

2017/12/06

실리콘웍스(108320)

디스플레이 정원석

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

보수적으로 가정해도 상승 여력이 훨씬 크다

Buy (Maintain)

■ LGD iPhone용 OLED 패널 공급 이원화 실패 우려는 과도하다

최근 일부 시장에 동사의 주력 고객사인 LG디스플레이가 APPLE 신규 iPhone용 OLED 패널 품질 인증에 실패 했으며 지난 2분기 실적 Conference 에서 발표되었던 30K/월 규모의 Flexible OLED 신규 설비 (E6 Line) 투자 계획에 차질이 발생할 수 있다는 우려가 부각되면서 동사 주가가 동반 하락세를 나타냈다. 그러나 당사가 파악한 바에 따르면 일부 협의 일정이 지연되고는 있지만 기존 투자 및 공급 계획의 방향성에는 큰 변화가 없는 것으로 보인다. 당초 LG디스플레이는 iPhone용 OLED 패널 공급을 위해 총 45K/월 규모의 6세대 Flexible OLED Capa.를 확보할 예정이었으나 그 중 1개 Line (15K/월)의 설비 투자가 다소 지연되고 있다. 따라서 19년부터 LG디스플레이가 iPhone용 OLED 패널 공급 이원화 체제 구축 가능성은 여전히 높을 것으로 예상하는 기존의 긍정적인 시각을 유지한다. 동사의 첫 6세대 Flexible OLED 생산 설비인 E5 라인 수율이 아직 40~50% 수준에 머물고 있어 확실히 이르지만 향후 안정적인 양산 기술을 확보할 수 있는 시간이 1년 가량 남아있다는 점을 감안할 때 지금의 우려는 과도하다고 판단된다.

■ 보수적으로 가정하더라도 상승 여력이 훨씬 크다

LG디스플레이의 iPhone용 Flexible OLED 라인 Capa.를 기존 계획인 45K/월와 보수적인 예상치인 30K/월 규모를 기준으로 공급 가능한 출하량을 가정하여 동사 실적 및 향후 적정 시가총액 전망에 미치는 영향을 분석해 보았다. 통상적으로 6세대 OLED Capa.에서 연간 생산할 수 있는 6.0" 패널 수량은 가동률 95%, 수율 80% 가정시 45K/월 경우 약 6,600만대, 30K/월의 경우 약 4,400만대이다. 이를 근거로 한 당사 추정치에 따르면 19년과 20년 동사 영업이익 감소폭은 각각 -100억원, -170억원 수준이며, 예상 적정 시가총액이 기존 대비 각각 1,300억원, 2,200억원 가량 낮아질 수 있다고 판단된다. 그러나 18년과 19년 예상 실적 기준 현 주가에서의 상승 여력이 각각 79%, 95%라는 점을 감안할 때 최근 시장의 우려와 같이 LG디스플레이의 iPhone용 OLED Capa. 투자가 보수적으로 이루어지더라도 안정적으로 Flexible OLED 패널 공급이 이루어진다면 충분히 매력적이다. 특히 18년부터 주요 중국 디스플레이 업체로 Flexible OLED용 DDI 공급이 가시화될 경우 추가 실적 상승 가능성도 존재한다.

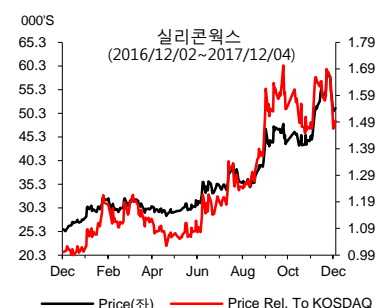
■ 매수 투자 의견 유지, 목표주가는 66,000원으로 상향 조정

목표주가(12M)	66,000원
종가(2017/12/05)	49,700원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	808십억원
외국인지분율	40.4%
배당금(2016)	900원
EPS(2017E)	2,400원
BPS(2017E)	24,957원
ROE(2017E)	9.9%
52주 주가	25,400~58,800원
60일평균거래량	164,377주
60일평균거래대금	7.9십억원

