



2018/06/18

실리콘웍스(108320)

하반기 iPhone용 OLED Mobile DDI 공급 가시화

■ 4Q18 LG디스플레이 iPhone향 Flexible OLED 공급 가능성 확대

동사의 주력 고객사인 LG디스플레이의 iPhone 신제품향 6.5" Flexible OLED 패널 공급이 연내 시작될 것으로 예상된다. 다만 공급 시기는 경쟁사인 삼성 디스플레이가 iPhone 신제품 출시 시기에 맞춰 7월부터 시작될 예정인 반면 LG디스플레이는 이보다 늦은 4분기가 될 가능성이 높을 것으로 보인다. 지금 까지 iPhone용 Flexible OLED 패널은 삼성디스플레이가 독점 공급해왔다. 현재 LG디스플레이의 APPLE향 Flexible OLED 라인 CAPA 규모는 15K/월 (E6-Ph1)이며, 수율 80% 가정시 생산 가능한 6.5" 패널 수량은 분기당 최대 600 만대 수준이다. 이를 고려할 때 당사는 LG디스플레이의 iPhone용 6.5" OLED 패널 출하량이 약 300만대 수준일 것으로 전망한다.

■ 공급 확정시 하반기 영업이익 추정치 10% 상향 조정 가능

LG디스플레이의 iPhone용 Flexible OLED 패널 공급이 가시화될 경우 동사 연간 매출액과 영업이익은 기준 전망치 대비 각각 260억원 (+3.5%), 39억원 (+8.0%) 가량 상향 조정될 것으로 추정된다. Mobile DDI 수익성은 기준 제품 대비 높기 때문에 제품 Mix 개선에 따른 올해 하반기 영업이익 상승 효과가 더욱 뚜렷해질 수 있다. 특히 19년 실적에 대한 가시성도 높아져 현재 당사의 실적 추정치인 매출액 8,520억원 (YoY: +13%), 영업이익 698억원 (YoY: +43%)을 무리없이 달성 가능할 것으로 전망된다. 일부 시장에서 LCD 업황 부진으로 주력 고객사인 LG디스플레이의 LCD TV 패널 출하량이 감소할 경우 동사 실적이 하락할 것으로 우려하지만 지난해부터 BOE, CSOT 등 중국 1st Tier 업체들을 고객사로 확보하면서 점유율을 늘려 나가고 있기 때문에 충분히 상쇄 가능할 것으로 판단된다.

■ 매수 투자의견과 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자의견과 목표주가를 유지한다. 동사는 14년 (주)LG 계열 사로 편입된 이후 그룹 내 유일한 반도체 업체로서 관련 역량이 집중되고 있다. 현 주가는 18년 예상 실적 기준 P/E 13배 수준으로 ① 전세계 Fabless 업체 평균 배수인 17.2배 (Himax 제외) 대비 상당히 저평가되어 있고, ② 13년부터 매년 꾸준한 성장세를 보이고 있는 가운데 내년 실적 성장 가시성도 높아 주가 상승 여력이 충분하다고 판단된다. 동사는 13년부터 매년 뚜렷한 상저하고의 계절성을 보여왔으며 올해도 하반기 영업이익이 상반기 대비 무려 205% 가량 상승할 것으로 예상되어 상반기 실적 부진에 따른 주가 조정을 비중 확대의 기회로 활용할 것을 권고한다.

디스플레이 정원석

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

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	55,000원
종가(2018/06/15)	39,500원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	641십억원
외국인지분율	38.2%
배당금(2017)	700원
EPS(2018E)	3,005원
BPS(2018E)	27,566원
ROE(2018E)	11.4%
52주 주가	33,400~58,800원
60일평균거래량	133,339주
60일평균거래대금	5.1십억원

