

LG디스플레이 (034220)

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	23,000원 (M)
현재주가 (4/24)	19,900원
상승여력	16%

시가총액	71,205억원
총발행주식수	357,815,700주
60일 평균 거래대금	347억원
60일 평균 거래량	1,692,484주
52주 고	24,750원
52주 저	15,850원
외인지분율	26.77%
주요주주	LG 전자 외 4 인 37.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.3)	0.3	(19.6)
상대	(4.9)	(2.3)	(10.0)
절대(달러환산)	(6.1)	(1.7)	(24.8)

또 한 번의 쓴 맛

1Q review: 시장 컨센 대폭 하회, 시장은 또 한 번 쓴 맛을 봤다

믿었던 LCD 가격의 하락폭 둔화, 상승추세 전환에도 불구하고, LG디스플레이(이하 동사)의 1분기 실적은 LCD 부품(특히 IT 제품) cost 상승이라는 변수로 인해 약 -1,320억원의 적자를 기록하였다. 금번 실적 발표의 핵심은 이미 당사가 예상하고 있는 하반기 OLED에 대한 불확실성이 아니라, 'LCD 가격 상승에도 불구하고, cost 상승으로 인해 가격 상승만큼의 이익이 따라 증가하기 어렵다'라는 점이다. 이는 동사의 주가를 지지할 수 있었던 가장 중요한 로직인 '그래도 LCD 가격이 올라주니 하방은 지지한다'에 흠집을 내기 가장 좋은 요소임이 분명하다는 판단이다.

2Q 일회성 비용으로 QoQ 적자 확대

또 다른 시장이 놓친 부분은, 작년 4Q 공급 가능할 것으로 보았던 애플향 XS MAX 모델 등의 재료비 등의 부분을 올해 2분기에 일회성 비용으로 반영할 것으로 예상되면서, POLED 적자폭이 2분기에 대폭 확대될 것이라는 점이다. 간단히 말하자면, OLED에 대한 불확실성이 결국 LCD 가격 상승분이 반영되는 2분기에 또다시 전사 실적에 크게 기스를 낼 것으로 보인다. 시장이 기대했던 LCD 가격 상승에 따른 2분기 흑자전환은, 1) LCD 가격 상승에도 불구하고, cost 상승이 동반되면서 마진이 생각보다 강하게 오르지 못했고, 2) POLED 일회성 비용 반영이라는 변수로 인해 달성하기 힘들어졌다. 오히려 2분기 적자폭은 QoQ로 62% 확대된 -2,138억원(적자유지)이 될 것으로 보인다.

하반기는 완전한 불확실성에 대한 배팅 - 보수적 접근 유지

하반기 실적에 대한 변수는 그 어느 때보다 크다. 1) 하반기 애플향 LCD 모델 출하 물량이 작년 대비 감소하는 상황에서, 2) 애플향 POLED 물량 확보에 대해서는 규모 가늠이 현재로서는 매우 쉽지 않고, 3) LCD 가격은 올해 8~9월부터 재차 하락세를 실현할 것으로 보이며, 4) 광저우 60K의 초기 고정비 부담 등이 미칠 규모가 불확실하다. 더군다나 5) LCD 가격이 현재 오르고 있는 추세가 6~7월까지 계속된다고 하더라도, 해당 부분의 cost 변동 추이에 따라 이익 추세가 얼마나 상승할 수 있을지 올해 1분기 실적을 비춰볼 때 불확실하다. 3Q18에 LCD 부분이 분기 3,000억원 이상을 실현했기에, 올해 3Q19에도 그 정도를 해줄 수 있다고 본다면, 3Q19 분기 흑전이 가능할 것이나, 여전히 cost 상승세가 지속된다고 본다면, 3Q19 LCD OP가 YoY로 감소하면서, 3분기도 적자추세를 유지할 것으로 보인다. 컨퍼런스콜에서는 IT 제품 cost 상승세가 2Q까지 지속될 것으로 예상하였으나, 3Q까지 지속될지는 지켜봐야 한다. 세세하게 뜯어보아도 불확실하고, 큰 그림으로 숲을 보아도 올해는 불확실하다. 투자 의견 Hold를 유지할 수밖에 없다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	58,772	3.6	-15.4	57,844	1.6
영업이익	-1,320	적지	적전	-914	-44.4
세전계속사업이익	-1,288	적지	적전	-1,300	0.9
지배순이익	-530	적지	적전	-731	27.5
영업이익률 (%)	-2.2	적지	적전	-1.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	-0.9	적지	적전	-1.3	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		277,902	243,366	250,441	256,873
영업이익		24,616	929	-3,417	3,789
지배순이익		18,028	-2,072	-2,452	1,932
PER		5.9	-31.2	-29.0	36.9
PBR		0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA		2.5	4.1	5.0	3.9
ROE		13.2	-1.5	-1.8	1.4

