2018. 10. 23

▲ 가전/전기전자
Analyst **주민우**
02. 6098-6677
minwoo.ju@meritz.co.kr

SKC코오롱PI 178920

컨센 하회의 배경에서 찾은 사야할 이유

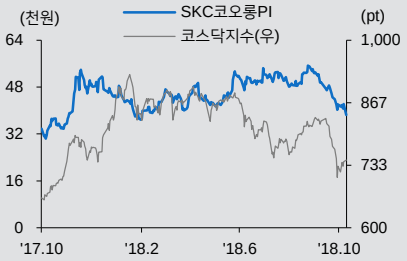
- ✓ 3Q18 매출액과 영업이익은 시장 기대치를 각각 9.9%, 8.1% 하회
- ✓ 최근 2년간 1H 재고를 축적해놓고 2H 소진하며 매출을 끌어올리는 양상을 보여옴
- ✓ 수요 강세 영향으로 1H18 충분한 재고를 비축하지 못함
- ✓ 재고부족으로 3Q18 매출을 극대화 하지 못했을 뿐, PI필름 업황은 여전히 견조
- ✓ 19년 7호기 신규라인 가동과 PMDA 가격 하락으로 탑라인과 마진 모두 개선 전망
- ✓ 최근 주가하락을 매수의 기회로 삼기를 권고

Buy

적정주가 (12 개월)	63,000 원
현재주가 (10.22)	38,550 원
상승여력	63.4%
KOSDAQ	744.15pt
시가총액	11,321억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.48%
외국인비중	11.92%
52주 최고/최저가	55,400원/33,200원
평균거래대금	117.2억원
주요주주(%)	
SKC 외 2 인	54.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.4	-19.7	16.1
상대주가	-13.6	-4.0	5.0

주가그래프



3Q18 review: 매수기회를 제공하는 3 분기 실적

3Q18 매출액과 영업이익은 680억원과 184억원으로 컨센서스를 각각 9.9%, 8.1% 하회했다. 동사의 과거 패턴을 살펴보면 상반기에 재고를 축적해놓고 하반기에 재고를 소진하면서 매출을 극대화 시켜왔다. 하지만 17년부터 시작된 PI필름 공급부족이 1H18까지도 지속되면서 1H 충분한 재고를 확보해놓지 못했다 (그림2). 3Q17에는 생산라인 풀가동과 함께 1H17 비축재고를 소진하며 가동률은 118.8%를 기록했었다. 반면, 3Q18에는 강한 수요에 기반한 재고부족으로 가동률은 103.3%에 그쳤다. 재고부족으로 매출을 극대화 하지 못했을 뿐, PI필름 업황은 여전히 견조하다고 판단된다. 순이익단은 영업외로 소송비용이 예상했던 금액(20억원)보다 큰 60억원 가량이 반영되면서 컨센서스를 35.6% 하회했지만 일회성 요인으로 판단한다.

2019 년 두 가지 변화: 신규라인 가동과 마진개선

2019년에는 두 가지 주요 변화가 나타날 전망이다. 1) 연초 600톤 규모의 7호기 신규라인 가동이 예정되어 있고, 2) PI필름의 주 원재료인 PMDA 공급사들의 증설로 PMDA 가격이 하락할 전망이다. Q증가에 의한 탑라인 성장과 C감소에 의한 마진 개선이 동시에 나타날 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 63,000 원 유지

최근 컨센서스를 지속적으로 상회하는 실적을 보여주었기에 이번 컨센서스를 하회한 실적에 우려가 존재한다. 컨센서스를 하회한다는 사실보다 하회하는 이유에 주목해야 한다. 결국 수요가 좋다는 의미다. 19년 신규라인 가동과 마진개선에 의한 실적 성장에 주목해 최근 주가하락을 매수의 기회로 삼아야 한다.

