



2018/04/16

실리콘웍스(108320)

디스플레이 정원석

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

1분기 실적 우려가 반영된 지금이 매수 적기

Buy (Maintain)

■ 1Q18 실적 부진 예상

동사 1Q18 실적은 매출액 1,689억원 (YoY: +7%, QoQ: -15%), 영업이익 50억원 (YoY: -8%, QoQ: -73%)을 기록하며 시장 기대치 (매출액 1,725억원, 영업이익 91억원)를 하회할 것으로 전망된다. 실적 부진의 주요 요인으로는 ① 원-달러 환율의 하락 (YoY: -7.1%, QoQ: -3.0%), ② 계절적 최대 비수기 진입에 따른 LCD TV, OLED TV 패널 수요 감소, ③ 통상적으로 3월에 출시되었던 LG 전자 G 시리즈의 출시 지연으로 Mobile One-chip 신제품 효과 부재, ④ 주로 COF DDI를 생산하는 8" Wafer foundry Capa. 부족으로 18년 Fab. 사용료가 약 10% 인상됨에 따라 비용 집행이 상반기에 보수적으로 반영되면서 원가 부담이 높아질 것으로 예상되기 때문이다.

■ 2분기부터 실적 개선세 나타날 전망

동사 실적은 2Q18부터 개선세가 재개될 것으로 판단된다. 5월 출시 예정인 LG전자 G7 신제품 효과로 3월부터 수익성이 높은 Mobile용 TDDI 출하가 본격화되었고, 계절적 성수기에 점차 진입하면서 LG디스플레이의 LCD TV 패널과 OLED TV 패널 출하량도 전분기 대비 각각 3%, 17% 가량 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 통상적으로 단가 인하 압력이 가장 큰 1분기를 지나면서 제품 가격도 전반적인 안정세를 보일 것으로 예상된다. 이를 반영한 2Q18 매출액은 1,889억원 (YoY: +23%, QoQ: +12%), 영업이익은 87억원 (YoY: +34%, QoQ: +75%)을 기록할 것으로 추정되며, 계절적 성수기인 하반기 이익 개선폭은 더욱 가파를 전망이다.

■ 1Q18 실적 우려로 발생한 충분한 주가 조정은 매수 기회

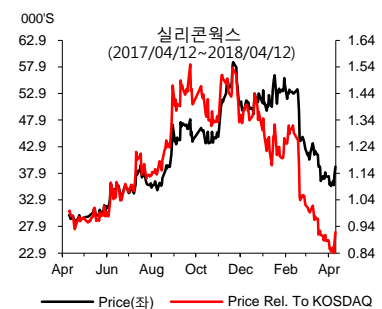
동사 올해 영업이익 전망치를 하향함에 따라 목표주가를 55,000원으로 기존 대비 9.8% 하향 조정한다. 최근 동사 주가는 1Q18 실적 부진 우려로 지난 2월부터 약 30% 가량 하락하며 18년 예상 실적 기준 P/E 12.9배 수준으로 전 세계 Fabless 업체 평균 배수인 19배 대비 상당히 저평가되어 있어 충분한 조정을 거친 것으로 판단된다. 동사는 13년부터 매년 뚜렷한 상저하고의 계절성을 보여왔으며, 특히 지난해 하반기 영업이익은 상반기 대비 무려 181%의 상승폭을 나타냈다. 올해에도 LG디스플레이의 OLED TV 패널 출하량은 전년의 179만대에서 290만대로 약 63% 가량으로 증가할 것으로 예상되며, 전방 업체들의 신제품 출시 효과로 2분기부터 LG디스플레이의 중소형 패널 출하가 본격화되면서 하반기 영업이익이 약 160%의 개선세를 나타낼 것으로 전망되는 바 현 시점에서의 비중 확대를 권고한다.

