

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2018. 4. 19(목)

MERITZ Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

통일(統一) 공감

오늘의 차트

홍콩달러 약세의 배경 점검

칼럼의 재해석

바닥을 찾아서

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 투자전략팀)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

MERITZ
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ 투자전략/계량분석
Analyst 이진우
02. 6098-6680
jinwoo.lee@meritz.co.kr

통일(統一) 공감

- ✓ 통일(統一), '상상'이 필요해졌다
- ✓ 통일이 되면 무엇이 달라질까? 금융시장에의 시사점은 5가지로 요약
- ✓ 1) 통일도 선반영, 2) 외국인 자금 유입 가능성, 3) 금리의 레벨 업, 4) 산업별 희비 가능성, 5) 밸류에이션 디스카운트 해소 시점
- ✓ 통일 이야기의 시작을 기대하며...

통일을 상상해 볼 필요가 있는
시점

통일(統一) 이야기

누구나 알고 있지만 누구도 예상하기는 어렵다. '지정학적 리스크'와 관련한 이야기다. 다음주 후반 남북 정상회담, 6월초 북미 정상회담이 예정되어 있다. 어떤 결과가 도출될지 예단하기 어렵지만 분명한 것은 예전과는 다른 무게감, 분위기가 느껴진다. 협상의 주체가 '트럼프'라서 그런 것일까. 아니라면 북미 정상회담이라는 상징성 때문일까.

'통일'이라는 단어를 꺼내기 조심스럽다. 간단한 이슈가 아닌 탓이다. 혹자는 이번 북미 정상회담이 부시 미국 대통령과 고르바초프 소련 공산당 서기장과의 만남인 1989년 12월 '몰타회담'에 준할 수 있다는 시각도 있다. 당시 회담 직후 고르바초프 서기장은 '우리는 더 이상 적이 아니다'라고 말했고, 냉전체제의 붕괴의 시작을 알리는 서막이었다.

'만약'이라는 단서를 달고자 한다. 이번 사안이 가시적인 결과를 도출해 내지 못할 수도 있지만 서프라이즈를 줄 가능성도 배제하기 어렵다. 만약 통일에 가까워 질 수 있는 변곡점이 마련된다면 어떤 상상을 해야 할까?

이번 보고서는 '통일'이라는 상상에 기초한 시리즈 자료다(다음주 24일, 25일 연재 예정) 설사 통일이 아닐지라도 그에 근접하는 첫 걸음을 뗀다면 변화의 시작일 수 있다.

무엇보다 금융시장에서의 시사점을 얻는 것이 중요하다. 협상의 결과물이 급진적이던 그렇지 않던 말이다. 주식시장은 '꿈'을 먹고 살기 때문이다. 통일도 예외는 아니다.

역사는 필연 보다는 우연...

참고 가능한 통일의 사례는 '독일'이 유일하지만...

통일과 관련해 역사적으로 비교 가능한 나라는 '독일'이 유일하다. 베트남, 예멘 등의 사례도 있지만 경제적 위상 및 격차, 통일의 방식 등 우리가 상정할 수 있는 시나리오는 아니다. 독일의 통일에 결정적인 영향을 미친 것은 1988년 소련의 제국적 지위 포기 선언, 1989년 6월 소련의 독인문제 무력적 간섭 배제 선언 등과 같은 일련의 굵직한 변화들에 기인했다. 그런데 정작 독일 통일의 결정적인 계기는 우연한 사고(?)였다. 당시 상황은 이랬다.

독일 통일의 계기는 엉뚱한 곳에서 시작됐다

『독일 통일은 정말 코미디처럼 이뤄졌다.

1989년 소비에트의 고르바초프는 개혁개방 원칙이 동구의 사회주의 국가들에 계도 적용됨을 역설했다. 거창한 얘기 같지만, 실제 내막은 "우리끼리도 먹기 살기 힘드니 너희들끼리 알아서 먹고 살라"는 이야기일 뿐이다.

그러나 사건은 정말 엉뚱한 곳에서 터졌다. 여름을 지나 가을까지 시위가 지속 되던 11월 9일저녁, 동독 정부는 여행자유화에 대한 정책을 수정 발표한다. 그러나 그 내용은 이전에 비해 크게 다를 바 없는 것이었다. 특별한 내용이라고는 여권 발급 기간을 단축한다는 것 뿐이었다. 저녁 6시 58분, 동독 공산당 대변인 귄터샤보브스키 Gunter Schabowski 는 기자회견을 열어 그 내용을 발표한다. 그러나 샤보브스키는 여행자유화 정책회의에 참석하지도 않아, 자신이 무슨 내용을 발표해야 하는지도 몰랐다.

새로운 여행자유화 정책을 읽어나가던 그에게 한 이탈리아 기자가 그 정책이 언제부터 유효한 지 물었다. 새 정책에 대해 별로 아는 바 없던 그는 멀뚱한 표정으로 아무 생각 없이 대답했다. "지금부터! 바로!"

대부분의 독일 기자들은 별 내용 없는 여행자유화 정책에 시큰둥해 했다. 그러나 독일어에 서툰 이탈리아 기자는 오버하며 본국으로 급전을 쳤다. "베를린 장벽이 무너졌다." 미국 기자들도 덩달아, "내일부터 당장 동베를린 사람들이 베를린 장벽을 통과할 수 있다."고 전했다. 이날 밤 서독TV는 외신을 짜깁기하여 "동독이 드디어 국경을 개방했다."는 애매한 보도를 내보냈다.

