

LG디스플레이 (034220)

BUY(Maintain)

주가(2/12) 29,150원
목표주가 48,000원

2013. 2. 13

비수기를 사자!!!

계절적 비수기로 인해 패널가격이 약세다. 1분기 실적도 전분기 대비 둔화할 전망이다. 그러나 비수기에 따른 주가 약세는 비중확대의 기회라고 판단된다. 1분기 실적악화에 대한 우려는 PBR 0.9배인 현 주가에 충분히 반영됐다고 본다. 또 13년 하반기 업황은 12년 성수기보다 훨씬 나을 것으로 예상된다. 패널 수요는 저성장 기조가 지속되겠지만, 공급 증가율이 이보다 더 큰 폭으로 떨어질 것으로 보이기 때문이다. 업황의 바로미터인 패널가격은 4월 하순부터 상승반전할 가능성이 높다. 비수기를 사고 성수기를 파는 투자전략을 권고한다.



디스플레이

Analyst 김병기

02) 3787-5063

bkkim@kiwoom.com

키움증권

LG디스플레이 (034220)



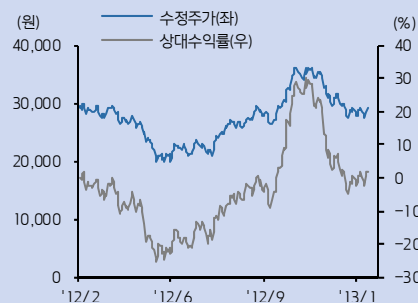
Stock Data

KOSPI(2/12)	1,945.79pt	
시가총액(억원)	104,303억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	36,200원	20,050원
최고/최저가 대비 등락율	-19.48%	45.39%
수익률	절대	상대
	1M	1.2%
	6M	12.2%
	1Y	3.0%

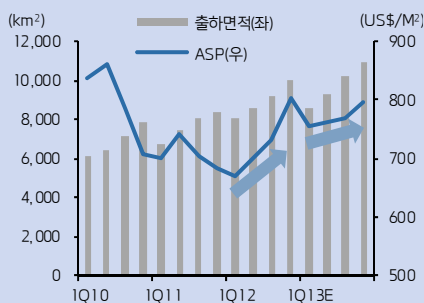
Company Data

발행주식수(천주)	357,816천주
일평균 거래량(3M)	2,613천주
외국인 자본율	28.31%
배당수익률(13.E)	0.00%
BPS(13.E)	32,352원
주요 주주	LG전자
	37.9%
매출구성(13E)	TV용 패널
	49.0%
	태블릿PC용 패널
	17.1%

Price Trend



LGD 패널 출하면적 및 ASP 전망



Contents

비수기를 사자

3

I. 비수기를 두려워하지 말자

4

- > 계절적 비수기는 변수가 아닌 상수 4
- > 나무보다는 숲을 보자 4
- > 2Q13 중반부터 LCD패널 수급개선 가능성 낙관 4
- > 애플향 패널 판매감소도 계절성의 범위 내에 있음 5

II. LCD수급: 12년보다 13년이 훨씬 좋다

6

- > 공급 측면의 구조적 변화에 주목 6
- > 패널가격, 1분기 약세 불가피하지만... 8
- > 2분기부터 상승반전 가능할 전망 8
- > 비수기에 비중을 확대해야 하는 이유 8

III. LCD TV 대형화에 주목

10

- > 2013년 LCD 패널 면적수요 증가율 7% 예상 10
- > LCD TV와 태블릿PC가 수요성장을 견인 10
- > 수량이 안 늘어도 면적은 늘어난다 11
- > LCD TV 주력 사이즈 40인치 대로 이동 11
- > 50인치 이상급 초대형 TV 시장 개화 11

VI. 실적전망 및 Valuation

12

- > 1분기 바닥, 2분기부터 빠른 회복세 전망 12
- > 13년 영업이익 1,8조원으로 사상최대 실적 예상 12
- > 신기술 트렌드 주도 긍정적 12
- > PBR 0.9배로 밸류에이션 매력 높아 14
- > 목표주가 '48,000원', 적극적 비중확대 전략 권고 14

- > 당사는 2월 12일 현재 'LG디스플레이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

비수기를 사자

>>> 1분기는 전통적 비수기

1분기는 LCD 패널의 계절적 비수기로, 출하량과 판가가 약세를 보이는 시기다. LCD 패널가격은 1월 들어 1~2% 하락세를 보이고 있고 1분기까지는 약보합세를 이어갈 전망이다. 이는 통상적인 비수기 효과에 따른 것이다. 패널업체들의 생산 Capa는 성수기 수요를 기준으로 맞추어져 있기 때문에 비수기에 공급과잉 현상이 빚어지는 것은 당연하다. 결론적으로 우리는 비수기를 사고 성수기를 파는 투자 전략을 권고한다. 특히 13년 성수기는 12년에 비해 수급측면에서 훨씬 유리한 영업환경이 전개될 것이기 때문에 이에 대비한 선제적 비중확대 전략이 유효할 것으로 판단한다.

>>> 2분기 이후 업황의 방향성에 주목

패널 업황은 2분기 중반부터 빠른 속도로 개선될 것이다. 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 감소한다. 이 때문에 LCD 패널 수급은 성수기로 진입할수록 tight해질 수 밖에 없는 상황이다. 우리는 13년 하반기 업황이 12년 하반기보다 나을 것이며, 동사의 하반기 영업이익 또한 4Q12(5,870억원) 이상으로 고공행진할 가능성이 크다고 판단한다. 당사 리서치센터는 LGD의 2013년 영업이익이 전년 대비 98% 성장한 1.8조원으로, 창사 이래 최대수준에 달할 것으로 추정한다.

>>> 비수기를 사자!!! 목표주가 '48,000원' 유지

2분기부터 전개될 LCD 산업의 Up-Cycle을 감안하면 지금이 비중확대의 적기다. 비수기 실적둔화 및 주요 거래선인 애플의 Set 판매부진에 대한 우려로 주가는 11월 고점 대비 20% 하락했다. 현 주가는 P/B 0.9배로 모든 악재가 충분히 반영된 수준이라고 판단한다. 역사적으로 동사 PBR은 흑자를 기록했던 시기에 1.0배 이하에 머물렀던 기간이 길지 않았다. 1분기 영업이익이 전분기대비 둔화하는 것은 불가피하지만, 그렇다고 적자전환할 정도로 부진한 것은 아니다. 2분기 이후 본격적인 업황 턴어라운드가 진행될 가능성이 매우 높다고 판단하며, LG디스플레이에 대한 목표주가 '48,000원'과 투자의견 'BUY'를 유지한다.

