

2018. 4. 25

BOE(000725 CH)

LCD패널 수익성 하락과 그 이면

TV패널 출하량 전년대비 28% 증가했지만 가격 하락 지속해 매출액 1% 감소
매출총이익률 전분기대비 1.3%p 하락해 2016년 하반기 수준으로 회귀
중소형 OLED, 초대형 LCD 투자는 계획대로 진행 중. 점유율 지속 확대 예상

1분기 매출액 전년대비 1% 감소, 매출총이익률은 QoQ 감소 지속

1분기 실적은 매출액 216억위안, 매출총이익 45억위안으로 각각 전분기대비 12%, 17% 감소했다. 전년대비로는 TV패널 출하량이 28% 증가했지만 매출액은 1% 감소했고, 패널 가격 하락에 따른 수익성 악화로 매출총이익률은 20.8%로 7.9%p 하락했다. 이는 2016년 하반기 패널 산업 회복 사이클 초반 수준이다. 기타영업손익을 포함한 영업이익률은 1Q18에 반등했는데 중앙정부 보조금을 한 분기에만 11억위안(2017년 보조금 연간 10억위안) 수령했기 때문이다.

패널 수급 개선과 가격 상승 시 이익 개선폭 상대적으로 클 것

LCD TV패널 시장에서 점유율을 확대하고 있는 BOE는 산업 내 TV의 대형화, 프리미엄화와 함께 완제품 출하량이 회복 추세를 보이고 있어 TV패널 시장에서 더 빠르게 점유율을 확대할 전망이다. 4Q17 전세계 TV 출하량은 전년대비 증가세로 전환했고 2018년 1~2월 누적 LCD TV 출하량은 3.4% 증가해 수요 회복을 확인했다. 동시에 BOE의 패널 출하량은 작년 4분기에 전년대비 36% 증가, 올해 1분기에는 28% 증가했다. 하반기 패널 수급 개선 시 점유율이 높아진 BOE의 이익 개선폭이 peer 패널업체 대비 클 전망이다. 반면 LG디스플레이와 삼성디스플레이는 1분기 TV패널 출하량이 각각 전년대비 1% 감소, 12% 증가해 TV시장 회복에도 상대적으로 출하량을 늘리지 못하고 있다.

LCD패널 수급 안정화와 10.5세대 라인 수율 안정화 시작

TV 시장 수요 회복, 프리미엄화와 함께 평균 TV 사이즈도 45인치 이상까지 상승해 LCD 면적 수요 증가가 예상된다. 패널 수급은 2분기부터 안정화될 전망이다. 동시에 BOE는 10.5세대 LCD라인 수율이 상승하면서 원가경쟁력을 확보하고 물량 증가를 통한 초대형 패널 시장 내 점유율 상승도 예상된다. 10.5세대 라인은 65/75인치 초대형 패널 생산에 최적화 되어있는데, 초대형 패널 양산은 면적 증가 효과는 크나 대수 증가효과는 상대적으로 작아 전체 TV 패널 수급에 미치는 영향은 제한적이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

순이익의 컨센서스 대비를 의미

Stock Data

CSI300(4/24)	3,843
주가(4/24)	4.62
시가총액(십억위안)	159.3
발행주식수(백만)	33,862
52주 최고/최저가(위안)	6.77/3.58
일평균거래대금(6개월, 백만위안)	5,999
유동주식비율(%)	61.9
주요주주(%)	북경시 국유자산관리센터 12.0
	CQ YUZI Photoelectric 7.8

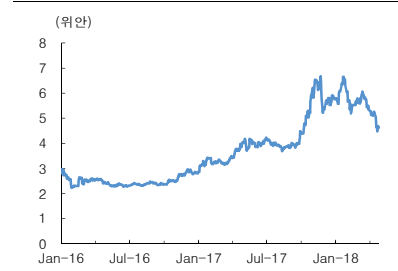
Valuation 지표

	2016A	2017A	2018F
PER(x)	37.0	19.1	15.9
PBR(x)	0.9	1.7	1.7
ROE(%)	2.4	9.3	11.0
DY(%)	1.5	1.2	1.3
EV/EBITDA(x)	8.0	8.9	7.3
EPS(위안)	0.1	0.2	0.3
BPS(위안)	2.2	2.4	2.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.4)	(11.5)	17.9
CSI300 대비(%p)	(14.0)	(8.8)	5.2

주가추이



자료: Bloomberg

블룸버그 투자 컨센서스

	매수	보유	매도
비중(%)	80.0	15.0	5.0

자료: Bloomberg

블룸버그 평균목표주가 (USD)

