2019년 8월 14일 I Equity Research

# 실리콘웍스 (108320)

## 2020년 실적 기준 PER 6배

### 2Q19 Review : 모바일 OLED 수요 부진 및 인건비 상승

실리콘웍스 2분기 실적은 매출 1,963억원(YoY +9%, QoQ +11%), 영업이익 62억원(YoY -41%, QoQ +253%)으로 컨센서스를 하회했다. 1) 1분기에 이어 2분기에도 POLED 관련한 재고평가손실이 일부 반영된 것으로 추정되며, 2) 2분기 신규 직원 채용 규모가 예상보다 확대되며 판관비가 전분기 대비 약 30억원 증가하며 수익성이 소폭 훼손됐다.

### LG디스플레이 TV 및 모바일 OLED 패널 출하 증가 수혜

2019년 실적은 매출 8,828억원(YoY +11%), 영업이익 564억원(YoY +1%)로 전년 대비 유사한 수준의 실적이 전망된다. 1) 하반기부터 LG디스플레이가 북미 스마트폰 업체 Flexible OLED 패널 2nd-Vendor로 진입하면서 LG디스플레이 모바일 OLED DDI 칩 시장 독점하고 있는 실리콘웍스 수혜가 확대될 전망이다. 2) OLED TV 부문 역시 하반기부터 LG디스플레이 광저우 CAPA가 신규 가동되며 실적 성장을 견인할 것으로 전망된다.

### 2020년 실적 기준 PER 6배, 지나친 저평가

실리콘웍스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 59,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target PER 13배(대만 경쟁사 Novatek 최근 2년 평균 PER 15배와 실리콘웍스 최근 3년 평균 PER 11배 중간 값)를 적용하였다. LG디스플레이 실적 부진 및 BOE의 OLED 패널 출하 부진으로 주가는 상반기 내내 부진했으나 LG디스플레이의 하반기 OLED 패널 출하 증가, 2020년 북미 스마트폰 업체향 OLED 패널 공급 확대 및 OLED TV CAPA 확대(2019년 380만대, 2020년 700만대 전망) 과정에서 실리콘웍스의 OLED 매출 비중 확대에 따른 수익성 상승이 가속화 될 전망이다. 2020년 실적 기준 OLED 매출 비중은 46%까지 상승할 것으로 전망되며 이에 따라 Mix 개선에 따른 영업이익률 상승으로 ROE는 2020년 18%까지 증가할 전망이다. 디스플레이 부품 업체들의 평균 PER 15배 감안하면 2020년 실적 기준 PER 6배 수준인 현주가는 지나친 저평가 상태라고 판단된다.

**Update**

**BUY**

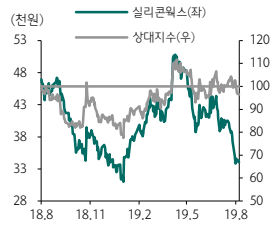
I TP(12M): 59,000원 I CP(8월 13일): 34,050원

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 590.75 |
| 52주 최고/최저(원) | 50,800/31,000 |
| 시가총액(십억원) | 553.8 |
| 시가총액비중(%) | 0.27 |
| 발행주식수(천주) | 16,264.3 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 112.0 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 4.5 |
| 19년 배당금(예상,원) | 830 |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 2.44 |
| 외국인지분율(%) | 36.91 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| LG 외 2 인 | 33.22 |
| Templeton Asset Management, Ltd. 외 3 인 | 6.40 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | (16.1) | (10.6) | (22.1) |
| 상대 | (3.3) | 11.9 | (0.3) |

| Consensus Data | 2019 | 2020 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 900.3 | 1,081.1 |
| 영업이익(십억원) | 64.8 | 90.7 |
| 순이익(십억원) | 54.9 | 78.1 |
| EPS(원) | 3,443 | 4,784 |
| BPS(원) | 30,051 | 33,962 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 692.8 | 791.8 | 882.8 | 1,135.8 | 1,274.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 45.5 | 55.8 | 56.4 | 106.5 | 135.7 |
| 세전이익 | 십억원 | 48.4 | 59.2 | 60.7 | 111.0 | 141.5 |
| 순이익 | 십억원 | 47.1 | 49.0 | 49.7 | 91.3 | 116.3 |
| EPS | 원 | 2,894 | 3,010 | 3,056 | 5,614 | 7,149 |
| 증감률 | % | (7.1) | 4.0 | 1.5 | 83.7 | 27.3 |
| PER | 배 | 18.28 | 11.16 | 11.14 | 6.06 | 4.76 |
| PBR | 배 | 2.09 | 1.22 | 1.18 | 1.01 | 0.87 |
| EV/EBITDA | 배 | 11.49 | 5.02 | 4.74 | 2.34 | 1.54 |
| ROE | % | 11.87 | 11.40 | 10.85 | 17.96 | 19.64 |
| BPS | 원 | 25,345 | 27,460 | 28,862 | 33,646 | 39,135 |
| DPS | 원 | 700 | 830 | 830 | 830 | 830 |