뉴스를 시청한 동독 주민들은 대책 없이 베를린 장벽으로 몰려갔다. 정말 당장에 서독 여행이 가능해졌는지 알아보려는 호기심에서 나가본 것이다. 국경수비대가 저지했지만 동독 주민들은 "뉴스를 듣지도 못했느냐?"고 오히려 따졌다. 황당해진 국경수비대는 결국 길을 터줬고, 일부 동독 주민들은 베를린 장벽을 올라타 넘어가기 시작했다. 이에 흥분한 일부 주민들은 도끼, 망치를 들고 나와 아예 장벽을 부수기 시작했다. 반대편 서베를린의 젊은이들도 망치로 벽을 부수기 시작했다.

역사는 항상 이런 식이다.』

- 문화심리학자 김정운 교수 글 중 발췌 -

그림 동독 공산당 대변인 쿼터 샤보브스키 기자회견: 아무도 이 장면이 독일 통일의 시작을 알릴지 예상하지 못했다. 역사는 필연보다는 우연인 경우가 많다.



자료: Google Image, 메리츠증권 리서치센터

역사는 필연적인 인과관계 속에서 만들어지기 보다는 때로는 엉뚱한 곳에서부터 시작하기도 한다. 우리가 '만약'을 상상해 볼 필요가 있는 이유다.

통일(統一) 공감 : 무엇이 달라지나? Fact Check

통일 Reality Check

금융시장 측면에서 통일이 주는 시사점은 무엇일까? 독일의 사례를 비취보면 크게 5가지로 요약된다.

1) 통일도 '선반영' 한다

금융시장에서 중요한 것은 통일 뿐만 아니라 기대감이다

(Fact) 장기적으로 독일 주식시장은 통일 이후 우상향의 궤적을 보였지만 공식적인 통일 이전부터 주가는 선반영하며 상승했다. 이미 1988년부터 진행된 소련의 입장변화가 그 가능성을 높였기 때문이다. 베를린 장벽이 붕괴된 1989년 11월 이후 주가는 다시 한번 강한 상승세를 보였지만 정작 통일이 공식화된 1990년 10월 이후로는 큰 폭으로 하락했다. 선반영 인식, 통일비용 우려 영향이다.

(시사점) 금융시장 입장에서는 당장 통일이 아니어도 좋다. 통일에 가까워질 수 있는 변화가 시작된다면 시장은 선반영해 나갈 가능성이 있다. 단순한 북한의 비핵화 흐름을 넘어선 경제적인 변화 및 협력이라면 더욱 그렇다.

2) 외국인 자금 유입 가능성

외국인 자금의 Inflow 계기이기도...

(Fact) 통일 이후 독일 시장에 대한 외국인 자금 유입은 빠르게 진행됐다. 1990년 194억 마르크 수준이었던 외국인 포트폴리오 투자는 7년 뒤인 1997년 1,559억 마르크로 8배 급증했다. 금융기관의 주식투자 비중 확대도 병행됐다. 통일 이후 비용에 대한 부담감이 존재하지만 장기 성장성에 기댄 자금 유입 결과다.

(시사점) 독일의 사례를 비취보면 국내 역시 외국인의 자금 유입세는 기대해 볼만하다. 다만 그 형태는 Active 형태 보다는 Passive 형태의 자금 유입이 될 가능성이 크다. 관련 정책이 단시일내에 구체화되지 않는다면 더욱 그렇다.

Bottom - up 측면에서 개별기업 중심으로 대응하기 보다는 시장을 사는 전략이 손쉬운 선택이 될 수 있기 때문이다.

그림2 독일 통일 전후 주가지수 추이: 베를린장벽 붕괴 이후 통일 기대감 선반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표1 1990년 이후 독일에 대한 외국인 투자: 통일 이후 외국인 포트폴리오 투자 확대

(단위:십억마르크)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
외국인투자	92.9	126.2	208.3	310	175.6	247.8	221.8	364.4
- 직접 투자	4	6.8	4.2	3.2	2.5	17.2	-4.9	2.5
- 포트폴리오 투자	19.4	71.2	122.5	235.7	46.9	87.6	135.3	155.9

자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

금리, 추세 상승은 아니나 레벨 업은 불가피

통일 비용의 관점에서 금리 레벨 업은 불가피

(Fact) 통일 전후로 독일에서 나타났던 뚜렷한 변화 중 하나는 금리의 레벨 업이다. 통일 비용 충당을 위한 대규모 국채 발행의 영향으로 국채 금리는 7%대에서 9%로 200bp 가량 급등했다. 향후 통일 비용 조달 재원을 세금인상으로 진행 된 이후에야 국채금리는 점진적으로 하락했지만 수년간 금리 상승이라는 비용은 감내해야 했다.

(시사점) 한국의 경우(남한, 북한) 당시 독일(서독, 동독) 보다 경제적 격차가 더 크다는 점을 고려할 때, 금리 상승폭은 독일보다 클 수 있다. 국내도 통일이 현실화 된다면 추세적인 금리 상승은 아닐지라도 금리 레벨 업은 불가피해 보인다.

금리 변화에 따른 주식시장에서의 시사점은 Style의 변화 가능성이다. 특히 금리 상승에 취약한 '배당주'의 매력도가 낮아질 수 있다. 당연히 기업 입장에서도 금리 노출도에 따른 희비가 엇갈릴 수 있고 자금조달의 Financing 형태도 달라질 수 있겠다.

