

LG디스플레이 (034220)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	19,500원 (M)
현재주가 (1/30)	19,750원
상승여력	-1%

시가총액	70,669억원
총발행주식수	357,815,700주
60일 평균 거래대금	305억원
60일 평균 거래량	1,648,967주
52주 고	32,550원
52주 저	15,850원
외인지분율	24.91%
주요주주	LG 전자 외 4 인 37.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.4	23.1	(39.3)
상대	1.2	12.4	(29.4)
절대(달러환산)	9.4	25.6	(41.6)

히말라야를 넘는 고행의 길

4분기 서프라이즈, 그러나 불편한 서프라이즈

히말라야 산맥을 넘는 중이나, 칼바람이 매우 매섭다. LG디스플레이(이하 동사)의 4분기 잠정실적은 매출액 6.9조원(-2.5%), 영업이익 2,792억원(YoY +528%)을 기록, 당사 추정치와 시장 컨센스를 상회하였다. 1) POLED E6 ph1 가동시기가 지연되었고, 이로 인한 감가상각비 미반영과 함께 2) 애플향 XR LCD 물량이 반영되면서 4분기 실적이 예상보다 좋았던 것으로 보인다. 또한 IT 패널로의 전략적 집중을 통해, LCD TV패널 판가 하락분을 일정부분 상쇄해내면서, LCD 부분의 실적이 예상보다 좋았던 것으로 보인다.

문제는, 애플향 POLED 물량 공급이 결코 쉽지 않은 상황이며, 이에 따라 E6 ph1과 2를 가동하는 시점에서의 적자폭 확대가 거의 확실시되는 상황이다. 당사는 올해 1분기 E6 가동이 어렵다고 판단하며, 2분기에 E6 ph1 가동, 3분기에 ph2 가동을 예상한다. 또한 애플이 LCD모형을 올해 마지막으로 출시할 것으로 예상되고, 이마저도 올해 신모델 출하량의 약 30% 수준에 그침에 따라(심지어 벤더도 3원화될 가능성이 높음) 사실상 4Q18의 XR 물량 반영은 일회성 이익으로 봐도 무방한 상황이다.

Key Factor는 단순: 애플향 POLED 수율 확보를 통한 적자 축소

19년 매출액은 25조원(YoY +4.3%), 영업이익 75억원 수준을 예상하며, 여전히 쉽지 않은 한 해를 보낼 것으로 보인다. WOLED는 광저우 60K 반영과 패널 출하량 증가(18년 300만대→19년 410만대)에도 불구하고, 연간 영업이익은 2,343억원 수준으로 추정되며, POLED의 적자폭을 감당하지 못할 것으로 보인다. 가장 중요한 문제는 POLED 적자폭 축소인데, 비록 E6 ph1 감가상각비 반영 지연이라는 변수가 있지만, 결국 올해 애플향으로 E6 ph1, 2를 모두 가동하게 됐을 때, 수율을 50% 이상 확보할 수 있는지가 관건이다. 수율 50% 가정 시, 약 1,500~1,700만대의 6.5"패널을 하반기에 찍어낼 수 있는데, 수율이 적어도 50%는 넘어야 감가상각비 부담을 넘을 수 있을 것으로 보인다.

당사는 올해 하반기 동사의 애플향 POLED 공급을 약 800만대 수준으로 가정하며, 이는 수율 20~25% 수준을 가정한 수치이다. 낮은 수율로 인한 적자폭 확대를 피하기에는 어려울 것으로 보이며, 이에 따라 올해 POLED 연간 적자폭을 1.1조원 수준으로 예상한다. LCD 사업부의 경우, SDC의 125K 8G Shutdown에 따른 반사수혜를 입는 동시에 IT 패널로의 집중을 가속화할 것으로 보이나, 결국 시장이 기대하는 1) 근본적인 LCD 산업 환경의 개선과, 2) OLED 사업부의 이익환경 개선 시나리오는 현재로서는 쉽지 않다. **요약하자면, 1) LCD는 여전히 외부변수에 좌지우지 되고 있는 상황이고, 2) WOLED는 단기에 이익을 크게 끌어올리기 어려우며, 3) 애플향 POLED는 아직 양산조차 못하고 있는 쉽지 않은 상황이다. 고행의 길을 넘어서고 히말라야를 정복하게 되는 순간을 계속 지켜볼 필요가 있다. 다만, 그 정복은 LCD가 아닌 OLED로 해내야만 한다.**

