



## Outperform(Down grade)

목표주가: 77,000원

주가(2/15): 64,500원

시가총액: 4,010억원

## 스몰캡

Analyst 김상표

02) 3787-5293 spkim@kiwoom.com

RA 박재일

02) 3787-4858 ion3728@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (2/15)		738.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	67,200	42,000

수익률	절대	상대
1M	4.0%	9.4%
6M	25.5%	29.4%
1Y	27.0%	45.8%

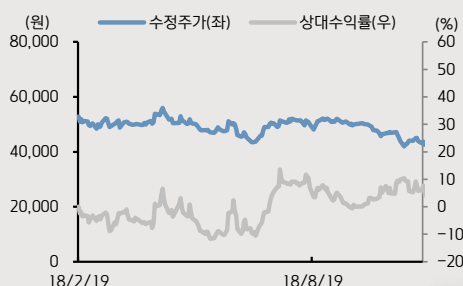
## Company Data

발행주식수	6,216천주
일평균 거래량(3M)	22천주
외국인 지분율	11.85%
배당수익률(18E)	2.78%
BPS(18E)	41.975원
주요 주주	김대영외 5인 60.68%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	1,793	2,250	2,669	3,192
보고영업이익	435	483	492	610
핵심영업이익	435	483	492	610
EBITDA	7,137	7,955	8,178	9,978
세전이익	459	450	546	645
순이익	386	407	425	498
지배주주지분순이익	386	407	425	498
EPS(원)	6,202	6,540	6,835	8,006
증감률(YoY)	3.4	5.5	4.5	15.4
PER(배)	9.2	6.9	8.8	7.7
PBR(배)	1.8	1.3	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	5.4	3.4	4.6	3.4
보고영업이익률(%)	24.3	21.5	18.4	19.1
핵심영업이익률(%)	24.3	21.5	18.4	19.1
ROE(%)	21.9	19.6	17.6	17.6
순부채비율(%)	-59.7	-51.8	-54.6	-56.6

## Price Trend



## 실적 Review

## 슈피겐코리아 (192440)

## 케이스부문 성장세에 주목



슈피겐코리아의 4Q18 연결기준 매출액 844억원(+3.2% YoY), 영업이익 158억원(-12.6% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합한 반면 영업이익은 컨센서스를 하회한 실적을 기록하였다. 영업이익 감소는 인센티브 등 일회성 비용 증가 및 B2C 비중 증가에 따른 믹스 악화에 기인하였다. 2019년부터 중국, 인도를 중심으로 본격적인 아시아권 진출에 따른 볼륨 성장과 특히 B2B 대비 마진이 낮은 B2C 비중 확대 폭 감소로 인해 이익률 개선이 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q18 Review: 케이스 부문 성장세에 주목

슈피겐코리아의 4Q18 연결기준 매출액 844억원(+3.2% YoY), 영업이익 158억원(-12.6% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합한 반면 영업이익은 컨센서스를 하회한 실적을 기록하였다. 매출은 1) 2017년과 달리 2018년은 아이폰 신형 모델 출시가 1~2개월 지연됨에 따른 신규 모델 출시 효과 일부 반영, 2) 보호필름(-9.4% YoY) 및 기타주변기기(-5.6% YoY) 판매 감소에 따라 성장폭이 둔화되었다. 영업이익은 인센티브·소송비 등 일회성 비용 증가 및 B2C 비중 증가에 따른 믹스 악화로 감소하였다.

다만 주력 아이템 케이스의 꾸준한 성장세를 주목해볼 때 부진한 전방 업황과 관계없이 동사의 펀더멘탈은 견고하다는 판단이다. 4Q18 기준 주력 고객사인 애플(-1.1% YoY) 매출은 신규 모델 출시 지연으로 인해 감소하였으나 삼성(+6.9% YoY) 및 화웨이(+112.6% YoY) 매출은 증가세를 보이며 전체적인 성장을 견인하였다.

