글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

디스플레이
Results Comment
2018.1.24

LG디스플레이 (034220)

생각보다 빨리 찾아온 바닥

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	42,000원
현재주가(18/01/23)	32,550원
상승여력	29%

영업이익(17F,십억원)	2,462
Consensus 영업이익(17F,십억원)	2,662
EPS 성장률(17F,%)	99.3
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.9
P/E(17F,x)	5.9
MKT P/E(17F,x)	10.2
KOSPI	2,536.60
시가총액(십억원)	11,647
발행주식수(백만주)	358
유동주식비율(%)	62.1
외국인 보유비중(%)	26.5
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	27,300
52주 최고가(원)	38,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.5	-4.8	0.2
상대주가	4.4	-8.1	-18.4

[디스플레이]

김철중
02-3774-1464
chuljoong.kim@miraeasset.com

4Q17 Review: 시장 예상치 하회

LG디스플레이의 3분기 매출액은 7.1조원(-10.2% YoY, +2.2% QoQ), 영업이익은 445억원(-95.1% YoY, -92.4% QoQ)을 기록하였다. 매출액은 당사 추정치를 상회하였으나, 영업이익은 당사 추정치 및 시장 예상치를 큰 폭으로 하회하였다.

수익성이 악화된 이유는 1) TV 패널 가격 하락, 2) 부정적인 환율, 3) 일회성 비용의 반영 때문이다. 4분기 평균 판가는 -1.8% 하락하였다. 환율 역시 부정적으로 작용하였다. 동사의 경우 분기 원달러 평균 환율이 30원 하락할 경우, 영업이익 단에서 약 800억~900억원 수준의 환 관련 손실이 발생한다.

일회성 비용은 1,600억원 수준이 반영되었다. 자산 건전화와 인건비, 18년 OLED 수익성 확보를 위한 선행 비용 집행으로 판단된다.

1분기 중 LCD 업황 정상화 예상

당사는 LCD 업황이 1분기 중 바닥을 형성할 가능성이 높다고 판단한다. 성수기 이후 패널 재고가 안정화 추세에 진입했다고 판단되며, 2월부터 수요 이벤트 시작되기 때문이다. 평창 올림픽(2월 초) → 춘절(2월 중순) → TV 신제품 출시(4월) →러시아 올림픽(6월)가 연달아 있는 상황이다.

일부 LCD 패널 Cash Cost에 근접 중

일부 LCD TV 패널은 Cash Cost에 근접하고 있는 것으로 판단된다. 시장 예상보다 17년 하반기 패널 가격 하락폭이 컸기 때문이다. 50인치 TV 패널의 경우 3Q17 -7%, 4Q17 -14% 하락하였다. 패널 가격이 1Q18 -5%, 2Q18 -3% 추가적으로 하락한다고 가정할 시, 패널 가격이 Cash Cost 수준으로 근접하게 될 것으로 예상된다. 수요가 견조한 65인치의 경우에도 18년 상반기 추가적으로 패널 가격이 하락할 경우, Cash Cost에 근접할 것으로 판단된다.

통상적으로 LCD 패널 가격이 하락하는 구간에서, 가격의 바닥은 패널의 Cash Cost 수준에서 형성되어 왔다. 패널 재고 역시 시장 예상보다 타이트한 수준이기 때문에, TV set 협상 우위에서 패널 업체 협상 우위의 구간으로 진입할 가능성이 높다고 판단된다.