목표주가(12M)	55,000원
종가(2018/04/12)	39,150원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	637십억원
외국인지분율	39.1%
배당금(2017)	700원
EPS(2018E)	3,021원
BPS(2018E)	27,583원
ROE(2018E)	11.4%
52주 주가	28,600~58,800원
60일평균거래량	143,767주
60일평균거래대금	6.6십억원

Price Trend



<표 1> 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	1,689	1,899	2,050	2,144	6,100	6,928	7,782
YoY 증감률	0%	2%	26%	27%	7%	23%	14%	7%	14%	14%	12%
QoQ 증감률	1%	-3%	17%	11%	-15%	12%	8%	5%	-	-	-
COF	548	607	706	750	684	721	812	875	2,307	2,611	3,092
COG	408	448	482	484	382	420	436	410	1,611	1,822	1,648
Mobile One-chip	365	246	357	471	329	454	504	561	769	1,439	1,848
T-Con	122	95	101	101	121	123	119	114	709	418	476
PMIC	94	94	115	97	104	101	105	106	388	400	416
기타	31	29	25	21	24	23	24	25	157	108	96
Royalty	15	21	20	72	44	57	50	54	159	128	205
매출원가	1,303	1,237	1,432	1,432	1,406	1,555	1,621	1,583	4,797	5,404	6,166
매출원가율	82%	80%	79%	72%	83%	82%	79%	74%	79%	78%	79%
매출총이익	280	306	373	565	282	344	429	561	1,304	1,524	1,616
매출총이익률	18%	20%	21%	28%	17%	18%	21%	26%	21%	22%	21%
판매비 및 관리비	226	241	220	382	233	257	265	368	798	1,069	1,123
판관비율	14%	16%	12%	19%	14%	14%	13%	17%	13%	15%	14%
영업이익	54	65	153	183	50	87	163	193	506	455	493
영업이익률	3%	4%	8%	9%	3%	5%	8%	9%	8%	7%	6%
YoY 증감률	-64%	-41%	120%	3%	-8%	34%	7%	6%	-9%	-10%	8%
QoQ 증감률	-69%	20%	135%	19%	-73%	75%	88%	18%	-	-	-
당기순이익	55	47	128	240	50	87	164	193	507	471	495
순이익률	3%	3%	7%	12%	3%	5%	8%	9%	8%	7%	6%
YoY 증감률	-64%	-58%	60%	49%	-9%	84%	28%	-20%	5%	-7%	5%
QoQ 증감률	-66%	-14%	169%	88%	-79%	75%	87%	18%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	35%	39%	39%	38%	41%	38%	40%	41%	38%	38%	40%
COG	26%	29%	27%	24%	23%	22%	21%	19%	26%	26%	21%
Mobile One-chip	23%	16%	20%	24%	19%	24%	25%	26%	13%	21%	24%
T-Con	8%	6%	6%	5%	7%	6%	6%	5%	12%	6%	6%
PMIC	6%	6%	6%	5%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	5%
기타	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	2%	1%
Royalty	1%	1%	1%	4%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	3%

자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

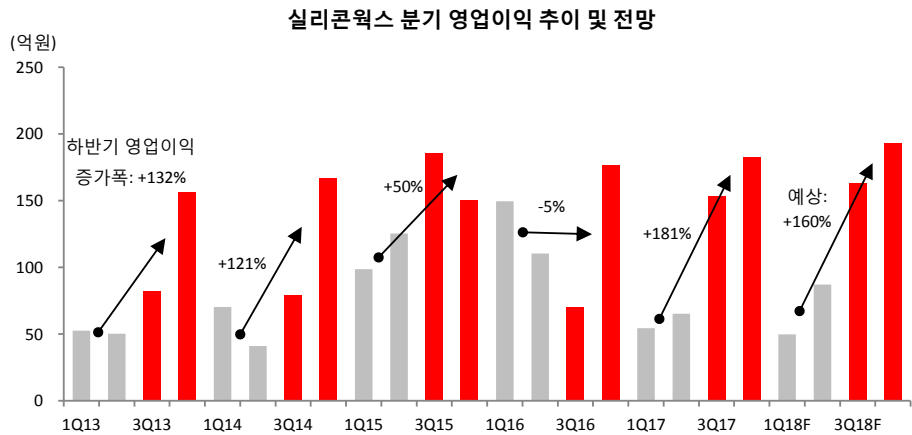
<표 2> 실리콘웍스 실적 추정치 변화 비교

(단위: 십억원)

