

SKC코오롱PI (178920)

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	45,000원 (M)
현재주가 (4/29)	30,400원
상승여력	48%

시기총액	8,927억원
총발행주식수	29,366,322주
60일 평균 거래대금	120억원
60일 평균 거래량	352,248주
52주 고	55,400원
52주 저	29,150원
외인지분율	5.02%
주요주주	SKC 외 2 인 54.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.0	(15.7)	(31.2)
상대	(2.8)	(20.1)	(18.8)
절대(달력환산)	(2.2)	(18.9)	(36.2)

2Q부터 빠른 정상화 구간 돌입

1Q review: 부진한 수요와 고정비 부담, 원재료비 상승 효과

SKC코오롱PI(이하 동사)의 1분기 매출액은 402억원(YoY -40%), 영업이익 31억원(YoY -81%) 수준으로 시장 컨센(OP 120억원)과 당사 추정치(OP 91억원)를 큰 폭으로 하회했다. 부진한 실적의 원인은 1) 1분기 스마트폰 출하 부진에 따라 핸드셋 부문(FPCB, 방열시트) PI Film 수요가 예상보다 약했으며, 2) 이로 인한 고정비 부담 증가와 함께, 3) 원재료 가격이 높았던 작년 4분기의 재고가 올해 1분기에 출하되면서, 수익성 낮은 제품들의 출하가 이뤄졌던 것으로 보인다.

2Q부터 출하량 및 실적 회복세 진입 예상

여전히 1Q 실적을 저점으로 2Q부터 전환되는 실적 상승 cycle에 대한 view는 변함이 없으며, 당사 추정치보다 다소 부진한 1분기 실적은 작년 4Q 높았던 PMDA 원재료 가격 때문으로 판단된다. 2분기부터는 작년 4Q대비 대폭 낮아진 PMDA 가격이 반영되기 시작하면서, 수익성이 상승하는 구간에 진입하며, 동시에 신규 CAPA 600톤이 5월부터 본격 반영 및 PI Film 수요 회복 세로 진입하는 구간으로 판단된다.

2분기 매출액은 622억원, 영업이익 129억원 수준으로, 각각 YoY로는 감소(-8, -23%)하나, QoQ로는(+55%, +311%) 확실한 회복구간에 진입할 것으로 보이며, 3분기부터는 YoY로도 성장하는 그림이 나올 것으로 추정한다. 연간 실적은 매출액 2,639억원(YoY +7%), 영업이익 567 억원(YoY -6%)으로 하향 조정한다. 2~4분기 실적 그림은 나쁘지 않으나, 다소 높은 원재료 가격에 구입했던 4분기 재고 판매에 따른 효과가 1분기에 지나치게 컸다는 판단이다. 그러나 분기별 실적으로는 1Q 실적을 저점으로 빠르게 실적이 우상향하는 구조에 진입, 연간으로 2020년 성장이 두드러질 것으로 보인다.

1) 중국 스마트폰 수요회복, 2) 이차전지용 PI필름 성장세, 3) 폴더블 방향성

당사는 1) 2Q부터 본격화될 중국 스마트폰 수요 회복에 따른 FPCB 및 방열시트용 PI Film 수요 회복세 증가와, 2) 여전히 빠르게 증가하는 일반산업용 출하량(1Q yoy 31% 상승) 추세의 중심에는 이차전지용 PI Film이 존재하며, 3) 현재의 폴더블 패널 결합 이슈는 안정화될 수 있다는 점에 주목한다. 단기적인 실적 부진이 동사의 펀더멘탈까지 훼손하는데는 무리가 있다. 스마트폰 수요 회복 시에 OPM 20% 내외 달성이 충분히 가능하며, PI Film의 확장성(일반산업용, 이차전지용)과 폴더블용 Base Film에 대한 방향성은 여전히 견고하다. 이미 충분히 낮아진 벌류에이션 레벨에서 추가적인 하락은 제한적이라는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	402	-40.4	-4.7	521	-22.8	
영업이익	32	-81.3	-62.9	111	-71.6	
세전계속사업이익	25	-82.0	-16.8	65	-62.3	
지배순이익	20	-81.3	-26.7	56	-64.5	
영업이익률 (%)	7.8	-17.1 %pt	-12.3 %pt	21.3	-13.5 %pt	
지배순이익률 (%)	4.9	-10.9 %pt	-1.5 %pt	10.7	-5.8 %pt	