Price Trend



동사에 대한 매수 투자 의견 유지, 목표주가는 18년 예상 실적을 반영하여 66,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 18년 예상 EPS에 Target P/E 배수 14.5배 (최근 3년간 고점-평균 P/E 배수 중간치)를 적용하고 보유 순현금 가치를 일부 반영하였다. 향후 동사는 ① LG디스플레이와 중국 디스플레이 업체들의 Flexible OLED용 Capa. 확대에 2020년까지 구동 IC 수요가 빠르게 확대되고, ② LG디스플레이의 OLED TV 패널 출하량이 17년 180만대에서 20년 650만대 수준으로 3.5배 가량 증가하면서 OLED용 구동 Chip 출하량 증가와 Mix 개선에 따른 판가 인상 효과가 동시에 나타나며 중장기적인 실적 성장세를 보일 것으로 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 과도한 우려가 주가 조정을 이끌면서 지난 3년간 고점 P/E 배수 평균인 17배를 하회하고 있어 Valuation 부담이 상당히 완화되었다. 최근 주가 조정을 저점 매수의 기회로 적극 활용할 것을 권고한다.

<표 1> LG 디스플레이 iPhone 용 Flexible OLED 패널 출하량 가정에 따른 실리콘웍스 실적 변화 Scenario 분석

Scenario 1. LG디스플레이 iPhone용 Flexible OLED Capa. 45K/월 가정

	2017F	2018F	2019F	2020F
LG디스플레이 iPhone용 OLED 패널 출하량 가정 (만대)	LGD Capa. 45K/월 가정 → 3,000			6,000
실리콘웍스 연간 매출액 추정치 (억원)	6,807	7,944	9,910	11,964
iPhone향 매출액 가정 (억원)			2,043	3,405
Flexible OLED DDI Chip ASP 가정 (\$)			6.0	5.0
실리콘웍스 연간 영업이익 추정치 (억원)	436	681	939	1,193
영업이익률	6.4%	8.6%	9.5%	10.0%

Scenario 2. LG디스플레이 iPhone용 Flexible OLED Capa. 30K/월 가정

LG디스플레이 iPhone용 OLED 패널 출하량 가정 (만대)	LGD Capa. 30K/월 가정 → 2,000				4,000
실리콘웍스 연간 매출액 추정치 (억원)	6,807	7,944	9,229	10,829	
iPhone용 매출액 가정 (억원)			1,362	2,270	
Flexible OLED DDI Chip ASP 가정 (\$)			6.0	5.0	
실리콘웍스 연간 영업이익 추정치 (억원)	436	681	836	1,023	
영업이익률	7.7%	9.4%	9.1%	9.4%	

LGD iPhone용 OLED 패널 출하량 변화에 따른 영업이익 차이			-102	-170
법인세율 가정		15%	16%	16%
당기순이익 차이 (억원)			-86	-144
전일 종가 기준 시가총액 (억원)		8,083	8,083	8,083
기존 당사 추정치 기준 적정 시가총액 추정 (억원)		10,688	14,462	15,768
PER 15배 적용시 시가총액 차 (억원)			-1,291	-2,155
상승 여력 조정 민감도 분석			-8.9%	-13.7%
현 시가총액 기준 상승 여력			78.9%	95.1%

