

SKC코오롱PI(178920)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

피할 수 없었던 실적 둔화

매출액 422억원, 영업이익 85억원으로 컨센서스를 각각 28%, 38% 하회
스마트폰 수요 부진, 라인 점검 및 제품 다변화로 인한 낮은 가동률이 원인
단기적 수요감소 있었으나 PI필름 수급 전반은 양호, 하반기엔 외형 성장 예상

Facts : 분기 영업이익 전분기대비 54% 감소

매출액 422억원, 영업이익 85억원으로 매출액이 전분기대비 38% 감소했다. 전반적인 PI필름 출하량 감소 때문으로 방열시트용 제품은 50% 이상 감소, FPCB용 제품은 35% 감소했다. 두 어플리케이션 모두 중화권 방열시트 및 FCCL 제조업체와 스마트폰 업체들의 재고조정이 원인이다. 특히 방열시트용 제품 출하량이 예상을 크게 하회했는데 아이폰 생산 둔화에 따른 주요 고객사의 주문 감소 때문으로 보인다. 생산량 측면에서는 3분기 대비 소폭 개선된 것으로 추정되지만 생산라인 점검과 제품 다변화로 가동률은 1H18 대비 여전히 낮았다. 하지만 1Q19부터 생산성이 개선될 전망이다. 순이익은 27억원으로 소송비용이 약 50억원 반영됐다.

Pros & cons : 실적 저점 확인. 남은건 수요 회복과 원가절감

4분기를 저점으로 가동률과 출하량이 점차 반등할 전망이다. 1Q19말 신규라인 가동 이후 2분기중 라인 정상화가 완료되면 생산능력 확대(+18%)에 따른 매출액 증가가 하반기엔 가능할 전망이다. 남은건 수요가 공급을 충분히 받쳐주는지다. 어플리케이션별로 보면 FPCB향은 수요는 소폭 둔화되겠지만 경쟁사들의 증설 물량 가동 시작은 하반기여서 안정적 수급이 예상되고, 방열시트향은 재고조정 이후 수요 회복 가능성이 높다. 일반산업향은 폴더블 패널 등의 신규 어플리케이션 확보로 성장성이 높다. 전체적으로 PI필름 수요와 수급이 크게 훼손될 상황은 아니다. 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선까지 이어질 전망이어서 실적 반등을 예상한다. 2019년 실적은 1분기 추정치를 감익하지만 매출액 2,791억원(+14%), 영업이익 736억원(+22%)을 예상한다.

Action : 매수의견과 목표주가 45,000원 유지

SKC코오롱PI에 대해 매수의견과 목표주가 45,000원을 유지한다. 전일 어닝 쇼크에도 주가는 상승했다. 시장은 단기 가동률 하락이나 출하량 부진을 걱정하기보다 신규 라인 증설에 따른 외형성장과 새로운 어플리케이션의 등장을 기대하고 있는 것으로 보인다. 성장성 높은 이차전지용 소재, 신규 PI바니시 설비를 이용한 제품, 폴더블 패널 시장 확대에 따른 PI필름 사용처 확대 등 잠재력은 충분하다.

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

Stock Data

| | |
|-------------------|---------------|
| KOSPI(1/28) | 2,177 |
| 주가(1/28) | 35,550 |
| 시가총액(십억원) | 1,044 |
| 발행주식수(백만) | 29 |
| 52주 최고/최저가(원) | 55,400/29,150 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 14,346 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 45.6/5.7 |
| 주요주주(%) | SKC 외 2인 54.1 |

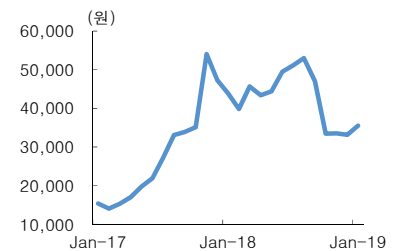
Valuation 지표

| | 2017A | 2018F | 2019F |
|--------------|-------|-------|-------|
| PER(x) | 42.3 | 30.1 | 22.1 |
| PBR(x) | 5.6 | 4.1 | 3.9 |
| ROE(%) | 13.8 | 13.8 | 18.2 |
| DY(%) | 1.7 | 2.8 | 3.4 |
| EV/EBITDA(x) | 19.7 | 13.2 | 11.3 |
| EPS(원) | 1,116 | 1,183 | 1,607 |
| BPS(원) | 8,453 | 8,639 | 9,049 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-----|--------|--------|
| 절대주가(%) | 7.1 | (33.1) | (18.4) |
| KOSDAQ 대비(%p) | 1.4 | (25.3) | 3.4 |