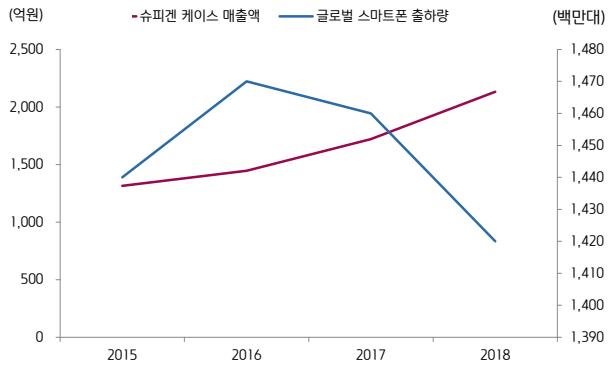
## &gt;&gt;&gt; 2019년 본격적인 아시아 시장 진출

2019년 동사의 주요 포인트는 1) 일본, 중국, 인도 위주의 본격적인 아시아 시장 진출, 2) 지속적인 브랜드·기종 확대에 따른 실적 모멘텀이다. 2018년 제시한 계획보다 빠르게 진출할 것으로 보여짐에 따라 일본 올해 2월, 중국 4월, 인도 상반기 내로 진출이 예상된다. 또한 중화권 제조업체의 점유율이 높은 중국·인도 지역 진출로 인해 중화권 브랜드(화웨이, 샤오미 등)의 신규 기종 출시에 맞춰 SKU를 확대할 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 2019년에도 지속되는 실적 성장세

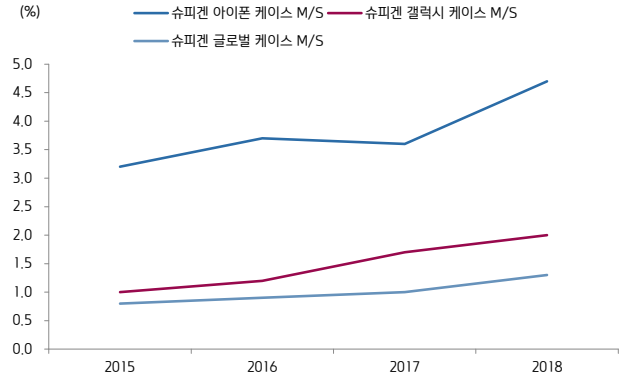
2019년은 매출 3,192억원(+19.7% YoY), 영업이익 610억원(+21.0% YoY)으로 실적 성장세가 지속될 것으로 보여진다. 이는 1) 기존 라인 대비 20~30% 비싼 신규 브랜드 판매 확대 및 ASP 인상으로 인한 제품 가격(P) 및 판매 수량(Q) 확대, 2) 기존 북미 및 유럽의 성장세 지속, 3) 아시아 진출에 따른 신규 매출 발생 등에 기인한다. 특히 B2B 대비 마진이 낮은 B2C 비중 확대 폭 감소로 인해 이익률 또한 개선될 것으로 전망한다.

## 글로벌 스마트폰 출하량 VS 슈피겐 케이스 매출액



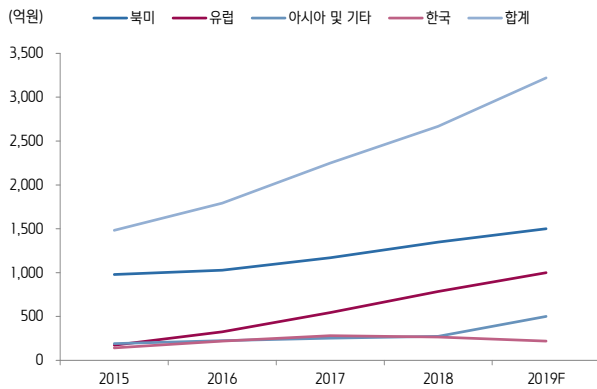
자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 글로벌 케이스 시장 점유율 추이



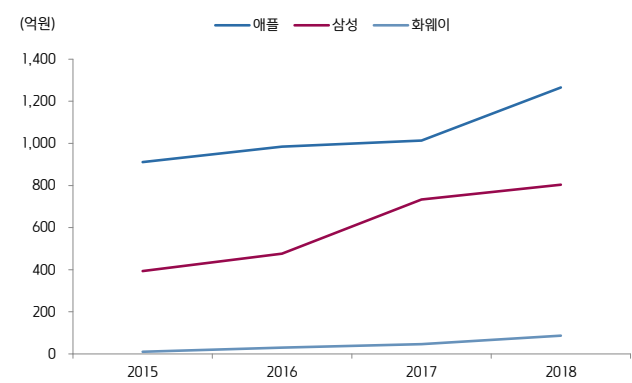
자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 국가별 매출액 추이 및 전망