Price Trend



<표 1> 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	1,583	1,542	1,805	1,997	1,622	1,788	2,002	2,127	6,928	7,538	8,520
YoY 증감률	0%	2%	26%	27%	2%	16%	11%	6%	14%	9%	13%
QoQ 증감률	1%	-3%	17%	11%	-19%	10%	12%	6%	-	-	-
COF	548	607	706	750	716	733	806	867	2,611	3,122	3,406
COG	408	448	484	484	423	449	469	444	1,824	1,785	1,621
Mobile DDI	365	246	357	471	249	340	462	540	1,439	1,592	2,363
T-Con	122	95	101	101	106	107	119	119	418	452	503
PMIC	94	94	115	97	101	99	102	104	400	405	421
기타	31	29	25	21	18	20	20	21	108	79	95
Royalty	15	21	20	72	9	39	24	32	128	103	113
매출원가	1,303	1,237	1,432	1,432	1,251	1,385	1,543	1,562	5,404	5,742	6,427
매출원가율	82%	80%	79%	72%	77%	77%	77%	73%	78%	76%	75%
매출총이익	280	306	373	565	370	403	459	564	1,524	1,796	2,093
매출총이익률	18%	20%	21%	28%	23%	23%	23%	27%	22%	24%	25%
판매비 및 관리비	226	241	220	382	339	315	285	371	1,069	1,310	1,396
판관비율	14%	16%	12%	19%	21%	18%	14%	17%	15%	17%	16%
영업이익	54	65	153	183	32	87	174	193	455	486	698
영업이익률	3%	4%	8%	9%	2%	5%	9%	9%	7%	6%	8%
YoY 증감률	-64%	-41%	120%	3%	-42%	34%	14%	6%	-10%	7%	43%
QoQ 증감률	-69%	20%	135%	19%	-83%	175%	100%	11%	-	-	-
당기순이익	55	47	128	240	61	78	165	184	471	489	705
순이익률	3%	3%	7%	12%	4%	4%	8%	9%	7%	6%	8%
YoY 증감률	-64%	-58%	60%	49%	11%	65%	29%	-23%	-7%	4%	44%
QoQ 증감률	-66%	-14%	169%	88%	-75%	28%	111%	11%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	35%	39%	39%	38%	44%	41%	40%	41%	38%	41%	40%
COG	26%	29%	27%	24%	26%	25%	23%	21%	26%	24%	19%
Mobile One-chip	23%	16%	20%	24%	15%	19%	23%	25%	21%	21%	28%
T-Con	8%	6%	6%	5%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
PMIC	6%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	5%	5%
기타	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Royalty	1%	1%	1%	4%	1%	2%	1%	1%	2%	1%	1%

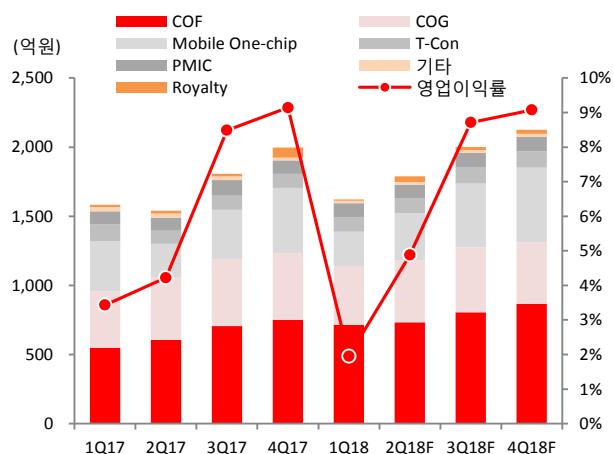
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<표 2> LG 디스플레이 iPhone 용 Flexible OLED 패널 공급시 실리콘웍스 실적에 미치는 영향 분석

	2H18			
LG디스플레이 iPhone용 Flexible OLED 패널 출하량 가정 (만대)	200	300	400	600
30% 재고 고려한 실리콘웍스 Flexible OLED용 DDI 출하량 가정 (만개)	260	390	520	780
Flexible OLED용 Mobile DDI (US\$)	6.3	6.3	6.3	6.3
실리콘웍스 iPhone향 DDI 예상 매출액 (억원)	173	260	347	520
영업이익률 15% 가정시 영업이익 추정치 (억원)	26.0	39.0	52.0	78.0
순이익xP/E 15배 적용시 예상 시가총액 상승 규모 (억원)	390	585	780	1,170

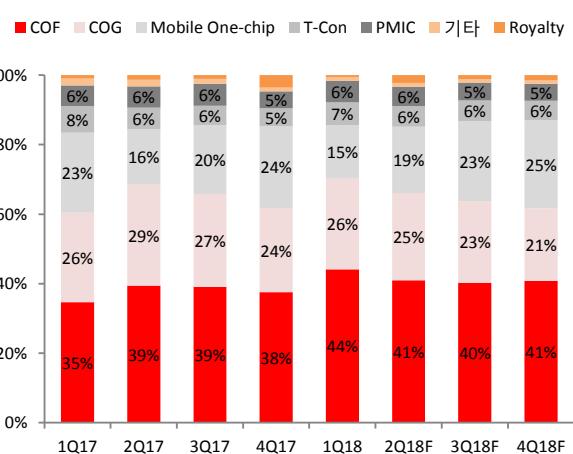
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 2> 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