	실적				추정치				추정치 변화			
	1Q18F	2Q18F	3Q18F	2018F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	2018F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	2018F
매출액	1,697	1,857	2,082	7,880	1,689	1,899	2,050	7,782	0%	2%	-2%	-1%
매출원가	1,384	1,448	1,634	6,248	1,406	1,555	1,621	6,166	2%	7%	-1%	-1%
매출원가율	82%	78%	78%	79%	83%	82%	79%	79%	-	-	-	-
매출총이익	313	409	448	1,632	282	344	429	1,616	-10%	-16%	-4%	-1%
판관비	233	250	268	1,042	233	257	265	1,123	0%	3%	-1%	8%
영업이익	81	119	180	589	50	87	163	493	-39%	-27%	-9%	-16%
영업이익률	5%	6%	9%	7%	3%	5%	8%	6%	-	-	-	-
세전이익	88	127	189	662	59	98	175	536	-33%	-23%	-8%	-19%
당기순이익	78	116	177	578	50	87	164	495	-36%	-25%	-7%	-14%
당기순이익률	5%	6%	9%	7%	3%	5%	8%	6%	-	-	-	-

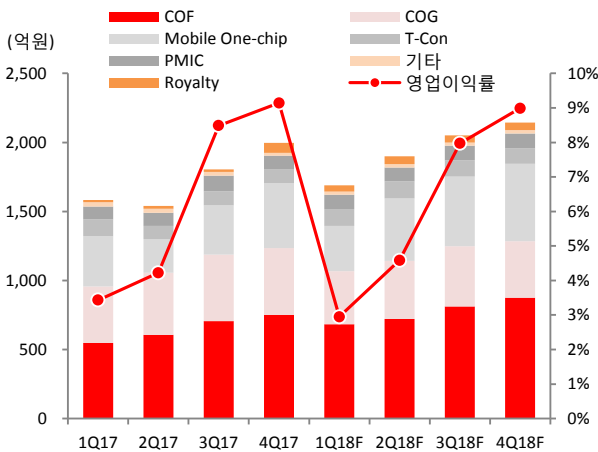
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 1> 실리콘웍스 분기 영업이익 추이 및 전망



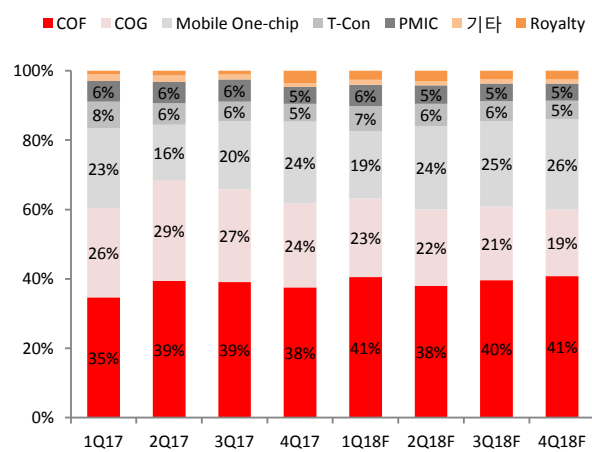
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 2> 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



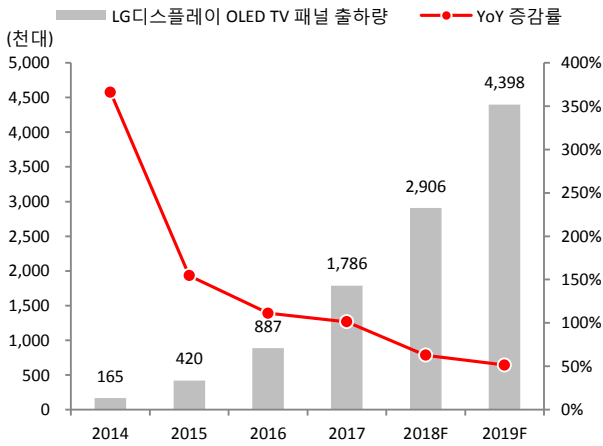
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 3> 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



