

실리콘웍스 (108320)

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	57,000원 (M)
현재주가 (4/8)	43,700원
상승여력	30%

시가총액	7,107억원
총발행주식수	16,264,300주
60일 평균 거래대금	39억원
60일 평균 거래량	95,415주
52주 고	47,750원
52주 저	31,000원
외인지분율	37.82%
주요주주	LG 외 2인 33.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.3	41.0	23.1
상대	4.1	25.3	42.1
절대(달려환산)	5.5	38.4	15.0

OLED 소재 탐픽

1Q preview: 컨센하회하나, 주가에 충격 제한적일 것

실리콘웍스(이하 동사)의 1분기 매출액은 1,801억원(YoY +11%), 영업이익 37억원(YoY +17%)로, 시장 컨센서스를 하회할 것으로 추정된다. 1분기 실적은 Foundry cost 증가와 COF 가격 상승 등의 영향과 계절적인 비수기 및 고객사향 단가 인하를 가장 크게 받는 시기로, 이미 시장의 1분기 실적에 대한 기대치가 낮아져있는 상황이다.

1분기 실적이 LGD향 POLED D-IC 불용재고 처리 등의 이슈가 남아있긴 하나, 일부 시장이 우려하는 1분기 적자 수준의 실적은 다소 과도한 비관론으로 보인다. 1분기 실적을 저점으로 매출액과 이익률이 증가하는 구조에 진입, 20년까지의 연간 성장 스토리 또한 지속될 것으로 보인다.

19-20년까지 피할 수 없는 구조적 성장

2019년보다 2020년 상승이 더 기대된다. 1) LGD의 WOLED 패널 출하물량이 '18~'20 270만대 → 410만대(YoY +52%) → 700만대(YoY +71%)로 가파르게 증가하고, 2) BOE POLED 출하물량이 2019년 하반기 1,000만대에서 2020년 2,500만대로 더욱 빨라질 것으로 예상되며(동사는 BOE flagship POLED Mobile D-IC MS 약 50% 점유), 3) LGD POLED 사업은 E6에서 애플향 물량을 대응하고, E5는 차후 Auto향 POLED 중심으로 양산 체계를 잡아갈 것으로 보이기 때문이다. 올해 하반기 E6에서의 애플향 물량에 대한 여러 의구심이 존재하나, 당사는 올해 LGD의 애플향 POLED 6.5" 패널 공급 물량을 500~800만대 수준으로 가정하며, 이는 수출 약 10~15% 수준을 가정한 물량이다. 1) E6 CAPA 30K까지 대기 중이고, 2) 아직 양산 물량은 확보 못하였으나, 작년 6.5" 모델에 대한 어느 정도 가시성을 확보한 LGD가 올해 하반기 6.5" 모델을 아예 공급 못한다고 가정하는 것은 쉽지 않다. LGD 입장에서는 E6를 하반기 가동하여 POLED 사업부 적자폭을 축소시키진 못하겠으나, 동사입장에서는 충분히 POLED D-IC의 성장이 지속될 것으로 보인다. 특히 동사에게는 LGD보다는 중화권 스마트폰 업체들의 POLED 물량을 안정적이고 대량으로 확보할 수 있는 BOE향으로 D-IC 공급이 가능하다는 점이 오히려 더 중요하다. **올해 OLED 매출 비중은 36% 수준에서, 내년에는 50%로 확대될 것으로 보인다.**