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	69,469	-2.5	13.8	69,132	0.5
영업이익	2,794	528.1	99.4	1,288	116.8
세전계속사업이익	2,395	444.6	117.2	869	175.6
지배순이익	1,555	320.4	4,444.7	666	133.5
영업이익률 (%)	4.0	+3.4 %pt	+1.7 %pt	1.9	+2.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.2	+1.7 %pt	+2.1 %pt	1.0	+1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	265,041	277,902	243,356	253,786
영업이익	13,114	24,616	930	75
지배순이익	9,067	18,028	-1,979	-348
PER	10.6	6.2	-35.7	-203.2
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.8	2.5	4.0	4.1
ROE	7.2	13.2	-1.4	-0.3

자료: 유안타증권

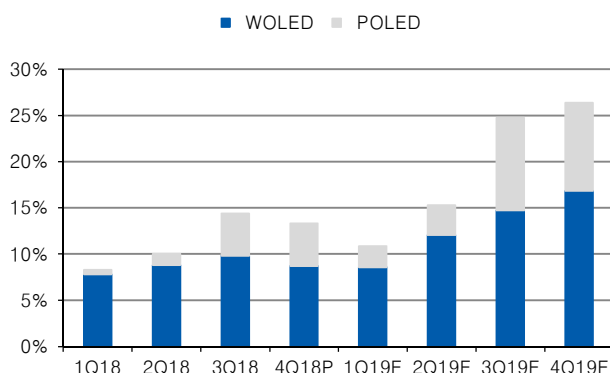
[표 1] LG 디스플레이 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F
매출액	56,752	56,110	61,033	69,469	60,860	56,054	65,545	71,328	243,364	253,786
% YoY	-19.6%	-15.4%	-12.5%	-2.5%	7.2%	-0.1%	7.4%	2.7%	-12.4%	4.3%
Total OLED	4,710	5,617	8,783	9,230	6,597	8,559	16,224	18,820	28,340	50,199
WOLED	4,435	4,934	5,997	6,051	5,206	6,768	9,654	12,016	21,417	33,644
POLED	275	683	2,786	3,179	1,391	1,791	6,569	6,804	6,922	16,556
매출 비중 (%)										
TV (WOLED 포함)	43%	42%	39%	38%	36%	40%	42%	40%	40%	38%
Monitor	16%	17%	16%	16%	19%	16%	16%	17%	16%	16%
NB	9%	9%	9%	9%	11%	12%	12%	12%	9%	11%
Mobile & Tablet(POLED 포함)	32%	32%	37%	37%	41%	31%	38%	34%	36%	35%
Total OLED	1%	2%	6%	5%	3%	4%	11%	11%	12%	20%
WOLED	8%	9%	10%	9%	9%	12%	15%	17%	9%	13%
POLED	0%	1%	5%	5%	2%	3%	10%	10%	3%	7%
EBITDA	8,118	6,810	10,212	11,344	8,169	8,987	11,903	12,844	36,483	41,903
EBITDA Margin(%)	14.3%	12.1%	16.7%	16.3%	13.4%	16.0%	18.2%	18.0%	15%	17%
감가상각비	9,101	9,090	8,813	8,550	8,318	9,994	11,626	11,890	35,554	41,828
영업이익	-983	-2,280	1,399	2,794	-149	-1,007	277	954	929	75
영업이익률 (%)	-1.7%	-4.1%	2.3%	4.0%	-0.2%	-1.8%	0.4%	1.3%	0.4%	0.0%
Total OLED	-4,363	-3,259	-1,918	-1,608	-1,821	-2,387	-2,266	-2,302	-11,149	-8,776
영업이익률 (%)	-93%	-58%	-22%	-17%	-28%	-28%	-14%	-12%	-39%	-17%
WOLED	-1,239	-542	146	271	138	522	814	869	-1,363	2,343
영업이익률 (%)	-28%	-11%	2%	4%	3%	8%	8%	7%	-6%	7%
POLED	-3,125	-2,717	-2,064	-1,879	-1,959	-2,909	-3,081	-3,171	-9,785	-11,119
영업이익률 (%)	-1135%	-398%	-74%	-59%	-141%	-162%	-47%	-47%	-141%	-67%