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

| | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | QoQ(%) | YoY(%) | 컨센서스 |
|----------|------|------|------|------|-------|--------|--------|------|
| 매출액 | 56.9 | 67.5 | 67.7 | 68.0 | 42.2 | (37.9) | (25.8) | 59.0 |
| 영업이익 | 10.4 | 16.8 | 16.8 | 18.4 | 8.5 | (53.8) | (18.3) | 13.6 |
| 영업이익률(%) | 18.3 | 24.9 | 24.8 | 27.1 | 20.1 | | | 23.1 |
| 세전이익 | 5.8 | 13.7 | 15.5 | 11.8 | 3.2 | (72.9) | (44.8) | 9.6 |
| 순이익 | 4.7 | 10.7 | 12.1 | 9.5 | 2.6 | (72.6) | (44.7) | 7.9 |

자료: 한국투자증권

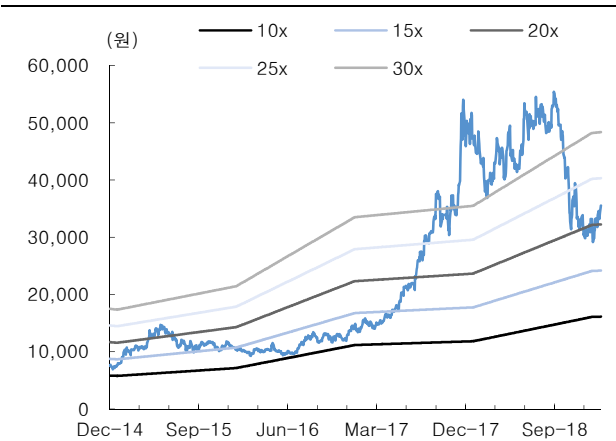
〈표 2〉 2018년, 2019년 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

| | 2018P | | | 2019F | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 신규 추정 | 기존 추정 | 차이 | 신규 추정 | 기존 추정 | 차이 |
| 매출액 | 245.5 | 257.3 | (4.6) | 279.1 | 295.7 | (5.6) |
| 영업이익 | 60.5 | 63.9 | (5.3) | 73.6 | 79.6 | (7.5) |
| 영업이익률 | 24.7 | 24.8 | (0.2) | 26.4 | 26.9 | (0.5) |
| 순이익 | 35.0 | 38.6 | (9.4) | 47.2 | 51.9 | (9.0) |
| 순이익률 | 14.3 | 15.0 | (0.8) | 16.9 | 17.5 | (0.6) |

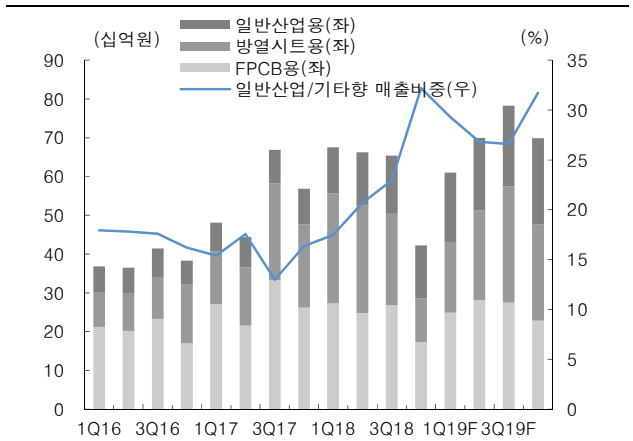
자료: 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER band: 가동률이 높았던 2H17 PER 15~35배, 가동률 낮아진 2H18은 20배를 하회