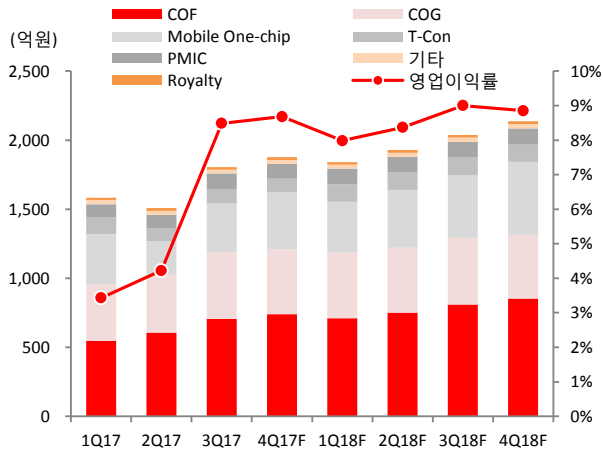
자료: 하이투자증권

<표 2> 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	1,876	1,841	1,928	2,038	2,136	6,100	6,807	7,944
YoY 증감률	0%	2%	26%	19%	16%	25%	13%	14%	14%	12%	17%
QoQ 증감률	1%	-3%	17%	4%	-2%	5%	6%	5%	-	-	-
COF	548	607	706	740	711	750	810	853	2,307	2,602	3,125
COG	408	417	482	467	473	470	483	461	1,611	1,773	1,888
Mobile One-chip	365	246	357	414	370	419	456	530	769	1,382	1,775
T-Con	122	95	101	99	126	128	125	123	709	416	501
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	1,483	1,450	1,510	1,591	1,668	4,797	5,454	6,218
매출원가율	82%	80%	79%	79%	79%	78%	78%	78%	79%	80%	78%
매출총이익	280	306	373	393	392	419	448	468	1,304	1,352	1,726
매출총이익률	18%	20%	21%	21%	21%	22%	22%	22%	21%	20%	22%
판매비 및 관리비	226	241	220	230	245	257	264	279	798	917	1,045
판관비율	14%	16%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
영업이익	54	65	153	163	147	161	183	189	506	436	681
영업이익률	3%	4%	8%	9%	8%	8%	9%	9%	8%	6%	9%
YoY 증감률	-64%	-41%	120%	-8%	171%	148%	20%	16%	-9%	-14%	56%
QoQ 증감률	-69%	20%	135%	6%	-10%	10%	14%	3%	-	-	-
당기순이익	55	47	128	160	131	143	165	171	507	390	611
순이익률	3%	3%	7%	9%	7%	7%	8%	8%	8%	6%	8%
YoY 증감률	-64%	-58%	60%	-1%	137%	202%	29%	7%	5%	-23%	56%
QoQ 증감률	-66%	-14%	169%	25%	-18%	10%	15%	3%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	35%	39%	39%	39%	39%	39%	40%	40%	38%	38%	39%
COG	26%	27%	27%	25%	26%	24%	24%	22%	26%	26%	24%
Mobile One-chip	23%	16%	20%	22%	20%	22%	22%	25%	13%	20%	22%
T-Con	8%	6%	6%	5%	7%	7%	6%	6%	12%	6%	6%
PMIC	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	6%
기타	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	3%	2%	2%
Royalty	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%

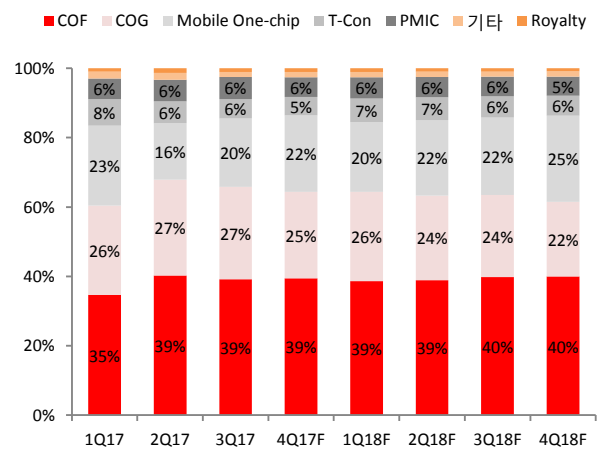
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 1> 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