투자지표	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액(억원)	255,115	242,913	294,297	316,734	326,954
영업이익(억원)	16,886	-7,640	9,121	18,019	16,342
EBITDA(억원)	46,139	28,874	53,821	60,884	58,295
세전이익(억원)	12,656	-10,810	4,585	15,701	14,270
순이익(억원)	11,592	-7,879	2,363	12,247	11,131
지배주주지분순이익(억원)	11,563	-7,712	2,381	12,222	11,108
EPS(원)	3,232	-2,155	665	3,416	3,104
증감율(%YoY)	3.5	N/A	N/A	413.4	-9.1
PER(배)	12.3	-11.4	46.7	8.5	9.4
PBR(배)	1.3	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.4	3.9	2.5	2.1	2.1
영업이익률(%)	6.6	-3.1	3.1	5.7	5.0
ROE(%)	11.0	-7.4	2.3	11.2	9.2
순부채비율(%)	12.8	22.5	22.1	19.3	12.5

I. 비수기를 두려워하지 말자

계절적 비수기는 변수가 아닌 상수

1분기는 LCD 패널업체의 전통적 비수기다. TV, IT 등 Set 업체들은 연말 성수기 수요에 대비해 9~11월 사이에 생산량을 극대화하고, 12월~2월 사이에는 주요 부품에 대한 재고조정을 진행한다. 과거 추이를 보면 LCD TV Set 판매량 증가율이 1Q10 -20%QoQ, 1Q11 -30%QoQ, 1Q12에는 -33%QoQ로 전분기 대비 역성장 추세가 역력했다. 이에 따라 LCD 패널 등 주요부품의 수요는 1분기에 급감하는 것이 일반적인 패턴이다. 1분기에 패널 출하량이 약체를 보이는 것은 올해만 두드러진 현상이 아니다.

나무보다는 숲을 보자

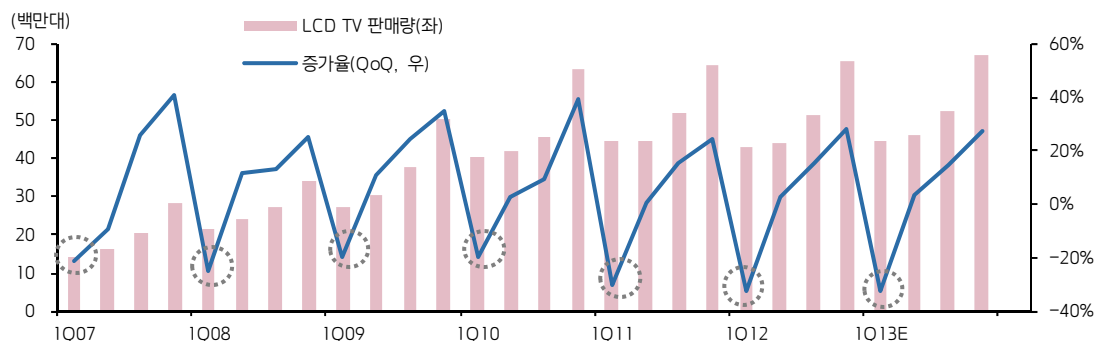
LCD산업은 3Q10부터 공급과잉 사이클로 접어들었다. 급변 Down-Cycle은 그 원인이 구조적이라는 점에서 과거 어느 때보다 기간이 길고 고통스러웠다. TV 시장에서 LCD의 침투율이 90%에 근접하는 포화상태에 도달한 가운데 LCD 기술이 TV 이후의 새로운 killer application을 확보하지 못하고 있다. 이에 따라 LCD 산업은 수요 측면에서의 고속성장기가 끝나고 성숙기에 진입했다. 이 때문에 공급과잉이 고착화하는 것 아니냐는 우려가 제기된다.

하지만 수요와 공급은 언젠가는 균형점을 찾아가는 것이 불변의 경제원리다. 변화는 공급 측면에서 나타나고 있다. 공급과잉 장기화라는 '작용'에 대해 가동률 조정, Capex 감소, 설비 전환에 따른 Capa 축소 등과 같은 '반작용'이 진행됐다. 그 결과 패널수급은 4Q12에 접어들어 균형 상태에 도달하여, 2년 이상 빠지지만 하던 패널가격이 상승반전에 성공했다. 이에 힘입어 LG디스플레이는 4Q12에 어닝 서프라이즈를 기록했고, 2nd Tier 패널업체들도 적자규모가 대폭 축소됐다.

2Q13 중반부터 LCD패널 수급개선 가능성 낙관

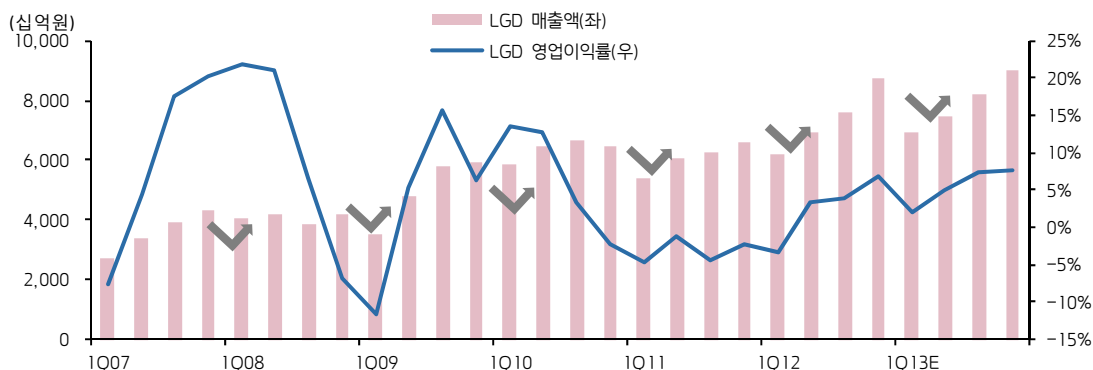
비수기를 맞아 1Q13에 일시적인 공급과잉 현상이 발생하고 있지만, 13년 하반기로 갈수록 패널수급은 점차 tight해질 것이다. 이는 공급증가율이 12년보다 더 둔화될 것이기 때문이다. 이미 4Q12에 수급은 균형상태를 회복했다. 수요 측면에서 쇼크 수준의 역성장이 나타나지만 않는다면, 패널 수급은 13년 하반기에 공급부족으로 전환될 가능성이 매우 높다.

LCD TV 분기별 출하량 추이 및 전망



자료: 디스플레이서치, 카운트권 추정

LG디스플레이 매출액/영업이익률 추이 및 전망



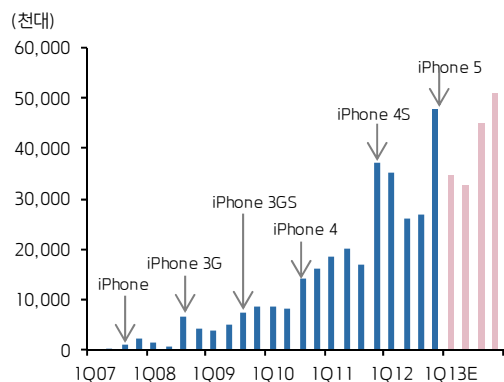
자료: 키움증권 추정

애플향 패널 판매감소도 계절성의 범위 내에 있음

LGD 주가조정 배경 가운데 하나였던 애플의 Set 판매부진도 TV와 마찬가지로 수요의 계절성이라는 맥락에서 이해해야 한다. 물론 애플 신제품의 시장반응이 기대 이하인 것은 사실이다. 하지만 아이폰, 아이패드 등 애플의 주력제품의 13년 출하량이 전년 대비 역성장할 것이라고 가정하지 않는 한 동사의 애플향 매출액 및 이익규모가 감소할 가능성은 제한적이다. 당사 리서치센터는 애플 아이폰 판매량이 13년 1억6,400만대로 21%YoY 성장하며, 아이패드는 7,000만대로 6%YoY 증가할 것으로 예상하고 있다.

