

2018. 7. 24



▲ 가전/전기전자

Analyst **주민우**

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **63,000 원**현재주가 (7.23) **50,400 원**상승여력 **25.0%**

KOSDAQ 756.96pt

시가총액 14,801억원

발행주식수 2,937만주

유동주식비율 45.48%

외국인비중 13.97%

52주 최고/최저가 54,500원/25,950원

평균거래대금 170.9억원

주요주주(%)

SKC 외 2 인 54.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	17.5	85.6
상대주가	7.3	38.8	65.9

주가그래프



SKC코오롱PI 178920

서프라이즈

- ✓ 2Q18 매출 677억원 (+0.3% QoQ), 영업이익 168억원 (-0.2% QoQ)
- ✓ 중국 고객사향 FPCB용 PI 필름 수요가 예상보다 강했던 효과로 컨센서스 상회
- ✓ 3Q18 매출 775억원 (+14.4% QoQ), 영업이익 207억원 (+23.1% QoQ) 예상
- ✓ 3Q18 매출은 계절적 성수기와 판가 인상 효과로 전분기 대비 14% 성장 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 판가 전망 수정에 따라 적정주가 63,000원으로 하향

2Q18 어닝 서프라이즈 배경: FPCB 용 PI 필름 수요 강세

2Q18 매출액은 677억원으로 컨센서스(601억원)와 당사 추정치(615억원)를 모두 상회했다. 전통적인 비수기 영향으로 2Q18 실적은 QoQ 역성장이 불가피해 보였으나 1) 중국 고객사향 FPCB용 PI필름 수요가 예상보다 견조했으며, 2) 예상을 뛰어넘는 일반산업용 매출 성장으로 전사 매출은 오히려 전분기 대비 0.3% 성장했다. 영업이익률은 시장 기대치와 동일한 24.8%를 기록했다. 6월 초부터 진행된 원화약세와 소송비용의 감소 영향으로 영업외 손익의 적자폭이 축소되며 순이익은 컨센서스를 18.1% 상회했다.

3Q18 매출 775억원(+14% QoQ), 영업이익 207억원 (23% QoQ) 예상

3Q18 매출액과 영업이익은 계절적 성수기 효과로 전분기 대비 각각 14%, 23% 증가가 예상된다. 계절적 성수기에 더해 3분기부터는 5% 내외의 가격인상 효과까지 반영되기 때문에 수익성 개선도 기대된다.

투자의견 Buy, 판가전망 수정에 따라 적정주가는 63,000 원으로 하향

PI필름 업황과 SKC코오롱PI에 대한 긍정적인 시각은 유지하지만, 2018/19년 PI필름 판가전망 수정에 따른 실적 추정치 하락으로 적정주가를 하향조정 한다. 타이트한 PI필름 수급상황을 감안하여 2018과 2019년 각각 10% 중 후반과 한자리 후반의 판가상승을 예상했지만, 10% 초 중반과 한자리 중반의 판가 상승이 가능할 전망이다. 적정주가는 2019년 EPS에 30배의 멀티플을 부여해 도출했다. 30배는 지금과 마찬가지로 전방시장이 성장하던 시절 (2012~13년) 경쟁사 Taimide가 받았던 평균 멀티플이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	153.1	32.3	21.0	714	23.6	7,783	15.8	1.45	7.4	9.6	34.6
2017	216.4	53.0	32.8	1,116	56.2	8,453	23.5	3.10	10.6	13.8	37.4
2018E	276.8	70.7	46.9	1,595	42.9	9,248	31.6	5.45	1.3	18.0	58.4
2019E	346.5	90.6	62.5	2,129	33.5	10,577	23.7	4.76	1.5	21.5	61.1
2020E	407.4	103.4	74.1	2,524	18.5	12,301	20.0	4.10	2.0	22.1	58.7

표1 SKC코오롱PI 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	67.7	44.4	52.5%	67.5	0.3%	60.1	12.6%	61.5	10.0%
영업이익	16.8	12.0	40.2%	16.8	-0.2%	14.9	12.7%	15.1	11.1%
세전이익	15.5	10.2	52.2%	13.6	13.6%	13.7	13.0%	13.5	15.0%
순이익	12.1	7.8	55.7%	10.7	13.4%	10.2	18.1%	9.8	23.0%
영업이익률(%)	24.8%	27.0%		24.9%		24.8%		24.6%	
순이익률(%)	17.9%	17.5%		15.8%		17.0%		16.0%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SKC코오롱PI 추정치 변경 내역

