럭시 S8보다 1개월 가량 먼저 출시될 예정이어서 국내외 북미에서 초기 긍정적인 성과가 기대된다.

TV는 패널 가격 상승에 따른 수익성 압박이 커졌지만, 제품 경쟁력이 향상된 만큼 연착륙이 가능할 것이다. UHD 및 OLED TV 중심의 제품 Mix 개선 추세가 유효하다.

가전은 원자재 가격 상승에도 불구하고 프리미엄 제품 및 B2B 비중 확대를 통해 수익성을 보존할 수 있을 것이다.

주가는 실적 개선폭 이상으로 반등할 수 있다. 가전과 TV가 역대 최상의 경쟁력을 보여주고 있는 데다가 스마트폰에 대한 우려가 완화됨에 따른 Valuation Re-rating 효과가 더해질 것이다.

## LG전자 PBR Band



자료: 키움증권

## >>> 실적 전망

### 1분기 실적 시장 기대치 상회할 듯

우리는 2/8일 보고서를 통해 실적 전망을 상향한 바 있다.

1분기 영업이익은 5,128억원(QoQ 흑전, YoY 2%)으로 시장 컨센서스(3,757억원)를 크게 상회할 것이다. MC 사업부의 체질 개선 효과가 당초 예상보다 신속하게 나타날 것이다. 여기에 K/X 시리즈 등 보급형 스마트폰 출하량이 큰 폭으로 증가하고, 3월부터 G6의 실적 기여가 본격화되면서 1분기 영업손실 규모는 1,240억원 수준으로 줄어든 것이다.

HE 사업부는 패널 가격 강세에도 불구하고 마케팅 비용 절감과 제품 Mix 개선을 통해 수익성을 회복할 것이다. H&A 사업부는 북미 시장의 양호한 수요 속에 프리미엄급 제품 선전, 에어컨의 계절적 기여 확대에 힘입어 견조한 수익성을 실현할 것이다.

### 올해 영업이익 31% 증가

올해 영업이익은 31% 증가한 1조 7,498억원으로 예상된다.

TV와 가전은 각각 패널과 원자재 가격 상승으로 원가 부담이 커진 만큼, MC 사업부의 적자폭이 얼마나 줄어드느냐에 따라 올해 증익 규모가 좌우될 것이다.

MC 사업부는 인력 효율화 비용, G5 관련 재고 처리 비용 등 6,000억원 가량의 비용을 제거하고 접근해야 할 것이다. 여기에 플랫폼 통합, 유통망 효율화 등의 간접적인 효과가 더해질 것이다.

변수는 G6다. 2년 연속 실패를 교훈 삼아 “보편적 가치를 완성도 있게 제공”함으로써 G3만큼의 성과를 낸다면 MC 사업부의 턱어라운드 시기를 앞당길 것이다. 반면에 올해도 결과가 실망스럽다면 하반기 실적 전망 하향과 함께 주가 약세가 반복될 것이다. 그래도 G6를 바라보는 시장의 눈높이가 낮고, 고정비 부담이 대폭 줄어든 점을 감안해야 한다.

### 질적 개선 추세 지속

시장 환경 면에서 주요 Set의 양적 성장을 기대하기 어렵지만, 질적 개선 추세가 이어질 것이다.

가전과 TV는 프리미엄 제품 중심의 Mix 개선이 유효하고, 과거에 비해 마케팅 경쟁 강도가 완화된 상태다.

미국 중심의 선진국 수요가 양호한 가운데, CIS, 동유럽, 남미 등 신흥국 수요가 침체에서 벗어날 것이다. 동사로서는 신흥국 통화 안정화가 수익성에 긍정적이다.

사업부별로 보면,

- H&A 사업부는 Electrolux를 제치고 글로벌 2위에 오르는 등 동사의 제품 경쟁력이 가장 우월한 분야이고, 트윈워시 세탁기, Door-in-Door 냉장고, 듀얼 에어컨 등 프리미엄 제품군이 강한 모멘텀을 이어갈 것이다. 원자재 가격 상승에도 불구하고 지난해에 준하는 수익성을 달성할 전망이다.
- HE 사업부는 재료비 원가의 60%를 차지하는 패널 가격의 급등 영향을 피해가기 어렵다. 하지만, 고부가인 UHD와 OLED TV 매출 비중이 올해 62%까지 상승하며 연착륙을 이룰 것이다. 남들에게 없는 OLED TV는 동사 TV 매출의 14%를 더해주며 수익성이 가장 우월한 카테고리로서 역할을 수행할 것이다. 패널 가격은 점차 하향 안정화돼 하반기 TV 수익성이 반등할 전망이다.
- MC 사업부는 Risk 축소에 초점이 맞춰져 있다. G6의 컨셉트도 Risk 최소화로 보인다. G6가 G5보다 나은 성과를 낸다면 사업부 매출액이 3년 만에 증가세로 돌아서고, 영업손실은 1조원 가량 줄어든 전망이다.



- VC 사업부는 GM Bolt형 전기차 부품 매출이 본격화되며 질적 도약이 시작됐다.

2015년 말 대비 수주잔고가 30% 늘어나는 등 신규 수주도 예상보다 호조를 보이고 있다.

매출액은 올해 3.8조원(YoY 36%)에서 2020년에 7조원을 넘어서며 확실한 성장 동력으로 자리잡을 것이다. R&D 투자도 함께 늘려가고 있어 올해까지는 소폭의 적자 기조가 이어지겠지만, 내년에 흑자 전환한 이후로는 B2B 사업의 특성상 안정적인 수익성이 뒷받침될 것이다.

자동차 부품 사업의 경쟁 우위 요소는 앞선 사업 경험에 기반한 레퍼런스와 신뢰도, 계열사와 협업을 통한 종합 솔루션 공급 능력, 설계 엔지니어링 역량, 통신 기술 등을 꼽을 수 있다.

전기차 시장은 격변기를 맞고 있다. GM Bolt를 시작으로 올해 하반기 Tesla Model3에 이르기까지 200마일 이상 주행 가능하고 판가가 3만달러대로 낮아진 2세대 전기차들이 연이어 출격할 예정이다.

#### LG전자 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>133,621</b>	<b>140,029</b>	<b>132,242</b>	<b>147,778</b>	<b>144,679</b>	<b>145,170</b>	<b>142,180</b>	<b>145,629</b>	<b>553,670</b>	<b>-2.0%</b>	<b>577,659</b>	<b>4.3%</b>	<b>591,745</b>	<b>2.4%</b>
Home	43,334	41,572	41,415	47,933	41,755	40,518	42,629	48,817	174,254	0.2%	173,719	-0.3%	176,611	1.7%
Entertainment														
Mobile	29,632	33,258	25,170	29,036	33,524	33,499	29,387	25,346	117,096	-16.4%	121,755	4.0%	114,426	-6.0%
Communications														
Home Appliance & Air Solution	42,195	47,002	42,712	40,433	45,264	47,668	43,474	40,924	172,342	4.3%	177,329	2.9%	181,394	2.3%
Vehicle Components	5,929	6,396	6,749	8,657	8,174	8,677	9,669	11,119	27,731	51.3%	37,639	35.7%	48,337	28.4%
기타	3,937	3,622	5,328	4,147	3,351	3,360	4,360	4,209	17,034	-13.8%	15,281	-10.3%	15,407	0.8%
<b>영업이익</b>	<b>5,052</b>	<b>5,846</b>	<b>2,832</b>	<b>-352</b>	<b>5,128</b>	<b>4,965</b>	<b>4,233</b>	<b>3,172</b>	<b>13,378</b>	<b>12.2%</b>	<b>17,498</b>	<b>30.8%</b>	<b>19,170</b>	<b>9.6%</b>
Home	3,352	3,567	3,815	1,640	2,005	1,617	1,918	1,581	12,374	2059.5%	7,120	-42.5%	6,278	-11.8%
Entertainment														
Mobile	-2,022	-1,535	-4,364	-4,670	-1,244	-742	-776	-1,018	-12,591	적지	-3,780	적지	-1,365	적지
Communications														
Home Appliance & Air Solution	4,078	4,337	3,428	1,501	3,927	3,864	2,671	2,017	13,344	35.9%	12,480	-6.5%	11,955	-4.2%
Vehicle Components	-158	-168	-162	-145	-136	-106	-97	-142	-633	적전	-481	적지	204	흑전
기타	-197	-6	3	159	23	-40	-5	-5	-41	적전	-27	적지	-240	적지
<b>영업이익률</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.3%p</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.6%p</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.2%p</b>
Home	7.7%	8.6%	9.2%	3.4%	4.8%	4.0%	4.5%	3.2%	7.1%	6.8%p	4.1%	-3.0%p	3.6%	-0.5%p
Entertainment														
Mobile	-6.8%	-4.6%	-17.3%	-16.1%	-3.7%	-2.2%	-2.6%	-4.0%	-10.8%	-9.9%p	-3.1%	7.6%p	-1.2%	1.9%p
Communications														
Home Appliance & Air Solution	9.7%	9.2%	8.0%	3.7%	8.7%	8.1%	6.1%	4.9%	7.7%	1.8%p	7.0%	-0.7%p	6.6%	-0.4%p
Vehicle Components	-2.7%	-2.6%	-2.4%	-1.7%	-1.7%	-1.2%	-1.0%	-1.3%	-2.3%	-2.6%p	-1.3%	1.0%p	0.4%	1.7%p
기타	-5.0%	-0.2%	0.1%	3.8%	0.7%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-2.5%p	-0.2%	0.1%p	-1.6%	-1.4%p
<b>주요제품출하량전망</b>														
스마트폰	13,500	13,900	13,500	14,100	16,455	16,979	16,075	14,603	55,000	-7.9%	64,111	16.6%	64,172	0.1%
LCD TV	6,482	6,171	6,768	7,408	6,149	5,813	6,498	7,246	26,834	-4.5%	25,706	-4.2%	25,714	0.0%

자료: LG전자, 키움증권

## &gt;&gt;&gt; Valuation

## 상향된 목표주가 유지

최근 상향한 목표주가 80,000원을 유지한다.

올해 가전과 TV에서 2조원의 영업이익을 거둘 것으로 예상되고, 두 사업부 영업가치만 16조원으로 산출된다. 현재 주가에는 자동차 부품 사업의 미래 가치도 거의 반영되지 않은 듯싶다.