(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	1.4	7.4	9.6	34.6
2017	216.4	53.0	32.8	1,116	56.2	8,453	23.5	3.1	10.6	13.8	37.4
2018E	267.3	68.9	41.5	1,412	26.5	9,065	27.3	4.3	13.3	16.1	51.3
2019E	337.5	93.9	61.9	2,108	49.3	10,373	18.3	3.7	12.7	21.7	51.2
2020E	432.7	121.7	84.5	2,879	36.6	12,451	13.4	3.1	13.0	25.2	47.1

표1 SKC코오롱PI 3Q18 Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	68.0	67.0	1.5%	67.7	0.4%	75.5	-9.9%
영업이익	18.4	18.0	2.5%	16.8	9.5%	20.0	-8.1%
세전이익	11.8	15.7	-24.8%	15.5	-24.1%	18.9	-37.6%
지배순이익	9.5	11.9	-20.3%	12.1	-21.4%	14.8	-35.6%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 SKC코오롱PI 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	64.0	267.3	337.5	64.4	271.0	324.7	-0.5%	-1.4%	4.0%
영업이익	16.9	68.9	93.9	16.3	68.4	89.2	3.5%	0.7%	5.3%
영업이익률 (%)	26.4%	25.8%	27.8%	25.3%	25.2%	27.5%			
세전이익	12.7	53.6	80.9	12.2	58.2	80.6	4.0%	-7.9%	0.3%
순이익	9.2	41.5	61.9	8.8	45.0	62.0	4.6%	-7.9%	-0.2%

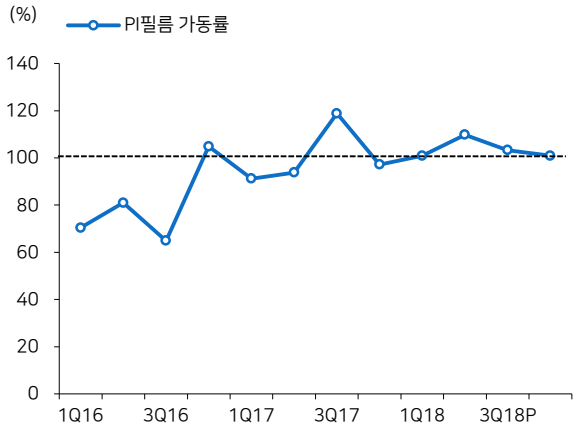
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 SKC코오롱PI 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율 (원)	1,072	1,079	1,122	1,110	1,100	1,100	1,085	1,075	1,130	1,096	1,090
매출액	**67.5**	**67.7**	**68.0**	**64.0**	**78.2**	**82.1**	**95.1**	**82.1**	**216.4**	**267.3**	**337.5**
(% QoQ)	18.7%	0.2%	0.4%	-5.8%	22.1%	5.1%	15.8%	-13.7%			
(% YoY)	40.5%	52.4%	1.5%	12.5%	15.7%	21.3%	39.9%	28.2%	41.5%	23.5%	26.3%
FPCB용 PI	27.3	26.2	27.1	23.9	28.6	25.6	31.8	25.6	108.1	104.6	111.6
방열시트용 PI	28.4	27.9	25.9	24.4	31.1	29.4	34.0	29.3	74.9	106.6	123.8
일반산업용 PI	11.8	13.6	15.0	15.7	18.4	21.3	23.1	20.4	33.3	56.1	83.2
Base필름용 PI					0.0	3.8	4.2	3.7		4.7	11.7
PI varnish						2.1	2.1	3.1	0.0	0.0	7.3
매출 비중 (%)	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	101.7	100.0
FPCB용 PI	40.5	38.7	39.9	37.4	36.6	31.1	33.4	31.1	50.0	39.1	33.1
방열시트용 PI	42.0	41.2	38.1	38.1	39.8	35.8	35.8	35.7	34.6	39.9	36.7
일반산업용 PI	17.4	20.1	22.1	24.6	23.6	25.9	24.3	24.9	15.4	21.0	24.6
Base필름용 PI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.6	4.4	4.6	0.0	1.8	3.5
PI varnish	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	2.2	3.8	0.0	0.0	2.2
영업이익	**16.8**	**16.8**	**18.4**	**16.9**	**21.1**	**22.5**	**27.5**	**22.8**	**53.0**	**68.9**	**93.9**
(% QoQ)	61.0%	-0.1%	9.5%	-8.3%	24.9%	6.8%	22.2%	-17.1%			
(% YoY)	33.2%	40.4%	2.5%	61.5%	25.3%	34.1%	49.5%	35.1%	63.9%	30.0%	36.3%
영업이익률 (%)	24.9%	24.8%	27.1%	26.4%	27.0%	27.4%	28.9%	27.8%	24.5%	25.8%	27.8%

