

실리콘웍스 (108320)

Silicon Works, profit works

구조적 성장 기업의 교과서

실리콘웍스(이하 동사)의 1분기 실적은 매출액 1,774억원(YoY +9.4%), 영업이익 17억원(YoY -44.8%)을 기록하며 컨센서스를 하회하였다. 주된 원인은 인건비 상승에 따른 판관비 부담이며, 시장이 기대한 불용재고 비용처리는 2분기에 이뤄질 것으로 보인다. 이에 따라, 2분기 실적까지는 잠깐 쉬어가는 추세를 보일 것으로 예상되며, 올해 연간 매출액은 9,053억원(YoY +14.3%), 매출액 664억원(YoY +19.1%)을 예상한다. 비용 부담이 1분기가 아니라 2분기로 지연되었다고 해서 주가가 조정 받을 경우, 항상 그래왔듯 구조적 성장이 가능한 기업에게 단기 실적 부진에 따른 주가 조정은 저점 매수 기회로 판단된다.

2020년 성장 그림은 너무나 명확

2020년은 1) LGD의 애플물량 진입이 본격화되며, 2) BOE의 B11 CAPA가 본격 가동되면서 6G POLED CAPA를 100K/월 수준까지 확보하게 되고, 3) LGD WOLED 출하량이 급증('18~'20 270만대 → 410만대 → 700만대)하는 해가 될 것으로 보인다. 나아가, 2020년은 애플이 전모델에 OLED를 탑재하는 해로, POLED 시장 규모 확장이 본격적으로 진행될 것으로 보인다.

이러한 상황에서, POLED D-IC 생산 기업은 삼성 시스템LSI, 대만 노바텍, 그리고 동사까지 총 3개 업체에 불과하며, 시스템LSI가 삼성향에 집중할 때 동사는 LGD 물량을 독점하면서 BOE향으로까지 영역을 확장할 것으로 보인다. SDC의 POLED MS가 2020년 75%, 2021년 62%까지 하락하게 되는데, 이러한 SDC의 POLED MS 축소는 곧, 동사에게 우호적 환경으로 조성될 수밖에 없다. 또한 중화권 BOE, CSOT, Sharp의 10.5G LCD 가동밸리에 따른 수혜도 입고 있는 상황이기에 때문에, 현 디스플레이 업황 변화의 화살표가 동사에게 긍정적인 방향으로 진행되고 있다. 수익성 측면에서도 이제는 어느 정도 애플향 D-IC 재고 관리 등을 통한 비용 관리가 가능해질 것으로 추정된다. 무엇보다 2020년은 OLED 매출 비중이 50%까지 상승하면서 이익률 개선이 올해 대비 나아질 수밖에 없다는 점에서, 2020년 실적은 매출액 1.1조원(YoY +24.2%), 영업이익 921억원(YoY +38.7%), OPM 8.2%로 추정한다.

당사는 BOE의 POLED 출하 물량을 올해 1,350만대, 20년 3,900만대, 21년 8,600만대로 추정하며(작년 330만대), 동사가 내년 BOE향으로 최소 1,000만대의 D-IC 확보가 가능할 것으로 추정한다. LGD의 전체 POLED 출하는 올해 900만대, 20년 2,470만대, 21년 약 4,500만대 수준으로 추정한다. (작년 750만대) WOLED 출하는 올해 410만대, 20년 700만대, 21년 1,000만대 수준으로 예상된다.

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	57,000원 (M)
현재주가 (5/21)	40,850원
상승여력	40%

시가총액	6,644억원
총발행주식수	16,264,300주
60일 평균 거래대금	56억원
60일 평균 거래량	123,202주
52주 고	50,800원
52주 저	31,000원
외인지분율	38.73%
주요주주	LG 외 2 인 33.22%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.7)	(1.3)	18.2
상대	(10.9)	4.7	46.6
절대(달려환산)	(21.7)	(7.0)	7.5

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,878	4.5	5.9	1,992	-5.7
영업이익	66	-37.7	271.8	105	-37.6
세전계속사업이익	81	-24.8	149.4	117	-31.0
지배순이익	62	-29.7	115.2	96	-35.7
영업이익률 (%)	3.5	-2.4 %pt	+2.5 %pt	5.3	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	3.3	-1.6 %pt	+1.7 %pt	4.8	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	6,928	7,918	9,053	11,244
영업이익	455	558	664	921
지배순이익	471	490	553	767
PER	13.1	13.7	12.0	8.6
PBR	1.5	1.5	1.4	0.9
EV/EBITDA	6.7	7.0	5.5	4.1
ROE	11.9	11.4	11.8	14.7

