

실리콘웍스(108320)

실적 Level up! 이제 시작일 뿐이다

■ 계절적 수요 증가와 수익성 정상화로 3Q17 호실적 기록

동사 3Q17 실적은 매출액 1,805억원 (YoY: +26%, QoQ: +17%), 영업이익 153억원 (YoY: +120%, QoQ: +135%)으로 시장 Consensus (매출액: 1,713억원, 영업이익: 116억원)와 당사 추정치를 큰 폭으로 상회하며 Earning surprise를 기록하였다. 특히 영업이익률이 8.5%를 기록하면서 빠르게 안정화되고 있다는 점이 긍정적이다. 3분기 호실적의 주요 요인으로서는 첫째, 계절적 IT 성수기에 진입하면서 LCD, OLED TV용 구동 Chip 출하가 증가하였고, 둘째, OLED TV와 Flexible OLED 구동 Chip 출하 확대로 제품 Mix에 따른 수익성이 개선되었으며, 셋째, 최근 2년간 매년 110여명의 인력이 충원되면서 가파르게 상승했던 판관비 부담이 매출 증가로 인해 완화되었기 때문인 것으로 분석된다.

■ 17년을 바닥으로 2020년까지 가파른 실적 성장세 이어진다

동사의 실적은 올해를 바닥으로 중장기적인 높은 성장세를 나타낼 전망이다. 성장 동력 요인은 OLED TV와 Flexible OLED 패널 시장의 확대이다. 최근 LG디스플레이는 OLED TV 패널 출하량이 올해 약 170만대에서 2020년에 약 650만대 수준까지 확대될 것으로 언급하였다. 따라서 LG디스플레이 내에서 OLED TV용 구동 Chip을 독점 공급하고 있는 동사의 OLED TV용 부품 출하가 꾸준한 증가세를 나타낼 것이다. 또한 18~19년부터 LG디스플레이와 중화권 업체들의 Flexible OLED 신규 라인 가동이 본격화된다는 점도 주목해야 한다. 이르면 내년부터 BOE, CSOT 등 중국 업체들로 Flexible OLED 구동 Chip 공급이 가시화될 전망이다. 이를 반영한 동사의 18년 실적은 매출액 7,936억원 (YoY: +18%), 영업이익 648억원 (YoY: +52%)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 개선세를 나타낼 것으로 예상된다.

■ 매수 투자 의견 및 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 18년 LCD TV 수요가 회복세를 나타낼 것으로 예상되는 가운데 LG디스플레이와 중국 디스플레이 업체들의 Capa. 확대로 OLED용 구동 IC 수요가 2020년까지 점진적으로 확대되면서 동사의 중장기적인 수혜가 전망된다. 따라서 동사 주가에 높은 Valuation 배수 적용 및 Rerating에 정당성을 부여할 수 있을 것으로 판단한다. 현 주가는 18년 예상 실적 기준 P/E 13배 수준으로 최근 3년간 평균 수준에 불과하여 상승 여력이 높아 적극적인 비중 확대를 권고한다.

디스플레이 정원석

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

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	58,000원
종가(2017/11/03)	45,500원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	740십억원
외국인지분율	38.4%
배당금(2016)	900원
EPS(2017E)	2,344원
BPS(2017E)	24,901원
ROE(2017E)	9.7%
52주 주가	25,000~48,050원
60일평균거래량	147,562주
60일평균거래대금	6.4십억원