휴대폰은 EBITDA 기준으로 적자가 예상돼 기업가치 훼손 요인으로 작용하고 있다. G6에 대한 시장 반응과 적자 축소폭에 따라 휴대폰 사업 가치를 재해석할 여지가 충분하다.

## 휴대폰 Risk 축소

강도 높은 체질 개선 활동과 함께 휴대폰 사업의 Risk가 줄어든 것이 사실이다.

휴대폰이 적자 기초를 모면한다면 2010년부터 지속돼 온 Valuation De-rating이 종료돼야 할 것이고, 당연히 PBR 1배 이상에서 주가가 형성돼야 할 것이다.

여기에 자동차 부품 사업의 가치가 점진적으로 반영되면서 Valuation Re-rating이 진행되는 흐름이 바람직하다.

글로벌 경기 회복에 기반한 우호적인 거시 환경, 가전과 TV의 선전, 적극적인 원가 절감 활동을 바탕으로 상반기에 실적 전망 상향 추세가 이어질 가능성이 커 보이고, 주가 강세를 뒷받침할 것이다.

## 재무 건전성 개선

재무 건전성도 지속적으로 개선되고 있다.

순차입금이 2014년 말 6조 7,600억원, 2015년 말 6조 1,200억원, 지난해 말 5조 6,400억원으로 감소했다. 순차입금 비율도 1년 사이 47%에서 42%로 낮아졌다.

설비 투자는 EBITDA 내에서 이루어지고 있는 만큼, 현금흐름도 안정적이다. 자본 확충 우려는 기우다.

## LG전자 목표주가 산출 근거 (단위: 억원)

Sum-of-the-Parts			
영업가치	157,180		
사업부구분	EBITDA	Target EV/EBITDA	6개월 Forward 실적 기준
H&A	16,283	5.4	Whirlpool, Electrolux 평균
MC	-849	8.0	Peer 그룹 평균
HE/기타	15,088	5.0	국내 IT 업종 평균
투자유가증권가치	43,216		
상장주식	40,967		LG디스플레이, LG이노텍 시가총액 대비 20% 할인
비상장주식	2,249		장부가 대비 20% 할인
순차입금	55,714		
적정주주가치	144,682		
수정발행주식수	180,066		우선주포함, 자사주차감
<b>적정주가</b>	<b>80,349</b>		

자료: 키움증권



## II. 휴대폰, 체질 개선 성과 기대

### >>> 체질 개선 노력

#### MC 사업부 적자 1.3조로 확대

MC 사업부는 2016년 1조 2,600억원의 영업손실(영업손실률 11%)로 마감했다. 이는 과거 시장의 주류적 Trend가 피쳐폰에서 스마트폰으로 넘어가는 과도기 때 동사의 대응 전략이 부재했던 2010년 당시 영업손실(6,540억원)마저 훌쩍 넘어서는 것으로서 납득하기 쉽지 않다.

G5가 G4보다 140만대 가량 덜 팔린 건데 적자가 1조원이나 확대됐다.

원인을 알아야 진단과 전망이 가능할 것이다.

#### G4, G5 잇따른 실패 탓

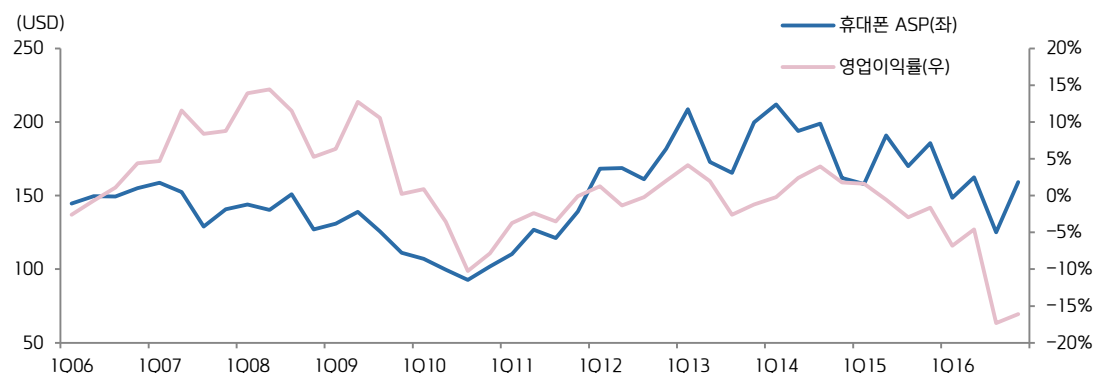
결정적인 원인은 G4 및 G5의 잇따른 실패에 있다.

모델별 출시 후 연말까지 판매량은 G3 600만대에서 G4는 450만대, G5는 310만대에 그친 것으로 추정된다. MC 사업부의 매출액이 2015년과 2016년에 각각 7%, 19% 감소했고, 2016년 매출액은 2010년 대비로도 88% 수준에 그쳤다.

손익 측면에서 보면 매출 감소로 인해 고정비 부담이 커질 수밖에 없었고, 프리미엄급 매출이 급감함에 따른 악영향이 더욱 컸다. 또한 Flagship 모델의 재료비 원가(BOM Cost)가 높아진 것도 부정적이었다. Flagship 모델을 보급형으로 하방 전개하고자 하는 전략이 무색해 졌다.

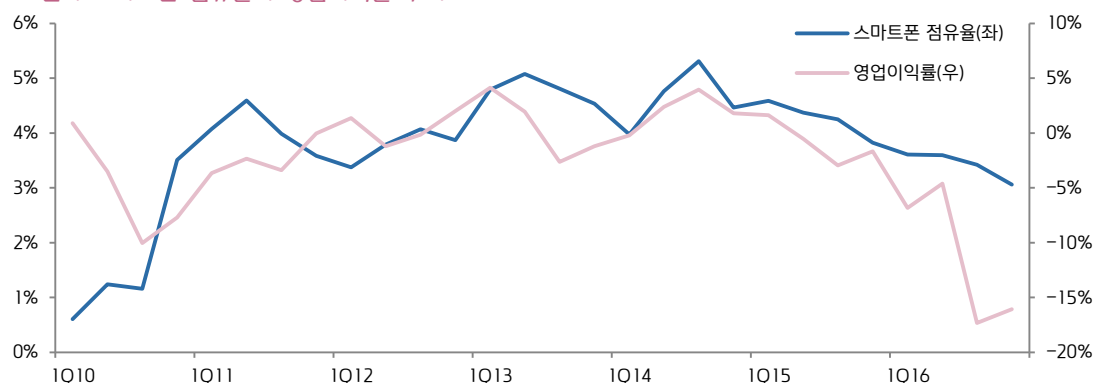
여기에 G5 관련 품질 및 재고보상 비용과 사업부 체질 개선 비용 등 대규모 일회성 비용이 더해졌다. G5는 초기에 메탈 케이스 등에서 예기치 못한 품질 이슈와 부품 조달 차질이 발생했고, 초기 모멘텀을 상실하는 결정적인 원인이 됐다. 하반기에는 극도의 판매 부진으로 인해 부품 업체들 대상 재고보상 비용이라든지 통신사업자들 대상 판매촉진 비용 등이 불가피했을 것이다. 이러한 G5 관련 일회성 비용만 3,000억원 규모였을 것으로 추정된다.

#### LG전자 휴대폰 ASP와 영업이익률 추이



자료: LG전자, 키움증권

## LG전자 스마트폰 점유율과 영업이익률 추이



자료: LG전자, Gartner, 키움증권

## 사업 구조 효율화 노력 전개

최악의 위기를 타개하기 위한 강도 높은 사업 구조 효율화 노력은 인력 조정, 스마트폰 플랫폼 및 Line-up 간소화, 지역 및 유통 구조 효율화 등으로 요약된다.

인력 면에서는 1만 3,000명의 사업부 인력을 1만명으로 줄였고, 대부분 R&D 인력이어서 고스란히 고정비 감소 효과로 나타날 것이다. 그 효과는 대략 연간 3,000억원일 것으로 유추 가능하다. 동사는 뒤쳐진 스마트폰 경쟁력을 신속하게 보완할 목적으로 단기간에 R&D 인력을 대폭 늘렸고, 2015년 말에는 6,000명에 이르렀다.

스마트폰 플랫폼 수를 32개에서 절반으로 축소하고, 모델 수를 100개에서 80개로 줄임으로써 효율성을 높이겠다는 계획이다. 보급형 Line-up은 K시리즈와 X시리즈로 단순화했다.

효율성과 수익성을 좌우하는 지표 중의 하나가 ‘플랫폼 당 출하량’이고, 규모의 경제를 대변한다. R&D 비용이 절감되고, 부품 구매력이 확대된다. 대표적인 사례가 과거의 Nokia와 지금의 Apple이다.

## 한국과 미국에 선택적 집중

목표 시장과 관련해서는 한국과 미국에 선택적으로 집중한다는 전략이다.

두 국가에서는 통신사업자들과 오랜 협업 관계를 바탕으로 동사의 입지가 상대적으로 안정적이다. 지난해 글로벌 스마트폰 점유율은 3.4%였는데, 한국과 미국에서는 각각 17.6%, 13.4%였다. 한국에서는 Apple과 대등한 수준에서 2위이고, 미국에서는 Apple 39%, 삼성전자 22%에 이어 3위를 기록했다.

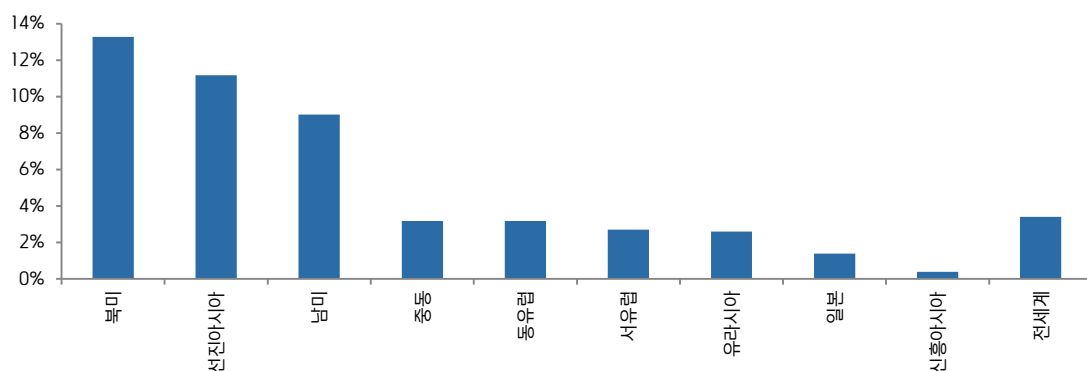
두 국가에서 수익성도 가장 높다. 과거 전성기였던 2007~2008년에 이익의 대부분은 두 국가에서 비롯됐다. 줄어든 고정비를 바탕으로 두 국가에서 소기의 성과를 거둔다면 적자 기초 탈피는 어렵지 않을 수 있다.