	7.0
--	-----

주: 20개 증권사 평균

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

자금조달을 통해 투자는 계속될 것

현재 BOE는 세 번째 OLED 공장(충칭시), 두 번째 10.5세대 LCD 공장(우한시), 잉크젯/대형 OLED 패널 R&D라인, Micro OLED (Olightek, Kopin과 JV) 생산 라인, 터치스크린패널(TSP) 모듈 라인 등의 투자를 진행하고 있으며 자금조달이 가능한 한 투자가 계속될 전망이다. 2017년 capex는 477억위안(약 8.1조원)으로 LG디스플레이(6.6조원)보다 20% 이상 크지만 중국 지방 정부의 투자 유치 등 원활한 자금조달과 중앙 정부 보조금을 통한 운전자본 확충, 자국 IT 완제품업체 고객 확보를 통한 투자 지속이 가능하다. 공격적 투자는 점유율 확대에 필수적이다. 반면 한국 패널업체는 업황 약화에 따른 보수적 투자로 올해 투자 규모가 예상보다 작을 가능성이 있다.

강한 하락사이클 진입 시 상대적으로 빠르게 악화될 수 있어

대형 LCD 패널가격은 3Q17부터 하락을 지속했는데, 올 4월에는 하락폭이 더 가파르게 나타나며 개선이 늦어지고 있다. LCD 패널업체들의 분기 영업이익 감소가 2분기에도 예상되는 상황에서 2017년말 기준 2년동안 급격하게 증가한 장기 차입금(526억위안 증가, +145% YoY)과 capex로 레버리지 효과가 커질 것이다. 재고가 증가하면서 패널 수요가 감소하는 하락 사이클이 예상보다 강하게 올 경우 손실 규모가 상대적으로 빠르게 확대될 위험이 있다.

〈표 1〉 분기 실적 요약

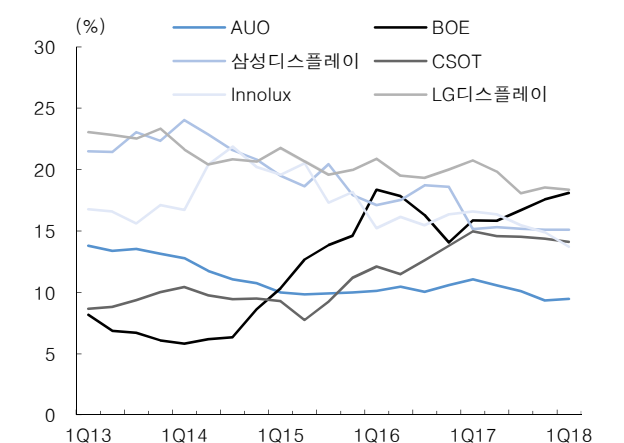
(단위: 십억위안)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	21.9	22.8	24.8	24.4	21.6	(11.6)	(1.3)	23.1
매출총이익	6.3	6.1	5.8	5.4	4.5	(16.8)	(28.4)	
매출총이익률(%)	28.6	26.9	23.2	22.1	20.8	(1.3)	(7.9)	
판매비와관리비	2.2	2.1	2.6	3.0	2.5	(17.2)	11.9	
기타영업손익	(1.1)	(1.5)	(0.6)	(0.9)	0.3	NM	NM	
영업이익	3.0	2.6	2.6	1.6	2.4	50.6	(20.1)	2.0
영업이익률(%)	13.5	11.2	10.5	6.4	10.9	4.5	(2.6)	8.8
세전이익	3.1	2.5	2.6	1.6	2.4	49.9	(22.4)	
연결당기순이익	2.6	2.0	2.2	1.1	1.9	81.6	(25.6)	1.2