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	2,164	2,455	2,638	3,120
영업이익	530	605	567	683
지배순이익	328	350	398	537
PER	23.5	36.8	22.4	16.6
PBR	3.1	5.0	3.3	2.9
EV/EBITDA	10.6	17.4	12.8	10.8
ROE	13.8	13.8	14.9	18.6

자료: 유안타증권

[표 1] SKC 코오롱PI 분기별 실적 추이

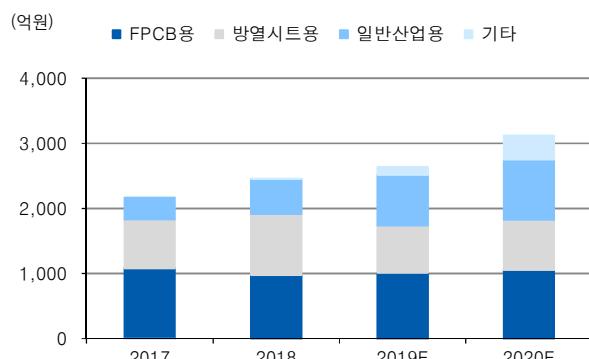
(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	675	677	680	423	402	622	825	789	2,455	2,638	3,120
% YoY	40%	52%	1%	-26%	-40%	-8%	21%	87%	13%	7%	18%
FPCB 용	273	262	271	173	170	232	300	309	979	1,011	1,052
방열시트용	284	279	259	112	78	201	249	197	934	726	773
일반산업용	118	136	150	136	154	171	227	227	540	778	929
이차전지용 PI	65	75	85	95	102	114	129	148	320	493	750
기타	0	0	0	2	0	18	49	56	2	123	366
영업이익	168	168	184	85	32	129	218	188	605	567	683
% YoY	33%	40%	2%	-18%	-81%	-23%	18%	120%	14%	-6%	20%
영업이익률 (%)	24.9%	24.8%	27.0%	20.2%	7.8%	20.8%	26.4%	23.8%	24.7%	21.5%	21.9%
부문별 % Sales											
FPCB 용	41%	39%	40%	41%	42%	37%	36%	39%	40%	38%	34%
방열시트용	42%	41%	38%	26%	19%	32%	30%	25%	38%	28%	25%
일반산업용	17%	20%	22%	32%	38%	27%	27%	29%	22%	30%	30%
이차전지용 PI	10%	11%	13%	22%	25%	18%	16%	19%	13%	19%	24%
기타	0%	0%	0%	0%	0%	3%	6%	7%	0%	5%	12%

주: PI Varnish, 폴더블용 Base Film PI 매출은 기타에 포함

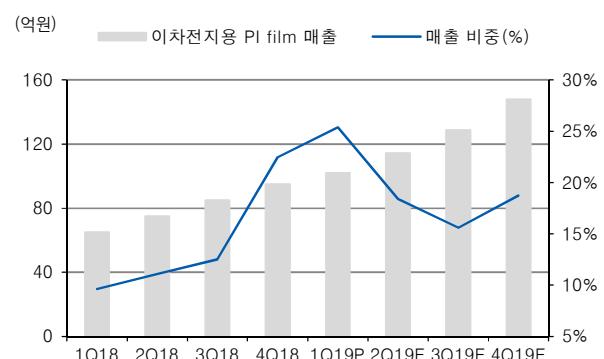
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SKC 코오롱PI item별 매출 추이



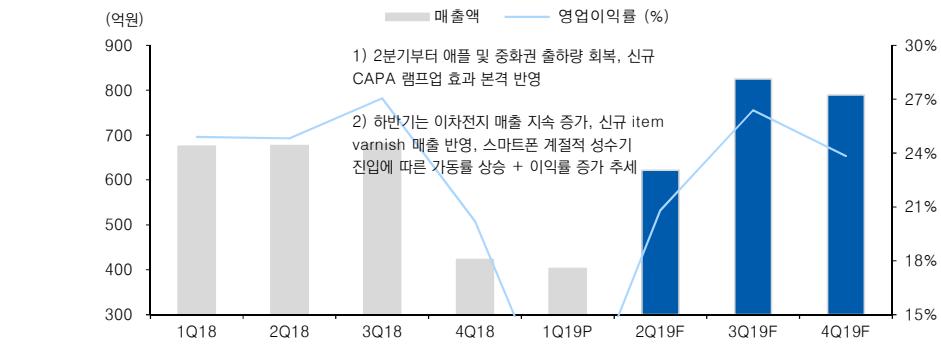
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] SKC 코오롱PI 이차전지용 PI Film 매출액 및 매출 비중 추이



