

2019. 7. 30



▲ 핸드셋/전기전자  
Analyst **주민우**  
02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

RA **서승연**  
02. 6454-4880  
sy.seo@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	38,000 원
현재주가 (7.29)	26,650 원
상승여력	42.6%
KOSDAQ	618.78pt
시가총액	7,826억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.58%
외국인비중	2.84%
52주 최고/최저가	55,400원/26,050원
평균거래대금	117.0억원
주요주주(%)	
SKC 외 2인	54.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.6	-26.1	-49.8
상대주가	3.1	-15.1	-37.2

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	216.4	53.0	32.8	1,116	56.2	8,453	23.5	3.1	10.6	13.8	37.4
2018	245.5	60.5	35.0	1,191	6.7	8,810	22.4	3.0	11.8	13.8	43.9
2019E	241.0	45.1	22.4	762	-36.1	8,742	35.0	3.0	14.8	8.7	70.0
2020E	287.4	68.7	47.9	1,631	114.2	10,373	16.3	2.6	10.7	17.1	65.0
2021E	291.6	68.4	46.8	1,595	(2.2)	11,968	16.7	2.2	13.4	14.3	64.3

# SKC코오롱PI 178920

## 펀더멘탈 < 이벤트

- ✓ 2Q19 영업이익은 99억원으로 컨센서스와 당사추정치를 각각 12.1%, 15.6% 하회
- ✓ 3Q19 실적은 북미 고객사향 출하와 7호기 가동으로 전분기 대비 개선 기대
- ✓ 다만 소송비용 반영으로 3Q19 순이익(66억원)은 컨센서스(124억원)를 하회할 전망
- ✓ 실적의 본격적인 회복(펀더멘탈)은 2020년으로 예상하지만, 소재 국산화 움직임에 따른 수혜(이벤트)를 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 38,000원 유지

### 2Q19 review: 최근 낮아진 눈높이에 부합

2Q19 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 2.8%, 12.1% 하회했다. 고객사 재고조정이 마무리되었고 북미 고객사향 신규 모델 출하가 시작되며 전분기 대비 실적은 개선됐다. SKC코오롱PI의 제품재고도 1Q19 42일치(추정)에서 2Q19 32일치(추정)로 감소했다. 일반산업용 P필름 매출액은 고객사의 MLCC 및 소형배터리 출하 부진으로 QoQ와 YoY 모두 역성장을 기록했다. 세전이익이 부진했던 이유는 소송비용(39억원)이 반영된 영향이다. 소송은 3분기 중 종료될 예정이다.

### 펀더멘탈(실적) < 이벤트(국산화 기대감)

3Q19 실적은 북미 고객사향 출하증가와 7호기 가동효과로 전분기 대비 개선될 전망이다. 다만 마지막 소송비용(1Q19 12억원, 2Q19 39억원, 3Q19 69억원)이 반영되며 3Q19 순이익(66억원)은 컨센서스(124억원)를 하회할 전망이다. 이에 따라 2019년 DPS는 전년대비 36% 감소한 530원(배당성향 70% 가정, 배당수익률 2.0%)을 예상한다. 1H19 실적부진 과정을 주가가 대부분 반영했다는 점에서 추가적인 주가 하락 폭은 크지 않을 전망이다. 오히려 최근 붙어진 소재 국산화 움직임으로 P필름 뿐 아니라 P바니시의 국산화 수혜가 기대된다. 펀더멘탈의 본격적인 회복은 2020년(매출액 +19.3% YoY)으로 예상하지만, 주가의 회복은 하반기부터 시작될 수 있다고 예상하는 이유다. 3Q19 순이익에 대한 눈높이가 하향 조정되는 과정에서 제한적인 주가 하락을 예상하지만, 특정 소재에 대한 국산화 수혜 가능성을 감안시 중장기 관점에서 매수로 대응함이 바람직하다. 투자의견 Buy, 적정주가 38,000원을 유지한다.