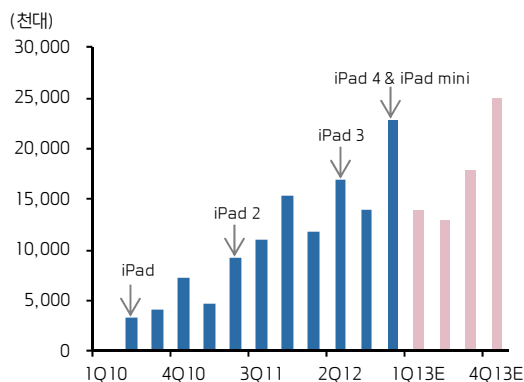
한편 우리는 LGD의 애플 내 점유율이 훼손될 가능성 또한 매우 낮다고 판단한다. 애플 역시 신제품 개발민첩성, 양산수율 등의 측면에서 일본/대만 패널업체 대비 LGD의 경쟁우위를 절감하고 있다. 삼성전자와 애플과의 관계를 감안할 때, 애플에게서 LGD는 없어서는 안될 핵심적인 부품 공급업체다. 결론적으로 애플향 패널의 출하량 감소에 대한 우려는 과도했다는 판단이다. 애플의 부품 구매량은 통상적인 계절성의 범위 내에서 움직이고 있다. LGD의 애플 향 패널 출하량은 1분기를 바닥으로 점진적 회복세를 보일 것이다. 이어 신제품 출시가 예상되는 하반기에는 극적인 물량 증가가 가능할 것으로 예상된다.

애플 아이폰 분기별 판매량 전망



자료: 키움증권 추정

애플 아이패드 분기별 판매량 전망



자료: 키움증권 추정

II. LCD수급: 12년보다 13년이 훨씬 좋다

공급 측면의 구조적 변화에 주목

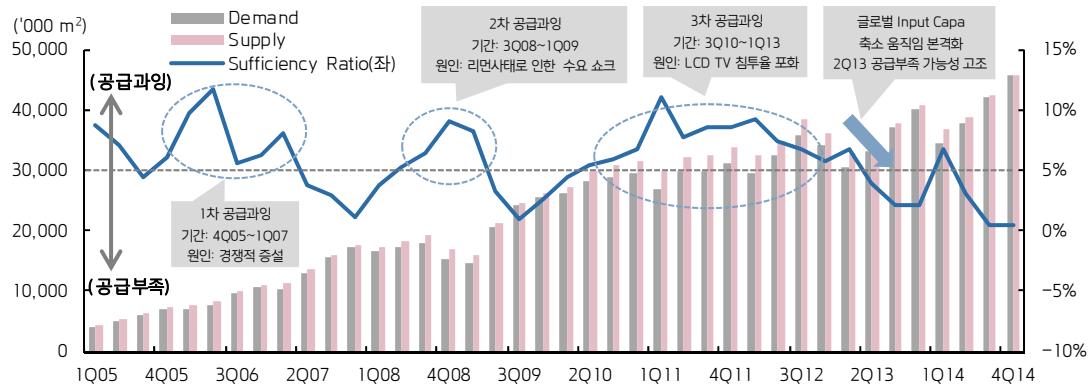
당사 리서치센터는 LCD 산업의 수급이 2Q13 중후반부터 개선되기 시작해 하반기에는 공급부족으로 전환할 것이라는 기존 시각을 유지한다. 즉, 12년 성수기보다 13년 성수기가 수급상 훨씬 양호한 상황이 전개될 것으로 판단한다. 그 이유는

첫째, 13년에 신규로 가동되는 LCD Fab이 전무하다. BOE 등 중국업체가 신규 Fab 건설에 적극적으로 나서고 있으나, 중국에 세워질 LCD 공장들이 실제 양산가동하는 시점은 14년 이후다.

둘째, 고해상도 패널 수요증가로 기존 Fab을 IPS/PLS, LTPS, Oxide TFT 등으로 전환시키며 절대 Capa가 감소하는 업체가 나타나고 있다. LG디스플레이의 경우 전체 Capa가 12년말 대비 13년말 7% 역성장할 것으로 추정된다.

셋째, LCD TV 사이즈 대형화가 본격화하면서 Capa 잠식률이 높아질 것이다. LCD TV의 평균사이즈는 12년 36.4인치에서 13년 38.6인치로 6%YoY 커질 것으로 예상된다. 특히 50인치 이상급 초대형 LCD TV 시장이 본격적인 개화기를 맞고 있다. 50인치 이상급의 출하량(출하비중)은 11년 860만대(4%) → 12년 1,820만대(8%) → 13년 2,980만대(13%)로 가파르게 성장할 전망이다. 이와 같은 LCD TV 대형화 추세는 패널 수급에 매우 긍정적인 역할을 할 것이다

LCD 패널 수급전망



자료: 키움증권 추정

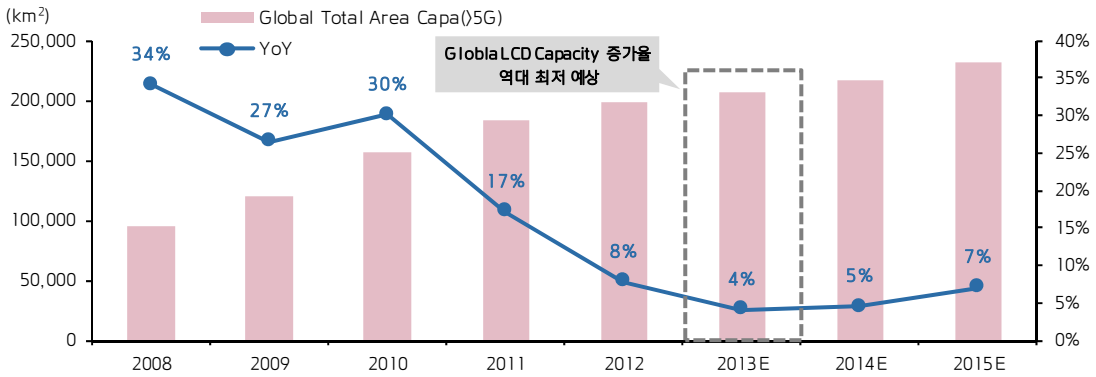
Global LCD 패널 생산 Capa 전망 (단위: 천장/월, km2/분기)

