

2017/10/10

실리콘웍스(108320)

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

OLED 구동 Chip 이원화 가능성에 대한 반론

■ LGD의 iPhone향 OLED 패널 구동 Chip 이원화 가능성 없다

최근 일부 시장에 동사 주력 고객사인 LG디스플레이가 향후 iPhone에 Flexible OLED 패널을 공급할 경우 구동 Chip을 동사가 아닌 매그나칩이나 NOVATEK (대만)이 공급하거나 이원화가 될 가능성이 있다는 이야기가 나오면서 동사 주가가 조정세를 보였다. 그러나 당사는 iPhone향 OLED 구동 Chip 공급 업체가 동사가 아닌 다른 업체로 대체되거나 이원화될 가능성은 상당히 낮을 것으로 판단한다. 일반적으로 구동 Chip이 이원화될 경우 제품 설계와 화질 Tuning 과정이 이중으로 늘어나게 되며 기술 유출 가능성도 있기 때문에 고객사와 공급사 모두 꺼려한다. iPad의 경우에도 삼성디스플레이와 LG디스플레이가 공급하는 LCD 패널 구동 Chip을 각각 삼성전자 LSI와 실리콘웍스가 전량 공급하고 있으며, LCD TV 패널을 보더라도 통상적으로 단일 제품에 T-Con, DDI 등 구동 Chip이 이원화되는 경우는 흔치 않다.

■ 17년을 바닥으로 2020년까지 가파른 실적 성장세 이어진다

동사의 실적은 올해를 바닥으로 중장기적인 높은 성장세를 나타낼 전망이다. 향후 OLED TV와 Flexible OLED 패널 시장 확대에 이를 구동하기 위한 반도체 IC 수요가 가파르게 증가할 것으로 예상되어 동사의 수혜가 클 것으로 기대되기 때문이다. 이에 따라 동사의 17년 동사 매출에서 약 70%를 차지할 것으로 추정되는 COF (Chip on film) Driver IC, T-Con, Mobile one chip, PMIC 부문이 실적 개선 견인차 역할을 할 것으로 판단된다. 이를 반영한 동사의 18년 실적은 매출액 7,596억원 (YoY: +14%), 영업이익 550억원 (YoY: +62%)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 개선세를 나타낼 것으로 예상된다.

■ 매수 투자 의견 유지, 목표주가 58,000원으로 상향 조정

동사에 대한 매수 투자 의견 유지, 목표주가는 58,000원으로 9.4% 상향 조정한다. 목표주가는 18년 예상 EPS에 Target P/E 배수 14.1배 (최근 3년간 고점-평균 P/E 배수 중간치)를 적용하고 보유 순현금 가치를 일부 반영하였다. 이제 올해 실적보다는 미래 성장성에 주목해야 하는 시점이다. 향후 동사의 실적은 LG디스플레이와 중국 디스플레이 업체들의 Capa. 확대에 OLED용 구동 IC 수요가 2020년까지 확대되면서 중장기적인 실적 개선세가 예상된다. 따라서 동사 주가에 높은 Valuation 배수 적용 및 Rerating에 정당성을 부여할 수

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 58,000원

종가(2017/09/28) 43,800원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	712십억원
외국인지분율	37.7%
배당금(2016)	900원
EPS(2017E)	2,197원
BPS(2017E)	24,754원
ROE(2017E)	9.1%
52주 주가	25,000~48,050원
60일평균거래량	159,898주
60일평균거래대금	6.6십억원