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

하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

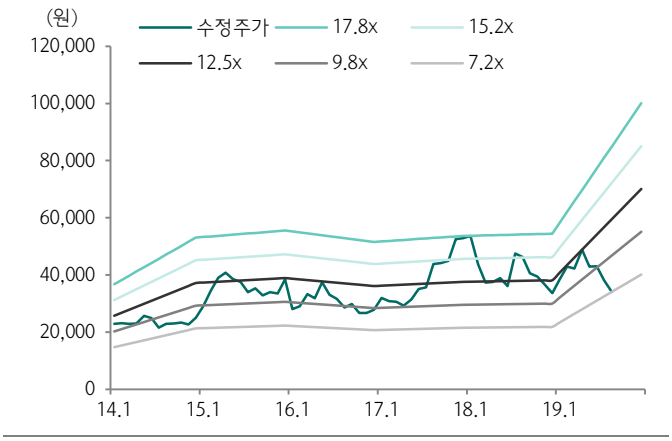
표 1. 실리콘웍스 실적 추이 및 전망

(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** | **196.3** | **240.3** | **268.8** | **692.8** | **791.8** | **882.8** | **1,135.8** |
| OLED TV | 20.6 | 26.5 | 35.1 | 35.7 | 30.2 | 34.1 | 39.0 | 55.2 | 64.7 | 117.9 | 158.5 | 245.9 |
| OLED Mobile | 4.5 | 8.9 | 21.2 | 33.6 | 6.1 | 17.1 | 27.5 | 34.3 | 24.9 | 68.2 | 85.1 | 218.0 |
| OLED 기타 | 3.5 | 4.5 | 6.7 | 15.9 | 12.1 | 6.0 | 15.7 | 16.6 | 28.0 | 30.6 | 50.4 | 56.6 |
| LCD TV | 44.8 | 46.5 | 50.0 | 53.7 | 51.2 | 64.8 | 65.2 | 66.6 | 186.4 | 194.9 | 247.9 | 245.5 |
| LCD 기타 | 88.7 | 93.3 | 101.0 | 97.2 | 77.7 | 74.2 | 92.8 | 96.1 | 388.7 | 380.2 | 340.8 | 369.9 |
| **YoY** | **2%** | **17%** | **18%** | **18%** | **9%** | **9%** | **12%** | **14%** | **14%** | **14%** | **11%** | **29%** |
| OLED TV | 75% | 82% | 109% | 66% | 46% | 29% | 11% | 55% | 82% | 82% | 34% | 55% |
| OLED Mobile | 27% | 645% | 433% | 107% | 36% | 93% | 30% | 2% | 273% | 174% | 25% | 156% |
| OLED 기타 | -51% | 0% | -26% | 116% | 246% | 33% | 136% | 4% | -2% | 9% | 65% | 12% |
| LCD TV | -8% | 2% | 13% | 11% | 14% | 39% | 31% | 24% | -4% | 5% | 27% | -1% |
| LCD 기타 | 2% | 6% | -5% | -9% | -12% | -20% | -8% | -1% | 13% | -2% | -10% | 9% |
| 수익성 | | | | | | | | | | | | |
| **영업이익** | **3.2** | **10.5** | **21.3** | **20.9** | **1.8** | **6.2** | **22.7** | **25.7** | **45.5** | **55.8** | **56.4** | **106.5** |
| 영업이익률 | 2.0% | 5.9% | 9.9% | 8.8% | 1.0% | 3.2% | 9.5% | 9.6% | 6.6% | 7.0% | 6.4% | 9.4% |