목표 주가 42,000원으로 유지, 대형 OLED 업체로의 리레이팅 시작

LG디스플레이에 대한 투자의견 매수와 목표주가 42,000원을 유지한다. 4Q17 영업 이익이 바닥이라고 판단된다. 1분기 중 LCD 업황 개선이 예상되며, 동시에 하반기 대형 OLED 흑자전환에 따른 주가 리레이팅이 필요하다고 판단된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	26,456	28,384	26,504	27,790	27,287	31,022
영업이익 (십억원)	1,357	1,626	1,311	2,462	1,044	2,095
영업이익률 (%)	5.1	5.7	4.9	8.9	3.8	6.8
순이익 (십억원)	904	967	907	1,807	751	1,534
EPS (원)	2,527	2,701	2,534	5,051	2,099	4,288
ROE (%)	8.2	8.2	7.2	13.1	5.1	9.7
P/E (배)	13.3	9.1	12.4	5.9	15.5	7.6
P/B (배)	1.1	0.7	0.9	0.7	0.8	0.7
배당수익률 (%)	1.5	2.0	1.6	1.7	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG디스플레이, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. LG디스플레이 2017년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, 원, %)

	4Q16	3Q17	4Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	7,936.0	6,973.1	**7,126.1**	6,812.8	6,853.7	-10.2	2.2
영업이익	904.3	586.0	**44.5**	326.1	256.4	-95.1	-92.4
영업이익률	11.4	8.4	**0.6**	4.8	3.7	-10.8	-7.8
세전이익	1,064.5	598.7	**44.0**	334.0	273.3	-95.9	-92.7
순이익	798.0	442.0	**37.0**	181.8	195.5	-95.4	-91.6

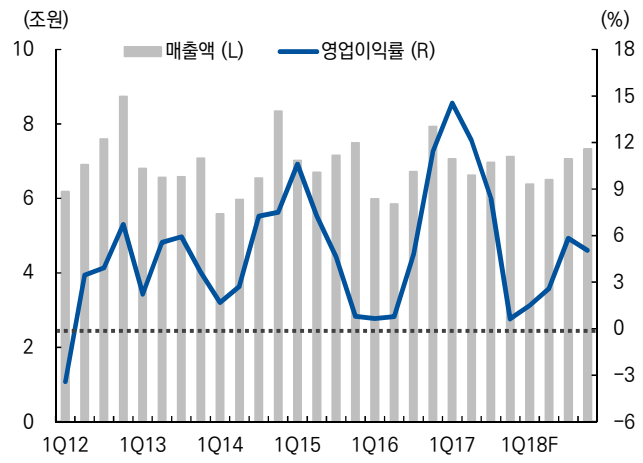
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG디스플레이, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. LG디스플레이 분기별 영업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준) (원, 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
출하 면적 (Km2)	10,071	10,195	10,321	11,037	10,255	10,471	10,931	10,855	41,074	41,624	42,513
평균 가격 (USD/m2)	608	574	600	589	569	570	596	616	556	593	588
매출액	7,063	6,629	6,973	7,126	6,387	6,509	7,063	7,328	26,505	27,791	27,287
노트북	1,130	991	1,176	1,297	1,187	1,193	1,236	1,266	5,051	4,594	4,882
모니터	1,059	1,125	1,117	1,016	1,020	1,025	1,051	1,066	4,022	4,317	4,162
TV	3,037	3,058	2,787	2,823	2,517	2,619	2,820	2,902	10,198	11,705	10,858
중소형	1,836	1,454	1,893	1,991	1,663	1,672	1,957	2,094	7,234	7,175	7,386
매출원가	5,343	5,115	5,717	6,249	5,601	5,641	5,943	6,243	22,754	22,424	23,428
판관비	692	710	670	832	691	701	708	715	2,438	2,904	2,815
영업이익	1,027	804	586	45	95	168	412	370	1,312	2,463	1,044
영업이익률	14.5	12.1	8.4	0.6	1.5	2.6	5.8	5.0	5.0	8.9	3.8
증가율 (QoQ/YoY)											
출하 면적 증가율	-6.5	1.2	1.2	6.9	-7.1	2.1	4.4	-0.7	3.5	1.3	2.1
평균 가격 증가율	-5.3	-5.7	4.6	-1.8	-3.5	0.3	4.4	3.5	-12.0	6.6	-0.8
매출액 증가율	-11.0	-6.1	5.2	2.2	-10.4	1.9	8.5	3.7	-6.6	4.9	-1.8
노트북	-16.2	-12.3	18.6	10.3	-8.5	0.5	3.6	2.4	1.4	-9.0	6.3
모니터	-4.7	6.2	-0.7	-9.1	0.4	0.5	2.5	1.4	-11.3	7.3	-3.6
TV	0.7	0.7	-8.9	1.3	-10.8	4.1	7.7	2.9	-6.5	14.8	-7.2
중소형	-25.3	-20.8	30.2	5.2	-16.5	0.5	17.1	7.0	-9.2	-0.8	2.9
원가 증가율	-16.0	-4.3	11.8	9.3	-10.4	0.7	5.4	5.0	-5.5	-1.5	4.5
판관비 증가율	3.5	2.5	-5.6	24.2	-17.0	1.5	1.0	1.0	-9.3	19.1	-3.1
영업이익 증가율	13.6	-21.7	-27.1	-92.3	110.6	76.9	145.9	-10.3	-19.3	87.7	-57.6
영업이익률 %p	3.2	-2.4	-3.7	-7.8	0.9	1.1	3.3	-0.8	-0.8	3.9	-5.0