Company	FAB	Gen	MGArea	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E
LGD	P4	5	1.2	140	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
	P5	5	1.4	160	150	150	150	150	150	150	150	150	150	140	140
	P6	6	2.8	245	235	235	230	220	180	165	165	165	165	165	165
	P7	7	4.4	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195	195
	P8	8	5.5	290	339	353	353	353	353	343	313	313	303	273	263
	P98	8	5.5		20	50	60	60	60	60	60	60	60	50	50
	China	8	5.5											20	30
	M1/M2(OLED)	8	5.5			8	8	8	8	8	26	35	35	35	70
	LGD Area Capa (km ² /Qtr)			10,555	11,605	12,463	12,587	12,503	12,170	11,881	11,683	11,831	11,666	11,295	11,872
			QoQ	-5.5%	9.9%	7.4%	1.0%	-0.7%	-2.7%	-2.4%	-1.7%	1.3%	-1.4%	-3.2%	5.1%
			YoY	-0.7%	4.3%	9.0%	12.7%	18.5%	4.9%	-4.7%	-7.2%	-5.4%	-4.1%	-4.9%	1.6%
SDC	L5	5	1.4	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219
	L6	5	1.4	200	205	205	200	195	195	195	200	205	210	210	210
	L7-1	7	4.1	150	150	150	150	150	150	145	145	145	145	145	145
	L7-2	7	4.1	188	190	190	190	190	190	190	180	170	170	170	170
	L8-1	8	5.5	195	195	195	195	195	195	195	195	200	200	200	200
	L8-2	8	5.5	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
	China	8	5.5									10	30	55	80
	V1(OLED)	9	5.5		4	6	6	6	6	6	6	6	6	18	30
	SDC Area Capa (km ² /Qtr)			12,120	12,233	12,266	12,244	12,223	12,223	12,161	12,059	12,205	12,556	13,167	13,777
			QoQ	0.3%	0.9%	0.3%	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.5%	-0.8%	1.2%	2.9%	4.9%	4.6%
			YoY	7.3%	4.4%	2.2%	1.3%	0.8%	-0.1%	-0.9%	-1.5%	-0.1%	2.7%	8.3%	14.2%
Innolux	Tainan Fab3	5	1.4	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155	155
	Tainan Fab4	5.5	2.0	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
	Tainan Fab5	5	1.4	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
	Tainan Fab6	6	2.8	210	210	220	225	225	225	225	225	225	225	225	225
	Tainan Fab7	7	4.4	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
	Jhunan T1	5	1.4	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
	Jhunan T2	6	2.8	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
	Kaohsiung Fab8	8	5.5	50	50	50	50	55	55	55	55	55	55	55	55
	ILX Century Chengdu 1	8	5.5												
	Innolux Area Capa (km ² /Qtr)			7,919	7,919	8,002	8,044	8,126	8,126	8,126	8,126	8,126	8,126	8,126	8,126
			QoQ	0.0%	0.0%	1.1%	0.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
			YoY	8.4%	3.7%	1.8%	1.6%	2.6%	2.6%	1.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AUO	L5	5	1.4	367	367	337	327	327	327	327	327	327	327	327	327
	L6	6	2.8	285	285	277	280	285	285	285	285	285	285	285	285
	L7	7	4.4	140	145	150	160	160	160	160	160	160	160	160	160
	L8	5	1.4	65	70	60	62	68	70	75	80	80	85	90	90
	AUO Area Capa (km ² /Qtr)			6,069	6,156	5,984	6,106	6,173	6,182	6,203	6,225	6,225	6,246	6,268	6,268
			QoQ	1.1%	1.4%	-2.8%	2.0%	1.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%
			YoY	2.6%	2.9%	-0.3%	1.7%	1.7%	0.4%	3.7%	1.9%	0.8%	1.0%	1.0%	0.7%
Sharp	Kameyama 1	6	2.7												
	Kameyama LTPS	6	2.8		12	20	20	20	20	20	20	20	23	30	30
	Kameyama 2	8	5.3	62	54	37	30	24	15	15	15	15	15	15	15
	Kameyama 2 IGZO	8	5.3	20	20	27	40	40	47	60	60	60	60	60	60
	Sakai 1	10	9.0	72	72	72	72	72	72	72	63	61	68	68	68
	Sakai 1 IGZO	10	9.0							0	0	0	0	0	0
	Sharp Area Capa (km ² /Qtr)			3,254	3,227	3,134	3,229	3,134	3,102	3,309	3,066	3,012	3,226	3,284	3,284
			QoQ	5.2%	-0.8%	-2.9%	3.1%	-3.0%	-1.0%	6.7%	-7.4%	-1.8%	7.1%	1.8%	0.0%
			YoY	0.0%	-0.8%	-3.7%	4.3%	-3.7%	-3.9%	5.6%	-5.1%	-3.9%	4.0%	-0.8%	7.1%
BOE	B1	5	1.4	105	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	B3	6	2.8	90	90	90	87	87	90	90	95	105	120	120	120
	B4	8	5.5	30	50	85	90	90	90	90	100	110	120	120	120
	B5	8	5.5									15	40	70	90
	B6	5.5	2.0										5	12	24
	BOE Area Capa (km ² /Qtr)			1,695	2,003	2,581	2,638	2,638	2,663	2,663	2,870	3,366	4,097	4,633	5,033
			QoQ	3.7%	18.2%	28.8%	2.2%	0.0%	0.9%	0.0%	7.8%	17.3%	21.7%	13.1%	8.6%
			YoY	95.5%	76.0%	98.0%	61.5%	55.7%	32.9%	3.2%	8.8%	27.6%	53.8%	74.0%	75.4%
CSOT	TCL Shenzhen	8	5.5	30	60	85	110	120	120	120	120	120	120	120	120
	CSOT Area Capa (km ² /Qtr)			495	990	1,403	1,815	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980	1,980
			QoQ	100.0%	100.0%	41.7%	29.4%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Others	Others Area Capa (km ² /Qtr)			4,917	5,031	4,876	5,077	5,148	5,207	5,422	5,439	5,370	5,582	5,939	5,609
			QoQ	0.6%	2.3%	-3.1%	4.1%	1.4%	1.1%	4.1%	0.3%	-1.3%	3.9%	6.4%	-5.6%
			YoY	-0.2%	0.0%	-8.1%	3.9%	4.7%	3.5%	11.2%	7.1%	4.3%	7.2%	9.5%	3.1%
Global Total Area Capa(5G)				47,024	49,164	50,707	51,740	51,925	51,653	51,745	51,447	52,114	53,480	54,692	55,949
				0.0%	4.6%	3.1%	2.0%	0.4%	-0.5%	0.2%	-0.6%	1.3%	2.6%	2.3%	2.3%
				6.4%	7.2%	7.5%	10.0%	10.4%	5.1%	2.0%	-0.6%	0.4%	3.5%	5.7%	8.8%

자료: 키움증권 추정

주: 5세대급 이상 유리원판 투입수량 기준

LCD 패널 생산 Capa 전망 (5세대 이상)



자료: 키움증권 추정
주: 5세대급 이상 유리원판 투입면적 기준

패널가격, 1분기 약세 불가피하지만...

LCD 수급의 바로미터인 패널가격은 1월에 이어 2월 상반월에도 비수기의 영향으로 1~2%씩 하락했다. 우리는 패널가격의 약보합세가 3월까지 이어질 것으로 예상한다. 이노룩스, AUO 등 대만 업체들이 1분기에도 높은 수준의 가동률을 유지하고 있다. 이는 비수기 이후에 전개될 수요 상승국면에 민첩하게 대응하기 위해서다. LCD 패널은 제조에 걸리는 시간이 반도체만큼 길지는 않다. 하지만 방대한 부품/소재 서플라이 체인을 갖고 있기 때문에 낮아진 가동률을 단기간에 올리기 어려운 측면이 있다. 대만 패널업체들의 공격적 마케팅은 그만큼 2분기 이후 수급상황을 낙관하고 있기 때문으로 해석할 수 있다.

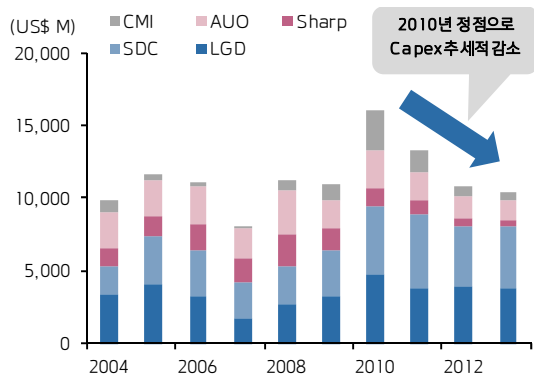
2분기부터 상승반전 가능할 전망

당사 리서치센터는 패널가격이 늦어도 4월 하반월부터 상승반전할 것으로 판단한다. 대만 업체들의 물량공세로 인해 높아진 패널재고는 중국 춘절을 전후해 대부분 해소될 것으로 예상한다. 이후 노동절 특수에 대비하여 주요 세트업체들의 패널 구매량이 증가할 것이고, 이 시점을 기점으로 하반기까지는 빠듯한 수급상황이 지속될 전망이다. 즉, 12년 9월~12월까지 진행됐던 패널가격의 강세 기조가 13년 4~5월부터 재개돼 하반기까지 지속될 것으로 판단된다.