자료: 유안타증권

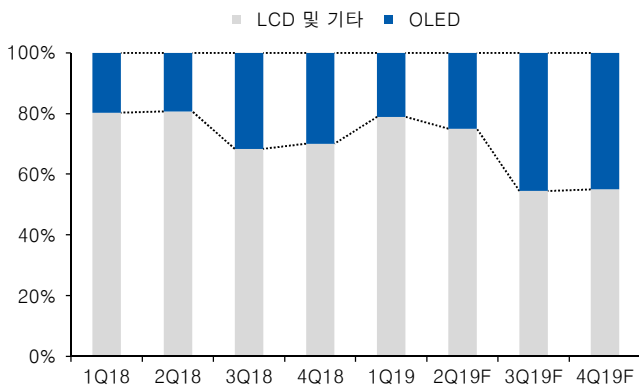
[표 1] 실리콘웍스 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,622	1,797	2,139	2,360	1,774	1,878	2,589	2,812	6,928	7,918	9,053	11,244
YoY(%)	2.4%	16.5%	18.5%	18.2%	9.4%	4.5%	21.0%	19.2%	13.6%	14.3%	14.3%	24.2%
LCD 및 기타	1,301	1,450	1,463	1,653	1,399	1,410	1,411	1,546	5,578	5,868	5,767	5,698
OLED	320	347	676	707	374	469	1,178	1,266	1,350	2,050	3,287	5,546
WOLED	273	281	405	407	334	389	615	706	850	1,365	2,044	3,248
POLED	48	67	271	300	40	80	563	560	500	725	1,243	2,298
매출 비중(%)												
LCD 및 기타	80%	81%	68%	70%	79%	75%	55%	55%	81%	74%	64%	51%
OLED	20%	19%	32%	30%	21%	25%	45%	45%	19%	26%	36%	49%
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%	20%
영업이익	32	105	213	209	17	66	293	288	455	558	664	921
YoY(%)	-41.7%	61.5%	38.7%	14.2%	-44.8%	-37.7%	37.9%	38.3%	-10.1%	22.6%	19.1%	38.7%
영업이익률(%)	2.0%	5.9%	9.9%	8.8%	1.0%	3.5%	11.3%	10.3%	6.6%	7.0%	7.3%	8.2%

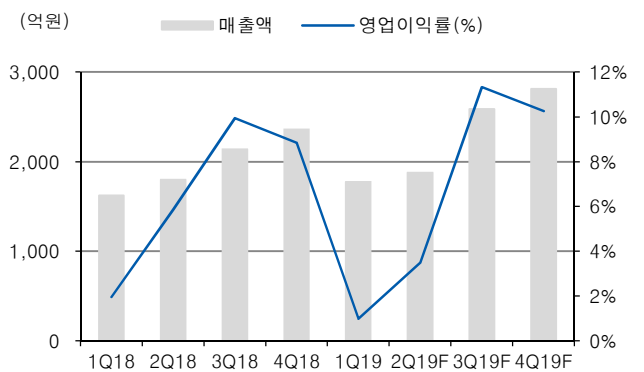
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 실리콘웍스 분기 실적 구성 - OLED 확대 추세 지속



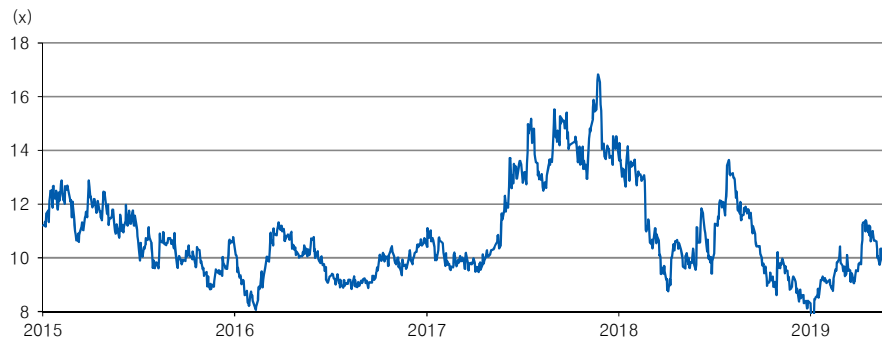
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 실리콘웍스 분기별 실적 추정



