

SKC코오롱PI (178920)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	41,000원 (M)
현재주가 (1/28)	35,550원
상승여력	15%

시가총액	10,440억원
총발행주식수	29,366,322주
60일 평균 거래대금	161억원
60일 평균 거래량	483,570주
52주 고	55,400원
52주 저	29,150원
외인지분율	5.72%
주요주주	SKC 외 2 인 54.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.1	8.7	(18.4)
상대	1.3	0.9	4.4
절대(달려환산)	6.9	11.1	(22.3)

결국 피하지 못한 전방 수요 둔화

4Q18 실적 컨센 및 추정치 하회, 예상보다 약한 수요 움직임

SKC코오롱PI(이하 동사)의 4Q18 잠정실적은 매출액 423억원(YoY -26%), 영업이익 85억원(YoY -18%, OPM 20%)을 기록, 당사추정치(매출액 554억원, 영업이익 128억원)와 컨센서스(매출액 599억원, 영업이익 140억원)를 큰 폭으로 하회하였다. 당사 Monthly(18/01/10)에서 추정하였듯 컨센을 하회하는 실적을 기록하였지만 예상보다 훨씬 더 큰 쇼크였다.

라인 재정비와 재고 확보를 위한 가동률 하락도 있었지만, 결국 스마트폰용 방열시트의 수요가 예상보다 적었다는 부분이 핵심이다. PI Film의 사용처가 확대되고, 수요처가 EV, MLCC 등으로 확대되는 등의 스토리에서, 이제는 가장 기본적인 수요처였던 스마트폰용 방열시트 수요가 흔들리는 상황이다.

19년 매출액은 3,093억원(YoY +26%), 영업이익 769억원(YoY +27%)으로 기존 추정치 대비 매출액과 영업이익을 각각 -3.9%, -3.4%씩 하향 조정한다. 신규 CAPA 램프업 반영에 따른 매출액과 이익 증가는 가능하겠으나, 여전히 불안정한 수요와 PI Film Shortage 해소에 따른 PI Film 공급처 다변화 이슈가 부담이다.

2019F P/E 18x 수준, 밸류에이션 고민은 더 깊어진다

결국 두 가지 방향성이 부딪힐 것으로 보인다. 1) 폴더블 공개 기대감과 4Q18 실적 바닥에 따른 QoQ 이익 점증 시각과, 2) 수요 둔화에 따른 가동률 하락과 이익추정치 하향에 따른 밸류에이션 부담이 부딪힐 것으로 보인다. 당사는 여전히 이익추정치 하락과 밸류에이션 부담이 더 큰 이슈로 판단하며 1, 2분기 실적에 대한 conviction 없이는 결국 17~20x 구간의 trading으로 판단된다. 이익이 감소하고, 수요에 대한 불확실성과 PI Film 단가에 대한 의구심이 커지는 상황에서, 20x 이상의 밸류에이션이 상승하는 구간에 진입할 수 있을지에 대한 고민이 필요해 보인다.

기다림이 필요, 결국 소재업종은 실적이 가장 중요한 변수

2018년 강력한 동사의 주가 모멘텀에는 PI Film의 Shortage 지속과, tight한 가동률, EV등의 수요처 확대 등의 논리가 가장 주요했다. 그러나 실적에 대한 변동성이 커지고, 전방 수요처(스마트폰 등) 부진 등의 영향을 결국 피해갈 수 없는 현 상황에서, 여전히 밸류에이션에 대한 부담을 떨칠 수 없다. **2018년은 소재에게 멀티플을 높게 주고, 장비주들에게 가치없는 멀티플을 부여했던 구간이라면, 2019년은 장비에게 선제적인 멀티플 구간을 넓혀주고, 소재업체들에게 실적에 대한 conviction이 있어야 접근하는 방식이 유효하다. 결국 소재 업체의 key factor는 실적, 장비 업체의 key factor는 수주라는 관점에서, 실적을 사수하는 모습이 보여야 멀티플 re-rating을 고민할 수 있을 것으로 보인다.** 목표주가는 19F EPS에 16~17년 평균 P.E인 19.6x를 적용, 41,000원을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	423	-25.7	-37.8	590	-28.3
영업이익	85	-18.9	-54.0	136	-37.8
세전계속사업이익	33	-42.4	-71.7	96	-65.3
지배순이익	30	-35.9	-68.5	79	-62.1
영업이익률 (%)	20.0	+1.6 %pt	-7.1 %pt	23.1	-3.1 %pt
지배순이익률 (%)	7.1	-1.1 %pt	-6.9 %pt	13.4	-6.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		1,531	2,164	2,456	3,093
영업이익		323	530	605	769
지배순이익		210	328	353	571
PER		15.8	23.5	27.6	18.3
PBR		1.4	3.1	3.7	3.6
EV/EBITDA		7.4	10.6	13.2	10.8
ROE		9.6	13.8	13.9	20.6

