

LG디스플레이 (034220)

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	23,000원 (M)
현재주가 (5/21)	16,900원
상승여력	36%

시가총액	60,471억원
총발행주식수	357,815,700주
60일 평균 거래대금	328억원
60일 평균 거래량	1,626,753주
52주 고	23,250원
52주 저	15,850원
외인지분율	25.62%
주요주주	LG 전자 외 3 인 37.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(21.4)	(17.8)	(24.9)
상대	(15.5)	(11.1)	(10.2)
절대(달려환산)	(25.2)	(22.5)	(31.7)

극단적인 투자의견 변화 속에서 균형을 잡다

단기 실적 악화와 불확실성은 inevitable

LG디스플레이(이하 동사)의 2분기 실적은 영업적자 -2,138억원 수준으로, 시장에서 인지하고 있 다시피 POLED 일회성 비용이 대거 반영되면서, 1분기 대비 적자폭이 확대될 것으로 보인다. 하 반기의 경우, 1) 애플향 POLED 물량 확보 규모와, 2) WOLED 광저우 초기 비용 부담, 3) LCD 가격 상승 추세 제한에 따른 이익 개선세 불확실성 등 변수가 매우 많은 시기로 판단된다. 다만, 1) E6 ph1을 3분기 중반부터 가동하고, 2) WOLED 및 LCD가 계절적 성수기에 진입, 3) 애플향 LCD 초도 물량 반영에 따라, 3분기는 QoQ로 개선될 것으로 추정된다. 그러나, 1) LCD 가격은 재차 하락세로 3분기 내에 전환될 것으로 보이며, 2) E6라인은 4Q에 비용 반영이 본격화되고, 3) 4Q부터는 광저우 ph2까지 가동된다는 점에서 이익 추세가 다시 하락전환 될 것으로 보인다. 올 해 하반기와 내년 상반기까지의 동사 실적에서 기대할만한 변화요소는 찾아보기 힘들다.

시장의견의 급변에도 불구하고, 천천히 변화하는 OLED

최근 동사에 대한 투자의견이 빠르게 변화하고 있는 상황 속에서, 시장이 동사에 대해 거는 기대 감과 실망감은 항상 반복되어왔다. 그러나 결국 기업의 진정한 본질가치의 실현은 LCD가 아닌, OLED에서 실현 가능할 것으로 판단되며, 그 시기는 조금 더디지만 반드시 올 것이라는 점이 당 사의 판단이다. 당사는 결국 동사가 올해 하반기와 내년 상반기까지의 실적 불확실성 및 악화 구 간을 지나, 내년 하반기부터가 본격적인 OLED 사업부의 승부처가 될 것이라고 판단된다. 지금은 매우 어려운 구간을 지나고 있고, 당사 또한 그렇기 때문에 투자의견을 시장 컨센서스가 Buy로 전환될 때도 Hold 의견을 유지하고 있었다. 아직까지도 Hold 의견을 유지할 수밖에 없음이 너무 나 분명하나, 분명히 동사는 OLED로 기업의 체질은 변화해가는 방향성은 갖고 있다는 판단이다.

긴 그림으로 접근, 2H20을 기대하며

1) 애플의 POLED 벤더 다변화 니즈와, 2) 2020년 애플의 전모델 OLED 전환 움직임, 3) XS Max를 비롯한 일부 legacy 모델에 대한 동사의 공급 가능성 증가는 결국 POLED 사업부에 대 한 최악의 구간도 올해를 버텨내면 조금씩 나아지는 방향으로 전개된다는 것을 의미한다. 또한 작년 2분기부터 시작된 가파른 QLED TV의 가격 인하전략은 본질적으로 한시적인 대응 방책일 뿐, 내년부터 시작되는 가파른 WOLED의 원가 경쟁력 확보는 OLED TV의 가격 인하를 촉발, QLED를 다시금 밀어낼 수 있는 계기가 될 것으로 보인다. 아직 LGD의 내년 하반기를 말하는 것이 시기상조라 볼 수도 있다. 그러나, 당사는 내년 하반기가 분수령이 될 수 있다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	54,718	-2.5	-6.9	59,263	-7.7
영업이익	-2,138	적지	적지	-2,397	10.8
세전계속사업이익	-2,335	적지	적지	-2,383	2.0
지배순이익	-1,549	적지	적지	-1,212	-27.8
영업이익률 (%)	-3.9	적지	적지	-4.0	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	-2.8	적지	적지	-2.0	-0.8 %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		6.2	-39.2	-25.1	31.9
PBR		0.8	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA		2.5	4.1	4.7	3.6
ROE		13.2	-1.5	-1.8	1.4