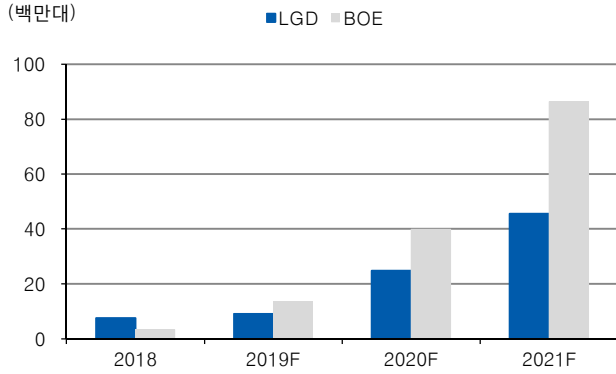
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 실리콘웍스 12M Fwd P/E 추이



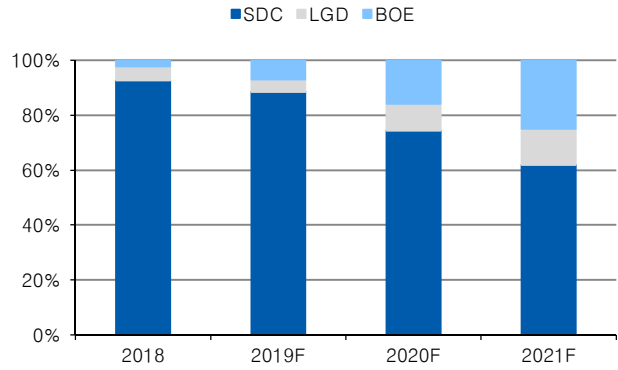
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 0] LGD와 BOE의 POLED 물량 출하 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 0] POLED 시장 출하 물량 분석



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 0] 애플 OLED 판매량 추정 - 총 물량을 1.8억대 수준으로 가정.

(단위: 억대)

2017		2018		2019F		2020F		2021F	
총 판매	2.15	총 판매	2.08	총 판매	1.8	총 판매	1.8	총 판매	1.8
총 OLED	0.27	총 OLED	0.73	총 OLED	0.82	총 OLED	1.1	총 OLED	1.4
신모델 OLED (iPhone X)	0.27	신모델 OLED (XS, XS Max)	0.35	신모델 OLED (5.85", 6.46")"	0.45	신모델 OLED (3개 전모델)	0.6	신모델 OLED (3개 전모델)	0.6
OLED 비중	12.6%	OLED 비중	35.1%	OLED 비중	45.6%	OLED 비중	61.1%	OLED 비중	77.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 0] 애플 POLED 출하량과 공급 벤더 출하 물량 가정 분석

(단위: 억대)

	2018	2019F	2020F	2021F
Apple Total OLED	0.73	0.82	1.10	1.40
SDC	0.73	0.77	0.74	0.73
LGD	-	0.05	0.20	0.40
BOE	-	-	0.16	0.27
(% of Total)				
SDC	100%	94%	67%	52%
LGD	0%	6%	18%	29%
BOE	0%	0%	15%	19%

자료: 유안타증권 리서치센터

실리콘웍스 (108320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	6,100	6,928	7,918	9,053	11,244
매출원가	4,797	5,404	5,982	6,679	8,285
매출총이익	1,304	1,524	1,937	2,374	2,959
판매비	798	1,069	1,379	1,710	2,037
영업이익	506	455	558	664	921
EBITDA	602	509	644	810	1,040
영업외손익	74	28	34	58	62
외환관련손익	1	9	-4	3	4
이자손익	34	37	41	40	45
관계기업관련손익	0	0	0	-1	-1
기타	39	-18	-2	15	14
법인세비용차감전순이익	580	484	592	722	983
법인세비용	73	13	103	169	216
계속사업순이익	507	471	490	553	767
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	507	471	490	553	767
지배지분순이익	507	471	490	553	767
포괄순이익	494	462	474	557	771
지배지분포괄이익	494	462	474	557	771

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	4,405	4,977	5,082	6,177	7,417
현금및현금성자산	2,629	747	2,225	1,617	1,765
매출채권 및 기타채권	1,115	1,414	1,604	2,337	3,035
재고자산	583	610	1,041	1,424	1,819
비유동자산	455	465	994	957	867
유형자산	153	152	230	235	194
관계기업등 지분관련자산	0	0	44	43	42
기타투자자산	37	48	58	53	53
자산총계	4,860	5,443	6,076	7,134	8,284
유동부채	1,003	1,294	1,552	2,139	2,657
매입채무 및 기타채무	876	1,211	1,353	2,051	2,569
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	50	27	57	110	110
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,053	1,321	1,609	2,249	2,767
지배지분	3,807	4,122	4,466	4,885	5,517
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	763	763	763	763	763
이익잉여금	2,947	3,261	3,626	4,044	4,676
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,807	4,122	4,466	4,885	5,517
순차입금	-2,630	-2,749	-2,231	-2,194	-2,341
총차입금	0	0	0	30	30

