LG디스플레이 (034220)

이익 성장은 분명하다

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

Buy (Maintain)

목표주가(6M)	36,000원
종가(2017/02/09)	29,350원

Stock Indicator

자본금	1,789십억원
발행주식수	35,782만주
시가총액	10,502십억원
외국인지분율	33.6%
배당금(2015)	500원
EPS(2016E)	2,603원
BPS(2016E)	36,096원
ROE(2016E)	7.4%
52주 주가	20,950~32,500원
60일평균거래량	1,393,065주
60일평균거래대금	42.3십억원

Price Trend

LCD TV 패널 가격 상승폭 점차 둔화될 것으로 전망

당사는 다음의 2가지를 근거로 LCD TV 패널 가격 상승폭이 하반기로 갈수록 점차 둔화될 것으로 전망하고 있다. 첫째, 2분기를 기점으로 TV 업체들의 재고 축적이 일정 수준 마무리가 될 경우 하반기 LCD TV 패널 수급은 완화될 가능성이 있다. 둘째, TV 세트 업체들의 수익성 중심 전략에 따른 대형 제품 비중 확대와 Promotion 여력 축소로 인해 LCD TV 평균 가격이 상승할 수 있다. 따라서 17년 LCD TV 수요가 당초 기대 대비 약할 수 있다는 판단이다.

17년 큰 폭의 실적 개선은 분명하다

지난 4Q16부터 수익성이 악화된 주요 TV 세트 업체들은 17년에 진입하면서 수익성이 낮은 32"~42" LCD TV 제품 비중을 축소하고 49"~65" 제품 비중을 확대할 것으로 전망된다. 이는 동사의 가동률 상승과 출하면적 증가에 따른 실적 개선에 긍정적이다. 또한 전방 업체들의 수요 변화로 49"~65" LCD TV 패널 가격은 상대적으로 강보합세를 나타내며 당분간 소폭의 상승세를 이어갈 것으로 전망된다. 이를 반영한 동사의 1Q17 실적은 계절적 최대 비수기임에도 불구하고 매출액 6.8조원 (YoY: +13%, QoQ: -15%), 영업이익 7,910억원 (YoY: +1902%, QoQ: -12%)의 호실적을 기록할 것으로 추정된다.

Multiple에 대한 고민은 여전

동사에 대한 매수 투자의견 유지, 목표주가는 36,000원으로 하향 조정한다. 당사가 동사 주가에 대해 신중하게 고민하는 것은 LCD 업황이 아닌 Multiple이다. 지난해 동사 주가에 적용된 16년 실적 기준 P/B 배수 최대값이 0.9배에 불과하였다는 점을 돌이켜볼 필요가 있다. 지난해 LCD 업황 상승 Cycle 국면에서 10월에 LCD TV 패널 가격이 한달간 평균 7%나 상승하며 사상 최대치 상승폭을 기록하는 등 지금까지 볼 수 없었던 경험을 했음에도 불구하고 말이다. 그러나 하반기에 진입할수록 ① LCD TV 패널 가격 상승폭 둔화와 소폭의 하락 반전 가능성, ② 18~19년 중화권 업체들의 11세대 LCD 생산 설비 가동 본격화, ③ iPhone 신제품의 Flexible OLED 채택에 따른 LTPS LCD 출하량 감소, ④ IT Indicator 중 하나인 유가 YoY 증감률 하락 등의 요인들이 주가 Multiple 부담 요인으로 작용할 수 있기 때문에 Trading 관점에서 접근하는 것이 바람직해 보인다

LCD TV 패널 가격 상승폭 점차 둔화될 것으로 전망

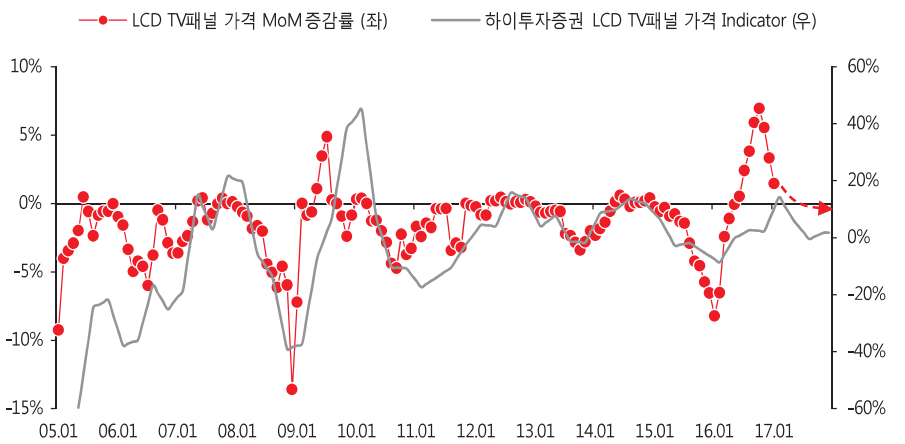
당사는 다음의 2가지를 근거로 LCD TV 패널 가격 상승폭이 하반기로 갈수록 점차 둔화될 것으로 전망하고 있다.