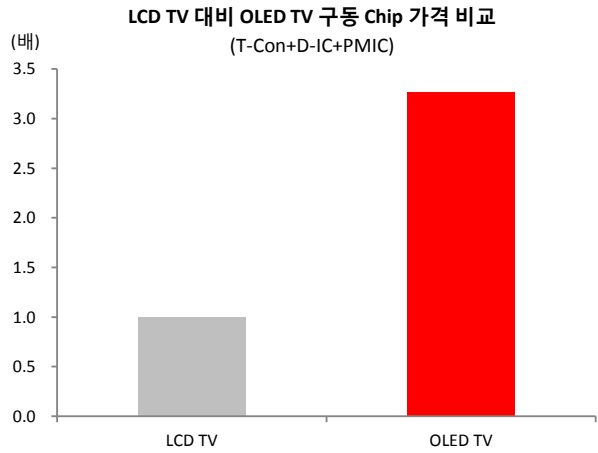
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 4> LG 디스플레이 OLED TV 패널 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

<그림 5> LCD TV 대비 OLED TV 구동 Chip 가격 상대 비교



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)	471	495	603	14.3 x	6,739	7,080	8,630	최근 3년간 P/E 배수 평균-고점 중간값
					6,739	7,080	8,630	(A)
	금액			할인율	예상 기업 가치			비고
순차입금 (십억원)	-2,749	-3,153	-3,516	40%	-1,649	-1,892	-2,110	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십억원)					8,388	8,972	10,740	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)						16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					51,574	55,167	66,033	(D)=(C)/주식수
목표 주가 (원)						55,000		18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
전일 증가 (원)						39,200		전일 증가 기준
상승 여력						40.3%		

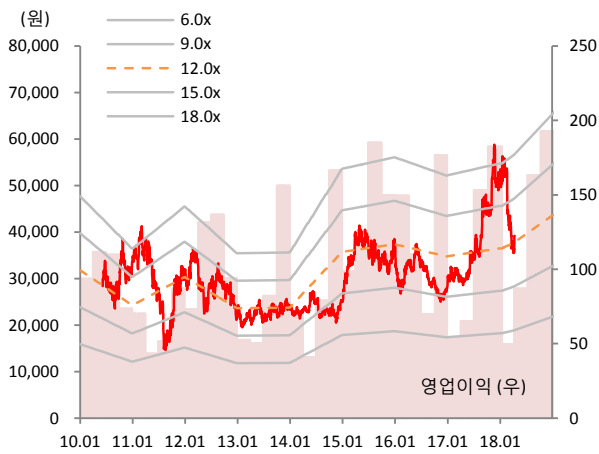
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<표 4> 실리콘웍스 연간 Valuation table

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	
EPS (원)	2,529	1,970	1,979	2,979	3,116	2,894	3,041	3,706	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	25,345	27,602	30,539	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	20.3	18.5		최근 3년간 평균: 16.2
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	13.1	15.2		최근 3년간 평균: 12.5
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	9.8	11.7		최근 3년간 평균: 9.5
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	1.7		최근 3년간 평균: 1.5
저점 P/B (배)	1.3	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1	1.3		최근 3년간 평균: 1.1
ROE	17.3%	12.1%	11.2%	15.0%	13.9%	11.9%	11.5%	12.7%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 18년							3,041	3,706	18년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							19.1	19.1	18년 Peer group P/E 평균
적정주가 (원)							58,074	70,781	
목표주가 (원)							55,000		
전일 증가 (원)							39,200		18년 예상 실적 기준 P/E 12.9배
상승 여력							40.3%		

