



실적리뷰

BUY(Maintain)

목표주가: 48,000원

주가(1/24): 28,550원

시가총액: 102,156억원

디스플레이

Analyst 김병기

02) 3787-5063 bkkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/24)		1,964.48pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,200원	20,050원
등락률	-21.13%	42.39%
수익률	절대	상대
1M	-3.9%	-3.0%
6M	29.2%	18.0%
1Y	-0.2%	-0.9%

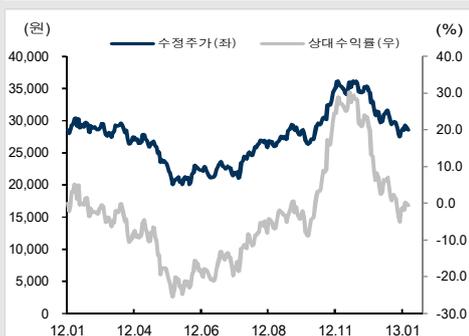
Company Data

발행주식수	357,816천주
일평균 거래량(3M)	2,819천주
외국인 지분율	29.21%
배당수익률(13E)	0.00%
BPS(13E)	32,286원
주요 주주	LG전자 37.9%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	242,913	294,297	324,392	336,572
핵심영업이익	-7,640	9,121	18,083	19,591
EBITDA	28,874	53,821	60,269	61,151
세전이익	-10,810	4,585	15,015	17,569
순이익	-7,879	2,363	12,012	14,055
지배주주지분순이익	-7,712	2,381	11,988	14,027
EPS(원)	-2,155	665	3,350	3,920
증감률(%YoY)	N/A	N/A	403.6	17.0
PER(배)	-11.4	46.7	8.5	7.3
PBR(배)	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.9	2.6	2.1	2.0
핵심영업이익률(%)	-3.1	3.1	5.6	5.8
ROE(%)	-7.4	2.3	11.0	11.5
순부채비율(%)	22.5	29.4	23.0	13.7

Price Trend



LG디스플레이 (034220)

2분기 이후 실적의 방향성에 주목할 때



4Q12 어닝 서프라이즈를 기록했다. 13년 실적은 1분기를 저점으로 우상향 추세를 예상한다. LCD 패널의 수급은 성수기로 진입할수록 빠듯해질 것이며, 패널가격은 2분기 중반부터 상승세를 탈 전망이다. PBR 0.9배 수준의 현 주가는 downside risk 보다 upside potential이 크다고 판단되기에, 비중확대 전략을 권고한다.

>>> 4분기 Earning Surprise 기록

4분기 매출액은 8조7,426억원(+15%QoQ, +32%YoY), 영업이익은 5,870억원(+98%QoQ, YoY 흑자전환)으로 시장 기대치(영업이익 컨센서스 4,406억원)를 대폭 상회했다. 회계기준 변경효과를 감안하더라도 4분기 영업이익은 컨센서스를 20% 웃돈 것이다. 계절적 성수기를 배경으로 출하면적이 10%QoQ 늘었고, 고부가제품 비중 확대로 면적당 판가는 9%QoQ 올랐다. 수익성이 우수한 Specialty 제품군의 매출비중은 60%대를 돌파하며 전분기 대비 10%p 이상 증가했다.

>>> 1Q13 저점으로 추세적 이익성장 예상

1분기는 LCD 패널의 계절적 비수기로, 출하량과 판가가 약세를 보이는 시기다. 이에 따라 실적도 전분기 대비 부진할 것으로 예상된다. 1Q13 매출액은 매출액은 7조1,186억원(-19%QoQ, +15%YoY), 영업이익은 1,444억원(-75%QoQ, YoY 흑자전환)을 기록할 것으로 전망한다. 하지만 비수기가 끝난 2Q13부터 실적은 우상향 추세를 이어갈 것이다. 2013년에 신규로 가동되는 fab이 전무하고, 일부 업체는 기존 fab을 고해상도 공정, OLED 등으로 전환시키며 Capa가 줄어든다. 이 때문에 성수기로 진입할 수록 LCD 패널 수급은 tight해질 것으로 보이며, 이는 범용 패널의 가격상승을 촉발시키면서 패널업체들이 극적인 이익 개선에 성공할 것으로 판단된다.