자료: 유안타증권

[표 1] LG 디스플레이 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	56,752	56,110	61,033	69,424	58,772	54,718	64,122	72,829	243,319	250,441	256,873
% YoY	-19.6%	-15.4%	-12.5%	-2.6%	3.6%	-2.5%	5.1%	4.9%	-12.4%	2.9%	2.6%
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%	37%	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%	36%	30%	33%	34%	36%	33%	35%
Total OLED	8%	10%	14%	13%	11%	13%	22%	27%	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	6,790	6,074	10,827	11,422	36,484	35,112	44,658
EBITDA Margin(%)	14.3%	12.1%	16.7%	16.3%	11.6%	11.1%	16.9%	15.7%	15%	14%	17%
감가상각비	9,101	9,090	8,813	8,550	8,109	8,212	10,175	12,033	35,554	38,529	40,870
영업이익	-983	-2,280	1,399	2,795	-1,320	-2,138	651	-611	930	-3,417	3,789
영업이익률 (%)	-1.7%	-4.1%	2.3%	4.0%	-2.2%	-3.9%	1.0%	-0.8%	0.4%	-1.4%	1.5%
Total OLED	-4,363	-3,259	-1,918	-1,620	-1,905	-3,717	-2,547	-2,385	-11,161	-10,554	-3,468
영업이익률 (%)	-93%	-58%	-22%	-18%	-31%	-52%	-18%	-12%	-39%	-22%	-4%
WOLED	-1,239	-542	146	271	138	522	429	317	-1,363	1406	3,476
영업이익률 (%)	-28%	-11%	2%	4%	3%	8%	4%	3%	-6%	4%	7%
POLED	-3,125	-2,717	-2,064	-1,891	-2,043	-4,239	-2,975	-2,703	-9,797	-11,960	-6,944
영업이익률 (%)	-1135%	-398%	-74%	-60%	-208%	-1332%	-66%	-34%	-142%	-88%	-25%

자료: 유안타증권 리서치센터

불확실한 실적과, 엇갈리는 시장의견

최근 동사에 대한 시장의 투자 의견이 급격하게 긍정적으로 변화해가고 있었으나, 당사는 여전히 다소 이르다는 보수적인 관점을 유지한다. 당사가 꾸준히 언급해왔듯, 0.6x 이상 구간은 OLED에서 만들어야 한다는 판단이다. LCD 가격 상승에도 불구하고, 시장 예상대비 실적 기여가 크지 않다는 판단이 든다면, 가장 기본적인 투자 포인트가 약해지는 느낌을 지울 수 없는 것이 사실이다. 또한 연간 영업이익이 YoY로 적자 전환하는 상황에서, EBITDA의 중요성이 강해 보이지 않는다.

남은 주가의 유일한 트리거는, 올해 하반기 애플향 물량을 대규모 확보하는 경우에만 가능할 것으로 보인다. 현재 가장 중요한 부분은 POLED 부분의 해결이다. 내년부터는 Auto향 비즈니스를 E5에서 본격 대응하고, E6에서 생산하는 애플향 물량도 의미있게 확대될 것으로 보이나, 올해는 애플향 물량 확보를 공격적으로 가정하기 어렵기 때문이다. 올해 E5가 흘러가고 있는 고객사 이탈 상황까지 고려한다면, 올해는 POLED 적자 확대를 봐야 한다. 1, 2분기는 일단 기대감을 상당히 낮춰놓아야 할 것으로 보이며, 적어도 바닥구간을 다지는 추세를 확인한 이후에 P/B trading 전략으로 접근하는 방식이 현명해 보인다.

LG 디스플레이 (034220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	265,041	277,902	243,366	250,441	256,873
매출원가	227,543	224,247	212,513	220,951	226,356
매출충이익	37,498	53,656	30,853	29,490	30,517
판매비	24,384	29,039	29,924	32,907	26,728
영업이익	13,114	24,616	929	-3,417	3,789
EBITDA	43,330	56,762	36,475	35,112	44,658
영업외손익	48	-1,290	-1,843	-513	-648
외환관련손익	726	-1,355	-831	0	0
이자손익	-712	-304	-115	-640	-634
관계기업관련손익	83	96	7	-13	-13
기타	-50	274	-904	140	0
법인세비용차감전순손익	13,162	23,326	-914	-3,930	3,141
법인세비용	3,847	3,956	881	-769	601
계속사업순손익	9,315	19,371	-1,794	-3,161	2,540
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,315	19,371	-1,794	-3,161	2,540
지배지분순이익	9,067	18,028	-2,072	-2,452	1,932
포괄순이익	9,535	16,997	-1,949	-1,497	4,204
지배지분포괄이익	9,420	15,964	-2,154	-1,358	3,757