첫째, 계절적 최대 비수기임에도 LCD 수급이 Tight하게 이어지고 있는 이유는 TV 세트 업체들의 재고 축적 수요 때문이다. 2분기를 기점으로 TV 세트 업체들의 재고 축적이 일정 수준 마무리가 될 경우 하반기 LCD TV 패널 수급은 다소 완화될 가능성이 있다.

둘째, 앞서 언급한 바와 같이 TV 세트 업체들의 수익성 중심 전략에 따른 대형 제품 비중 확대와 Promotion 여력 축소로 인해 LCD TV 평균 가격이 상승할 수 있다. 따라서 17년 LCD TV 수요가 당초 기대 대비 약할 수 있다는 판단이다.

물론 전반적인 패널 공급 부족 현상이 발생하게 되면 패널 업체들의 가격 협상력이 높아질 수 있지만 성장이 정체된 TV 시장에서 세트 업체들이 적자를 감수하면서까지 판매량을 공격적으로 늘릴 가능성이 낮다. 또한 현재 TV 세트 업체들의 수요가 강한 것은 실제 판매를 위한 것이 아닌 하반기를 대비한 재고 축적의 목적이다. 삼성디스플레이 7세대 생산 설비 가동 중단, Sharp의 삼성전자 VD 공급 중단에 따른 TV 세트 업체들의 패널 구매 영향은 이미 1Q17 LCD TV 패널 가격에 반영되고 있는 것으로 볼 수 있다. 따라서 당사는 17년에도 LCD TV 패널 가격 상승세가 지속되겠지만 상승폭이 점차 둔화될 것으로 전망한다.

<그림1> LCD TV 패널 가격 월별 증감률 추이 및 전망



자료: Witsview, 하이투자증권

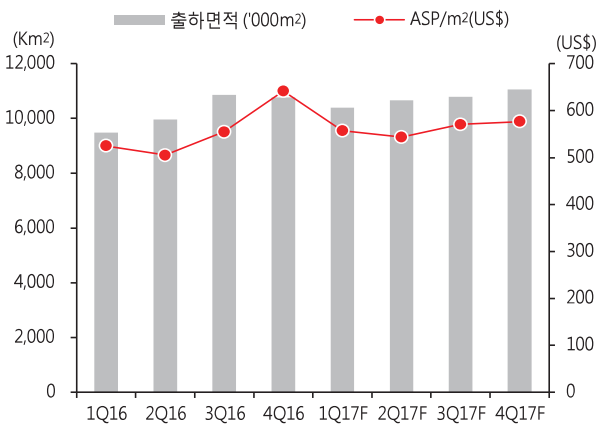
17년 큰 폭의 실적 개선은 분명하다

지난 4Q16부터 수익성이 악화된 주요 TV 세트 업체들은 17년에 진입하면서 수익성이 낮은 32"~42" LCD TV 제품 비중을 축소하고 49"~65" 제품 비중을 확대할 것으로 전망된다. 제품별 LCD TV 세트 가격에서 패널 가격이 차지하는 비중을 살펴보면 평균인 39%를 상회하는 32", 42" LCD TV는 적자가 발생하는 반면 아직까지 여유가 남아있는 49", 55", 65" 등 대형 제품은 흑자가 유지되고 있을 것으로 추정되기 때문이다.

LCD TV 패널/세트 재고 수준이 높았다면 TV 세트 업체들은 전반적으로 패널 구매량을 축소하여 패널 가격 하락을 유도하는 보수적 구매 전략을 펼쳤겠지만 현재 재고 수준은 건전한 상황이다. 따라서 TV 세트 업체들은 고정비를 상쇄하기 위해 일정 수준의 제품 생산이 불가피하다는 점을 감안할 때 올해는 'Q' 감소를 'P'로 상쇄하는 수익성 중심의 제품 판매 전략을 가져갈 것으로 예상된다.