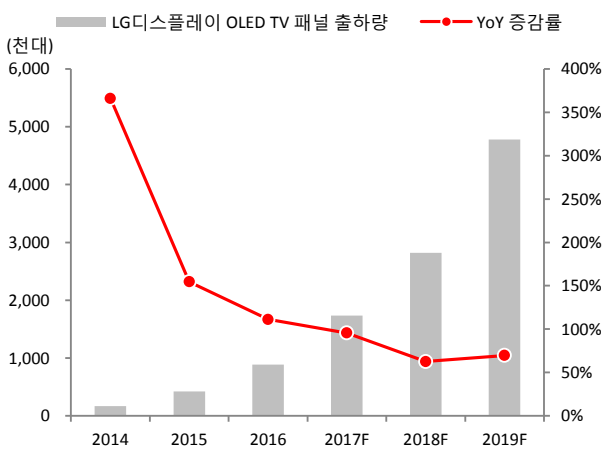
자료: 하이투자증권

<그림 2> 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



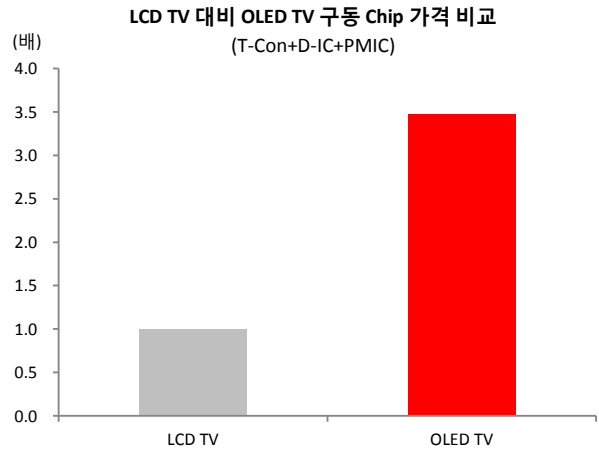
자료: 하이투자증권

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



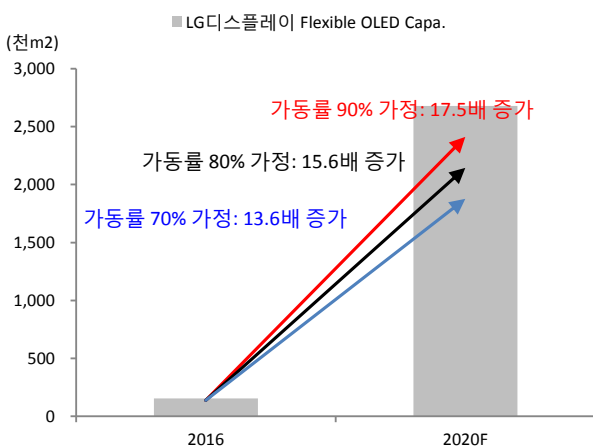
자료: 하이투자증권

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



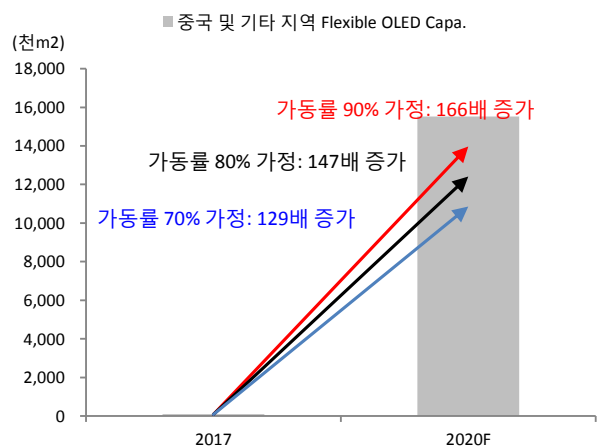
자료: 하이투자증권

<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 3> 실리콘웍스 목표주가 산출

SOTP (Sum Of the Parts) Valuation

	예상 지배주주순이익			P/E Target multiple	예상 기업 가치			비고
	17년	18년	19년		17년	18년	19년	
영업가치 (억원)	390	611	826	14.6 x	5,680	8,889	12,027	최근 3년간 P/E 배수 평균-고점 중간값
					5,680	8,889	12,027	(A)
금액				할인율	예상 기업 가치			비고
순차입금 (십억원)	-2,682	-3,052	-3,388	40%	-1,609	-1,831	-2,033	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십억원)					7,289	10,720	14,059	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)						16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					44,817	65,911	86,445	(D)=(C)/주식수
목표 주가 (원)						66,000		18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
전일 증가 (원)						49,700		전일 증가 기준
상승 여력						32.8%		

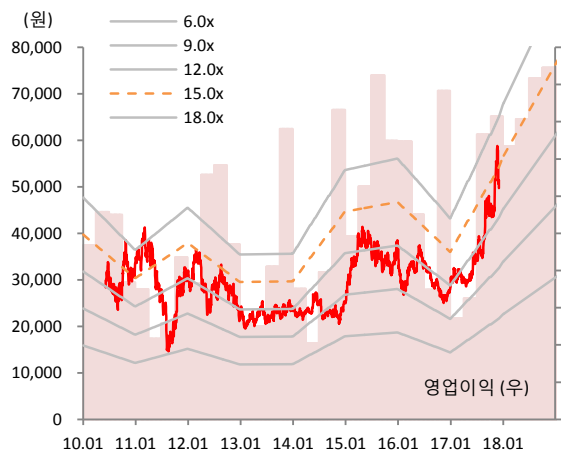
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<표 4> 실리콘웍스 연간 Valuation table

