

LG디스플레이 (034220)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	23,000원 (U)
현재주가 (4/15)	21,950원
상승여력	5%

시가총액	78,541억원
총발행주식수	357,815,700주
60일 평균 거래대금	347억원
60일 평균 거래량	1,699,075주
52주 고	26,050원
52주 저	15,850원
외인지분율	26.79%
주요주주	LG 전자 외 4 인 37.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.0	10.0	(12.0)
상대	0.9	2.9	(3.7)
절대(달러환산)	4.4	8.8	(17.0)

불확실성에 대한 배팅을 경계한다

1Q preview: 컨센 상회 예상하나, 이미 주가에 반영

LG디스플레이(이하 동사)의 1분기 매출액은 6.0조원(YoY +6.5%), 영업적자 -723억원(적자 유지)으로 추정되며, 시장 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 그러나, 이미 시장이 1) 동사의 1분기 실적 컨센 상회와 2) 2분기 흑자전환, 3) 연간 실적추정치 상향 조정 및 4) LCD 가격 상승 움직임을 모두 주가에 반영하였다고 판단한다. **현재 주가 수준 2019F P/B 0.6x에서 추가 주가 상승은 OLED 이익 환경개선에 대한 확신 없이 가정할 수 없다.**

올해 연간 실적은 매출액 25조원(YoY +3.6%), 영업이익 1,615억원(YoY +74%) 수준을 예상한다. 가장 중요한 부분은 3분기부터가 관건이다. 현재 주가 상승은 2분기까지의 긍정적인 LCD 가격 움직임과 2분기 흑자전환 기조를 모두 반영한 수준이다. 그러나, 당사는 3분기부터 광저우 60K 물량 반영과, E6 ph1 가동 및 애플향 물량 규모 확장에 대한 불확실성이 겹치면서, 동사의 하반기 실적 변동성이 매우 커질 것으로 판단된다.

LCD: 일시적 개선, WOLED: 이익 마비, POLED: 적자확대

당사는 꾸준히 동사에 대해 1) LCD 가격상승은 결국 (1) BOE의 LCD 패널 cashcost 부담에 따른 가격 상승에 의한 것이며, (2) SDC의 LCD Shutdown에 의한 반사수혜로, 일시적인 가격 개선에 불과하기 때문에, 기존 P/B 0.5~0.5x 박스권 상단인 0.6x까지의 주가 상승은 가능하나, 그 이상의 밸류에이션 부여는 어렵다는 판단이다. (LCD업황의 근본적 개선이 아니기 때문)

따라서, 박스권 상단 0.6x 돌파를 위해서는 **2) OLED 이익환경의 근본적 개선이 필요하다는 판단이다.** 그러나, 올해는 (1) WOLED 광저우 60K 반영에도 불구하고, 초기 고정비 부담에 따라 WOLED 사업부는 low-single 마진을 간신히 보전할 것으로 보이고, (2) POLED는 E5에서의 고객사 이탈속도가 예상보다 빠르며(화웨이, 소니, 구글 픽셀 등), E6의 경우 올해 애플향 물량 진입은 가능하지만, 동사의 수율 확보나 물량 확보에 대해서는 낙관적으로 바라보기 어렵다.

하반기 OLED에 대한 불확실한 배팅을 경계한다, 투자의견 Hold 유지

E6 가동 시기 조절에 따라 올해 실적이 매우 크게 변동될 수 있다는 점에서, BPS의 상승은 그다지 큰 메리트가 없어보인다. 2019F BPS에 Target P/B 0.6x를 적용, 목표주가를 23,000원까지 상향조정하나, 투자의견 Hold를 유지한다. **일부 BPS 변동에 따라 목표주가가 조금씩 변동할 수 있으나, 근본적으로 P/B 0.6x 돌파가 어렵다는 논리는 불변하다. 호재는 전부 반영되어 있고, 하반기는 기대감의 영역이다. 굳이 기대감을 확신으로 바꿔 멀티플을 높일 필요가 없다.**