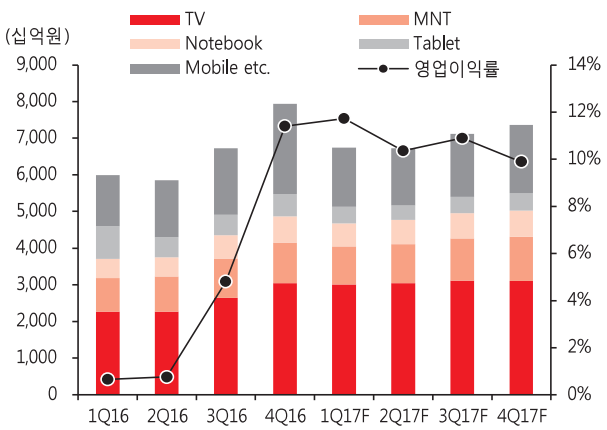
주요 TV 세트 업체들이 17년에 진입하면서 수익성 낮은 32"~42" 제품 비중을 축소하고 49"~65" 대면적 제품 비중을 확대할 경우 단기적으로 동사의 가동률 상승과 출하면적 증가에 따른 실적 개선에 긍정적이다. 또한 전방 업체들의 수요 변화로 49"~65" LCD TV 패널 가격은 상대적으로 강보합세를 나타내며 당분간 소폭의 상승세를 이어갈 것으로 전망된다. 32"~42" LCD TV 패널 가격은 1Q17을 기점으로 점진적인 하락 반전이 나타날 수 있겠지만 대형 제품 비중이 높은 동사 실적에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 이를 반영한 동사의 1Q17 실적은 계절적 최대 비수기임에도 불구하고 매출액 6.8조원 (YoY: +13%, QoQ: -15%), 영업이익 7,910억원 (YoY: +1902%, QoQ: -12%)의 호실적을 기록할 것으로 추정된다.

<그림2> LG디스플레이 분기별 출하면적과 ASP 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<그림3> LG디스플레이 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 하이투자증권

<표1> LG디스플레이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
원/달러 평균 환율	1,201	1,163	1,121	1,157	1,165	1,160	1,155	1,155	1,131	1,161	1,159
출하면적('000m²)	9,483	9,960	10,857	10,770	10,395	10,658	10,795	11,060	39,683	41,070	42,909
YoY	-3%	2%	10%	5%	10%	7%	-1%	3%	6%	3%	4%
QoQ	-8%	5%	9%	-1%	-3%	3%	1%	2%	-	-	-
ASP/m²(US$)	525	505	555	642	557	544	571	577	631	557	562
YoY	-19%	-18%	-11%	2%	6%	8%	3%	-10%	-6%	-12%	1%
QoQ	-17%	-4%	10%	16%	-13%	-2%	5%	1%	-	-	-
매출액	5,989	5,855	6,724	7,936	6,750	6,720	7,116	7,368	28,384	26,504	27,955
YoY	-15%	-13%	-6%	6%	13%	15%	6%	-7%	7%	-7%	5%
QoQ	-20%	-2%	15%	18%	-15%	0%	6%	4%	-	-	-
매출원가	5,363	5,245	5,784	6,308	5,331	5,386	5,660	5,957	24,070	22,700	22,334
매출원가율	90%	90%	86%	79%	79%	80%	80%	81%	85%	86%	80%
매출총이익	626	610	940	1,628	1,419	1,334	1,456	1,412	4,314	3,805	5,621
판매비 및 관리비	587	566	616	724	627	638	681	683	2,689	2,493	2,630
판관비율	10%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	9%	9%	9%	9%
영업이익	40	44	323	904	791	696	775	729	1,626	1,311	2,991
YoY	-95%	-91%	-3%	1392%	1902%	1468%	140%	-19%	20%	-19%	128%
QoQ	-35%	12%	628%	180%	-12%	-12%	11%	-6%	-	-	-
영업이익률	1%	1%	5%	11%	12%	10%	11%	10%	6%	5%	11%
EBITDA	853	833	1,024	1,624	1,550	1,532	1,625	1,624	5,001	4,333	6,317
EBITDA Margin	14%	14%	15%	20%	23%	23%	23%	22%	18%	16%	23%
당기순이익	1	-84	190	825	621	556	518	441	1,023	932	2,137
당기순이익률	0%	-1%	3%	10%	9%	8%	7%	6%	4%	4%	8%
부문별 매출 및 비중											
TV	2,272	2,273	2,641	3,042	3,011	3,044	3,119	3,110	11,001	10,228	12,284
MNT	914	951	1,077	1,112	1,032	1,071	1,142	1,203	4,579	4,054	4,449
Notebook	527	527	631	714	627	654	696	710	2,491	2,399	2,687
Tablet	880	550	559	609	464	396	443	477	2,422	2,598	1,780
Mobile etc.	1,396	1,554	1,815	2,459	1,615	1,555	1,716	1,868	7,891	6,352	5,949
TV	38%	39%	39%	38%	45%	45%	44%	42%	39%	39%	44%
MNT	15%	16%	16%	14%	15%	16%	16%	16%	16%	15%	16%
Notebook	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	9%	9%	10%
Tablet	15%	9%	8%	8%	7%	6%	6%	6%	9%	10%	6%
Mobile etc.	23%	27%	27%	31%	24%	23%	24%	25%	28%	24%	21%