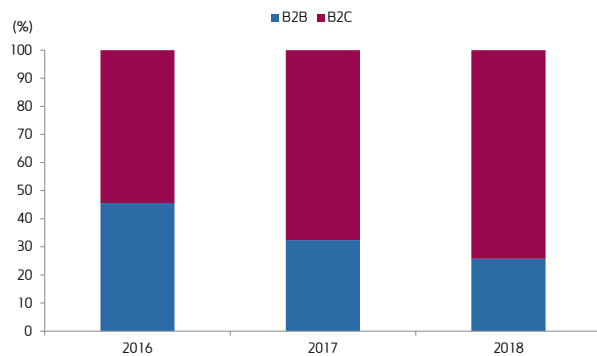
자료: 키움증권 리서치 추정

## 주요 제조사별 매출액 추이



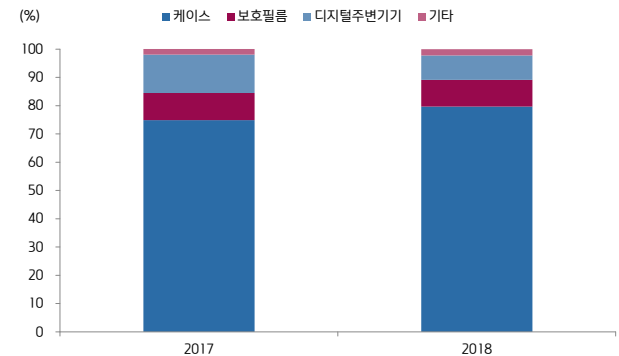
자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 매출 유형별 비중



자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 주요 제품별 매출 비중



자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 아마존 B2C 진출 국가

아마존	연도	2015		2016		2017		2018		2019F			
	분기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	1Q	2Q	3Q	4Q
북미 (미국, 캐나다)													
유럽 5개국 진출 (독일, 영국, 프랑스, 스페인, 이탈리아)													
호주													
일본													
인도													
유럽2차진출													

자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 아마존 B2C 진출 국가

비아마존	연도	2015		2016		2017		2018		2019F			
	분기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	1Q	2Q	3Q	4Q
한국													
중국													
러시아													

자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## B2B 진출 국가

유럽	폴란드, 네덜란드, 벨기에, 체코, 헝가리, 스웨덴, 그리스, 아일랜드, 불가리아, 우크라이나, 몰타, 슬로베니아, 오스트리아
아시아	홍콩, 싱가포르, 말레이시아, 필리핀, 베트남, 타이, 인도네시아, 뉴질랜드, 방글라데시, 카자흐스탄
남미	멕시코, 브라질, 파라과이, 엘살바도르
중동	아랍에미리트, 터키, 레바논, 이스라엘, 이란

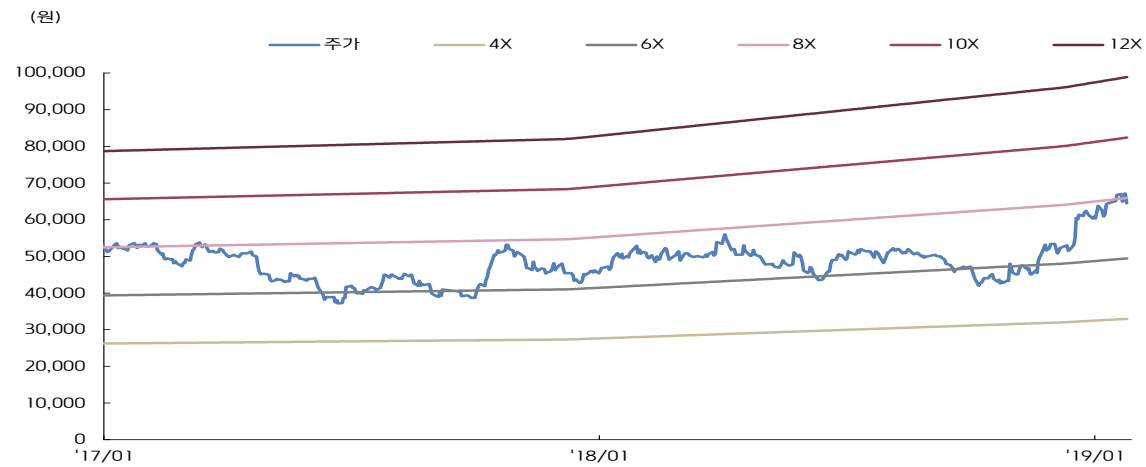
자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치