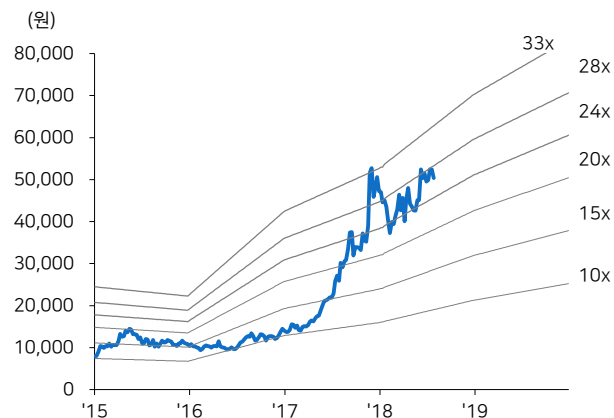
	New			Old			차이(%)		
(십억원)	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
매출액	77	277	347	80	284	368	-2.8%	-2.5%	-5.9%
영업이익	21	71	91	22	74	97	-6.9%	-4.6%	-6.7%
영업이익률 (%)	26.7%	25.5%	26.2%	27.8%	26.1%	26.4%			
세전이익	19	60	81	20	63	85	-6.2%	-4.1%	-5.0%
순이익	15	47	63	16	49	66	-6.2%	-3.8%	-4.9%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SKC코오롱PI 실적 테이블

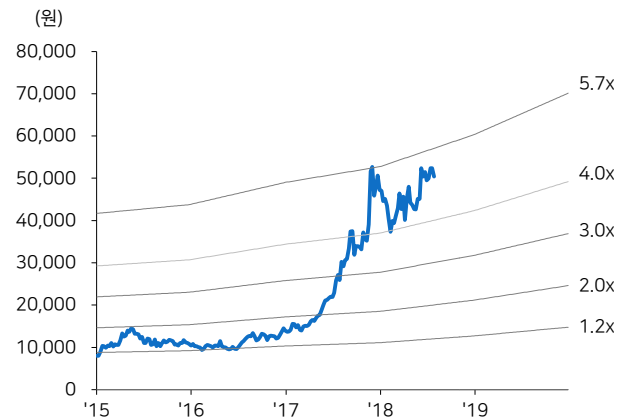
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,154	1,129	1,132	1,106	1,072	1,080	1,110	1,090	1,130	1,088	1,071
매출액	48.1	44.4	67.0	56.9	67.5	67.7	77.5	64.2	216.3	276.8	346.5
(% QoQ)	25.5%	-7.6%	50.9%	-15.1%	18.7%	0.3%	14.4%	-17.2%			
(% YoY)	30.8%	21.8%	61.7%	48.5%	40.4%	52.5%	15.6%	12.8%	41.5%	28.0%	25.2%
FPCB용 PI	27.1	21.5	33.3	26.2	27.3	26.2	32.3	25.9	108.1	111.7	122.1
방열시트용 PI	13.6	15.1	24.9	21.4	28.4	27.9	30.6	25.4	74.9	112.3	138.2
일반산업용 PI	7.4	7.8	8.7	9.3	11.8	13.6	14.5	12.9	33.3	52.8	71.6
Base필름용 PI											0.3
PI varnish	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.3
매출 비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
FPCB용 PI	56.4	48.4	49.8	46.1	40.5	38.7	41.7	40.4	50.0	40.4	35.2
방열시트용 PI	28.2	34.0	37.2	37.5	42.1	41.2	39.5	39.6	34.6	40.6	39.9
일반산업용 PI	15.4	17.6	13.1	16.4	17.4	20.1	18.8	20.1	15.4	19.1	20.7
Base필름용 PI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
PI varnish	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1
영업이익	12.6	12.0	18.0	10.5	16.8	16.8	20.7	16.4	53.0	70.7	90.6
(% QoQ)	45.3%	-5.2%	50.0%	-41.8%	61.0%	-0.2%	23.1%	-20.7%			
(% YoY)	67.5%	62.2%	105.8%	20.3%	33.2%	40.2%	15.1%	56.8%	63.9%	33.3%	28.3%
영업이익률 (%)	26.3%	27.0%	26.8%	18.4%	24.9%	24.8%	26.7%	25.5%	24.5%	25.5%	26.2%

그림1 SKC 코오롱 PI PER 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 SKC 코오롱 PI PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

표4 SKC코오롱PI 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
EPS	2,129	2019년 EPS 적용
적정배수 (배)	30.0	2012~13년 주요 고객사 스마트폰 호황기 시절 경쟁사 Taimide가 받았던 멀티플 평균
적정가치	63,876	
적정주가	63,000	
현재주가	50,400	
상승여력 (%)	25.0%	