Price Trend



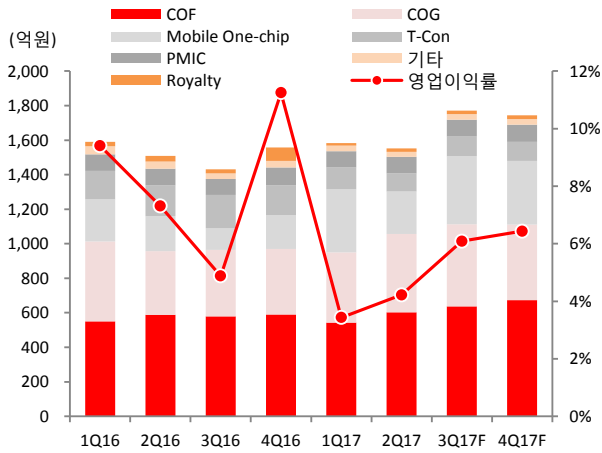
있을 것으로 판단한다. 현 주가는 17년 예상 실적 기준 P/E 20배 수준으로 최근 3년간 고점 P/E 배수 평균인 16배를 상회하고 있지만 18년, 19년에는 각각 13배, 9배 수준으로 빠르게 하락할 전망이다. 최근 주가 조정을 저점 매수의 기회로 활용할 것을 권고한다.

<표 1> 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
원/달러 평균 환율	1,201	1,163	1,121	1,157	1,154	1,129	1,130	1,145	1,161	1,140	1,140
매출액	1,590	1,509	1,431	1,571	1,583	1,542	1,772	1,744	6,100	6,641	7,596
YoY 증감률	83%	21%	-10%	-5%	0%	2%	24%	11%	14%	9%	14%
QoQ 증감률	-4%	-5%	-5%	10%	1%	-3%	15%	-2%	-	-	-
COF	549	588	579	590	542	602	637	673	2,307	2,455	2,751
COG	465	369	385	379	408	454	476	438	1,598	1,775	1,782
Mobile One-chip	244	203	126	196	365	246	395	368	769	1,373	1,894
T-Con	165	178	192	174	128	106	113	111	709	458	525
PMIC	96	97	92	103	94	94	98	100	388	386	418
기타	46	42	31	37	31	29	32	32	157	125	141
Royalty	25	32	24	78	15	21	21	21	159	79	85
매출원가	1,233	1,213	1,175	1,176	1,303	1,237	1,402	1,385	4,797	5,327	5,955
매출원가율	78%	80%	82%	75%	82%	80%	79%	79%	79%	80%	78%
매출총이익	357	295	256	395	280	306	369	359	1,304	1,314	1,641
매출총이익률	22%	20%	18%	25%	18%	20%	21%	21%	21%	20%	22%
영업이익	149	110	70	177	54	65	108	112	506	340	550
영업이익률	9%	7%	5%	11%	3%	4%	6%	6%	8%	5%	7%
YoY 증감률	52%	-12%	-62%	18%	-64%	-41%	55%	-36%	-9%	-33%	62%
QoQ 증감률	0%	-26%	-37%	153%	-69%	20%	66%	4%	-	-	-
당기순이익	154	112	80	161	55	47	126	129	507	357	541
순이익률	10%	7%	6%	10%	3%	3%	7%	7%	8%	5%	7%
YoY 증감률	69%	0%	-44%	15%	-64%	-58%	57%	-20%	5%	-30%	52%
QoQ 증감률	10%	-27%	-29%	102%	-66%	-14%	164%	3%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	35%	39%	40%	38%	34%	39%	36%	39%	38%	37%	36%
COG	29%	24%	27%	24%	26%	29%	27%	25%	26%	27%	23%
Mobile One-chip	15%	13%	9%	12%	23%	16%	22%	21%	13%	21%	25%
T-Con	10%	12%	13%	11%	8%	7%	6%	6%	12%	7%	7%
PMIC	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%
기타	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
Royalty	2%	2%	2%	5%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%

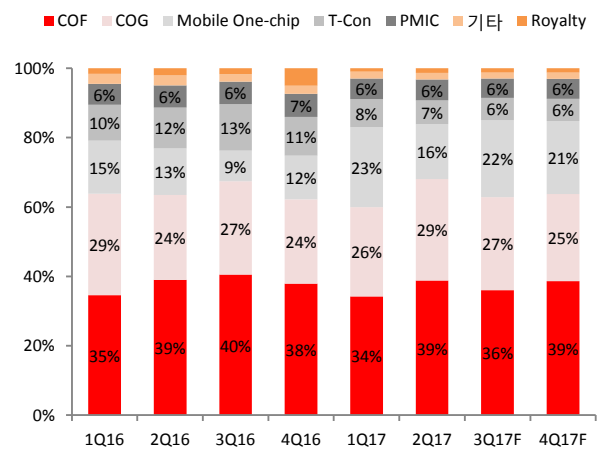
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 1> 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