한국과 미국에 집중한 V20가 지난 4분기에 당초 계획인 70만대를 뛰어넘어 110만대가 판매됨으로써 희망의 불씨를 살렸다.

동사에게 가장 고비용 지역이 유럽인데, 유럽 내 사업 대상국을 14개국에서 2개국으로 줄일 계획이다.

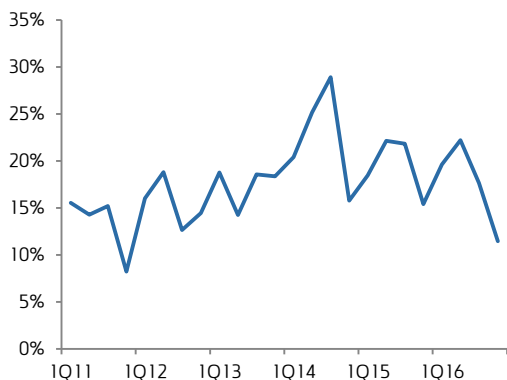
이러한 사업 구조 효율화 노력을 바탕으로 향후 월 매출 1조원 수준에서도 이익을 창출할 수 있는 체질을 갖추겠다는 목표다.

LG전자 스마트폰 지역별 점유율(2016년)



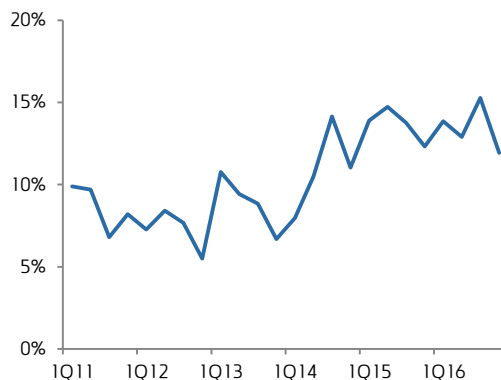
자료: Gartner, 키움증권

한국 스마트폰 시장 점유율



자료: Gartner

미국 스마트폰 시장 점유율



자료: Gartner



## >>> 잇따른 Flagship 실패 원인 진단

### 글로벌 Top 2 지배력 강화

2년 연속 Flagship 모델의 실패 원인을 진단해 보자.

대외 환경 측면에서는 스마트폰 시장이 성숙기에 진입하고 차별화 요인이 희석되면서 글로벌 Top 2의 브랜드 지배력이 강화된 측면이 크다. Top 2는 자체적인 모바일 결제, 생체보안, 음성인식, AI 등의 서비스를 활용해 자사 고객의 충성도와 스마트폰 재구매율을 높이는 Lock-in 효과를 노리고 있다. 또한 이들은 2<sup>nd</sup> Tier 업체들을 견제할 충분한 마케팅 재원을 보유하고 있다.

### 기획의 실패

이보다는 내부적인 전략적 오류가 컸다고 판단된다.

기획의 실패였고, 주류적 Trend를 따르지 않았으며, 독자적인 디자인 정체성이 부재했다. 차별화 노력이 이질적 컨셉트와 이질적 디자인으로 받아들여졌는데, 2<sup>nd</sup> Tier의 비애다.

G4는 가죽 케이스와 곡면 디스플레이를 내세우며 메탈 Trend에서 빗겨갔다. G5는 메탈을 채용했지만, CNC(Computer Numerical Control) 공법이 아니어서 세련미가 부족했다. 모듈형 컨셉트가 초기에 혁신적으로 평가 받았으나 ‘프렌즈’의 가격과 효용성에 대한 회의적인 시각이 존재했고, 생태계가 활성화 되지 않았다. 후속 모델과 호환성도 충분히 검토되지 않았다.

“G5의 완성도가 높아 성공 가능성이 높다”고 예측한 애널리스트 중의 한 사람으로서 반성한다.

### 디자인 정체성 부재

Apple은 메탈 케이스와 슬림한 두께, 삼성전자는 OLED와 Edge 디자인 등으로 고유한 디자인 정체성을 확립했다. 둘 다 자체 Application Processor 역량을 바탕으로 설계를 최적화할 수 있는 강점을 가지고 있다.

이에 비해 동사의 G 시리즈는 일관된 정체성이 확립되지 못한 채 매년 컨셉트와 디자인이 변경됐다. 그나마 후면 홈키가 독창적인데, 여전히 호불호가 엇갈린다. 매년 최고 성능의 디스플레이와 카메라를 강조하지만, 이는 디자인 다음의 2차적 구매 요인이다.

### 높은 재료비 원가

재료비 원가도 문제다. 메탈 케이스나 슬림한 두께를 극복하기 어렵다 보니 차별화를 위해 최신 하드웨어 사양을 모두 채택해야 한다는 강박관념에 빠져 있었다.

문제는 부품 구매력 측면에서 열세이면서 판가를 Top Tier보다 낮춰야 하는 딜레마가 지속됐다는 점이다. V10과 V20가 나름 선전했음에도 불구하고 뚜렷한 손익 개선으로 이어지지 못한 것도 같은 맥락이다.

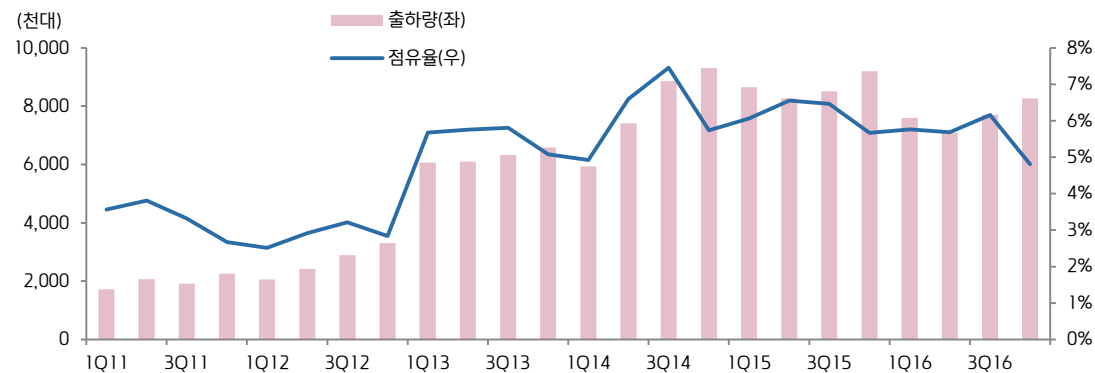
## Supply Chain 약화

결국 Supply Chain이 약화되는 악순환이 진행되고 있다. 전에 없던 부품 조달 차질이나 품질 이슈가 제기되고, 모델별 판매량이 감소하다 보니 부품 업체에 대한 가격 협상력이 약화될 수밖에 없다. 계열사를 제외하면 국내 부품 생태계는 대부분 삼성전자 위주로 형성돼 있다. LG전자향 스마트폰 부품 사업은 재고 위험 때문이라도 수익성이 낮아 고전하고 있다.

이러한 상황을 집약적으로 보여준 것이 G5의 메탈 케이스가 아니었나 싶다. 사실 메탈 Trend에 대한 대응이 늦었던 것도 자체 투자 여력이 부족한 가운데 믿을만한 협력 업체들이 확보되지 못했기 때문이다.

이 외에 Qualcomm의 최신 Snapdragon Processor 채택 여부도 자주 논란이 되고 있다.

### LG전자 프리미엄폰 판매량 및 점유율 추이



자료: Gartner, 키움증권

## >>> 스마트폰 사업 방향 모색

### Risk 최소화 추구

LG전자 스마트폰이 나아가야 할 방향을 모색해 보자.

지금은 점유율 확대를 꾀할 게 아니라 Risk 최소화를 통해 수익성 관리에 초점을 맞춰야 한다.

시장이 성숙기에 진입했고, 글로벌 Top 2의 지배력이 강화되고 있는 상황에서 뒤늦게 입지 회복과 이익 창출을 기대하기 쉽지 않다. 어차피 자원 투입을 최소화하기로 결정한 이상, R&D 및 마케팅 역량의 훼손을 감수해야 한다. 스마트폰 사업의 존속 이유는 VC, IoT 등 성장 사업과 기술 연관성 때문이라고 볼 수 있다.

### 보편적 가치 완성도 높여 합리적으로 제공해야

구체적으로 1) 무리한 차별화보다는 보편적 가치를 완성도 있게 제공하는 것에 우위를 두고, 2) 합리적 가격으로 판매하기 위해서 재료비 원가를 낮춰야 하며, 3) 내년부터 본격적으로 시작될 Flexible Form Factor Trend에서 반전의 기회를 얻어야 할 것이다. 4) 당분간 선택과 집중을 통해 R&D 및 마케팅 투자를 효율화해야 할 것이다.

### G6는 보편적 특징 수용

이는 G6가 표방하는 바다.

G6는 Narrow Bezel과 듀얼 카메라 이슈를 선점하면서 일체형 배터리, 방수/방진, 얇아진 두께, 메탈 프레임과 글라스 조합 등 아이폰과 갤럭시 S 시리즈의 보편적 특징을 수용할 것으로 예상된다. 인터넷 상의 렌더링 이미지를 근거로 한다면 디자인 완성도가 높고, '무리수'가 없어 보인다.

이 외에도 18대9 화면 비율의 5.7" QHD+(2,880X1,440, 564ppi) 디스플레이, V20보다 강화된 신형 쿼드 DAC(Digital to Analog Converter), Snapdragon 821 processor, Android 7.0 Nougat, 인공지능 서비스인 'Google Assistant' 등을 탑재한 것으로 추정된다.

갤럭시 노트7 발화 사태 이후로 안정성이 중시되고 있는 상황에서 G6는 열전도와 확산에 탁월한 구리 소재 '히트 파이프'를 채택했다.

### 경쟁 모델 대비 1개월 선출시 효과 기대

갤럭시 S8과 유사한 사양을 갖추고서 1개월 가량 먼저 출시될 예정이어서 마케팅 선점 효과가 기대된다. LG G 시리즈가 갤럭시 S 시리즈보다 먼저 출시되는 것은 이번이 처음이다.