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	62.4	67.7	-7.8%	40.2	55.2%	64.2	-2.8%	64.7	-3.6%
영업이익	9.9	16.8	-40.9%	3.2	215.4%	11.3	-12.1%	11.8	-15.6%
세전이익	4.8	15.5	-69.1%	2.5	95.4%	8.0	-40.2%	7.6	-36.7%
지배주주 순이익	4.0	12.1	-67.1%	2.1	89.5%	5.6	-28.9%	5.5	-27.7%
영업이익률(%)	15.9%	24.8%		7.8%		17.6%		18.2%	
지배주주 순이익률(%)	6.4%	17.9%		5.2%		8.7%		8.5%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
매출액	74.0	241.0	287.4	77.7	249.2	297.6	-4.7%	-3.3%	-3.4%
영업이익	17.7	45.1	68.7	18.5	48.2	69.3	-4.5%	-6.4%	-0.9%
영업이익률 (%)	23.9%	18.7%	23.9%	23.8%	19.3%	23.3%			
세전이익	8.8	27.9	59.9	10.3	32.7	60.0	-14.4%	-14.5%	-0.2%
순이익	6.6	22.4	47.9	8.2	26.1	48.0	-19.9%	-14.4%	-0.2%

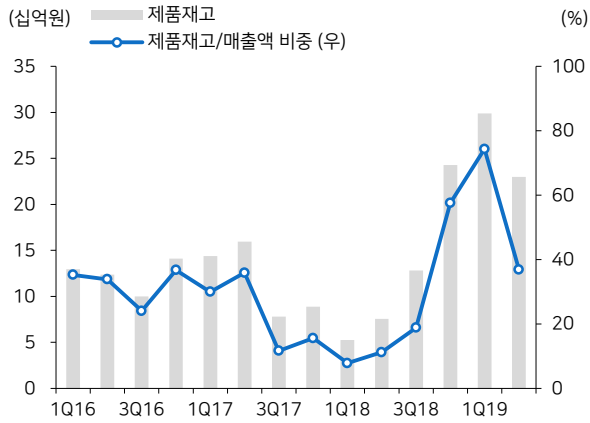
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율 (원)	1,126	1,167	1,160	1,150	1,135	1,125	1,115	1,110	1,151	1,121	1,100
매출액	40.2	62.4	74.0	64.4	69.6	70.2	79.3	68.4	241.0	287.4	291.6
(% QoQ)		-4.5%	55.2%	18.6%	-12.9%	8.0%	0.9%	12.9%	-13.7%		
(% YoY)		-40.5%	-7.8%	8.7%	53.0%	73.0%	12.5%	7.1%	6.2%	-1.8%	19.3%
FPCB용 PI	17.0	28.5	29.7	26.0	27.9	28.7	31.0	26.6	101.2	114.2	108.4
방열시트용 PI	7.8	22.6	32.5	27.5	28.5	27.1	33.9	29.1	90.4	118.6	119.8
일반산업용 PI	15.4	11.3	11.8	11.0	13.1	14.4	14.3	12.7	49.4	54.5	63.5
Base필름용 PI		2.0	2.7	2.4	5.8	5.1	4.6	2.8	10.2	18.2	30.5
영업이익	3.2	9.9	17.7	14.4	16.7	16.9	19.9	15.3	45.1	68.7	68.4
(% QoQ)		-62.9%	215.4%	77.7%	-18.7%	16.2%	1.4%	17.4%	-23.0%		
(% YoY)		-81.3%	-40.9%	-4.1%	68.9%	429.6%	70.2%	12.4%	6.5%	-25.5%	52.4%
영업이익률 (%)	7.8%	15.9%	23.9%	22.3%	24.0%	24.1%	25.0%	22.3%	18.7%	23.9%	23.5%
세전이익	2.5	4.8	8.8	11.9	15.7	14.8	16.7	12.8	27.9	59.9	58.8
지배주주순이익	2.1	4.0	6.6	9.7	12.7	11.8	13.7	9.8	22.4	47.9	46.8
지배주주순이익률(%)	5.2%	6.4%	8.9%	15.1%	18.2%	16.8%	17.3%	14.3%	9.3%	16.7%	16.1%

참고: Base필름용 PI는 일반산업용 PI 매출에 포함됨

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 2Q19 제품재고 안정적 수준으로 하락



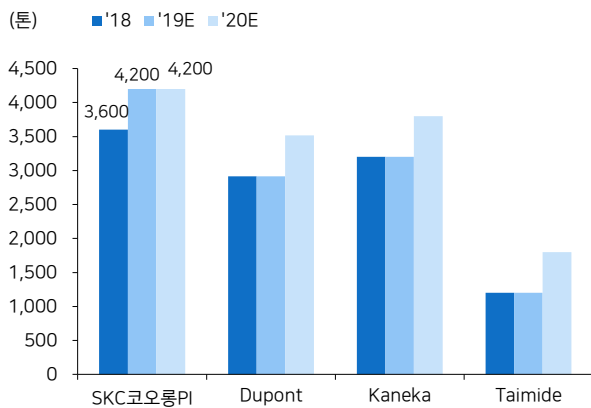
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 PI필름 가동률 추정