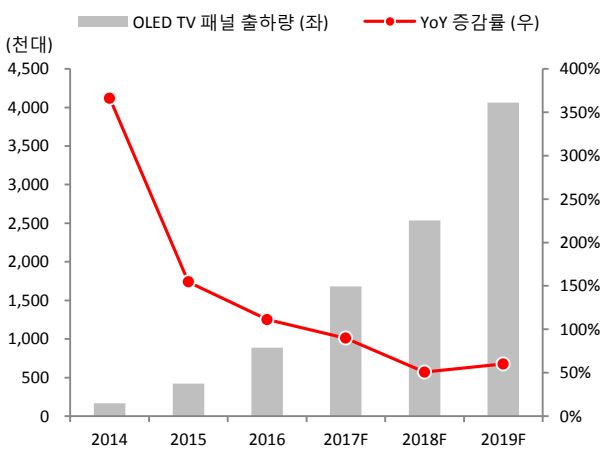
자료: 하이투자증권

<그림 2> 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



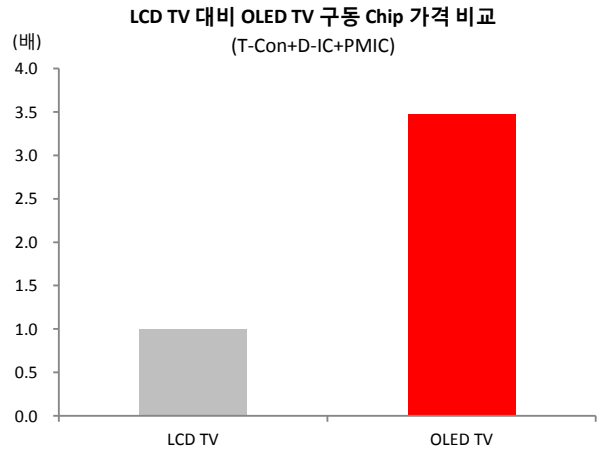
자료: 하이투자증권

<그림 3> LG 디스플레이 OLED TV 패널 출하량 추이 및 전망



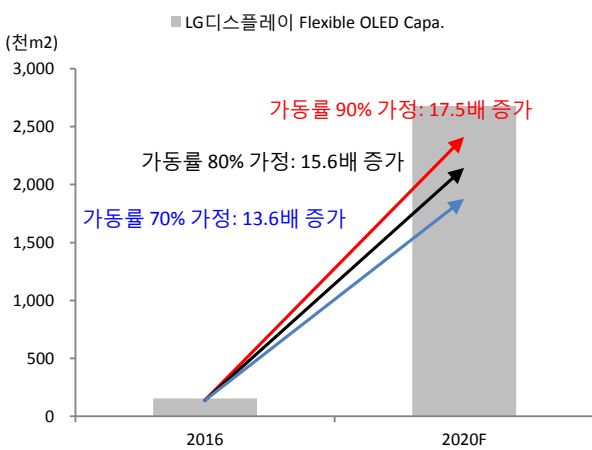
자료: 하이투자증권

<그림 4> LCD TV 대비 OLED TV 구동 Chip 가격 상대 비교



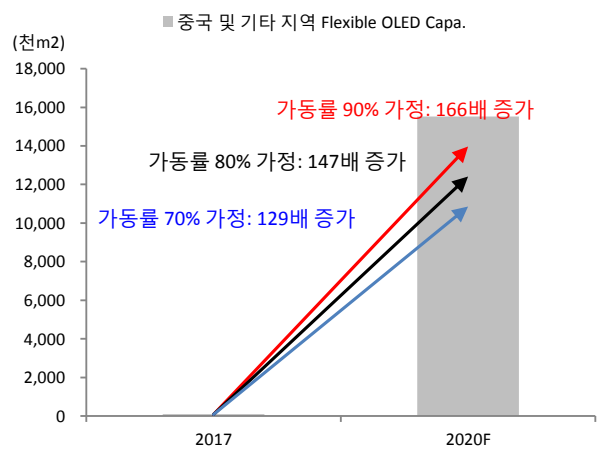
자료: 하이투자증권

<그림 5> LG 디스플레이 Flexible OLED 면적 Capa. 전망



자료: 하이투자증권

<그림 6> 중국 및 기타 지역 Flexible OLED 면적 Capa. 전망



자료: 하이투자증권

<표 2> 실리콘웍스 목표주가 산출

SOTP (Sum Of the Parts) Valuation								
	예상 지배주주순이익			P/E	예상 기업 가치			비고
	17년	18년	19년	Target multiple	17년	18년	19년	
영업가치 (억원)	357	541	789	14.1 x	5,051	7,655	11,155	최근 3년간 P/E 배수 평균
					5,051	7,655	11,155	(A)
	금액			할인율	예상 기업 가치			비고
순차입금 (십억원)	-2,679	-3,009	-3,266	40%	-1,607	-1,805	-1,960	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십억원)					6,658	9,460	13,115	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)						16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					40,939	58,166	80,637	(D)=(C)/주식수
목표주가 (원)						58,000		18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
현주가 (원)						44,200		전일 종가 기준
상승 여력						31.2%		

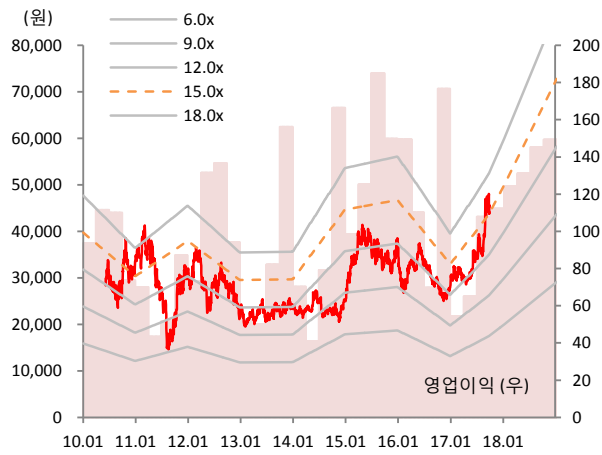