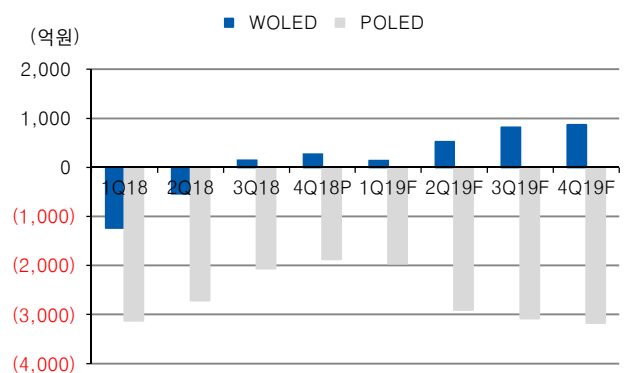
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] LG 디스플레이 OLED 매출 추이



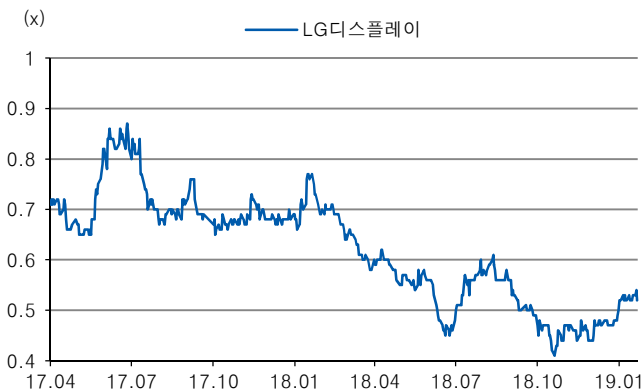
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] LG 디스플레이 OLED 영업이익 추이



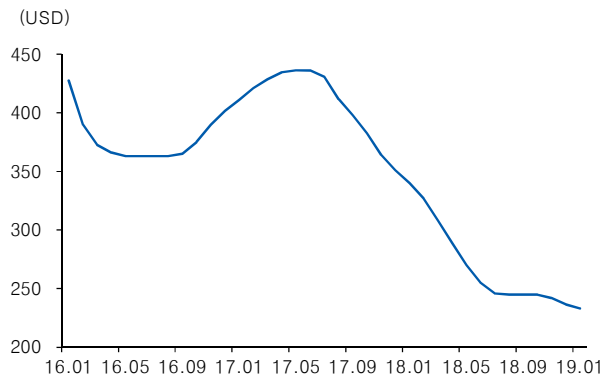
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] LG 디스플레이 12M Fwd P/B 추이



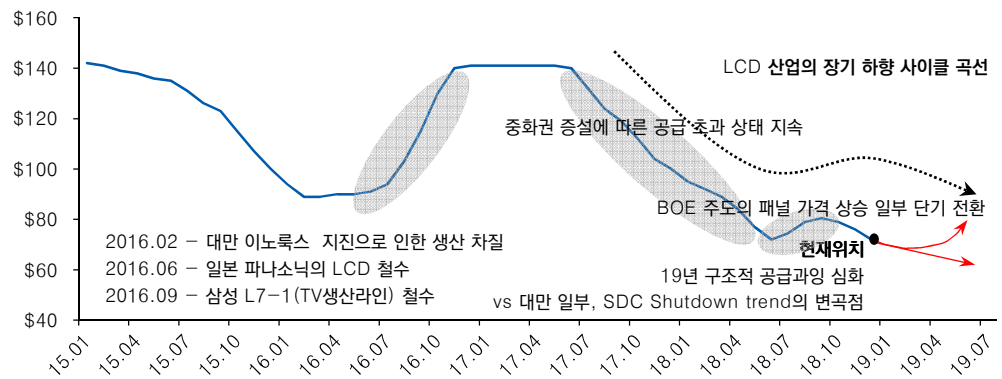
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 60" open cell 패널 가격 trend