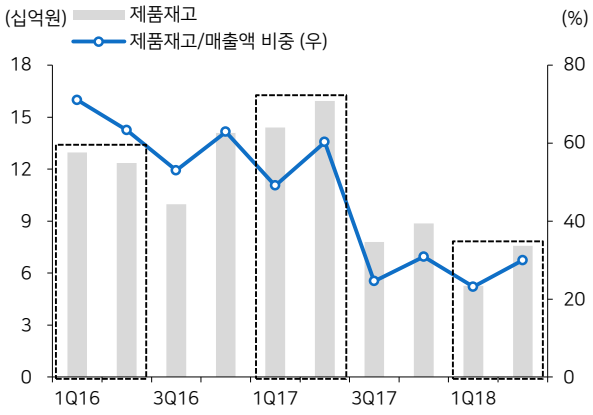
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 PI필름 가동률 추이



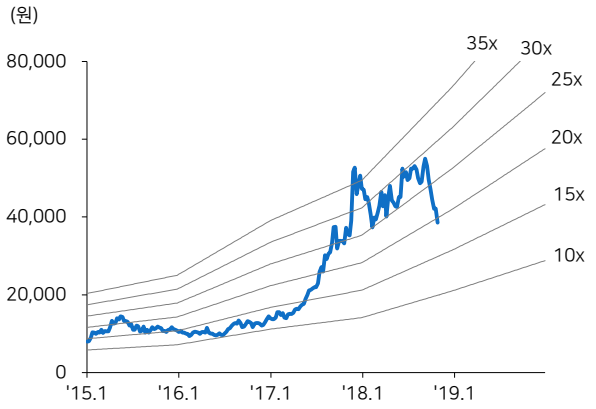
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 1H18 강한 수요로 재고 축적 하지 못함



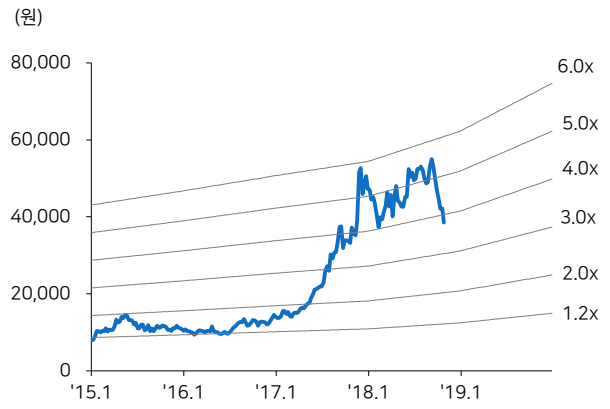
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 SKC코오롱PI PER 밴드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 SKC코오롱PI PBR 밴드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 SKC코오롱PI 적정주가 산정표

(원)	2019E	비고
EPS	2,108	2019년 EPS 적용
적정배수 (배)	30.0	2012~13년 주요 고객사 스마트폰 호황기 시절 경쟁사 Taimide가 받았던 멀티플 평균
적정가치	63,236	
적정주가	**63,000**	
현재주가 (10.22)	38,550	
상승여력 (%)	63.4%	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표5 SKC코오롱PI 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주가 (원)							
High	7,980	14,900	14,700	55,300			
Low	6,860	7,610	8,970	13,250			
Average	7,375	11,334	11,268	26,180			
확정치 기준 PER							
High	12.1	25.8	20.6	49.5			
Low	10.4	13.2	12.6	11.9			
Average	11.2	19.6	15.8	23.5			
EPS (원)	660	578	714	1,116	1,412	2,108	2,879
EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	26.5	49.3	36.6
컨센서스 기준 PER							
High	10.8	20.1	21.8	43.0			
Low	9.3	10.2	13.3	10.3			
Average	10.0	15.3	16.7	20.3			
EPS (원)	737	743	675	1,287	1,619	2,083	2,582
EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	45.0	28.7	24.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