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<표 3> 실리콘웍스 연간 Valuation table

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	
EPS (원)	2,529	1,970	1,979	2,979	3,116	2,197	3,329	4,851	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	24,754	27,188	31,168	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	21.9			최근 3년간 평균: 15.9
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	15.5			최근 3년간 평균: 12.4
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	13.0			최근 3년간 평균: 9.8
고점 P/B (배)	2.3	1.5	1.4	1.9	1.6	1.8			최근 3년간 평균: 1.8
평균 P/B (배)	1.8	1.3	1.2	1.6	1.3	1.3			최근 3년간 평균: 1.4
저점 P/B (배)	1.3	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1			최근 3년간 평균: 1.1
ROE	17.3%	12.1%	11.2%	15.0%	13.9%	9.1%	12.8%	16.6%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 18년							3,329	4,851	18년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							16.7	16.7	18년 Peer group P/E 평균
적정주가 (원)							55,595	81,013	
목표주가 (원)							58,000		
전일 종가 (원)							44,200		18년 예상 실적 기준 P/E 13.3배
상승 여력							31%		

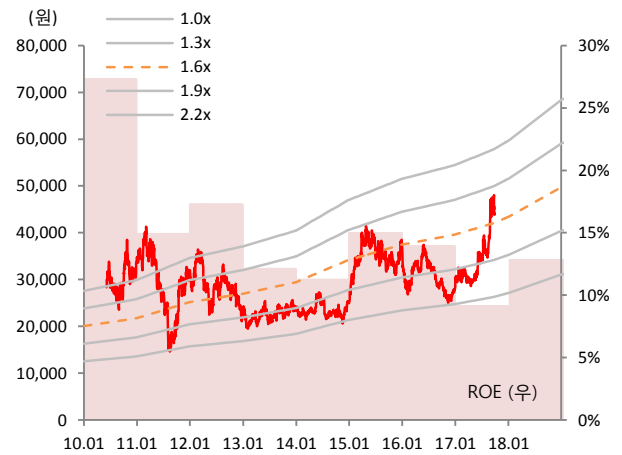
자료: 하이투자증권

<그림 11> 실리콘웍스 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 12> 실리콘웍스 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