## 슈피겐코리아 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(억원, %)	2018E				2019E				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	600	558	668	844	720	704	786	982	2,250	2,669	3,192	3,852
케이스	473	439	543	678	593	583	659	829	1,722	2,133	2,664	3,279
보호필름	57	58	58	75	74	72	75	95	221	248	316	380
디지털 주변 기기 및 기타	70	61	67	77	53	49	52	58	307	275	212	193
YoY												
매출액	66%	6%	23%	3%	20%	26%	18%	17%	26%	19%	20%	21%
케이스	74%	13%	32%	5%	25%	33%	21%	20%	19%	24%	24%	23%
보호필름	87%	14%	0%	-9%	30%	24%	29%	1%	159%	12%	18%	20%
디지털 주변 기기 및 기타	16%	-28%	-11%	-6%	-24%	-20%	-22%	4%	194%	-10%	-17%	-9%
영업이익	117	101	116	158	137	130	146	197	483	492	610	756
영업이익 YoY	-36%	-14%	15%	-13%	17%	29%	26%	15%	11%	2%	21%	24%
순이익	100	100	87	138	113	107	121	157	406	425	498	615
영업이익률	19.0%	18.0%	17.0%	18.72%	19.0%	18.5%	18.6%	20.1%	21.5%	18.43%	19.1%	19.6%
순이익률	16.7%	17.9%	13.0%	16.4%	15.7%	15.2%	15.4%	16.0%	18.1%	15.9%	15.6%	16.0%

자료: 슈피겐코리아, 키움증권 리서치 추정

## 슈피겐코리아 12MF PER 밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,793	2,250	2,669	3,192	3,852
매출원가	566	663	802	955	1,156
매출총이익	1,226	1,586	1,867	2,237	2,696
판매비및일반관리비	791	1,103	1,375	1,627	1,940
영업이익(보고)	435	483	492	610	756
영업이익(핵심)	435	483	492	610	756
영업외손익	23	-33	53	35	40
이자수익	24	22	27	30	37
배당금수익	0	1	3	3	4
외환이익	43	19	50	0	0
이자비용	0	1	2	1	1
외환손실	34	68	26	0	0
관계기업지분법손익	-1	-9	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	-4	0	0
기타	-9	4	5	4	0
법인세차감전이익	459	450	546	645	796
법인세비용	73	44	121	147	181
유효법인세율 (%)	15.9%	9.7%	22.1%	22.8%	22.8%
당기순이익	386	407	425	498	615
지배주주지분순이익(억원)	386	407	425	498	615
EBITDA	444	495	508	620	766
현금순이익(Cash Earnings)	394	418	441	508	624
수정당기순이익	386	407	427	498	614
증감률(% YoY)					
매출액	21.0	25.5	18.6	19.8	20.7
영업이익(보고)	-1.5	11.0	1.9	21.0	23.9
영업이익(핵심)	-1.5	11.0	1.9	21.0	23.9
EBITDA	-0.7	11.5	2.8	20.4	23.5
지배주주지분 당기순이익	3.4	5.5	4.5	15.4	23.5
EPS	3.4	5.5	4.5	15.4	23.5
수정순이익	4.2	5.5	5.1	15.4	23.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	292	350	373	438	550
당기순이익	386	407	425	498	615
감가상각비	6	9	9	9	9
무형자산상각비	2	3	2	2	1
외환손익	-11	11	-26	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-94	-113	-62	-67	-72
기타	3	34	25	-2	-3
투자활동현금흐름	-86	-224	-169	-231	-279
투자자산의 처분	-64	112	-126	-184	-230
유형자산의 처분	4	0	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-338	-40	-40	-40
무형자산의 처분	-7	-3	0	0	0
기타	0	5	-3	-7	-9
재무활동현금흐름	-7	-61	-36	-65	-104
단기차입금의 증가	30	28	-10	-10	-10
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-37	-31	-30	-60	-99
기타	0	-58	5	5	6
현금및현금성자산의순증가	206	52	175	142	166
기초현금및현금성자산	293	499	551	726	868
기말현금및현금성자산	499	551	726	868	1,034
Gross Cash Flow	386	463	441	505	622
Op Free Cash Flow	253.7	-6.1	298.4	374.0	481.5