	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	
EPS (원)	2,529	1,970	1,979	2,979	3,116	2,400	3,755	5,081	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	24,957	27,817	32,027	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	24.5			최근 3년간 평균: 16.8
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	15.4			최근 3년간 평균: 12.3
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	11.9			최근 3년간 평균: 9.4
고점 P/B (배)	2.3	1.5	1.4	1.9	1.6	2.1			최근 3년간 평균: 1.9
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%	9.9%	14.2%	17.0%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 18년							3,755	5,081	18년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							17.5	17.5	18년 Peer group P/E 평균
적정주가 (원)							65,718	88,921	
목표주가 (원)							66,000		
전일 증가 (원)							49,700		18년 예상 실적 기준 P/E 13.2배
상승 여력							32.8%		

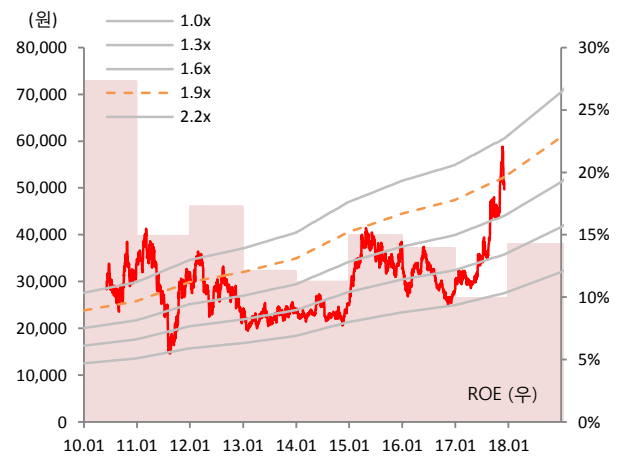
자료: 하이투자증권

<그림 7> 실리콘웍스 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 8> 실리콘웍스 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

Peer group Valuation table

<표 5> 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	46.6	758	18.0	23.2	14.2	2.2	2.1	1.9	10.1	11.9	7.6	3.2	-18.6	63.5	12.7	9.1	13.7
RENESAS	11.5	19,138	25	26.8	23.3	5.5	4.4	3.7	13.8	12.7	10.8	5	-5.0	15.0	25.4	16.4	16.5
NOVATEK	3.8	2,323	13.9	14.1	12.6	2.5	2.4	2.3	9.1	9.1	8.2	-21.9	1.5	11.4	17.9	17.5	18.8
REALTEK	3.6	1,807	16.8	15.5	13.9	2.3	2.4	2.3	7.1	7.3	7.0	25.2	12.2	11.3	14.4	15.2	16.1
HIMAX	13.0	2,236	35.4	65.6	34.2	4.7	5.0	4.4	28.1	88.7	21.6	102	-46	92	12.2	5.1	14.1
TEXAS INSTRUMENT	96.0	94,584	27.7	21.2	20.8	9.5	8.6	7.9	16.8	13.6	12.9	23.7	30.9	2.0	33.4	41.3	39.2
SYNALTICS	38.5	1,312	7.9	9.1	8.2	1.9	1.6	1.4	6.5	7.6	7.0	-31.4	-13.1	11.6	25.0	17.6	17.1
ANALOG DEVICE	84.8	31,257	18.4	16.4	15.3	3.0	2.8	2.7	15.0	13.8	13.1	24.1	11.7	7.4	18.2	12.4	9.8
평균			20.4	24.0	17.8	3.9	3.7	3.3	13.3	20.6	11.0	16.2	-3.3	26.8	19.9	16.8	18.2

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 17년 12월 5일 종가 및 Consensus 기준