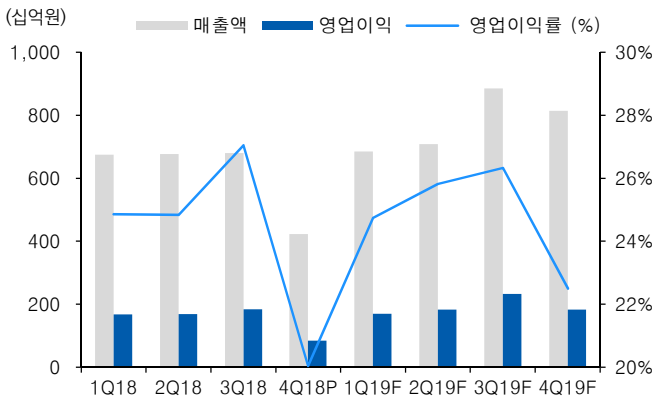
자료: 유안타증권

[표 1] SKC 코오롱 PI 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

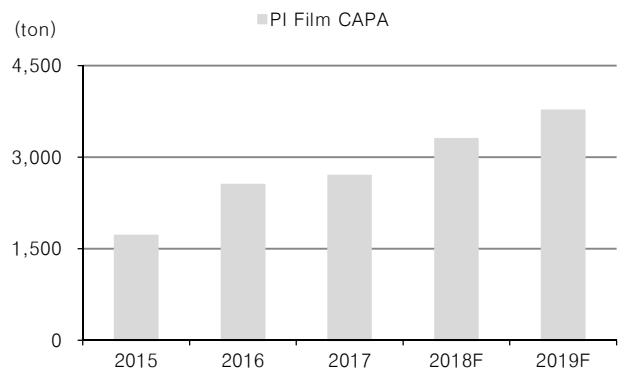
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액	675	677	680	423	685	709	885	814	2,164	2,455	3,093
% YoY	40%	52%	1%	-26%	1%	5%	30%	93%	41%	13%	26%
% QoQ	19%	0%	0%	-38%	62%	3%	25%	-8%			
FPCB 용	273	262	271	199	256	263	321	268	1,082	1,005	1,108
방열시트용	284	279	259	227	287	282	339	332	75	1,049	1,241
일반산업용	118	136	150	128	143	163	198	181	33	532	685
기타	0	0	0	0	0	0	27	33	0	0	60
매출총이익	214	222	233	112	216	238	297	234	780	780	986
영업이익	168	168	184	85	169	183	233	183	530	605	769
% YoY	33%	40%	2%	-18%	1%	9%	27%	116%	65%	14%	27%
% QoQ	45%	0%	9%	-54%	45%	8%	27%	-21%			
영업이익률 (%)	24.9%	24.8%	27.0%	20.0%	24.7%	25.8%	26.3%	22.5%	24.5%	24.6%	24.8%
부문별 매출비중											
FPCB 용	41%	39%	40%	47%	37%	37%	36%	33%	50%	41%	36%
방열시트용	42%	41%	38%	54%	42%	40%	38%	41%	3%	43%	40%
일반산업용	17%	20%	22%	30%	21%	23%	22%	22%	2%	22%	22%
기타	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	4%	0%	0%	2%