OLED 소재 탐픽 의견 유지

과거 17, 18년 밸류에이션 평균이 약 13x였고, 현재 대만 노바텍이 12M Fwd P/E 15x를 형성하고 있는 상황에서, 동사에게 10x 이하의 밸류에이션 적용은 쉽지 않다는 판단이다. 하방은 경직적이고, 상방은 열려있다. OLED 소재 탐픽 의견을 지속 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,801	11.0	-23.7	1,865	-3.4
영업이익	37	17.4	-82.2	58	-35.9
세전계속사업이익	51	10.6	-76.2	20	152.8
지배순이익	39	-35.3	-75.9	65	-39.3
영업이익률 (%)	2.1	+0.1 %pt	-6.7 %pt	3.1	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	2.2	-1.6 %pt	-4.7 %pt	3.5	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		6,928	7,918	9,080	11,400
영업이익		455	558	731	1,080
지배순이익		471	490	611	889
PER		13.1	13.7	8.4	5.7
PBR		1.5	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA		6.7	7.0	5.6	3.7
ROE		11.9	11.4	12.8	16.1

자료: 유안타증권

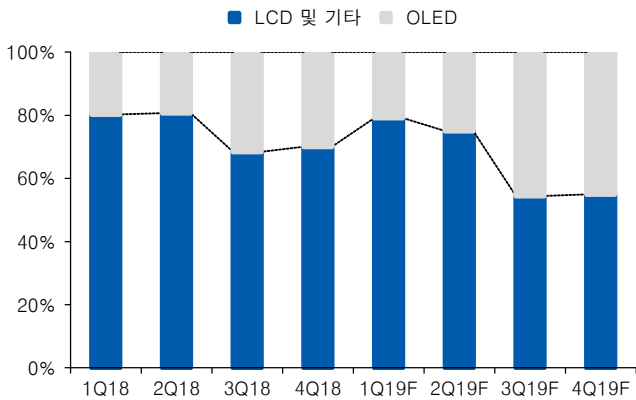
[표 1] 실리콘웍스 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,622	1,797	2,139	2,360	1,801	1,878	2,589	2,812	6,928	7,918	9,080	11,400
YoY(%)	2.4%	16.5%	18.5%	18.2%	11.0%	4.5%	21.0%	19.2%	13.6%	14.3%	14.7%	25.5%
LCD 및 기타	1,301	1,450	1,463	1,653	1,427	1,410	1,411	1,546	5,578	5,868	5,794	5,726
OLED	320	347	676	707	374	469	1,178	1,266	1,350	2,050	3,287	5,674
WOLED	273	281	405	407	334	389	615	706	850	1,365	2,044	3,279
POLED	48	67	271	300	40	80	563	560	500	725	1,243	2,395
매출 비중(%)												
LCD 및 기타	80%	81%	68%	70%	79%	75%	55%	55%	81%	74%	64%	50%
OLED	20%	19%	32%	30%	21%	25%	45%	45%	19%	26%	36%	50%
WOLED	17%	16%	19%	17%	19%	21%	24%	25%	12%	17%	23%	29%
POLED	3%	4%	13%	13%	2%	4%	22%	20%	7%	9%	14%	21%
영업이익	32	105	213	209	37	113	293	288	455	558	731	1,080
YoY(%)	-41.7%	61.5%	38.7%	14.2%	17.4%	7.0%	37.9%	38.3%	-10.1%	22.6%	31.0%	47.8%
영업이익률(%)	2.0%	5.9%	9.9%	8.8%	2.1%	6.0%	11.3%	10.3%	6.6%	7.0%	8.1%	9.5%

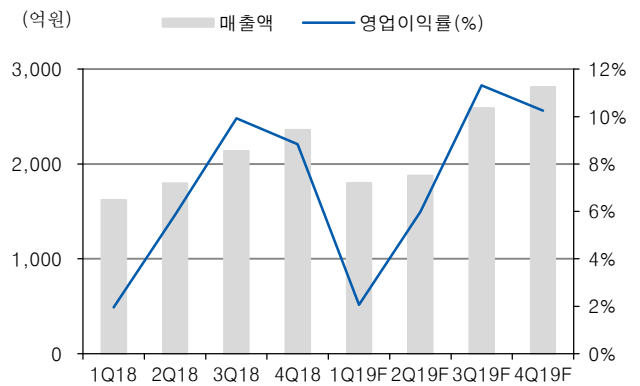
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 실리콘웍스 분기 실적 구성 - OLED 확대 추세 지속