>>> 2013년 영업이익 98% 증가할 전망

업황 사이클 전환기에는 Down-Cycle 시기에 적용했던 관성적 프레임에서 벗어나, 실적추정 및 밸류에이션에 대한 눈높이를 높여가는 것이 타당하다. 당사 리서치센터는 동사의 2013년 영업이익을 1.8조원(+342%YoY)으로 예상한다. 수익성이 뛰어난 Specialty 제품의 비중이 12년 평균 55%에서 13년에는 70% 이상으로 높아질 것이고, Commodity 패널의 수익성은 산업의 수급개선에 힘입어 흑자기조로 진입할 전망이다기 때문이다.

13년 ROE는 11%로 3년만에 두자릿수를 회복할 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 현 주가는 PBR 0.9배 수준으로 저평가 매력을 갖췄다. 계절적 비수기에 따른 주가조정은 저가매수의 기회를 제공하고 있으며, 지금은 2분기 이후 가파른 이익성장 가능성에 주목한 선제적 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단된다. LGD에 대한 목표주가 '48,000원'과 투자의견 'BUY'를 유지한다.

>>> **업황 점검**

**비수기 효과로  
패널가격 약세**

LCD 패널가격이 1월 들어 1~2% 하락세를 보이고 있다. 이는 통상적인 비수기 효과에 따른 것이다. 모든 패널업체들의 생산능력은 성수기 수요를 기준으로 맞추어져 있기 때문에 비수기에 공급과잉 현상이 빚어지는 것은 당연하다. 이 시기에는 가동률 조정을 통해 공급량을 줄여가며 패널가격 하락 및 수익성 저하를 방어하는 것이 일반적인 전략이다. 특히 2010년 하반기 이후 적자의 늪에서 빠져나오지 못하고 있는 2'nd Tier 업체들은 가동률 조정이 불가피한 옵션이 될 것으로 예상됐다.

**대만 패널업체 가동률  
성수기 수준 유지**

하지만 이노룩스, AUO 등 대만 업체들은 4분기 수준의 가동률을 1월에도 유지하고 있는 것으로 파악된다. 이 때문에 비수기 효과가 확대되고 있는 상황이다. 대만 업체들이 높은 가동률을 유지하면서 저가 정책을 통해 공격적인 마케팅을 전개하는 이유는 다음과 같다.

**이는 가동률 조정에  
따른 기회비용이  
크기 때문**

가동률을 낮춰놓을 경우 비수기 이후에 전개될 수요 상승국면에 민첩하게 대응하기 어렵다. LCD 패널은 제조에 걸리는 시간이 반도체만큼 길지는 않다. 하지만 방대한 부품/소재 서플라이 체인을 갖고 있기 때문에 낮아진 가동률을 단기간에 올리기 어려운 측면이 있다.

