



2018/09/03

# 실리콘웍스(108320)

디스플레이 정원석

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

## 확실한 하반기 이익 개선 모멘텀

# Buy (Maintain)

### ■ 하반기 영업이익 증가폭 +204% 예상

동사 하반기 실적 개선세가 더욱 가팔라질 것으로 전망된다. ① 계절적 성수기에 진입하면서 LG디스플레이의 LCD TV 패널과 OLED TV 패널 출하량이 전분기 대비 각각 2%, 12% 가량 증가할 것으로 예상되고, ② 통상적으로 단가 인하 우려가 높은 상반기를 지나면서 제품 가격도 전반적인 안정세를 보일 것으로 판단되기 때문이다. 특히 ③ LG디스플레이 2Q18 Conference call에서 확인할 수 있듯이 올해 4분기 초부터 iPhone 신제품인 6.5" Flexible OLED 패널 공급이 시작될 가능성이 높다는 점도 동사 실적에 긍정적이다. Mobile DDI 수익성은 기존 제품 대비 높기 때문에 제품 Mix 개선으로 동사의 하반기 영업이익 상승 효과가 더욱 뚜렷해질 수 있다. 이를 반영한 3Q18 매출액은 2,157억원 (YoY: +19%, QoQ: +20%), 영업이익은 199억원 (YoY: +30%, QoQ: +89%)을 기록하면서 전분기 및 전년 대비 모두 큰 폭의 성장세를 나타낼 것으로 추정된다.

### ■ 2020년까지 실적 성장 가시성 높다

최근 일부 시장에서 4Q18부터 공급 예정인 LG디스플레이의 iPhone 신제품인 Flexible OLED와 관련하여 아직까지 고객사 승인이 이루어지지 않아 공급 여부에 대해 우려하는 시각이 존재한다. 그러나 당사는 당초 4분기부터 공급이 시작될 예정이었던 만큼 9월경에는 고객사 이루어질 가능성이 높으며 LG디스플레이의 공급이 확정될 경우 동사 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다. 향후 2020년까지 LG디스플레이의 OLED TV와 Flexible OLED 출하의 가파른 증가세는 동사의 매출 확대와 제품 Mix에 따른 수익성 개선의 견인차 역할을 할 것으로 예상된다. 또한 2020년부터는 LG화학의 중대형 배터리용 BMS IC, LG전자향 가전, 차량용 전장에 적용되는 PMIC, LED D-IC 등을 내재화하여 매출 다변화를 통해 중장기적인 성장세를 이어갈 전망이다.

### ■ 매수 투자 의견과 목표주가 유지

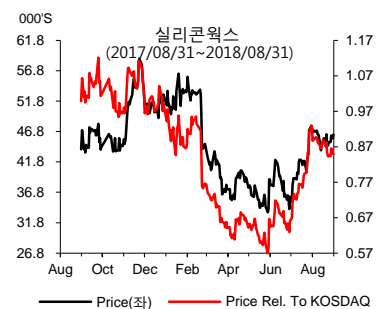
동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 현 주가는 18년 예상 실적 기준 P/E 13.5배 수준으로 전세계 Fabless 업체 평균 배수인 16.6배 (Himax 제외) 대비 저평가되어 있고, 13년부터 매년 꾸준한 성장세를 보이고 있는 가운데 19~20년 실적 성장 가시성도 상당히 높아 주가 상승 여력이 충분하다고 판단된다. 동사는 13년부터 매년 뚜렷한 상저하고의 계절성을 보여 왔으며 올해도 하반기 영업이익이 상반기 대비 무려 204% 가량 상승할 것으로 예상되어 동사 주가에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

목표주가(12M)	57,000원
종가(2018/08/31)	46,300원

### Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	753십억원
외국인지분율	38.9%
배당금(2017)	700원
EPS(2018E)	3,392원
BPS(2018E)	27,953원
ROE(2018E)	12.7%
52주 주가	33,500~58,800원
60일평균거래량	135,219주
60일평균거래대금	5.7십억원