비수기에 비중을 확대해야 하는 이유

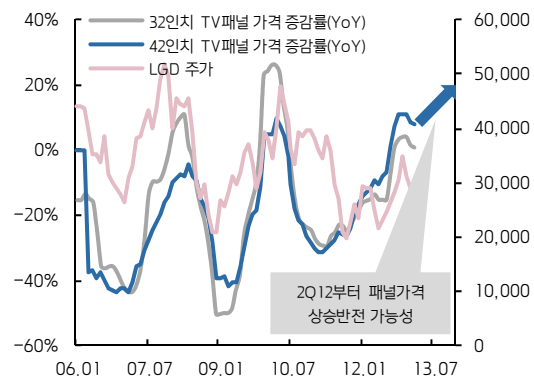
13년 LCD 업황은 상저하고의 방향성을 띠는 것이다. 또 업황 개선의 폭은 13년 하반기가 12년 하반기보다 훨씬 클 것으로 예상된다. 이에 따라 LG디스플레이의 3~4분기 영업이익은 4Q12 수준(5,870억 원, opm 6.7%) 이상으로 고공비행할 가능성이 크다. 즉, 2Q13부터 극적인 이익개선이 가능할 전망이기 때문에 비수기로 약화된 주가 모멘텀을 선제적 비중확대의 기회로 활용하는 전략이 유효할 것으로 판단된다.

글로벌 Top 5 패널업체 Capex 추이 및 전망



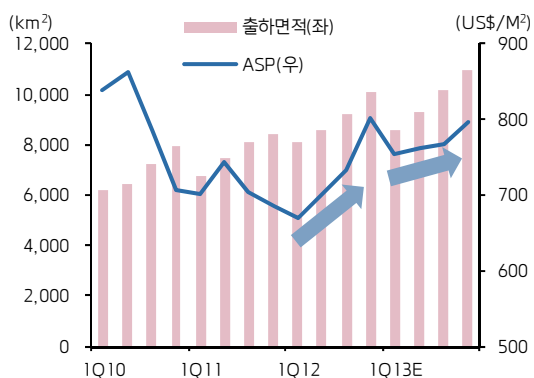
자료: 각 사, 키움증권 추정

TV용 패널 가격 및 LGD 주가 추이



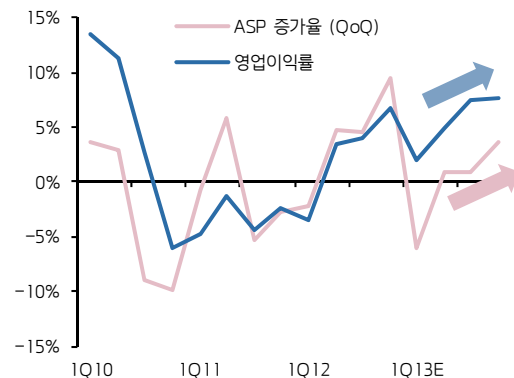
자료: 디스플레이서치, 키움증권

LGD 패널 출하면적 및 ASP 전망



자료: 키움증권 추정

LGD 패널 ASP 증가율 및 영업이익률 전망



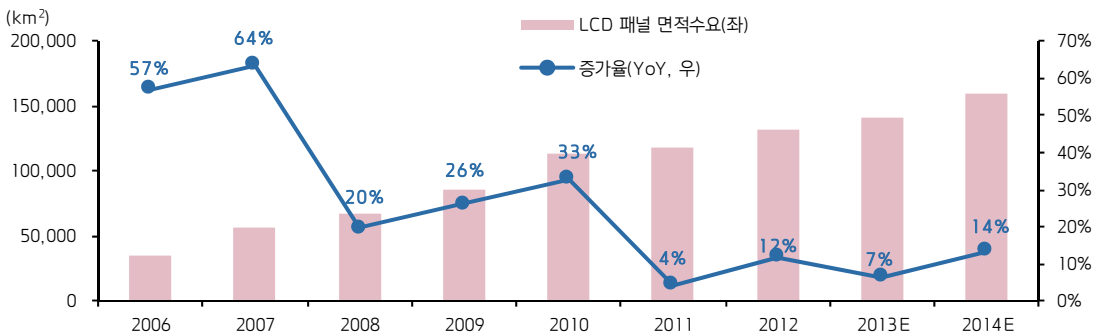
자료: 키움증권 추정

III. LCD TV 대형화에 주목

2013년 LCD 패널 면적수요 증가율 7% 예상

당사 리서치센터는 13년 글로벌 LCD 패널 면적수요 증가율이 7%에 이를 것으로 전망한다. LCD 패널 수요는 LCD TV의 침투율이 80%를 돌파한 2011년부터 저성장 기조에 접어들었다. 더구나 글로벌 경기부진 및 스마트 모바일 단말기 시장의 확대에 의해 전통 IT 디바이스인 PC와 노트북이 12년에 이어 13년에도 수량기준 역성장 추세가 지속될 전망이다. 그럼에도 불구하고 7%의 면적수요 증가율이 가능한 이유는 ▶LCD TV의 대형화 ▶태블릿PC 시장의 고성장세 등에 기인한다.

글로벌 LCD 패널 면적수요 추이 및 전망



자료: 키움증권 추정
주: 7인치 이상 대형 LCD패널 기준

LCD TV와 태블릿PC가 수요성장을 견인

LCD 패널의 주요 수요처별 13년 시장전망은 아래 표와 같다. LCD TV의 경우 13년 출하량은 2억 1,000만대로 전년비 3% 성장할 것으로 예상한다. LCD 모니터 및 노트북 시장은 각각 전년비 3% 역성장한 1억8,100만대, 1억8,900만대로 추정한다. 반면 글로벌 태블릿PC 출하량은 13년에도 고성장세를 지속하여 전년비 53% 증가한 1억8,200만대에 이를 것으로 예상한다. 태블릿PC를 제외한 주요 전방산업 수요는 수량기준으로 저성장기조가 이어질 전망이다.