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	490	325	274	66	306
당기순이익	507	471	490	553	767
감가상각비	27	29	43	87	71
외환손익	3	3	-1	-3	-4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	1	1
자산부채의 증감	-170	-148	-497	-684	-633
기타현금흐름	124	-29	239	112	103
투자활동 현금흐름	6	-2,059	1,318	-1,017	-418
투자자산	52	3	-32	3	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-32	-30	-124	-48	-30
유형자산 감소	0	3	10	1	0
기타현금흐름	-13	-2,035	1,465	-973	-388
재무활동 현금흐름	-163	-146	-114	-150	-147
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-163	-146	-114	-135	-135
기타현금흐름	0	0	0	-15	-12
연결범위변동 등 기타	0	-1	0	492	407
현금의 증감	334	-1,882	1,478	-608	147
기초 현금	2,295	2,629	747	2,225	1,617
기말 현금	2,629	747	2,225	1,617	1,765
NOPLAT	506	455	558	664	921
FCF	336	319	-75	-78	175

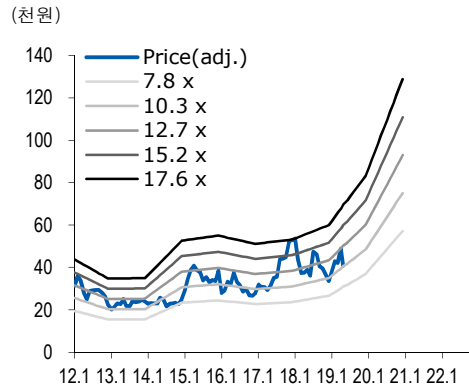
자료: 유안타증권

- 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

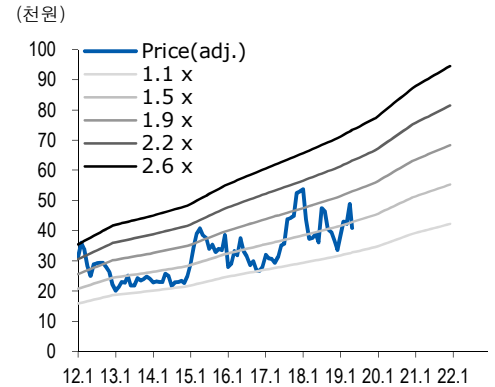
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	3,116	2,894	3,010	3,399	4,715
BPS	23,406	25,345	27,460	30,036	33,921
EBITDAPS	3,701	3,132	3,957	4,982	6,394
SPS	37,508	42,594	48,684	55,664	69,134
DPS	900	700	830	830	830
PER	9.8	13.1	13.7	0.0	0.0
PBR	1.3	1.5	1.5	0.0	0.0
EV/EBITDA	3.9	6.7	7.0	5.5	4.1
PSR	0.8	0.9	0.8	0.0	0.0

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	13.8	13.6	14.3	14.3	24.2
영업이익 증가율 (%)	-9.4	-10.1	22.6	19.1	38.6
지배순이익 증가율 (%)	4.6	-7.1	4.0	12.9	38.7
매출총이익률 (%)	21.4	22.0	24.5	26.2	26.3
영업이익률 (%)	8.3	6.6	7.0	7.3	8.2
지배순이익률 (%)	8.3	6.8	6.2	6.1	6.8
EBITDA 마진 (%)	9.9	7.4	8.1	9.0	9.2
ROIC	40.0	37.6	27.4	21.7	25.4
ROA	10.7	9.1	8.5	8.4	9.9
ROE	13.9	11.9	11.4	11.8	14.7
부채비율 (%)	27.7	32.0	36.0	46.0	50.1
순차입금/자기자본 (%)	-69.1	-66.7	-50.0	-44.9	-42.4
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	1,434.5	1,758.6

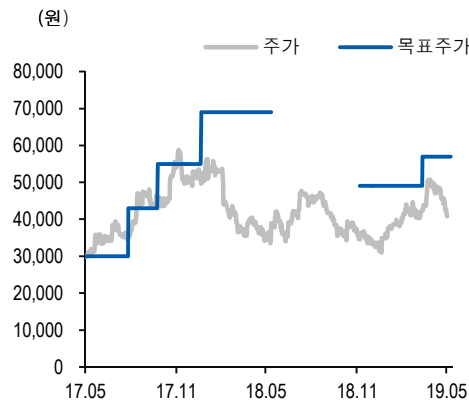
P/E band chart



P/B band chart



실리콘웍스 (108320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과 울	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-22	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: 괴리율 = (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 2019-05-19

※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.