갤럭시 노트7 단종 이슈로 인해 Flagship 모델의 기근 현상이 길었던 만큼 국내외 북미에서 초기 긍정적 성과가 나타날 수 있다. 전작인 V20의 선전도 우호적인 영업 토대를 제공할 것이다.

### 재료비 원가 낮춰

재료비 원가(BOM Cost)도 전작인 G5보다 10% 이상 낮추겠다는 계획이다.

G5는 모듈러 타입인데다가 수율 문제까지 더해져 초기 재료비 원가가 상당히 높았다. G6는 일부 비핵심 사양을 조정하고, 플랫폼 단일화 효과를 추구할 예정이다. 소비자들에게 좀 더 합리적인 가격으로 접근할 수 있을 것이다.



## G6, 최소한의 성공 기대

이러한 정황을 고려해 볼 때 G6가 3년 연속 실패로 이어지지 않고, '최소한의 성공'을 거둘 개연성이 높다고 판단된다.

G6의 연말까지 판매량은 600만대로 예상된다. G3 수준이며, 개선된 비용 구조에서 Flagship 모델 판매량이 분기 200만대면 손익분기점에 도달할 수 있을 것이다.

### G6 공개 초청장과 렌더링 이미지



자료: LG전자, 인터넷

## 악순환 고리 끊어야

Flagship 모델의 실패 → LG전자 실적 악화 → 부품 업계 판가 하락 압박 심화 및 재고 위험 부각 → 부품 공급망 관리 능력 약화 → LG전자 품질 및 원가 경쟁력 약화로 이어지는 악순환의 고리를 끊으려면 기획력과 마케팅력에 기반해 '중박' 모델이 먼저 출현해야 한다.

당장 소비자 반응이 폭발적이라도 부품 업계의 공급 능력 한계로 인해 '대박' 모델로 이어지기 어려운 상태다.

## G3에서 교훈 얻어야

자체적인 과거 경험에서 대안을 찾는다면, 바로 G3가 보편적 가치와 합리적 가격을 내세워 적당히 성공한 선례다. 당시 G3의 성공 요인은 QHD 디스플레이, Narrow Bezel, 메탈 느낌 케이스, 대중성을 고려한 가격 정책 등이었으며, 남들에게 없는 결정적 한방이 아니었다. 출시 시점도 갤럭시 S5와 아이폰 6 사이에 적절했다.

## 혁신 Trend는 선두권 업체의 몫

역설적이게도 혁신적 Trend는 선두권 업체들에 의해 만들어지는 것이다. 2<sup>nd</sup> Tier 업체는 새로운 시도를 주류로 확산시킬 영향력이 부족하다. 사회, 문화적으로도 선진국 소비자 여론을 주도할 수 있어야 유리하다. 대표적인 예가 LG전자가 프라다폰에서 먼저 채택한 풀 터치스크린이 아이폰에 이르러 대중적 흐름을 타게 된 케이스일 것이다.

LG전자가 초콜릿폰 이후 성공한 모델의 배경은 기능적 차별화가 아니라 디자인에 있었음을 잊지 말아야 한다.

## 신임 CEO 효과 기대

신임 CEO 체제가 들어서면서 가전 사업의 성공 DNA가 휴대폰 사업부에 접목되기를 바란다. 그 동안 가전 사업은 기본에 충실하고, 기술과 생산 현장을 중시하며, 품질을 우선시하는 경영 철학을 유지해 왔다. 상징적 경영인이 바로 신임 CEO다. 결과적으로 Whirlpool에 이어 세계 2위권의 경쟁력을 갖추게 됐고, 트윈워시 세탁기 등 새로운 Trend를 주도하기에 이르렀다. 물론 경쟁 환경에서 Apple 같은 창조적 파괴자가 없었기 때문이기도 하다.

이에 비해 휴대폰 사업은 임시방편식 마케팅 해법에 집중했다는 인상을 지울 수 없다. 자회사들을 통해 디스플레이, 카메라, 배터리 등에서 업계 최고 기술력이 뒷받침되더라도 불구하고 스마트폰의 완성도가 떨어진다는 평가가 많았다. 아이폰이 등장한 지 10년째 됐지만 아직도 일관된 대응 전략이 부재하다.

신임 CEO 체제 이후 짧은 기간이나마 휴대폰 사업의 품질 관리 및 부품 공급망 관리를 강화하는 행보가 엿보이고 있다. 신임 CEO 효과가 제대로 반영되는 것은 하반기 V30부터겠지만, 적어도 G5 때처럼 부품 공급 체계가 완전하지 않은 채 새 기능을 채택하는 무리수를 두지는 않을 것이다.

## 올해 매출액 증가세 전환

올해 MC 사업부 매출액은 4%(YoY) 증가한 12조 1,755억원, 영업손실은 대폭 줄어든 3,780억원으로 추정된다. 매출액은 3년 만에 증가세로 돌아설 것으로 예상된다. G6가 G4 및 G5보다 양호한 판매 성과를 거둘 것으로 전제했다. 당장 1분기도 V20 및 보급형 스마트폰 출하가 양호해 매출액이 전년 동기 대비 13% 신장할 전망이다.

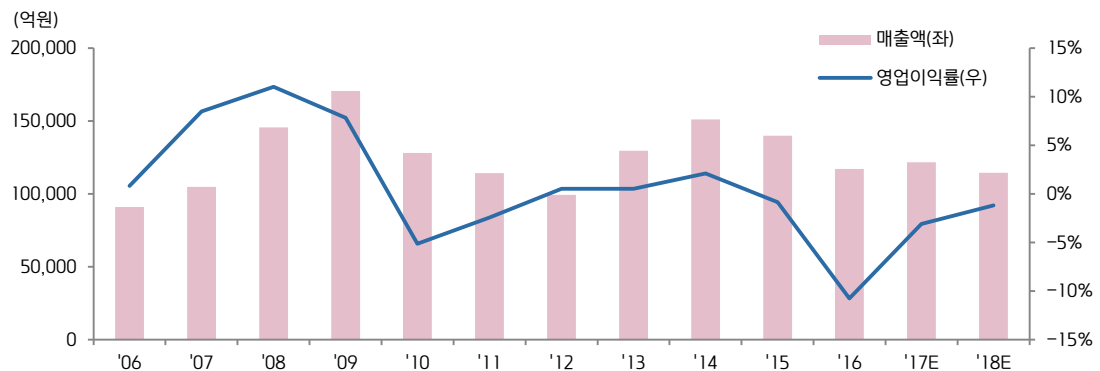
## 적자 1조원 축소

손익 측면에서는 산술적으로 접근해보자. 앞서 언급한대로 인력 효율화에 따른 비용 3,000억원과 G5 관련 재고 보상 비용 3,000억원 가량이 직접적으로 소멸될 것이다. 여기에 간접적이지만 플랫폼 통합, 유통망 효율화 효과가 더해질 것이다.

G6가 선전할 경우 ASP가 크게 상승할 것이고, 동일한 플랫폼에 기반한 보급형 파생 모델들까지 파급되면서 손익에 기여하는 폭이 확대될 것이다. 그래서 G6 판매량이 분기 200만대면 손익분기점에 도달할 수 있다는 추론이 나온다.

3년 전 G3 출시 후 분기 영업이익률은 4.0%였고, 그 해 연간 영업이익률은 2.1%를 기록했다.

## LG전자 MC 사업부 실적 추이 및 전망



자료: Gartner, 키움증권

### III. TV, ‘연착륙’ 그 이상

#### >>> 패널 가격 진정세

##### 중소형 패널 가격 진정

LCD 패널 가격 급등에 따라 HE 사업부 수익성 하락 우려가 크지만, 제품 Mix 개선을 통해 충분히 연착륙할 수 있을 것이다.

지난해 2분기 말부터 급등했던 TV용 LCD 패널 가격이 진정 국면에 접어들었다. 해가 바뀌어서도 49" 이상 대형 패널의 가격 상승세가 이어지고 있지만, 43" 이하 중소형 패널은 상승세가 멈췄다. TV 업체들의 반발로 인해 40"와 43" 패널 가격 인상이 무산됐다.

지난 8개월 동안 특히 40"와 43" 패널 가격이 급격하게 상승했고, 직전 상승 사이클(2015년 4월) 때의 고점을 넘어섰다. TV 업체들은 제품 포트폴리오 강화를 위해 40"와 43" 수요를 49" 이상으로 옮기고 있다.

##### 패널 가격 강세는 공급 이슈

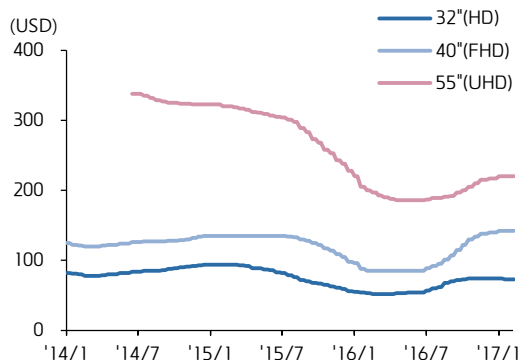
이번 패널 가격 급등은 수요에서 촉발된 것이 아니라 공급 이슈에 의한 비성장적 측면도 존재한다. 삼성디스플레이가 지난해 말 7세대 L7-1 라인을 가동 중단하면서 공급 부족이 심화됐고, 때마침 Sharp가 삼성전자에 패널 공급 중단을 통보하면서 수급 상황이 더욱 빠듯하게 됐다.

##### 패널 가격 하향 안정화 예상

우리는 향후 LCD 패널 가격이 하향 안정화될 것으로 예상한다. 1) TV 업체들의 원가 부담이 커진데다가, 2) 중국 패널 업체들의 공급 증가가 예정돼 있기 때문이다.

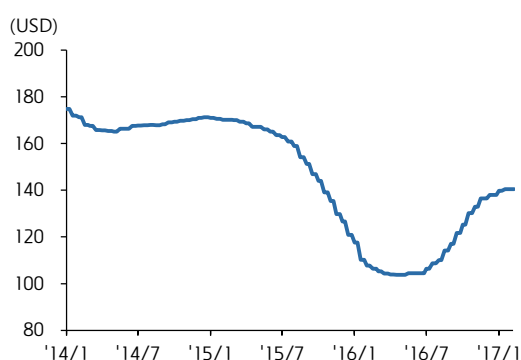
중국은 2분기 8세대 신공장 가동을 시작으로 2019년까지 총 7개의 신규 공장을 가동할 예정이다. 이미 발표된 BOE 10.5세대, CSOT 11세대 이외에도 HKC 11세대, Foxconn 11세대, CEC-Panda 11세대 등의 증설 투자가 이어질 것이다.