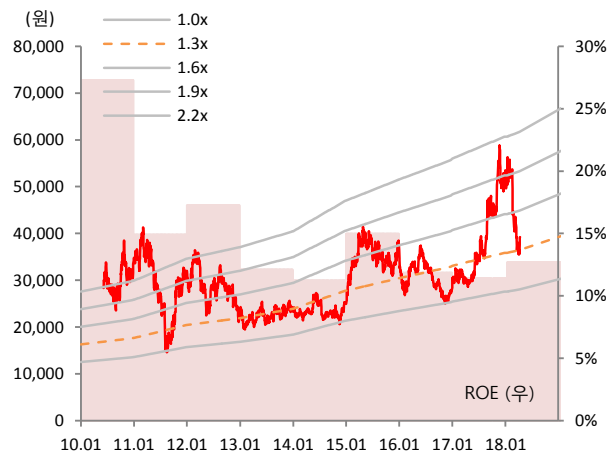
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 6> 실리콘웍스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 7> 실리콘웍스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

Peer group Valuation table

<표 5> 전세계 주요 Fabless 업체 Valuation table

업체명	주가 (US\$)	시가총액 (백만\$)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
			2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
실리콘웍스	36.6	595	10.1	12.1	11.3	1.4	1.6	1.4	3.7	7.5	4.9	13.9	11.9	13.1
아나패스	18.9	191	54.5	311	N/A	1.3	1.9	N/A	5.8	N/A	N/A	-28.3	0.9	N/A
Broadcom	246.9	101,431	30.0	63.8	12.4	8.1	4.9	3.7	25.0	9.3	10.5	-14.7	8.6	34.8
Texas Instrument	102.2	100,434	21.2	23.9	20.0	6.4	8.0	9.5	11.9	14.0	13.5	34.8	35.1	47.2
Qualcomm	55.7	82,501	14.7	15.8	16.5	2.7	2.7	4.9	8.9	10.8	12.5	18.1	7.9	30.8
Analog Device	92.8	34,310	23.7	26.4	16.8	3.7	4.5	3.1	15.1	13.8	13.7	16.8	9.5	14.4
Mediatek	11.4	18,127	13.9	17.1	20.9	1.5	1.7	2.0	8.3	11.5	14.8	9.8	9.6	9.7
Renasas	9.5	15,911	13.5	21.7	21.4	3.2	4.9	2.9	6.6	9.2	7.8	25.0	17.4	14.2
Novatek	4.4	2,678	11.0	14.1	14.2	2.5	2.5	2.6	7.3	7.5	8.9	17.7	17.8	19.1
Realtek	4.5	2,272	20.4	18.2	17.3	2.2	2.4	2.7	10.6	6.2	8.3	13.5	15.2	15.8
Synaptics	46.2	1,593	25.6	20.8	10.9	3.1	2.3	2.2	9.8	7.1	8.0	9.6	6.8	21.6
Himax	7.2	1,232	62.6	29.1	48.1	3.5	3.2	2.5	34.6	18.1	17.0	11.2	6.1	12.9
평균			25.1	47.8	19.1	3.3	3.4	3.4	12.3	10.5	10.9	10.6	12.2	21.2

자료: Bloomberg, 하이투자증권
 주: 18년 4월 13일 종가 기준

<표 6> 전세계 주요 Fabless 업체 연간 실적 추이 및 전망

업체명	매출액 (백만\$)			영업이익 (백만\$)			순이익 (백만\$)			순이익 증가율(%)		
	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
실리콘웍스	526	613	736	44	40	60	44	42	53	2.0%	-4.7%	26.6%
아나패스	86	77	N/A	6	4	N/A	-22	1	N/A	적자전환	-103%	N/A
Broadcom	13,240	17,636	21,198	-409	2,383	10,032	-1,739	1,692	9,071	-227%	-197%	436.1%
Texas Instrument	13,370	14,961	15,661	4,855	6,083	6,480	3,595	3,682	5,163	20.4%	2.4%	40.2%
Qualcomm	23,554	22,291	22,489	6,495	2,614	5,661	5,705	2,466	4,964	8.2%	-56.8%	101.3%
Analog Device	3,421	5,108	6,023	1,028	1,055	2,520	862	727	2,131	23.6%	-15.6%	193.0%
Mediatek	8,549	7,832	8,722	716	323	731	735	800	910	-10.1%	8.8%	13.8%
Renasas	5,780	6,959	7,651	865	699	853	719	689	773	-4.5%	-4.3%	12.2%
Novatek	1,417	1,548	1,702	175	189	220	155	165	190	-23.0%	6.4%	14.9%
Realtek	1,208	1,371	1,534	104	105	123	94	112	132	23.3%	18.2%	18.1%
Synaptics	1,667	1,718	1,671	75	65	166	72	49	145	-34.6%	-32.4%	196.1%
Himax	803	685	816	59	8	9	51	28	19	102.1%	-45.1%	-32.2%

