



2018년 2월 19일 | Equity Research

999달러의 나비효과

999달러의 나비효과

삼성디스플레이 Flexible OLED 라인 가동률 하락

예상보다 저조한 아이폰 X 출하량으로 삼성디스플레이의 Flexible OLED 라인 가동률이 대폭 하락한 것으로 추정된다. 월별 ICT 산업 수출입 동향의 디스플레이 부문 베트남(삼성디스플레이 OLED 최종 모듈 공정 생산기지) 수출액 추이를 살펴보면 2017년 상반기 월 평균 4.8억 달러를 기록 하던 수출액이 아이폰 출시를 한달 앞둔 10월 9.9억달러로 최고치를 기록했으나, 최근 발표된 18년 1월 자료에서는 7.1억 달러로 10월 대비 -29% 감소했다. 이는 곧 삼성디스플레이의 Flexible OLED 라인 가동률 하락을 의미한다. 현재 삼성디스플레이 애플 전용 라인에서 생산 가능한 패널 대수는 최대 월 1,800만대 수준이다. 아이폰 출시를 앞두고 A3 라인 가동률이 최고치를 기록했다고 가정한다면(실질 최고 가동률 85% 가정) 9월~11월까지 4,600만대 수준의 패널이 생산됐을 것으로 추정된다. Sell-through 기준 아이폰 X 출하량은 11월 9.6백만대, 12월 14.8백만대를 기록했다. 두 달간 약 2,500만대가 출하됐으므로 1월 초 기준 애플 입장에서 1,000만대 수준의 재고를 확보하고 있던 것으로 보이며, 이에 따라 1월부터 삼성디스플레이 가동률은 40% 수준까지 하락한 것으로 추정된다.

LG디스플레이 LCD 패널 주문량 증가

한편, 애플이 올 하반기 출시할 신규 LCD 모델의 패널 주문량을 예상보다 늘리면서 E5 Fab의 LTPS LCD 라인을 통해 아이폰 LCD 모델을 공급하던 LG디스플레이 입장에서는 2019년 상반기까지 모바일 LCD 부문 실적이 당초 우려보다 견조할 것으로 예상된다. 현재 최대 월 600만대 수준까지 패널 공급이 가능하다.

삼성SDI 주가 단기 조정 마무리 ... 본업 영업가치 불변

아이폰 X의 부진으로 삼성SDI 2018년 지분법이익은 4,820억원 수준에 머물 것으로 예상된다. 업황이 급격히 변하면서 삼성SDI 주가도 단기 조정을 받았다. 하지만 전지 및 전자재료 등 본업의 영업가치는 상승하고 있어 현 주가 수준에서 다우사이드 리스크는 제한적이라고 판단된다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(2월 14일)
삼성SDI(006400)	BUY	250,000원	180,500원
LG디스플레이(034220)	BUY	43,000원	30,200원

Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	33,339	31,705	34,112	36,346	39,627
영업이익	십억원	1,358	385	2,578	1,878	2,868
세전이익	십억원	1,264	496	3,158	2,334	3,668
순이익	십억원	1,020	1,126	2,486	1,820	2,859
EPS	원	2,383	2,630	5,805	4,250	6,678
증감률	%	21.03	10.37	120.72	(26.79)	57.13
PER	배	17.52	14.94	9.16	12.51	7.96
PBR	배	0.72	0.79	0.95	0.90	0.82
EV/EBITDA	배	3.39	5.15	4.38	4.27	3.36
ROE	%	4.40	4.76	9.61	6.63	9.51
BPS	원	54,217	55,885	61,243	64,918	71,022
DPS	원	581	581	581	581	581