TV용 LCD 패널 가격 추이



자료: Witsview

TV용 LCD 패널 평균 가격 추이



자료: Witsview



## 2분기까지 수익성 압박 예상

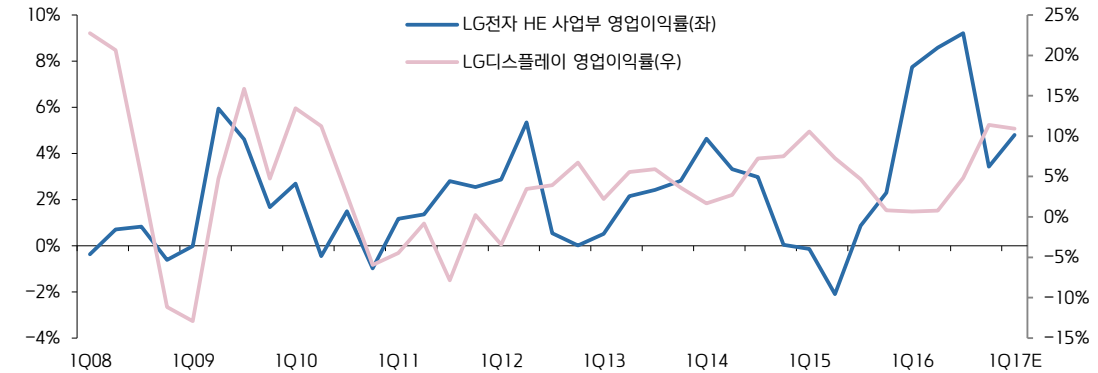
통상적으로 TV 업체들에게 패널 가격 등락 영향은 1분기 정도 후행한다.

패널 가격이 3분기부터 급등한 영향은 LG전자 HE 사업부 영업이익률이 3분기 9.2%에서 4분기 3.4%로 하락한 것으로 반영됐다. 패널 가격 추이를 감안하면 HE 사업부의 수익성 압박은 2분기까지 지속될 가능성이 높다.

이에 대해 동사는 비수기 마케팅 비용 절감, High-end 비중 확대 기조를 통해 수익성을 방어하겠다는 입장이다. 중소형 패널은 중국 조달 비중을 늘릴 계획이다.

패널 가격 전망이 맞는다면 하반기에는 다시 수익성이 반등할 것이다.

### LG전자 HE 사업부와 LG디스플레이 영업이익률 추이



자료: 각 사

## >>> 제품 경쟁력 강화

### 제품 Mix 개선 추세

지난해 HE 사업부 영업이익률이 7.1%로 역사적 최고였고, 1분기도 우려보다 선전하고 있는 배경은 High-end 제품 중심의 Mix 개선에서 찾아야 할 것이다. 동사는 분명 과거와 다른 제품 경쟁력을 보여주고 있다. OLED TV 시장을 개척해 가고 있고, UHD Trend에 능동적으로 대응하고 있다. 초슬림 벽지(Wallpaper) TV인 시그니처 OLED TV W 등에서 혁신성이 엿보인다.

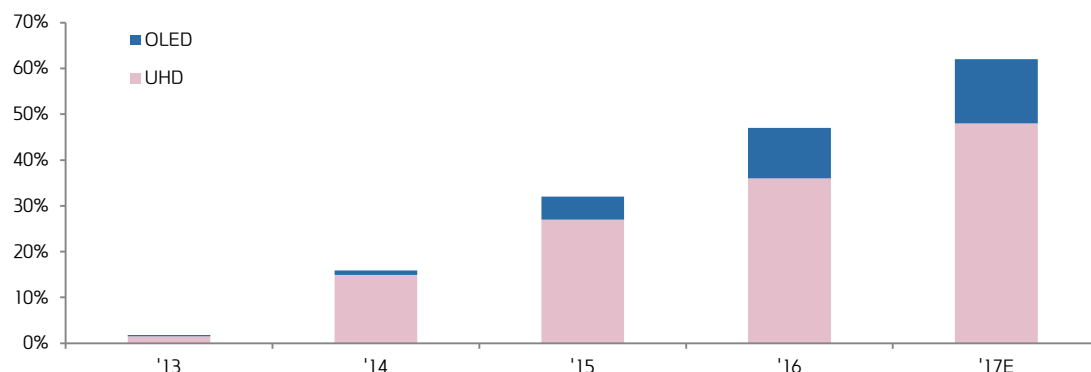
지난해 판가 2,500달러 이상 프리미엄 TV 시장에서 삼성전자를 제치고 1위에 올랐다.

### UHD 및 OLED 비중 상승세

지난해 동사 TV 매출액 중 UHD와 OLED 비중은 각각 36%, 11%였고, 둘을 합하면 47%였다.

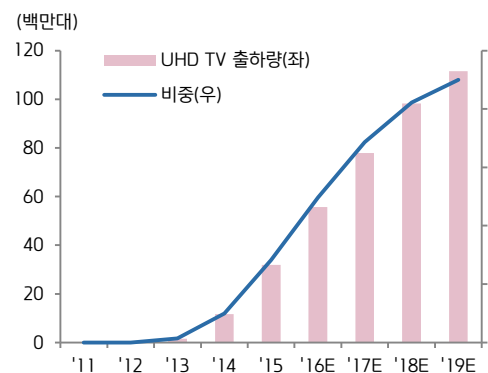
이는 2015년 대비 15%p 상승한 비중이다. 올해는 UHD와 OLED TV를 합한 비중이 62%까지 상승할 것이고, 패널 가격 압박에도 불구하고 양호한 수익성을 뒷받침할 것이다.

### LG전자 High-end TV 매출 비중 추이



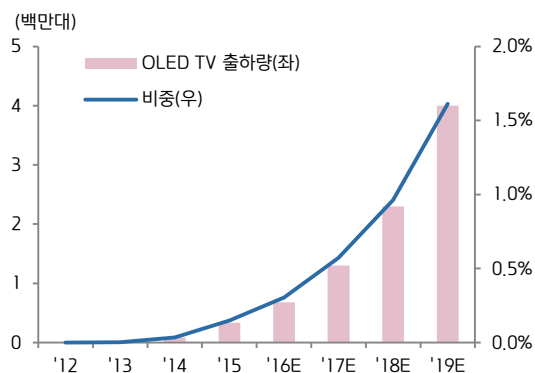
자료: LG전자, 키움증권

### UHD TV 시장 전망



자료: IHS

### OLED TV 시장 전망



자료: IHS

## OLED TV, 새로운 가능성 확인

OLED TV는 당초 기대보다 확산이 더디지만 새로운 가능성을 확인했다.

지난해 OLED TV 시장 규모는 68만대(YoY 103%)로 연초 기대치인 120만대에 미치지 못했다.

배경은 전적으로 LG전자가 철저한 프리미엄 전략을 고수한 데에 있다. 삼성전자가 시장 진입을 미루고 있는 상황에서 굳이 공격적인 가격 인하를 통해 대중화를 꾀하기 보다는 수익성 위주의 실리를 취하자는 전략적 판단이 작용했을 것이다.

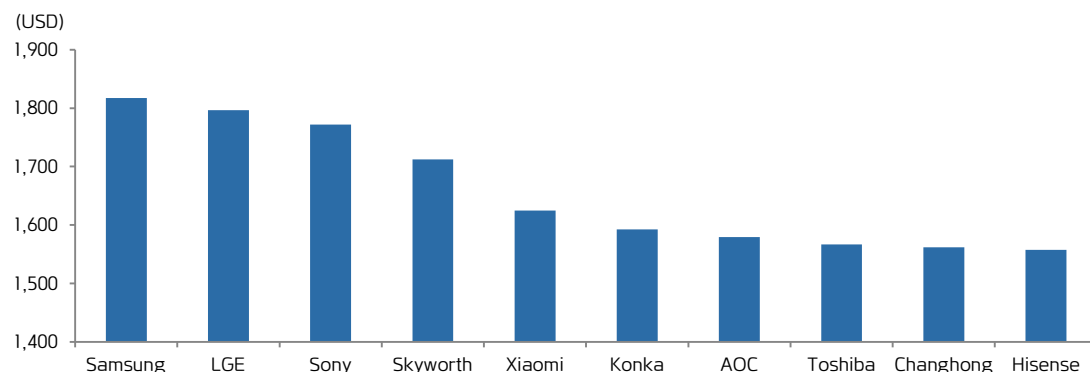
## 성공적 카테고리로 안착

OLED TV는 LG전자에게 성공적인 카테고리 자리잡았다. 지난해 TV 매출에서 11%를 차지했고, 수익성이 가장 높은 영역이 됐다.

브랜드 가치 제고에도 큰 도움을 주고 있다. 대표적인 프리미엄 사이즈인 65" UHD 기준 업체별 평균 판가를 보면, LG전자가 2015년에는 삼성전자, Sony, Hitachi에 이어 4위였지만, 2016년에는 삼성전자와 근소한 차이로 2위에 올랐다. 65" OLED TV가 늘어나고 있는 추세에 기인한다.

다만, LCD TV와 판가를 비교하면, 여전히 3배 가까운 가격 프리미엄이 존재해 대중화의 걸림돌이 되고 있다. 지난해 55" UHD TV의 ASP는 LCD가 732달러, OLED가 2,401달러였다.

## 업체별 65" TV ASP(2016년) 비교



자료: IHS, 키움증권

## 패널 골든 수율 도달

2016년을 경과하면서 달라진 OLED TV 사업 환경을 점검해 보자.

첫째, 패널 수율 면에서 UHD도 80% 이상 골든 수율에 도달했다. LCD가 10년간 이룬 성과를 OLED는 2년 만에 달성한 셈이다. 패널 단에서도 EBITDA 기준 흑자 상태다.

OLED가 LCD보다 구조가 단순한 만큼 수율이 뒷받침되는 환경에서 원가 하락 속도가 빨라질 것이다. 모바일용 OLED에서 보듯 궁극적으로 LCD보다 낮은 제조원가가 가능하다.

## 생태계 확장

둘째, LG전자 이외에 시장 참여자들이 늘어나면서 생태계가 확장되고 있다.