그림3 독일 통일 전후 채권금리 추이: 통일 비용 충당을 위한 대규모 국채 발행으로 금리 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

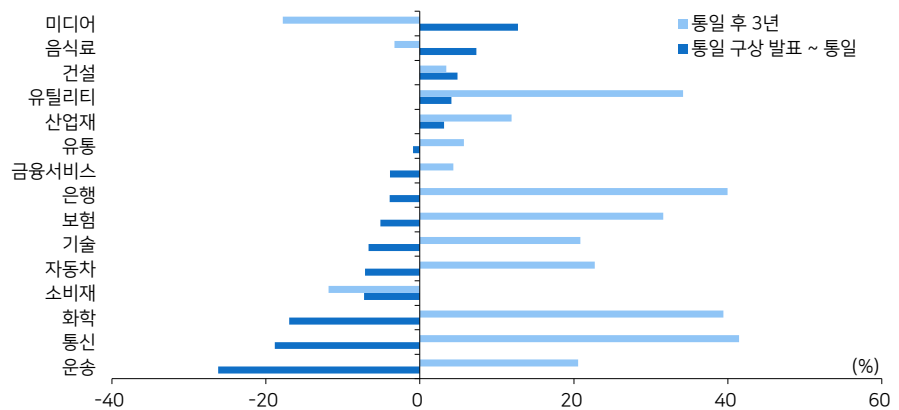
통일 이전, 이후 업종별 희비 교차. 인프라 산업 뿐만 아니라 '후방산업'에도 주목할 필요

산업별 희비가 다를 수 있다. 인프라 투자만이 수혜는 아닐 것

(Fact) 독일 주식시장을 보면 통일 이전, 통일 이후 업종 성과가 매우 달랐다. 통일 전에는 음식료, 건설, 산업재, 업종 등이 아웃퍼폼한 반면, 통일 이후 3년간은 은행, 보험 등 금융업종의 강세가 두드러졌다. 민간투자의 지원정책(저리의 장기 대출, 지급 보증 등)에 대한 금융수요가 많아진 결과다.

(시사점) 다음 주 전략공감 자료에서 언급하겠지만 통일이 현실화된다면 국내 인프라 관련 기업만이 수혜는 아닐 듯 하다. 북한의 경우 이미 중국을 중심으로 한 인프라투자가 기진행된 부분도 확인되기 때문이다(ex. 통신). 현재 정부에서 추진 '신북방 정책'도 고려해 봐야 한다. 또 독일의 사례를 참고해 보면 의외로 제조업의 후방산업인 '금융 업종'의 역할론이 커질 수 있는 점은 주목해 볼 포인트다.

그림4 통일 전과 후 업종별 성과: 통일 이전과 이후는 확연히 달랐다



주: 통일 구상은 헬무트 콜 총리의 10단계 단계적 통일방안('89.11.28)을 의미
 자료: Thomson Reuters, 메리츠증권리서치센터

코리아 디스카운트는 해소 될 수 있는가? 지정학적 리스크 완화 보다는 '정책 수혜'에 따른 실적 기대감 선반영으로 표출될 가능성

독일은 통일로 인한 밸류에이션 팽창이 진행 됐을까?

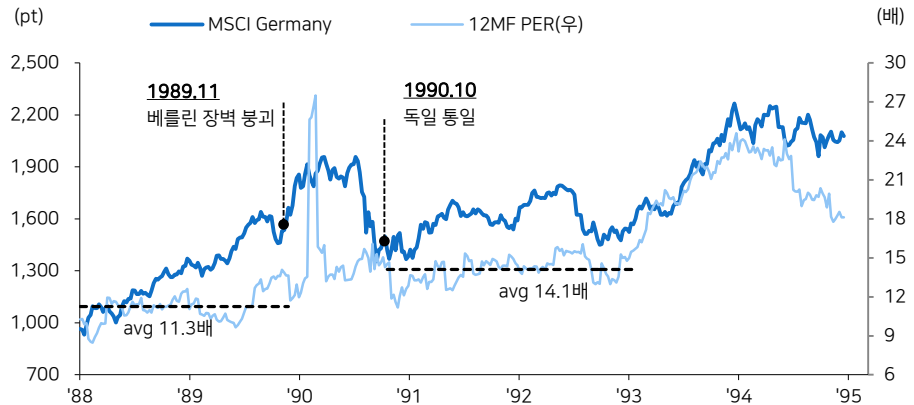
(Fact) 독일의 사례를 보면 통일자체가 당장 디스카운트 해소, 밸류에이션 프리미엄을 의미하지는 않았다.

실질적인 팽창은 기업 실적 성장과 맞물렸다

통일 이후 독일 시장의 밸류에이션은 표면적으로 상향 됐지만 '통일 효과' 때문이라 보기 어렵기 때문이다. 오히려 1) 실적 감익에 따른 밸류에이션 착시 효과(1989년부터 1992년까지는 실적 전망 하향 국면)가 존재 했다는 점, 2) 본격적인 밸류에이션 팽창은 기업 실적 개선세가 시작된 1993년부터이기 때문이다.