주: 실적치는 BOE의 회계기준에 따라 작성. 기타영업손익 항목 주요 구성요소는 재무비용, 자산손상차손, 정부 보조금 등임

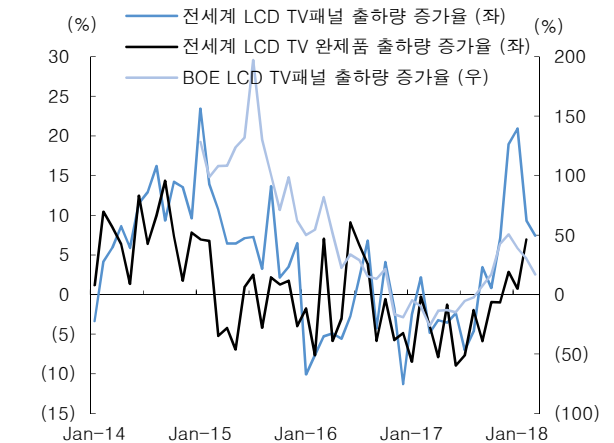
자료: BOE, Bloomberg

[그림 1] TV패널 대수기준 시장 점유율 지속 상승



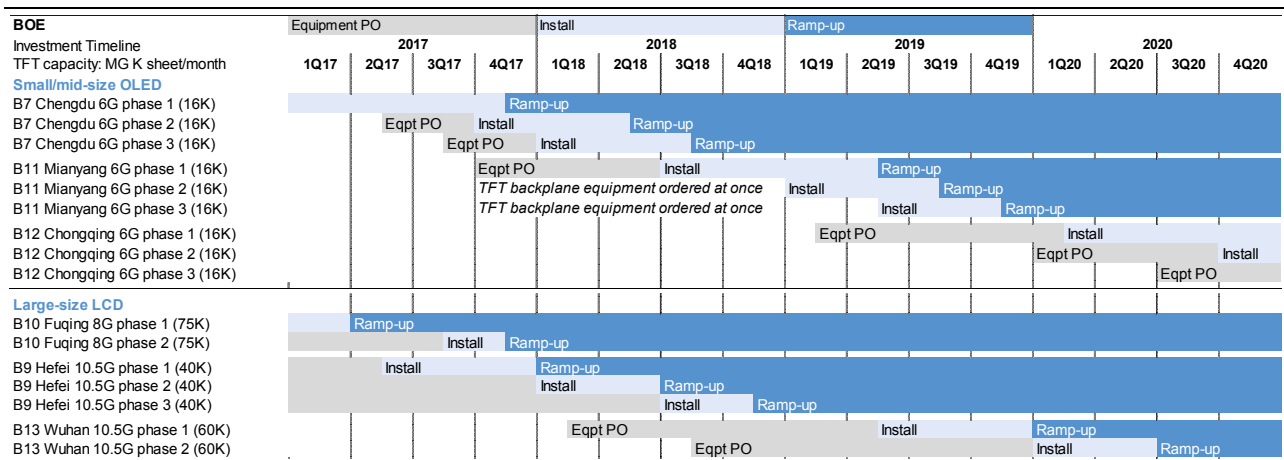
자료: IHS, 한국투자증권

[그림 2] TV 완제품 수요 회복으로 패널 수급 완화될 것



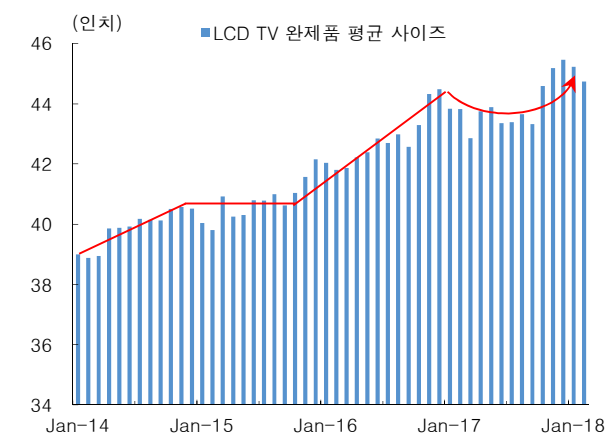
주: LCD TV패널 데이터는 2018년 3월까지, LCD TV 완제품 데이터는 2018년 2월까지임
자료: IHS, 한국투자증권