자료: 유안타증권

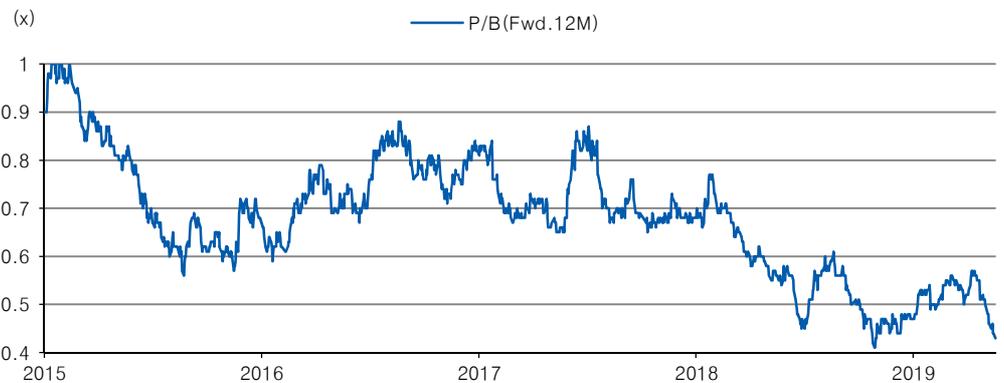
[표 1] LG 디스플레이 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	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%

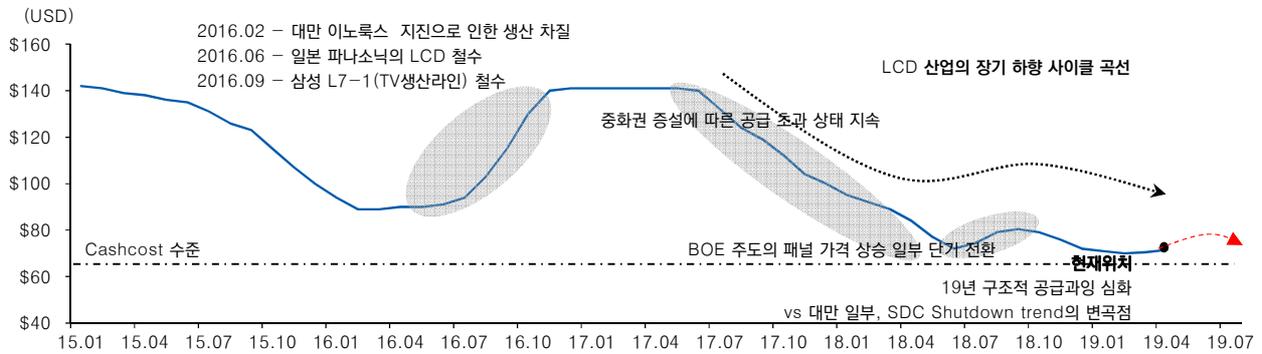
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] LG 디스플레이 12M Fwd P/B 추이



