



2018/03/11

# 실리콘웍스(108320)

## 뚜렷한 상저하고 계절성, 상반기가 매수 시점

### ■ 4Q17 매출액 1,997억원, 영업이익 183억원으로 호실적 기록

동사 4Q17 실적은 매출액 1,997억원 (YoY: +27%, QoQ: +11%), 영업이익 183억원 (YoY: +3%, QoQ: +19%)을 기록하며 시장 기대치 (매출액 1,935억원, 영업이익 172억원)를 상회하였다. 계절적 성수기 진입으로 주력 고객사인 LG 디스플레이의 LCD TV, OLED TV 패널 출하량이 전분기 대비 각각 8%, 41% 증가하면서 COF 부문 제품 Mix와 수익성 개선이 실적 상승의 견인차 역할을 한 것으로 분석된다. 또한 고객사 신제품 출시 효과로 Mobile One-chip 출하가 확대되었다는 점도 4분기 호실적에 긍정적 영향을 미쳤다.

### ■ 18년에도 상저하고 계절성 클 것으로 전망

최근 동사 주가는 1Q18 실적 부진 우려로 지난 2월부터 25% 가량 하락하며 가파른 조정세를 나타냈다. 실적 부진의 주요 요인으로는 ① IT 최대 비수기 진입에 따른 LCD TV, OLED TV 패널 수요 감소와 ② 통상적으로 3월에 출시되었던 LG전자 G 시리즈의 출시 지연으로 Mobile One-chip 신제품 효과 부재, ③ 주로 COF DDI를 생산하는 8" Wafer foundry Capa. 부족으로 18년 Fab. 사용료가 약 10% 인상되면서 원가 부담이 높아질 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 이는 통상적인 계절성에 따른 것으로 지금의 우려는 과도하다는 판단이다. 동사는 13년부터 매년 뚜렷한 상저하고의 계절성을 보여왔으며 18년에도 계절성이 클 것으로 보인다. 연간 OLED TV 패널 출하량은 전년의 180만대에서 280만대 가량으로 증가할 것으로 예상되며, 전방 업체들의 신제품 출시 효과로 2분기부터 LG디스플레이의 Flexible OLED 패널 출하가 본격화되면서 하반기로 갈수록 가파른 실적 개선세를 나타낼 전망이다. 이를 반영한 18년 매출액은 7,880억원 (YoY: +14%), 영업이익은 589억원 (YoY: +29%)를 기록할 것으로 추정된다.

### ■ 하반기를 바라보며 현 시점에서 적극적 비중 확대 권고

동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 목표주가는 61,000원으로 8% 가량 하향 조정한다. 올해 8" Wafer foundry Capa. 부족으로 인한 사용료 인상분을 18년 신규 실적 추정치에 추가 반영하였기 하였다. 현 주가는 18년 예상 실적 기준 P/E 11.8배 수준으로 향후 성장성과 2,800억원 가량의 현금 및 현금성 자산을 보유하였다는 점을 감안할 때 하반기 주가 상승 여력이 크다는 판단이다. 하반기 뚜렷한 계절성을 감안하여 상반기를 비중 확대 시점으로 활용할 것을 권고한다.

디스플레이 정원석

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

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	61,000원
종가(2018/03/09)	41,850원

#### Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	681십억원
외국인지분율	39.3%
배당금(2016)	900원
EPS(2017E)	2,894원
BPS(2017E)	25,451원
ROE(2017E)	11.8%
52주 주가	28,600~58,800원
60일평균거래량	143,515주
60일평균거래대금	7.1십억원