Peer group Valuation table

<표 4> 전세계 주요 Fabless 업체 Peer group Valuation table

기업명	현재가	시가총액	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			EPS Growth (%)			ROE (%)		
	(USD)	(US\$ mil.)	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
실리콘웍스	38.6	628	15.8	22.6	13.3	1.9	1.8	1.7	8.1	10.7	6.6	3.2	-29.7	69.7	12.7	8.2	13.0
RENESAS	11.2	18,623	25	24.5	22.0	5.4	4.3	3.6	13.5	12.3	10.9	5	3.7	11.4	25.4	17.8	16.6
NOVATEK	3.7	2,272	13.8	14.3	12.4	2.4	2.5	2.4	8.7	8.7	7.8	-21.9	-1.9	14.9	17.9	17.3	19.3
REALTEK	3.6	1,816	17.1	16.0	14.3	2.4	2.3	2.3	7.3	7.6	7.4	25.2	9.3	12.1	14.4	14.6	15.3
HIMAX	11.0	1,897	30.1	89.7	25.0	4.0	4.5	4.0	22.9	53.1	17.6	102	-66	259	12.2	4.8	14.8
TEXAS INSTRUMENT	91.4	90,440	26.4	21.3	20.7	9.0	8.4	8.0	16.2	13.6	13.0	23.7	23.7	2.9	33.4	38.9	37.6
SYNALTICS	38.5	1,298	7.9	8.4	7.8	1.9	1.6	1.4	4.8	5.4	4.9	-31.4	-5.3	6.8	25.0	19.9	20.7
ANALOG DEVICE	87.9	32,307	30.1	19.8	18.2	5.4	3.0	2.9	31.2	15.7	14.0	24.1	52.4	8.8	17.1	13.5	12.1
평균			20.7	27.1	16.7	4.1	3.5	3.3	14.1	15.9	10.3	16.2	-1.8	48.2	19.8	16.9	18.7

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 17년 10월 6일 종가 및 Consensus 기준

<표 5> 전세계 주요 Fabless 업체 연간 실적 추이 및 Consensus

기업명	주가 상승률 (%)		매출액 (US\$ mil.)			영업이익 (US\$ mil.)			영업이익률 (%)			순이익 (US\$ mil.)		
	CHG(1M)	CHG(3M)	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
실리콘웍스	-0.9	25.6	531	583	669	41.2	32.0	57.3	7.8	5.5	8.6	40.0	28.2	47.8
RENESAS	16.3	27.6	6,232	7,048	7,458	950	817	987	15.2	11.6	13.2	767.5	797.3	886.3
NOVATEK	-1.3	-7.3	1,490	1,579	1,666	185	187	212	12.4	11.8	12.7	162.7	160.8	184.3
REALTEK	-0.9	-0.5	1,230	1,366	1,441	117.1	119.1	127.1	9.5	8.7	8.8	102.3	113.6	126.9
HIMAX	9.1	35.2	802	709	906	66.1	25.7	102.9	8.2	3.6	11.4	57.9	20.7	72.3
TEXAS INSTRUMENT	11.4	16.4	13,285	14,666	15,201	4,680	5,778	6,115	35.2	39.4	40.2	3,499	4,460	4,607
SYNALTICS	1.5	-24.3	1,719	1,731	1,804	204	188	194	11.9	10.8	10.8	174.1	160.6	171.7
ANALOG DEVICE	8.3	12.0	3,365	5,136	5,821	1,081	1,989	2,353	32.1	38.7	40.4	913.0	1,589	1,811
합계			28,655	32,818	34,966	7,325	9,135	10,148	25.6	27.8	29.0	5,716	7,331	7,908