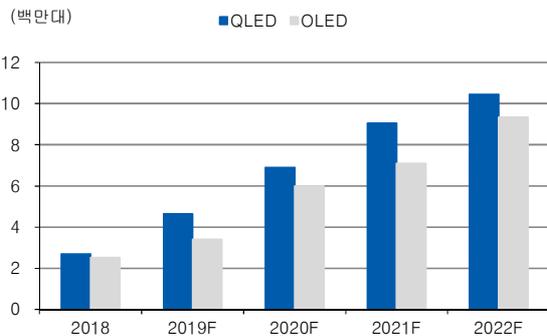
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 중장기 40" Open cell LCD TV Panel Price



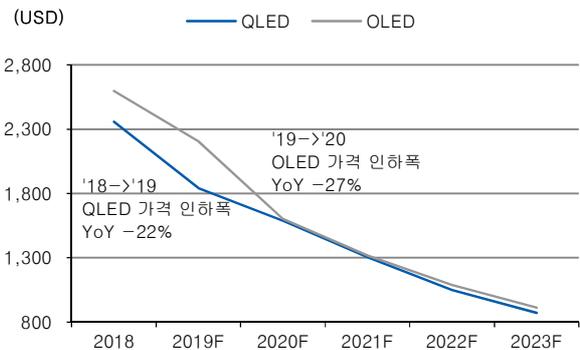
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] QLED TV 및 OLED TV 판매량 예측



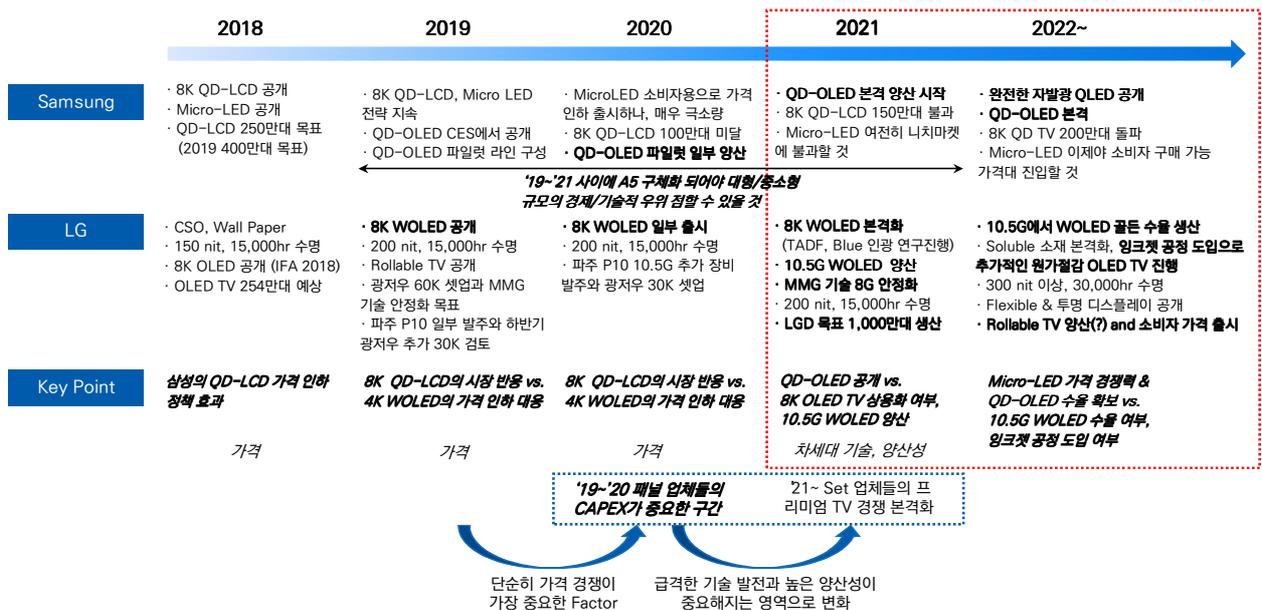
자료: IHS, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] QLED TV 및 OLED TV ASP 비교