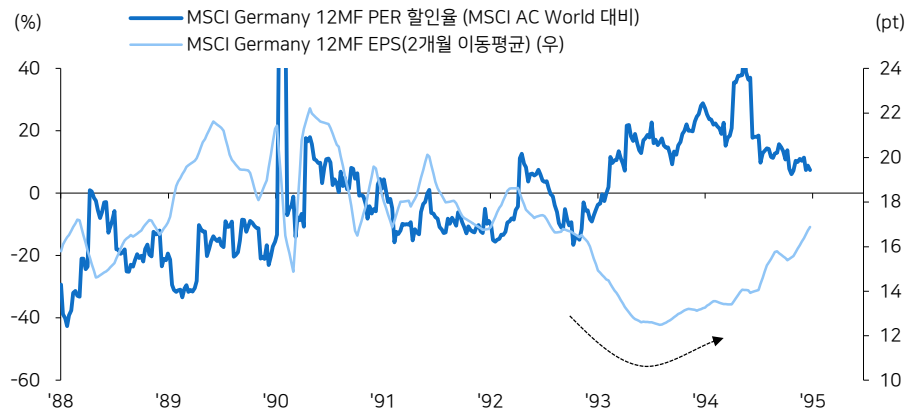
독일 DAX지수는 1988년부터 베를린 장벽이 붕괴되기 전인 1989년 11월까지의 평균 PER은 11.3배였고, 통일(1990년 10월) 이후 1992년까지는 평균 14.1배였다. 본격적인 밸류에이션 팽창 시기는 1993년부터로 1994년 22배까지 상승했다. 실적 전망 개선이 수반된 밸류에이션 팽창 국면이다.

그림5 통일은 독일 주식시장의 밸류에이션을 팽창시켰을까? 본격적인 팽창은 1993년부터



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 독일 기업이익은 1989년~1992년까지 감익 Cycle. 1993년 이후 실적 개선 본격화



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

한국은 지정학적 불확실성으로 인한 밸류에이션 디스카운트를 받고 있는가?

(시사점) 개별국가 위험(Country Risk) 및 할인율(Discount Rate)을 정확하게 판단하기는 어렵다. Damodaran 교수 역시 개별국가의 고유 위험을 설명하는 것 중 지정학적 불확실성은 Political Risk 중 일부로 보고 있다.

위험도는 선진국 유사한 수준으로 평가

지정학적 위험의 정도를 나타내는 Global Peace Index 역시 한국은 47위로, 대만(40위), 영국(41위), 프랑스(51위)와 유사한 수준으로 평가받고 있다. 지정학적 불확실성으로 인한 디스카운트가 의외로 크지 않을 수 있다는 것이고, 반대로 지정학적 우려 완화로 인한 과급효과도 생각보다 크지 않을 수 있다는 의미다.

독일이 사례를 보면, 결국 국내 역시 정책 효과로 인한 기업실적의 가시성 확보가 계기가 될 것

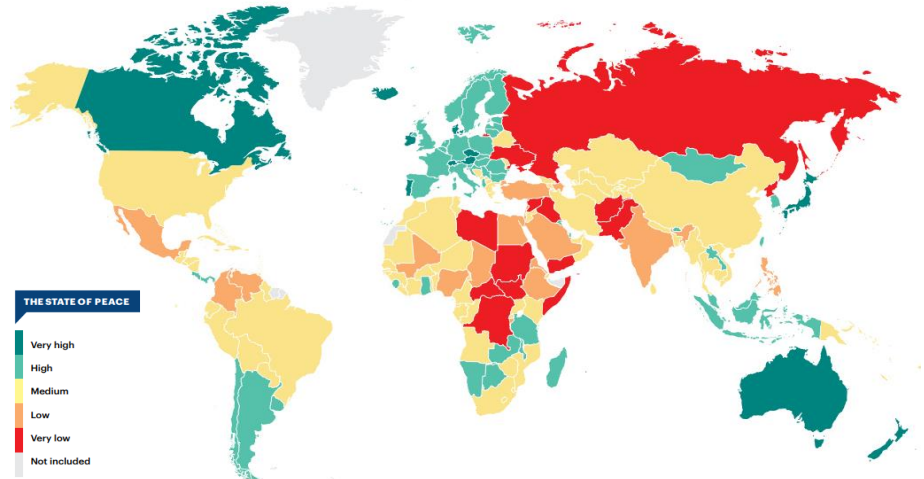
독일의 사례를 보면 본격적인 밸류에이션 팽창은 결국 기업 이익의 확장 및 지속가능성(Sustainability)이 더 중요한 팩터이다. 국내 역시 밸류에이션의 팽창은 지정학적 리스크 완화 보다는 정책 수혜에 따른 실적 개선 기대감에서 비롯될 가능성이 높다고 본다. 구체적인 정책 윤곽, 그로 인한 산업의 수혜가 구체화되는 시점이 그 시작점이라 생각한다.

표2 Country Risk에 대한 Damodaran 의 정의: 지정학적 리스크는 여러 요인 중 하나

리스크 요인	내용
Life Cycle	국가의 성장 정도. 경기 변동에 따라 신흥국이 선진국보다 민감하게 반응하는 경향을 반영
Political Risk	a. 불안요인의 지속 여부: 투자자들과 기업들은 정부의 안정성과 정책의 일관성을 선호 b. 정부 기관의 부패 정도 c. 무력 분쟁의 가능성(내전, 전쟁 등) d. 국유화, 정부의 수용 가능성
Legal Risk	물적 및 지적재산권 보장, 원활한 정부 시스템
Economic Structure	국가 경제가 특정 원자재, 제품, 서비스에 대한 의존도를 측정

자료: Damodaran(2015), 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 2017년 Global Peace Index : 한국 지정학적 리스크는 이미 선진국 수준으로 평가 중