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 17년 10월 6일 종가 및 Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	440	472	524	616
현금 및 현금성자산	263	268	301	327
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	112	131	144	190
재고자산	58	65	72	92
비유동자산	45	41	40	38
유형자산	15	12	10	9
무형자산	17	16	17	16
자산총계	486	513	564	654
유동부채	100	105	117	142
매입채무	88	94	105	131
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	5	5	5	5
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	105	110	122	147
지배주주지분	381	403	442	507
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	295	316	355	420
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	381	403	442	507

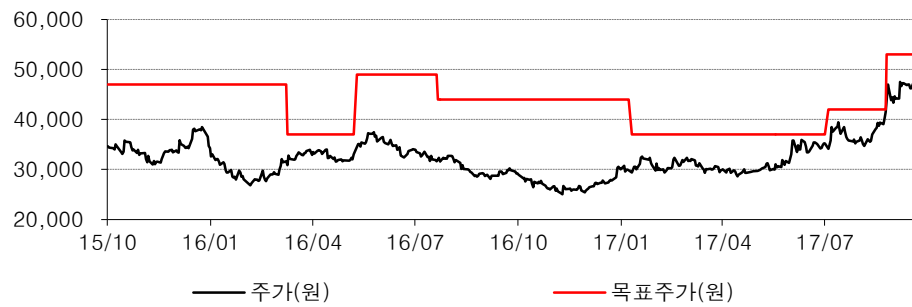
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	610	664	760	980
증가율(%)	13.8	8.9	14.4	29.1
매출원가	480	533	596	763
매출총이익	130	131	164	218
판매비와관리비	80	97	109	134
연구개발비	53	67	74	92
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	51	34	55	84
증가율(%)	-9.4	-32.9	62.1	52.4
영업이익률(%)	8.3	5.1	7.2	8.6
이자수익	3	4	4	5
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	58	42	63	93
법인세비용	7	6	9	14
세전계속이익률(%)	9.5	6.4	8.4	9.5
당기순이익	51	36	54	79
순이익률(%)	8.3	5.4	7.1	8.0
지배주주귀속 순이익	51	36	54	79
기타포괄이익	-1	1	0	0
총포괄이익	49	37	54	79
지배주주귀속총포괄이익	51	36	54	79

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	49	36	60	70
당기순이익	51	36	54	79
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	7	6	4	5
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	1	-4	-3	-3
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-5	-5	-5
금융상품의 증감	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-16	-15	-15	-15
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-16	-15	-15	-15
현금및현금성자산의증감	33	5	33	26
기초현금및현금성자산	229	263	268	301
기말현금및현금성자산	263	268	301	327

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	3,116	2,197	3,329	4,851
BPS	23,406	24,754	27,188	31,168
CFPS	3,582	2,628	3,642	5,219
DPS	900	900	900	900
Valuation(배)				
PER	8.9	19.9	13.2	9.0
PBR	1.2	1.8	1.6	1.4
PCR	7.8	16.7	12.0	8.4
EV/EBITDA	3.3	10.9	6.8	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.9	9.1	12.8	16.6
EBITDA 이익률	9.5	6.2	7.9	9.2
부채비율	27.7	27.4	27.6	29.1
순부채비율	-69.1	-66.5	-68.0	-64.4
매출채권회전율(x)	5.4	5.5	5.5	5.9
재고자산회전율(x)	10.4	10.8	11.1	12.0

자료 : 실리콘웍스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(실리콘웍스)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-03-15	Buy	37,000	6개월	-11.6%	-8.1%
2016-05-16	Buy	49,000	6개월	-29.8%	-23.6%
2016-07-27	Buy	44,000	6개월	-35.5%	-25.7%
2017-01-16	Buy	37,000	6개월	-15.3%	-3.0%
2017-07-10	Buy	42,000	1년	-11.6%	-1.2%
2017-08-31	Buy	53,000	1년	-13.6%	-9.3%
2017-10-10	Buy	58,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-