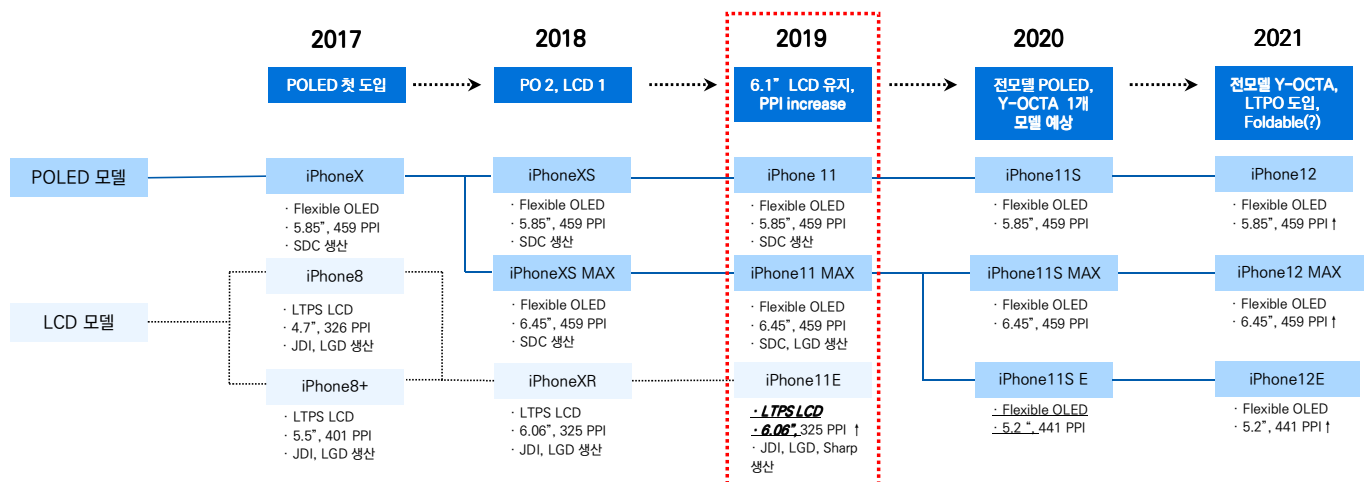
자료: Witsview, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 40" open cell 패널가격 trend (15.01~)



자료: IHS, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 애플 중장기 디스플레이 전략 변화 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] LG 디스플레이 WOLED CAPA 현황 (2019F~)

(단위: K/month)

Fab	Ph.	Gen	Full	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
E3	1	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
E4	1	8	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	2	8	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
E4				60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
GP3	1	8	30		5	20	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	2	8	30			5	25	30	30	30	30	30	30	30	30
	3	8	30								30	30	30	30	30
GP3					5	25	55	60	60	60	90	90	90	90	90

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] LG 디스플레이 중소형 OLED CAPA 현황 (2018~)

(단위: K/month)

Fab	Ph.	Gen	Full	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
E2	2	Half 4	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
	3	Half 4	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
	4	Half 4	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
E2 Total				22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
E5 (non 애플)	1	Half 6	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
	2	Half 6	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
E5 Total				16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
E6 (애플)	1	Half 6	15						5	10	15	15	15	15	15
	2	Half 6	15							10	15	15	15	15	15
E6 Total				30					5	20	30	30	30	30	30

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] LG 디스플레이 E6 30K 양산 가정(수율 50%, 가동률 90%)

LGD E6 30K	CAPA(K)		30	
	가동률	90%	27	
	수율	50%	14	6개월 환산(K)
	6.5" 기준	207	2,795	16,767

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] LG 디스플레이 E6 30K 양산 가정(수율 25%, 가동률 90%) - 당사 추정치 수율 (800 만대 예상)