SKC 코오롱 PI (178920)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**153.1**	**216.4**	**267.3**	**337.5**	**432.7**
매출액증가율 (%)	12.3	41.4	23.5	26.3	28.2
매출원가	106.6	145.6	177.6	215.2	275.6
매출총이익	46.5	70.8	89.7	122.3	157.2
판매관리비	14.2	17.8	20.8	28.4	35.5
영업이익	**32.3**	**53.0**	**68.9**	**93.9**	**121.7**
영업이익률	21.1	24.5	25.8	27.8	28.1
금융손익	-0.2	-0.3	1.4	1.4	1.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.6	-10.3	-16.6	-14.4	-12.8
세전계속사업이익	27.6	42.4	53.6	80.9	110.5
법인세비용	6.6	9.6	12.2	19.0	25.9
당기순이익	**21.0**	**32.8**	**41.5**	**61.9**	**84.5**
지배주주지분 순이익	21.0	32.8	41.5	61.9	84.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**33.6**	**69.7**	**47.0**	**72.8**	**97.3**
당기순이익(손실)	21.0	32.8	41.5	61.9	84.5
유형자산상각비	12.9	14.9	15.8	16.8	17.6
무형자산상각비	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	-7.9	13.5	-11.6	-13.7	-16.6
투자활동 현금흐름	**-27.5**	**-22.4**	**-79.7**	**-39.1**	**-29.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-27.3	-12.1	-80.0	-40.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-10.0	0.6	1.2	1.2
재무활동 현금흐름	**13.4**	**-19.6**	**12.0**	**-16.0**	**-34.2**
차입금의 증감	16.9	-6.6	36.2	7.5	-10.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	19.6	27.6	-0.7	15.0	33.3
기초현금	23.6	43.6	71.1	70.4	85.5
기말현금	43.6	71.1	70.4	85.5	118.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	95.0	130.2	147.6	182.6	247.3
현금및현금성자산	43.6	71.1	70.4	85.5	118.7
매출채권	25.5	29.3	38.8	48.8	65.3
재고자산	24.1	17.6	23.4	33.5	46.6
비유동자산	212.6	211.0	255.2	278.1	290.7
유형자산	204.8	200.0	244.5	267.7	280.1
무형자산	2.2	5.6	5.4	6.1	6.7
투자자산	4.2	4.1	3.6	2.4	1.2
자산총계	**307.5**	**341.2**	**402.8**	**460.7**	**538.0**
유동부채	30.7	57.5	71.3	84.0	97.9
매입채무	6.8	13.5	18.0	21.5	29.7
단기차입금	7.0	3.6	7.3	7.0	6.0
유동성장기부채	3.2	12.8	18.0	20.6	10.8
비유동부채	48.3	35.5	65.3	72.1	74.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	35.3	22.5	49.8	55.1	55.1
부채총계	**79.0**	**92.9**	**136.6**	**156.1**	**172.3**
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	142.1	180.5	241.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**228.6**	**248.2**	**266.2**	**304.6**	**365.7**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	5,212	7,368	9,101	11,493	14,735
EPS(지배주주)	714	1,116	1,412	2,108	2,879
CFPS	667	938	-24	512	1,134
EBITDAPS	1,540	2,330	2,480	2,647	2,674
BPS	7,783	8,453	9,065	10,373	12,451
DPS	450	800	1,000	1,501	2,051
배당수익률(%)	3.2	1.7	2.6	3.9	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	23.5	27.3	18.3	13.4
PCR	16.9	27.9	-1610.0	75.4	34.0
PSR	2.2	3.6	4.2	3.4	2.6
PBR	1.4	3.1	4.3	3.7	3.1
EBITDA	45	68	73	78	79
EV/EBITDA	7.4	10.6	13.3	12.7	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	13.8	16.1	21.7	25.2
EBITDA 이익률	46.4	47.9	56.9	79.6	107.7
부채비율	34.6	37.4	51.3	51.2	47.1
금융비용부담률	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	53.9	48.6	52.6	49.0	54.0
매출채권회전율(x)	6.9	7.9	7.9	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	4.3	7.0	8.7	7.6	6.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 주민우)

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)	

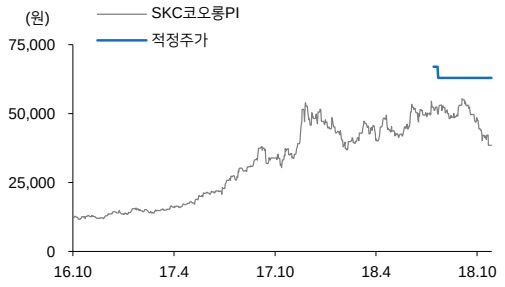
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SKC 코오롱 PI (178920) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.07.16	산업분석	Buy	67,000	주민우	-23.1	-21.8
2018.07.24	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-18.7	-12.1
2018.10.01	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-21.5	-12.1
2018.10.22	산업분석	Buy	63,000	주민우	-21.8	-12.1
2018.10.23	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이