주: High(순위가 높을수록) 지정학적 위험도가 낮고, Low(순위가 낮을수록) 지정학적 위험도가 큼
자료: IEP, 메리츠증권증권 리서치센터

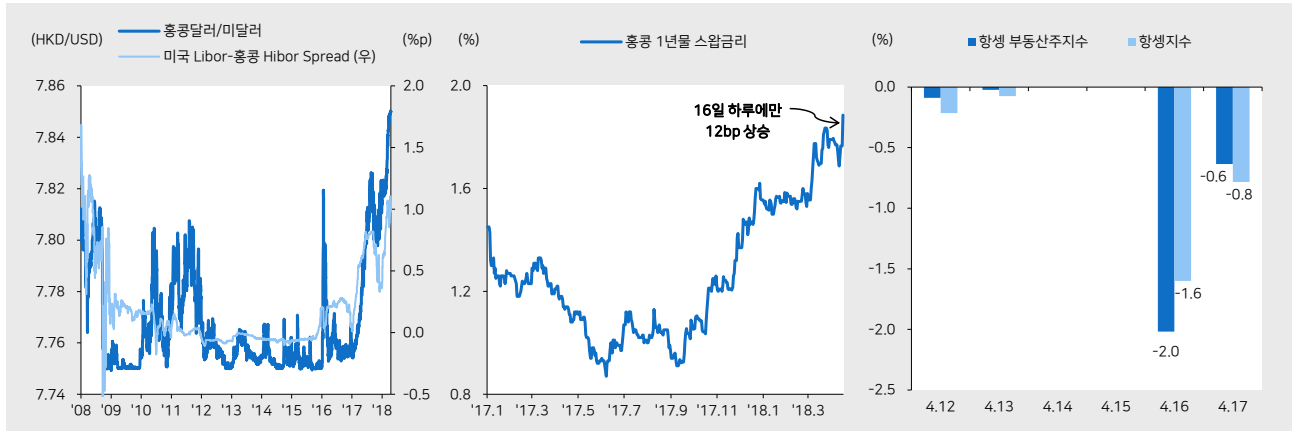
통일 이야기의 시작이길 기대하며...

통일은 무거운 주제다. 신중할 필요가 있다. 하지만 실질적인 변화가 시작된다면 금융시장은 빠르게 반영할 가능성이 있다. 어제의 금융시장 반응도 이러한 맥락에서 이해된다. 변화를 기대해본다.

우리는 본 주제를 좀 더 들어가 보고자 한다. In - depth 리포트는 4월 23일(월), 자료에 대한 세부적인 설명(전개 방향 및 투자 아이디어)은 다음주 전략 공감에 연재할 예정이다.

오늘의 차트 서승연 연구원

홍콩달러 약세의 배경 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

홍콩달러, 약세 추세
: 페그제 밴드 상단인
7.85 홍콩달러/달러 도달

홍콩은 자국 통화가치가 미달러 대비 7.75~7.85 홍콩달러 범위에서만 움직이도록 허용하는 '달러 페그제' 환율제도를 채택하고 있다. 해당 밴드를 이탈할 경우, 환율 안정성을 위해 홍콩 금융당국이 직접 외환시장에 개입할 가능성이 크다.

작년 말부터 약세 추세가 이어진 홍콩달러는 지난 12일 밴드 상단인 7.85 홍콩달러/달러에 도달하였다. 35년만의 최대 약세인 동시에 2005년 상·하한선 도입 이후 처음으로 상한선에 근접했다는 점에서 시사하는 바가 크다. 자국 통화 약세에 대응해 홍콩금융관리국이 12일 8.2억 홍콩달러 매입을 필두로 6일 간 190.2억 홍콩달러를 매입했으나, 홍콩달러 약세는 쉽게 진정되지 못하는 모습이다.

홍콩달러 약세 배경
: 미국 Libor-홍콩 Hibor 스프레드
금융위기 이래 최대 수준

최근 들어 홍콩달러 약세가 빠르게 시현된 이유는 홍콩은행간 금리(HKD Hibor)와 미국은행간 금리(USD Libor)의 스프레드가 2008년 금융위기 이후 최대 수준으로 확대되었기 때문이다. 홍콩금융관리국이 지난 1년 동안 미국 금리 인상과 같은 궤적으로 4차례에 걸쳐 정책금리를 1%에서 2%로 인상했음에도, 시중은행이 Prime rate을 동결하면서 결국 Hibor 금리가 미국 Libor 대비 안정화되는 결과를 낳았기 때문이다.

홍콩 1년물 스왑금리 급등,
항셱 부동산주지수 하락

홍콩달러 약세는 선물/주식시장에도 영향을 미쳤다. 홍콩달러를 기초자산으로 한 1년물 스왑금리는 16일 하루에만 12bp 상승하며 2016년 12월 이후 가장 큰 상승폭을 기록했다. 금리상승 압력에 따른 자산가격 하락 우려로 항셱 부동산주지수는 -2.0% 하락, 홍콩 증시의 약세 요인으로 작용했다.

향후 홍콩 시중은행의 금리 인상에
따른 자산시장 영향을 주목할 필요

홍콩달러 약세로 인한 자본유출 우려가 확대되는 가운데, 홍콩 재무장관 Paul Chan은 정부가 자본유출에 충분히 대응할 여력이 있다는 점을 강조하며 시장 우려를 위축시켰다. 당분간 홍콩 정부의 환율방어 조치로 외환시장에 큰 타격은 없을 것이라는 점에 무게를 두나, 향후 민간 시중은행의 금리 인상 가능성과 이에 따른 차입비용 상승과 자산가격에 미치는 영향은 주시할 필요가 있다는 판단이다.