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,491	1,701	2,095	2,521	3,038
현금및현금성자산	499	551	726	868	1,034
유동금융자산	657	649	746	894	1,079
매출채권및유동채권	209	325	381	469	575
재고자산	127	177	242	290	350
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	662	875	938	1,015	1,104
장기매출채권및기타비유동채권	5	6	7	8	10
투자자산	522	396	425	464	512
유형자산	71	424	455	487	518
무형자산	18	16	13	12	10
기타비유동자산	46	34	37	45	54
자산총계	2,153	2,576	3,032	3,536	4,141
유동부채	209	340	391	452	536
매입채무및기타유동채무	141	154	190	230	285
단기차입금	0	54	44	34	24
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	68	133	157	188	227
비유동부채	8	21	26	32	38
장기매입채무및비유동채무	0	1	2	2	2
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	20	25	30	36
부채총계	217	362	418	483	574
자본금	31	31	31	31	31
주식발행초과금	494	494	494	494	494
이익잉여금	1,315	1,690	2,091	2,529	3,044
기타자본	96	-1	-1	-1	-1
지배주주지분자본총계	1,936	2,214	2,615	3,052	3,567
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,936	2,214	2,615	3,052	3,567
순차입금	-1,156	-1,146	-1,428	-1,728	-2,089
총차입금	0	54	44	34	24

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,202	6,540	6,835	8,006	9,885
BPS	31,144	35,611	41,975	49,099	57,383
주당EBITDA	7,137	7,955	8,178	9,978	12,322
CFPS	6,335	6,721	7,093	8,171	10,045
DPS	500	500	1,000	1,650	2,500
주가배수(배)					
PER	9.2	6.9	8.8	7.7	6.2
PBR	1.8	1.3	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.4	3.4	4.6	3.4	2.2
PCFR	9.0	6.8	8.6	7.5	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	24.3	21.5	18.4	19.1	19.6
영업이익률(핵심)	24.3	21.5	18.4	19.1	19.6
EBITDA margin	24.7	22.0	19.0	19.4	19.9
순이익률	21.5	18.1	15.9	15.6	16.0
자기자본이익률(ROE)	21.9	19.6	17.6	17.6	18.6
투자자본이익률(ROIC)	223.0	100.6	52.9	59.4	65.4
안정성(%)					
부채비율	11.2	16.3	16.0	15.8	16.1
순차입금비율	-59.7	-51.8	-54.6	-56.6	-58.6
이자보상배율(배)	85,365.7	327.9	360.2	610.0	756.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	8.4	7.6	7.5	7.4
재고자산회전율	17.3	14.8	12.7	12.0	12.0
매입채무회전율	13.7	15.3	15.5	15.2	15.0

## Compliance Notice

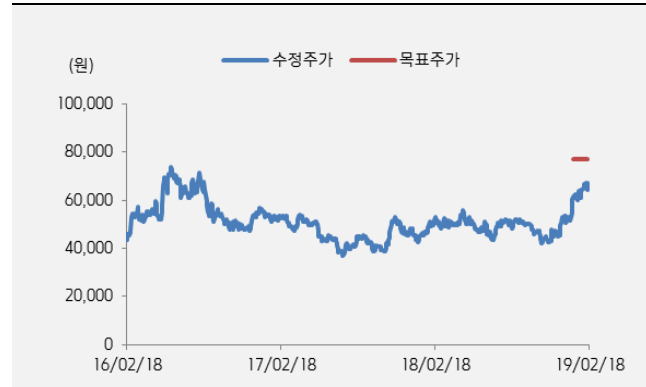
- 당사는 2월 15일 현재 '슈피겐코리아 (192440)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
슈피겐코리아	2019/01/28	BUY (Initiate)	77,000원	6개월	-19.87	-18.83
(192440)	2019/02/18	Outperform (Down grade)	77,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%