

2019. 10. 24



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6454-4880

sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 20,000 원

현재주가 (10.23) 14,200 원

상승여력 40.8%

KOSPI 2,080.62pt

시가총액 50,810억원

발행주식수 35,782만주

유동주식비율 59.36%

외국인비중 21.74%

52주 최고/최저가 22,100원/12,500원

평균거래대금 299.8억원

주요주주(%)

LG전자 외 1 인 37.92

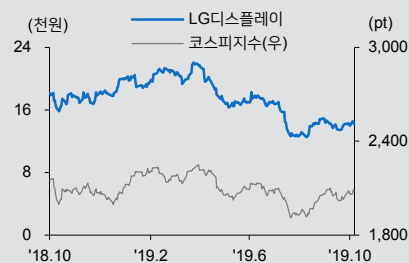
국민연금공단 7.15

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.4 -33.2 -17.7

상대주가 0.2 -28.7 -16.7

주가그래프



LG디스플레이 034220

고난의 연장

- ✓ 3Q19 영업손실 4,367 억원은 시장기대치를 하회. 부진한 판가와 가동률 조정에 기인
- ✓ 4Q19 영업손실은 7,014 억원으로 재차 확대 예상. LCD 판가 하락 지속세와 E6 POLED 라인 가동에 따른 고정비 증가에 더해 구조개선 대규모 비용 발생 예상
- ✓ 구조적 주가 반등의 선결 과제는 1) 산업 내 동조화된 공급조절 노력, 2) 광저우 라인 수율 개선 및 TV OLED 판가흐름 유지, 3) E6 POLED 수율 안정화
- ✓ 장기적 관점에서 투자 의견 Buy 유지하나 적정주가 20,000 원으로 하향조정

예상보다 부진한 실적, 4Q19에는 일회성 비용이 추가 부담요인

LG디스플레이는 3Q19 영업손실 4,367억원을 기록하며 시장 컨센서스 3,035억원을 하회했다 (vs 전분기 3,687억원 영업손실). 이는 1) 대형 LCD 패널가 낙폭이 예상 을 능가했고, 2) 보수적 채널 수요 속 동사는 채산성 위주 가동률 조정을 단행했으 며, 3) 모바일 향 POLED 양산이 개시되며 고정비가 크게 증가한 데 기인한다. 매출 개선 요인이 제한적인 상황에서 실적설명회 내 비용 통제를 위한 1) 구조개선방 안과 2) Capa 축소 계획이 구체화되지 않은 점은 단기 실적의 불확실성을 확대시켰다. 4Q19에는 대형 LCD의 판가 하락이 지속되며 POLED의 손실 확대, 구조개선 관련 일회성비용이 반영되며 영업손실 7,014억원이 예상된다.

내년 점진적 개선세 예상, 다만 다수의 불확실성은 상존

이미 대형 LCD 판가가 현금원가 수준 또는 그를 하회하는 수준까지 악화된 가운데, 스포츠 이벤트에 기반해 내년 TV 수요는 다소 개선될 전망이다. 하지만, 동사 실적의 본격적 개선을 위해서는 다음을 통한 다수의 불확실성 제거가 필요하다. 1) LCD 업체들의 가동률 조정 동조화, 2) 광저우 OLED 라인 수율 조기 안정화 및 생산성 확대, 3) E6 POLED 수율 안정화 및 수익성 구속력 확보

장기적 관점에서 투자 의견 Buy 유지

적자 발생 기간이 장기화될수록 시장의 추가 자금조달 우려는 증폭할 수 있다. 아울러 중국 업체를 중심으로 산업 내 극한 경쟁이 과열될 수도 있는 상황에서 신기술 · 신규라인들의 양산성 확보는 절실한 상황이다. 예상보다 하락폭이 팔라진 LCD 판가흐름을 바탕으로 2019년과 2020년 실적 추정치를 소폭 하향조정하지만, 분기실적은 내년부터 완만한 개선이 가능하리라 예상된다. 장기적 관점에서 동사에 대한 투자 의견 Buy 유지하며, 적정주가는 20,000원으로 하향조정한다 (2019년 BVPS에 0.6배 적용 유지하나 BVPS 추정치 하향조정).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	27,790.2	2,461.6	1,802.8	5,038	98.8	40,170	6.2	0.8	2.4	12.5	94.6
2018	24,336.6	92.9	-207.2	-579	-111.5	39,068	-29.2	0.4	3.9	-1.5	122.9
2019E	23,408.1	-1,638.7	-1,722.5	-4,814	731.3	34,740	-3.5	0.5	4.6	-13.0	160.5
2020E	23,937.8	397.3	49.8	139	-102.9	34,927	121.4	0.5	1.7	0.4	161.8
2021E	25,985.0	1,078.9	604.6	1,690	1,113.9	36,664	10.0	0.5	1.1	4.7	155.5