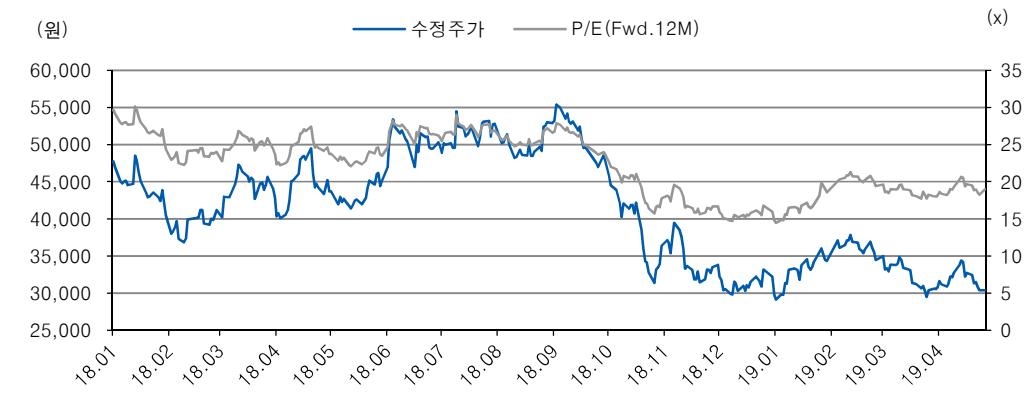
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SKC 코오롱PI 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SKC 코오롱PI 주가 및 12M Fwd P/E 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

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

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	1,531	2,164	2,455	2,638	3,120
매출원가	1,066	1,456	1,653	1,878	2,212
매출총이익	465	708	802	760	908
판관비	142	178	196	194	226
영업이익	323	530	605	567	683
EBITDA	452	684	764	718	823
영업외손익	-48	-106	-166	-58	3
외환관련손익	5	-12	11	8	8
이자손익	-2	-4	-3	-9	-5
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-51	-90	-174	-57	0
법인세비용차감전순손익	276	424	439	509	686
법인세비용	66	96	89	111	148
계속사업순손익	210	328	350	398	537
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	210	328	350	398	537
지배지분순이익	210	328	350	398	537
포괄순이익	212	329	340	358	497
지배지분포괄이익	212	329	340	358	497

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	950	1,302	1,059	1,360	1,710
현금및현금성자산	436	711	112	312	553
매출채권 및 기타채권	259	295	256	469	544
재고자산	241	176	515	402	436
비유동자산	2,126	2,110	2,665	2,624	2,534
유형자산	2,048	2,000	2,540	2,506	2,423
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	6	6	6
자산총계	3,075	3,412	3,724	3,983	4,244
유동부채	307	575	588	677	719
매입채무 및 기타채무	176	336	399	493	538
단기차입금	70	36	21	17	13
유동성장기부채	32	128	128	128	128
비유동부채	483	355	549	565	490
장기차입금	353	225	386	402	327
사채	0	0	0	0	0
부채총계	790	929	1,137	1,242	1,209
지배지분	2,286	2,482	2,587	2,741	3,035
자본금	147	147	147	147	147
자본잉여금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	1,045	1,241	1,346	1,500	1,794
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,286	2,482	2,587	2,741	3,035
순차입금	19	-423	428	239	-79
총차입금	455	389	542	553	475