### Price Trend

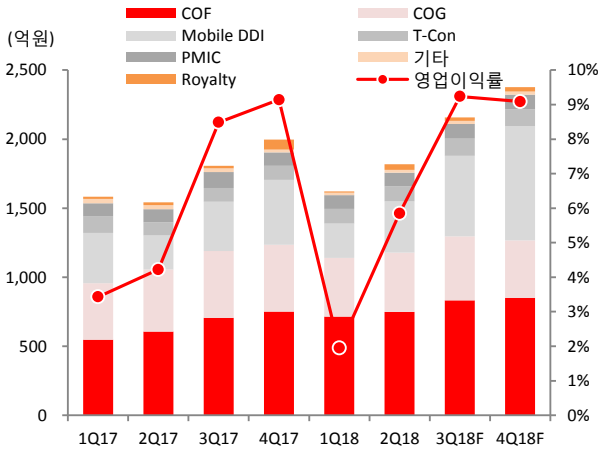


<표 1> 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	1,583	1,542	1,805	1,997	1,622	1,797	2,157	2,377	6,928	7,953	8,819
YoY 증감률	0%	2%	26%	27%	2%	17%	19%	19%	14%	15%	11%
QoQ 증감률	1%	-3%	17%	11%	-19%	11%	20%	10%	-	-	
COF	548	607	706	750	715	749	831	850	2,611	3,146	3,280
COG	408	450	484	484	424	428	464	418	1,825	1,734	1,597
Mobile DDI	365	246	357	471	248	372	584	826	1,439	2,031	2,797
T-Con	122	95	101	101	106	107	123	123	418	460	496
PMIC	94	94	115	97	101	101	108	107	400	416	434
기타	31	29	25	21	18	20	21	22	108	81	98
Royalty	15	21	20	72	9	40	25	33	128	106	116
<b>매출원가</b>	1,303	1,237	1,432	1,432	1,251	1,342	1,610	1,744	5,404	5,948	6,518
매출원가율	82%	80%	79%	72%	77%	75%	75%	73%	78%	75%	74%
<b>매출총이익</b>	280	306	373	565	370	455	547	633	1,524	2,005	2,301
매출총이익률	18%	20%	21%	28%	23%	25%	25%	27%	22%	25%	26%
<b>판매비 및 관리비</b>	226	241	220	382	339	350	348	417	1,069	1,453	1,556
판관비율	14%	16%	12%	19%	21%	19%	16%	18%	15%	18%	18%
<b>영업이익</b>	54	65	153	183	32	105	199	216	455	552	745
영업이익률	3%	4%	8%	9%	2%	6%	9%	9%	7%	7%	8%
YoY 증감률	-64%	-41%	120%	3%	-42%	61%	30%	18%	-10%	21%	35%
QoQ 증감률	-69%	20%	135%	19%	-83%	232%	89%	8%	-	-	-
<b>당기순이익</b>	55	47	128	240	61	87	190	213	471	552	752
순이익률	3%	3%	7%	12%	4%	5%	9%	9%	7%	7%	9%
YoY 증감률	-64%	-58%	60%	49%	11%	84%	48%	-11%	-7%	17%	36%
QoQ 증감률	-66%	-14%	169%	88%	-75%	43%	117%	12%	-	-	-
<b>[제품별 매출비중]</b>											
COF	35%	39%	39%	38%	44%	42%	39%	36%	38%	40%	37%
COG	26%	29%	27%	24%	26%	24%	21%	18%	26%	22%	18%
Mobile One-chip	23%	16%	20%	24%	15%	21%	27%	35%	21%	26%	32%
T-Con	8%	6%	6%	5%	7%	6%	6%	5%	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%