지난해 3분기 경쟁 구도는 LG전자 92.7%, Skyworth 5.3%, Loewe 1.1%, Konka 0.7%, Grundig, Changhong, Panasonic 순이었다.



여기에 Sony가 시장 참여를 선언함에 따라 큰 변화가 예상된다. Sony는 LG디스플레이와 OLED 패널 공급 계약을 체결하고, 올해 3분기부터 OLED TV를 출시할 예정이다. 생산 규모는 연간 10만대 수준으로 전해진다.

이 외에 Toshiba도 LG디스플레이와 OLED 패널 공급 계약을 체결했고, Panasonic이 OLED TV 신제품을 선보이는 등 일본 TV 업체들의 행보가 빨라지고 있다.

## 65"가 주류로 정착

셋째, 초대형 65"가 주류로 자리잡고 있다.

OLED TV 내 65" 비중은 2015년 12%, 2016년 31%에 이어 올해는 46%로 확대될 전망이다. 화면이 클수록 화질과 디자인(초박형 등) 면에서 OLED의 강점이 부각된다는 의미이고, OLED가 확실한 프리미엄으로 정착하고 있는 방증이다.

## 기술적 차별화 시도

넷째, 기술적으로 초슬림 벽지(Wallpaper) TV, 커브드 및 플렉시블, 크리스탈 사운드 OLED 등을 선보이며 차별화를 시도하고 있다.

이 중 크리스탈 사운드 OLED TV는 Sony가 CES 2017에서 공개한 제품으로 역시 LG디스플레이가 개발한 패널이 탑재됐다. OLED 패널에 사운드 시스템을 내재화해 패널에서 소리가 직접 나오게 하는 기술이다. BLU가 필요 없는 OLED에서만 구현 가능하며, OLED의 확장성이 기대된다.

## 올해 OLED TV 시장 130만대

올해 OLED TV 시장은 91% 성장한 130만대로 전망된다.

이 중 LG전자가 109만대를 판매해 84%의 점유율을 차지할 전망이다.

동사는 OLED TV 5개 시리즈 10종을 새롭게 선보이며 Line-up 확대에 나섰다. 이 중 'LG 시그니처 OLED TV W'는 두께가 2.57mm에 불과해 벽지 같은 느낌을 주고, 화면을 제외한 모든 부품을 별도의 사운드 시스템으로 분리해 TV 하단에 설치할 수 있도록 했다.

### LG전자 시그니처 OLED TV W



자료: LG전자

### Sony OLED TV: 크리스탈 사운드 OLED 패널 탑재



자료: Sony

## >>> 경쟁 환경 안정적

### 가격 경쟁 강도 완화

경쟁 환경은 과거 어느 때보다 안정적으로 느껴진다.

1) 시장이 성숙기에 진입한 영향이 크고, 2) 주된 경쟁 상대였던 Sony, Panasonic, Sharp, Toshiba 등 일본 업체들이 수년간 사업 규모를 줄이면서 Downsizing 전략을 전개한 결과이며, 3) 중국 TV 업체들과 중국 밖 시장에서 충돌하는 강도가 크지 않은 탓이다.

내구연수가 길고 집안 거실을 대표하는 가전인 만큼 브랜드가 중시된다.

프리미엄 시장은 삼성과 LG의 싸움으로 압축되는 경향이다.

이는 마케팅 비용 절감을 통해 수익성 개선으로 반영되고 있다.

### 국내 업체들 수익성 위주 전략

삼성전자와 LG전자는 점유율 확대보다는 수익성을 중시하는 전략을 추구하고 있다.

삼성전자는 퀀텀닷 기술에 집중하며 초프리미엄 Line-up으로 QLED TV를 선보였다. QLED는 퀀텀닷 입자에 메탈을 적용한 3세대 퀀텀닷 TV로 컬러, 밝기, 시야각 등 화질을 개선시켰다. 또한 벽에 밀착하는 노갭(No-gap) 월마운트 디자인, 케이블을 하나로 모은 인비저블 커넥션 등을 적용해 프리미엄 이미지를 부각시킬 계획이다.

LG전자는 QLED TV에 맞서기 위해 ‘나노셀’ 기술을 적용한 3세대 Super UHD TV를 출시했다. LCD 패널 위에 극미세 분자를 덧입혀 색 정확도와 색 재현력, 시야각을 향상시켰다.

### QLED vs. OLED

결국 차세대 TV 주도권 경쟁은 삼성전자의 QLED와 LG전자의 OLED로 집약되고 있다.

Sony 등 일본 업체들이 패널 기술의 열세로 인해 수세적인 상황에 처해 있는 것이 과거와 달라진 양상이다.

LG전자는 삼성전자와 주도권 논쟁을 진행하고 있는 것만으로도 잃을 게 없는 싸움이고, 글로벌 Top 2의 이미지를 고착화하는데 도움이 되고 있다.

### 차세대 TV 기술 비교

구분	구조	장점	단점
OLED	발광 유기물을 이용, 직접 컬러 구현	얇고 선명함, 플렉시블 가능	번인(Burn In) 현상
퀀텀닷	기존 LCD 개선, 백라이트유닛의 빛을 변환하여 다양한 색상을 구현	우수한 색 재현, 장기 안정성	두꺼움, 고온 안정성 떨어짐
자발광 QLED	발광할 수 있는 나노미터 사이즈의 퀀텀닷을 이용하여 원하는 색을 직접 발광	긴 수명과 낮은 제조 단가 안정성 높음	개발 초기 단계

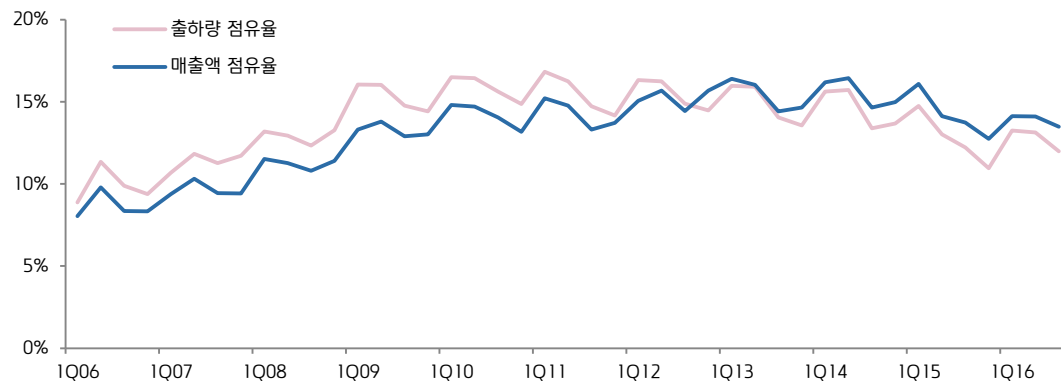
자료: 키움증권

## 매출액 점유율 정체

LG전자의 TV 점유율을 보면, 출하량 기준으로는 소폭 하락하고 매출액 기준으로는 정체돼 있는 상태다. 일부 중국 업체들이 부상하는 가운데 LG전자가 수익성을 우선시하고 있기 때문이다. 지난해 3분기 누적 점유율은 매출액 기준 13.9%, 출하량 기준 12.7%로 매출액 기준 점유율이 높게 나타난다. OLED TV의 높은 판가를 감안하면 당분간 OLED 판매 비중이 늘어날수록 매출액 점유율과 출하량 점유율간 격차가 확대될 것이다.

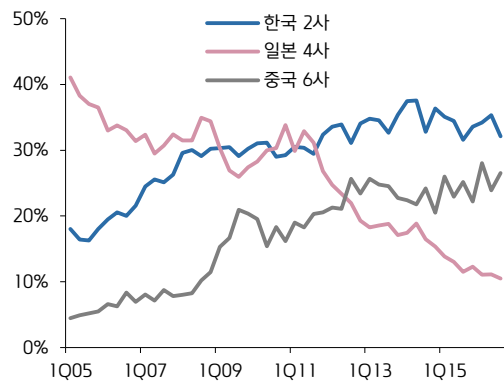
경쟁 업체 중에서는 Hisense와 TCL의 상승세가 두드러진다. 중국 업체들 중 이 두 업체만 해외 시장에서 가시적인 성과를 거두고 있다. 반면에 Toshiba와 Sharp의 존재감이 미약해지고 있다.

## LG전자 TV 점유율 추이



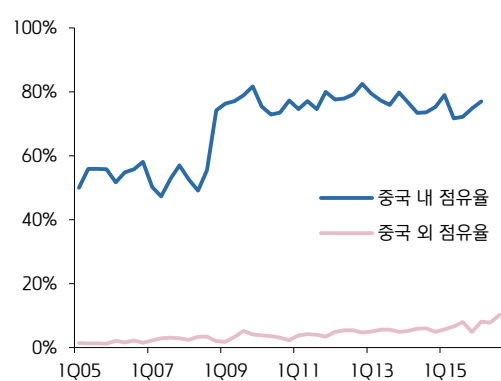
자료: IHS

## 한·중·일 3국 TV 업체 경쟁 구도



자료: IHS

## 중국 TV 6사 중국 내외 점유율 추이



자료: IHS



## IV. 가전, 글로벌 Top 2의 면모

### >>> 글로벌 2위 부상 배경

#### Electrolux 제쳐

LG전자가 가전 업계 2위로 부상했다.

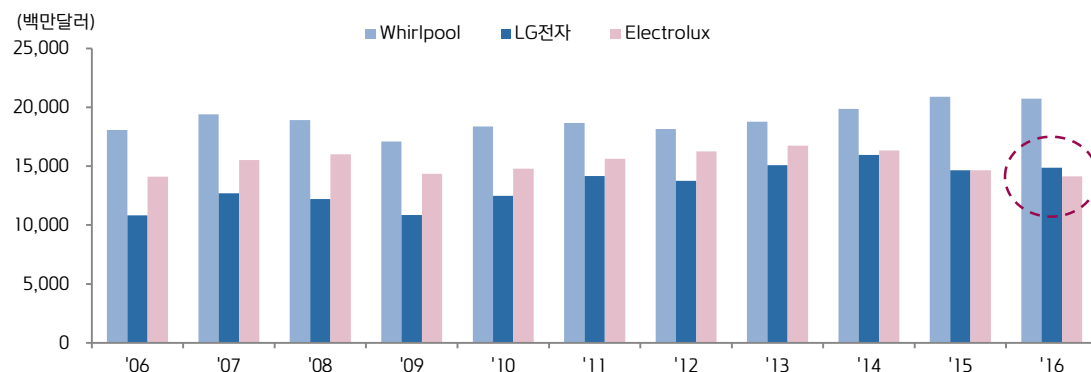
선두권 가전 업체들의 지난해 매출액을 달러화로 환산하면, Whirlpool이 207억달러로 1위였고, 그 뒤로 LG전자가 149억달러로서, 141억달러에 그친 Electrolux를 제쳤다.

