

디스플레이 소재
 Results Comment
 2019.4.30

투자여건(유지) **매수**

목표주가(12M,하향) ▼ **43,000원**

현재주가(19/04/29) 30,400원

상승여력 41%

영업이익(19F,십억원)	55
Consensus 영업이익(19F,십억원)	67
EPS 성장률(19F,%)	0.7
MKT EPS 성장률(19F,%)	-16.9
P/E(19F,x)	25.3
MKT P/E(19F,x)	12.1
KOSDAQ	750.60

시가총액(십억원)	893
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	45.6
외국인 보유비중(%)	5.0
베타(12M) 일간수익률	1.50
52주 최저가(원)	29,150
52주 최고가(원)	55,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-3.2	-31.2
상대주가	-2.8	-18.8	-18.8



[디스플레이/배터리]

김철중
 02-3774-1464
 chuljoong.kim@miraeasset.com

SKC코오롱PI (178920)

바닥을 확인했다

단기 실적 우려는 주가에 충분히 반영, 1분기 저점이 확실하다

SKC코오롱PI의 1Q19 매출액은 402억원(-41% YoY, -4.7% QoQ), 영업이익 32억원(-81.3% YoY, -62.9% QoQ)을 기록하였다. 중국 스마트폰 판매량 급감 → 고객사 PI필름 재고 조정 → 가동률 하락에 기인한다. 그러나 1분기 실적 부진에 따른 주가 조정은 매수 기회라고 판단한다. 1분기가 실적 저점임이 확실하기 때문이다. 매출액 및 수익성 모두 2분기부터 회복세에 접어들 것으로 예상된다.

매출액: 1) 2분기부터 신규 라인 가동이 시작되며, 2) 중국 스마트폰 출하 회복으로 2분기 말부터 고객사들의 재고 축적이 본격화될 것으로 예상된다. 1분기까지 높았던 동사의 재고 역시 3분기 성수기부터 매출액으로 인식될 가능성이 높다고 판단한다.

수익성: 1) 원가(PMDA) 하락 속도가 예상대비 빠르다. 2) 높은 고정비 비중으로 인하여 가동률 회복에 따른 실적 회복 속도가 빠를 것으로 예상된다.

경쟁사 대비 프리미엄은 여전히 유효

최근 동사의 주가 추이는 경쟁사(PI필름 제조, 전후방 업체(FCCL, FPCB, 방열시트)와 상이한 흐름을 보여주고 있다. 스마트폰 수요 부진으로 상반기 실적이 부진한 것은 비단 동사만의 문제가 아니다.

과거 동사는 대만 경쟁사인 Taimide 대비 높은 할증을 받았다. 2017년 이후 P/E 기준으로 평균 57.8%, P/B 기준 평균 39.9% 수준의 할증이다. 동사의 12개월 선행 P/E는 22배 수준으로 Taimide 대비 P/E 갭이 10% 수준까지 축소된 상황이다.

경쟁사 대비 프리미엄은 여전히 유효하다. 1) 글로벌 1위 생산능력을 보유하고 있으며, 2) 경쟁사와는 달리 제품 포트폴리오(배터리, 폴더블, 5G 등)가 다양하다. 3) 높은 배당성향도 할증의 이유이다. PI필름 업황이 월별로 회복되는 신호가 감지되고 있는 상황에서, 글로벌 1위 PI필름 업체에 대한 재평가가 필요하다고 판단한다.

중국 스마트폰 수요 회복의 최대 수혜주

SKC코오롱PI에 대한 목표주가를 43,000원으로 하향하지만, 단기 실적 부진은 주가에 충분히 반영되었다는 판단이다. 동사는 국내 OLED 소재 업체 중 중국 고객사 향 노출도가 가장 높은 업체 중 하나이다. 동사의 방열시트용 PI 매출액 대부분이 탄위엔, 베이징존스 등 중국 방열시트 업체 향으로 발생하기 때문이다. 작년 하반기부터 지속된 중국 스마트폰 수요 부진으로 방열시트 업체들의 PI 재고가 높았던 것으로 추정된다. 중국 스마트폰 수요가 2분기 이후 점진적으로 회복될 것으로 예상되는 바, 동사의 실적, 주가 역시 바닥을 통과했다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	136	153	216	245	260	302
영업이익 (십억원)	29	32	53	61	55	73
영업이익률 (%)	21.3	20.9	24.5	24.9	21.2	24.2
순이익 (십억원)	17	21	33	35	35	57
EPS (원)	578	714	1,116	1,191	1,200	1,928
ROE (%)	8.4	9.6	13.8	13.8	13.3	19.8
P/E (배)	18.0	19.6	42.3	27.9	25.3	15.8
P/B (배)	1.5	1.8	5.6	3.8	3.3	3.0
배당수익률 (%)	1.1	3.2	1.7	2.5	2.7	2.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