자료: Bloomberg, 하이투자증권
 주: Bloomberg Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	498	555	621	700
현금 및 현금성자산	75	95	142	211
단기금융자산	200	220	209	199
매출채권	141	151	173	189
재고자산	61	70	76	82
비유동자산	47	45	44	44
유형자산	15	12	10	9
무형자산	18	19	21	21
자산총계	544	600	665	744
유동부채	129	148	166	185
매입채무	121	138	157	175
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	3	3	3	3
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	132	151	169	187
지배주주지분	412	449	497	557
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	326	364	413	474
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	412	449	497	557

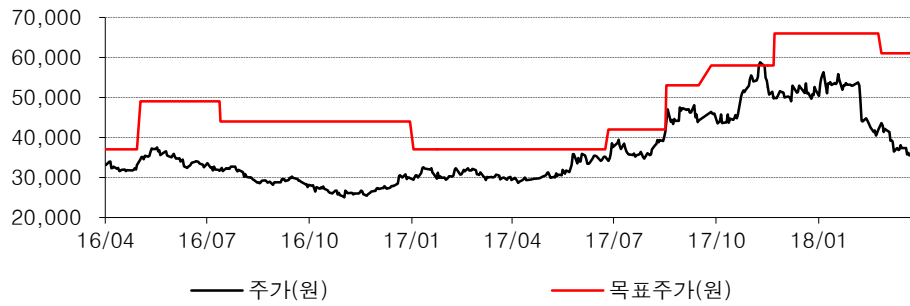
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	693	778	873	953
증가율(%)	13.6	12.3	12.2	9.2
매출원가	540	617	686	750
매출총이익	152	162	187	203
판매비와관리비	107	112	127	130
연구개발비	79	78	89	92
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	46	49	59	72
증가율(%)	-10.1	8.3	19.9	22.3
영업이익률(%)	6.6	6.3	6.8	7.6
이자수익	4	4	5	5
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	48	54	64	78
법인세비용	1	4	3	5
세전계속이익률(%)	7.0	6.9	7.3	8.2
당기순이익	47	49	60	73
순이익률(%)	6.8	6.4	6.9	7.6
지배주주귀속 순이익	47	49	60	73
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	46	48	59	71
지배주주귀속총포괄이익	47	49	60	73

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	33	56	69	83
당기순이익	47	49	60	73
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	3	3	4	4
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-206	-25	6	5
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-2	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-200	-20	11	10
재무활동 현금흐름	-15	-11	-11	-11
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-15	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-188	20	47	69
기초현금및현금성자산	263	75	95	142
기말현금및현금성자산	75	95	142	211

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,894	3,041	3,706	4,471
BPS	25,345	27,602	30,539	34,233
CFPS	3,101	3,325	3,995	4,794
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	18.3	12.9	10.6	8.8
PBR	2.1	1.4	1.3	1.1
PCR	17.1	11.8	9.8	8.2
EV/EBITDA	12.0	6.0	4.5	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.9	11.5	12.7	13.8
EBITDA 이익률	7.1	6.9	7.3	8.1
부채비율	32.0	33.6	34.0	33.6
순부채비율	-66.7	-70.2	-70.8	-73.6
매출채권회전율(x)	5.5	5.3	5.4	5.3
재고자산회전율(x)	11.6	11.9	12.0	12.1

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
2016-05-16	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	-37.2%	-29.6%
2018-04-16	Buy	55,000	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) 종목투자 의견은 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 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-