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망

									(단위: 억원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	1,583	1,542	1,805	1,997	1,697	1,857	2,082	2,244	6,100	6,928	7,880
YoY 증감률	0%	2%	26%	27%	7%	20%	15%	12%	14%	14%	14%
QoQ 증감률	1%	-3%	17%	11%	-15%	9%	12%	8%	-	-	-
COF	548	607	706	836	759	794	906	986	2,307	2,698	3,445
COG	408	450	482	462	377	417	447	408	1,611	1,801	1,649
Mobile One-chip	365	246	357	437	282	367	447	569	769	1,405	1,665
T-Con	122	95	101	109	126	127	125	120	709	426	498
PMIC	94	94	115	105	107	106	110	112	388	408	434
기타	31	29	25	28	27	28	29	30	157	114	114
Royalty	15	21	20	20	19	19	19	19	159	75	75
매출원가	1,303	1,237	1,432	1,571	1,384	1,488	1,634	1,743	4,797	5,543	6,248
매출원가율	82%	80%	79%	79%	82%	80%	78%	78%	79%	80%	79%
매출총이익	280	306	373	425	314	369	449	500	1,304	1,385	1,631
매출총이익률	18%	20%	21%	21%	18%	20%	22%	22%	21%	20%	21%
판매비 및 관리비	226	241	220	243	233	250	268	291	798	930	1,042
판관비율	14%	16%	12%	12%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
영업이익	54	65	153	183	81	119	180	209	506	455	589
영업이익률	3%	4%	8%	9%	5%	6%	9%	9%	8%	7%	7%
YoY 증감률	-64%	-41%	120%	3%	49%	83%	18%	15%	-9%	-10%	29%
QoQ 증감률	-69%	20%	135%	19%	-56%	47%	52%	16%	-	-	-
당기순이익	55	47	128	240	78	116	177	206	507	471	578
순이익률	3%	3%	7%	12%	5%	6%	9%	9%	8%	7%	7%
YoY 증감률	-64%	-58%	60%	49%	42%	144%	39%	-14%	5%	-7%	23%
QoQ 증감률	-66%	-14%	169%	88%	-67%	48%	53%	16%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	35%	39%	39%	42%	45%	43%	44%	44%	38%	39%	44%
COG	26%	29%	27%	23%	22%	22%	21%	18%	26%	26%	21%
Mobile One-chip	23%	16%	20%	22%	17%	20%	21%	25%	13%	20%	21%
T-Con	8%	6%	6%	5%	7%	7%	6%	5%	12%	6%	6%
PMIC	6%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	6%
기타	2%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	3%	2%	1%
Royalty	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%

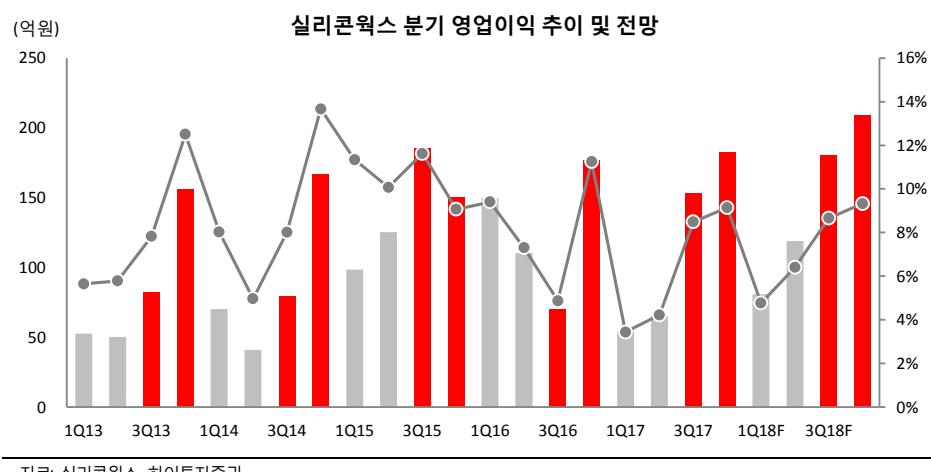
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 실리콘웍스 실적 추정치 비교

