

2020. 4. 20



## ▲ 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) **48,000 원**현재주가 (4.20) **32,100 원**상승여력 **49.5%**

KOSDAQ 637.82pt

시가총액 8,825억원

발행주식수 2,937만주

유동주식비율 45.51%

외국인비중 8.56%

52주 최고/최저가 41,500원/22,450원

평균거래대금 112.1억원

## 주요주주(%)

코리아피아이홀딩스 외 1인 54.14

국민연금공단 5.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.4 -7.3 -12.1

상대주가 -17.0 -5.1 6.2

## 주가그래프



## SKC코오롱PI 178920

## 1Q는 아이폰, 2Q는 중화권 수요가 견인

- ✓ 1Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 3%, 15% 상회
- ✓ 아이폰SE 생산효과로 방열필름용 PI필름 출하량이 전년대비 203% 증가한 영향
- ✓ 2Q20 매출액 698억원(+12% YoY), 영업이익 171억원(+72% YoY) 예상
- ✓ 아이폰향 출하 견조한 가운데 중화권 수요 회복이 2Q20 실적 개선의 주요 원인
- ✓ PI필름 업황 개선과 Capex 감소(8호기 투자 보류)로 4Q20부터 4Q21까지 순현금 전환 예상. 1Q17~3Q18 순현금 전환하며 큰폭의 주가 상승했던 당시와 유사

## 1Q20 review: 컨센서스 대비 매출액은 3%, 영업이익은 15% 상회

1Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 3%, 15% 상회했다. 환율효과와 함께 비수기임에도 아이폰SE 생산효과로 방열필름용 PI필름 출하량이 전년대비 203% 증가한 영향이다. 중국 스마트폰향 매출액은 1Q20 중국 스마트폰 출하량이 전년대비 35% 감소한 영향으로 부진했다. 삼성향 매출액은 갤럭시S20향 초도생산 효과로 견조했다. 순이익은 컨센서스를 35% 상회했는데 환율 효과와 소송비용(5억원) 감소 영향이었다. 제품재고는 4Q19 수준을 유지하며 안정적인 수준을 유지했다.

## 2Q20 매출액 698억원, 영업이익 171억원 예상

2Q20은 매출액 698억원(+12% YoY), 영업이익 171억원(+72% YoY)을 예상한다. 1) 아이폰 방열필름향 PI필름 출하가 1Q에 이어 2Q에도 견조하게 유지될 전망이며, 2) 중국 스마트폰 출하량이 3월(+233% MoM, -22% YoY)에 이어 2Q에도 회복될 전망이기 때문이다. 전사 매출액의 약 30%를 차지하는 삼성향 매출액이 S20 판매 부진 영향으로 2Q20 부정적 영향을 받겠으나, 전사 매출액의 약 70%를 차지하는 애플+중화권 매출액 회복으로 2Q20 영업이익은 전분기 및 전년대비 모두 증익을 예상한다. 이와 더불어 최근 방열필름용 PI필름 경쟁사인 듀폰은 우주항공용 및 MPI용 PI필름 비중을 늘리며 방열필름 대응에 소극적인 상황이다. 이에 동사의 점유율은 55%→65%로 증가하며 반사수혜가 기대된다 (그림5).

PI필름 업황 개선과 Capex 감소(8호기 투자 보류)로 4Q20부터 4Q21까지 순현금 전환이 예상된다. 2017년 PI필름 업황 개선과 Capex 감소가 맞물리며 순현금이 1Q17부터 3Q18까지 7개분기 이어지며 큰폭의 주가 상승을 이끌었던 당시와 유사하다 (그림9). 배당성향 70% 가정시 현주가의 배당수익률은 3.8%로 주가 하방지지 요인이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 48,000원을 유지한다.

(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	26.9	3.6	11.8	13.8	43.9
2019	223.7	33.6	17.7	603	-49.3	8,557	53.2	3.8	14.6	6.9	56.4
2020E	281.6	67.8	51.3	1,748	189.7	9,990	18.4	3.2	11.0	18.9	46.9
2021E	315.4	74.7	58.6	1,994	14.1	11,985	16.1	2.7	13.3	18.2	40.9

표1 SKC코오롱PI 1Q20P 실적 Review

(십억원)	1Q20P	1Q19	(% YoY)	4Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	61.6	40.2	53.2%	56.7	8.6%	60.2	2.3%	59.9	2.9%
영업이익	14.7	3.2	366.7%	6.1	143.0%	12.8	14.8%	12.7	15.3%
세전이익	14.5	2.5	490.9%	2.6	448.4%	11.2	29.3%	12.2	18.2%
지배주주 순이익	12.4	2.1	490.6%	2.9	326.2%	8.9	39.3%	9.2	34.7%
영업이익률(%)	23.9%	7.8%		10.7%		21.3%		21.3%	
지배주주 순이익률(%)	20.1%	5.2%		5.1%		14.8%		15.4%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SKC코오롱PI 추정치 변경 내역