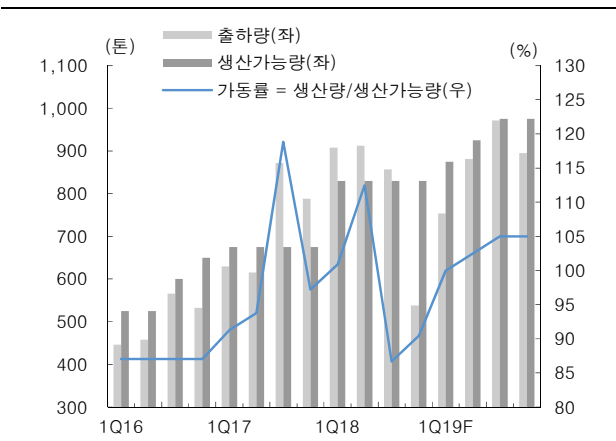
자료: 한국투자증권

[그림 2] 매출처 다변화가 내년 매출규모 확대의 변수: 성장 정체되는 FPCB와 방열시트용 PI 시장 탈피

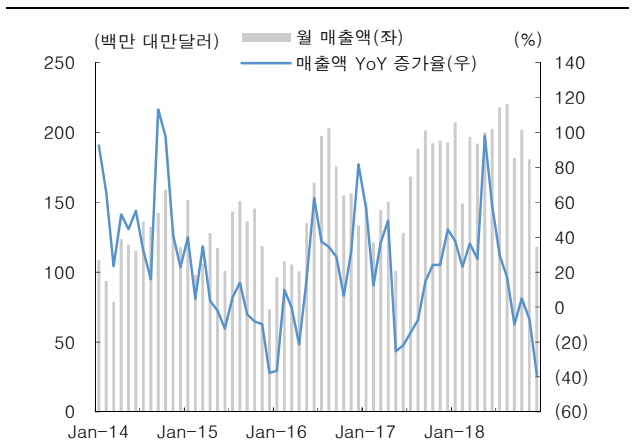


자료: 한국투자증권

[그림 3] 가동률 극대화에서 제품 다변화로 전략 수정: 2H18 가동률 하락 후 효율화 완료시 반등 예상

주: 가동률은 생산가능량 대비 실제 생산량의 비율임
자료: 한국투자증권

[그림 4] 경쟁사인 대만 Taimide도 실적 증가세 둔화: 생산능력 증가 없어 전년 대비 비슷한 수준 유지



자료: Taimide, 한국투자증권

〈표 3〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 67.5 | 67.7 | 68.0 | 42.2 | 61.0 | 70.0 | 78.3 | 69.9 | 153.1 | 216.4 | 245.5 | 279.1 |
| FPCB 향 | 27.3 | 24.8 | 26.8 | 17.3 | 24.9 | 28.1 | 27.5 | 22.8 | 81.7 | 108.2 | 96.2 | 103.4 |
| 방열시트향 | 28.4 | 27.8 | 23.6 | 11.3 | 18.2 | 23.1 | 30.0 | 24.9 | 44.7 | 74.9 | 91.0 | 96.1 |
| 일반/기타 (+신규 어플리케이션) | 11.8 | 13.7 | 15.0 | 13.6 | 17.9 | 18.8 | 20.8 | 22.2 | 26.5 | 33.2 | 54.1 | 79.6 |
| 생산가능량(톤) | 829 | 829 | 829 | 829 | 875 | 925 | 975 | 975 | 2,300 | 2,701 | 3,318 | 3,750 |
| 출하량/생산가능량(%) | 109.5 | 109.9 | 103.3 | 64.9 | 86.1 | 95.3 | 99.6 | 91.8 | 87.0 | 107.6 | 96.9 | 93.3 |
| 출하량(톤) | 908 | 912 | 857 | 538 | 754 | 881 | 971 | 895 | 2,002 | 2,905 | 3,215 | 3,501 |
| 국내(FPCB+일반/기타) | 247 | 249 | 280 | 225 | 298 | 289 | 348 | 364 | 662 | 1,013 | 1,001 | 1,300 |
| 해외(방열+FPCB) | 661 | 663 | 577 | 313 | 455 | 592 | 623 | 531 | 1,340 | 1,892 | 2,214 | 2,201 |
| ASP 변화율(QoQ) | 3.0 | (2.2) | 5.0 | 2.9 | 3.0 | (1.9) | 1.5 | (3.0) | (4.0) | (2.5) | 0.8 | 6.2 |
| 국내(FPCB+일반/기타) | 8.3 | (9.8) | 4.9 | (2.3) | 5.0 | (3.0) | (5.0) | 0.0 | 3.5 | (5.5) | (1.6) | (2.3) |
| 해외(방열+FPCB) | 5.1 | 4.5 | 6.9 | (1.6) | 2.0 | 0.0 | 5.0 | (5.0) | (5.8) | (1.3) | 6.3 | 7.4 |
| 매출총이익 | 21.4 | 22.2 | 23.3 | 14.0 | 20.1 | 23.8 | 27.4 | 24.5 | 46.5 | 70.8 | 81.0 | 95.8 |
| 매출총이익률 | 31.7 | 32.8 | 34.3 | 33.1 | 33.0 | 34.0 | 35.0 | 35.0 | 30.4 | 32.7 | 33.0 | 34.3 |
| 판매비와관리비 | 4.6 | 5.4 | 4.9 | 5.5 | 5.5 | 5.6 | 5.5 | 5.6 | 14.2 | 17.8 | 20.4 | 22.2 |
| 판매비율 | 6.8 | 8.0 | 7.2 | 13.0 | 9.0 | 8.0 | 7.0 | 8.0 | 9.2 | 8.2 | 8.3 | 7.9 |
| 영업이익 | 16.8 | 16.8 | 18.4 | 8.5 | 14.6 | 18.2 | 21.9 | 18.9 | 32.3 | 53.0 | 60.5 | 73.6 |
| 영업이익률 | 24.9 | 24.8 | 27.1 | 20.1 | 24.0 | 26.0 | 28.0 | 27.0 | 21.1 | 24.5 | 24.7 | 26.4 |
| 세전이익 | 13.7 | 15.5 | 11.8 | 3.0 | 9.7 | 16.2 | 16.9 | 16.9 | 27.6 | 42.4 | 43.9 | 59.7 |
| 세전이익률 | 20.2 | 22.9 | 17.3 | 7.0 | 15.8 | 23.2 | 21.6 | 24.2 | 18.0 | 19.6 | 17.9 | 21.4 |
| 순이익 | 10.7 | 12.1 | 9.5 | 2.7 | 7.6 | 12.8 | 13.4 | 13.4 | 21.0 | 32.8 | 35.0 | 47.2 |
| 순이익률 | 15.8 | 17.9 | 14.0 | 6.4 | 12.5 | 18.3 | 17.1 | 19.1 | 13.7 | 15.2 | 14.3 | 16.9 |

