



하나금융그룹

2019년 5월 15일 | Equity Research

실리콘웍스 (108320)

중국 UHD 패널 수요 증가

1Q19 Review : 인건비 증가에 따른 수익성 훼손

실리콘웍스 1분기 실적은 매출 1,774억원(YoY +9%, QoQ -25%), 영업이익 18억원(YoY -44%, QoQ -92%)으로 컨센서스를 하회했다. 1) 직군별 임금체계 개편 과정에서 인건비가 상승하며 판관비가 전분기대비 약 38억원 증가했고, 2) POLED 관련한 재고평가손실이 일부 반영된 것이 수익성 훼손의 주 원인인 것으로 추정된다. 3) 다만 BOE의 UHD LCD TV패널향 DDI 판매 증가로 중국 매출이 증가하며 전년동기대비 매출 성장세를 이어갔다.

2019년 성장의 두축 : 중국 UHD TV 패널 및 모바일 OLED

2019년 실적은 매출 8,943억원(YoY +13%), 영업이익 601억원(YoY +8%)로 견조한 성장이 전망된다. 1) 중국 BOE의 UHD LCD TV 패널 판매 대수가 전년 대비 20% 이상 증가하면서 관련 DDI 칩 시장 내 점유율 20% 보유하고 있는 실리콘웍스 수혜가 전망되며, 2) Huawei의 Flexible OLED 패널 수요 증가로 인한 BOE의 패널 출하 증가 과정에서 관련 시장 내 점유율 30% 이상 예상되는 동사 수혜가 증가할 것으로 판단된다. 3) 한편, 하나금융투자는 LG디스플레이가 애플향 Flexible OLED 패널 2nd-Vendor로 진입할 가능성 높다고 판단되며 실리콘웍스가 LG디스플레이 모바일 OLED DDI 칩 시장 독점하고 있다는 측면에서 수혜가 확대될 것으로 전망된다.

Novatek 상승세 지속, 실리콘웍스도 동반 상승 전망

실리콘웍스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 62,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target PER 15배 (대만 경쟁사 Novatek 최근 2년 평균 PER)를 적용하였다. Novatek이 BOE의 B7 모바일 OLED 라인 초기 DDI 물량을 독점하며 월별 실적 및 주가가 가파르게 상승하는 가운데, BOE B7, B11 라인이 모두 본격 가동되는 하반기에는 Novatek과 실리콘웍스가 BOE DDI 시장을 양분하며 동반 수혜가 전망된다. 이에 따라 Novatek과의 주가 및 Valuation Gap이 메워지며 실리콘웍스 역시 주가 상승 추세 재개할 것으로 전망한다.

Update

BUY

| TP(12M): 62,000원 | CP(5월 14일): 45,550원

| Key Data | | Consensus Data | |
|--|------------------|----------------|---------------|
| | | 2019 | 2020 |
| KOSDAQ 지수 (pt) | 710.16 | | |
| 52주 최고/최저(원) | 50,800/31,000 | 매출액(십억원) | 923.2 1,107.7 |
| 시가총액(십억원) | 740.8 | 영업이익(십억원) | 76.6 101.4 |
| 시가총액비중(%) | 0.30 | 순이익(십억원) | 65.0 86.4 |
| 발행주식수(천주) | 16,264.3 | EPS(원) | 4,002 5,305 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 120.3 | BPS(원) | 30,652 35,132 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 5.4 | | |
| 19년 배당금(예상,원) | 830 | | |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 1.82 | | |
| 외국인지분율(%) | 39.25 | | |
| 주요주주 지분율(%) | | | |
| LG 외 2 인 | 33.22 | | |
| Templeton Asset Management, Ltd. 외 3 인 | 6.40 | | |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M | | |
| 절대 | (10.0) 23.3 27.9 | | |
| 상대 | (2.7) 16.6 54.7 | | |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 692.8 | 791.8 | 894.3 | 1,168.0 | 1,238.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 45.5 | 55.8 | 60.1 | 110.9 | 126.4 |
| 세전이익 | 십억원 | 48.4 | 59.2 | 64.2 | 115.8 | 132.6 |
| 순이익 | 십억원 | 47.1 | 49.0 | 51.3 | 92.8 | 106.2 |
| EPS | 원 | 2,894 | 3,010 | 3,156 | 5,706 | 6,530 |
| 증감률 | % | (7.1) | 4.0 | 4.9 | 80.8 | 14.4 |
| PER | 배 | 18.28 | 11.16 | 14.43 | 7.98 | 6.98 |
| PBR | 배 | 2.09 | 1.22 | 1.53 | 1.31 | 1.15 |
| EV/EBITDA | 배 | 11.49 | 5.02 | 7.08 | 3.75 | 2.91 |
| ROE | % | 11.87 | 11.40 | 11.03 | 17.71 | 17.60 |
| BPS | 원 | 25,345 | 27,460 | 29,786 | 34,662 | 39,532 |
| DPS | 원 | 700 | 830 | 830 | 830 | 830 |



Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

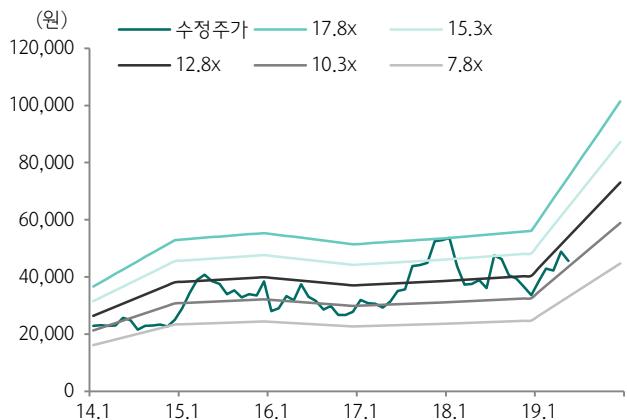
표 1. 실리콘웍스 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 매출 | 162.2 | 179.7 | 213.9 | 236.0 | 177.4 | 195.4 | 253.2 | 268.3 | 692.8 | 791.8 | 894.3 | 1,168.0 |
| 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 | 6.1 | 7.7 | 52.5 | 47.3 | 24.9 | 68.2 | 113.7 | 266.4 |
| OLED 기타 | 3.5 | 4.5 | 6.7 | 15.9 | 12.1 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 28.0 | 30.6 | 51.2 | 50.2 |
| LCD TV | 44.8 | 46.5 | 50.0 | 53.7 | 51.2 | 54.7 | 57.0 | 59.2 | 186.4 | 194.9 | 222.2 | 242.3 |
| LCD 기타 | 88.7 | 93.3 | 101.0 | 97.2 | 77.7 | 90.7 | 92.8 | 96.1 | 388.7 | 380.2 | 357.3 | 375.4 |
| YoY | 2% | 17% | 18% | 18% | 9% | 9% | 18% | 14% | 14% | 14% | 13% | 31% |
| OLED TV | 75% | 82% | 109% | 66% | 46% | 11% | 7% | 48% | 82% | 82% | 27% | 56% |
| OLED Mobile | 27% | 645% | 433% | 107% | 36% | -13% | 148% | 41% | 273% | 174% | 67% | 134% |
| OLED 기타 | -51% | 0% | -26% | 116% | 246% | 187% | 96% | -18% | -2% | 9% | 68% | -2% |
| LCD TV | -8% | 2% | 13% | 11% | 14% | 18% | 14% | 10% | -4% | 5% | 14% | 9% |
| LCD 기타 | 2% | 6% | -5% | -9% | -12% | -3% | -8% | -1% | 13% | -2% | -6% | 5% |
| 수익성 | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 3.2 | 10.5 | 21.3 | 20.9 | 1.8 | 7.4 | 24.3 | 26.7 | 45.5 | 55.8 | 60.1 | 110.9 |
| 영업이익률 | 2.0% | 5.9% | 9.9% | 8.8% | 1.0% | 3.8% | 9.6% | 9.9% | 6.6% | 7.0% | 6.7% | 9.5% |