	기존				신규				차이			
	4Q17F	1Q18F	2Q18F	2018F	4Q17	1Q18F	2Q18F	2018F	4Q17	1Q18F	2Q18F	2018F
매출액	1,821	1,882	1,917	7,936	1,997	1,697	1,857	7,880	10%	-10%	-3%	-1%
매출원가	1,439	1,489	1,511	6,230	1,571	1,384	1,488	6,248	9%	-7%	-2%	0%
매출원가율	79%	79%	79%	79%	79%	82%	80%	79%	-	-	-	-
매출총이익	382	393	406	1,706	425	314	369	1,631	11%	-20%	-9%	-4%
판관비	229	252	263	1,059	243	233	250	1,042	6%	-8%	-5%	-2%
영업이익	152	142	143	648	183	81	119	589	20%	-43%	-17%	-9%
영업이익률	8%	8%	7%	8%	9%	5%	6%	7%	-	-	-	-
세전이익	165	151	153	662	196	90	130	631	19%	-41%	-15%	-5%
당기순이익	151	126	126	582	240	78	116	578	59%	-38%	-8%	-1%
당기순이익률	8%	7%	7%	7%	12%	5%	6%	7%	-	-	-	-

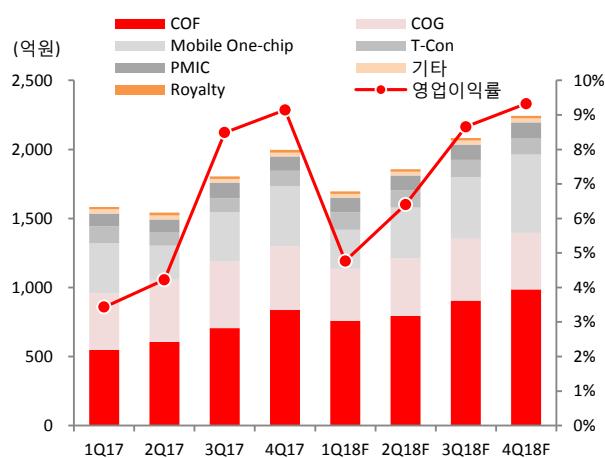
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 실리콘웍스 분기 영업이익 추이 및 전망



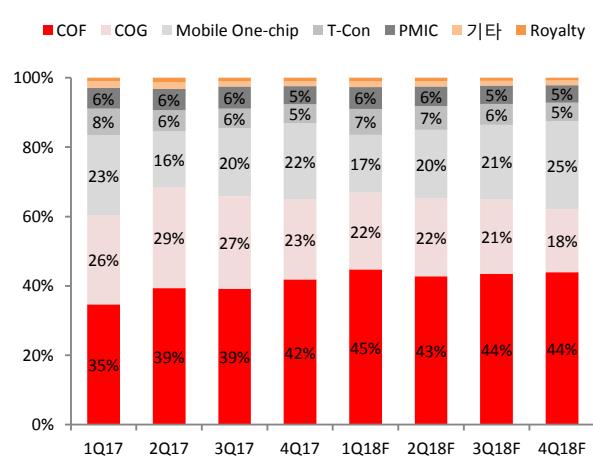
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



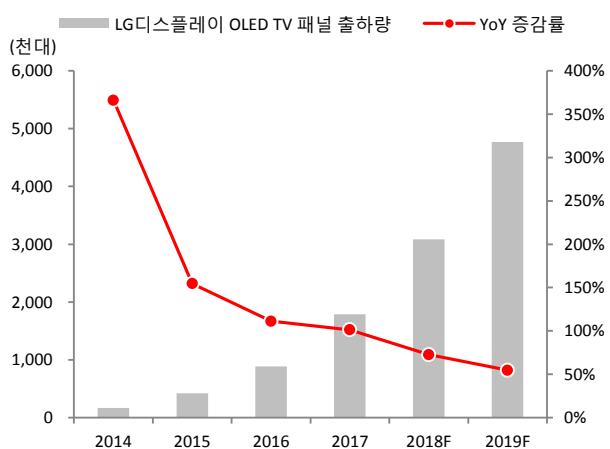
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;그림 3&gt; 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