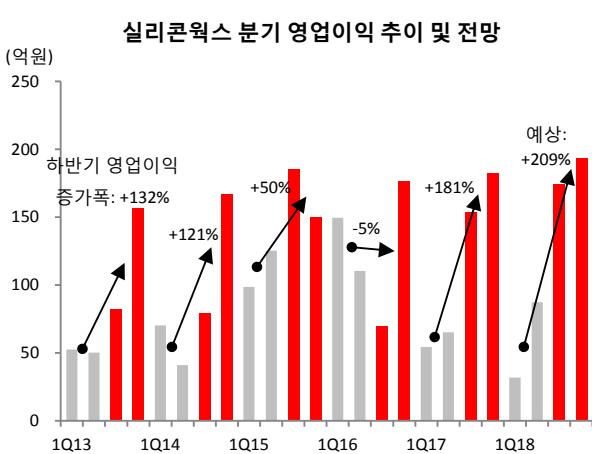
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 3> 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



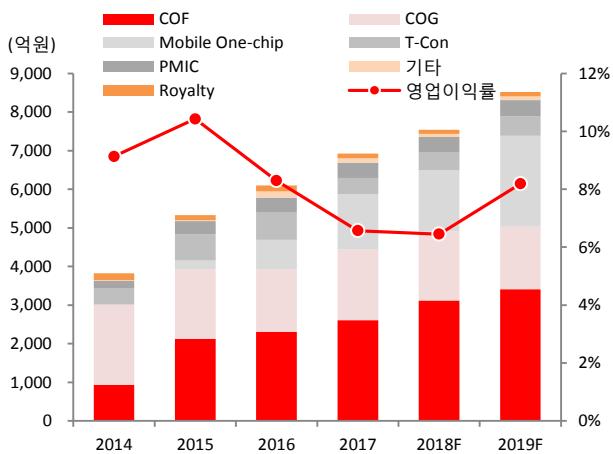
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 3> 실리콘웍스 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 4> 실리콘웍스 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 실리콘웍스, 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	489	705	14.2 x	6,703	6,960	10,044	최근 3년간 P/E 배수 평균-고점 중간값
					6,703	6,960	10,044	(A)
금액			할인율	예상 기업 가치			비고	
순차입금 (십 억원)	-2,749	-3,182	-3,643	40%	-1,649	-1,909	-2,186	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십 억원)					8,352	8,869	12,229	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)					16,264	16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					51,354	54,533	75,193	(D)=(C)/주식수
목표 주가 (원)					55,000			18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
전일 종가 (원)					39,500			전일 종가 기준
상승 여력					39.2%			

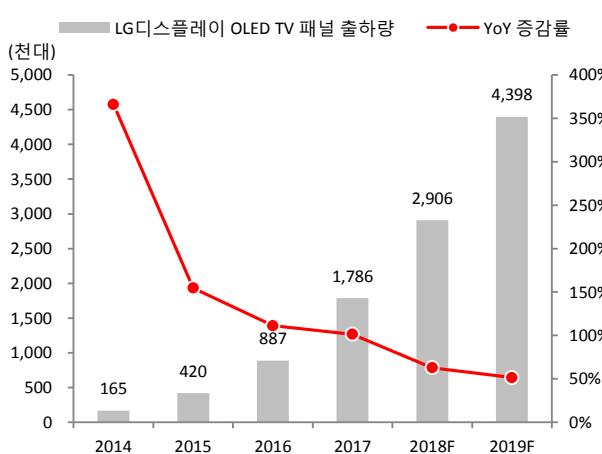
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<표 4> 실리콘웍스 연간 Valuation table

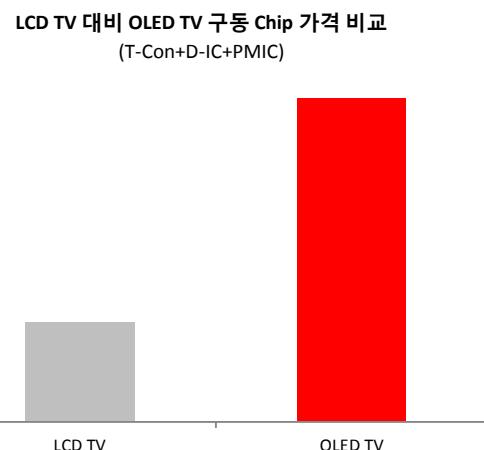
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	
EPS (원)	2,529	1,970	1,979	2,979	3,116	2,894	3,005	4,336	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	25,345	27,566	31,133	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	20.3	18.7		최근 3년간 평균: 16.2
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	13.1	14.4		최근 3년간 평균: 12.2
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	9.8	11.1		최근 3년간 평균: 9.3
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	1.5		최근 3년간 평균: 1.4
저점 P/B (배)	1.3	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1	1.2		최근 3년간 평균: 1.1
ROE	17.3%	12.1%	11.2%	15.0%	13.9%	11.9%	11.4%	14.8%	지배주주순이익 기준