자료: 한국투자증권

기업개요

SKC코오롱PI는 폴리이미드(PI) 필름 생산 업체로 SKC와 코오롱인더스트리가 각각 50%씩 출자해 2008년 설립. PI필름을 FPCB용 소재 생산업체, 방열시트 생산업체 및 산업용 PI필름 수요업체에 공급함. PI필름은 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로, 상용화된 플라스틱 필름 중 내열성, 치수안정성, 절연성, 내화학성 측면에서 뛰어남. 주요 어플리케이션이 FPCB에서 인조 그라파이트(흑연) 시트로 확대되면서 시장 성장 중. 2017년 기준 매출액 비중은 FPCB향 50%, 방열시트향 35%, 일반산업향 15%으로 구성.

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 95 | 130 | 122 | 122 | 123 |
| 현금성자산 | 44 | 71 | 61 | 61 | 60 |
| 매출채권및기타채권 | 26 | 29 | 32 | 33 | 33 |
| 재고자산 | 24 | 18 | 15 | 14 | 15 |
| 비유동자산 | 213 | 211 | 221 | 239 | 247 |
| 투자자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 205 | 200 | 210 | 226 | 232 |
| 무형자산 | 2 | 6 | 5 | 6 | 6 |
| 자산총계 | 308 | 341 | 343 | 362 | 370 |
| 유동부채 | 31 | 57 | 57 | 53 | 48 |
| 매입채무및기타채무 | 18 | 34 | 32 | 28 | 24 |
| 단기차입금및단기사채 | 7 | 4 | 5 | 3 | 5 |
| 유동성장기부채 | 3 | 13 | 13 | 13 | 15 |
| 비유동부채 | 48 | 35 | 32 | 43 | 41 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금및금융부채 | 35 | 22 | 17 | 27 | 27 |
| 부채총계 | 79 | 93 | 89 | 96 | 90 |
| 자본금 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 자본잉여금 | 188 | 188 | 188 | 188 | 188 |
| 기타자본 | (78) | (78) | (78) | (78) | (78) |
| 이익잉여금 | 104 | 124 | 129 | 141 | 155 |
| 자본총계 | 229 | 248 | 254 | 266 | 280 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 34 | 70 | 51 | 61 | 55 |
| 당기순이익 | 21 | 33 | 35 | 47 | 49 |
| 유형자산감가상각비 | 13 | 15 | 15 | 16 | 16 |
| 무형자산상각비 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산부채변동 | (8) | 13 | 0 | (3) | (11) |
| 기타 | 8 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | (28) | (22) | (27) | (34) | (25) |
| 유형자산투자 | (27) | (12) | (25) | (32) | (21) |
| 유형자산매각 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | (0) | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산순증 | (0) | (0) | (0) | (1) | (1) |
| 기타 | (1) | 0 | (2) | (1) | (3) |
| 재무활동현금흐름 | 13 | (20) | (33) | (27) | (31) |
| 자본의증가 | 0 | NM | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 17 | (6) | (4) | 8 | 4 |
| 배당금지급 | (3) | (13) | (23) | (29) | (35) |
| 기타 | (1) | (1) | (6) | (6) | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 20 | 28 | (10) | 0 | (1) |