<표 6> 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	11.0	13.7	531	617	715	41.2	39.2	65.8	7.8	6.4	9.2	40.0	32.6	53.2
RENESAS	-10.8	19.5	6,232	6,898	7,329	950	737	964	15.2	10.7	13.2	767.5	699.2	811.2
NOVATEK	0.0	-0.9	1,490	1,563	1,653	185	187	212	12.4	12.0	12.8	162.7	163.5	182.1
REALTEK	-10.5	-6.1	1,230	1,384	1,484	117.1	113.7	124.6	9.5	8.2	8.4	102.3	116.6	129.4
HIMAX	20.4	13.9	802	693	905	66.1	16.6	73.6	8.2	2.4	8.1	57.9	35.4	63.1
TEXAS INSTRUMENT	-2.1	17.3	13,285	14,943	15,556	4,680	6,055	6,457	35.2	40.5	41.5	3,499	4,658	4,751
SYNALTICS	11.6	-6.5	1,719	1,688	1,742	204	172	185	11.9	10.2	10.6	174.1	144.3	161.3
ANALOG DEVICE	-7.6	2.2	5,145	5,864	6,081	2,017	2,449	2,609	39.2	41.8	42.9	1,584.2	1,900	2,027
합계			30,434	33,651	35,464	8,262	9,769	10,690	27.1	29.0	30.1	6,387	7,749	8,178

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 17년 12월 5일 종가 및 Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	440	477	539	631
현금 및 현금성자산	263	268	305	339
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	112	134	151	192
재고자산	58	67	75	93
비유동자산	45	41	40	38
유형자산	15	12	10	9
무형자산	17	16	17	16
자산총계	486	518	579	669
유동부채	100	107	121	143
매입채무	88	96	109	132
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	5	5	5	5
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	105	112	126	149
지배주주지분	381	406	452	521
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	295	319	366	434
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	381	406	452	521

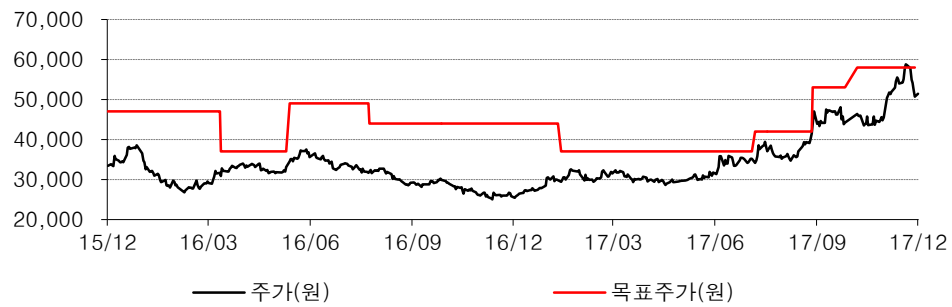
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	610	681	794	991
증가율(%)	13.8	11.6	16.7	24.7
매출원가	480	545	622	773
매출총이익	130	135	173	218
판매비와관리비	80	92	104	124
연구개발비	53	64	71	86
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	51	44	68	94
증가율(%)	-9.4	-13.9	56.3	37.8
영업이익률(%)	8.3	6.4	8.6	9.5
이자수익	3	4	4	5
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	-1	0	-1
세전계속사업이익	58	47	72	98
법인세비용	7	7	11	15
세전계속이익률(%)	9.5	6.8	9.1	9.9
당기순이익	51	39	61	83
순이익률(%)	8.3	5.7	7.7	8.3
지배주주귀속 순이익	51	39	61	83
기타포괄이익	-1	1	0	0
총포괄이익	49	40	61	83
지배주주귀속총포괄이익	51	39	61	83

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	49	38	66	76
당기순이익	51	39	61	83
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	37	34
기초현금및현금성자산	229	263	268	305
기말현금및현금성자산	263	268	305	339

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	3,116	2,400	3,755	5,081
BPS	23,406	24,957	27,817	32,027
CFPS	3,582	2,831	4,068	5,449
DPS	900	900	900	900
Valuation(배)				
PER	8.9	21.4	13.7	10.1
PBR	1.2	2.1	1.8	1.6
PCR	7.8	18.2	12.6	9.4
EV/EBITDA	3.3	11.2	7.3	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.9	9.9	14.2	17.0
EBITDA 이익률	9.5	7.4	9.2	10.1
부채비율	27.7	27.6	27.9	28.5
순부채비율	-69.1	-66.1	-67.5	-65.0
매출채권회전율(x)	5.4	5.5	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	10.4	10.9	11.2	11.8

자료 : 실리콘웍스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(실리콘웍스)



일자	투자의견	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	-13.7%	-9.3%
2017-10-10	Buy	58,000	1년	-14.3%	1.4%
2017-12-06	Buy	66,000	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 %	-