

실리콘웍스 (108320)

애플은 OLED 패널 가격이 부담스럽다

1분기 실적 부진하지만 이미 주가에 반영

2019년 1분기 실적은 매출 1,942억원(YoY +20%, QoQ -18%), 영업이익 38억원(YoY +21%, QoQ -83%)로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 1) LGD Flexible OLED 패널 향 구동칩 재고 불용 이슈로 인한 대규모 재고 손실, 2) 계절적 수요 감소 및 매년 초 가장 큰 폭으로 하락하는 판매 가격 등이 실적 부진의 주 원인인 것으로 추정된다. 재고 손실의 경우 일시적인 부분인데다 손실 평가 주 원인인 LGD의 Flexible OLED 라인 가동이 늦어도 3분기부터는 본격적으로 시작된다는 것을 감안하면 향후 분기별 실적 상승 속도가 가팔라질 것으로 전망된다. 1분기 실적 부진에 대한 부분은 이미 주가에 반영됐다고 판단된다.

애플의 패널 공급 업체 이원화 가능성 높다

2019년 OLED 전방 수요 확장에 따른 수혜가 전망된다. 1) 높은 패널 가격에 대한 부담으로 삼성디스플레이 의존도를 낮추고 싶어하는 애플의 니즈와 수율 상승이 이뤄지고 있는 LG디스플레이 및 BOE의 상황이 맞물리며 두 2nd-Tier 패널 업체를 모두 고객사로 갖고 있는 실리콘웍스의 수혜가 확실시 된다. 2) 특히 BOE의 경우 화웨이 등 중국 세트 업체들의 Flexible OLED 패널 수요가 가파르게 증가할 것으로 전망되며 이 과정에서 BOE의 하이엔드 Flexible OLED 패널 시장 점유율 50%를 차지하고 있는 실리콘웍스의 수혜가 전망된다. 3) 중국 가전하향 정책 등 영향으로 중국 내 세트 업체들의 UHD 패널 수요가 증가할 것으로 판단되며, 이 과정에서 중국 패널 업체향 구동칩 패키지 단가 상승에 따른 수혜가 전망된다. 이에 따라 전사 매출대비 OLED 제품 매출 비중은 2018년 27%, 2019년 38%, 2020년 48%로 증가하며 기업가치 상승을 견인할 것으로 판단된다.

2020년 실적 기준 8배, Novatek Value까지 상승 여력 충분

실리콘웍스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 62,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 Fwd 추정 EPS에 경쟁업체인 대만 Novatek의 12M Fwd P/E 15배를 적용하였다. OLED 전방 수요 확장 및 투자 싸이클이 재개되는 현 상황에서 추세적인 상승세가 장기간 이어질 것으로 전망한다.

Update

BUY

| TP(12M): 62,000원 | CP(4월 17일): 50,600원

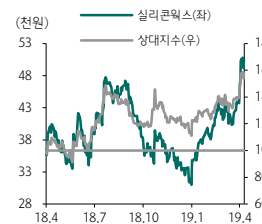
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	766.89
52주 최고/최저(원)	50,800/31,000
시가총액(십억원)	823.0
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	16,264.3
60일 평균 거래량(천주)	108.1
60일 평균 거래대금(십억원)	4.6
19년 배당금(예상, 원)	830
19년 배당수익률(예상, %)	1.64
외국인지분율(%)	38.76
주요주주 지분율(%)	
LG 외 2인	33.22
Templeton Asset Management, Ltd. 외 3인	6.40
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.1 17.3 (14.9)
상대	(1.4) 19.4 (6.0)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	25,189.1	26,703.6
영업이익(십억원)	24.0	518.3
순이익(십억원)	(85.3)	296.9
EPS(원)	(187)	771
BPS(원)	38,572	39,037

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	610.0	692.8	791.8	914.2	1,106.2
영업이익	십억원	50.6	45.5	55.8	70.2	115.8
세전이익	십억원	58.0	48.4	59.2	74.4	120.9
순이익	십억원	50.7	47.1	49.0	59.5	96.9
EPS	원	3,116	2,894	3,010	3,658	5,958
증감률	%	4.6	(7.1)	4.0	21.5	62.9
PER	배	8.92	18.28	11.16	13.83	8.49
PBR	배	1.19	2.09	1.22	1.67	1.43
EV/EBITDA	배	3.14	11.49	5.02	7.14	4.07
ROE	%	13.92	11.87	11.40	12.67	18.14
BPS	원	23,406	25,345	27,460	30,287	35,416
DPS	원	900	700	830	830	830