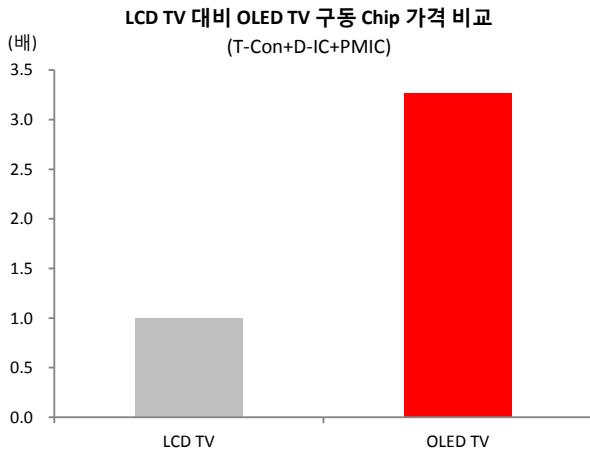
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;그림 4&gt; LG 디스플레이 OLED TV 패널 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

&lt;그림 5&gt; LCD TV 대비 OLED TV 구동 Chip 가격 상대 비교



자료: 하이투자증권

&lt;표 3&gt; 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)	471	578	871	13.9 x	6,521	8,008	12,073	최근 3년간 P/E 배수 평균-고점 중간값
					6,521	8,008	12,073	(A)
금액			할인율	예상 기업 가치			비고	
순차입금 (십억원)	-2,740	-3,110	-3,505	40%	-1,644	-1,866	-2,103	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십억원)					8,165	9,874	14,176	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)					16,264	16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					50,206	60,713	87,163	(D)=(C)/주식수
목표 주가 (원)					61,000		61,000	18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
전일 종가 (원)					41,850		41,850	전일 종가 기준
상승 여력					45.8%		45.8%	

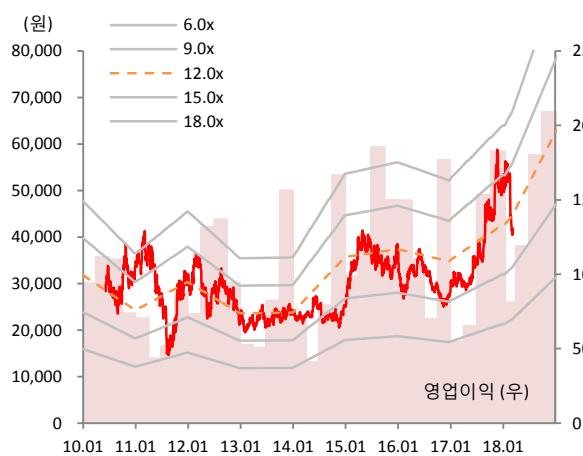
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;표 4&gt; 실리콘웍스 연간 Valuation table (참고용)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	
EPS (원)	2,529	1,970	1,979	2,979	3,116	2,894	3,553	5,357	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	25,451	28,109	32,595	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	20.3	15.8		최근 3년간 평균: 15.5
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	13.1	14.2		최근 3년간 평균: 12.2
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	9.8	11.4		최근 3년간 평균: 9.4
고점 P/B (배)	2.3	1.5	1.4	1.9	1.6	2.1	2.0		최근 3년간 평균: 1.9
평균 P/B (배)	1.8	1.3	1.2	1.6	1.3	1.4	1.8		최근 3년간 평균: 1.5
저점 P/B (배)	1.3	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1	1.4		최근 3년간 평균: 1.2
ROE	17.3%	12.1%	11.2%	15.0%	13.9%	11.8%	13.3%	17.6%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 18년							3,553	5,357	18년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							17.5	17.5	18년 Peer group P/E 평균
적정주가 (원)							62,182	93,747	
목표주가 (원)							61,000		
전일 종가 (원)							41,850		18년 예상 실적 기준 P/E 11.8배
상승 여력							45.8%		