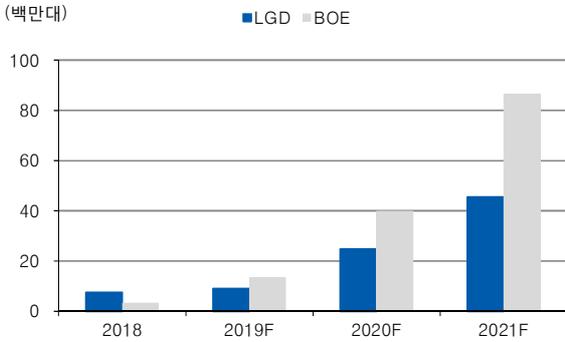
자료: IHS, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 중장기 프리미엄 TV 라인업 구도 변화 추정



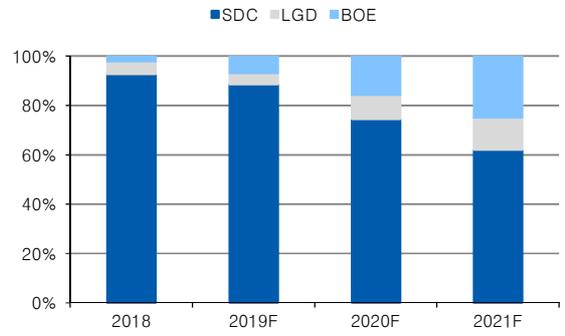
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] LGD와 BOE의 POLED 물량 출하 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] POLED 시장 출하 물량 분석



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 애플 OLED 판매량 추정 - 총 물량을 1.8억대 수준으로 가정.

(단위: 억대)

2017		2018		2019F		2020F		2021F	
총 판매	2.15	총 판매	2.08	총 판매	1.8	총 판매	1.8	총 판매	1.8
총 OLED	0.27	총 OLED	0.73	총 OLED	0.82	총 OLED	1.1	총 OLED	1.4
신모델 OLED (iPhone X)	0.27	신모델 OLED (XS, XS Max)	0.35	신모델 OLED (5.85", 6.46")"	0.45	신모델 OLED (3개 전모델)	0.6	신모델 OLED (3개 전모델)	0.6
OLED 비중	12.6%	OLED 비중	35.1%	OLED 비중	45.6%	OLED 비중	61.1%	OLED 비중	77.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

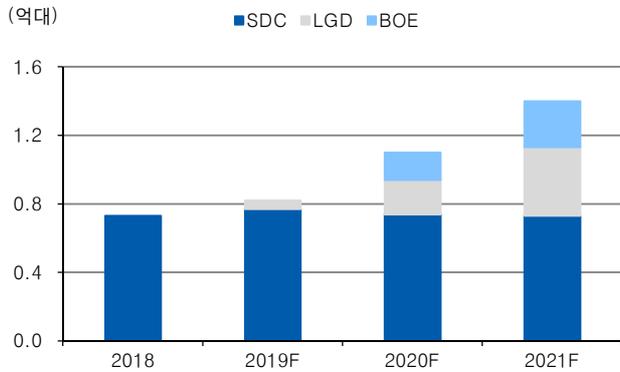
[표 3] 애플 POLED 출하량과 공급 벤더 출하 물량 가정 분석

(단위: 억대)

	2018	2019F	2020F	2021F
Apple Total OLED	0.73	0.82	1.10	1.40
SDC	0.73	0.77	0.74	0.73
LGD	-	0.05	0.20	0.40
BOE	-	-	0.16	0.27
(% of Total)				
SDC	100%	94%	67%	52%
LGD	0%	6%	18%	29%
BOE	0%	0%	15%	19%