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

중국 Flexible OLED 패널 및 UHD 패널 수요 증가 전망

양수겸장 실리콘웍스

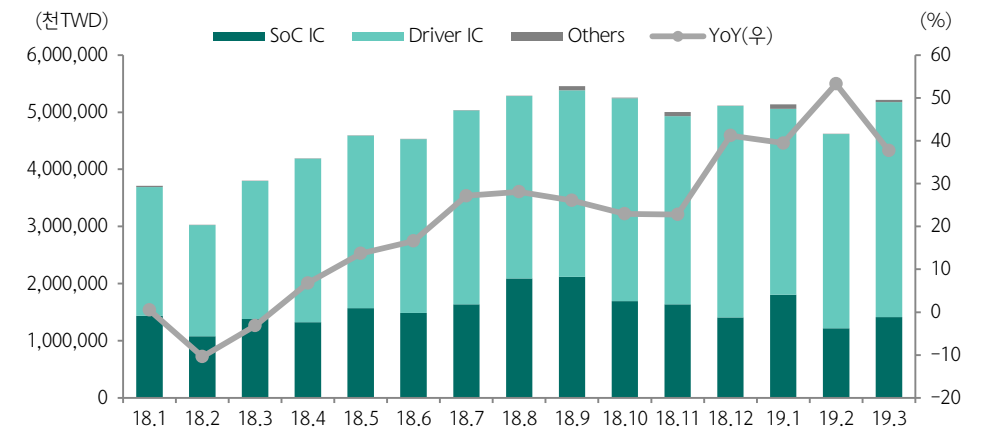
최근 Flexible OLED 패널 시장의 화두는 애플향 OLED 패널 2nd-Vendor로 LGD, BOE 진입 여부다. 두 업체 모두 들어갈 수도 한 업체가 의미있는 물량을 선점할 수도 있다. 실리콘웍스 입장에서는 양수겸장이다. LGD 시장 독점, BOE 시장 하이엔드 칩 점유율 50%를 차지하고 있다.

만약 애플이 2nd-Vendor 두 업체 혹은 한 업체에게 연간 2천만대 정도의 물량을 할당할 경우 실리콘웍스 입장에서는 최소 500억원에서 최대 1,000억원 수준까지 매출 증가가 가능하다. Flexible OLED 기준 애플 비즈니스 만으로 이 정도 수준의 매출 증가가 가능하며 이 외 중국 UHD 패널 및 기타 스마트폰 업체 Flexible OLED 패널 수요 증가까지 감안하면 매출 증가 속도는 더욱 가팔라질 전망이다.

한편, 중국 가전하향 정책 등 영향으로 중국 내 세트 업체들의 UHD 패널 수요가 증가할 것으로 판단되며, 이 과정에서 중국 패널 업체향 구동칩 패키지 단가 상승에 따른 수혜가 전망된다. 실제로 중국 내 UHD 패널 비중이 증가하면서 노바텍 월별 매출 증가 속도 역시 가파르다(그림1 참조).

그림 1. Novatek 월별 실적 추이

중국 UHD 패널 수요 및 Flexible OLED 패널 수요 증가로 Novatek 월별 매출 증가
중국 내 점유율 비슷한 수준인 실리콘웍스 수혜 전망



자료: 하나금융투자

표 1. 글로벌 Flexible OLED CAPA 추이 및 전망

(단위 : K/월)

	2019F	2020F	2021F	2022F
삼성디스플레이	165	165	180	195
LG디스플레이	30	30	30	30
BOE	90	135	135	180
Others	15	30	45	75
Total	300	360	390	480