[그림 1] SKC 코오롱 PI 분기별 실적 추이



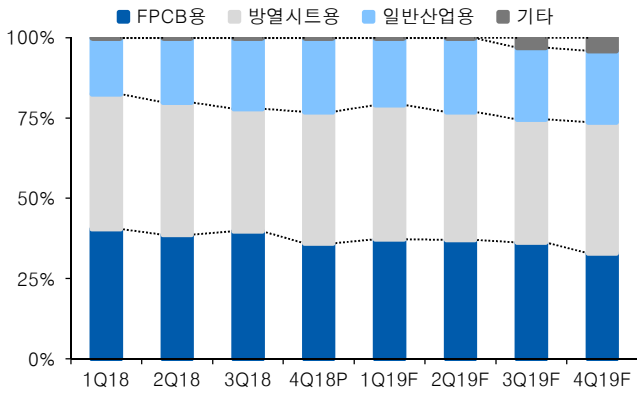
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SKC 코오롱 PI PI Film 연간 CAPA 규모



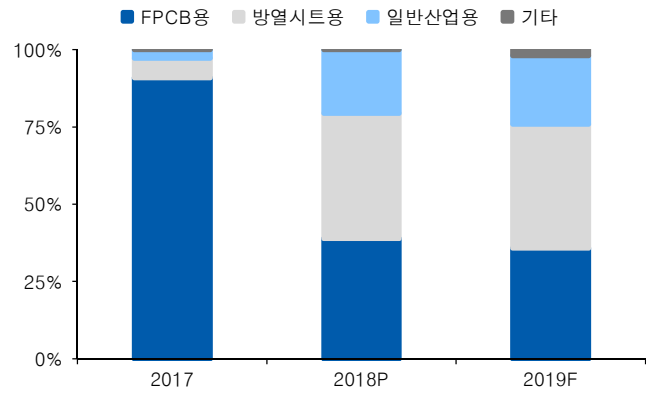
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SKC 코로오PI 매출비중 추이 (분기별)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SKC 코오롱PI 매출비중 추이 (연간)



자료: 유안타증권 리서치센터

SKC 코오롱 PI (178920) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,531	2,164	2,456	3,093	3,508
매출원가	1,066	1,456	1,674	2,107	2,377
매출충이익	465	708	782	986	1,132
판매비	142	178	177	217	245
영업이익	323	530	605	769	887
EBITDA	452	684	762	915	1,022
영업외손익	-48	-106	-162	-44	-9
외환관련손익	5	-12	12	14	14
이자손익	-2	-4	-2	-7	-16
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-51	-90	-172	-52	-7
법인세비용차감전순이익	276	424	443	725	878
법인세비용	66	96	90	154	183
계속사업순이익	210	328	353	571	694
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	210	328	353	571	694
지배지분순이익	210	328	353	571	694
포괄순이익	212	329	353	571	694
지배지분포괄이익	212	329	353	571	694

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	950	1,302	1,345	2,538	5,247
현금및현금성자산	436	711	822	1,658	4,247
매출채권 및 기타채권	259	295	240	469	544
재고자산	241	176	128	257	302
비유동자산	2,126	2,110	2,371	2,335	2,249
유형자산	2,048	2,000	2,252	2,223	2,143
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	5	5	5
자산총계	3,075	3,412	3,716	4,872	7,496
유동부채	307	575	593	686	721
매입채무 및 기타채무	176	336	406	508	543
단기차입금	70	36	8	0	0
유동성장기부채	32	128	128	128	128
비유동부채	483	355	523	1,251	3,380
장기차입금	353	225	377	1,104	3,234
사채	0	0	0	0	0
부채총계	790	929	1,116	1,937	4,101
지배지분	2,286	2,482	2,600	2,936	3,395
자본금	147	147	147	147	147
자본잉여금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	1,045	1,241	1,359	1,695	2,154
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,286	2,482	2,600	2,936	3,395
순차입금	19	-423	-412	-528	-988
총차입금	455	389	514	1,233	3,362