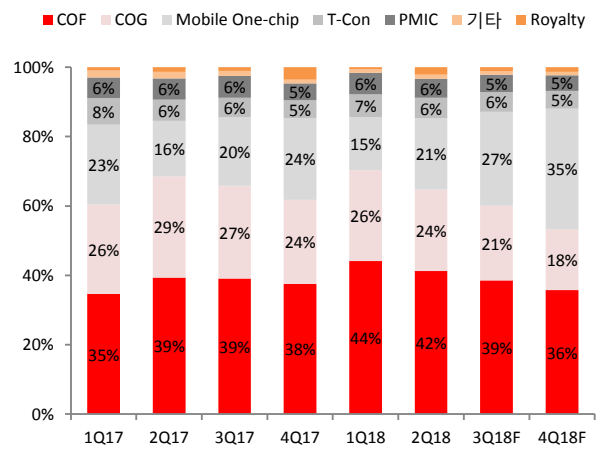
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 1> 실리콘웍스 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



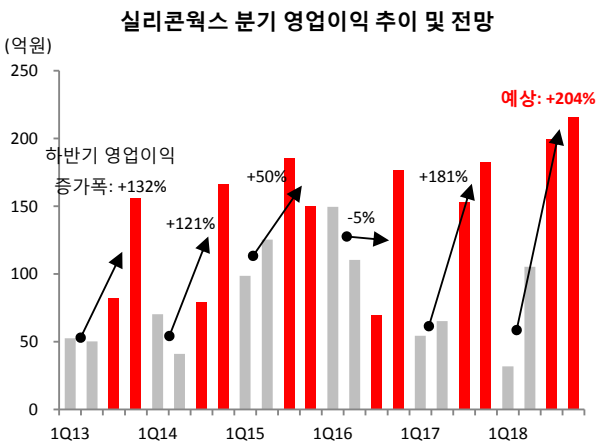
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 2> 실리콘웍스 분기별 제품별 매출 비중 추이 및 전망



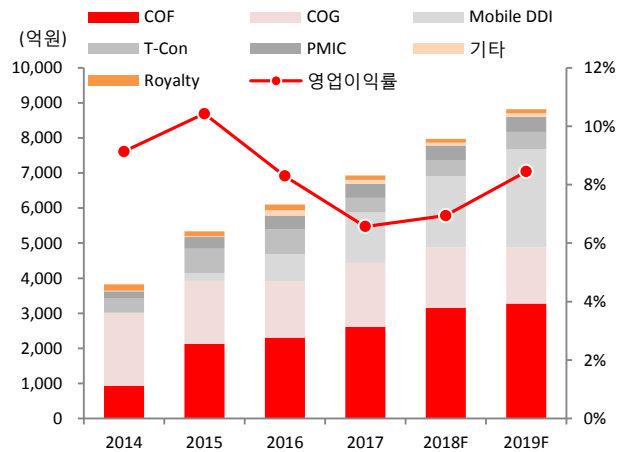
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 3> 실리콘웍스 분기별 영업이익 추이 및 전망



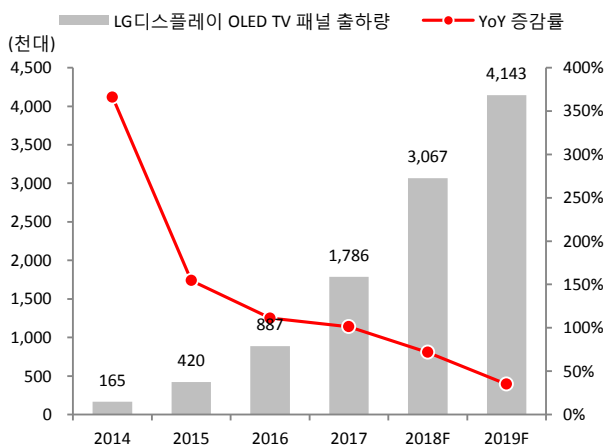
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 4> 실리콘웍스 연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