표1 LG디스플레이 3Q19P 실적 Review

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	5,822.0	6,102.7	-4.6%	5,353.0	8.8%	6,019.0	-3.3%	6,331.2	-8.0%
영업이익	-436.7	140.1	nm	-368.7	nm	-303.5	nm	-113.9	nm
세전이익	-600.5	110.3	nm	-442.4	nm	-384.2	nm	-190.6	nm
순이익	-442.5	17.5	nm	-550.2	nm	-330.6	nm	-148.7	nm
영업이익률(%)	-7.5%	2.3%		-6.9%		-5.0%		-1.8%	
순이익률(%)	-7.6%	0.3%		-10.3%		-5.5%		-2.3%	

자료: LG디스플레이, 메리츠증권 리서치센터

표2 LG디스플레이 실적 추정치 변경

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	6,354.4	23,408.1	23,937.8	6,562.3	24,125.3	25,914	-3.2%	-3.0%	-8%
영업이익	-701.4	-1,638.7	397.3	11.1	-603.4	338	nm	nm	17%
세전이익	-833.6	-2,005.2	85.6	-81.5	-843.0	250	nm	nm	-66%
순이익	-650.2	-1,722.5	49.8	-63.6	-840.5	180	nm	nm	-72%
영업이익률	-11.0%	-7.0%	1.7%	0.2%	-2.5%	1.3%			

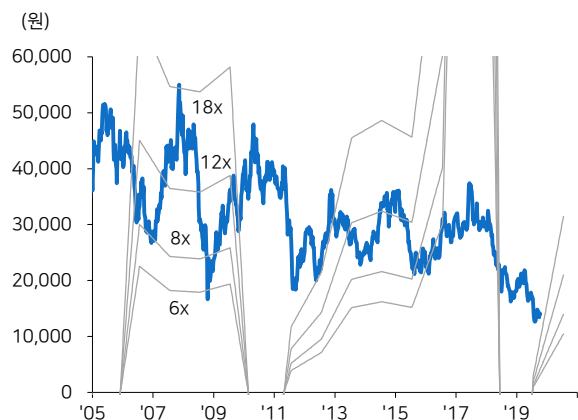
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG디스플레이 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
환율	1,125.7	1,165.9	1,193.2	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,099.9	1,151.4	1,150.0
매출액	5,878.7	5,353.0	5,822.0	6,354.4	5,887.9	5,771.3	6,059.2	6,219.6	24,336.4	23,408.1	23,937.8
YoY (%)	3.6%	-4.6%	-4.6%	-8.5%	0.2%	7.8%	4.1%	-2.1%	-12.4%	-3.8%	2.3%
QoQ (%)	-15.4%	-8.9%	8.8%	9.1%	-7.3%	-2.0%	5.0%	2.6%			
투입면적 ('000 sqm)	13,990.0	13,990.0	14,039.5	14,039.5	13,990.0	13,990.0	14,039.5	14,039.5	54,645.6	56,059.1	56,059.1
출하면적 ('000 sqm)	9,869.9	9,997.1	9,520.4	9,541.2	9,306.0	9,031.4	9,388.1	9,541.2	42,359.4	38,928.6	37,266.7
YoY (%)	-2.1%	-3.7%	-12.5%	-13.4%	-5.7%	-9.7%	-1.4%	0.0%	1.8%	-8.1%	-4.3%
QoQ (%)	-10.4%	1.3%	-4.8%	0.2%	-2.5%	-3.0%	3.9%	1.6%			
평균단가 (달러)	529.1	459.3	512.5	579.1	550.2	555.7	561.2	566.8	520.8	520.0	558.5
YoY (%)	1.3%	-8.3%	2.4%	3.5%	4.0%	21.0%	9.5%	-2.1%	-12.2%	-0.1%	7.4%
QoQ (%)	-5.4%	-13.2%	11.6%	13.0%	-5.0%	1.0%	1.0%	1.0%			
매출총이익	632.8	481.7	352.8	180.8	702.1	965.4	986.2	1,122.9	3,085.3	1,648.1	3,776.6
매출총이익률 (%)	10.8%	9.0%	6.1%	2.8%	11.9%	16.7%	16.3%	18.1%	12.7%	7.0%	15.8%
영업이익	-132.0	-368.7	-436.7	-701.4	-127.2	137.1	139.7	247.6	92.9	-1,638.7	397.3
영업이익률 (%)	-2.2%	-6.9%	-7.5%	-11.0%	-2.2%	2.4%	2.3%	4.0%	0.4%	-7.0%	1.7%
경상이익	-128.7	-442.4	-600.5	-833.6	-184.8	66.5	55.7	148.2	-91.4	-2,005.2	85.6
경상이익률 (%)	-2.2%	-8.3%	-10.3%	-13.1%	-3.1%	1.2%	0.9%	2.4%	-0.4%	-8.6%	0.4%
당기순이익	-62.6	-550.2	-442.5	-650.2	-144.1	51.9	43.4	115.6	-207.2	-1,722.5	49.8
순이익률 (%)	-1.1%	-10.3%	-7.6%	-10.2%	-2.4%	0.9%	0.7%	1.9%	-0.7%	-7.3%	-2.4%
EPS (원)	-170	-1,533	-1,276	-1,835	-398	150	82	305	-579	-4,814	139