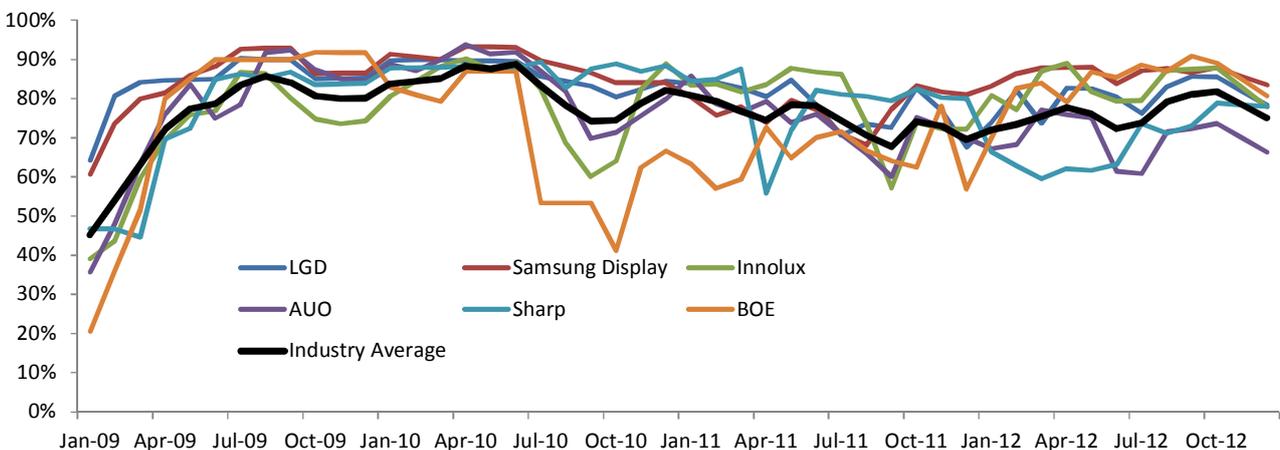
**수요 상승국면에 대한  
대비 전략**

09년 상황이 대표적인 사례다. 미국 신용위기 등의 여파로 LCD 수요가 극단적으로 위축되자 대만 업체들은 08년말~09년초에 가동률을 40% 이하로 낮췄다. 하지만 2Q09에 접어들어 수요가 정상화되는 과정에서 가동률을 80% 수준까지 끌어올리는데 6개월이 소요됐다. 이 때문에 당시 극적인 업황 턴어라운드 of 과실은 LG디스플레이와 삼성디스플레이 등 한국 업체들이 독차지한 바 있다. 한국 업체들은 최악의 상황에서도 가동률을 60%대로 유지했고, 1~2개월 내에 80% 이상으로 올리면서 시장수요에 적극적으로 대응할 수 있었다.

**2분기 중반부터  
업황 상승국면 본격화  
예상**

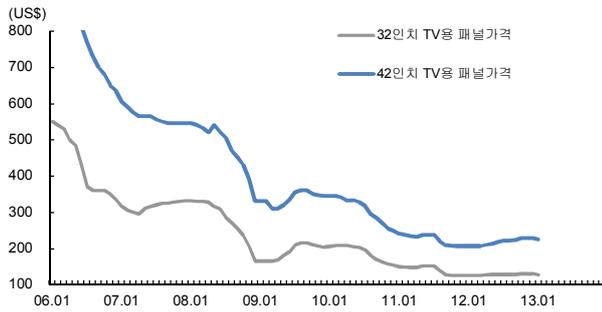
09년의 전철을 밟지 않기 위해 대만 업체들은 상대적으로 높은 가동률을 유지하면서 성수기 수요증가에 대비하고 있다. 그 결과로 1분기 수요대비 공급량 초과가 예상되며, 이에 따른 재고 증가가 패널가격의 하락 압력을 높일 것이다. 당사 리서치센터는 업황의 본격적인 턴어라운드 시점을 당초 1분기말로 예상했으나, 2분기 중반으로 2개월 가량 지연될 가능성이 높다고 판단한다.

**주요 패널업체별 가동률 추이**



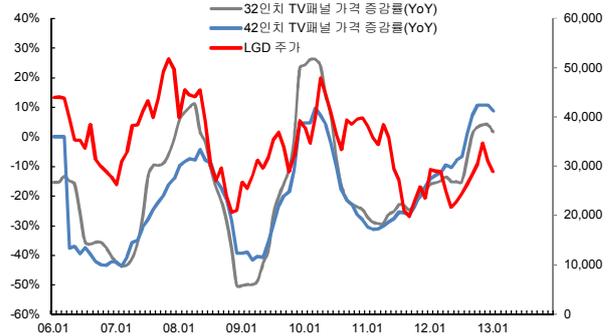
자료: 디스플레이서치

LCD TV용 패널가격 동향



자료: 디스플레이서치

TV용 패널가격 YoY 증감률 및 LGD 주가 추이



자료: 디스플레이서치, 키움증권

>>> 실적전망

실적은 1분기가 바다

앞서 언급한 이유로 인해 1분기 LCD 패널가격은 약보합세를 이어갈 전망이다. 이와 함께 주요 고객사의 Set 판매부진 및 재고조정 이슈 등이 중첩되면서 1분기 실적은 전분기 대비 부진할 것으로 예상된다. 1Q13 매출액은 매출액은 7조1,186억원(-19%QoQ, +15%YoY), 영업이익은 1,444억원(-75%QoQ, YoY 흑자전환)을 기록할 것으로 전망한다.