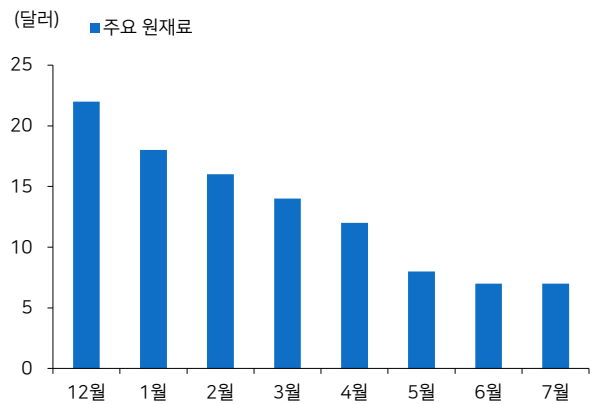
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 PI필름 경쟁사 증설 현황



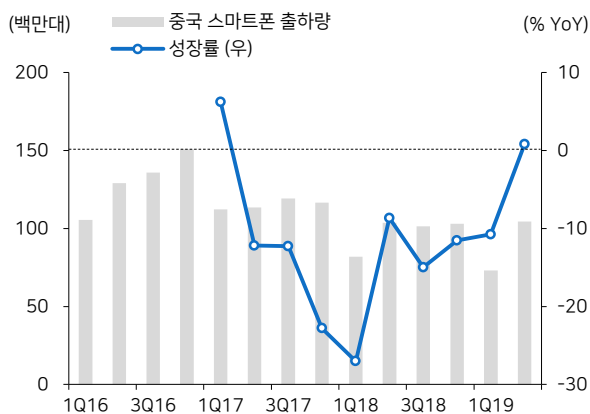
참고: Taimide는 1H20 가동, Kaneka는 2H20 가동 예정  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 주요 원재료 가격 하락 중



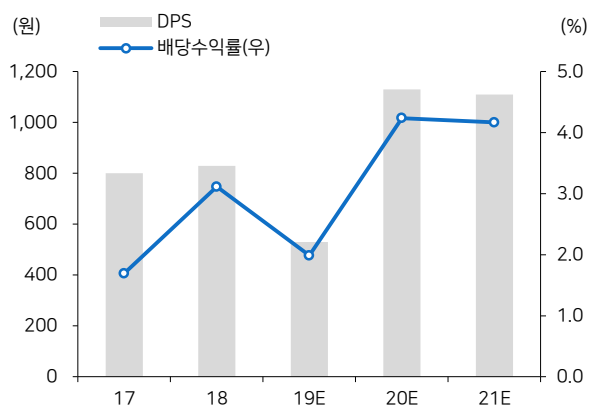
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 스마트폰 출하량 추이 (분기별)



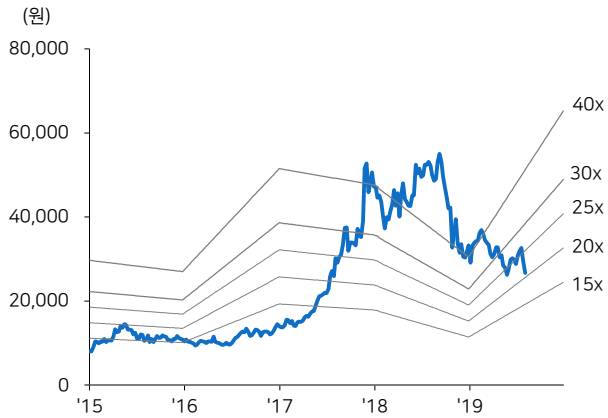
자료: 中国信通院, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 연도별 DPS 및 배당수익률 (배당성향 70% 가정)