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

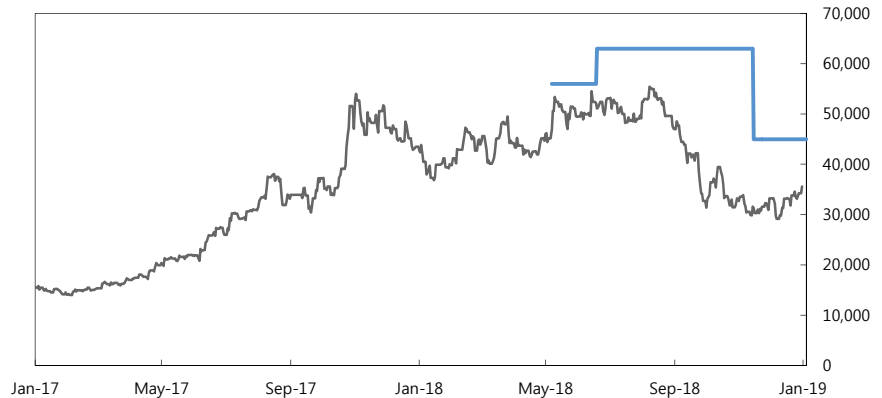
| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 153 | 216 | 245 | 279 | 301 |
| 매출원가 | 107 | 146 | 165 | 183 | 205 |
| 매출총이익 | 46 | 71 | 81 | 96 | 96 |
| 판매관리비 | 14 | 18 | 20 | 22 | 26 |
| 영업이익 | 32 | 53 | 61 | 74 | 70 |
| 금융수익 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 이자수익 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 금융비용 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 이자비용 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타영업외손익 | (5) | (10) | (17) | (14) | (6) |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 28 | 42 | 44 | 60 | 63 |
| 법인세비용 | 7 | 10 | 9 | 13 | 14 |
| 당기순이익 | 21 | 33 | 35 | 47 | 49 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 21 | 33 | 35 | 47 | 49 |
| EBITDA | 45 | 68 | 76 | 90 | 87 |

주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 714 | 1,116 | 1,183 | 1,607 | 1,677 |
| BPS | 7,783 | 8,453 | 8,639 | 9,049 | 9,529 |
| DPS | 450 | 800 | 1,000 | 1,200 | 1,200 |
| 성장성(% YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | 12.3 | 41.4 | 13.4 | 13.7 | 7.7 |
| 영업이익증가율 | 11.7 | 63.9 | 14.2 | 21.6 | (4.9) |
| 순이익증가율 | 23.5 | 56.3 | 5.9 | 35.9 | 4.4 |
| EPS증가율 | 23.5 | 56.3 | 5.9 | 35.9 | 4.4 |
| EBITDA증가율 | 11.6 | 51.3 | 11.1 | 18.4 | (3.2) |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 21.1 | 24.5 | 24.7 | 26.4 | 23.3 |
| 순이익률 | 13.7 | 15.2 | 14.1 | 16.9 | 16.4 |
| EBITDA Margin | 29.6 | 31.6 | 31.0 | 32.3 | 29.0 |
| ROA | 7.3 | 10.1 | 10.2 | 13.4 | 13.5 |
| ROE | 9.6 | 13.8 | 13.8 | 18.2 | 18.1 |
| 배당수익률 | 3.2 | 1.7 | 2.8 | 3.4 | 3.4 |
| 배당성향 | 63.0 | 71.7 | 84.6 | 74.7 | 71.6 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 2 | (42) | (38) | (30) | (25) |
| 차입금/자본총계비율(%) | 19.9 | 15.7 | 13.8 | 16.2 | 16.8 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 19.6 | 42.3 | 30.1 | 22.1 | 21.2 |
| PBR | 1.8 | 5.6 | 4.1 | 3.9 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 19.7 | 13.2 | 11.3 | 11.7 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|------------------|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| SKC코오롱PI(178920) | 2016.07.27 | 매수 | 16,000원 | -2.4 | 71.9 |
| | 2017.07.27 | 1년경과 | | 153.0 | 237.5 |
| | 2018.06.04 | 매수 | 56,000원 | -9.8 | -2.7 |
| | 2018.07.17 | 매수 | 63,000원 | -30.8 | -12.1 |
| | 2018.12.13 | 매수 | 45,000원 | - | - |



Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 29일 현재 SKC코오롱PI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 79.3% | 20.7% | 0% |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.