#### 수익성 업계 최고

수익성은 업계 최고 수준이다.

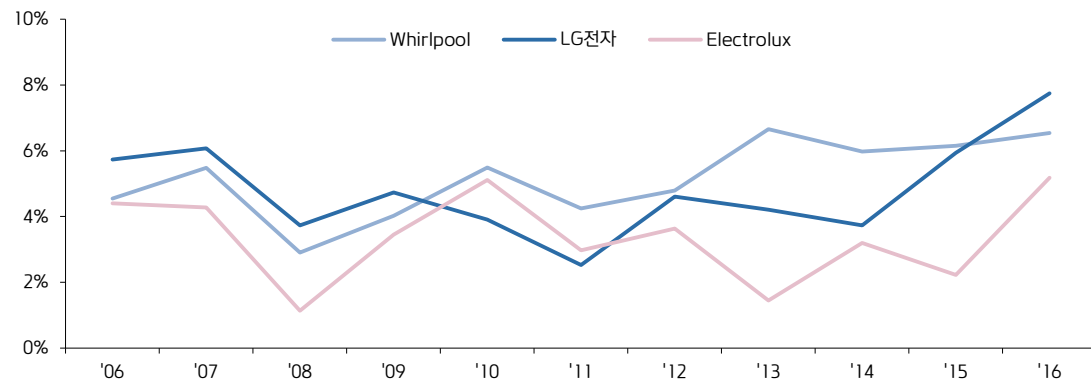
지난해 영업이익률은 7.7%로 Electrolux 5.2%, Whirlpool 6.5%보다 높았다. 영업이익 규모를 비교하면 Electrolux보다 57%나 많고, Whirlpool보다는 15% 적은 규모로서 이제는 Whirlpool과 견줄 만하다.

#### 선두권 가전 업체 매출액 추이 비교



자료: 각 사, 키움증권

#### 선두권 가전 업체 영업이익률 추이 비교



자료: 각 사, 키움증권

## 선전 배경

이처럼 가전에서 선전하고 있는 배경은 1) 트윈워시 세탁기, InstaView Door-in-Door 냉장고, 듀얼 에어컨 등 프리미엄 제품 경쟁력이 향상됐고, 2) 플랫폼 통합화, 생산지 운영 최적화 등 원가구조 개선 노력의 성과가 더해지고 있기 때문이다.

Segment별 매출 구성에 있어 High-end급 비중이 44%로 시장 평균인 30% 수준을 크게 상회한다. 당사는 Low-end급 비중을 줄여가며 사업 구조를 고도화하고 있다.

특히 프리미엄 세탁기 분야에서 글로벌 1위의 경쟁력을 유지하고 있고, 트윈워시 세탁기가 강한 모멘텀이 되고 있다. 이 외에도 인버터 에어컨 등 보이지 않는 Mix 개선 효과가 뒷받침되고 있다.

세탁기와 냉장고는 매년 Blended ASP가 상승하는 추세다.

## B2C 프리미엄화, B2B 확대 추구

중장기 전략은 'B2C의 프리미엄화'와 'B2B 확대'에 초점이 맞춰져 있다.

이를 위해 초프리미엄 브랜드 'LG Signature'와 빌트인 브랜드 'Signature Kitchen Suite'를 런칭했고, 상당한 마케팅 투자를 병행하고 있다.

올해 OLED TV W 등 Signature Line-up을 확대하고, 글로벌 지역 확산에 주력할 계획이다.

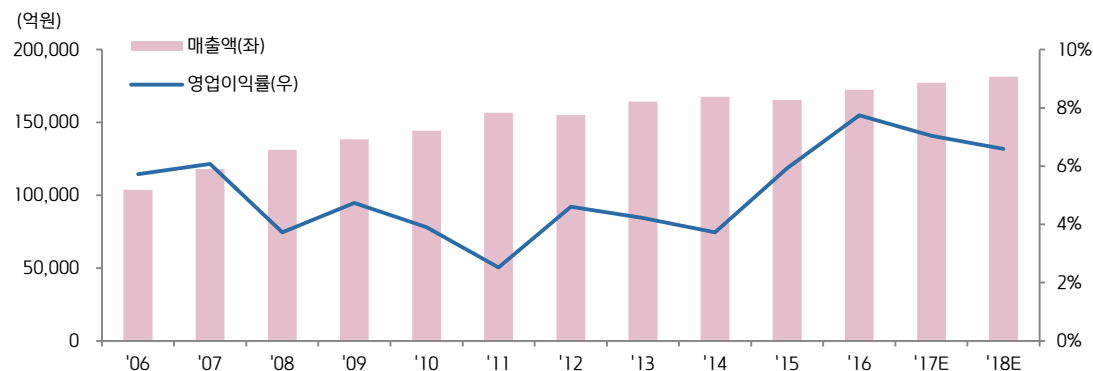
빌트인 매출 비중은 아직 미약하다. 다만, 오븐 등 주방가전 빌트인 Line-up을 완성하며 북미 유통망 공략에 본격적으로 나섰다. 국내에서는 1위 지위를 확보했다.

## LG Signature



자료: LG전자

## H&A 사업부 실적 추이 및 전망



자료: LG전자, 기움증권

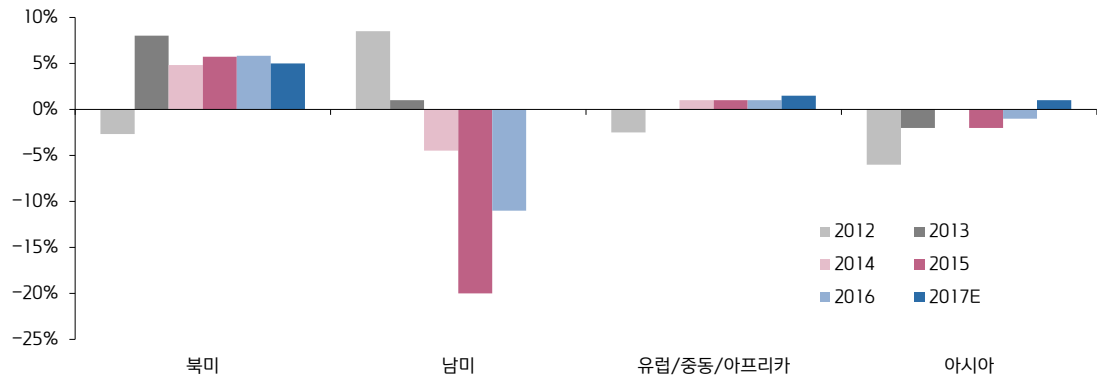
## >>> 가전 시장 환경 변화 점검

### 북미 호조 지속

올해 지역별 가전 시장은 여전히 북미가 견조하게 떠받치는 가운데, 신흥국이 침체에서 벗어날 것이다. 글로벌 저성장 기조가 고착화되는 상황에서 에너지 고효율, 프리미엄, 융복합 제품에 대한 수요가 확대 될 것이다.

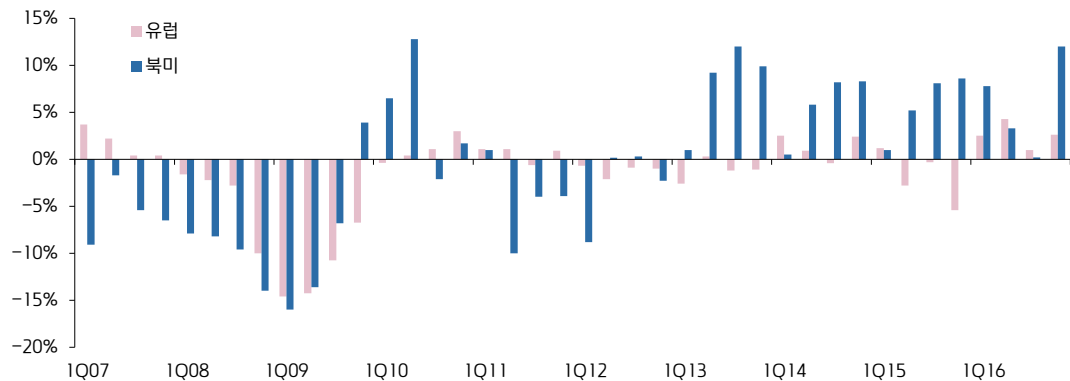
지역별 성장률은 북미 4~6%, 유럽/중동/아프리카 1~2%, 남미 0%, 아시아 0~2%로 예상된다. 북미는 다년간의 교체 사이클이 전개되고 있다. 주택 수요가 강하고, 고용과 임금 여건이 개선되고 있는 점이 우호적이다. 유럽의 경우 영국의 불안정 속에 서유럽 수요가 정체되겠지만, 러시아와 동유럽의 수요 회복세가 뚜렷하다. 남미는 인플레이션 등으로 여전히 불확실하나 브라질이 수년 간의 침체에서 벗어날 가능성이 거론된다. 아시아는 인도와 동아시아 수요가 우호적이다.

### 지역별 가전 시장 성장률 추이 및 전망



자료: Whirlpool, 키움증권

### 북미와 유럽 가전 시장 성장률(YoY) 추이



자료: Whirlpool, Electrolux, 키움증권



## 원자재 가격 반등은 부담 요인

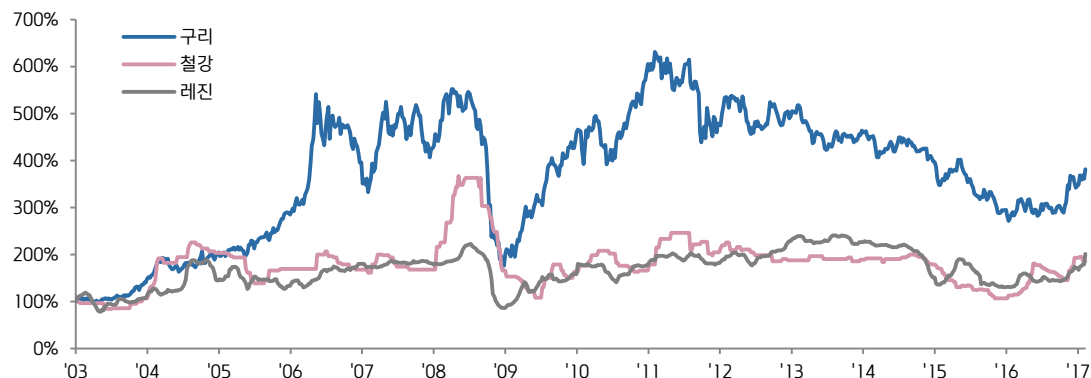
가전의 특성상 제조원가에서 원자재가 차지하는 비중이 높은 편이고, 원자재 가격의 반등이 부담을 줄 것이다.