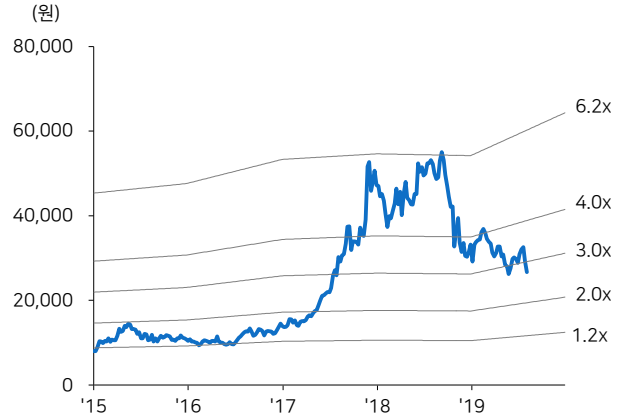
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 SK코오롱PI PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 SK코오롱PI PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK코오롱PI 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
EPS (원)	1,631	2020년 EPS 적용
적정배수 (배)	23.5	Pf필름 성장기였던 2017~18년 평균 멀티플 10% 할인
적정가치 (원)	38,402	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>38,000</b>	
현재주가 (원)	26,650	
상승여력 (%)	42.6%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK코오롱PI 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>주가 (원)</b>							
High	7,980	14,900	14,700	55,300	57,900		
Low	6,860	7,610	8,970	13,250	29,450		
Average	7,375	11,334	11,268	26,180	43,827		
<b>확정치 기준 PER</b>							
High	12.1	25.8	20.6	49.5	48.6		
Low	10.4	13.2	12.6	11.9	24.7		
Average	11.2	19.6	15.8	23.5	36.8		
EPS (원)	660	578	714	1,116	1,191	762	1,631
EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	6.7	-36.1	114.2
<b>컨센서스 기준 PER</b>							
High	10.8	20.1	21.8	43.0	42.2		
Low	9.3	10.2	13.3	10.3	21.5		
Average	10.0	15.3	16.7	20.3	32.0		
EPS (원)	737	743	675	1,287	1,371	1,079	1,705
EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	22.8	-21.3	58.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 SKC코오롱PI Peer valutaion

	PER		PBR		EPS성장률		ROE		매출액		영업이익	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
<b>SKC코오롱PI</b>	<b>35.0</b>	<b>16.3</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>-36.1</b>	<b>114.2</b>	<b>8.7</b>	<b>17.1</b>	<b>241</b>	<b>287</b>	<b>45</b>	<b>69</b>
Dupont	20.2	17.3	1.1	1.2	295.5	42.5	5.6	7.5	22,426	23,198	4,356	4,818
Kaneka	11.6	10.3	0.8	0.7	4.8	12.9	6.6	7.0	5,928	6,161	365	402
Taimide	20.0	14.8	2.4	2.2	-22.9	35.9	10.9	15.5	71	88	11	17
Ube	7.3	6.9	0.6	0.6	-0.1	7.1	9.2	9.8	6,911	6,999	430	454
Toray	13.1	11.6	1.0	1.0	17.1	12.0	7.9	8.4	22,793	23,658	1,435	1,576

참고: 해외기업은 백만달러, 국내기업은 십억원 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## SKC 코오롱 PI (178920)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>216.4</b>	<b>245.5</b>	<b>241.0</b>	<b>287.4</b>	<b>291.6</b>
매출액증가율 (%)	41.4	13.4	-1.8	19.3	1.4
매출원가	145.6	160.3	173.1	193.5	197.0
매출총이익	70.8	80.2	67.9	93.9	94.6
판매관리비	17.8	19.6	22.8	25.2	26.2
<b>영업이익</b>	<b>53.0</b>	<b>60.5</b>	<b>45.1</b>	<b>68.7</b>	<b>68.4</b>
영업이익률	24.5	24.7	18.7	23.9	23.5
금융손익	-0.3	-0.4	-1.0	-1.8	-2.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.3	-16.2	-16.1	-7.1	-6.9
세전계속사업이익	42.4	43.9	27.9	59.9	58.8
법인세비용	9.6	8.9	5.6	12.0	11.8
<b>당기순이익</b>	<b>32.8</b>	<b>35.0</b>	<b>22.4</b>	<b>47.9</b>	<b>46.8</b>
지배주주지분 순이익	32.8	35.0	22.4	47.9	46.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>69.7</b>	<b>17.9</b>	<b>-31.7</b>	<b>19.1</b>	<b>20.3</b>
당기순이익(손실)	32.8	35.0	22.4	47.9	46.8
유형자산상각비	14.9	15.0	15.3	16.0	17.8
무형자산상각비	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
운전자본의 증감	13.5	29.8	-63.7	-40.1	-39.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-22.4</b>	<b>-69.4</b>	<b>-31.8</b>	<b>-32.1</b>	<b>-32.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-12.1	-67.3	-40.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.0	-0.7	9.9	-0.4	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-19.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>61.6</b>	<b>7.2</b>	<b>21.0</b>
차입금의 증감	-6.6	14.6	61.8	7.2	21.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.6	-59.9	7.6	4.0	3.2
기초현금	43.6	71.1	11.2	18.8	22.8
기말현금	71.2	11.2	18.8	22.8	26.0