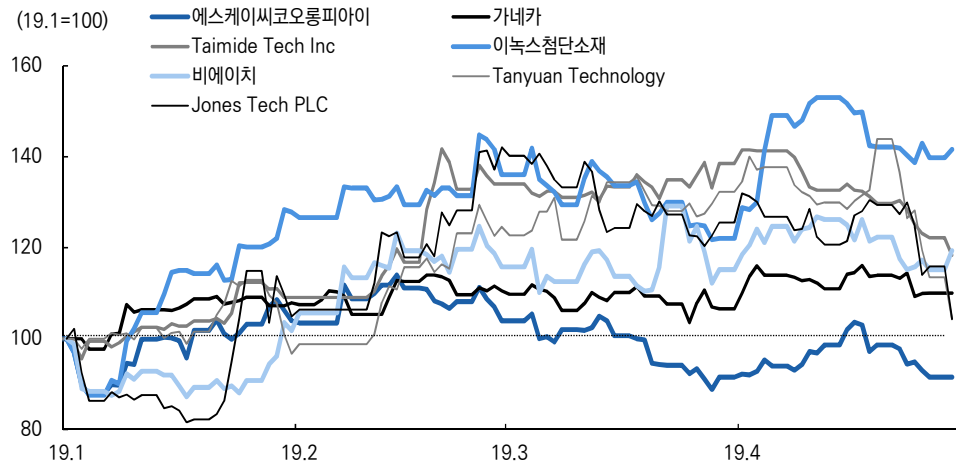
대만 경쟁사 대비 프리미엄은 여전히 유효

최근 동사의 주가 추이는 경쟁사(PI필름 제조), 전후방 업체(FCCL, FPCB, 방열시트)와 상이한 흐름을 보여주고 있다. 스마트폰 수요 부진으로 상반기 실적 부진한 것은 비단 동사만의 문제가 아니다.

과거 동사는 대만 경쟁사인 Taimide 대비 높은 할증을 받았다. 2017년 이후 P/E 기준으로 평균 57.8%, P/B 기준 평균 39.9% 수준의 할증이다. 동사의 12개월 선행 P/E는 22배 수준으로 Taimide 대비 P/E 갭이 10% 수준까지 축소된 상황이다.

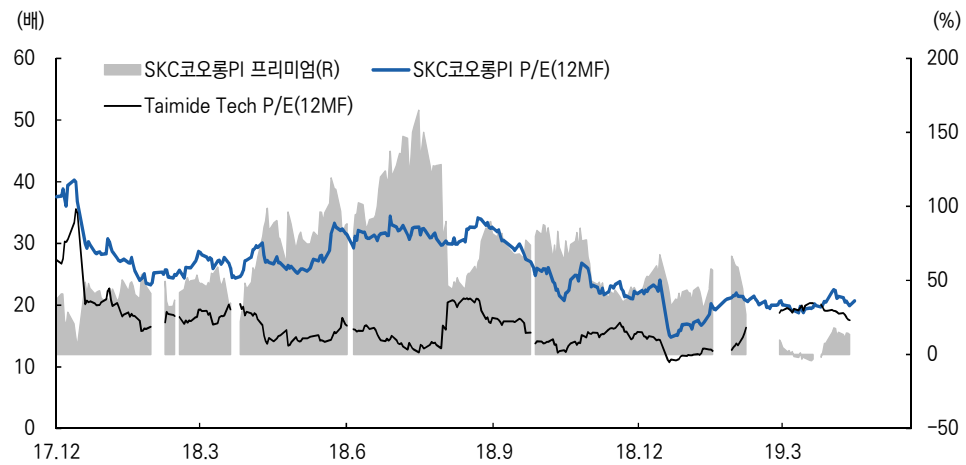
경쟁사 대비 프리미엄은 여전히 유효하다. 1) 글로벌 1위 생산능력을 보유하고 있으며, 2) 경쟁사와는 달리 제품 포트폴리오(배터리, 폴더블, 5G 등)가 다양하다. 3) 높은 배당성향도 할증의 이유이다. 글로벌 1위 PI필름 업체에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