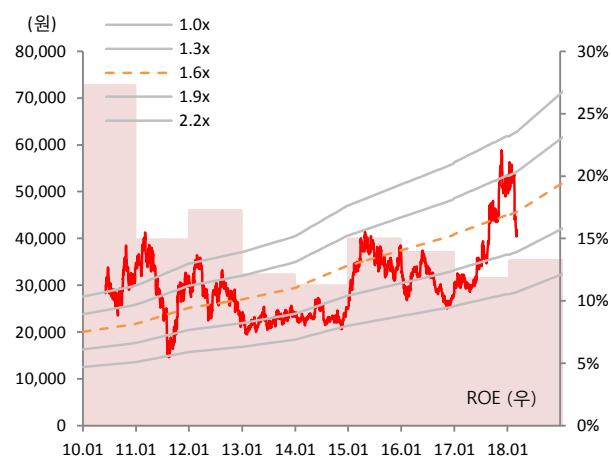
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

&lt;그림 6&gt; 실리콘웍스 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

&lt;그림 7&gt; 실리콘웍스 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	440	486	543	639		매출액	610	693	788	976	
현금 및 현금성자산	263	274	311	350		증가율(%)	13.8	13.6	13.7	23.9	
단기금융자산	0	0	0	0		매출원가	480	554	625	766	
매출채권	112	136	150	189		매출총이익	130	138	163	210	
재고자산	58	68	74	92		판매비와관리비	80	93	104	122	
비유동자산	45	41	40	38		연구개발비	53	65	70	85	
유형자산	15	12	10	9		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	17	16	17	16		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	486	527	583	677		영업이익	51	46	59	88	
유동부채	100	108	120	142		증가율(%)	-9.4	-10.1	29.4	49.4	
매입채무	88	97	108	130		영업이익률(%)	8.3	6.6	7.5	9.0	
단기차입금	-	-	-	-		이자수익	3	4	4	5	
유동성장기부채	-	-	-	-		이자비용	-	-	-	-	
비유동부채	5	5	5	5		지분법이익(손실)	-	-	-	-	
사채	-	-	-	-		기타영업외손익	0	-1	0	-1	
장기차입금	-	-	-	-		세전계속사업이익	58	48	63	92	
부채총계	105	113	125	147		법인세비용	7	1	5	5	
지배주주지분	381	414	457	530		세전계속이익률(%)	9.5	7.0	8.0	9.5	
자본금	8	8	8	8		당기순이익	51	47	58	87	
자본잉여금	76	76	76	76		순이익률(%)	8.3	6.8	7.3	8.9	
이익잉여금	295	327	370	443		지배주주귀속 순이익	51	47	58	87	
기타자본항목	-	-	-	-		기타포괄이익	-1	1	0	0	
비지배주주지분	-	-	-	-		총포괄이익	49	48	58	88	
자본총계	381	414	457	530		지배주주귀속총포괄이익	51	47	58	87	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	49	45	64	81	
당기순이익	51	47	58	87	
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	11	37	40	
기초현금및현금성자산	229	263	274	311	
기말현금및현금성자산	263	274	311	350	

주요투자지표		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		3,116	2,894	3,553	5,357
BPS		23,406	25,451	28,109	32,595
CFPS		3,582	3,324	3,866	5,725
DPS		900	900	900	900
Valuation(배)					
PER		8.9	14.5	11.8	7.8
PBR		1.2	1.6	1.5	1.3
PCR		7.8	12.6	10.8	7.3
EV/EBITDA		3.3	7.7	5.8	3.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		13.9	11.8	13.3	17.6
EBITDA 이익률		9.5	7.6	8.1	9.6
부채비율		27.7	27.4	27.4	27.7
순부채비율		-69.1	-66.2	-68.0	-66.1
매출채권회전율(x)		5.4	5.6	5.5	5.8
재고자산회전율(x)		10.4	11.0	11.1	11.8

자료 : 실리콘웍스 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(실리콘웍스)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				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	-23.5%	-14.7%
2018-03-12	Buy	61,000	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-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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

**하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-