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>130.2</b>	<b>105.9</b>	<b>141.7</b>	<b>190.6</b>	<b>235.3</b>
현금및현금성자산	71.2	11.2	18.8	22.8	26.0
매출채권	29.3	25.5	25.4	32.1	32.9
재고자산	17.6	51.5	86.6	121.5	157.6
<b>비유동자산</b>	<b>211.0</b>	<b>266.5</b>	<b>294.7</b>	<b>311.9</b>	<b>342.1</b>
유형자산	200.0	254.0	279.6	293.6	323.6
무형자산	5.6	6.5	8.5	11.1	11.1
투자자산	4.1	4.4	4.8	5.2	5.2
<b>자산총계</b>	<b>341.2</b>	<b>372.4</b>	<b>436.3</b>	<b>502.5</b>	<b>577.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>57.5</b>	<b>58.8</b>	<b>89.2</b>	<b>78.8</b>	<b>82.5</b>
매입채무	13.5	13.5	14.2	17.7	18.9
단기차입금	3.6	2.1	19.1	6.0	5.0
유동성장기부채	12.8	12.8	22.6	15.8	15.8
<b>비유동부채</b>	<b>35.5</b>	<b>54.9</b>	<b>90.4</b>	<b>119.1</b>	<b>143.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.5	38.6	73.7	100.7	122.7
<b>부채총계</b>	<b>92.9</b>	<b>113.7</b>	<b>179.6</b>	<b>197.9</b>	<b>225.9</b>
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	124.1	134.6	132.6	180.5	227.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>248.2</b>	<b>258.7</b>	<b>256.7</b>	<b>304.6</b>	<b>351.5</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,368	8,359	8,207	9,788	9,929
EPS(지배주주)	1,116	1,191	762	1,631	1,595
CFPS	938	-2,041	259	136	109
EBITDAPS	2,330	2,601	2,083	2,912	2,330
BPS	8,453	8,810	8,742	10,373	11,968
DPS	800	830	530	1,130	1,110
배당수익률(%)	1.7	3.1	2.0	4.2	4.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	23.5	22.4	35.0	16.3	16.7
PCR	27.9	-13.1	102.8	195.3	243.6
PSR	3.6	3.2	3.2	2.7	2.7
PBR	3.1	3.0	3.0	2.6	2.2
EBITDA	68	76	61	86	68
EV/EBITDA	10.6	11.8	14.8	10.7	13.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.8	13.8	8.7	17.1	14.3
EBITDA 이익률	47.9	45.8	36.6	56.0	68.5
부채비율	37.4	43.9	70.0	65.0	64.3
금융비용부담률	0.2	0.1	0.6	0.8	1.1
이자보상배율(x)	48.6	65.1	26.0	26.1	18.9
매출채권회전율(x)	7.9	9.0	9.5	10.0	9.0
재고자산회전율(x)	7.0	4.6	2.5	1.9	1.4

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 주민우, 서승연)

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 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 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	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-26.5	-12.1	
2018.11.14	산업분석	Buy	53,000	주민우	-37.8	-32.1	
2018.12.03	기업브리프	Buy	46,000	주민우	-31.9	-26.4	
2019.01.03	기업브리프	Buy	46,000	주민우	-30.9	-24.9	
2019.01.28	기업브리프	Buy	43,000	주민우	-15.8	-12.0	
2019.02.21	산업분석	Buy	43,000	주민우	-18.1	-12.0	
2019.03.20	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-24.8	-18.1	
2019.04.29	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-27.7	-18.1	
2019.05.27	산업분석	Buy	38,000	주민우	-21.8	-11.7	
2019.07.30	기업브리프	Buy	38,000	주민우	-	-	