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	80,415	86,758
현금및현금성자산	15,587	26,026	23,650	17,860	23,182
매출채권 및 기타채권	51,016	44,899	29,985	30,825	31,381
재고자산	22,878	23,501	26,912	24,276	24,740
비유동자산	144,002	186,860	243,756	281,977	281,008
유형자산	120,314	162,020	216,001	257,510	258,633
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	362,392	367,766
유동부채	70,582	89,787	99,545	108,665	104,289
매입채무 및 기타채무	60,067	69,214	73,186	78,957	78,084
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	215,982	219,425
지배지분	129,560	143,735	139,792	137,339	139,271
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	99,947	101,879
비지배지분	5,064	6,080	9,071	9,071	9,071
자본총계	134,624	149,815	148,862	146,410	148,342
순차입금	20,288	22,152	60,949	94,055	93,049
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	48,295	46,083
당기순이익	9,315	19,371	-1,794	-3,161	2,540
감가상각비	26,434	27,919	31,237	35,491	38,876
외환손익	-886	-126	538	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-83	-96	-7	13	13
자산부채의 증감	-8,472	14,424	10,583	7,396	-2,874
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	-14,251	-14,766
현금의 증감	8,070	10,439	-2,375	-5,790	5,322
기초 현금	7,517	15,587	26,026	23,650	17,860
기말 현금	15,587	26,026	23,650	17,860	23,182
NOPLAT	13,114	24,616	1,824	-3,417	3,789
FCF	-6,335	1,087	-31,469	-33,823	1,059

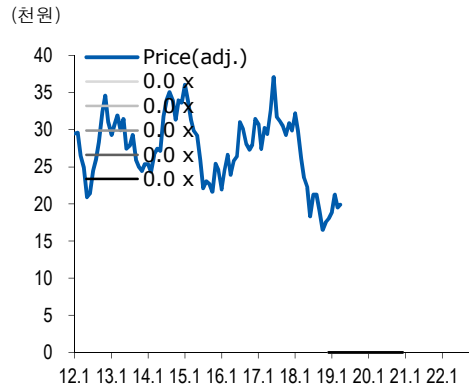
자료: 유안타증권

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

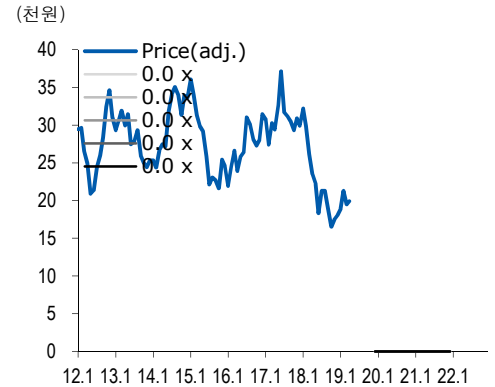
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	0	0	0	-685	540
BPS	0	0	0	38,383	38,923
EBITDAPS	0	0	0	9,813	12,481
SPS	0	0	0	69,992	71,789
DPS	0	0	0	0	0
PER	0	0	0	-29.0	36.9
PBR	0	0	0	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.8	2.5	4.1	5.0	3.9
PSR	0	0	0	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-6.6	4.9	-12.4	2.9	2.6
영업이익 증가율 (%)	-19.3	87.7	-96.2	적전	-210.9
지배순이익 증가율 (%)	-6.2	98.8	적전	적지	-178.8
매출총이익률 (%)	14.1	19.3	12.7	11.8	11.9
영업이익률 (%)	4.9	8.9	0.4	-1.4	1.5
지배순이익률 (%)	3.4	6.5	-0.9	-1.0	0.8
EBITDA 마진 (%)	16.3	20.4	15.0	14.0	17.4
ROIC	6.8	13.2	1.0	-1.2	1.3
ROA	3.8	6.7	-0.7	-0.7	0.5
ROE	7.2	13.2	-1.5	-1.8	1.4
부채비율 (%)	84.8	94.6	122.9	147.5	147.9
순차입금/자기자본 (%)	15.7	15.4	43.6	68.5	66.8
영업이익/금융비용 (배)	11.6	27.2	1.2	-3.7	3.6

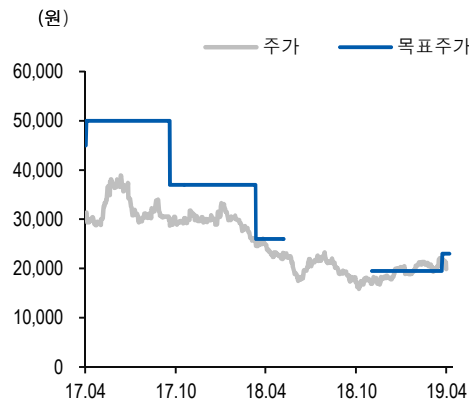
P/E band chart



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
2019-04-25	HOLD	23,000	1년		
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 2019-04-22

※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.