Price Trend



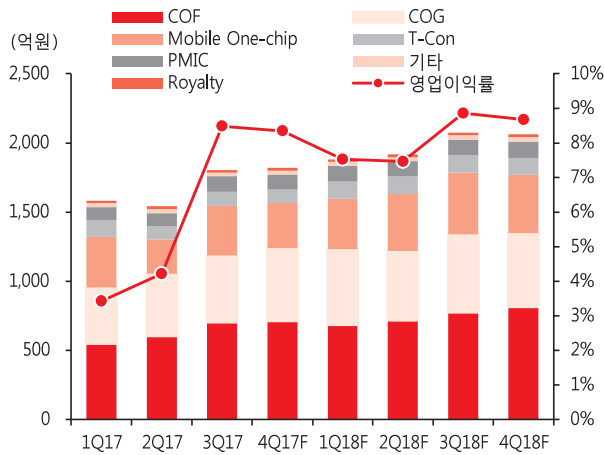
〈표1〉 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
원/달러 평균 환율	1,154	1,129	1,132	1,127	1,120	1,110	1,110	1,120	1,161	1,136	1,115
매출액	1,583	1,542	1,805	1,821	1,882	1,917	2,075	2,063	6,100	6,751	7,936
YoY 증감률	0%	2%	26%	16%	19%	24%	15%	13%	14%	11%	18%
QoQ 증감률	1%	-3%	17%	1%	3%	2%	8%	-1%	-	-	-
COF	548	607	705	716	688	720	777	817	2,307	2,576	3,001
COG	408	450	481	527	547	500	562	534	1,611	1,865	2,143
Mobile One-chip	365	246	357	325	361	410	447	420	769	1,293	1,639
T-Con	122	95	102	98	125	127	124	123	709	416	499
PMIC	94	94	115	107	113	112	115	117	388	410	457
기타	31	29	25	29	28	30	30	32	157	115	119
Royalty	15	21	20	20	20	20	20	20	159	76	79
매출원가	1,303	1,237	1,432	1,439	1,489	1,511	1,619	1,611	4,797	5,411	6,230
매출원가율	82%	80%	79%	79%	79%	79%	78%	78%	79%	80%	79%
매출총이익	280	306	373	381	393	406	456	452	1,304	1,341	1,706
매출총이익률	18%	20%	21%	21%	21%	21%	22%	22%	21%	20%	21%
판매비 및 관리비	226	241	220	229	251	263	272	273	798	916	1,059
판매비율	14%	16%	12%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	14%	13%
영업이익	54	65	153	152	142	143	184	179	506	425	648
영업이익률	3%	4%	8%	8%	8%	7%	9%	9%	8%	6%	8%
YoY 증감률	-64%	-41%	120%	-14%	161%	120%	20%	18%	-9%	-16%	52%
QoQ 증감률	-69%	20%	135%	-1%	-7%	1%	29%	-3%	-	-	-
당기순이익	55	47	128	151	126	126	167	162	507	381	582
순이익률	3%	3%	7%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	6%	7%
YoY 증감률	-64%	-58%	60%	-6%	129%	166%	31%	8%	5%	-25%	53%
QoQ 증감률	-66%	-14%	169%	18%	-16%	0%	32%	-3%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	35%	39%	39%	39%	37%	38%	37%	40%	38%	38%	38%
COG	26%	29%	27%	29%	29%	26%	27%	26%	26%	28%	27%
Mobile One-chip	23%	16%	20%	18%	19%	21%	22%	20%	13%	19%	21%
T-Con	8%	6%	6%	5%	7%	7%	6%	6%	12%	6%	6%
PMIC	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
기타	2%	2%	1%	2%	1%	2%	1%	2%	3%	2%	2%
Royalty	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%

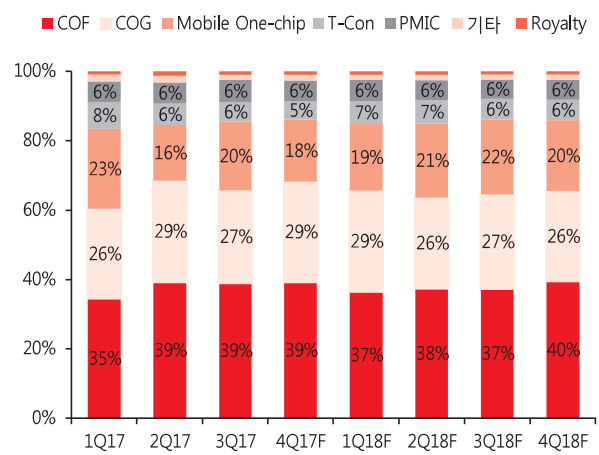
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