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	336	697	179	437	499
당기순이익	210	328	350	398	537
감가상각비	129	149	150	143	133
외환손익	-2	0	-4	-8	-8
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-79	135	-330	-105	-170
기타현금흐름	79	85	13	8	6
투자활동 현금흐름	-275	-224	-694	-115	-56
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-273	-121	-673	-110	-50
유형자산 감소	2	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	-104	-21	-5	-6
재무활동 현금흐름	134	-196	-88	-232	-322
단기차입금	11	-32	-15	-4	-3
사채 및 장기차입금	156	-32	162	16	-75
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-32	-132	-235	-244	-244
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	0	4	111	120
현금의 증감	196	276	-599	200	241
기초 현금	236	436	711	112	312
기말 현금	432	711	112	312	553
NOPLAT	323	530	605	567	683
FCF	23	578	-363	379	455

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

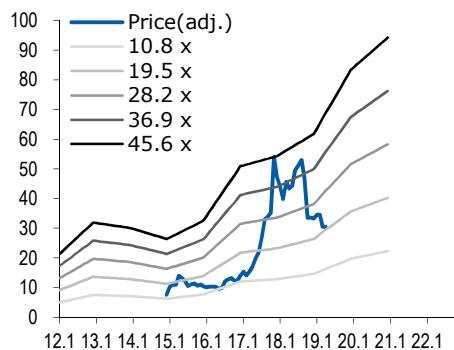
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	714	1,116	1,191	1,355	1,829
BPS	7,783	8,453	8,810	9,335	10,334
EBITDAPS	1,540	2,330	2,601	2,444	2,801
SPS	5,212	7,368	8,359	8,984	10,625
DPS	450	800	830	830	830
PER	15.8	23.5	36.8	22.4	16.6
PBR	1.4	3.1	5.0	3.3	2.9
EV/EBITDA	7.4	10.6	17.4	12.8	10.8
PSR	2.2	3.6	5.2	3.4	2.9

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	12.3	41.4	13.4	7.5	18.3
영업이익 증가율 (%)	11.7	63.9	14.2	-6.4	20.4
지배순이익 증가율 (%)	23.5	56.3	6.7	13.8	35.0
매출총이익률 (%)	30.4	32.7	32.7	28.8	29.1
영업이익률 (%)	21.1	24.5	24.7	21.5	21.9
지배순이익률 (%)	13.7	15.2	14.3	15.1	17.2
EBITDA 마진 (%)	29.6	31.6	31.1	27.2	26.4
ROIC	10.8	18.2	18.8	14.6	17.5
ROA	7.3	10.1	9.8	10.3	13.1
ROE	9.6	13.8	13.8	14.9	18.6
부채비율 (%)	34.6	37.4	43.9	45.3	39.8
순차입금/자기자본 (%)	0.8	-17.1	16.6	8.7	-2.6
영업이익/금융비용 (배)	53.6	48.7	65.0	49.9	65.8

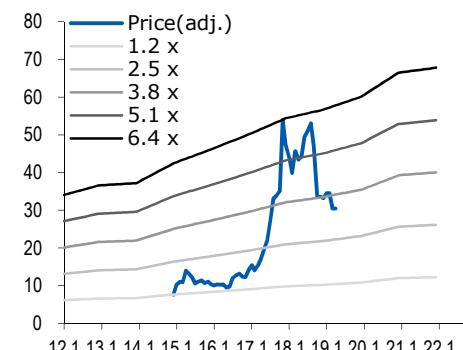
P/E band chart

(천원)



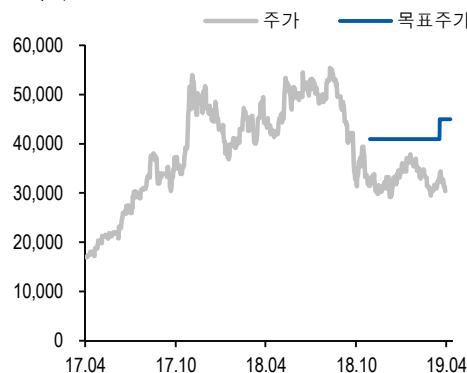
P/B band chart

(천원)



SKC 코오롱PI (178920) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-30	BUY	45,000	1년		
2019-04-15	BUY	45,000	1년		
2018-11-25	BUY	41,000	1년	-19.69	-7.68
2018-01-17	1년 경과 이후	17,000	1년	165.34	225.88
2017-01-17	BUY	17,000	1년	110.39	225.88

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 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 2019-04-27

※ 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 기준 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 투자 의사결정은 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.