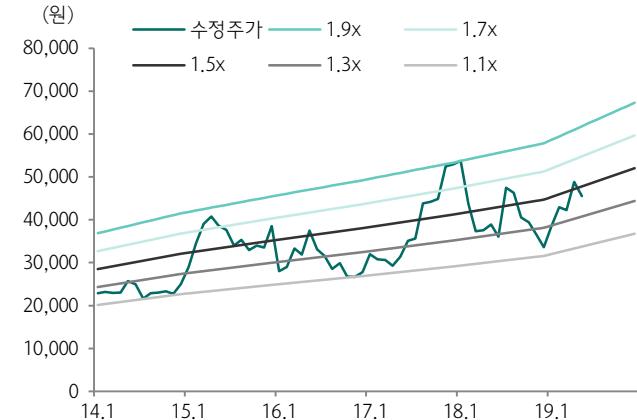
자료: 하나금융투자

그림 1. 실리콘웍스 12MF P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 실리콘웍스 12MF P/B 추이



자료: 하나금융투자

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

추정 재무제표

손익계산서

| | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 692.8 | 791.8 | 894.3 | 1,168.0 | 1,238.2 |
| 매출원가 | 540.4 | 598.2 | 675.0 | 858.4 | 901.6 |
| 매출총이익 | 152.4 | 193.6 | 219.3 | 309.6 | 336.6 |
| 판관비 | 106.9 | 137.9 | 159.2 | 198.7 | 210.2 |
| 영업이익 | 45.5 | 55.8 | 60.1 | 110.9 | 126.4 |
| 금융순익 | 3.7 | 3.5 | 4.1 | 4.9 | 6.1 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (0.8) | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 48.4 | 59.2 | 64.2 | 115.8 | 132.6 |
| 법인세 | 1.3 | 10.3 | 12.9 | 23.0 | 26.4 |
| 계속사업이익 | 47.1 | 49.0 | 51.3 | 92.8 | 106.2 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 47.1 | 49.0 | 51.3 | 92.8 | 106.2 |
| 비지배주주지분 | | | | | |
| 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 47.1 | 49.0 | 51.3 | 92.8 | 106.2 |
| 지배주주지분포괄이익 | 46.2 | 47.4 | 51.3 | 92.8 | 106.2 |
| NOPAT | 44.3 | 46.1 | 48.0 | 88.9 | 101.3 |
| EBITDA | 50.9 | 64.4 | 69.7 | 118.5 | 132.5 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 13.6 | 14.3 | 12.9 | 30.6 | 6.0 |
| NOPAT증가율 | 0.2 | 4.1 | 4.1 | 85.2 | 13.9 |
| EBITDA증가율 | (15.4) | 26.5 | 8.2 | 70.0 | 11.8 |
| 영업이익증가율 | (10.1) | 22.6 | 7.7 | 84.5 | 14.0 |
| (지배주주)순이익증가율 | (7.1) | 4.0 | 4.7 | 80.9 | 14.4 |
| EPS증가율 | (7.1) | 4.0 | 4.9 | 80.8 | 14.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 22.0 | 24.5 | 24.5 | 26.5 | 27.2 |
| EBITDA이익률 | 7.3 | 8.1 | 7.8 | 10.1 | 10.7 |
| 영업이익률 | 6.6 | 7.0 | 6.7 | 9.5 | 10.2 |
| 계속사업이익률 | 6.8 | 6.2 | 5.7 | 7.9 | 8.6 |

투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,894 | 3,010 | 3,156 | 5,706 | 6,530 |
| BPS | 25,345 | 27,460 | 29,786 | 34,662 | 39,532 |
| CFPS | 3,420 | 4,329 | 4,285 | 7,284 | 8,144 |
| EBITDAPS | 3,132 | 3,957 | 4,285 | 7,284 | 8,144 |
| SPS | 42,594 | 48,684 | 54,985 | 71,816 | 76,132 |
| DPS | 700 | 830 | 830 | 830 | 830 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 18.3 | 11.2 | 14.4 | 8.0 | 7.0 |
| PBR | 2.1 | 1.2 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| PCFR | 15.5 | 7.8 | 10.6 | 6.3 | 5.6 |
| EV/EBITDA | 11.5 | 5.0 | 7.1 | 3.8 | 2.9 |
| PSR | 1.2 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.6 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 11.9 | 11.4 | 11.0 | 17.7 | 17.6 |
| ROA | 9.1 | 8.5 | 8.1 | 12.8 | 12.7 |
| ROIC | 34.2 | 25.7 | 20.4 | 34.5 | 35.8 |
| 부채비율 | 32.0 | 36.0 | 37.5 | 38.8 | 37.8 |
| 순부채비율 | (66.7) | (50.0) | (51.1) | (52.5) | (55.2) |
| 이자보상배율(배) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