칼럼의 재해석 주인우 연구원

바닥을 찾아서 (Digitimes)

작년 하반기부터 시작된 LCD TV 패널가격의 하락이 지속되고 있다. 연초 시장은 스포츠 이벤트 효과로 TV 패널가격의 하락추세가 1Q18말 안정을 찾으리라 예상했다. 하지만 현재 LCD TV 패널가격은 2016년 수준까지 하락했고 관련 패널업체들의 주가 또한 부진한 흐름을 보이고 있다.

이번 LCD TV 패널가격 하락사이클의 원인은 '중국의 공급 확대' 에 있다. TV사이즈 대형화 추세에 맞춰 중국 패널업체들은 기존 8세대 fab(공장)을 넘어 10.5세대 이상 fab 투자를 확대했다. 세대 (마더글라스의 크기)가 커질수록 뽑아낼 수 있는 패널의 수는 많아지기 때문에 공급은 늘어난다. 1Q18말부터 BOE 10.5세대 라인에서 패널이 출하되기 시작했다. BOE가 10.5세대 라인을 ramp up 할수록 LCD TV 패널수급은 악화될 수밖에 없다. 수율이 개선된다면 수급은 더욱 악화될 수 있다. 19년부터는 BOE 외에 CSOT와 LG디스플레이도 10.5세대 기반의 패널 양산을 시작한다. 18년에 비해 19년의 공급과잉은 더욱 심화될 전망이다.

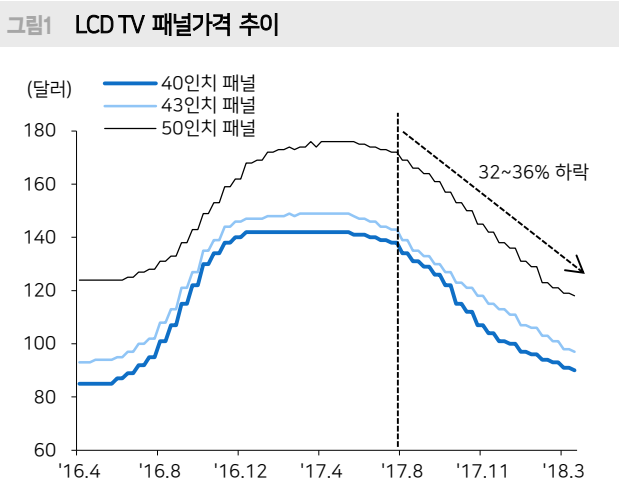
향후 패널가격의 운명은 '공급'에 달렸다고 판단한다. 1Q16 패널가격이 cash cost(전체 생산비용에서 감가상각비 제외한 현금주의 비용)에 근접하자 패널업체들이 가동률을 낮추며 판가가 반등했던 사례가 있다. 현재 50인치 패널가격은 cash cost에 근접해있다. 수익성에 압박을 느낀 패널업체들이 공급조절에 나서고 수요도 회복되면서 2분기말 최소한의 반등은 기대된다.

하지만 외부변수가 없는 한 패널가격의 추세적인 하락은 불가피할 전망이다. 18년 추가되는 Capa는 8.5/8.6G 165K, 10.5G 80K다. 19년에는 8.5/8.6G 185K, 10.5G 167K로 늘어난다. 19년 수요가 강하게 올라오지 않는 한 패널가격의 하락은 19년에도 이어질 수밖에 없다. 결국 패널가격이 Cash cost에 근접하며 패널업체들의 shutdown이 현실화 될 가능성이 높아 보인다. Shutdown의 규모와 시기에 따라서 패널가격의 하락 속도와 폭이 결정될 전망이다. 이에 따른 LCD 패널업체들의 주가변동성 확대도 불가피해 보인다.

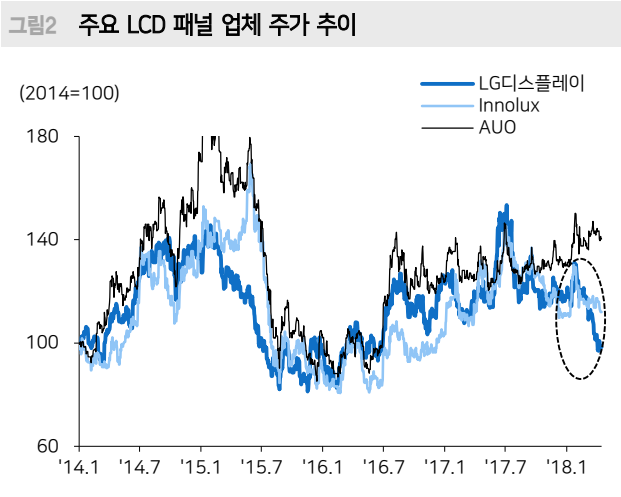
LCD TV 패널가격 하락 지속 중

LCD TV 패널 가격 하락 지속

작년 하반기부터 시작된 LCD TV 패널가격의 하락이 지속되고 있다. 연초 시장은 스포츠 이벤트 효과로 TV 패널가격의 하락추세는 1Q18말 안정을 찾으리라 예상했다. 하지만 현재 LCD TV 패널가격은 2016년 수준까지 하락했다. 끝을 모르고 하락하는 LCD TV 패널가격에 관련 패널업체들 주가 또한 부진한 흐름을 나타내고 있다.