〈그림1〉 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



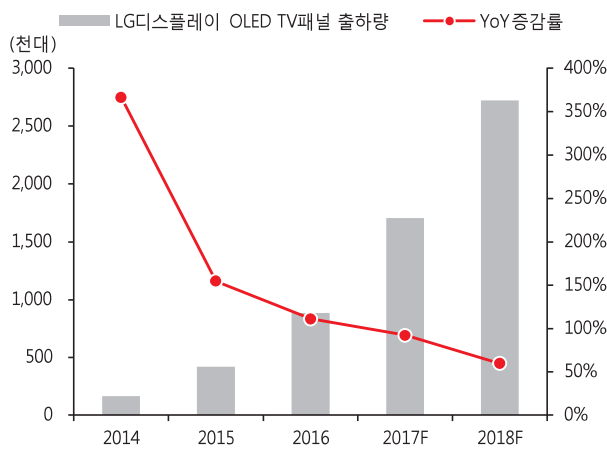
자료: 하이투자증권

〈그림2〉 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



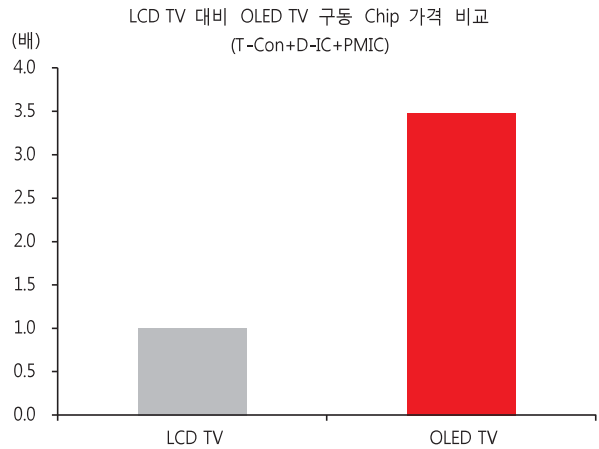
자료: 하이투자증권

〈그림3〉 LG디스플레이 OLED TV 패널 출하량 추이 및 전망



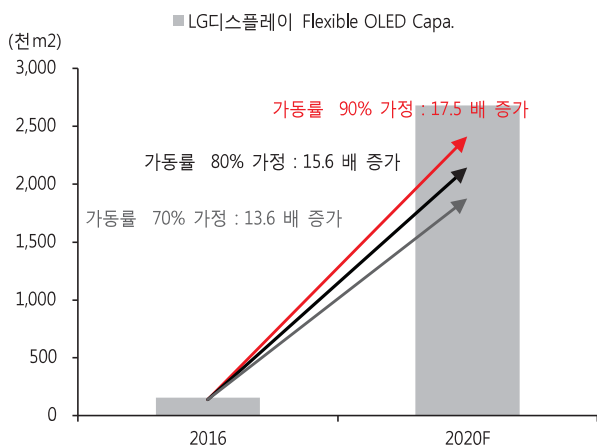
자료: 하이투자증권

〈그림4〉 LCD TV 대비 OLED TV 구동 Chip 가격 상대 비교



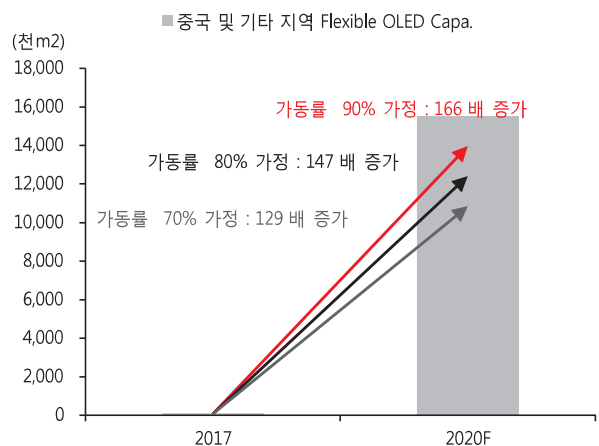
자료: 하이투자증권

〈그림5〉 LG디스플레이 Flexible OLED 면적 Capa. 전망



자료: 하이투자증권

〈그림6〉 중국 및 기타 지역 Flexible OLED 면적 Capa. 전망



자료: 하이투자증권

〈표2〉 실리콘웍스 SOTP (Sum of the parts) 목표주가 산출

	예상 지배주주순이익			P/E Target multiple	예상 기업 가치			비고
	17년	18년	19년		17년	18년	19년	
영업가치 (억원)	381	582	804	13.8 x	5,267	8,044	11,110	최근 3년간 P/E 배수 평균-고점 중간값
					5,267	8,044	11,110	(A)
	금액			할인율	예상 기업 가치			비고
순차입금 (십억원)	-2,683	-3,016	-3,330	40%	-1,610	-1,809	-1,998	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십억원)					6,877	9,853	13,108	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)						16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					42,284	60,583	80,596	(D)=(C)/주식수
목표주가 (원)						58,000		18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
현주가 (원)						45,500		전일 종가 기준
상승 여력						27%		