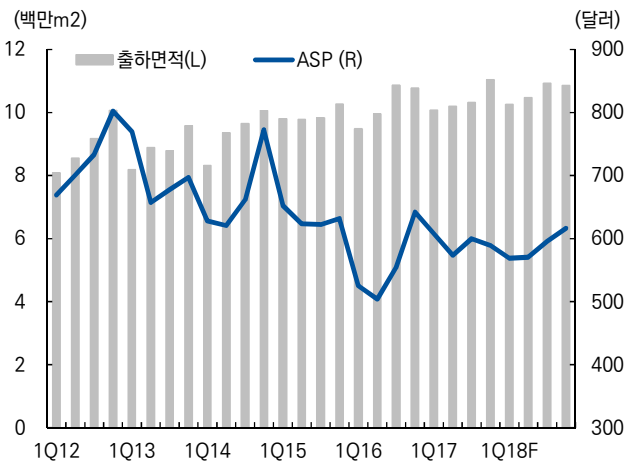
자료: LG디스플레이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. LG디스플레이 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. LG디스플레이 출하면적 및 ASP 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

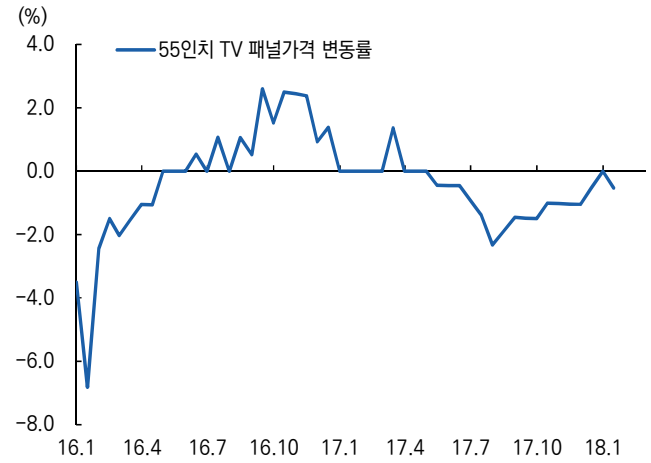
1분기 중 LCD 업황 정상화 예상

당사는 LCD 업황이 1분기 중 바닥을 형성할 가능성이 높다고 판단한다. 성수기 이후 패널 재고가 안정화 추세에 진입했다고 판단되며, 2월부터 수요 이벤트 시작되기 때문이다. 평창 올림픽(2월 초) → 춘절(2월 중순) → TV 신제품 출시(4월) → 러시아 올림픽(6월)가 연달아 있는 상황이다.

특히 TV set 업체들의 수요가 높은 55인치 이상과 UHD 패널은 시장 예상보다 빠르게 바닥을 형성할 것으로 판단된다. 최근에는 65인치에 대한 TV set 업체들의 수요는 강한 반면, UHD 급 이상의 양품 패널을 공급할 수 있는 업체는 제한적인 상황이다. 패널 별 가격 변동이 상이해지는 구간에서는 하이엔드 비중이 높은 LG디스플레이 등 상위 업체들의 수익성 방어가 용이하다.