자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

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



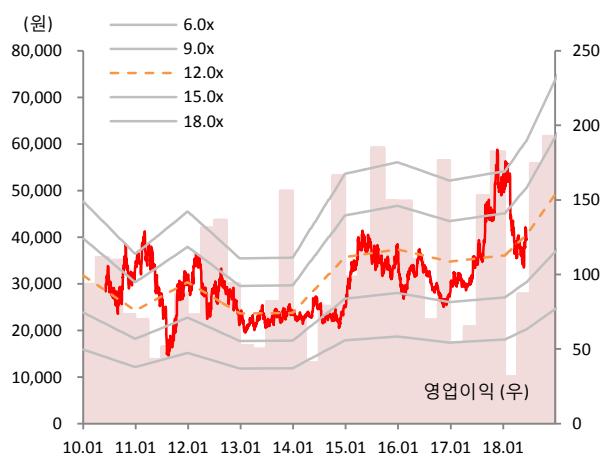
<그림 5> LCD TV 대비 OLED TV 구동 Chip 가격 비교



자료: IHS, 하이투자증권

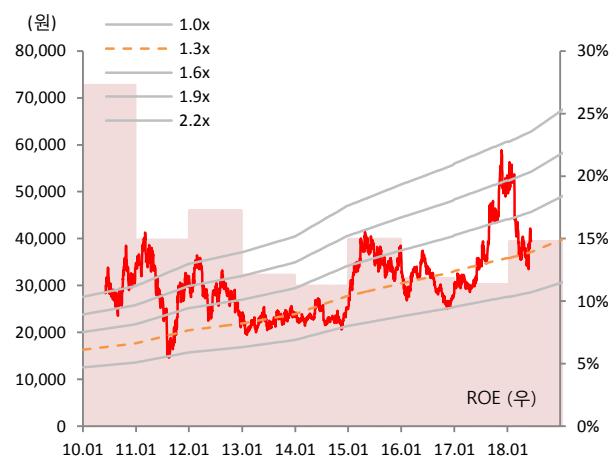
자료: 하이투자증권

<그림 5> 실리콘웍스 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 6> 실리콘웍스 12 개월 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	35.8	582	10.1	12.1	13.6	1.4	1.6	1.4	3.7	7.5	6.2	13.9	11.9	11.0
아나파스	15.2	154	54.5	311	N/A	1.3	1.9	N/A	5.8	N/A	N/A	-28.3	0.9	N/A
Broadcom	270.2	116,653	30.0	63.8	13.7	8.1	4.9	3.8	25.0	9.3	12.4	-14.7	8.6	36.6
Texas Instrument	115.9	113,447	20.8	23.9	21.2	6.4	8.0	10.5	11.8	14.0	14.8	34.8	35.1	50.5
Qualcomm	59.9	88,750	14.7	15.8	18.7	2.7	2.7	3.8	8.9	10.8	16.2	18.1	7.9	28.5
Analog Device	101.5	37,646	23.7	26.4	17.4	3.7	4.5	3.4	15.1	13.8	15.2	16.8	9.5	20.9
Mediatek	10.5	16,498	13.9	17.1	20.1	1.5	1.7	1.8	8.3	11.5	14.1	9.8	9.6	9.5
Renatas	10.0	16,719	13.5	21.7	23.6	3.2	4.9	3.2	6.6	9.2	8.9	25.0	17.4	14.7
Novatek	4.8	2,946	11.0	14.1	16.1	2.5	2.5	3.0	7.3	7.5	10.1	17.7	17.8	18.9
Realtek	3.7	1,904	20.4	18.2	15.3	2.2	2.4	2.4	10.6	6.2	7.6	13.5	15.2	16.0
Synaptics	48.5	1,678	25.6	20.8	12.2	3.1	2.3	2.4	9.8	7.1	9.4	9.6	6.8	19.7
Himax	8.2	1,403	62.6	29.1	94.8	3.5	3.2	2.9	34.6	18.1	19.8	11.2	6.1	14.2
평균			25.1	47.8	24.2	3.3	3.4	3.5	12.3	10.5	12.3	10.6	12.2	21.9