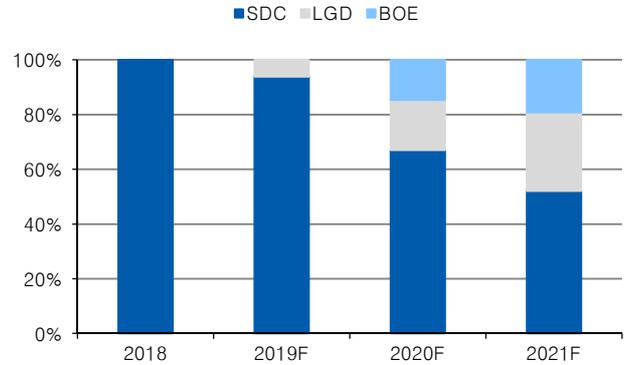
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 패널 업체별 애플향 POLED 패널 출하 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 애플 POLED 내 패널 업체별 비중 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] LG 디스플레이 중소형 OLED CAPA 현황

(단위: K/month)

Fab	Ph.	Gen	Full	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18	1Q19	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	22
E5	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	16
E6	1	Half 6	15							5	15	15	15	15	15
	2	Half 6	15											10	15
E6 Total			30				10	15	15	25	30	30	30	30	30

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] LG 디스플레이 WOLED CAPA 현황

(단위: K/month)

Fab	Ph.	Gen	Full	1Q19	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			20	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	2	8	30				20	30	30	30	30	30	30	30	30
	3	8	30								30	30	30	30	30
GP3						20	50	60	60	60	90	90	90	90	90
P10	1	10.5	30									5	10	15	30

자료: 유안타증권 리서치센터

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
법인세비용차감전순이익	13,162	23,326	-914	-3,930	3,141
법인세비용	3,847	3,956	881	-769	601
계속사업순이익	9,315	19,371	-1,794	-3,161	2,540
중단사업순이익	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

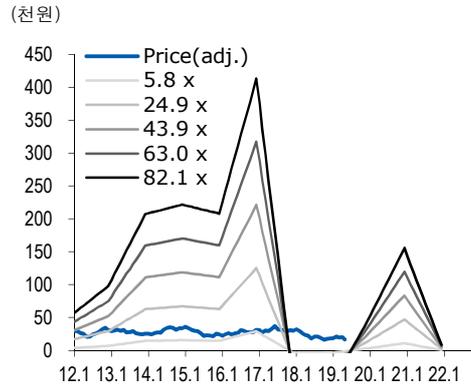
자료: 유안타증권

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

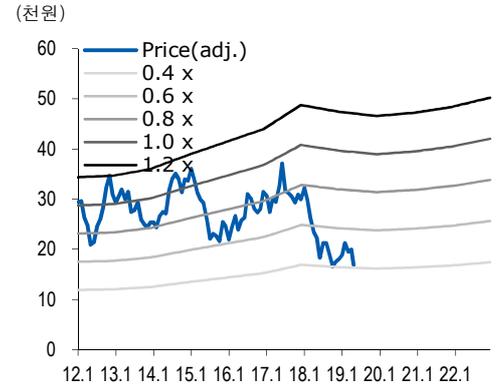
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	2,534	5,038	-579	-685	540
BPS	36,209	40,170	39,068	38,383	38,923
EBITDAPS	12,110	15,863	10,194	9,813	12,481
SPS	74,072	77,666	68,014	69,992	71,789
DPS	500	500	0	0	0
PER	10.6	6.2	-39.2	-25.1	31.9
PBR	0.7	0.8	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.8	2.5	4.1	4.7	3.6
PSR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2

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

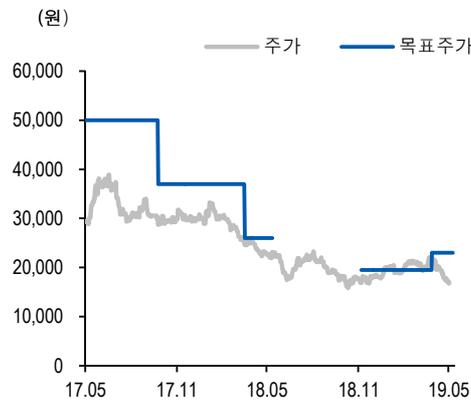
P/E band chart



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
2019-05-22	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

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)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-19

※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.