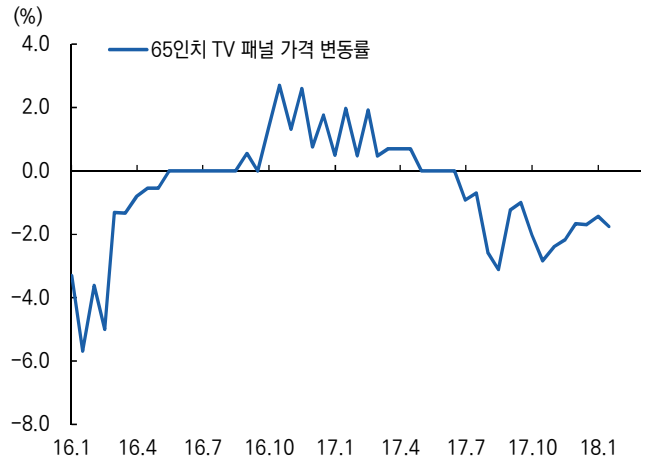
또한 BOE 등 중국 업체들의 10.5세대에 대한 공급 증가 이슈도 올해까지는 제한적이라고 판단된다. 현재 BOE는 10.5세대에서 65인치 패널을 생산하고 있는 것으로 추정된다. 하지만 초기 라인 가동 시 수율 등의 문제가 발생할 가능성이 높으며, 추가적으로 현재 BOE가 시험 생산 중인 65인치 패널의 품질은 상위 업체 대비 상대적으로 열위에 있는 상황이라고 판단된다.

그림 3. 55인치 패널 가격 변동률



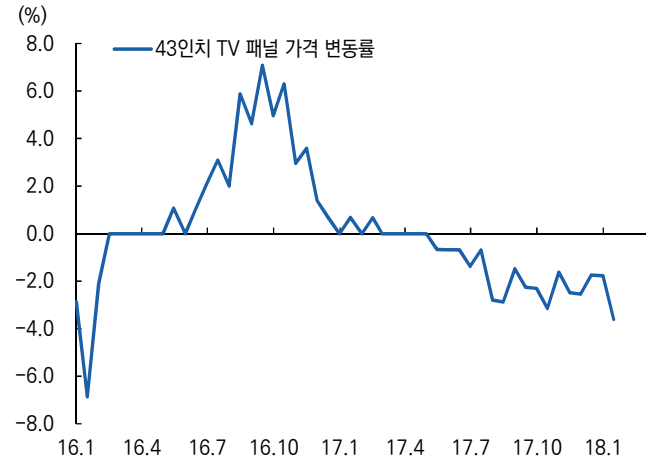
자료: Witsview, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 65인치 패널 가격 변동률



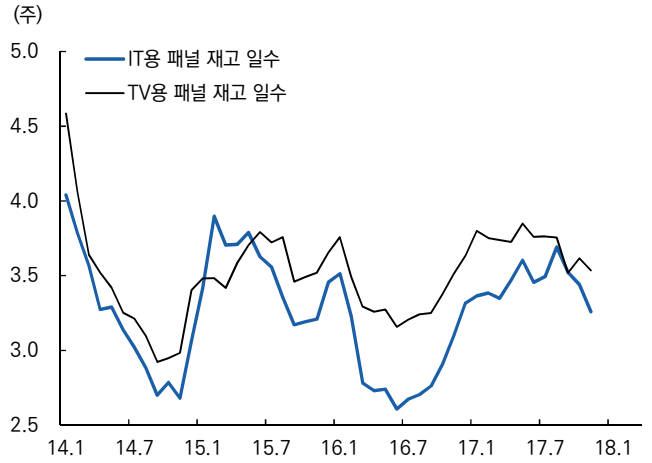
자료: Witsview, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 43인치 패널 가격 변동률