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

왜 빠진걸까? 공급이 원인

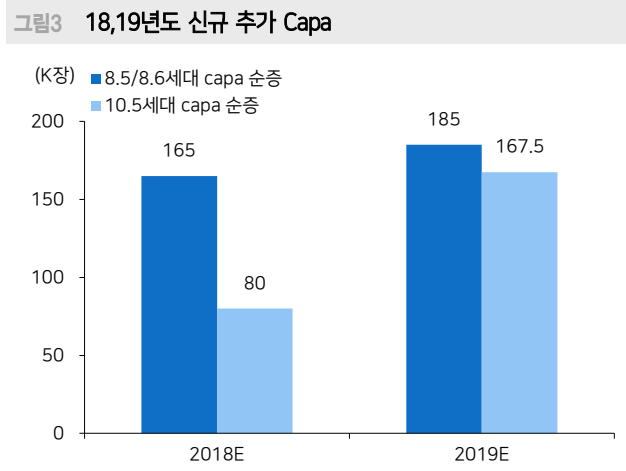
이번 하락사이클의 원인은 '중국의 공급확대'

이번 LCD TV패널 가격 하락 사이클의 원인은 '중국의 공급 확대'에 있다. TV 사이즈 대형화 추세에 맞춰 중국 패널업체들은 기존 8세대 fab(공장)을 넘어 10.5세대 fab투자를 확대했다. 마더글라스 크기(세대) 커질수록 뽑아낼 수 있는 패널의 수는 많아지기 때문에 공급은 늘어나게 된다.

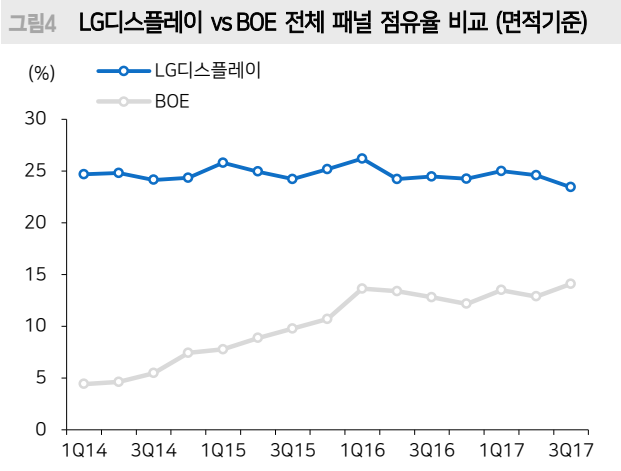
1Q18말부터 BOE의 10.5세대 fab에서 패널이 출하되기 시작했다. BOE가 10.5세대 fab을 ramp up 할수록 LCD TV 패널수급은 악화될 수밖에 없다. 수율이 개선된다면 수급은 더욱 악화될 수 있다. 19년부터는 BOE 외에 CSOT와 LG디스플레이도 10.5세대 기반의 패널 양산을 시작한다. 18년에 비해 19년의 공급과잉은 더욱 심화될 전망이다.

세대	업체	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1H19E	2H19E
8.5세대	LGD	155K	165K(+10K)	190K(+25K)	210K(+20K)						
	AUO	120K				120K	130K(+10~15K)	150K(+15~20K)			
	BOE	5K	20K(+15K)	60K(+40K)	100K(+40K)	130K(+30K)	150K(+20K)				
	CSOT		130K(+10K)	140K(+10K)							
8.6세대	Innolux	20K	35K(+15K)	40K(+5K)	45K(+5K)						
	HKC	5K	25K(+20K)	55K(+30K)	60K(+5K)		70K(+10K)				
	CEC					5K	20K(+10~15K)	40K(+15~20K)	55K(+15~20K)	90K(+35K)	120K(+30K)
	HKC									5K	45K(+40K)
8.6세대+	CEC						20K	45K(+15K)	95K(+50K)	120K(+25K)	
10.5세대	BOE					20K	30K(+10K)	50K(+20~25K)	80K(+30~35K)	105K(+25~30K)	120K(+15K)
	CSOT									G11 60K	90K(+30K)
	LGD										30K
	SDP										7.5~15K

자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: IHS, 메리츠증권증권 리서치센터

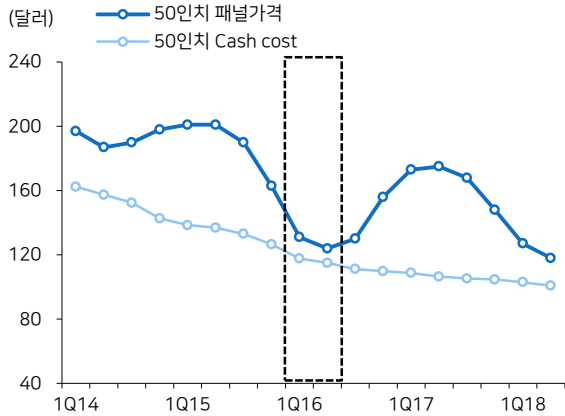
향후 패널가격 전망은? 공급이 중요

패널가격 하락을 막을 유일한 요소는 'shutdown'

향후 패널가격의 운명은 '공급'에 달렸다고 판단한다. 1Q16 패널가격이 cash cost(전체 생산비용에서 감가상각비 제외한 현금주의 비용)에 근접하자 패널업체들이 가동률을 낮추며 판가가 반등했던 사례가 있다. 현재 50인치 패널가격은 cash cost에 근접해있다. 수익성에 압박을 느낀 패널업체들이 공급조절에 나서고 수요도 회복되면서 2분기 중에 최소한의 반등은 기대된다.