자료: 하나금융투자



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

아이폰 X : 지나치게 높았던 기대치

삼성SDI : 지분법 이익 감소 불가피하나 본업은 견조

영업외가치 훼손과 영업가치 상승 :
목표주가 유지

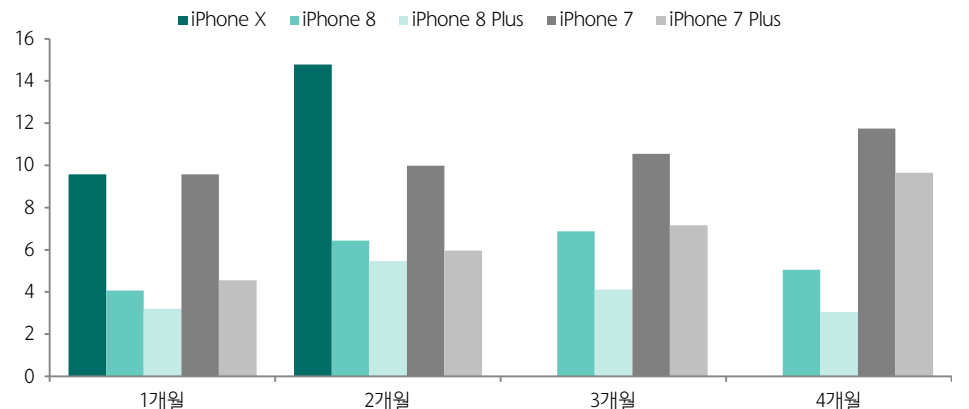
‘그림1’을 살펴보면 출시 초기 두 달간 아이폰 X의 출하량은 2017년 아이폰 7보다 훌륭했다. 하지만 월 평균 1,500만대 이상이라는 유례 없는 출하량을 기대했던 시장 기대치에는 부합하지 못했다. 디자인 측면에서 크게 차별화되지 못한 모델의 999달러 가격 정책이 삼성SDI의 지분법이익 감소로 이어졌다.

시장 기대치에는 부합하지 못했으나 ‘그림1’과 같이 아이폰 X의 과거 모델 대비 상대적 성적은 나쁘지 않다. 그럼에도 불구하고 삼성디스플레이 가동률이 급감하고 있는 것은 애플 내부적으로 아이폰X의 출하량 목표치를 지나치게 오버 슈팅했고 이로 인해 초기 주문량이 과도했기 때문이라고 판단된다. ‘그림2’에서 10월에 최대치를 기록했던 디스플레이 부문 베트남 수출액이 11월부터 가파르게 하락하고 있는 것은 초기 가동률 대비 현재 가동률이 크게 하락했음을 의미한다. 애플의 2월 패널 재고가 상당량 축적되었을 것으로 1,2분기 삼성SDI의 지분법이익은 각각 730억원, 910억원에 머물 것으로 예상된다.

하지만 삼성SDI의 중대형 전지 사업 부문의 영업적자 감소 속도가 예상보다 가파르다. 특히 ESS 부문에서 정부 지원 정책에 따른 전방 산업 확장 수혜가 지속되고 있다. 지분법이익 감소로 인한 기업가치 훼손을 본업에서 커버 가능하다고 판단된다.

그림 1. 아이폰 모델별 출시 4개월 간 성적 비교

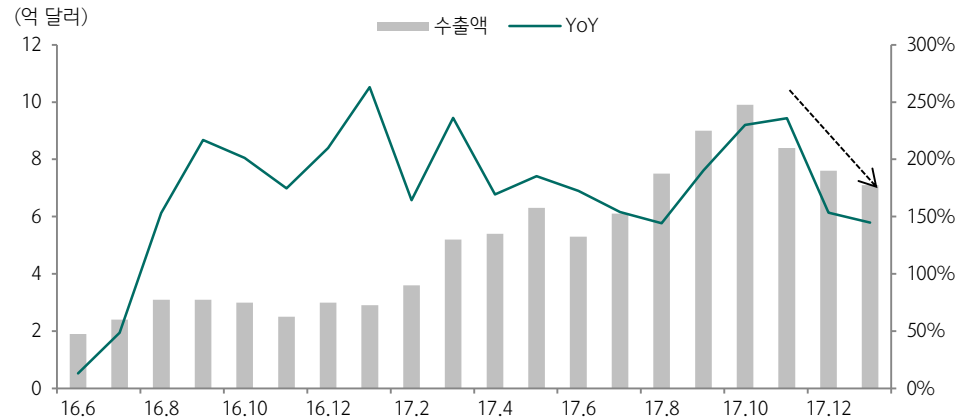
아이폰 X 초기 출하량은 상대적으로 양호했으나 지나치게 높았던 기대치로 인해 패널 재고가 상당량 축적됐을 것으로 추정



자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 2. 디스플레이 부문 베트남 수출액 추이

2017년 상반기 6개월간 4.8억달러였던 월평균 수출액은 10월 9.9억 달러로 최고치 기록한 이후 18년 1월 7.1억달러로 하락 : 가동을 50% 미만으로 하락 의미



자료: 과학기술정보통신부, 하나금융투자

표 1. 삼성SDI Valuation Table

(단위: 십억원)

		Fair Value	2018년 (1)	Multiple (2)	기타 (3)	산출 기준 (1) x (2) x (3)
영업가치	전자+전자재료	11,011	1,069	10.3		(1) 2018년 추정 EBITDA (2) 최근 3년 EV/EBITDA Multiple 평균
비영업가치	매도가능금융자산	1,298				최근 사업보고서 공시 기준
	삼성디스플레이	3,547	2,760	12.0	10.7%	(1) 2018년 추정 EBITDA (2) 디스플레이 업체 1st-tier 적정 Multiple (3) 지분을 x 비상장 할인율(1-30%)
총기업가치(십억원)		15,855				
순차입금(십억원)		- 1,054				
적정시가총액(십억원)		16,909				
발행주식수(천주)		68,765				
적정 주당가치(원)		245,901				