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. LCD 패널 재고 일수 추이



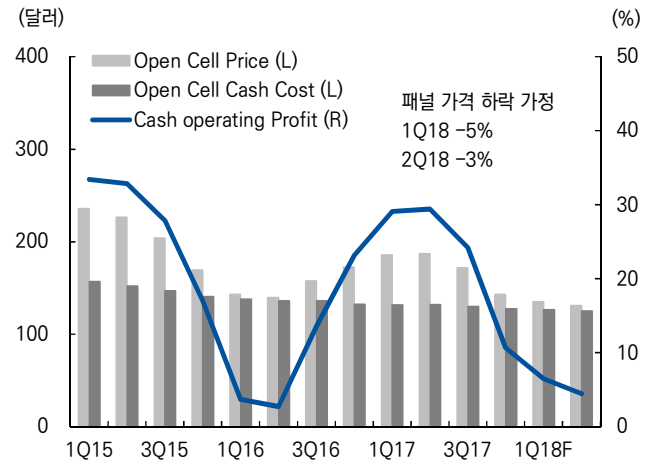
자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

일부 LCD 패널 Cash Cost에 근접 중

일부 LCD TV 패널은 Cash Cost에 근접하고 있는 것으로 판단된다. 시장 예상보다 17년 하반기 패널 가격 하락폭이 컸기 때문이다. 50인치 TV 패널의 경우 3Q17 -7%, 4Q17 -14% 하락하였다. 패널 가격이 1Q18 -5%, 2Q18 -3% 추가적으로 하락한다고 가정할 시, 패널 가격이 Cash Cost 수준으로 근접하게 될 것으로 예상된다. 수요가 견조한 65인치의 경우에도 18년 상반기 추가적으로 패널 가격이 하락할 경우, Cash Cost에 근접할 것으로 판단된다.

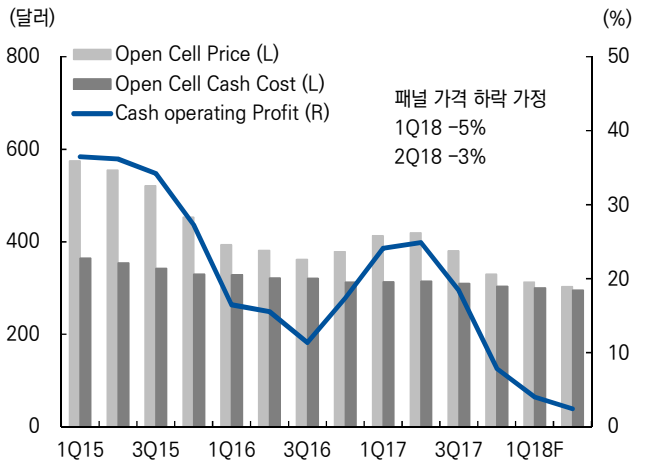
통상적으로 LCD 패널 가격이 빠지는 구간에서, 가격의 바닥은 패널의 Cash Cost 수준에서 형성되어 왔다. 패널 재고 역시 시장 예상보다 타이트한 수준이기 때문에, TV set 협상 우위에서 패널 업체 협상 우위의 구간으로 진입할 가능성이 높다고 판단된다.

그림 7. 50인치 TV 패널 Panel ASP와 Cash Cost



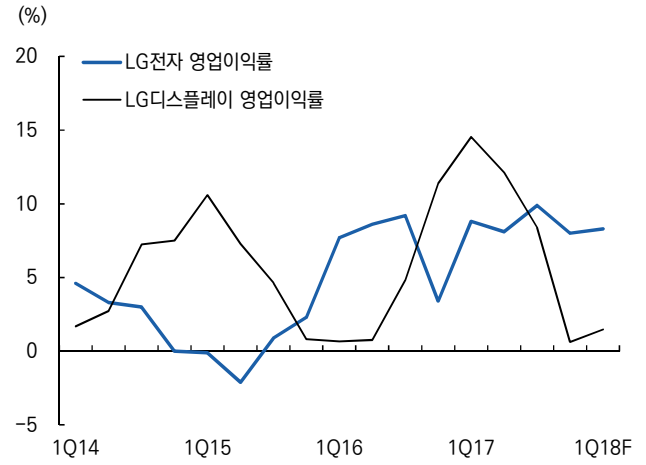
자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 65인치 TV 패널 Panel ASP와 Cash Cost