대형 LCD 패널 전방산업 세트수요 추이 및 전망 (단위: 천대)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
LCD TV Set 수요	21,168	45,990	79,194	106,417	145,396	191,556	205,279	204,060	209,969	221,310	221,761
YoY Growth		141%	117%	72%	34%	37%	32%	7%	3%	5%	0%
LCD 모니터 Set 수요	107,943	173,119	180,951	173,574	176,769	198,965	196,465	187,520	181,013	183,920	185,530
YoY Growth		54%	60%	5%	-4%	2%	13%	-1%	-3%	2%	1%
노트북 Set 수요	63,470	80,866	107,504	141,854	169,911	204,380	206,263	194,885	188,750	191,639	194,108
YoY Growth		35%	27%	33%	32%	20%	20%	1%	-3%	2%	1%
태블릿 PC Set 수요						17,610	60,017	118,883	182,457	240,374	335,008
YoY Growth							241%	98%	53%	32%	39%
기타 Set 수요(Public, 기타)	7,767	9,413	11,725	12,228	10,966	11,902	12,744	13,764	14,039	14,390	14,822
YoY Growth		80%	21%	25%	4%	-10%	9%	7%	2%	3%	3%

자료: 키움증권 추정

수량이 안 늘어도 면적은 늘어난다

향후 LCD 패널산업은 2010년 이전과 같은 폭발적인 수요 성장률이 다시 나타나기 어려울 것이다. 하지만 수요 증가율이 둔화된 것 이상으로 공급 증가율이 낮아졌다는 점에 주목해야 한다. 아울러 수량 기준 수요 증가율이 low single digit % 대에 머물더라도, 면적기준 수요 성장률은 mid to high single digit %를 유지할 수 있다는 점도 유념할 필요가 있다. LCD 패널의 수량기준 수요가 정체상태에 머물더라도 평균 사이즈가 커지면 면적기준 수요는 안정적인 성장률을 구가할 수 있다. LCD 패널은 면적의 비즈니스다. 전체 면적 Capa는 한정되어 있는 가운데 해당 평균 사이즈가 커지면 생산 가능한 수량이 줄어드는 결과가 나타난다.

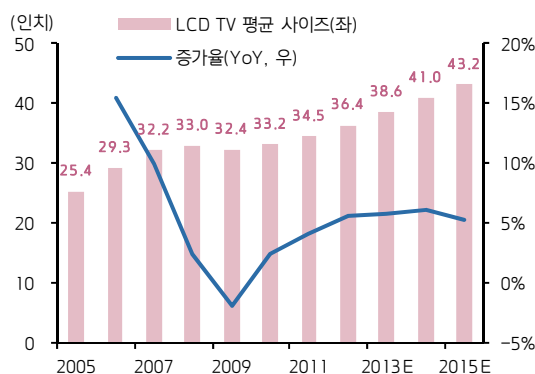
LCD TV 주력 사이즈 40인치 대로 이동

이러한 맥락에서 LCD TV의 대형화 추세는 패널 수급분석에 매우 중대한 영향변수다. 당사 리서치센터는 LCD TV의 평균사이즈가 12년 36.4인치에서 13년 38.6인치로 6%YoY 커질 것으로 예상한다. LCD TV의 주력 사이즈는 32인치에서 40~42인치로 Shift하고 있다. 전체 TV 출하량에서 30~39인치 급의 비중은 12년 45%에서 13년 42%로 낮아질 전망이다. 반면 40~49인치대의 비중은 같은 기간 32%에서 34%로 높아질 것으로 추정된다. 이 같은 추세는 시간이 지날수록 가속화될 것으로 판단한다. 이는 무엇보다 40인치 이상급 LCD TV의 가격하락에 기인한다. 또한 LCD TV 초기 구매자들의 교체 주기가 도래하면서 대형 사이즈를 선택하는 비율이 높아지고 있다는 점도 배경이다.

50인치 이상급 초대형 TV 시장 개화

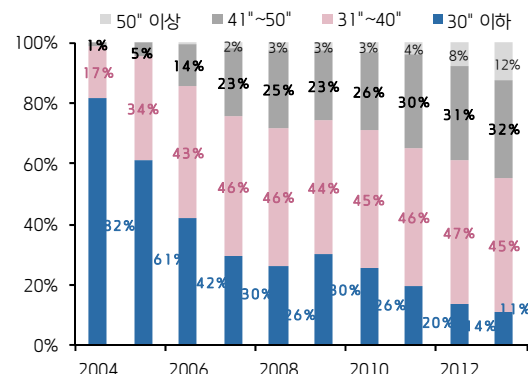
한편 아직까지 니치마켓이 불과한 50인치 이상급 초대형 TV 시장도 본격적인 개화기에 진입하고 있다. 50인치 이상급 LCD TV의 출하량(출하비중)은 11년 860만대(4%) → 12년 1,820만대(8%) → 13년 2,980만대(12%)로 가파르게 성장할 전망이다. 주요 Set 업체들이 55인치 이상급 UHD TV 출시경쟁에 나서고 있다는 점은 초대형 TV 시장확대의 모멘텀이 될 것이다.

LCD TV 평균 사이즈 전망



자료: 디스플레이서치, 키움증권 추정

LCD TV 사이즈별 출하비중 전망



자료: 디스플레이서치, 키움증권 추정

VI. 실적전망 및 Valuation

1분기 바닥, 2분기부터 빠른 회복세 전망

13년 분기별 실적은 12년과 유사한 패턴으로 전개될 전망이다. 즉, 1분기를 저점으로 4분기까지 가파른 우상향 추세를 예상한다. 앞서 논의한 바와 같이 13년에는 공급 측면에서의 변수가 거의 없다. 신규로 가동되는 fab이 전무하기 때문에 공급 Capa는 12년말 수준이 계속 유지될 것으로 보인다. 이 때문에 패널 수급 및 가격은 수요의 계절성에 따라 움직이게 될 것이다. LCD 산업은 지난 4Q12에 수급 균형을 회복했다. 13년 면적수요가 전년비 7% 성장할 것으로 예상되고, 공급 증가율은 4%에 그칠 것으로 보여 올해 성수기 때는 4Q12 이상으로 수급상황이 호전 가능성이 높다.

13년 영업이익 1.8조원으로 사상최대 실적 예상

패널 가격은 1분기 비수기 효과로 인해 약세를 보이고 있지만 늦어도 4월 하반기부터는 상승세로 전환할 것으로 예상된다. 이에 힘입어 LG디스플레이의 분기별 영업이익은 1분기 1,400억원 → 2분기 3,670억원 → 3분기 6,090억원 → 4분기 6,850억원으로 상승세를 탈 것으로 추정한다. 이로써 동사의 13년 영업이익은 1.8조원으로 전년비 98%YoY 성장하면서 창사 이후 최대규모에 이를 전망이다.

신기술 트렌드 주도 긍정적

우리는 LG디스플레이가 차세대 디스플레이 신기술을 제품화하는 데 주도적 역할을 하고 있다는 점을 높이 평가한다. CES, IFA 등 주요 전시회에서 동사는 글로벌 트렌드를 주도하는 모습을 보여줬다. 84인치 UHD TV용 패널, 55인치 OLED TV용 패널을 세계 최초로 상업화하는 데에 성공했고, 올해에는 스마트폰용 플렉서블 OLED 양산에 도전한다. 물론 이들 제품이 단기간에 실적에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 하지만 산업 내의 입지가 Fast Follower에서 First Mover로 격상될 가능성을 엿볼 수 있다는 점이 고무적이다.