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
매출액	69.8	281.6	315.4	70.0	281.3	315.0	-0.4%	0.1%	0.1%
영업이익	17.1	67.8	74.7	16.9	64.6	71.7	1.1%	4.9%	4.2%
영업이익률 (%)	24.5%	24.1%	23.7%	24.2%	22.9%	22.7%			
세전이익	14.9	62.8	70.1	14.9	59.3	66.8	0.2%	5.9%	4.8%
순이익	11.8	51.3	58.6	11.9	47.2	54.7	-0.6%	8.8%	7.1%

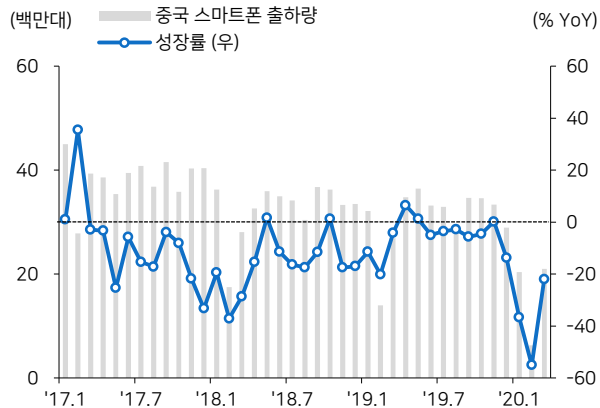
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SKC코오롱PI 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
환율 (원)	1,125	1,166	1,193	1,176	1,197	1,230	1,213	1,188	1,165	1,207	1,163
매출액	40.2	62.4	64.4	56.7	61.6	69.8	79.4	70.8	223.7	281.6	315.4
(% QoQ)	-4.5%	55.2%	3.1%	-11.9%	8.6%	13.3%	13.7%	-10.7%			
(% YoY)	-40.5%	-7.8%	-5.4%	34.7%	53.2%	11.8%	23.3%	24.9%	-8.8%	25.9%	12.0%
FPCB용 PI	17.0	28.5	25.2	26.2	24.8	28.0	31.6	28.5	96.9	112.8	123.3
방열시트용 PI	7.8	22.6	25.5	19.0	22.2	26.7	30.6	26.7	74.9	106.3	121.9
일반산업용 PI	15.4	11.3	13.6	11.6	14.6	15.0	17.2	15.7	51.9	62.4	70.2
영업이익	3.2	9.9	14.5	6.1	14.7	17.1	20.4	15.6	33.6	67.8	74.7
(% QoQ)	-62.9%	215.2%	45.7%	-58.2%	143.0%	16.3%	19.1%	-23.3%			
(% YoY)	-81.3%	-40.9%	-21.4%	-28.8%	366.7%	72.2%	40.6%	158.1%	-44.5%	101.7%	10.2%
영업이익률 (%)	7.8%	15.9%	22.5%	10.7%	23.9%	24.5%	25.6%	22.0%	15.0%	24.1%	23.7%
세전이익	2.5	4.8	11.3	2.6	14.5	14.9	19.0	14.4	21.2	62.8	70.1
지배주주순이익	2.1	4.0	8.8	2.9	12.4	11.8	15.9	11.3	17.7	51.3	58.6
지배주주순이익률(%)	5.2%	6.4%	13.6%	5.1%	20.1%	16.9%	20.0%	15.9%	7.9%	18.2%	18.6%

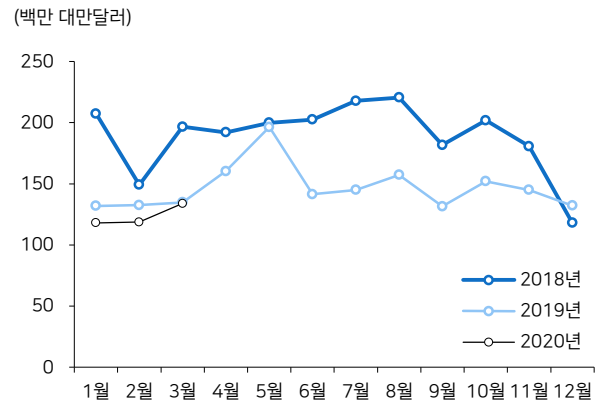
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