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	60,450	6.5	-13.0	57,905	4.4
영업이익	-720	적지	적전	-873	17.5
세전계속사업이익	-917	적지	적전	-1,335	31.4
지배순이익	-385	적지	적전	-789	51.2
영업이익률 (%)	-1.2	적지	적전	-1.5	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-0.6	적지	적전	-1.4	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		277,902	243,366	252,120	258,220
영업이익		24,616	929	1,630	5,220
지배순이익		18,028	-2,072	493	2,630
PER		6.2	-39.2	158.6	29.7
PBR		0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA		2.5	4.1	4.4	4.0
ROE		13.2	-1.5	0.4	1.9

자료: 유안타증권

[표 1] LG 디스플레이 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	56,752	56,110	61,033	69,424	60,451	54,718	64,122	72,829	243,319	252,120	258,221
% YoY	-19.6%	-15.4%	-12.5%	-2.6%	6.5%	-2.5%	5.1%	4.9%	-12.4%	3.6%	2.4%
Total OLED	4,710	5,617	8,783	9,185	6,188	7,086	14,171	19,856	28,295	47,300	77,381
WOLED	4,435	4,934	5,997	6,051	5,206	6,768	9,654	12,016	21,417	33,644	49,994
POLED	275	683	2,786	3,134	982	318	4,517	7,840	6,878	13,656	27,387
매출 비중 (%)											
TV (WOLED 포함)	43%	42%	39%	38%	34%	41%	41%	39%	40%	39%	41%
Monitor	16%	17%	16%	16%	18%	17%	15%	16%	16%	16%	13%
NB	9%	9%	9%	9%	10%	12%	12%	11%	9%	11%	12%
Mobile & Tablet(POLED 포함)	32%	32%	37%	37%	38%	30%	33%	34%	36%	34%	35%
Total OLED	1%	2%	6%	5%	2%	2%	9%	12%	12%	19%	30%
WOLED	8%	9%	10%	9%	9%	12%	15%	16%	9%	13%	19%
POLED	0%	1%	5%	5%	2%	1%	7%	11%	3%	5%	11%
EBITDA	8,118	6,810	10,212	11,345	7,607	9,145	12,116	11,601	36,484	40,468	45,287
EBITDA Margin(%)	14.3%	12.1%	16.7%	16.3%	12.6%	16.7%	18.9%	15.9%	15%	16%	18%
감가상각비	9,101	9,090	8,813	8,550	8,330	8,399	10,137	11,987	35,554	38,853	40,052
영업이익	-983	-2,280	1,399	2,795	-723	746	1,979	-386	930	1,615	5,235
영업이익률 (%)	-1.7%	-4.1%	2.3%	4.0%	-1.2%	1.4%	3.1%	-0.5%	0.4%	0.6%	2.0%
Total OLED	-4,363	-3,259	-1,918	-1,620	-1,905	-1,510	-2,276	-3,193	-11,161	-8,884	-4,212
영업이익률 (%)	-93%	-58%	-22%	-18%	-31%	-21%	-16%	-16%	-39%	-19%	-5%
WOLED	-1,239	-542	146	271	138	522	429	317	-1,363	1,406	3,335
영업이익률 (%)	-28%	-11%	2%	4%	3%	8%	4%	3%	-6%	4%	7%
POLED	-3,125	-2,717	-2,064	-1,891	-2,043	-2,032	-2,704	-3,511	-9,797	-10,290	-7,547
영업이익률 (%)	-1135%	-398%	-74%	-60%	-208%	-639%	-60%	-45%	-142%	-75%	-28%

자료: 유안타증권 리서치센터

사업부별 영업이익 추정 - OLED 이익가치 반영은 2019가 아닌 2020

당사는 올해 동사의 각 사업부별 영업이익은 LCD 1.0조원(OPM 5%), WOLED 1,410억원(OPM 4%), POLED -1.0조원(OPM -75%, 적자확대)로 추정한다. 동사의 OLED 가치가 상승하는 해는 올해가 아닌, 2020년이다. 2020년 동사의 전사 영업이익은 5,240억원(YoY +224%)으로, LCD 9,450억원(OPM 5%), WOLED 3,330억원(OPM 7%), POLED -7,550억원(OPM -28%, 적자축소)으로 추정한다.