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 LG디스플레이 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 LG디스플레이 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 LG디스플레이 주가 산출 - 적정주가 20,000원

(원)	2019E
BVPS	34,744
적정배수 (배) *	0.60
적정가치	20,846
적정주가	20,000
현재 주가	14,200
상승여력 (%)	40.8%

참고: * LCD 저점사이클인 0.6배 적용 유지

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 LG디스플레이 과거 밸류에이션

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
주가 (원)										
High	40,950	48,100	41,450	36,950	33,150	35,950	37,200	32,400	39,600	33,250
Low	21,250	32,600	17,300	19,600	21,800	22,850	20,500	20,800	27,050	15,850
Average	31,546	39,526	29,760	27,297	28,126	30,347	27,503	26,823	31,064	22,686
PER (배)										
High	13.8	14.9	-19.2	56.7	27.8	14.2	13.8	12.8	7.9	-57.4
Low	7.2	10.1	-8.0	30.1	18.3	9.0	7.6	8.2	5.4	-27.4
Average	10.6	12.2	-13.8	41.9	23.6	12.0	10.2	10.6	6.2	-39.2
EPS (원)	2,969	3,232	-2,155	652	1,191	2,527	2,701	2,534	5,038	-579
PBR (배)										
High	1.4	1.6	1.5	1.3	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9
Low	0.8	1.1	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.4
Average	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8	0.6
BVPS (원)	28,282	30,843	28,271	28,534	29,655	31,948	34,076	36,209	40,170	39,068
PBR/ROE (배)										
High	13.2	14.9	-19.2	56.7	27.8	14.2	13.8	12.8	7.9	-57.4
Low	6.9	10.1	-8.0	30.1	18.3	9.0	7.6	8.2	5.4	-27.4
Average	10.2	12.2	-13.8	41.9	23.6	12.0	10.2	10.6	6.2	-39.2
ROE (%)	11.0%	10.5%	-7.6%	2.3%	4.0%	7.9%	7.9%	7.0%	12.5%	-1.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG 디스플레이 (034220)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	27,790.2	24,336.6	23,408.1	23,937.8	25,985.0
매출액증가율 (%)	4.9	-12.4	-3.8	2.3	8.6
매출원가	22,424.6	21,251.3	21,760.1	20,161.2	21,241.0
매출총이익	5,365.6	3,085.3	1,648.1	3,776.6	4,744.0
판매비와관리비	2,903.9	2,992.4	3,286.8	3,379.3	3,665.1
영업이익	2,461.6	92.9	-1,638.7	397.3	1,078.9
영업이익률 (%)	8.9	0.4	-7.0	1.7	4.2
금융수익	-148.8	-112.2	-247.6	-118.4	-91.7
종속/관계기업관련손익	9.6	0.7	11.3	9.6	9.6
기타영업외손익	-139.2	-111.5	-366.3	-311.7	-282.0
세전계속사업이익	2,332.6	-91.4	-2,005.2	85.6	796.9
법인세비용	395.6	88.1	-299.6	18.8	175.3
당기순이익	1,937.0	-179.5	-1,705.6	66.8	621.6
지배주주지분 순이익	1,802.8	-207.2	-1,722.5	49.8	604.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	10,473.7	8,800.1	7,670.4	8,144.6	8,869.8
현금및현금성자산	2,602.6	2,365.0	1,743.4	2,340.1	2,638.6
매출채권	4,325.2	2,829.1	2,587.5	2,532.6	2,723.8
재고자산	2,350.1	2,691.2	2,461.3	2,409.1	2,591.1
비유동자산	18,686.0	24,375.6	27,845.3	27,723.1	27,734.3
유형자산	16,202.0	21,600.1	25,240.8	25,040.8	24,840.8
무형자산	912.8	987.6	959.3	1,075.6	1,179.6
투자자산	127.6	114.0	114.3	108.3	102.3
자산총계	29,159.7	33,175.7	35,515.7	35,867.8	36,604.1
유동부채	8,978.7	9,954.5	10,390.2	11,676.3	13,788.0