[그림 3] BOE 중소형 OLED 및 대형 LCD 신규 라인 투자와 양산 timeline



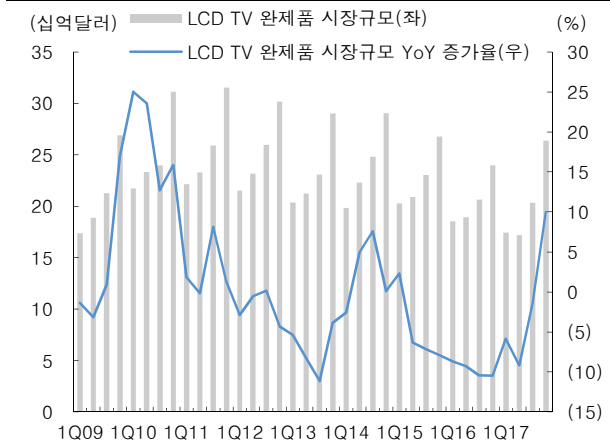
자료: IHS, 한국투자증권

[그림 4] LCD TV 평균 사이즈 증가로 면적수요 증가



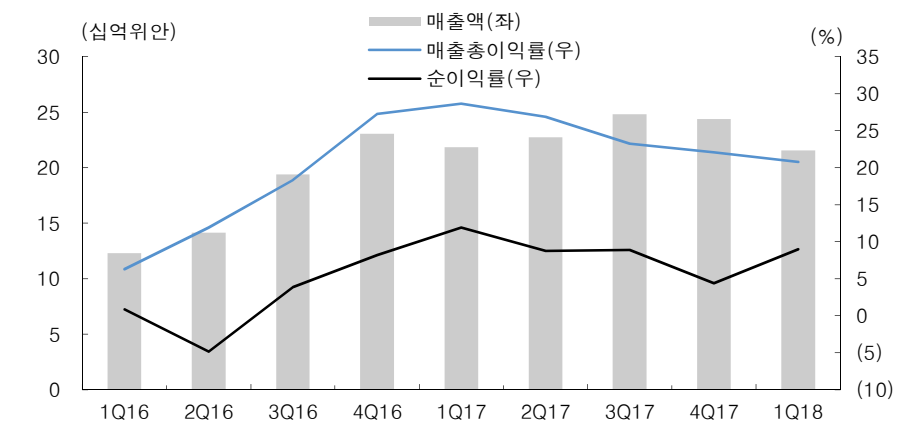
자료: 한국투자증권

[그림 5] LCD TV 완제품 시장 규모 추이



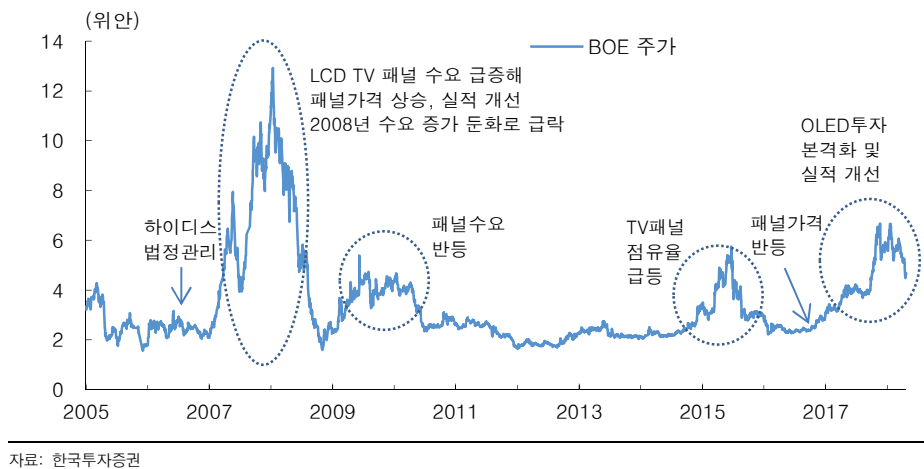
자료: 한국투자증권

[그림 6] 패널가격 하락으로 매출액과 매출총이익률이 전분기 및 전년대비 감소



자료: BOE, 한국투자증권

[그림 7] 주가 추이



〈표 2〉 실적 및 주요 지표

	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액(십억위안)	33.6	36.7	48.3	68.4	93.1	124.2	164.3
디스플레이 및 센서	29.5	32.7	43.5	61.2	82.6		
스마트 시스템	5.4	6.2	8.8	12.5	18.1		
기타/연결조정	(1.4)	(2.2)	(3.9)	(5.3)	(7.7)		
영업이익(십억위안)	2.7	2.1	2.3	2.7	11.5	12.8	16.6
영업이익률(%)	7.9	5.7	4.7	3.9	12.4	10.3	10.1
세전이익(십억위안)	3.0	3.2	2.0	2.5	9.7	12.8	17.0
순이익(십억위안)	2.4	2.6	1.6	1.9	7.6	10.3	13.6
순이익률(%)	7.0	7.0	3.4	2.8	8.1	8.3	8.3
EBITDA	7.2	7.8	10.3	13.0	23.4	31.1	38.5
EBITDA 마진율(%)	21.5	21.3	21.3	18.9	25.1	25.0	23.5
EPS(위안)	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
EPS 증가율(%)	794.7	(48.8)	(47.1)	17.4	301.9	33.6	30.0
BPS	2.1	2.2	2.2	2.2	2.4	2.7	3.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
ROA(%)	2.9	2.2	1.1	1.1	3.3	5.0	5.5
ROE(%)	8.7	4.9	2.1	2.4	9.3	11.0	12.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.5	1.5	1.2	1.3	1.6
배당성향(%)	0.0	0.0	21.5	55.6	23.0	23.0	23.0
순차입금(십억위안)	17.1	(3.0)	4.3	20.9	45.3	44.8	52.3
PER(x)	8.8	24.6	41.9	37.0	19.1	15.9	12.3
PBR(x)	0.7	1.0	0.9	0.9	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA(x)	14.1	9.3	7.1	8.0	8.9	7.3	5.9

주: Bloomberg의 회계기준 세부항목의 정의가 BOE와 달라 Bloomberg 조정치(adjusted)를 활용함

자료: Bloomberg, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.