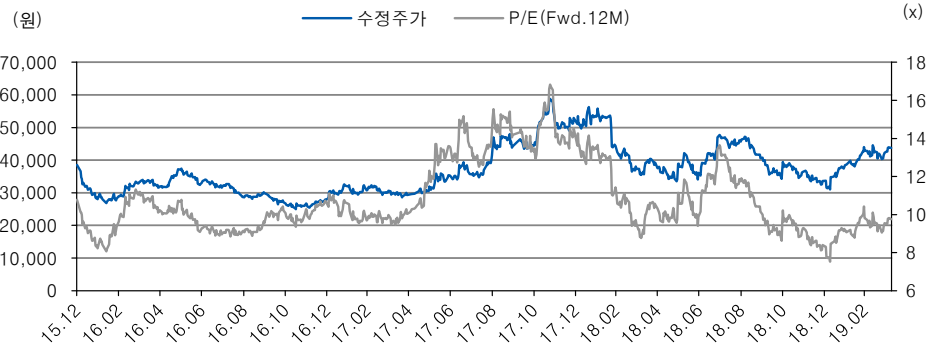
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 실리콘웍스 분기별 실적 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 실리콘웍스 수정주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

실리콘웍스 (108320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	6,100	6,928	7,918	9,080	11,400
매출원가	4,797	5,404	5,982	6,683	8,368
매출총이익	1,304	1,524	1,937	2,398	3,032
판매비	798	1,069	1,379	1,667	1,952
영업이익	506	455	558	731	1,080
EBITDA	602	509	644	840	1,175
영업외손익	74	28	34	52	59
외환관련손익	1	9	-4	8	8
이자손익	34	37	41	43	50
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	39	-18	-2	1	1
법인세비용차감전순손익	580	484	592	783	1,140
법인세비용	73	13	103	172	251
계속사업순손익	507	471	490	611	889
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	507	471	490	611	889
지배지분순이익	507	471	490	611	889
포괄순이익	494	462	474	549	827
지배지분포괄이익	494	462	474	549	827

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	4,405	4,977	5,082	6,088	7,530
현금및현금성자산	2,629	747	2,225	2,419	2,804
매출채권 및 기타채권	1,115	1,414	1,604	2,184	2,869
재고자산	583	610	1,041	1,274	1,646
비유동자산	455	465	994	935	871
유형자산	153	152	230	232	210
관계기업등 지분관련자산	0	0	44	44	45
기타투자자산	37	48	58	47	47
자산총계	4,860	5,443	6,076	7,023	8,401
유동부채	1,003	1,294	1,552	1,889	2,378
매입채무 및 기타채무	876	1,211	1,353	1,690	2,179
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	50	27	57	57	57
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,053	1,321	1,609	1,946	2,435
지배지분	3,807	4,122	4,466	5,077	5,966
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	763	763	763	763	763
이익잉여금	2,947	3,261	3,626	4,237	5,126
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,807	4,122	4,466	5,077	5,966
순차입금	-2,630	-2,749	-2,231	-2,425	-2,810
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	490	325	274	185	356
당기순이익	507	471	490	611	889
감가상각비	27	29	43	57	52
외환손익	3	3	-1	-8	-8
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-170	-148	-497	-596	-690
기타현금흐름	124	-29	239	121	113
투자활동 현금흐름	6	-2,059	1,318	-632	-607
투자자산	52	3	-32	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-32	-30	-124	-60	-30
유형자산 감소	0	3	10	0	0
기타현금흐름	-13	-2,035	1,465	-572	-577
재무활동 현금흐름	-163	-146	-114	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-163	-146	-114	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-1	0	640	636
현금의 증감	334	-1,882	1,478	193	385
기초 현금	2,295	2,629	747	0	0
기말 현금	2,629	747	2,225	2,419	2,804
NOPLAT	506	455	558	731	1,080
FCF	336	319	-75	23	218