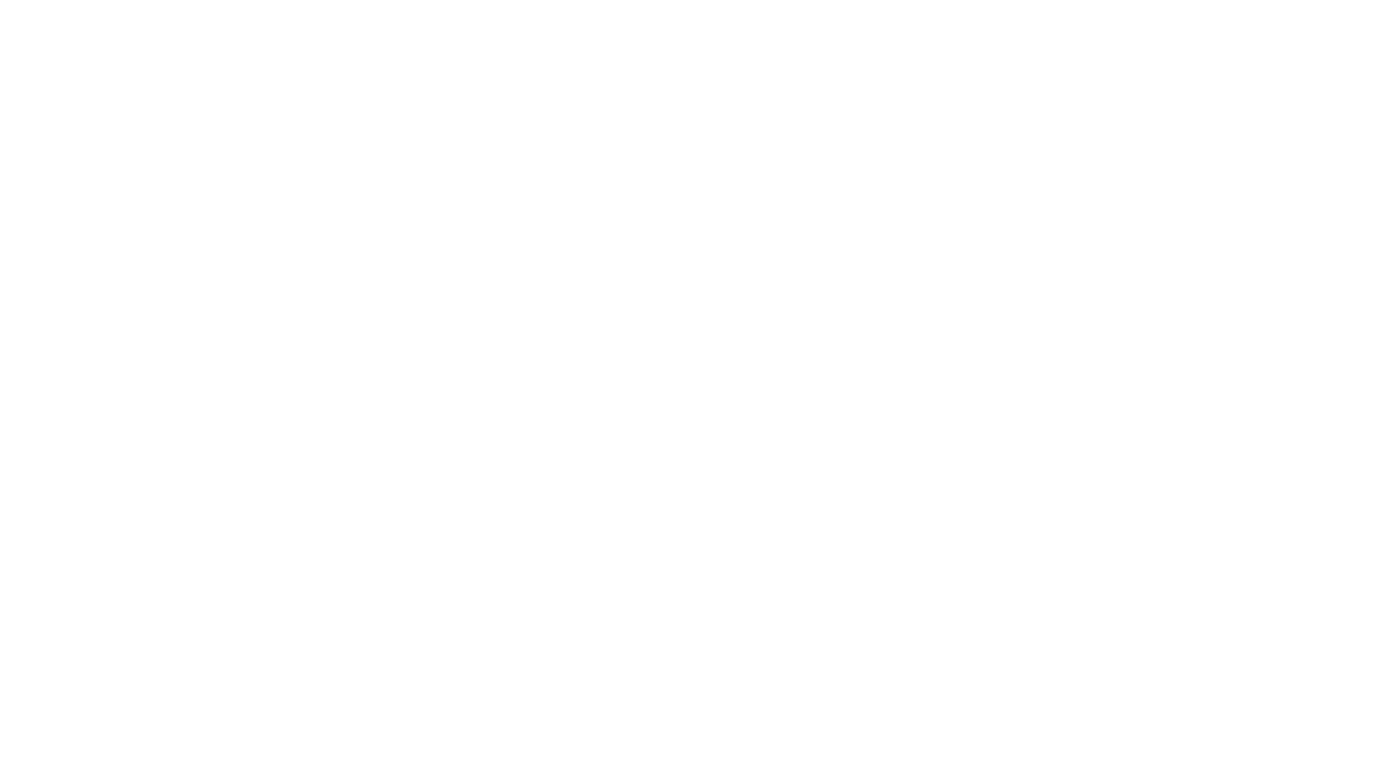
자료: 하나금융투자

대차대조표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 497.7 | 508.2 | 571.4 | 690.7 | 795.9 |
| 금융자산 | 274.9 | 223.1 | 247.4 | 296.2 | 355.1 |
| 현금성자산 | 74.7 | 222.5 | 246.7 | 295.5 | 354.3 |
| 매출채권 등 | 141.4 | 160.4 | 182.4 | 222.0 | 248.1 |
| 재고자산 | 61.0 | 104.1 | 118.3 | 144.0 | 161.0 |
| 기타유동자산 | 20.4 | 20.6 | 23.3 | 28.5 | 31.7 |
| 비유동자산 | 46.5 | 99.4 | 94.6 | 91.7 | 90.2 |
| 투자자산 | 4.8 | 10.2 | 10.4 | 12.7 | 14.2 |
| 금융자산 | 4.8 | 4.7 | 5.4 | 6.6 | 7.3 |
| 유형자산 | 15.2 | 23.0 | 23.2 | 22.5 | 23.1 |
| 무형자산 | 17.7 | 56.9 | 51.5 | 47.2 | 43.6 |
| 기타비유동자산 | 8.8 | 9.3 | 9.5 | 9.3 | 9.3 |
| 자산총계 | 544.3 | 607.6 | 666.0 | 782.4 | 886.1 |
| 유동부채 | 129.4 | 155.2 | 175.0 | 210.7 | 234.3 |
| 금융부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무 등 | 121.1 | 135.3 | 153.8 | 187.3 | 209.3 |
| 기타유동부채 | 8.3 | 19.9 | 21.2 | 23.4 | 25.0 |
| 비유동부채 | 2.7 | 5.7 | 6.5 | 7.9 | 8.8 |
| 금융부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타비유동부채 | 2.7 | 5.7 | 6.5 | 7.9 | 8.8 |
| 부채총계 | 132.1 | 160.9 | 181.5 | 218.7 | 243.1 |
| 지배주주지분 | 412.2 | 446.6 | 484.5 | 563.8 | 643.0 |
| 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 | 1.6 | (0.5) | (0.5) | (0.5) | (0.5) |
| 이익잉여금 | 326.1 | 362.6 | 400.5 | 479.8 | 559.0 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 412.2 | 446.6 | 484.5 | 563.8 | 643.0 |
| 순금융부채 | (274.9) | (223.1) | (247.4) | (296.2) | (355.1) |