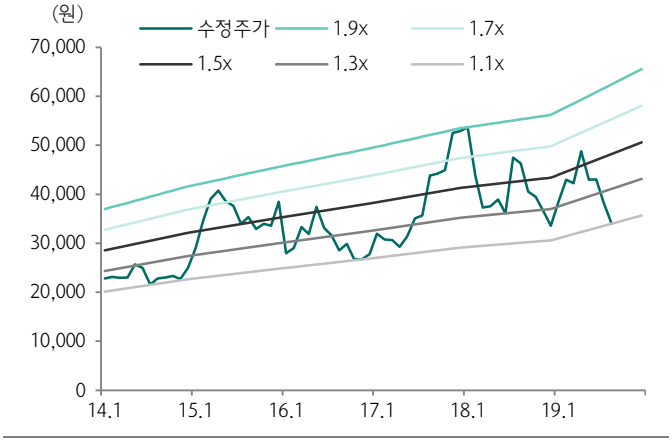
자료: 하나금융투자

그림 1. 실리콘웍스 12MF P/E 추이




자료: 하나금융투자

그림 2. 실리콘웍스 12MF P/B 추이




자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **692.8** | **791.8** | **882.8** | **1,135.8** | **1,274.1** |
| 매출원가 | 540.4 | 598.2 | 664.7 | 828.8 | 914.1 |
| 매출총이익 | 152.4 | 193.6 | 218.1 | 307.0 | 360.0 |
| 판관비 | 106.9 | 137.9 | 161.7 | 200.6 | 224.4 |
| **영업이익** | **45.5** | **55.8** | **56.4** | **106.5** | **135.7** |
| 금융손익 | 3.7 | 3.5 | 3.8 | 4.6 | 5.8 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (0.8) | (0.0) | 0.6 | 0.0 | 0.0 |
| **세전이익** | **48.4** | **59.2** | **60.7** | **111.0** | **141.5** |
| 법인세 | 1.3 | 10.3 | 11.0 | 19.7 | 25.3 |
| 계속사업이익 | 47.1 | 49.0 | 49.7 | 91.3 | 116.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **47.1** | **49.0** | **49.7** | **91.3** | **116.3** |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **지배주주순이익** | **47.1** | **49.0** | **49.7** | **91.3** | **116.3** |
| 지배주주지분포괄이익 | 46.2 | 47.4 | 49.8 | 91.3 | 116.3 |
| NOPAT | 44.3 | 46.1 | 46.2 | 87.6 | 111.5 |
| EBITDA | 50.9 | 64.4 | 69.9 | 116.4 | 143.0 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 13.6 | 14.3 | 11.5 | 28.7 | 12.2 |
| NOPAT증가율 | 0.2 | 4.1 | 0.2 | 89.6 | 27.3 |
| EBITDA증가율 | (15.4) | 26.5 | 8.5 | 66.5 | 22.9 |
| 영업이익증가율 | (10.1) | 22.6 | 1.1 | 88.8 | 27.4 |
| (지배주주)순익증가율 | (7.1) | 4.0 | 1.4 | 83.7 | 27.4 |
| EPS증가율 | (7.1) | 4.0 | 1.5 | 83.7 | 27.3 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 22.0 | 24.5 | 24.7 | 27.0 | 28.3 |
| EBITDA이익률 | 7.3 | 8.1 | 7.9 | 10.2 | 11.2 |
| 영업이익률 | 6.6 | 7.0 | 6.4 | 9.4 | 10.7 |
| 계속사업이익률 | 6.8 | 6.2 | 5.6 | 8.0 | 9.1 |

### 투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 2,894 | 3,010 | 3,056 | 5,614 | 7,149 |
| BPS | 25,345 | 27,460 | 28,862 | 33,646 | 39,135 |
| CFPS | 3,420 | 4,329 | 4,375 | 7,157 | 8,795 |
| EBITDAPS | 3,132 | 3,957 | 4,301 | 7,157 | 8,795 |
| SPS | 42,594 | 48,684 | 54,276 | 69,837 | 78,339 |
| DPS | 700 | 830 | 830 | 830 | 830 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 18.3 | 11.2 | 11.1 | 6.1 | 4.8 |
| PBR | 2.1 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| PCFR | 15.5 | 7.8 | 7.8 | 4.8 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 11.5 | 5.0 | 4.7 | 2.3 | 1.5 |
| PSR | 1.2 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 11.9 | 11.4 | 10.9 | 18.0 | 19.6 |
| ROA | 9.1 | 8.5 | 7.9 | 13.1 | 14.2 |
| ROIC | 34.2 | 25.7 | 19.6 | 34.6 | 39.7 |
| 부채비율 | 32.0 | 36.0 | 37.4 | 37.0 | 38.6 |
| 순부채비율 | (66.7) | (50.0) | (47.3) | (51.5) | (52.4) |
| 이자보상배율(배) | 0.0 | 0.0 | 505.6 | 834.9 | 1,064.1 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **497.7** | **508.2** | **549.6** | **660.0** | **794.3** |
| 금융자산 | 274.9 | 223.1 | 225.0 | 284.6 | 336.8 |
| 현금성자산 | 74.7 | 222.5 | 223.7 | 283.3 | 335.3 |
| 매출채권 등 | 141.4 | 160.4 | 182.7 | 211.3 | 257.6 |
| 재고자산 | 61.0 | 104.1 | 118.5 | 137.1 | 167.1 |
| 기타유동자산 | 20.4 | 20.6 | 23.4 | 27.0 | 32.8 |
| **비유동자산** | **46.5** | **99.4** | **95.5** | **89.7** | **88.0** |
| 투자자산 | 4.8 | 10.2 | 10.4 | 12.1 | 14.7 |
| 금융자산 | 4.8 | 4.7 | 5.4 | 6.2 | 7.6 |
| 유형자산 | 15.2 | 23.0 | 22.7 | 20.1 | 19.6 |
| 무형자산 | **17.7** | **56.9** | **53.4** | **48.5** | **44.6** |
| 기타비유동자산 | **8.8** | **9.3** | **9.0** | **9.0** | **9.1** |
| **자산총계** | **544.3** | **607.6** | **645.1** | **749.7** | **882.3** |
| **유동부채** | **129.4** | **155.2** | **166.1** | **191.9** | **233.6** |
| 금융부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무 등 | 121.1 | 135.3 | 154.1 | 178.2 | 217.2 |
| 기타유동부채 | 8.3 | 19.9 | 12.0 | 13.7 | 16.4 |
| **비유동부채** | **2.7** | **5.7** | **9.5** | **10.6** | **12.2** |
| 금융부채 | **0.0** | **0.0** | **3.0** | **3.0** | **3.0** |
| 기타비유동부채 | 2.7 | 5.7 | 6.5 | 7.6 | 9.2 |
| **부채총계** | **132.1** | **160.9** | **175.7** | **202.4** | **245.8** |
| **지배주주지분** | **412.2** | **446.6** | **469.4** | **547.2** | **636.5** |
| 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) | (0.4) | (0.4) | (0.4) |
| 이익잉여금 | 326.1 | 362.6 | 385.3 | 463.1 | 552.4 |
| **비지배주주지분** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **자본총계** | **412.2** | **446.6** | **469.4** | **547.2** | **636.5** |
| 순금융부채 | (274.9) | (223.1) | (222.0) | (281.6) | (333.7) |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