자료: LG디스플레이, 하이투자증권

Mutiple에 대한 고민은 여전

동사에 대한 매수 투자의견 유지, 목표주가는 36,000원으로 하향 조정한다. 당사가 동사 주가에 대해 신중하게 고민하는 것은 LCD 업황이 아닌 Multiple이다. 17년 LCD 업황은 TV 세트 업체들의 수익성 악화로 다소 우려되는 점들이 있긴 하지만 ① 제한적인 공급 증가와 ② LCD TV 패널 수량 성장은 제한적이나 면적 성장이 이어지면서 분명 좋을 수 있다는 판단이다.

그러나 우리는 지난해 동사 주가에 적용된 16년 실적 기준 P/B 배수 최대값이 0.9배에 불과하였다는 점을 돌이켜볼 필요가 있다. 지난해 LCD 업황 상승 Cycle 국면에서 10월에 LCD TV 패널 가격이 한달간 평균 7%나 상승하며 사상 최대치 상승폭을 기록하는 등 지금까지 볼 수 없었던 경험을 했음에도 불구하고 말이다. 물론 16년의 가파른 LCD TV 패널 가격 상승과 17년 Tight한 수급 영향으로 ROE가 전년의 7%에서 14%까지 크게 개선될 수 있다는 점은 분명하다.

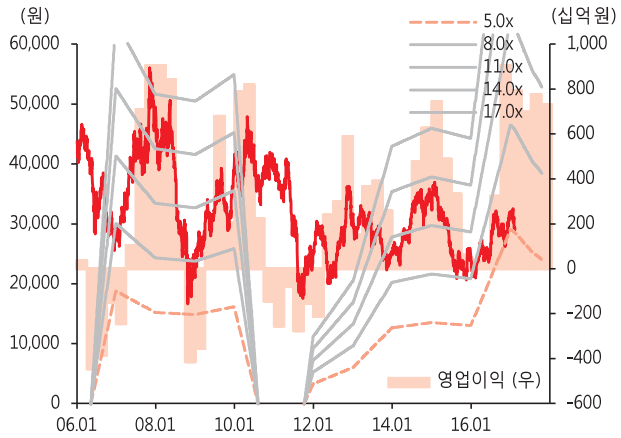
그러나 하반기에 진입할수록 ① LCD TV 패널 가격 상승폭 둔화와 소폭의 하락 반전 가능성, ② 18~19년 중화권 업체들의 11세대 LCD 생산 설비 가동 본격화, ③ iPhone 신제품의 Flexible OLED 채택에 따른 LTPS LCD 출하량 감소, ④ IT Indicator 중 하나인 유가 YoY 증감률 하락 등의 요인들이 주가 Multiple 부담 요인으로 작용할 수 있기 때문에 Trading 관점에서 접근하는 것이 바람직해 보인다