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	336	697	620	422	704
당기순이익	210	328	353	571	694
감가상각비	129	149	149	139	129
외환손익	-2	0	-6	-14	-14
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-79	135	110	-292	-124
기타현금흐름	79	85	14	19	18
투자활동 현금흐름	-275	-224	-439	-147	-90
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-273	-121	-404	-110	-50
유형자산 감소	2	0	2	0	0
기타현금흐름	-4	-104	-38	-37	-40
재무활동 현금흐름	134	-196	-110	484	1,895
단기차입금	11	-32	-28	-8	0
사채 및 장기차입금	156	-32	153	727	2,130
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-32	-132	-235	-235	-235
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	0	40	76	80
현금의 증감	196	276	111	836	2,589
기초 현금	236	436	711	822	1,658
기말 현금	432	712	822	1,658	4,247
NOPLAT	323	530	605	769	887
FCF	23	578	345	350	663

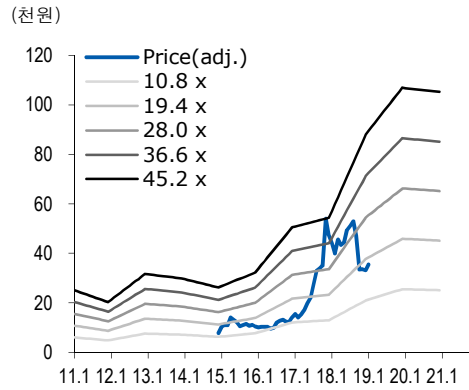
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

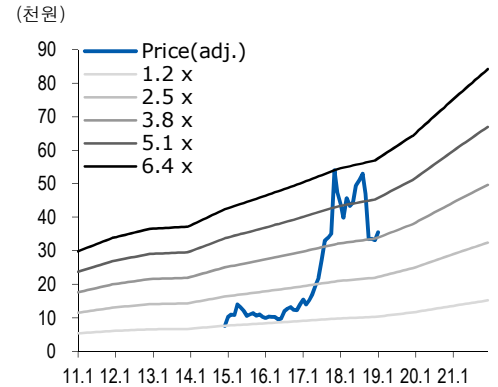
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	714	1,116	1,201	1,943	2,364
BPS	7,783	8,453	8,853	9,997	11,561
EBITDAPS	1,540	2,330	2,594	3,115	3,481
SPS	5,212	7,368	8,362	10,533	11,947
DPS	450	800	800	800	800
PER	15.8	23.5	27.6	18.3	15.0
PBR	1.4	3.1	3.7	3.6	3.1
EV/EBITDA	7.4	10.6	13.2	10.8	9.2
PSR	2.2	3.6	4.0	3.4	3.0

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	12.3	41.4	13.5	26.0	13.4
영업이익 증가율 (%)	11.7	63.9	14.2	27.0	15.4
지배순이익 증가율 (%)	23.5	56.3	7.6	61.8	21.7
매출총이익률 (%)	30.4	32.7	31.8	31.9	32.3
영업이익률 (%)	21.1	24.5	24.6	24.8	25.3
지배순이익률 (%)	13.7	15.2	14.4	18.4	19.8
EBITDA 마진 (%)	29.6	31.6	31.0	29.6	29.1
ROIC	10.8	18.2	21.9	25.4	28.1
ROA	7.3	10.1	9.9	13.3	11.2
ROE	9.6	13.8	13.9	20.6	21.9
부채비율 (%)	34.6	37.4	42.9	66.0	120.8
순차입금/자기자본 (%)	0.8	-17.1	-15.8	-18.0	-29.1
영업이익/금융비용 (배)	53.6	48.7	61.3	38.5	16.7

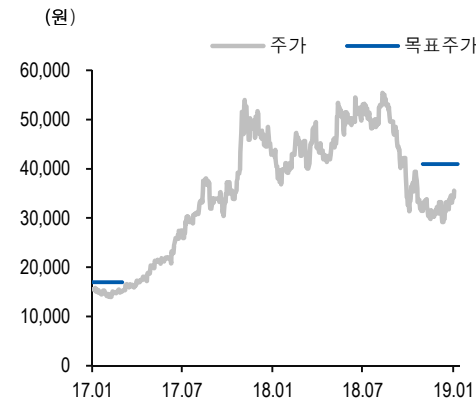
P/E band chart



P/B band chart



SKC 코오롱 PI (178920) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-29	BUY	41,000	1년		
2018-11-25	BUY	41,000	1년		
2018-01-17	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	165.34	225.88
2017-01-17	BUY	17,000	1년	110.39	225.88

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.