LGD E6 30K	CAPA(K)		30	
	가동률	90%	27	
	수율	25%	7	6개월 환산(K)
	6.5" 기준	207	1,397	8,384

자료: 유안타증권 리서치센터

LG 디스플레이 (034220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	265,041	277,902	243,356	253,786	263,423
매출원가	227,543	224,247	214,640	226,663	229,282
매출총이익	37,498	53,656	28,716	27,123	34,141
판매비	24,384	29,039	27,786	27,049	27,391
영업이익	13,114	24,616	930	75	6,750
EBITDA	43,330	56,762	37,285	44,973	55,923
영업외손익	48	-1,290	-1,790	-986	-1,188
외환관련손익	726	-1,355	-1,054	0	0
이자손익	-712	-304	-221	-919	-1,120
관계기업관련손익	83	96	33	89	89
기타	-50	274	-548	-156	-156
법인세비용차감전순이익	13,162	23,326	-861	-912	5,563
법인세비용	3,847	3,956	544	-423	2,042
계속사업순이익	9,315	19,371	-1,404	-489	3,521
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,315	19,371	-1,404	-489	3,521
지배지분순이익	9,067	18,028	-1,979	-348	2,476
포괄손익	9,535	16,997	-3,873	-8,084	-4,075
지배지분포괄이익	9,420	15,964	-3,963	-6,839	-3,459

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	104,842	104,737	100,057	84,994	81,351
현금및현금성자산	15,587	26,026	25,312	7,886	1,222
매출채권 및 기타채권	51,016	44,899	42,131	42,715	44,322
재고자산	22,878	23,501	27,474	29,253	30,668
비유동자산	144,002	186,860	243,606	275,796	266,711
유형자산	120,314	162,020	217,165	252,337	245,179
관계기업 등 자본관련자산	1,727	1,225	1,355	1,444	1,532
기타투자자산	720	598	930	929	929
자산총계	248,843	291,597	343,663	360,790	348,063
유동부채	70,582	89,787	103,050	105,297	104,490
매입채무 및 기타채무	60,067	69,184	72,232	75,479	74,672
단기차입금	1,132	0	1,000	0	0
유동성장기부채	5,547	14,529	20,488	20,488	20,488
비유동부채	43,637	51,995	92,137	109,154	96,548
장기차입금	25,998	26,442	50,946	67,963	55,356
사채	15,111	15,060	25,000	25,000	25,000
부채총계	114,219	141,782	195,187	214,451	201,037
지배지분	129,560	143,735	139,523	137,386	138,073
자본금	17,891	17,891	17,891	17,891	17,891
자본잉여금	22,511	22,511	22,511	22,511	22,511
이익잉여금	90,043	106,216	102,335	100,198	100,885
비지배지분	5,064	6,080	8,952	8,952	8,952
자본총계	134,624	149,815	148,476	146,339	147,025
순차입금	20,288	22,152	71,225	104,668	98,726
총차입금	47,792	56,031	97,504	113,521	100,914

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	36,409	67,642	41,868	60,391	64,021
당기순이익	9,315	19,371	-1,404	-489	3,521
감가상각비	26,434	27,919	32,117	41,828	47,158
외환손익	-886	-126	858	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-83	-96	-33	-89	-89
자산부채의 증감	-8,472	14,424	5,569	10,957	6,321
기타현금흐름	10,101	6,151	4,761	8,183	7,110
투자활동 현금흐름	-31,892	-64,811	-77,859	-65,647	-28,466
투자자산	294	-65	-123	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-37,359	-65,924	-84,736	-77,000	-40,000
유형자산 감소	2,781	1,603	1,401	0	0
기타현금흐름	2,393	-424	5,600	11,353	11,534
재무활동 현금흐름	3,079	8,622	42,158	18,581	-9,916
단기차입금	1,073	-1,059	997	-1,000	0
사채 및 장기차입금	3,967	11,486	39,443	17,017	-12,607
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,789	-1,789	-1,789	-1,789	-1,789
기타현금흐름	-171	-16	3,506	4,353	4,480
연결범위변동 등 기타	474	-1,015	-6,881	-30,750	-32,304
현금의 증감	8,070	10,439	-714	-17,425	-6,665
기초 현금	7,517	15,587	26,026	25,312	7,886
기말 현금	15,587	26,026	25,312	7,886	1,222
NOPLAT	13,114	24,616	1,518	75	6,750
FCF	-6,335	1,087	-41,295	-21,104	19,766