매입채무	2,875.1	3,087.5	2,823.8	2,763.9	2,972.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	20.0
유동성장기부채	1,452.9	1,553.9	1,421.2	1,391.0	1,496.1
비유동부채	5,199.5	8,335.0	11,489.6	10,488.7	8,491.8
사채	1,506.0	1,772.6	2,021.1	1,021.1	1,021.1
장기차입금	2,644.2	5,232.3	8,507.4	8,507.4	6,507.4
부채총계	14,178.2	18,289.5	21,879.8	22,165.1	22,279.8
자본금	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1
자본잉여금	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1
기타포괄이익누계액	-288.3	-301.1	-139.3	-139.3	-139.3
이익잉여금	10,621.6	10,240.0	8,529.6	8,596.4	9,218.0
비지배주주지분	608.0	907.1	1,205.4	1,205.4	1,205.4
자본총계	14,981.5	14,886.2	13,635.9	13,702.7	14,324.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	6,764.2	4,484.1	2,942.6	4,945.3	5,512.0
당기순이익(손실)	1,937.1	-179.4	-1,705.5	66.8	621.6
유형자산감가상각비	2,791.9	3,123.7	3,600.0	4,300.0	4,300.0
무형자산상각비	422.7	430.9	203.9	197.3	209.6
운전자본의 증감	1,442.4	1,058.3	662.6	-6.7	23.2
투자활동 현금흐름	-6,481.1	-7,675.3	-7,192.5	-3,660.0	-3,660.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,592.4	-7,942.2	-7,500.0	-4,100.0	-4,100.0
투자자산의 감소(증가)	384.5	634.6	19.3	15.6	15.6
재무활동 현금흐름	862.2	2,952.9	3,566.4	-688.6	-1,553.4
차입금증감	1,042.8	2,851.4	3,234.9	-1,020.1	-1,884.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	1,043.9	-237.5	-621.7	596.7	298.5
기초현금	1,558.7	2,602.6	2,365.0	1,743.3	2,340.0
기말현금	2,602.6	2,365.0	1,743.3	2,340.0	2,638.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	77,666	68,014	65,419	66,900	72,621
EPS(지배주주)	5,038	-579	-4,814	139	1,690
CFPS	2,917	-664	-1,737	1,668	834
EBITDAPS	15,863	10,194	6,051	13,679	15,618
BPS	40,170	39,068	34,740	34,927	36,664
DPS	500	0	0	28	338
배당수익률(%)	3.0	0.0	0.0	0.2	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	6.2	-29.2	-3.5	121.4	10.0
PCR	10.7	-25.5	-9.7	10.1	20.3
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2
PBR	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDA	5,676	3,648	2,165	4,895	5,588
EV/EBITDA	2.4	3.9	4.6	1.7	1.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	-1.5	-13.0	0.4	4.7
EBITDA 이익률	36.0	-4.4	-59.3	1.4	11.5
부채비율	94.6	122.9	160.5	161.8	155.5
금융비용부담률	0.1	0.0	0.3	0.5	0.4
이자보상배율(x)	27.2	1.2	-13.0	2.8	8.5
매출채권회전율(x)	6.0	6.8	8.6	9.4	9.9
재고자산회전율(x)	9.7	8.4	8.4	8.3	8.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 디스플레이 (034220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과라율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.01.24	기업브리프	Buy	39,000	김선우	-27.8	-14.7	
2018.04.26	기업브리프	Buy	34,000	김선우	-32.7	-29.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	29,000	김선우	-30.6	-20.3	
2018.07.26	기업브리프	Buy	27,000	김선우	-24.5	-13.9	
2018.10.25	기업브리프	Buy	23,000	김선우	-16.4	-3.9	
2019.04.25	기업브리프	Buy	25,000	김선우	-28.0	-19.0	
2019.05.29	산업분석	Buy	23,000	김선우	-34.0	-20.4	
2019.10.24	기업브리프	Buy	20,000	김선우	-	-	