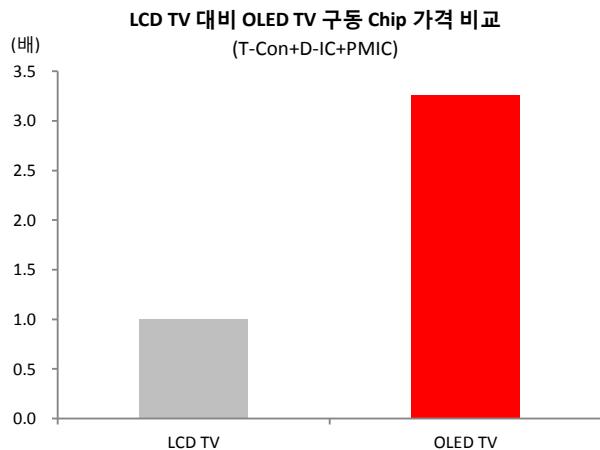
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<그림 5> LG 디스플레이 OLED TV 패널 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

<그림 6> LCD TV 대비 OLED TV 구동 Chip 가격 상대 비교



자료: 하이투자증권

<표 2> 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	552	752	13.8 x	6,476	7,590	10,349	최근 3년간 P/E 배수 평균-고점 중간값
					6,476	7,590	10,349	(A)
	금액			할인율	예상 기업 가치			비고
순차입금 (십억원)	-2,749	-3,204	-3,719	40%	-1,649	-1,922	-2,232	예상 순차입금 (B)
기업가치 (십억원)					8,125	9,512	12,581	(C)=(A)-(B)
주식수 (천주)						16,264	16,264	상장주식수
주당 기업가치 추정 (원)					49,957	58,486	77,353	(D)=(C)/주식수
목표 주가 (원)						57,000		18년 적정 주당 기업가치 추정치 적용
전일 증가 (원)						46,300		전일 증가 기준
상승 여력						23.1%		

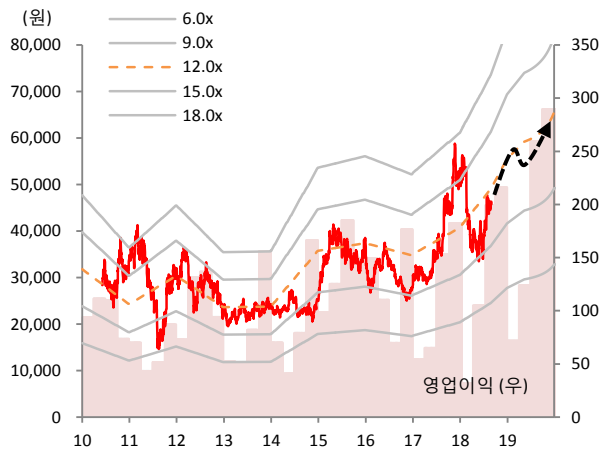
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<표 3> 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	3,392	4,625	
BPS (원)	15,725	16,843	18,371	21,371	23,406	25,345	27,953	31,809	
고점 P/E (배)	14.4	13.0	13.8	13.9	12.0	20.3	16.6	-	최근 3년간 평균: 15.7
평균 P/E (배)	11.4	11.5	11.8	11.7	9.8	13.1	12.6	-	최근 3년간 평균: 11.8
저점 P/E (배)	8.3	9.9	10.4	8.4	8.0	9.8	9.9	-	최근 3년간 평균: 9.0
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	1.1	-	최근 3년간 평균: 1.1
ROE	17.3%	12.1%	11.2%	15.0%	13.9%	11.9%	12.7%	15.5%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 18년							3,392	4,625	18년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							16.6	16.6	18년 Peer group P/E 평균
적정주가 (원)							56,300	76,768	
목표주가 (원)							57,000		
전일 증가 (원)							46,300		18년 예상 실적 기준 P/E 13.7배
상승 여력							23.1%		