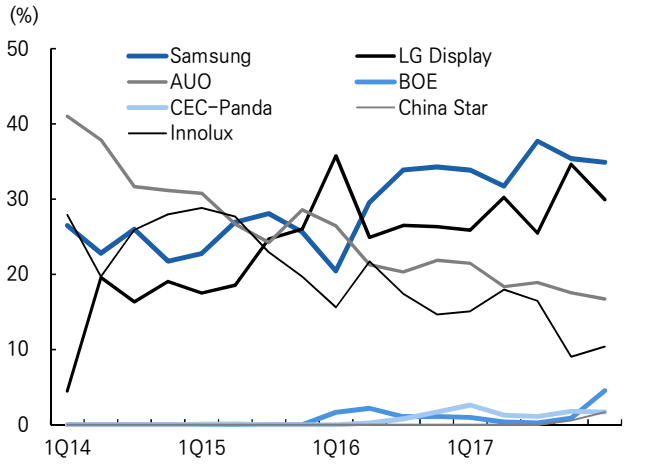
자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. LG디스플레이와 LG전자 영업이익률 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 65인치 TV 패널 시장 점유율 추이



자료: 산업 자료, 미래에셋대우 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**26,504**	**27,790**	**27,287**	**31,022**
매출원가	**22,754**	**22,424**	**23,428**	**25,994**
매출총이익	**3,750**	**5,366**	**3,859**	**5,028**
판매비와관리비	**2,438**	**2,904**	**2,815**	**2,933**
조정영업이익	**1,311**	**2,462**	**1,044**	**2,095**
영업이익	**1,311**	**2,462**	**1,044**	**2,095**
비영업손익	**5**	**-129**	**-45**	**-34**
금융손익	-72	-36	-61	-120
관계기업등 투자손익	8	7	0	0
세전계속사업손익	1,316	2,333	999	2,061
계속사업법인세비용	385	395	192	412
계속사업이익	932	1,937	807	1,649
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**932**	**1,937**	**807**	**1,649**
지배주주	907	1,807	751	1,534
비지배주주	25	130	56	115
총포괄이익	**953**	**1,930**	**807**	**1,649**
지배주주	942	1,799	758	1,550
비지배주주	12	132	48	99
EBITDA	4,333	5,676	4,584	6,085
FCF	-95	-156	-3,077	-1,954
EBITDA 마진율 (%)	16.3	20.4	16.8	19.6
영업이익률 (%)	4.9	8.9	3.8	6.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	6.5	2.8	4.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**10,484**	**10,242**	**9,796**	**11,122**
현금 및 현금성자산	1,559	1,764	1,473	1,071
매출채권 및 기타채권	5,092	4,529	4,308	5,202
재고자산	2,288	2,448	2,472	2,985
기타유동자산	1,545	1,501	1,543	1,864
비유동자산	**14,400**	**18,535**	**22,840**	**26,730**
관계기업투자등	173	122	126	152
유형자산	12,031	16,159	20,736	24,767
무형자산	895	799	521	340
자산총계	**24,884**	**28,777**	**32,637**	**37,852**
유동부채	**7,058**	**7,990**	**8,282**	**9,826**
매입채무 및 기타채무	5,327	5,467	5,622	6,788
단기금융부채	668	1,219	1,319	1,419
기타유동부채	1,063	1,304	1,341	1,619
비유동부채	**4,364**	**5,575**	**8,515**	**10,715**
장기금융부채	4,111	4,166	7,066	8,966
기타비유동부채	253	1,409	1,449	1,749
부채총계	**11,422**	**13,565**	**16,797**	**20,542**
지배주주지분	**12,956**	**14,576**	**15,148**	**16,503**
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	9,004	10,624	11,196	12,552
비지배주주지분	**506**	**636**	**692**	**807**
자본총계	**13,462**	**15,212**	**15,840**	**17,310**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,641**	**6,593**	**4,763**	**5,886**
당기순이익	932	1,937	807	1,649
비현금수익비용가감	3,821	3,875	3,794	4,522
유형자산감가상각비	2,643	2,808	3,263	3,809
무형자산상각비	378	406	277	181
기타	800	661	254	532
영업활동으로인한자산및부채의변동	-847	1,207	416	247
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-554	609	223	-879
재고자산 감소(증가)	106	-154	-24	-513
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-48	-401	73	551
법인세납부	-188	-358	-192	-412
투자활동으로 인한 현금흐름	**-3,189**	**-6,861**	**-7,872**	**-8,082**
유형자산처분(취득)	-3,458	-6,634	-7,840	-7,840
무형자산감소(증가)	-405	-335	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	558	129	-32	-242
기타투자활동	116	-21	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**308**	**488**	**2,821**	**1,821**
장단기금융부채의 증가(감소)	555	605	3,000	2,000
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-179	-179	-179	-179
기타재무활동	-68	62	0	0
현금의 증가	**807**	**205**	**-291**	**-401**
기초현금	752	1,559	1,764	1,472
기말현금	1,559	1,764	1,472	1,071