2분기부터 빠른 회복세 보이며 13년 영업이익은 98%YoY 성장한 1.8조원 기록할 전망

하지만 실적은 2분기부터 빠른 속도로 개선될 것이다. 패널 수요가 통상적인 계절성을 따라 회복세를 보일 전망이고, TV의 경우 평균 사이즈가 확대되면서 Capa 잠식률이 높아질 것이다. 한편 공급 측면에서는 13년에 신규로 가동되는 fab이 전무한데다, LGD 등 일부 업체들의 경우 fab 전환에 따라 공급 Capa가 감소할 것이다. 이 때문에 LCD 패널 수급은 성수기로 진입할수록 tight해질 수 밖에 없는 상황이다. 우리는 13년 하반기 업황이 12년 하반기보다 우호적일 것이며, 동사의 이익규모 또한 4Q12 이상으로 고공행진할 가능성이 크다고 판단한다. 당사 리서치센터는 LGD의 2013년 영업이익이 1.8조원으로 전년 대비 98% 성장할 것으로 추정한다.

LG디스플레이 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2010	2011	2012	2013E
매출액(십억원)	6,184	6,910	7,593	8,743	7,119	7,751	8,728	8,841	25,512	24,291	29,430	32,439
QoQ	-6.4%	11.8%	9.9%	15.1%	-18.6%	8.9%	12.6%	1.3%	27.3%	-4.8%	21.2%	10.2%
TV	2,906	3,248	3,569	3,759	3,523	3,713	4,280	4,272	14,052	11,531	13,482	15,788
모니터	1,299	1,175	1,215	1,399	862	847	942	1,041	5,383	5,010	5,087	3,691
노트북	928	967	987	874	838	995	954	979	3,791	3,335	3,756	3,765
태블릿PC	309	691	1,139	1,486	1,072	1,279	1,509	1,645	647	2,157	3,625	5,506
중소형 및 기타	742	691	683	1,224	823	917	1,044	905	1,638	2,258	3,340	3,689
매출원가	5,855	6,140	6,792	7,637	6,428	6,855	7,441	7,480	21,781	23,081	26,425	28,204
영업이익	-211	239	297	587	144	321	646	697	1,310	-764	912	1,808
QoQ	적지	적지	흑전	97.6%	-75.4%	122.5%	101.1%	7.8%	29.6%	적전	흑전	98.3%
세전이익	-197	-78	230	503	24	207	609	661	1,266	-1,081	459	1,502
순이익	-129	-112	158	320	19	166	487	529	1,159	-788	236	1,201
Capex	-1,273	-1,052	-1,260	-603	-950	-1,050	-1,150	-1,100	-5,515	-4,182	-4,188	-4,250
Shipment('000 m <sup>2</sup> )	8,089	8,553	9,173	10,062	8,651	9,134	10,077	10,607	27,731	30,710	35,877	38,469
QoQ	-3.9%	5.7%	7.2%	9.7%	-14.0%	5.6%	10.3%	5.3%	34.3%	10.7%	16.8%	7.2%
ASP/m <sup>2</sup> (US\$)	669	701	733	802	776	804	825	801	793	708	730	803
QoQ	-2.2%	4.8%	4.6%	9.4%	-3.2%	3.6%	2.6%	-2.8%	2.5%	-10.7%	3.2%	9.9%
평균 환율	1,131	1,152	1,133	1,091	1,060	1,055	1,050	1,040	1,156	1,108	1,127	1,051
QoQ	-1.2%	1.9%	-1.7%	-3.7%	-2.8%	-0.5%	-0.5%	-1.0%	-9.5%	-4.1%	1.7%	-6.7%
수익성												
매출총이익률	5.3%	11.1%	10.6%	12.6%	9.7%	11.6%	14.7%	15.4%	14.6%	5.0%	10.2%	13.1%
영업이익률	-3.4%	3.5%	3.9%	6.7%	2.0%	4.1%	7.4%	7.9%	5.1%	-3.1%	3.1%	5.6%
세전이익률	-3.2%	-1.1%	3.0%	5.8%	0.3%	2.7%	7.0%	7.5%	5.0%	-4.4%	1.6%	4.6%
순이익률	-2.1%	-1.6%	2.1%	3.7%	0.3%	2.1%	5.6%	6.0%	4.5%	-3.2%	0.8%	3.7%