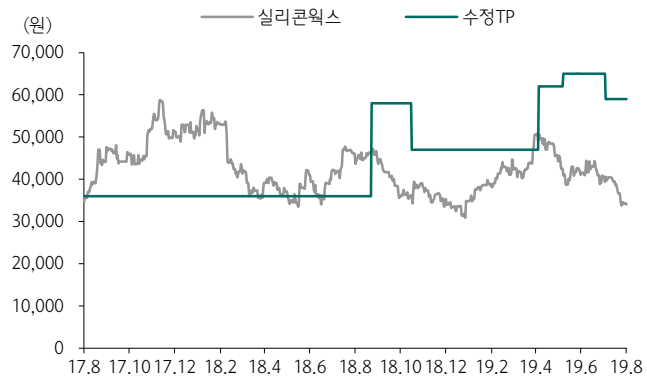
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **32.5** | **27.4** | **21.8** | **77.3** | **84.8** |
| 당기순이익 | 47.1 | 49.0 | 49.7 | 91.3 | 116.3 |
| 조정 | 0.2 | 28.1 | 14.6 | 10.0 | 7.4 |
| 감가상각비 | 5.4 | 8.6 | 13.5 | 9.9 | 7.4 |
| 외환거래손익 | 0.3 | (0.1) | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (5.5) | 19.6 | 1.1 | 0.1 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (14.8) | (49.7) | (42.5) | (24.0) | (38.9) |
| **투자활동 현금흐름** | **(205.9)** | **131.8** | **(6.4)** | **(4.2)** | **(5.8)** |
| 투자자산감소(증가) | (1.1) | (5.4) | (0.2) | (1.6) | (2.6) |
| 유형자산감소(증가) | (2.7) | (11.4) | (2.7) | (2.5) | (3.0) |
| 기타 | (202.1) | 148.6 | (3.5) | (0.1) | (0.2) |
| **재무활동 현금흐름** | **(14.6)** | **(11.4)** | **(14.2)** | **(13.5)** | **(27.0)** |
| 금융부채증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 3.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 0.0 | 0.0 | (3.7) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (14.6) | (11.4) | (13.5) | (13.5) | (27.0) |
| **현금의 증감** | **(188.2)** | **147.8** | **1.1** | **59.6** | **52.0** |
| Unlevered CFO | 55.6 | 70.4 | 71.2 | 116.4 | 143.0 |
| Free Cash Flow | 29.5 | 15.0 | 18.9 | 74.8 | 81.8 |

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

실리콘웍스




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.7.17 | BUY | 59,000 | | |
| 19.5.21 | BUY | 65,000 | -36.24% | -31.69% |
| 19.4.18 | BUY | 62,000 | -23.78% | -18.71% |
| 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% |

## 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 | 88.3% | 11.1% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 8월 13일

## 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 08월 14일 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.