그림 1. 동종업계 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. SKC코오롱PI와 Taimide 12개월 선행 P/E 비교



자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

단기 실적 우려는 주가에 충분히 반영, 1분기 저점이 확실하다

SKC코오롱PI의 1Q19 매출액은 402억원(-41% YoY, -4.7% QoQ), 영업이익 32억원(-81.3% YoY, -62.9% QoQ)을 기록하였다. 중국 스마트폰 판매량 급감 → 고객사 PI필름 재고 조정 → 가동률 하락에 기인한다. 그러나 1분기 실적 부진에 따른 주가 조정은 매수 기회라고 판단한다. 1분기가 실적 저점임이 확실하기 때문이다.

매출액: 1) 2분기부터 신규 라인 가동이 시작되며, 2) 중국 스마트폰 출하 회복으로 2분기 말부터 고객사들의 재고 축적이 본격화될 것으로 예상된다. 1분기까지 높았던 동사의 재고 역시 3분기 성수기부터 매출액으로 인식될 가능성이 높다고 판단한다.

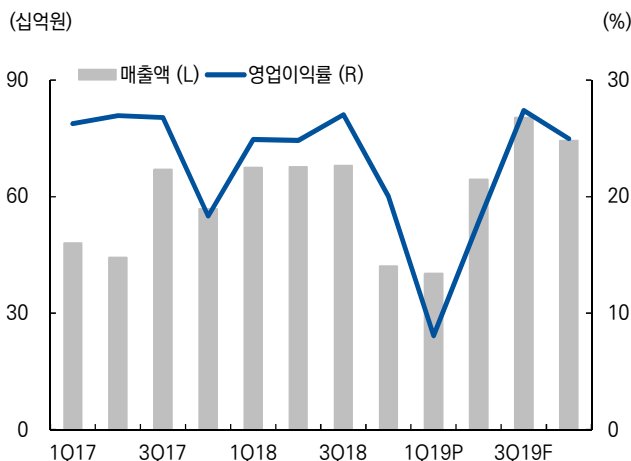
수익성: 1) 원가(PMDA) 하락 속도가 예상대미 빠르다. 2) 높은 고정비 비중으로 인하여 가동률 회복에 따른 실적 회복 속도가 빠를 것으로 예상된다.

표 3. SKC코오롱PI 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	(십억원, %)		
									17	18	19F
매출액	67.5	67.7	68.0	42.1	40.2	64.4	80.4	74.4	216.3	245.3	259.5
FPCB용 PI	27.3	26.2	27.1	17.3	17.0	26.1	28.4	25.3	108.1	97.9	96.9
방열시트용 PI	28.4	27.9	25.9	11.2	7.8	19.5	30.5	25.7	74.9	93.4	83.5
일반산업용 PI	11.8	13.6	15.0	13.6	15.4	18.9	21.5	23.4	33.3	54.0	79.1
매출 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
FPCB용 PI	40.5	38.7	39.9	41.0	42.3	40.5	35.4	34.0	50.0	39.9	37.3
방열시트용 PI	42.0	41.2	38.1	26.7	19.4	30.2	37.9	34.5	34.6	38.1	32.2
일반산업용 PI	17.5	20.1	22.1	32.3	38.3	29.3	26.7	31.4	15.4	22.0	30.5
영업이익	16.8	16.8	18.4	8.4	3.2	11.5	22.0	18.6	53.0	60.4	55.4
세전이익	13.6	15.5	11.8	2.9	2.5	5.8	17.3	17.9	42.4	43.8	43.6
당기순이익	10.7	12.1	9.5	2.7	2.1	4.7	14.0	14.5	32.8	35.0	35.2
영업이익률	24.9	24.8	27.0	20.0	8.1	17.8	27.4	25.0	24.5	24.6	21.3
세전이익률	20.2	22.9	17.3	6.8	6.3	9.0	21.6	24.0	19.6	17.8	16.8
당기순이익률	15.8	17.9	14.0	6.5	5.1	7.3	17.4	19.4	15.2	14.3	13.6
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	18.7	0.2	0.4	-38.1	-4.7	60.3	24.8	-7.5	41.5	13.4	5.8
FPCB용 PI	4.4	-4.2	3.4	-36.3	-1.6	53.6	8.9	-10.9	32.4	-9.4	-1.1
방열시트용 PI	32.9	-1.7	-7.2	-56.6	-30.5	149.6	56.8	-15.9	67.7	24.7	-10.6
일반산업용 PI	26.4	15.3	10.3	-9.3	13.2	22.5	13.9	8.9	25.3	62.3	46.6
영업이익	61.0	-0.1	9.4	-54.2	-62.9	254.4	91.6	-15.7	65.1	14.0	-8.3
세전이익	136.2	13.8	-24.2	-75.6	-11.2	127.9	198.9	3.1	55.1	3.3	-0.4
순이익	127.8	13.5	-21.4	-71.4	-24.3	127.9	198.9	3.1	56.3	6.7	0.7