CAPEX와 이익개선, P/B - 올해까진 CAPEX > 이익개선, P/B 0.6x 가 적절

여전히 올해까지 동사의 CAPEX는 약 7.7조원 수준으로 빠르게 투입되며, 광저우는 초기 고정비 부담을 넘겨 규모의 경제 구축까지 시간이 남았고, POLED는 수율과 물량 확보가 아직까지 쉽지 않은 상황이다. 55" 와 65" LCD 패널이 올해 6월부터 상승할 것으로 예상되는 가운데, 동사의 주가 하방 경직성은 있어보이나, 그렇다고 상방이 열려있다고는 더욱 판단되지 않는다. 특히 E6 가동 시기 조절에 따라 올해 실적을 매우 크게 조절할 수 있다는 점에서, BPS의 상승은 그다지 큰 메리트가 없어보인다. 2019F BPS에 Target P/B 0.6x를 적용, 목표주가를 23,000원까지 상향조정하나, 투자의견 Hold를 유지한다.

LG 디스플레이 (034220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	265,041	277,902	243,366	252,120	258,220
매출원가	227,543	224,247	212,513	223,640	226,130
매출총이익	37,498	53,656	30,853	28,480	32,090
판매비	24,384	29,039	29,924	26,850	26,870
영업이익	13,114	24,616	929	1,630	5,220
EBITDA	43,330	56,762	36,475	40,482	45,273
영업외손익	48	-1,290	-1,843	-785	-785
외환관련손익	726	-1,355	-831	0	0
이자손익	-712	-304	-115	-772	-771
관계기업관련손익	83	96	7	-13	-13
기타	-50	274	-904	0	0
법인세비용차감전순이익	13,162	23,326	-914	845	4,435
법인세비용	3,847	3,956	881	-18	1,011
계속사업순이익	9,315	19,371	-1,794	863	3,424
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,315	19,371	-1,794	863	3,424
지배지분순이익	9,067	18,028	-2,072	493	2,630
포괄순이익	9,535	16,997	-1,949	2,526	5,087
지배지분포괄이익	9,420	15,964	-2,154	2,274	4,544

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	104,842	104,737	88,001	83,964	88,406
현금및현금성자산	15,587	26,026	23,650	21,408	24,831
매출채권 및 기타채권	51,016	44,899	29,985	30,825	31,381
재고자산	22,878	23,501	26,912	24,277	24,740
비유동자산	144,002	186,860	243,756	281,654	281,502
유형자산	120,314	162,020	216,001	257,187	259,127
관계기업 등 자본관련자산	1,727	1,225	1,140	1,041	941
기타투자자산	720	598	1,442	1,292	1,292
자산총계	248,843	291,597	331,757	365,619	369,908
유동부채	70,582	89,787	99,545	108,946	102,787
매입채무 및 기타채무	60,067	69,214	73,186	79,239	76,582
단기차입금	1,132	0	0	0	0
유동성장기부채	5,547	14,529	15,539	18,888	15,384
비유동부채	43,637	51,995	83,350	107,317	115,136
장기차입금	25,998	26,442	52,323	76,289	84,109
사채	15,111	15,060	17,726	17,726	17,726
부채총계	114,219	141,782	182,895	216,263	217,923
지배지분	129,560	143,735	139,792	140,285	142,915
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	102,400	102,893	105,522
비지배지분	5,064	6,080	9,071	9,071	9,071
자본총계	134,624	149,815	148,862	149,356	151,985
순차입금	20,288	22,152	60,949	90,507	91,400
총차입금	47,792	56,031	85,845	113,161	117,477

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	36,409	67,642	44,841	52,922	44,369
당기순이익	9,315	19,371	-1,794	863	3,424
감가상각비	26,434	27,919	31,237	35,814	38,060
외환손익	-886	-126	538	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-83	-96	-7	13	13
자산부채의 증감	-8,472	14,424	10,583	7,676	-4,655
기타현금흐름	10,101	6,151	4,285	8,555	7,527
투자활동 현금흐름	-31,892	-64,811	-76,753	-70,717	-33,981
투자자산	294	-65	-106	86	86
유형자산 증가 (CAPEX)	-37,359	-65,924	-79,422	-77,000	-40,000
유형자산 감소	2,781	1,603	1,421	0	0
기타현금흐름	2,393	-424	1,354	6,197	5,933
재무활동 현금흐름	3,079	8,622	29,529	30,883	7,987
단기차입금	1,073	-1,059	-7	0	0
사채 및 장기차입금	3,967	11,486	28,520	27,316	4,316
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,789	-1,848	-2,300	-511	-511
기타현금흐름	-171	43	3,316	4,078	4,182
연결범위변동 등 기타	474	-1,015	8	-15,330	-14,952
현금의 증감	8,070	10,439	-2,375	-2,242	3,423
기초 현금	7,517	15,587	26,026	23,650	21,408
기말 현금	15,587	26,026	23,650	21,408	24,831
NOPLAT	13,114	24,616	1,824	1,664	5,220
FCF	-6,335	1,087	-31,469	-28,808	-573