자료: 메리츠증권리서치센터

SKC 코오롱 PI (178920)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	153.1	216.4	276.8	346.5	407.4
매출액증가율 (%)	12.3	41.4	27.9	25.2	17.6
매출원가	106.6	145.6	181.1	225.6	265.4
매출총이익	46.5	70.8	95.7	120.9	141.9
판매관리비	14.2	17.8	25.1	30.3	38.6
영업이익	32.3	53.0	70.7	90.6	103.4
영업이익률	21.1	24.5	25.5	26.2	25.4
금융손익	-0.2	-0.3	0.0	-0.6	-0.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.6	-10.3	-10.5	-9.0	-7.6
세전계속사업이익	27.6	42.4	60.1	81.1	95.0
법인세비용	6.6	9.6	13.2	18.5	20.9
당기순이익	21.0	32.8	46.9	62.5	74.1
지배주주지분 순이익	21.0	32.8	46.9	62.5	74.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	33.6	69.7	43.4	64.4	82.9
당기순이익(손실)	21.0	32.8	46.9	62.5	74.1
유형자산상각비	12.9	14.9	15.6	16.6	17.7
무형자산상각비	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-7.9	13.5	-13.5	-12.3	-9.8
투자활동 현금흐름	-27.5	-22.4	-81.3	-41.5	-31.5
유형자산의증가(CAPEX)	-27.3	-12.1	-80.0	-40.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-10.0	-1.2	-1.2	-1.2
재무활동 현금흐름	13.4	-19.6	36.7	-9.7	-13.2
차입금의 증감	16.9	-6.6	60.1	13.8	10.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	19.6	27.6	15.3	22.3	43.3
기초현금	23.6	43.6	71.1	86.4	108.7
기말현금	43.6	71.1	86.4	108.7	152.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	95.0	130.2	161.0	205.7	264.0
현금및현금성자산	43.6	71.1	86.4	108.7	152.0
매출채권	25.5	29.3	38.9	52.6	57.4
재고자산	24.1	17.6	21.3	29.8	39.3
비유동자산	212.6	211.0	269.1	294.8	309.3
유형자산	204.8	200.0	256.5	279.9	292.2
무형자산	2.2	5.6	5.9	6.6	7.2
투자자산	4.2	4.1	5.1	6.3	7.5
자산총계	307.5	341.2	430.1	500.5	573.3
유동부채	30.7	57.5	76.2	87.5	86.7
매입채무	6.8	13.5	16.1	22.3	24.7
단기차입금	7.0	3.6	8.0	7.0	6.0
유동성장기부채	3.2	12.8	24.0	20.6	10.8
비유동부채	48.3	35.5	82.4	102.3	125.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	35.3	22.5	67.0	85.3	106.3
부채총계	79.0	92.9	158.5	189.9	212.0
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	104.5	124.1	147.5	186.5	237.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	228.6	248.2	271.6	310.6	361.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	5,212	7,368	9,427	11,800	13,872
EPS(지배주주)	714	1,116	1,595	2,129	2,524
CFPS	667	938	519	758	1,475
EBITDAPS	1,540	2,330	2,480	2,652	2,749
BPS	7,783	8,453	9,248	10,577	12,301
DPS	450	800	1,150	1,550	1,850
배당수익률(%)	3.2	1.7	2.3	3.1	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	23.5	31.6	23.7	20.0
PCR	16.9	27.9	97.0	66.5	34.2
PSR	2.2	3.6	5.3	4.3	3.6
PBR	1.45	3.10	5.45	4.76	4.10
EBITDA	45	68	73	78	81
EV/EBITDA	7.4	10.6	1.3	1.5	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	13.8	18.0	21.5	22.1
EBITDA 이익률	46.4	47.9	64.3	80.3	91.8
부채비율	34.6	37.4	58.4	61.1	58.7
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2
이자보상배율(x)	53.9	48.6	46.4	35.1	29.5
매출채권회전율(x)	6.9	7.9	8.1	7.6	7.4
재고자산회전율(x)	4.3	7.0	9.3	8.8	7.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 주민주)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SKC 코오롱 PI (178920) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.16	산업분석	Buy	67,000	주민주	-22.8	-21.8	<div> <div>(원)</div> <div> <div>SKC코오롱PI</div> <div>적정주가</div> </div> </div>
2018.07.24	기업브리프	Buy	63,000	주민주	-	-	