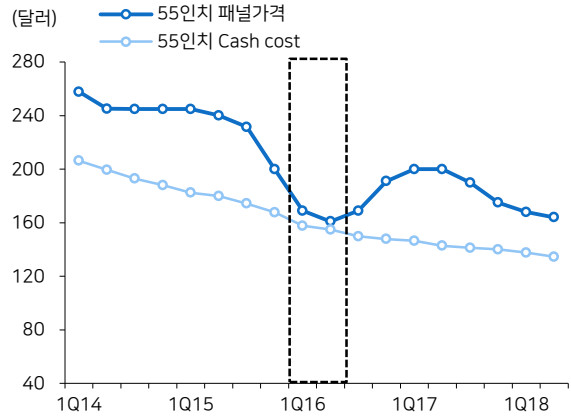
하지만 외부변수가 없는 한 패널가격의 추세적인 하락은 불가피할 전망이다. 18년 추가되는 Capa는 8.5/8.6세대 165K, 10.5세대 80K다. 19년에는 8.5/8.6세대 185K, 10.5세대 167K가 예상된다. 19년 수요가 강하게 올라오지 않는 한 패널가격의 하락은 19년에도 이어질 수밖에 없다. 결국 패널가격이 Cash cost에 근접하며 패널업체들의 shutdown이 현실화 될 가능성이 높아 보인다. Shutdown의 규모와 시기에 따라서 패널가격의 하락 속도와 폭이 결정될 전망이다.

그림5 50인치 패널가격 & cash cost



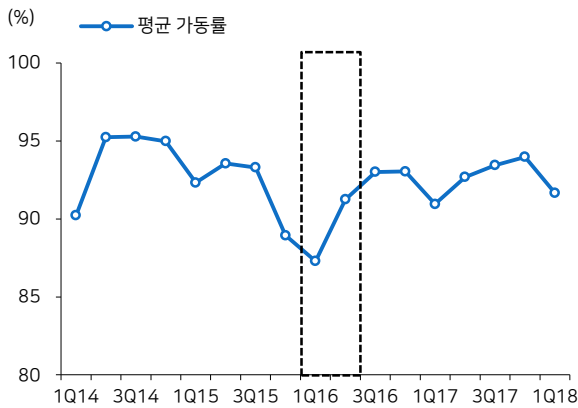
자료: Witsview, 메리츠증권리서치센터

그림6 55인치 패널가격 & cash cost



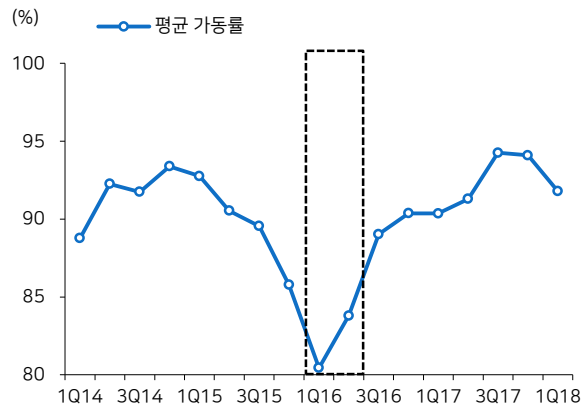
자료: Witsview, 메리츠증권리서치센터

그림7 7세대 생산공장 평균 가동률



자료: IHS, 메리츠증권리서치센터

그림8 8세대 생산공장 평균 가동률



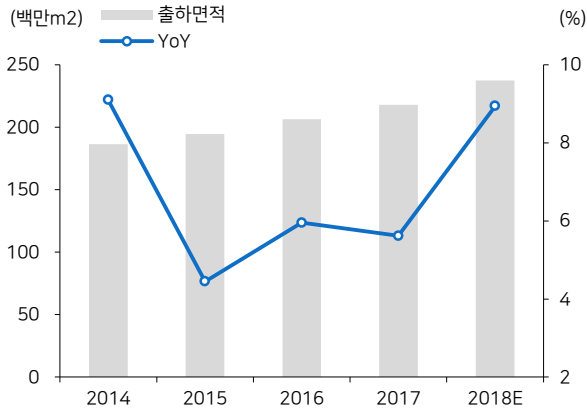
자료: IHS, 메리츠증권리서치센터

투자전략: 패널가격 하락 불가피, shutdown 기대

패널가격의 추세적인 하락은
불가피할 전망

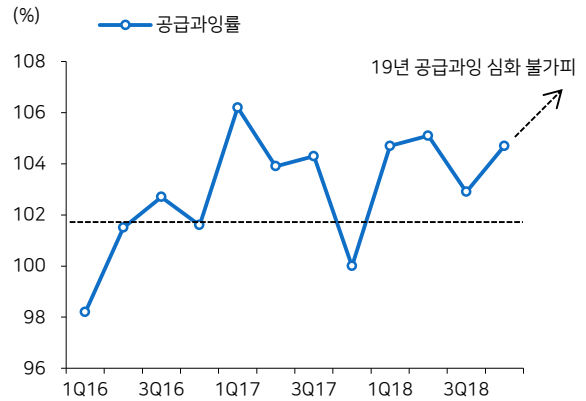
10.5세대 기반의 패널양산이 본격화되면서 LCD패널의 수급은 더욱 악화될 전망이다. 현 시점에서 수요가 강하게 상승할 만한 요소는 관찰되지 않는다. 결국 패널가격은 '공급'에 달렸다. 수익성에 압박을 느낀 패널업체들이 자발적인 shutdown을 단행하며 패널가격의 하락속도를 조절할 가능성이 높아 보인다. 이에 따라 LCD 비중이 높은 패널업체들의 주가도 큰 변동성이 예상된다.

그림9 대형 패널 출하면적 추이



자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 LCD 패널 수급



자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

원문: *Unertainty grows over large-size LCD TV panel prices*