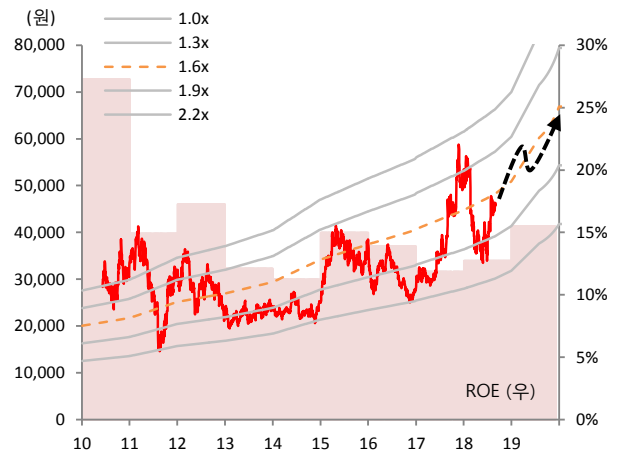
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

<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 4> 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	41.5	674	10.1	12.1	14.4	1.4	1.6	1.7	3.7	7.5	7.5	13.9	11.9	12.2
아나패스	18.1	183	54.5	311	N/A	1.3	1.9	N/A	5.8	N/A	N/A	-28.3	0.9	N/A
Texas Instrument	113.2	110,833	20.8	23.9	19.6	6.4	8.0	10.4	11.8	14.0	14.2	34.8	35.1	52.8
Qualcomm	68.7	100,943	14.7	15.8	19.0	2.7	2.7	5.3	8.9	10.8	13.7	18.1	7.9	22.8
Broadcom	219.0	94,551	30.0	63.8	10.9	8.1	4.9	3.3	25.0	9.3	9.5	-14.7	8.6	33.5
Analog Device	98.9	36,740	23.7	26.4	16.6	3.7	4.5	3.3	15.1	13.8	14.9	16.8	9.5	17.2
Mediatek	8.2	12,935	13.9	17.1	17.9	1.5	1.7	1.5	8.3	11.5	11.8	9.8	9.6	8.5
Renasas	7.6	12,612	13.5	21.7	20.6	3.2	4.9	2.5	6.6	9.0	6.8	25.0	17.4	12.8
Novatek	4.9	2,983	11.0	14.1	15.3	2.5	2.5	3.1	7.3	7.5	9.8	17.7	17.8	20.7
Realtek	4.9	2,466	20.4	18.2	19.6	2.2	2.4	3.3	10.6	6.2	15.0	13.5	15.2	17.1
Synaptics	48.3	1,707	25.6	20.8	12.1	3.1	2.3	2.4	9.8	5.9	9.6	9.6	6.8	19.7
Himax	6.4	1,107	62.6	29.1	169.2	3.5	3.2	2.5	34.6	18.1	41.3	11.2	6.1	6.2
평균			25.1	47.8	30.5	3.3	3.4	3.5	12.3	10.3	14.0	10.6	12.2	20.3

자료: Bloomberg, 하이투자증권  
 주: 18년 9월 2일 Bloomberg Consensus 기준

<표 5> 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	703	44	40	48	44	42	47	2.0%	-4.7%	12.3%
아나패스	86	77	N/A	6	4	N/A	-22	1	N/A	적자전환	-103%	N/A
Texas Instrument	13,370	14,961	16,109	4,855	6,083	6,873	3,595	3,682	5,772	20.4%	2.4%	56.8%
Qualcomm	23,554	22,291	22,409	6,495	2,614	5,563	5,705	2,466	5,343	8.2%	-56.8%	116.7%
Broadcom	13,240	17,636	20,767	-409	2,383	10,153	-1,739	1,692	9,136	-227%	-197%	440.0%
Analog Device	3,421	5,108	6,177	1,028	1,055	2,603	862	727	2,226	23.6%	-15.6%	206.0%
Mediatek	8,551	7,831	7,809	716	323	542	736	800	708	-10.0%	8.8%	-11.4%
Renasas	5,780	6,959	7,002	865	699	677	719	689	605	-4.5%	-4.3%	-12.2%
Novatek	1,417	1,548	1,729	175	189	228	155	165	195	-22.9%	6.3%	18.0%
Realtek	1,208	1,370	1,483	104	105	110	94	112	126	23.4%	18.2%	12.9%
Synaptics	1,667	1,718	1,634	75	65	160	72	49	139	-34.6%	-32.4%	183.9%
Himax	803	685	727	59	8	1	51	28	4	102.1%	-45.1%	-84.9%