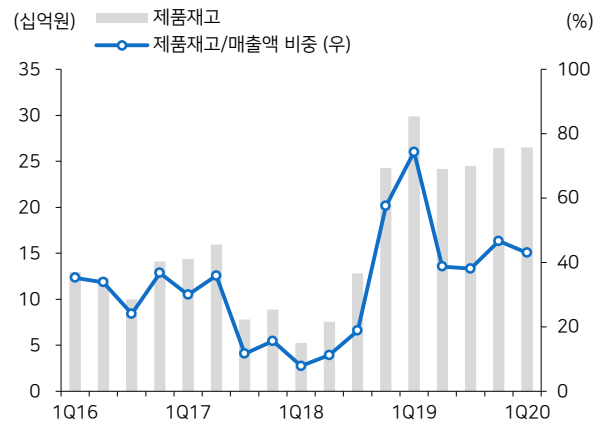
자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 Taimide 월별 매출 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 1Q20 제품재고 안정적 수준 유지



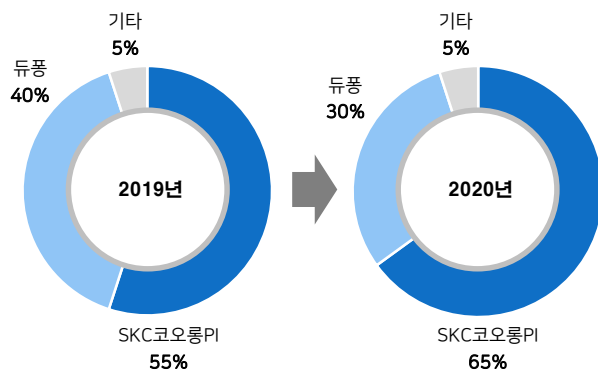
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 P필름 가동률 추정



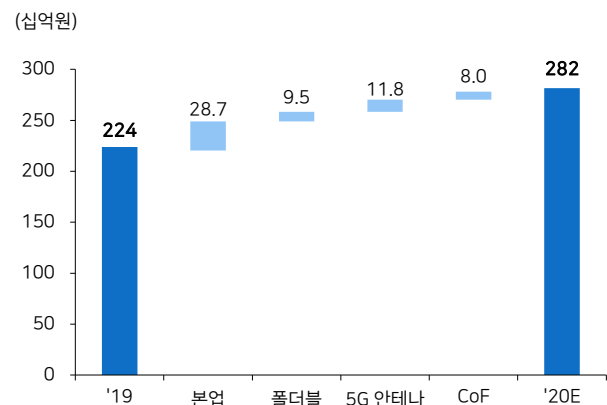
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 방열필름용 P필름 점유율 변화 (메리츠 추정)



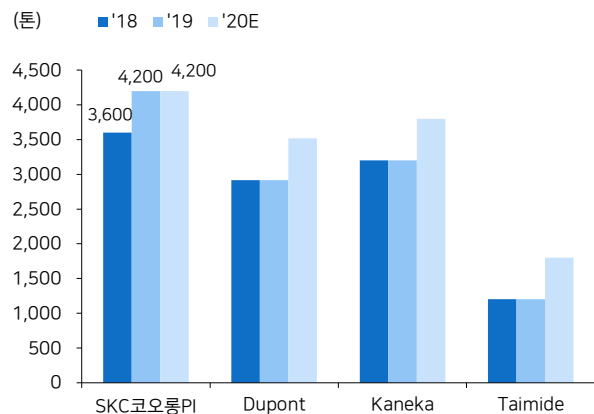
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 기존 매출액과 신규매출 구성