<표2> LG디스플레이 목표주가 산출

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	
EPS (원)	3,232	-2,155	652	1,191	2,527	2,701	2,603	5,805	
BPS (원)	30,843	28,271	28,534	29,655	31,948	34,076	36,096	41,331	
고점 P/B (배)	1.60	1.45	1.23	1.10	1.12	1.08	0.89	0.79	최근 5년간 평균: 1.08
평균 P/B (배)	1.34	1.05	0.94	0.91	0.95	0.81	0.74	0.75	최근 5년간 평균: 0.87
저점 P/B (배)	1.14	0.61	0.69	0.70	0.72	0.60	0.58	0.70	최근 5년간 평균: 0.66
ROE	10.9%	-7.4%	2.3%	4.0%	8.1%	8.4%	7.2%	14.9%	
Target P/B (배)								0.87	최근 5년간 P/B 배수 평균값 적용
적용 BPS (원) = 17년								41,331	
적정주가 (원)								35,989	
목표주가 (원)								36,000	
전일 종가 (원)								29,150	
상승 여력								23%	

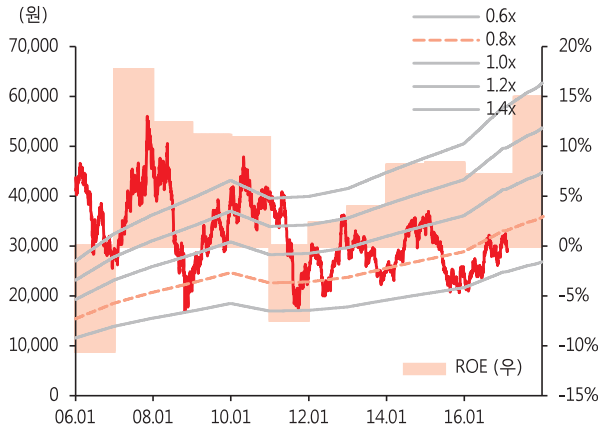
자료: 하이투자증권

<그림4> LG디스플레이 12개월 Forward P/E Chart



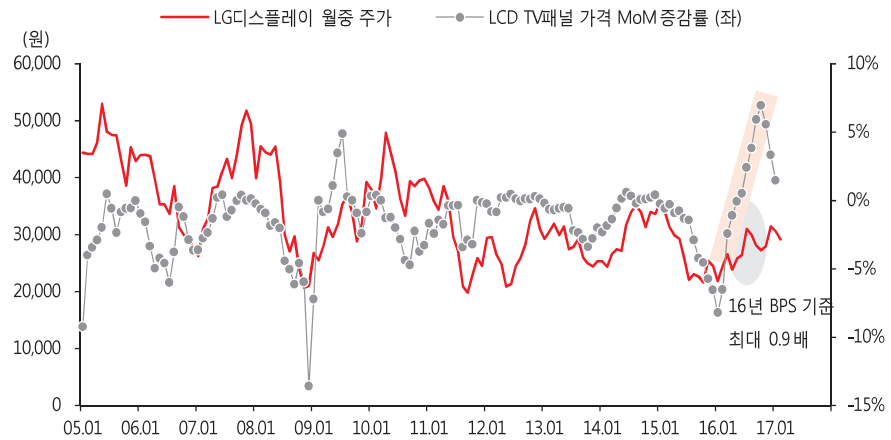
자료: 하이투자증권

<그림5> LGD디스플레이 12개월 Forward P/B Chart



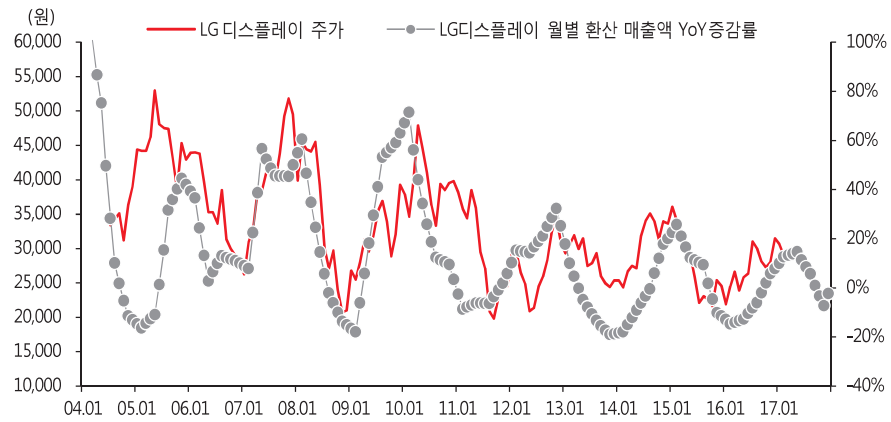
자료: 하이투자증권

<그림6> LCD TV 크기별 세트 ASP 내 패널 ASP 비중 추이



자료: IHS, 하이투자증권

<그림7> LG디스플레이 주가와 월별 환산 매출액 YoY 증감률 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	9,532	9,272	9,444	10,229
현금 및 현금성자산	752	1,470	1,477	2,509
단기금융자산	1,777	1,688	1,705	1,620
매출채권	4,204	3,373	3,464	3,316
재고자산	2,352	2,279	2,360	2,368
비유동자산	13,046	14,875	17,512	18,795
유형자산	10,546	12,312	14,950	16,210
무형자산	839	832	823	806
자산총계	22,577	24,147	26,956	29,024
유동부채	6,607	7,053	6,940	7,004
매입채무	4,928	5,045	5,096	5,078
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	1,416	1,416	1,416	1,416
비유동부채	3,265	3,746	4,756	5,451
사채	1,282	1,282	1,282	1,282
장기차입금	1,527	2,027	3,027	3,727
부채총계	9,872	10,800	11,695	12,455
지배주주지분	12,193	12,916	14,789	16,117
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	8,159	8,911	10,809	12,162
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	512	432	472	452
자본총계	12,705	13,348	15,261	16,569

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	28,384	26,504	27,955	27,794
증가율(%)	7.3	-6.6	5.5	-0.6
매출원가	24,070	22,700	22,334	23,005
매출총이익	4,314	3,805	5,621	4,789
판매비와관리비	2,567	2,379	2,510	2,488
연구개발비	122	114	120	119
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,626	1,311	2,991	2,181