LG디스플레이 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012	2013E	2014E
매출액(십억원)	6,184	6,910	7,593	8,743	6,922	7,483	8,226	9,042	24,291	29,430	31,673	32,695
QoQ	-6.4%	11.8%	9.9%	15.1%	-20.8%	8.1%	9.9%	9.9%	-4.8%	21.2%	7.6%	3.2%
TV	2,906	3,248	3,569	3,759	3,363	3,574	4,013	4,583	11,531	13,482	15,534	16,347
모니터	1,299	1,175	1,215	1,399	806	781	860	962	5,010	5,087	3,409	3,314
노트북	928	967	987	874	650	732	719	740	3,335	3,756	2,842	2,902
태블릿 PC	309	691	1,139	1,486	1,093	1,292	1,467	1,570	2,157	3,625	5,421	5,908
중소형 및 기타	742	691	683	1,224	1,010	1,104	1,166	1,187	2,258	3,340	4,467	4,223
매출원가	5,855	6,140	6,792	7,637	6,251	6,561	7,013	7,677	23,081	26,425	27,502	28,622
영업이익	-211	239	297	587	140	367	609	685	-764	912	1,802	1,634
QoQ	적지	적지	흑전	97.6%	-76.1%	161.7%	65.7%	12.6%	적전	흑전	97.6%	-9.3%
세전이익	-197	-78	230	503	80	309	552	630	-1,081	459	1,570	1,427
순이익	-129	-112	158	320	62	241	430	491	-788	236	1,225	1,113
Capex	-1,273	-1,052	-1,260	-603	-950	-1,050	-1,150	-1,100	-4,182	-4,188	-4,250	-4,200
Shipment('000 m ²)	8,089	8,553	9,173	10,062	8,540	9,279	10,198	10,931	30,710	35,877	38,948	41,566
QoQ	-3.9%	5.7%	7.2%	9.7%	-15.1%	8.6%	9.9%	7.2%	10.7%	16.8%	8.6%	6.7%
ASP/m ² (US\$)	669	701	733	802	754	761	768	795	708	730	771	769
QoQ	-2.2%	4.8%	4.6%	9.4%	-6.0%	0.9%	1.0%	3.5%	-10.7%	3.2%	5.6%	-0.3%
평균환율	1,131	1,152	1,133	1,091	1,075	1,060	1,050	1,040	1,108	1,127	1,056	1,024
QoQ	-1.2%	1.9%	-1.7%	-3.7%	-1.5%	-1.4%	-0.9%	-1.0%	-4.1%	1.7%	-6.3%	-3.1%
수익성												
매출총이익률	5.3%	11.1%	10.6%	12.6%	9.7%	12.3%	14.7%	15.1%	5.0%	10.2%	13.2%	12.5%
영업이익률	-3.4%	3.5%	3.9%	6.7%	2.0%	4.9%	7.4%	7.6%	-3.1%	3.1%	5.7%	5.0%
세전이익률	-3.2%	-1.1%	3.0%	5.8%	1.2%	4.1%	6.7%	7.0%	-4.4%	1.6%	5.0%	4.4%
순이익률	-2.1%	-1.6%	2.1%	3.7%	0.9%	3.2%	5.2%	5.4%	-3.2%	0.8%	3.9%	3.4%
제품별 매출비중												
TV	47%	47%	47%	43%	49%	48%	49%	51%	47%	46%	49%	50%
모니터	21%	17%	16%	16%	12%	10%	10%	11%	21%	17%	11%	10%
노트북	15%	14%	13%	10%	9%	10%	9%	8%	14%	13%	9%	9%
태블릿 PC	5%	10%	15%	17%	16%	17%	18%	17%	9%	12%	17%	18%
중소형 및 기타	12%	10%	9%	14%	15%	15%	14%	13%	9%	11%	14%	13%

자료: 키움증권 추정

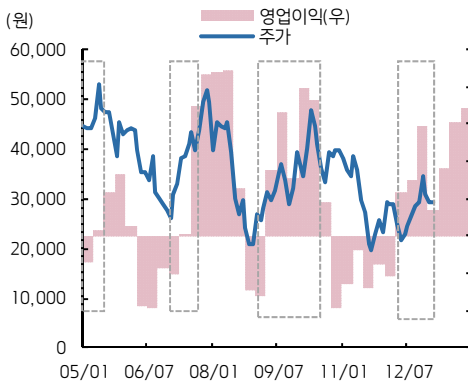
PBR 0.9배로 밸류에이션 매력 높아

13년 사상 최대 영업이익이 예상되고, 산업 내에서 기술 리더십이 강화되고 있음에도 불구하고 동사 밸류에이션은 이를 전혀 반영하지 못하고 있다. 13년 예상실적 기준으로 현 주가는 PBR 0.9배 수준이다. LG디스플레이 PBR Multiple은 흑자를 내던 기간에 1.0배 이하로 내려간 적이 거의 없었다. 현재의 밸류에이션 수준은 1Q13 적자전환 가능성을 반영하고 있는 것이다. 하지만 비수기 효과를 감안하더라도 1분기 영업이익이 적자를 기록할 가능성은 매우 제한적이다.

목표주가 '48,000원', 적극적 비중확대 전략 권고

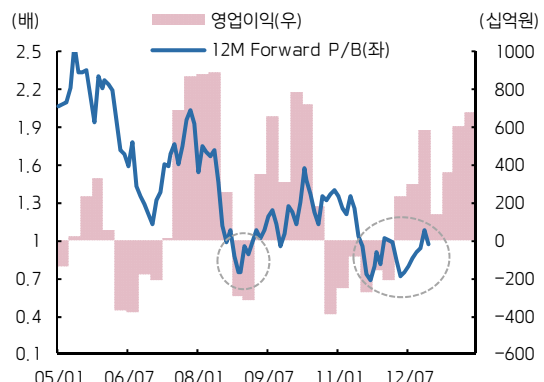
LG디스플레이에 대해 목표주가 '48,000원'과 투자 의견 'BUY'를 유지한다. 목표주가는 13년 예상 BPS 32,350원에 target PBR 1.5배를 적용한 것이다. 05년 이후 LCD 산업은 두 차례의 Up-Cycle(공급부족)을 경험했다. 2Q07~2Q08 동안에 동사 PBR은 1.4배를 바닥으로 2.1배까지 상승했었고, 2Q08~2Q10 사이에는 저점이 0.9배, 고점은 1.6배를 기록한 바 있다. 13년 ROE는 11.2%를 기록하면서 08년 이후 최고치에 이를 전망이기 때문에 2Q13 이후에 도래할 LCD 산업의 Up-Cycle에서 동사의 PBR이 1.5배 수준까지 상승할 여력이 충분하다고 판단한다.