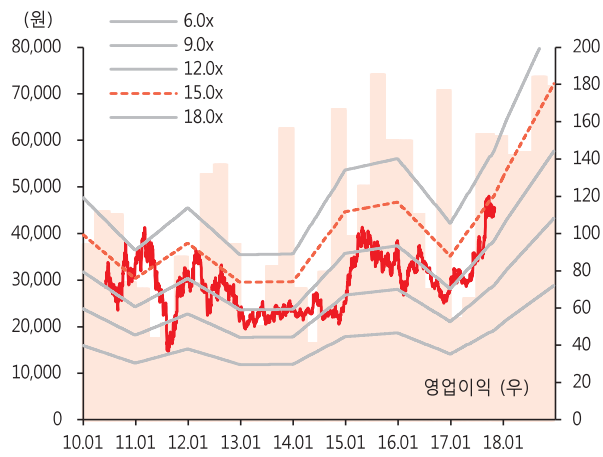
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

〈표3〉 실리콘웍스 연간 Valuation table (참고용)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	비고
EPS (원)	2,529	1,970	1,979	2,979	3,116	2,344	3,579	4,944	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	24,901	27,586	31,658	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	20.5			최근 3년간 평균: 15.5
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	15.0			최근 3년간 평균: 12.2
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	12.1			최근 3년간 평균: 9.5
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	1.4			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%	9.7%	13.6%	16.7%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 18년 Target P/E (배)							3,579 17.5	4,944 17.5	18년 예상 EPS 적용 18년 Peer group P/E 평균
적정주가 (원)							62,637	86,514	
목표주가 (원)							58,000		
전일 종가 (원)							45,500		18년 예상 실적 기준 P/E 12.7배
상승 여력							27%		

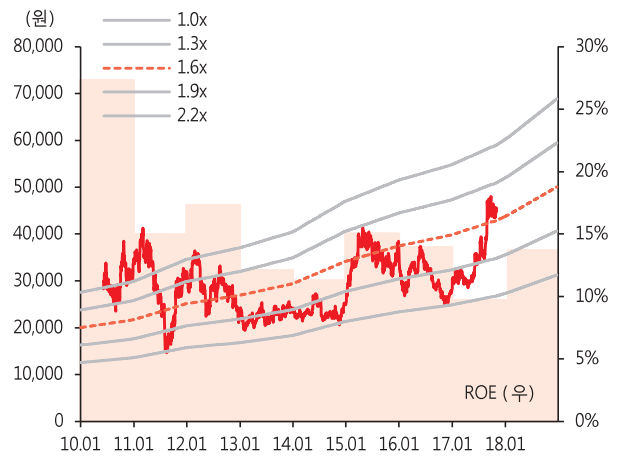
자료: 하이투자증권

〈그림11〉 실리콘웍스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

〈그림12〉 실리콘웍스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

Peer group Valuation table

〈표4〉 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	40.8	662	16.2	22.7	13.0	2.0	1.9	1.7	8.6	11.3	6.8	3.2	-27.5	74.5	12.7	8.4	13.6
RENESAS	12.7	21,143	29	29.8	26.0	6.2	4.9	4.2	15.5	14.1	12.4	5	-6.6	14.8	25.4	17.6	16.6
NOVATEK	3.8	2,305	13.9	14.4	12.5	2.5	2.5	2.4	8.8	8.8	7.9	-21.9	-1.5	15.2	17.9	17.2	19.1
REALTEK	4.0	2,003	18.7	17.3	15.6	2.6	2.6	2.6	8.4	8.7	8.3	25.2	11.7	10.9	14.4	15.2	16.1
HIMAX	10.8	1,856	29.4	83.0	26.2	3.9	4.3	3.9	22.4	55.9	18.4	102	-65	217	12.2	5.4	14.0
TEXAS INSTRUMENT	98.0	96,565	28.3	21.6	21.1	9.7	8.8	8.0	17.2	13.9	13.2	23.7	31.0	2.4	33.4	41.4	39.2
SYNALTICS	34.5	1,165	7.1	7.6	7.2	1.7	1.4	1.2	4.3	4.8	4.8	-31.4	-5.9	5.4	25.0	19.9	19.6
ANALOG DEVICE	91.8	33,756	31.5	20.2	18.6	5.7	3.2	3.0	32.1	16.2	14.5	24.1	55.9	8.4	17.2	14.2	11.5
평균			21.7	27.1	17.5	4.3	3.7	3.4	14.7	16.7	10.8	16.2	-0.9	43.6	19.8	17.4	18.7