자료: 하나금융투자

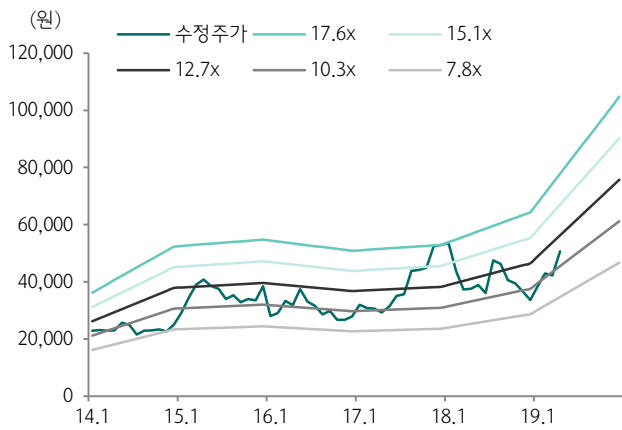
표 2. 실리콘웍스 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020
매출	162.2	179.7	213.9	236.0	194.2	196.7	251.7	271.5	692.8	791.8	914.2	1,106.2
OLED TV	20.6	26.5	35.1	35.7	30.2	29.3	37.8	52.8	64.7	117.9	150.0	233.7
OLED Mobile	4.5	8.9	21.2	33.6	16.9	21.3	63.9	64.5	24.9	68.2	166.6	262.6
OLED 기타	3.5	4.5	6.7	15.9	8.3	8.8	8.6	8.4	28.0	30.6	34.1	32.0
LCD TV	44.8	46.5	50.0	53.7	47.3	46.7	48.6	49.8	186.4	194.9	192.4	197.8
LCD 기타	88.7	93.3	101.0	97.2	91.6	90.7	92.8	96.1	388.7	380.2	371.1	380.0
YoY	2%	17%	18%	18%	20%	9%	18%	15%	14%	14%	15%	21%
OLED TV	75%	82%	109%	66%	46%	11%	7%	48%	82%	82%	27%	56%
OLED Mobile	27%	645%	433%	107%	276%	140%	201%	92%	273%	174%	144%	58%
OLED 기타	-51%	0%	-26%	116%	138%	93%	29%	-47%	-2%	9%	11%	-6%
LCD TV	-8%	2%	13%	11%	6%	0%	-3%	-7%	-4%	5%	-1%	3%
LCD 기타	2%	6%	-5%	-9%	3%	-3%	-8%	-1%	13%	-2%	-2%	2%
수익성												
영업이익	3.2	10.5	21.3	20.9	3.8	14.1	24.6	27.7	45.5	55.8	70.2	115.8
영업이익률	2%	6%	10%	9%	2%	7%	10%	10%	7%	7%	8%	10%

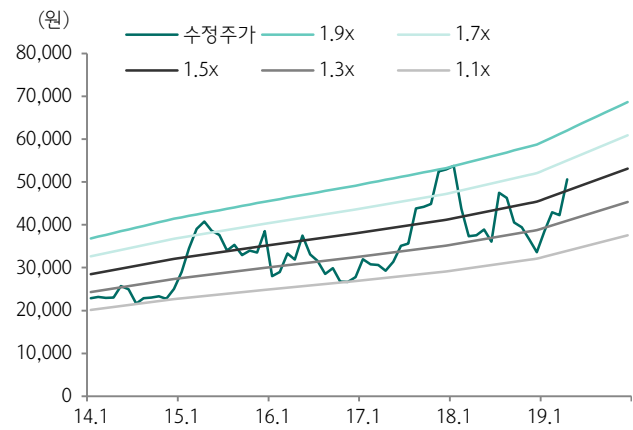
자료: 하나금융투자

그림 3. 실리콘웍스 12MF P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 실리콘웍스 12MF P/B 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