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 18년 6월 15일 Bloomberg Consensus 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	706	44	40	46	44	42	44	2.0%	-4.7%	5.2%
아나파스	86	77	N/A	6	4	N/A	-22	1	N/A	적자전환	-103%	N/A
Broadcom	13,240	17,636	20,801	-409	2,383	10,111	-1,739	1,692	9,066	-227%	-197%	435.8%
Texas Instrument	13,370	14,961	15,988	4,855	6,083	6,711	3,595	3,682	5,588	20.4%	2.4%	51.8%
Qualcomm	23,554	22,291	21,980	6,495	2,614	5,083	5,705	2,466	4,837	8.2%	-56.8%	96.1%
Analog Device	3,421	5,108	6,102	1,028	1,055	2,567	862	727	2,197	23.6%	-15.6%	202.1%
Mediatek	8,549	7,832	8,382	716	323	677	735	800	845	-10.1%	8.8%	5.6%
Renatas	5,780	6,959	7,282	865	699	784	719	689	704	-4.5%	-4.3%	2.3%
Novatek	1,417	1,548	1,688	175	189	222	155	165	186	-23.0%	6.4%	12.3%
Realtek	1,208	1,371	1,513	104	105	108	94	112	125	23.3%	18.2%	12.3%
Synaptics	1,667	1,718	1,634	75	65	160	72	49	138	-34.6%	-32.4%	183.6%
Himax	803	685	794	59	8	12	51	28	9	102.1%	-45.1%	-66.7%

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 18년 6월 15일 Bloomberg Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		498	551	628	717	매출액		693	754	852	945
현금 및 현금성자산		75	98	155	229	증가율(%)		13.6	8.8	13.0	10.9
단기금융자산		200	220	209	199	매출원가		540	574	643	715
매출채권		141	146	169	188	매출총이익		152	180	209	230
재고자산		61	67	74	81	판매비와관리비		107	131	140	150
비유동자산		47	45	44	44	연구개발비		79	90	97	105
유형자산		15	12	10	9	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		18	19	21	21	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		544	596	672	760	영업이익		46	49	70	80
유동부채		129	145	163	184	증가율(%)		-10.1	6.8	43.5	15.0
매입채무		121	134	154	174	영업이익률(%)		6.6	6.5	8.2	8.5
단기차입금		-	-	-	-	이자수익		4	4	5	6
유동성장기부채		-	-	-	-	이자비용		-	-	-	-
비유동부채		3	3	3	3	지분법이익(손실)		-	-	-	-
사채		-	-	-	-	기타영업외손익		-1	0	0	0
장기차입금		-	-	-	-	세전계속사업이익		48	53	74	86
부채총계		132	148	166	186	법인세비용		1	4	4	6
지배주주지분		412	448	506	574	세전계속이익률(%)		7.0	7.0	8.7	9.1
자본금		8	8	8	8	당기순이익		47	49	71	80
자본잉여금		76	76	76	76	순이익률(%)		6.8	6.5	8.3	8.5
이익잉여금		326	364	423	492	지배주주귀속 순이익		47	49	71	80
기타자본항목		-	-	-	-	기타포괄이익		-1	-1	-1	-1
비지배주주지분		-	-	-	-	총포괄이익		46	48	69	79
자본총계		412	448	506	574	지배주주귀속총포괄이익		47	49	71	80

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		33	59	62	79
당기순이익		47	49	71	80
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	23	57	74
기초현금및현금성자산		263	75	98	155
기말현금및현금성자산		75	98	155	229

주요투자지표		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		2,894	3,005	4,336	4,939
BPS		25,345	27,566	31,133	35,296
CFPS		3,101	3,289	4,626	5,262
DPS		700	700	700	700
Valuation(배)					
PER		18.3	13.1	9.1	8.0
PBR		2.1	1.4	1.3	1.1
PCR		17.1	12.0	8.5	7.5
EV/EBITDA		12.0	6.1	3.7	2.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		11.9	11.4	14.8	14.9
EBITDA 이익률		7.1	7.1	8.7	9.0
부채비율		32.0	32.9	32.8	32.4
순부채비율		-66.7	-71.0	-71.9	-74.6
매출채권회전율(x)		5.5	5.2	5.4	5.3
재고자산회전율(x)		11.6	11.7	12.1	12.2

자료 : 실리콘웍스, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(실리콘웍스)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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-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 간접 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 2018-03-31 기준

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