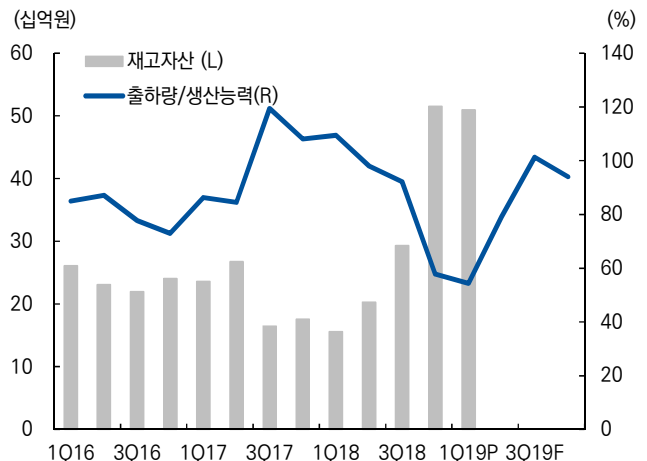
자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. SKC코오롱PI 분기실적 추이 및 전망



자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. SKC코오롱PI 재고자산과 가동률 추이



자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

중국 스마트폰 수요 회복의 최대 수혜주

SKC코오롱PI에 대한 목표주가를 43,000원으로 하향하지만, 단기 실적 부진은 주가에 충분히 반영되었다는 판단이다.

동사는 국내 OLED 소재 업체 중 중국 고객사 향 노출도가 가장 높은 업체 중 하나이다. 동사의 방열시트용 PI 매출액 대부분이 탄위엔, 베이징존스 등 중국 방열시트 업체 향으로 발생하기 때문이다. 작년 하반기부터 지속된 중국 스마트폰 수요 부진으로 방열시트 업체들의 PI 재고가 높았던 것으로 추정된다. 중국 스마트폰 수요가 2분기 이후 점진적으로 회복될 것으로 예상되는 바, 동사의 실적 및 주가 역시 바닥을 통과했다는 판단이다.

표 1. SKC코오롱PI Valuation table

		비고
12개월 선행 EPS (원)	1,443	
현재 P/E (x)	25.3	
적정 P/E (x)	30.0	PI업황 호황기(3Q17~3Q18) FY1 평균 P/E 30배 적용
목표주가 (원)	43,000	
현재주가 (원)	30,400	
상승여력 (%)	41%	