자료: 메리츠증권 리서치센터

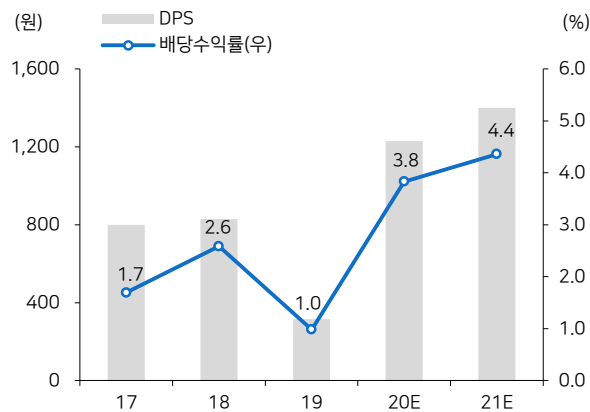
그림7 PI필름 경쟁사 증설 현황



참고: Taimide와 Kaneka 신공장 모두 1H20 가동 예정

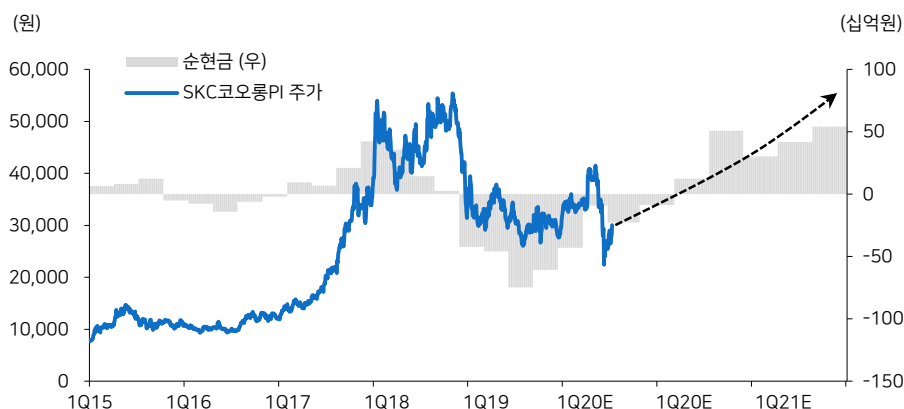
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 연도별 DPS 및 배당수익률 (성향 70% 유지 가정)



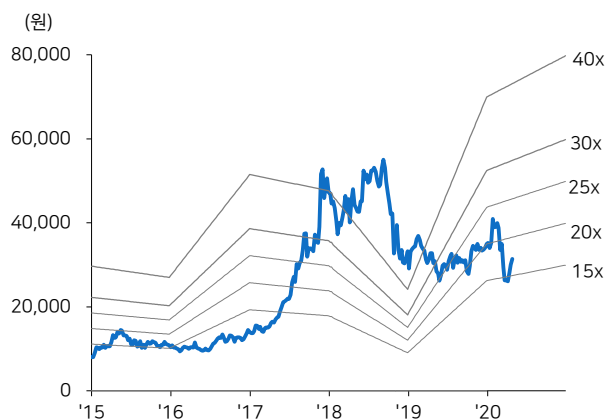
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 SKC코오롱PI 순현금과 주가 추이



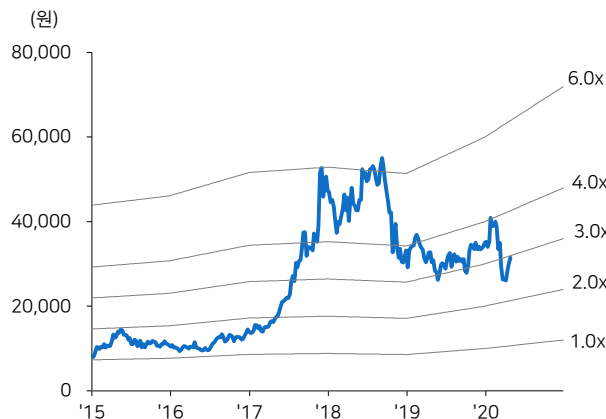
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 SKC코오롱PI PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 SKC코오롱PI PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SKC코오롱PI 적정주가 산정표

	2020E	비고
EPS (원)	1,748	20년 EPS
적정배수 (배)	27.3	EPS 성장기 16~19년 평균 멀티플
적정가치 (원)	47,686	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>48,000</b>	
현재주가 (원)	32,100	
상승여력 (%)	49.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SKC코오롱PI 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>주가 (원)</b>							
High	7,980	14,900	14,700	55,300	57,900	38,000	
Low	6,860	7,610	8,970	13,250	29,450	25,550	
Average	7,375	11,334	11,268	26,180	43,827	31,763	
<b>확정치 기준 PER</b>							
High	12.1	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	
Low	10.4	13.2	12.6	11.9	24.7	42.3	
Average	11.2	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	
EPS (원)	660	578	714	1,116	1,191	603	1,748
EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	6.7	-49.3	189.7
<b>컨센서스 기준 PER</b>							
High	10.8	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	
Low	9.3	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	
Average	10.0	15.3	16.7	20.3	32.0	40.1	
EPS (원)	737	743	675	1,287	1,371	792	1,713
EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	22.8	-42.2	116.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