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 17년 11월 3일 종가 및 Consensus 기준

〈표5〉 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	2.9	28.2	531	588	679	41.2	32.9	60.1	7.8	5.6	8.8	40.0	29.0	50.6
RENESAS	16.9	39.3	6,232	6,728	7,127	950	772	943	15.2	11.5	13.2	767.5	679.4	764.4
NOVATEK	0.0	0.0	1,490	1,569	1,653	185	188	213	12.4	12.0	12.9	162.7	159.6	181.8
REALTEK	9.1	5.3	1,230	1,375	1,474	117.1	114.2	124.2	9.5	8.3	8.4	102.3	115.8	128.5
HIMAX	-0.3	28.3	802	703	882	66.1	20.8	90.7	8.2	3.0	10.3	57.9	22.5	64.5
TEXAS INSTRUMENT	7.5	20.3	13,285	14,946	15,553	4,680	6,055	6,457	35.2	40.5	41.5	3,499	4,658	4,751
SYNALTICS	-10.3	-23.8	1,719	1,721	1,786	204	186	189	11.9	10.8	10.6	174.1	159.6	167.0
ANALOG DEVICE	4.5	18.0	3,365	5,138	5,828	1,081	1,990	2,372	32.1	38.7	40.7	913.0	1,582	1,820
합계			28,654	32,769	34,982	7,325	9,359	10,450	25.6	28.6	29.9	5,716	7,406	7,927

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 17년 11월 3일 종가 및 Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	440	475	535	625	매출액	610	675	794	990
현금 및 현금성자산	263	268	301	333	증가율(%)	13.8	10.7	17.6	24.7
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	480	541	623	773
매출채권	112	133	151	191	매출총이익	130	134	171	216
재고자산	58	66	75	93	판매비와관리비	80	92	106	125
비유동자산	45	41	40	38	연구개발비	53	62	72	86
유형자산	15	12	10	9	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	17	16	17	16	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	486	516	575	663	영업이익	51	42	65	91
유동부채	100	106	121	143	증가율(%)	-9.4	-16.1	52.5	40.9
매입채무	88	95	109	132	영업이익률(%)	8.3	6.3	8.2	9.2
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	3	4	4	5
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	5	5	5	5	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-1	0	-1
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	58	45	69	95
부채총계	105	111	126	148	법인세비용	7	7	11	15
지배주주지분	381	405	449	515	세전계속이익률(%)	9.5	6.7	8.7	9.6
자본금	8	8	8	8	당기순이익	51	38	58	80
자본잉여금	76	76	76	76	순이익률(%)	8.3	5.6	7.3	8.1
이익잉여금	295	318	362	428	지배주주귀속 순이익	51	38	58	80
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	-1	1	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	49	39	58	81
자본총계	381	405	449	515	지배주주귀속총포괄이익	51	38	58	80

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	49	37	63	74	주당지표(원)				
당기순이익	51	38	58	80	EPS	3,116	2,344	3,579	4,944
유형자산감가상각비	1	1	1	1	BPS	23,406	24,901	27,586	31,658
무형자산상각비	7	6	4	5	CFPS	3,582	2,775	3,892	5,311
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	900	900	900	900
투자활동 현금흐름	1	-4	-3	-3	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	8.9	19.4	12.7	9.2
무형자산의 처분(취득)	0	-5	-5	-5	PBR	1.2	1.8	1.6	1.4
금융상품의 증감	0	0	0	0	PCR	7.8	16.4	11.7	8.6
재무활동 현금흐름	-16	-15	-15	-15	EV/EBITDA	3.3	9.5	6.3	4.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	13.9	9.7	13.6	16.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.5	7.3	8.8	9.8
배당금지급	-16	-15	-15	-15	부채비율	27.7	27.5	28.1	28.8
현금및현금성자산의증감	33	5	33	31	순부채비율	-69.1	-66.2	-67.2	-64.7
기초현금및현금성자산	229	263	268	301	매출채권회전율(x)	5.4	5.5	5.6	5.8
기말현금및현금성자산	263	268	301	333	재고자산회전율(x)	10.4	10.8	11.2	11.8

자료:실리콘웍스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(실리콘웍스)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				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	-13.7%	-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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매수): 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 %	-