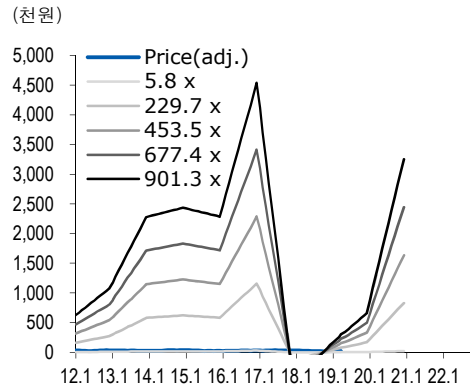
자료: 유안타증권

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

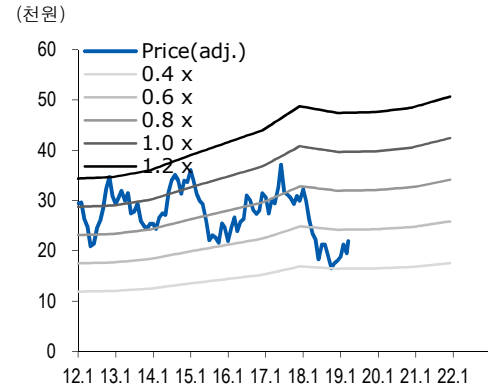
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	2,534	5,038	-579	138	735
BPS	36,209	40,170	39,068	39,206	39,941
EBITDAPS	12,110	15,863	10,194	11,314	12,653
SPS	74,072	77,666	68,014	70,461	72,166
DPS	500	500	0	0	0
PER	10.6	6.2	-39.2	158.6	29.7
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.8	2.5	4.1	4.4	4.0
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-6.6	4.9	-12.4	3.6	2.4
영업이익 증가율 (%)	-19.3	87.7	-96.2	75.5	220.2
지배지분이익 증가율 (%)	-6.2	98.8	적전	흑전	433.3
매출총이익률 (%)	14.1	19.3	12.7	11.3	12.4
영업이익률 (%)	4.9	8.9	0.4	0.6	2.0
자본이익률 (%)	3.4	6.5	-0.9	0.2	1.0
EBITDA 마진 (%)	16.3	20.4	15.0	16.1	17.5
ROIC	6.8	13.2	1.0	0.8	1.7
ROA	3.8	6.7	-0.7	0.1	0.7
ROE	7.2	13.2	-1.5	0.4	1.9
부채비율 (%)	84.8	94.6	122.9	144.8	143.4
순차입금/자기자본 (%)	15.7	15.4	43.6	64.5	64.0
영업이익/금융비용 (배)	11.6	27.2	1.2	1.5	4.3

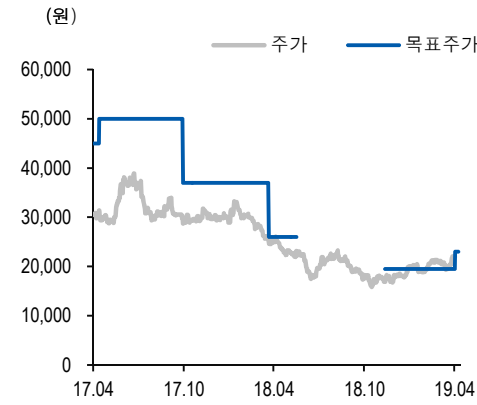
P/E band chart



P/B band chart



LG 디스플레이 (034220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-16	HOLD	23,000	1년		
2018-11-25	HOLD	19,500	1년	0.25	-
	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)	86.6
Hold(중립)	12.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-13

※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.