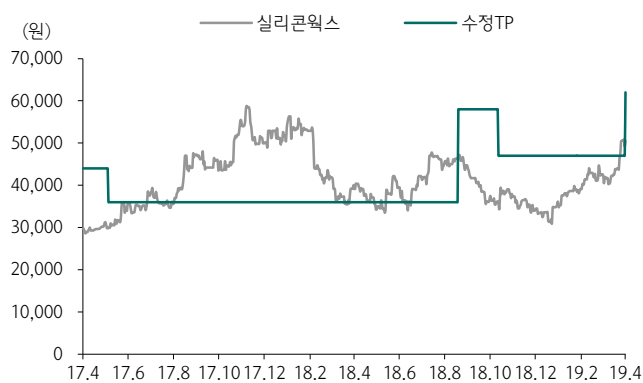
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	610.0	692.8	791.8	914.2	1,106.2
매출원가	479.7	540.4	598.2	675.9	800.9
매출총이익	130.3	152.4	193.6	238.3	305.3
판매비	79.8	106.9	137.9	168.1	189.5
영업이익	50.6	45.5	55.8	70.2	115.8
금융손익	7.5	3.7	3.5	4.2	5.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	(0.8)	(0.0)	0.0	0.0
세전이익	58.0	48.4	59.2	74.4	120.9
법인세	7.3	1.3	10.3	14.9	24.0
계속사업이익	50.7	47.1	49.0	59.5	96.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.7	47.1	49.0	59.5	96.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	50.7	47.1	49.0	59.5	96.9
지배주주지분포괄이익	49.4	46.2	47.4	59.5	96.9
NOPAT	44.2	44.3	46.1	56.2	92.9
EBITDA	60.2	50.9	64.4	79.8	123.4
성장성(%)					
매출액증가율	13.8	13.6	14.3	15.5	21.0
NOPAT증가율	(1.8)	0.2	4.1	21.9	65.3
EBITDA증가율	(14.2)	(15.4)	26.5	23.9	54.6
영업이익증가율	(9.5)	(10.1)	22.6	25.8	65.0
(지배주주)순이익증가율	4.5	(7.1)	4.0	21.4	62.9
EPS증가율	4.6	(7.1)	4.0	21.5	62.9
수익성(%)					
매출총이익률	21.4	22.0	24.5	26.1	27.6
EBITDA이익률	9.9	7.3	8.1	8.7	11.2
영업이익률	8.3	6.6	7.0	7.7	10.5
계속사업이익률	8.3	6.8	6.2	6.5	8.8
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	3,116	2,894	3,010	3,658	5,958
BPS	23,406	25,345	27,460	30,287	35,416
CFPS	4,405	3,420	4,329	4,905	7,588
EBITDAPS	3,701	3,132	3,957	4,905	7,588
SPS	37,508	42,594	48,684	56,209	68,016
DPS	900	700	830	830	830
주가지표(배)					
PER	8.9	18.3	11.2	13.8	8.5
PBR	1.2	2.1	1.2	1.7	1.4
PCFR	6.3	15.5	7.8	10.3	6.7
EV/EBITDA	3.1	11.5	5.0	7.1	4.1
PSR	0.7	1.2	0.7	0.9	0.7
재무비율(%)					
ROE	13.9	11.9	11.4	12.7	18.1
ROA	10.7	9.1	8.5	9.3	13.3
ROIC	35.2	34.2	25.7	23.8	36.7
부채비율	27.7	32.0	36.0	37.3	35.9
순부채비율	(69.1)	(66.7)	(50.0)	(51.5)	(55.6)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
유동자산	440.5	497.7	508.2	581.5	691.6
금융자산	263.0	274.9	223.1	253.6	320.1
현금성자산	262.9	74.7	222.5	252.9	319.4
매출채권 등	111.5	141.4	160.4	184.6	209.1
재고자산	58.3	61.0	104.1	119.8	135.7
기타유동자산	7.7	20.4	20.6	23.5	26.7
비유동자산	45.5	46.5	99.4	94.7	91.0
투자자산	3.7	4.8	10.2	10.5	11.9
금융자산	3.7	4.8	4.7	5.5	6.2
유형자산	15.3	15.2	23.0	23.2	22.5
무형자산	17.1	17.7	56.9	51.5	47.2
기타비유동자산	9.4	8.8	9.3	9.5	9.4
자산총계	486.0	544.3	607.6	676.2	782.6
유동부채	100.3	129.4	155.2	177.0	199.1
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	87.6	121.1	135.3	155.7	176.4
기타유동부채	12.7	8.3	19.9	21.3	22.7
비유동부채	5.0	2.7	5.7	6.6	7.5
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	5.0	2.7	5.7	6.6	7.5
부채총계	105.3	132.1	160.9	183.6	206.6
지배주주지분	380.7	412.2	446.6	492.6	576.0
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	76.3	76.3	76.3	76.3	76.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.5	1.6	(0.5)	(0.5)	(0.5)
이익잉여금	294.7	326.1	362.6	408.6	492.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	380.7	412.2	446.6	492.6	576.0
순금융부채	(263.0)	(274.9)	(223.1)	(253.6)	(320.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	49.0	32.5	27.4	48.8	83.9
당기순이익	50.7	47.1	49.0	59.5	96.9
조정	15.3	0.2	28.1	9.6	7.6
감가상각비	9.6	5.4	8.6	9.6	7.6
외환거래손익	0.3	0.3	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타	5.4	(5.5)	19.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(17.0)	(14.8)	(49.7)	(20.3)	(20.6)
투자활동 현금흐름	0.6	(205.9)	131.8	(4.9)	(3.9)
투자자산감소(증가)	2.4	(1.1)	(5.4)	(0.4)	(1.4)
유형자산감소(증가)	(3.2)	(2.7)	(11.4)	(4.5)	(2.5)
기타	1.4	(202.1)	148.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(16.3)	(14.6)	(11.4)	(13.5)	(13.5)
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(16.3)	(14.6)	(11.4)	(13.5)	(13.5)
현금의 증감	33.4	(188.2)	147.8	30.3	66.5
Unlevered CFO	71.6	55.6	70.4	79.8	123.4
Free Cash Flow	45.8	29.5	15.0	44.3	81.4

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

실리콘웍스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.18	BUY	62,000		
18.10.29	BUY	47,000	-17.80%	8.09%
18.9.5	Analyst Change	58,000	-30.53%	-
17.5.22	BUY	36,000	18.52%	63.33%
17.2.26	BUY	44,000	-31.23%	-26.59%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	7.6%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 4월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 04월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.