원자재 비중은 매출액 기준 10% 정도를 차지한다. 원자재 가격이 10~20% 반등하면 이론적으로 영업이익률이 1~2%p 가량 하락할 수 있다. 환율 여건이나 원가 절감 노력과도 맞물릴 것이다. 원자재 가격이 반등하고 있지만 아직까지는 역사적 하단에 가깝다.

Electrolux는 올해 원자재 가격 상승에 따른 원가 부담이 9억 스웨덴크로나 증가할 것으로 예상했고, 이는 지난해 영업이익의 14%에 해당한다.

반면에, Whirlpool은 올해 원재료 상승분을 감안하고도 원가 절감을 통해 영업이익률이 1.5%p 개선될 수 있다고 제시해 대조적이다.

### 가전 주요 원재료 가격 추이



자료: Datastream,  
주: 2003. 1. 3 가격을 100%로 환산

## 손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	590,408	565,090	553,670	577,659	591,745
매출원가	452,991	436,351	420,180	435,285	445,367
매출총이익	137,416	128,739	133,490	142,373	146,378
판매비및일반관리비	119,131	116,817	120,112	124,875	127,208
영업이익(보고)	18,286	11,923	13,378	17,498	19,170
영업이익(핵심)	18,286	11,923	13,378	17,498	19,170
영업외손익	-6,103	-5,992	-6,160	334	144
이자수익	942	934	1,185	1,281	1,321
배당금수익	3	8	3	3	4
외환이익	15,170	21,014	14,768	7,423	3,711
이자비용	4,204	4,522	4,213	4,116	4,116
외환손실	19,582	25,239	15,635	7,423	3,711
관계기업지분법손익	3,048	3,812	2,688	4,321	4,119
투자및기타자산처분손익	-75	-55	7	0	0
금융상품평가및기타금융이익	953	1,203	757	0	0
기타	-2,358	-3,146	-5,721	-1,155	-1,183
법인세차감전이익	12,183	5,931	7,217	17,832	19,314
법인세비용	5,398	3,402	5,954	3,648	4,103
유효법인세율 (%)	44.3%	57.3%	82.5%	20.5%	21.2%
당기순이익	5,014	2,491	1,263	14,184	15,212
지분법적용순이익(억원)	3,994	1,244	769	13,395	14,347
EBITDA	37,697	31,250	30,655	33,767	35,372
현금순이익(Cash Earnings)	24,425	21,819	18,540	30,453	31,413
수정당기순이익	4,525	2,002	1,130	14,184	15,212
증감률(% YoY)					
매출액	4.0	-4.3	-2.0	4.3	2.4
영업이익(보고)	46.4	-34.8	12.2	30.8	9.6
영업이익(핵심)	46.4	-34.8	12.2	30.8	9.6
EBITDA	18.6	-17.1	-1.9	10.2	4.8
지배주주지분 당기순이익	125.9	-68.9	-38.2	1,642.3	7.1
EPS	125.9	-68.9	-38.2	1,642.3	7.1
수정순이익	125.0	-55.8	-43.6	1,155.8	7.2

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	20,292	26,188	11,025	28,360	27,831
당기순이익	5,014	2,491	1,263	14,184	15,212
감가상각비	15,180	15,140	13,141	12,887	13,623
무형자산상각비	4,231	4,187	4,137	3,382	2,578
외환손익	1,476	1,059	866	0	0
자산처분손익	137	406	-7	0	0
지분법손익	-3,044	-3,595	-2,688	-4,321	-4,119
영업활동자산부채 증감	-23,195	-11,633	-1,315	322	-1,548
기타	20,494	18,132	-4,372	1,905	2,085
투자활동현금흐름	-23,967	-19,332	-18,343	-18,799	-21,514
투자자산의 처분	203	984	88	62	-296
유형자산의 처분	1,006	816	0	0	0
유형자산의 취득	-21,659	-17,473	-18,193	-19,102	-20,057
무형자산의 처분	-4,005	-4,816	0	0	0
기타	489	1,156	-238	242	-1,160
재무활동현금흐름	643	-1,889	532	385	1,078
단기차입금의 증가	0	0	-2,411	0	0
장기차입금의 증가	1,378	-806	-1,000	-1,000	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-735	-1,090	-729	-909	-1,089
기타	0	7	4,672	2,293	3,167
현금및현금성자산의순증가	-4,009	4,658	-6,786	9,946	7,395
기초현금및현금성자산	26,453	22,444	27,102	20,316	30,261
기말현금및현금성자산	22,444	27,102	20,316	30,261	37,656
Gross Cash Flow	43,487	37,821	12,341	28,037	29,379
Op Free Cash Flow	-19,265	-9,509	111	11,407	9,694

## 대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	174,827	163,976	159,236	167,162	184,253
현금및현금성자산	22,444	27,102	20,316	30,261	37,656
유동금융자산	959	1,535	1,558	1,535	1,644
매출채권및유동채권	94,311	86,577	87,871	86,593	92,726
재고자산	57,113	48,727	49,455	48,736	52,188
기타유동비금융자산	0	36	37	36	39
비유동자산	195,857	199,163	204,610	211,322	221,440
장기매출채권및기타채권	11,212	11,166	11,333	11,168	11,959
투자자산	48,994	52,282	54,462	58,747	63,058
유형자산	105,969	104,603	107,954	114,170	120,604
무형자산	13,943	14,733	14,236	10,855	8,276
기타비유동자산	15,739	16,380	16,624	16,383	17,543
자산총계	370,684	363,139	363,846	378,485	405,693
유동부채	156,806	147,797	148,316	146,479	155,300
매입채무및기타유동채무	122,882	117,853	119,614	117,876	126,224
단기차입금	11,648	9,100	6,689	6,689	6,689
유동성장기차입금	14,108	14,161	15,230	15,230	15,230
기타유동부채	8,168	6,683	6,783	6,684	7,158
비유동부채	83,967	85,507	92,340	94,631	97,806
장기매입채무및비유동채무	997	1,102	115	114	122
사채및장기차입금	64,269	65,011	68,158	68,158	68,158
기타비유동부채	18,701	19,394	24,066	26,359	29,526
부채총계	240,773	233,304	240,656	241,110	253,106
자본금	9,042	9,042	9,042	9,042	9,042
주식발행초과금	30,882	30,882	30,882	30,882	30,882
이익잉여금	90,810	90,165	88,722	102,117	116,464
기타자본	-13,540	-13,823	-18,571	-18,571	-18,571
지배주주지분자본총계	117,194	116,266	110,075	123,470	137,817
비지배지분자본총계	12,717	13,569	13,116	13,905	14,769
자본총계	129,911	129,835	123,191	137,375	152,586
순차입금	66,621	59,636	68,204	58,281	50,777
총차입금	90,024	88,273	90,077	90,077	90,077

## 투자지표

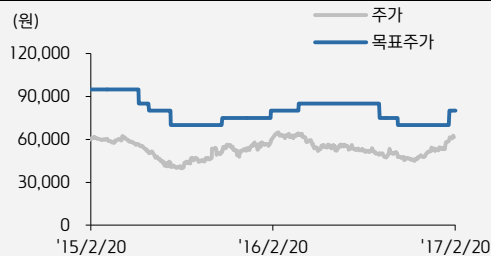
(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,208	688	425	7,407	7,934
BPS	64,808	64,294	60,871	68,278	76,212
주당EBITDA	20,846	17,281	16,952	18,673	19,560
CFPS	13,507	12,066	10,253	16,840	17,371
DPS	400	400	500	600	600
주가배수(배)					
PER	26.8	78.2	144.4	8.3	7.7
PBR	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.1	7.9	7.9	5.0	4.6
PCFR	4.4	4.5	6.0	3.6	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.1	2.1	2.4	3.0	3.2
영업이익률(핵심)	3.1	2.1	2.4	3.0	3.2
EBITDA margin	6.4	5.5	5.5	5.8	6.0
순이익률	0.8	0.4	0.2	2.5	2.6
자기자본이익률(ROE)	3.9	1.9	1.0	10.9	10.5
투자자본이익률(ROIC)	7.0	3.5	1.7	9.6	10.1
안정성(%)					
부채비율	185.3	179.7	195.4	175.5	165.9
순차입금비율	51.3	45.9	55.4	42.4	33.3
이자보상배율(배)	4.3	2.6	3.2	4.3	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	6.5	6.2	6.3	6.6	6.6
재고자산회전율	11.2	10.7	11.3	11.8	11.7
매입채무회전율	5.0	4.7	4.7	4.9	4.8

## 투자의견 변동내역

## 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
LG전자 (066570)	2015/03/31	BUY(Maintain)	95,000원
	2015/04/13	BUY(Maintain)	95,000원
	2015/04/30	BUY(Maintain)	95,000원
	2015/05/06	BUY(Maintain)	95,000원
	2015/05/27	BUY(Maintain)	85,000원
	2015/06/16	BUY(Maintain)	80,000원
	2015/07/30	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/09/08	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/02	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/05	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/22	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/10/30	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/11/03	BUY(Maintain)	70,000원
	2015/11/10	BUY(Maintain)	75,000원
	2015/12/11	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/01/27	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/02/16	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/02/22	BUY(Maintain)	80,000원
	2016/04/12	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/04/15	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/04/29	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/06/02	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/06/09	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/11	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/07/29	BUY(Maintain)	85,000원
	2016/09/21	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/10/10	BUY(Maintain)	75,000원
	2016/10/28	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/11/01	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	70,000원
	2016/12/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2017/01/09	BUY(Maintain)	70,000원
	2017/01/26	BUY(Maintain)	70,000원
	2017/02/08	BUY(Maintain)	80,000원
	2017/02/20	BUY(Maintain)	80,000원



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## 투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%