자료: 키움증권 추정

>>> Valuation

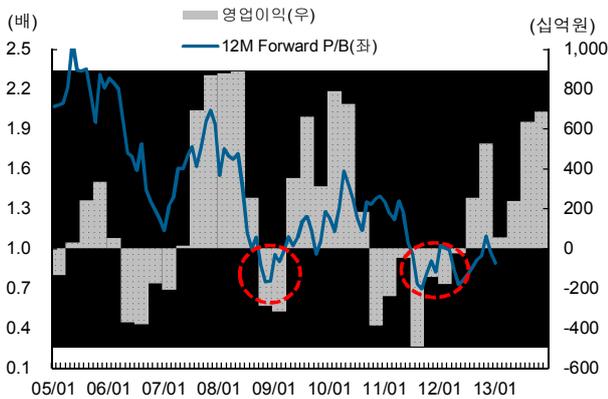
주가는 현저한 저평가 상태

현 주가(1/24 종가, 28,550)는 13년 예상실적 기준 PBR 0.88배 수준이다. 역사적으로 LGD의 PBR은 흑자를 내던 시기에 1.0배를 하회한 적이 없었다. 현재의 주가 수준은 1분기 적자전환 가능성을 반영하고 있다. 그러나 동사는 실적발표회에서 1분기에 비수기 효과로 물량감소가 예상되지만, 흑자기조를 이어나간다는 가이드를 밝혔다. 또한 동사의 ROE는 11년을 저점으로 회복 추세를 보이고 있으며, 13년에는 11%로 3년만에 두자리 수로 회복할 것으로 예상된다. 이에 따라 우리는 현재의 Valuation 수준이 저평가 영역이라고 판단한다.

목표주가 48,000원 유지

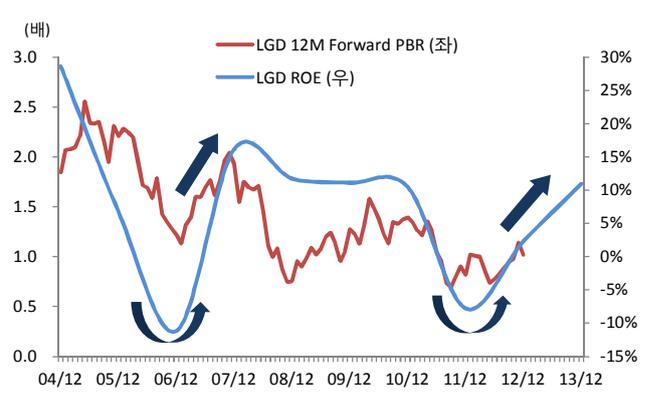
LGD에 대한 목표주가 '48,000원'과 투자 의견 'BUY'를 유지한다. 목표주가는 13년 예상 BPS 32,286원에 P/B 1.5배를 적용한 것이다. 05년 이후 LCD 산업은 07년, 09년 두 차례의 Up-Cycle을 겪었다. LGD의 PBR은 07년에 2.1배, 09년에 1.6배까지 상승한 바 있다. 우리는 13년 하반기에 업황의 강한 턴어라운드를 예상하고 있으며, 이 경우 동사의 PBR은 1.5배까지 오를 여력이 충분하다고 판단한다.