자료: 유안타증권

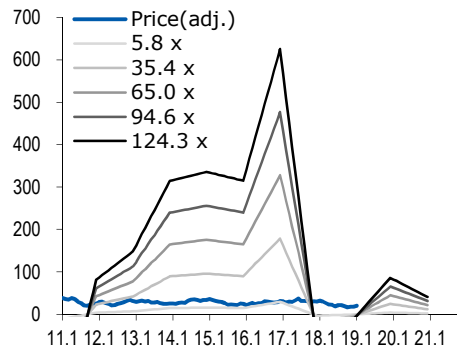
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,534	5,038	-553	-97	692
BPS	36,209	40,170	38,993	38,396	38,588
EBITDAPS	12,110	15,863	10,420	12,569	15,629
SPS	74,072	77,666	68,012	70,927	73,620
DPS	500	500	500	500	500
PER	10.6	6.2	-35.7	-203.2	28.5
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.8	2.5	4.0	4.1	3.2
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-6.6	4.9	-12.4	4.3	3.8
영업이익 증가율 (%)	-19.3	87.7	-96.2	-92.0	8,948.9
지배순이익 증가율 (%)	-6.2	98.8	적전	적지	-811.8
매출총이익률 (%)	14.1	19.3	11.8	10.7	13.0
영업이익률 (%)	4.9	8.9	0.4	0.0	2.6
자본순이익률 (%)	3.4	6.5	-0.8	-0.1	0.9
EBITDA 마진 (%)	16.3	20.4	15.3	17.7	21.2
ROIC	6.8	13.2	0.8	0.0	1.7
ROA	3.8	6.7	-0.6	-0.1	0.7
ROE	7.2	13.2	-1.4	-0.3	1.8
부채비율 (%)	84.8	94.6	131.5	146.5	136.7
순차입금/자기자본 (%)	15.7	15.4	51.0	76.2	71.5
영업이익/금융비용 (배)	11.6	27.2	1.0	0.1	5.4

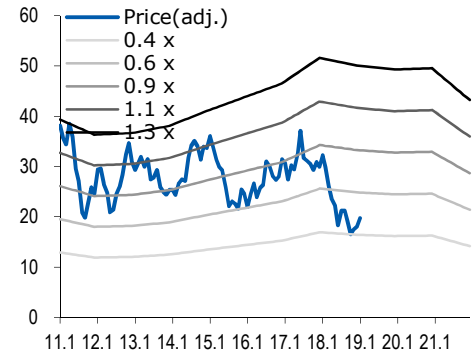
P/E band chart

(천원)



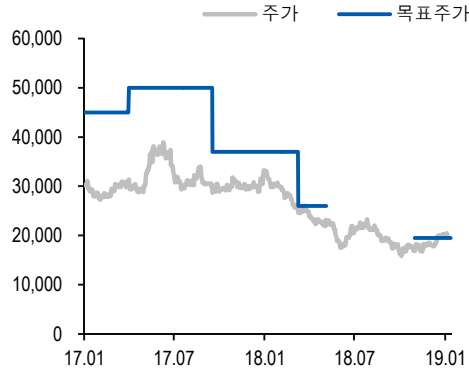
P/B band chart

(천원)



LG 디스플레이 (034220) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자의	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-31	HOLD	19,500	1년		
2018-11-25	HOLD	19,500	1년		
	담당자 변경				
2018-04-04	HOLD	26,000	1년	-20.43	-
2017-10-12	BUY	37,000	1년	-19.82	-10.14
2017-04-26	Strong Buy	50,000	1년	-34.64	-22.20
2016-07-27	Strong Buy	45,000	1년	-34.24	-27.78

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-28

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.