증가율(%)	19.8	-19.3	128.1	-27.1
영업이익률(%)	5.7	4.9	10.7	7.8
이자수익	57	68	70	90
이자비용	128	119	143	153
지분법이익(손실)	19	18	19	19
기타영업외손익	-53	66	90	76
세전계속사업이익	1,434	1,316	3,006	2,190
법인세비용	411	385	870	637
세전계속이익률(%)	5.1	5.0	10.8	7.9
당기순이익	1,023	932	2,137	1,553
순이익률(%)	3.6	3.5	7.6	5.6
지배주주귀속 순이익	967	932	2,077	1,532
기타포괄이익	-20	-30	-25	-25
총포괄이익	1,003	902	2,112	1,528
지배주주귀속총포괄이익	948	902	2,053	1,507

현금흐름표 (단위:십억원)

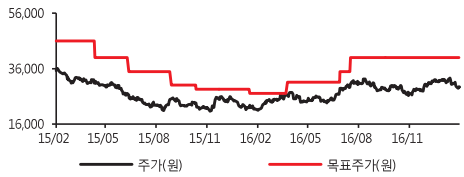
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	2,727	5,064	5,794	5,796
당기순이익	1,023	932	2,137	1,553
유형자산감가상각비	2,969	2,644	2,971	3,251
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	19	18	19	19
투자활동 현금흐름	-2,732	-4,845	-6,176	-4,977
유형자산의 처분(취득)	-1,918	-4,410	-5,610	-4,510
무형자산의 처분(취득)	-294	-370	-360	-350
금융상품의 증감	109	630	24	946
재무활동 현금흐름	-174	418	918	618
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	-369	481	1,010	695
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-138	719	7	1,032
기초현금및현금성자산	890	752	1,470	1,477
기말현금및현금성자산	752	1,470	1,477	2,509

주요투자지표

	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	2,701	2,603	5,805	4,281
BPS	34,076	36,096	41,331	45,042
CFPS	11,000	9,994	14,110	13,366
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	9.1	11.3	5.1	6.9
PBR	0.7	0.8	0.7	0.7
PCR	2.2	2.9	2.1	2.2
EV/EBITDA	2.3	3.1	2.2	2.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.2	7.4	15.0	9.9
EBITDA이익률	16.2	14.9	21.3	19.5
부채비율	77.7	80.9	76.6	75.2
순부채비율	13.3	11.7	16.7	13.9
매출채권회전율(x)	7.3	7.0	8.2	8.2
재고자산회전율(x)	11.1	11.4	12.1	11.8

자료 : LG디스플레이, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-02-13	Buy	36,000
2016-07-27	Buy	40,000
2016-07-08	Buy	35,000
2016-04-04	Buy	31,000
2016-01-27	Buy	27,000
2015-10-22	Buy	28,500
2015-09-07	Buy	30,000
2015-06-22	Buy	35,000
2015-04-22	Buy	40,000

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 간섭없이 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 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)-Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-