LG디스플레이 주가추이 및 영업이익 전망



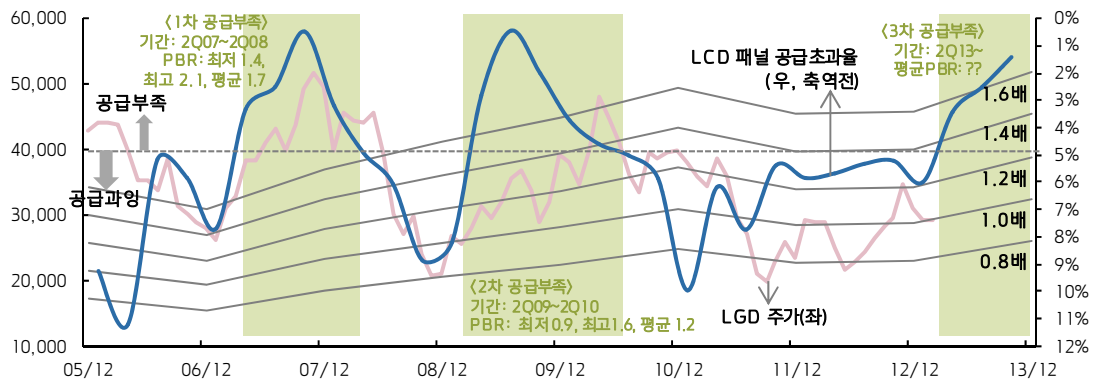
자료: 키움증권 추정

LG디스플레이 영업이익 및 12개월 Forward PBR



자료: 키움증권 추정

LCD 수급전망 및 LG디스플레이 PBR Band



자료: 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS연결	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액	255,115	242,913	294,297	316,734	326,954
매출원가	217,809	230,813	264,247	275,016	286,215
매출총이익	37,307	12,100	30,050	41,718	40,739
판매비및일반관리비	20,421	19,740	20,929	23,698	24,397
영업이익(보고)	13,105	-9,243	8,017	16,069	15,192
영업이익(핵심)	16,886	-7,640	9,121	18,019	16,342
영업외손익	-4,230	-3,169	-4,536	-2,318	-2,169
이자수익	912	584	277	272	182
배당금수익	0	1	5	0	11
외환이익	16,124	13,389	11,115	4,590	5,582
이자비용	997	1,449	1,934	1,991	1,763
외환손실	17,212	14,005	10,205	4,589	5,581
관계기업지분법손익	207	20	283	0	0
투자및기타자산처분손익	1	-13	12	0	0
금융상품평가및기타	54	11	-51	0	0
기타	-3,320	-1,709	-3,520	-600	-600
법인세차감전이익	12,656	-10,810	4,585	15,701	14,270
법인세비용	1,063	-2,931	2,222	3,454	3,139
유효법인세율 (%)	8.4%	27.1%	48.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	11,592	-7,879	2,363	12,247	11,131
지배주주지분순이익(억원)	11,563	-7,712	2,381	12,222	11,108
EBITDA	46,139	28,874	53,821	60,884	58,295
현금순이익(Cash Earnings)	40,846	28,636	47,063	55,112	53,084
수정당기순이익	11,542	-7,878	2,393	12,247	11,131
증감율(% YoY)					
매출액	27.3	-4.8	21.2	7.6	3.2
영업이익(보고)	29.7	N/A	N/A	100.4	-5.5
영업이익(핵심)	51.4	N/A	N/A	97.6	-9.3
EBITDA	16.6	-37.4	86.4	13.1	-4.3
지배주주지분 당기순이익	3.5	N/A	N/A	413.4	-9.1
EPS	3.5	N/A	N/A	413.4	-9.1
수정순이익	-5.6	N/A	N/A	411.7	-9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS연결	2010	2011	2012P	2013E	2014E
영업활동현금흐름	48,835	36,659	44,734	43,724	49,910
당기순이익	11,592	-7,879	2,363	12,247	11,131
감가상각비	27,565	34,135	42,911	41,216	40,644
무형자산상각비	1,688	2,380	1,789	1,649	1,309
외환손익	-346	465	-911	-1	-1
자산처분손익	18	16	-12	0	0
지분법손익	-182	-160	-283	0	0
영업활동자산부채 증감	3,027	8,188	-2,033	-11,383	-3,174
기타	5,473	-485	909	-4	1
투자활동현금흐름	-45,152	-34,945	-45,520	-37,534	-43,634
투자자산의 처분	9,045	7,517	-1,124	5,417	-323
유형자산의 취득	19	6	0	0	0
무형자산의 취득	-49,424	-40,631	-41,880	-42,500	-42,000
무형자산의 처분	-2,277	-2,153	-800	-800	-800
기타	-2,515	315	-1,716	350	-511
재무활동현금흐름	4,081	-2,782	12,119	-9,500	-10,614
단기차입금의 증가	-9,094	-21,922	100	-12	-23
장기차입금의 증가	14,745	20,871	12,000	-9,500	-10,600
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-1,789	-1,789	0	0	0
기타	219	57	19	12	9
현금및현금성자산의순증가	8,130	-1,130	11,333	-3,310	-4,337
기초현금및현금성자산	8,180	16,310	15,180	26,513	23,203
기말현금및현금성자산	16,310	15,180	26,513	23,203	18,866
Gross Cash Flow	45,809	28,471	46,767	55,107	53,084
Op Free Cash Flow	-3,953	-3,650	6,900	1,840	11,014

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS연결	2010	2011	2012P	2013E	2014E
유동자산	88,404	78,581	105,107	94,533	96,695
현금및현금성자산	16,310	15,180	26,513	23,203	18,866
유동금융자산	15,123	8,150	8,829	3,167	3,270
매출채권및유동채권	34,705	31,992	45,276	41,134	44,183
재고자산	22,152	23,174	23,900	26,394	29,723
기타유동비금융자산	114	85	589	633	654
비유동자산	150,172	173,049	174,742	174,396	176,066
장기매출채권및기타	1,906	2,275	3,532	2,851	2,943
투자자산	3,851	3,995	4,725	4,974	5,195
유형자산	128,154	146,968	145,938	147,222	148,578
무형자산	5,399	5,351	4,362	3,513	3,003
기타비유동자산	10,862	14,459	16,186	15,837	16,348
자산총계	238,577	251,629	279,849	268,929	272,762
유동부채	88,818	99,114	108,816	92,986	97,755
매입채무및기타유동채무	59,921	86,788	98,099	83,351	86,041
단기차입금	12,135	222	322	310	287
유동성장기차입금	8,866	8,658	7,158	6,158	8,158
기타유동부채	7,897	3,446	3,237	3,167	3,270
비유동부채	39,149	51,205	67,359	60,022	47,956
장기매입채무및비유동채무	12,618	12,458	15,094	16,244	16,769
사채및장기차입금	24,586	37,224	50,724	42,224	29,624
기타비유동부채	1,945	1,523	1,542	1,554	1,563
부채총계	127,967	150,319	176,175	153,008	145,711
자본금	17,891	17,891	17,891	17,891	17,891
주식발행초과금	22,511	22,511	22,511	22,511	22,511
이익잉여금	70,312	60,634	63,014	75,237	86,345
기타자본	-353	122	122	122	122
지배주주지분자본총계	110,361	101,157	103,538	115,760	126,869
비지배주주지분자본총계	249	153	136	160	183
자본총계	110,610	101,310	103,674	115,921	127,051
순차입금	14,152	22,774	22,862	22,321	15,933
총차입금	45,586	46,104	58,204	48,692	38,069

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS연결	2010	2011	2012P	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	3,232	-2,155	665	3,416	3,104
BPS	30,843	28,271	28,936	32,352	35,456
주당EBITDA	12,895	8,070	15,041	17,016	16,292
CFPS	11,415	8,003	13,153	15,402	14,835
DPS	500	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	12.3	-11.4	46.7	8.5	9.4
PBR	1.3	0.9	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.4	3.9	2.5	2.1	2.1
PCFR	3.5	3.1	2.4	1.9	2.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.1	-3.8	2.7	5.1	4.6
영업이익률(핵심)	6.6	-3.1	3.1	5.7	5.0
EBITDA margin	18.1	11.9	18.3	19.2	17.8
순이익률	4.5	-3.2	0.8	3.9	3.4
자기자본이익률(ROE)	11.0	-7.4	2.3	11.2	9.2
투자자본이익률(ROIC)	15.4	-5.1	6.5	12.1	12.5
안정성(%)					
부채비율	115.7	148.4	169.9	132.0	114.7
순차입금비율	12.8	22.5	22.1	19.3	12.5
이자보상배율(배)	16.9	N/A	4.7	9.0	9.3
활동성(배)					
매출채권회전율	7.6	7.3	7.6	7.3	7.7
재고자산회전율	13.1	10.7	12.5	12.6	11.7
매입채무회전율	5.1	3.3	3.2	3.5	3.9

투자 의견 변동내역 (2개월)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
LG디스플레이 (034220)	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
	2013/01/25	BUY(Maintain)	48,000원
	2013/02/13	BUY(Maintain)	48,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		