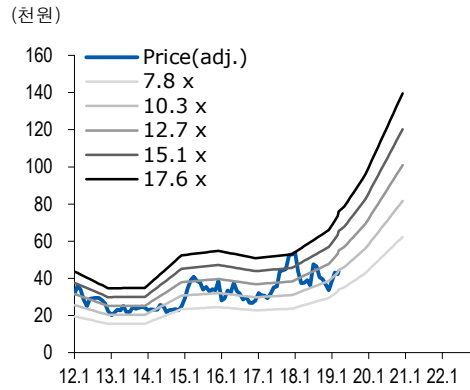
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

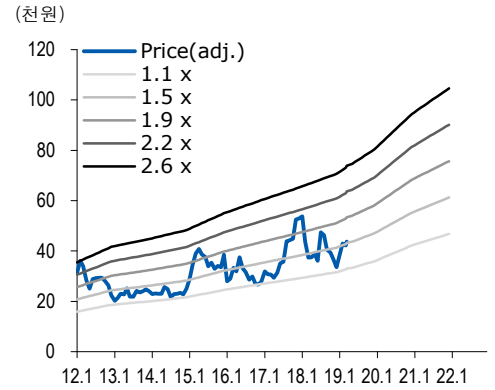
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	3,116	2,894	3,010	3,754	5,465
BPS	23,406	25,345	27,460	31,214	36,679
EBITDAPS	3,701	3,132	3,957	5,163	7,224
SPS	37,508	42,594	48,684	55,830	70,094
DPS	900	700	0	0	0
PER	9.8	13.1	13.7	8.4	5.7
PBR	1.3	1.5	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.9	6.7	7.0	5.6	3.7
PSR	0.8	0.9	0.8	0.6	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	13.8	13.6	14.3	14.7	25.5
영업이익 증가율 (%)	-9.4	-10.1	22.6	31.0	47.8
지배순이익 증가율 (%)	4.6	-7.1	4.0	24.7	45.6
매출총이익률 (%)	21.4	22.0	24.5	26.4	26.6
영업이익률 (%)	8.3	6.6	7.0	8.1	9.5
지배순이익률 (%)	8.3	6.8	6.2	6.7	7.8
EBITDA 마진 (%)	9.9	7.4	8.1	9.2	10.3
ROIC	40.0	37.6	27.4	24.7	30.4
ROA	10.7	9.1	8.5	9.3	11.5
ROE	13.9	11.9	11.4	12.8	16.1
부채비율 (%)	27.7	32.0	36.0	38.3	40.8
순차입금/자기자본 (%)	-69.1	-66.7	-50.0	-47.8	-47.1
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

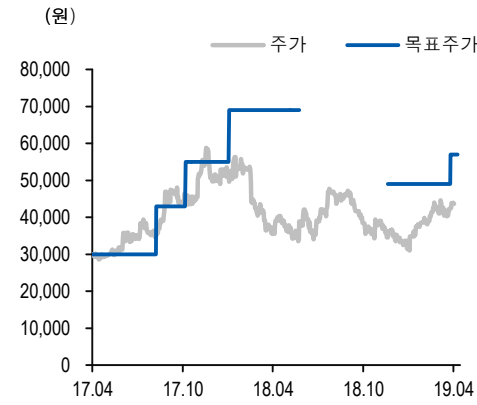
P/E band chart



P/B band chart



실리콘웍스 (108320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-09	BUY	57,000	1년		
2019-04-01	BUY	57,000	1년		
2018-11-25	BUY	49,000	1년	-22.80	-8.98
	담당자 변경				
2018-01-08	BUY	69,000	1년	-39.39	-18.41
2017-10-12	BUY	55,000	1년	-8.58	6.91
2017-08-14	BUY	43,000	1년	0.93	11.74
2016-10-19	HOLD	30,000	1년	2.31	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.