자료: Bloomberg, 하이투자증권  
 주: 18년 9월 2일 Bloomberg Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	498	563	643	743
현금 및 현금성자산	75	220	277	352
단기금융자산	200	100	95	90
매출채권	141	154	175	198
재고자산	61	69	75	84
비유동자산	47	45	44	44
유형자산	15	12	10	9
무형자산	18	19	21	21
자산총계	544	608	687	787
유동부채	129	151	167	191
매입채무	121	140	158	181
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	3	3	3	3
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	132	153	170	193
지배주주지분	412	455	517	594
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	326	370	434	511
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	412	455	517	594

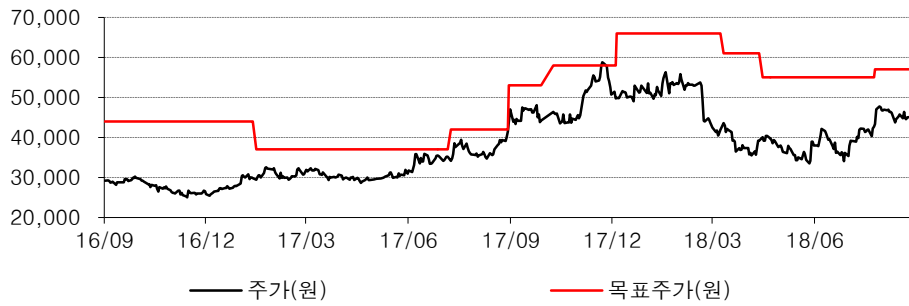
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	693	795	882	995
증가율(%)	13.6	14.8	10.9	12.8
매출원가	540	595	652	738
매출총이익	152	201	230	257
판매비와관리비	107	145	156	168
연구개발비	79	94	102	110
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	46	55	75	89
증가율(%)	-10.1	21.3	34.9	19.6
영업이익률(%)	6.6	6.9	8.4	9.0
이자수익	4	4	5	6
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	48	60	79	95
법인세비용	1	5	4	6
세전계속이익률(%)	7.0	7.5	9.0	9.5
당기순이익	47	55	75	89
순이익률(%)	6.8	6.9	8.5	8.9
지배주주귀속 순이익	47	55	75	89
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	46	54	74	88
지배주주귀속총포괄이익	47	55	75	89

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	33	61	67	86
당기순이익	47	55	75	89
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	3	3	4	4
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-206	95	0	0
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-2	-5	-5	-5
금융상품의 증감	-200	100	5	5
재무활동 현금흐름	-15	-11	-11	-11
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-15	-11	-11	-11
현금및현금성자산의증감	-188	146	57	75
기초현금및현금성자산	263	75	220	277
기말현금및현금성자산	75	220	277	352

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,894	3,392	4,625	5,468
BPS	25,345	27,953	31,809	36,500
CFPS	3,101	3,653	4,893	5,761
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	18.3	13.7	10.0	8.5
PBR	2.1	1.7	1.5	1.3
PCR	17.1	12.7	9.5	8.0
EV/EBITDA	12.0	7.3	4.8	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.9	12.7	15.5	16.0
EBITDA 이익률	7.1	7.5	8.9	9.4
부채비율	32.0	33.7	32.9	32.6
순부채비율	-66.7	-70.5	-71.9	-74.5
매출채권회전율(x)	5.5	5.4	5.4	5.3
재고자산회전율(x)	11.6	12.2	12.2	12.5

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
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%	14%
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	-30.4%	-22.4%
2018-07-26	Buy	57,000	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 2018-06-30 기준**

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-