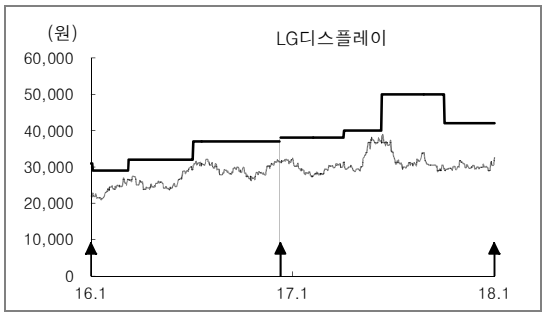
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	12.4	5.9	15.5	7.6
P/CF (x)	2.4	1.8	2.5	1.9
P/B (x)	0.9	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	3.2	2.4	4.0	3.4
EPS (원)	2,534	5,051	2,099	4,288
CFPS (원)	13,282	16,245	12,858	17,246
BPS (원)	36,209	40,735	42,335	46,122
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	19.2	9.2	22.2	10.8
배당수익률 (%)	1.6	1.7	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	-6.6	4.9	-1.8	13.7
EBITDA증가율 (%)	-13.4	31.0	-19.2	32.7
조정영업이익증가율 (%)	-19.4	87.8	-57.6	100.7
EPS증가율 (%)	-6.2	99.3	-58.4	104.3
매출채권 회전율 (회)	5.9	5.9	6.3	6.6
재고자산 회전율 (회)	11.4	11.7	11.1	11.4
매입채무 회전율 (회)	8.1	8.2	8.9	8.9
ROA (%)	3.9	7.2	2.6	4.7
ROE (%)	7.2	13.1	5.1	9.7
ROIC (%)	6.6	12.5	4.2	7.0
부채비율 (%)	84.8	89.2	106.0	118.7
유동비율 (%)	148.5	128.2	118.3	113.2
순차입금/자기자본 (%)	15.1	16.8	36.7	46.1
조정영업이익/금융비용 (x)	11.5	26.0	8.2	12.1

자료: LG디스플레이, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
LG디스플레이(034220)				
2017.10.25	매수	42,000	-	-
2017.07.03	매수	50,000	-36.00	-22.20
2017.04.26	매수	40,000	-17.33	-4.63
2017.01.01	매수	38,000	-21.67	-14.47
2016.12.31	분석 대상 제외		-	-
2016.07.27	매수	37,000	-20.37	-13.11
2016.04.01	매수	32,000	-18.93	-5.94
2016.01.27	매수	29,000	-17.72	-7.07
2015.11.29	매수	31,000	-23.04	-16.45



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.