## SKC 코오롱 PI (178920)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	216.4	245.5	223.7	281.6	315.4
매출액증가율 (%)	41.4	13.4	-8.9	25.9	12.0
매출원가	145.6	160.3	177.2	188.2	211.1
매출총이익	70.8	80.2	57.3	93.4	104.3
판매관리비	17.8	19.6	23.7	25.6	29.7
영업이익	53.0	60.5	33.6	67.8	74.7
영업이익률	24.5	24.7	15.0	24.1	23.7
금융손익	-0.3	-0.4	-2.1	-1.5	-0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-10.3	-16.2	-10.4	-3.8	-3.7
세전계속사업이익	42.4	43.9	21.2	62.8	70.1
법인세비용	9.6	8.9	3.5	11.5	12.8
당기순이익	32.8	35.0	17.7	51.3	58.6
지배주주지분 순이익	32.8	35.0	17.7	51.3	58.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	69.7	17.9	38.1	65.2	79.9
당기순이익(손실)	32.8	35.0	17.7	51.3	58.6
유형자산상각비	14.9	15.0	18.0	18.7	19.4
무형자산상각비	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	13.5	29.8	0.3	-12.7	-6.9
투자활동 현금흐름	-22.4	-69.4	-14.5	-53.8	-54.8
유형자산의증가(CAPEX)	-12.1	-67.3	-23.9	-12.0	-13.0
투자자산의감소(증가)	-10.0	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8
재무활동 현금흐름	-19.6	-8.8	-6.5	-23.5	-42.1
차입금의 증감	-6.6	14.6	18.3	-14.2	-6.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.6	-59.9	17.3	41.3	35.7
기초현금	43.6	71.1	11.2	28.5	69.8
기말현금	71.2	11.2	28.5	69.8	105.5

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	130.2	105.9	108.5	161.4	209.8
현금및현금성자산	71.2	11.2	28.5	69.8	105.5
매출채권	29.3	25.5	29.7	38.8	43.5
재고자산	17.6	51.5	46.7	40.5	43.9
비유동자산	211.0	266.5	284.5	269.6	286.2
유형자산	200.0	254.0	255.4	247.8	260.8
무형자산	5.6	6.5	5.9	7.1	7.1
투자자산	4.1	4.4	4.7	5.5	5.5
자산총계	341.2	372.4	393.0	431.0	496.0
유동부채	57.5	58.8	93.7	90.9	98.0
매입채무	13.5	13.5	11.5	15.1	16.8
단기차입금	3.6	2.1	22.2	8.0	5.0
유동성장기부채	12.8	12.8	19.6	22.6	22.6
비유동부채	35.5	54.9	48.0	46.7	46.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.5	38.6	30.0	27.0	24.0
부채총계	92.9	113.7	141.7	137.6	144.1
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	127.2	169.3	227.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	248.2	258.7	251.3	293.4	351.9

## Key Financial Data

	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,368	8,359	7,617	9,588	10,741
EPS(지배주주)	1,116	1,191	603	1,748	1,994
CFPS	938	-2,041	590	1,405	1,217
EBITDAPS	2,330	2,601	2,141	2,975	2,542
BPS	8,453	8,810	8,557	9,990	11,985
DPS	800	830	315	1,230	1,400
배당수익률(%)	1.7	2.6	1.0	3.8	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.5	26.9	53.2	18.4	16.1
PCR	27.9	-15.7	54.4	22.8	26.4
PSR	3.6	3.8	4.2	3.3	3.0
PBR	3.1	3.6	3.8	3.2	2.7
EBITDA	68	76	63	87	75
EV/EBITDA	10.6	11.8	14.6	11.0	13.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	13.8	6.9	18.9	18.2
EBITDA 이익률	47.9	45.8	28.2	58.8	78.5
부채비율	37.4	43.9	56.4	46.9	40.9
금융비용부담률	0.2	0.1	0.8	0.4	0.2
이자보상배율(x)	48.6	65.1	17.1	45.8	51.5
매출채권회전율(x)	7.9	9.0	8.1	8.2	7.7
재고자산회전율(x)	7.0	4.6	3.6	4.3	5.0

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## SKC 코오롱 PI (178920) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	-26.5	-12.1	
2018.11.14	산업분석	Buy	53,000	주민우	-37.8	-32.1	
2018.12.03	기업브리프	Buy	46,000	주민우	-30.9	-24.9	
2019.01.28	기업브리프	Buy	43,000	주민우	-18.1	-12.0	
2019.03.20	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-27.7	-18.1	
2019.05.27	산업분석	Buy	38,000	주민우	-20.5	-9.2	
2019.10.28	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-15.2	-1.2	
2020.03.09	기업브리프	Buy	48,000	주민우	-	-	