자료: 하나금융투자

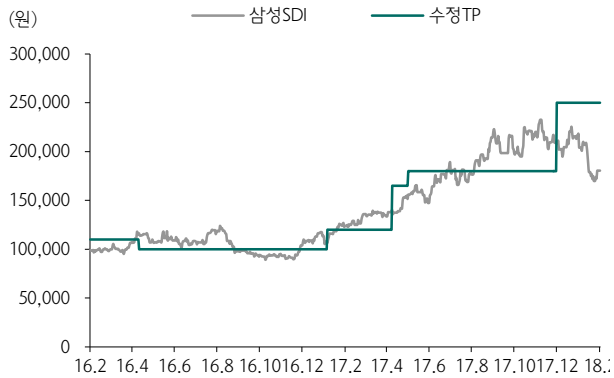
표 2. 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	2차전지	824	986	1,161	1,319	1,460	1,431	1,416	1,392	3,424	4,290	5,699
	소형전지	544	668	800	859	853	841	843	835	2,494	2,871	3,372
	중대형전지	280	318	361	461	607	590	574	558	930	1,420	2,328
	소재	480	468	547	535	528	525	550	566	1,772	2,031	2,169
	전자재료	480	468	547	535	528	525	550	566	1,772	2,031	2,169
	합계	1,305	1,455	1,708	1,854	1,988	1,956	1,966	1,960	5,201	6,321	7,868
	QoQ	0%	11%	17%	9%	7%	-2%	1%	0%	-39%	5%	22%
영업이익	2차전지	-128	-50	3	50	34	37	49	66	-511	-124	186
	소형전지	-24	21	56	75	66	61	59	60	-111	128	247
	중대형전지	-104	-71	-54	-24	-32	-24	-10	6	-400	-253	-61
	소재											
	전자재료	61	55	58	68	63	58	71	68	174	241	260
	합계	61	55	58	68	63	58	71	68	174	241	260
	QoQ	-67.3	5.5	60.2	119	97	95	120	134	-926	117	446
OPM	2차전지	적지	흑전	1003%	97%	-18%	-2%	27%	12%	적지	흑전	281%
	소형전지	-16%	-5%	0%	4%	2%	3%	3%	5%	-15%	-3%	3%
	중대형전지	-4%	3%	7%	9%	8%	7%	7%	7%	-4%	4%	7%
	소재	-37%	-22%	-15%	-5%	-5%	-4%	-2%	1%	-43%	-18%	-3%
	전자재료	13%	12%	11%	13%	12%	11%	13%	12%	10%	12%	12%
	합계	13%	12%	11%	13%	12%	11%	13%	12%	10%	12%	12%

자료: 하나금융투자

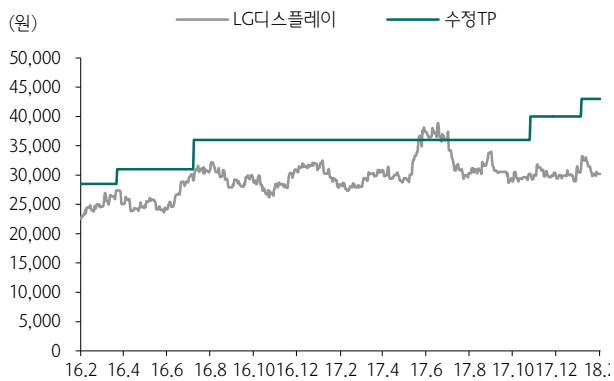
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성SDI



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.12.20	BUY	250,000		
17.12.19	Analyst Change	250,000		-
17.5.20	BUY	180,000	5.90%	29.17%
17.4.27	BUY	165,000	-11.62%	-6.06%
17.1.24	Neutral	120,000	8.05%	16.25%
16.4.29	Neutral	100,000	5.01%	24.00%
16.2.23	Neutral	110,000	-7.33%	7.27%
16.1.25	Analyst Change			-

LG디스플레이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.1.24	BUY	43,000		
17.11.14	BUY	40,000	-24.58%	-20.50%
17.11.13	Analyst Change	40,000		-
17.7.28	1년 경과		-15.01%	-5.56%
16.7.27	BUY	36,000	-14.85%	8.06%
16.4.10	BUY	31,000	-16.62%	-2.90%
16.2.22	BUY	28,500	-11.70%	-3.86%
16.1.20	BUY	27,000	-19.06%	-14.81%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 2월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 2월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 2월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.