LGD 영업이익 및 12M Forward P/B



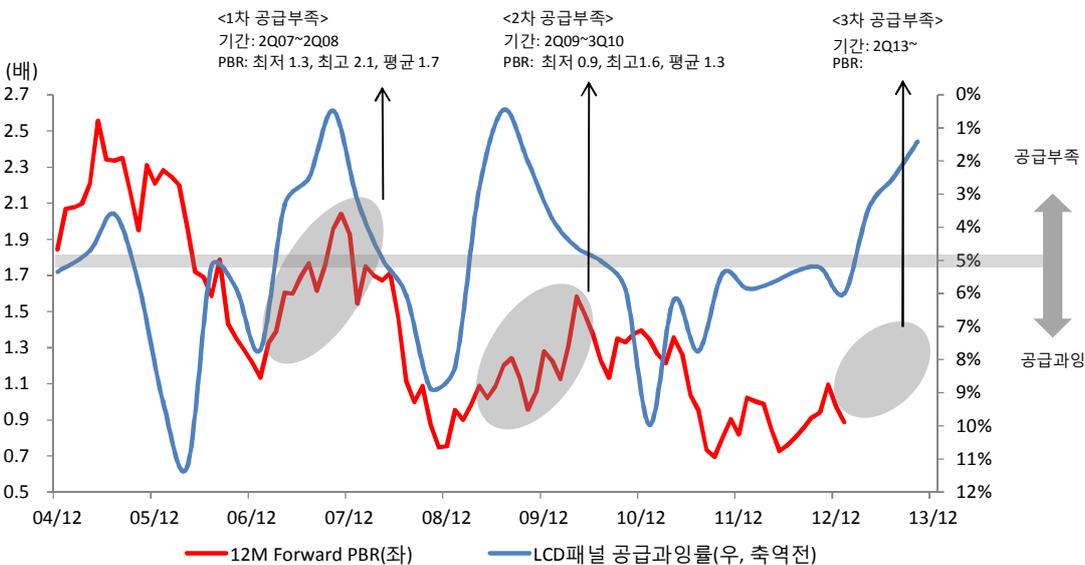
자료: 키움증권

LGD ROE 및 12M Forward P/B



자료: 키움증권

LCD 패널 수급전망 및 LGD 12M Forward P/B



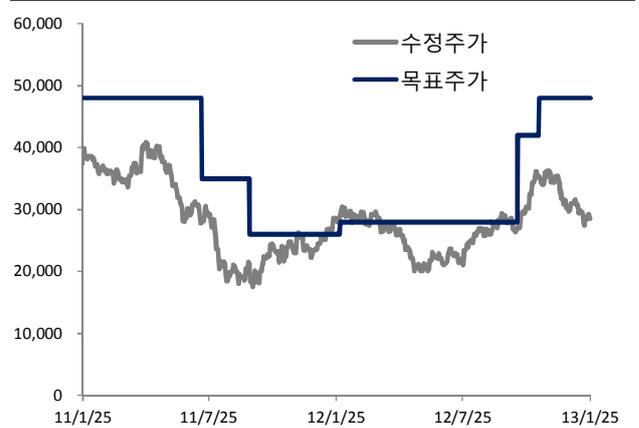
자료: 키움증권 추정

- 당사는 1월 24일 현재 'LG디스플레이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
LG디스플레이 (034220)	2010/10/22	BUY(Maintain)	48,000원
	2011/01/24	BUY(Maintain)	48,000원
	2011/03/28	BUY(Maintain)	48,000원
	2011/04/19	BUY(Maintain)	48,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	48,000원
	2011/07/15	BUY(Maintain)	35,000원
	2011/07/22	Outperform(Downgrade)	35,000원
	2011/09/22	BUY(Upgrade)	26,000원
	2011/10/21	Outperform(Downgrade)	26,000원
	2012/01/30	Marketperform(Downgrade)	28,000원
	2012/04/25	Marketperform(Maintain)	28,000원
	2012/05/17	BUY(Upgrade)	28,000원
	2012/06/19	BUY(Maintain)	28,000원
	2012/06/26	BUY(Maintain)	28,000원
	2012/07/26	BUY(Maintain)	28,000원
	2012/10/17	BUY(Maintain)	42,000원
	2012/11/12	BUY(Maintain)	48,000원
	2012/12/11	BUY(Maintain)	48,000원
	2012/01/25	BUY(Maintain)	48,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상