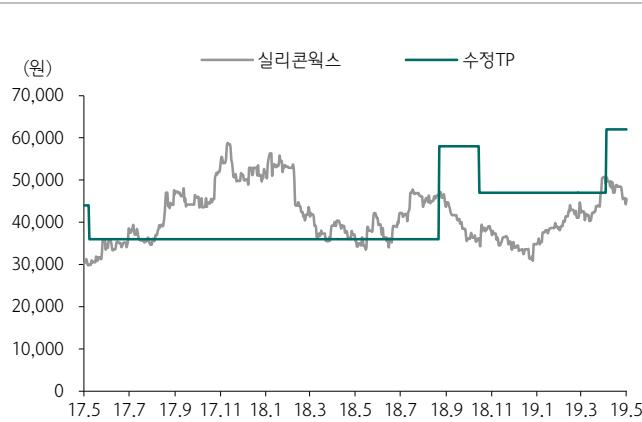
현금흐름표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 32.5 | 27.4 | 42.5 | 67.1 | 90.3 |
| 당기순이익 | 47.1 | 49.0 | 51.3 | 92.8 | 106.2 |
| 조정 | 0.2 | 28.1 | 9.6 | 7.6 | 6.0 |
| 감가상각비 | 5.4 | 8.6 | 9.6 | 7.6 | 6.0 |
| 외환거래손익 | 0.3 | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (5.5) | 19.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동자산부채변동 | (14.8) | (49.7) | (18.4) | (33.3) | (21.9) |
| 투자활동 현금흐름 | (205.9) | 131.8 | (4.8) | (4.8) | (4.6) |
| 투자자산감소(증가) | (1.1) | (5.4) | (0.2) | (2.3) | (1.5) |
| 유형자산감소(증가) | (2.7) | (11.4) | (4.5) | (2.5) | (3.0) |
| 기타 | (202.1) | 148.6 | (0.1) | 0.0 | (0.1) |
| 재무활동 현금흐름 | (14.6) | (11.4) | (13.5) | (13.5) | (27.0) |
| 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 | (14.6) | (11.4) | (13.5) | (13.5) | (27.0) |
| 현금의 증감 | (188.2) | 147.8 | 24.2 | 48.8 | 58.7 |
| Unlevered CFO | 55.6 | 70.4 | 69.7 | 118.5 | 132.5 |
| Free Cash Flow | 29.5 | 15.0 | 38.0 | 64.6 | 87.3 |



투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

실리콘웍스



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|----------|----------------|--------|---------|---------|
| | | | 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
- Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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 | 91.7% | 7.7% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 05월 15일 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.