자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

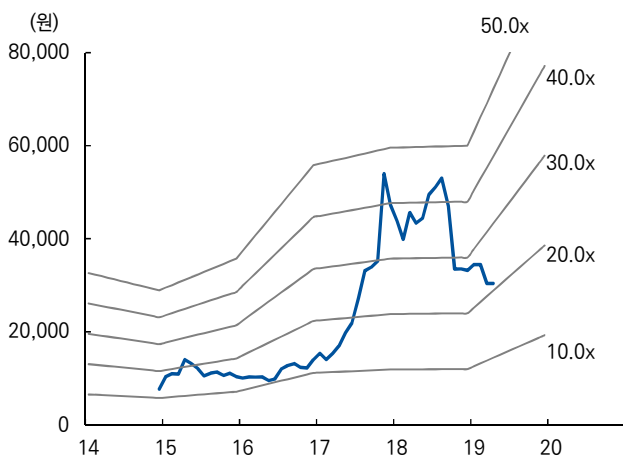
표 3. 글로벌 OLED 소재 업체 Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F
에스케이씨코오롱피아이	893	260	302	55	73	35	57	13.3	19.8	25.3	15.8	3.3	3.0	13.0	10.1
가네카	3,021	6,384	6,618	375	426	217	249	6.6	7.2	13.2	11.5	0.8	0.8	5.5	5.0
Taimide Tech Inc	242	84	-	17	-	14	-	14.1	-	17.2	-	2.2	-	9.5	-
이녹스첨단소재	493	296	347	38	50	32	40	22.4	23.7	15.1	12.2	3.1	2.6	5.0	8.4
비에이치	635	837	1,007	103	128	86	106	30.6	27.6	7.3	5.9	2.0	1.5	4.8	4.2
Jones Tech PLC	871	162	209	38	50	32	43	21.7	22.4	26.1	19.8	5.6	4.4	10.5	-
덕산네오룩스	408	92	111	21	27	19	24	12.5	14.1	21.6	16.8	2.6	2.2	14.6	11.0
유니버설 디스플레이	9,203	392	529	128	230	109	200	12.4	19.6	83.5	47.6	6.4	5.4	58.9	36.0
평균								16.7	19.2	26.2	18.5	3.2	2.8	15.2	12.5

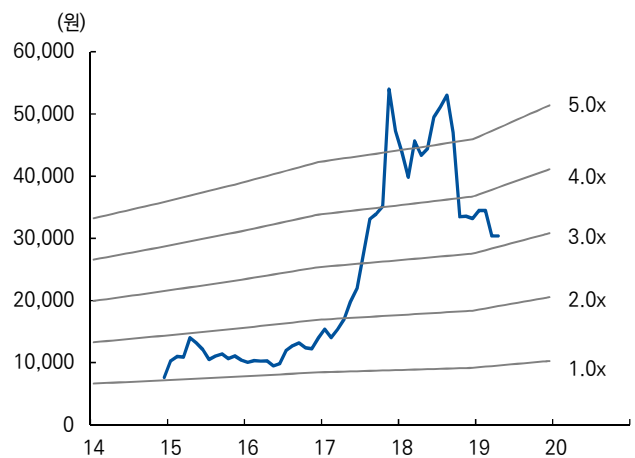
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. SKC코오롱PI 12개월 선행 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. SKC코오롱PI 12개월 선행 P/B 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

SKC코오롱PI (178920)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	216	245	260	302
매출원가	146	165	183	206
매출총이익	70	80	77	96
판매비와관리비	18	20	21	24
조정영업이익	53	61	55	73
영업이익	53	61	55	73
비영업손익	-11	-17	-11	-3
금융손익	0	0	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	42	44	44	70
계속사업법인세비용	10	9	8	13
계속사업이익	33	35	35	57
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	33	35	35	57
지배주주	33	35	35	57
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	33	34	35	57
지배주주	33	34	35	57
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	68	76	71	87
FCF	58	-49	31	68
EBITDA 마진율 (%)	31.5	31.0	27.3	28.8
영업이익률 (%)	24.5	24.9	21.2	24.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.3	14.3	13.5	18.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	70	18	31	68
당기순이익	33	35	35	57
비현금수익비용가감	29	25	24	28
유형자산감가상각비	15	15	14	13
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	13	9	9	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	13	-33	-19	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	4	-19	-3
재고자산 감소(증가)	5	-32	-39	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	3	10	2
법인세납부	-5	-9	-8	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-69	-1	0
유형자산처분(취득)	-12	-67	0	0
무형자산감소(증가)	0	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	10	-1	0
기타투자활동	0	-10	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-20	-9	-24	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	-7	15	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-23	-24	-24
기타재무활동	0	-1	0	0
현금의 증가	28	-60	7	43
기초현금	44	71	11	18
기말현금	71	11	18	61

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	130	106	177	230
현금 및 현금성자산	71	11	18	61
매출채권 및 기타채권	29	26	45	48
재고자산	18	52	91	97
기타유동자산	12	17	23	24
비유동자산	211	266	252	238
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	200	254	240	226
무형자산	6	6	6	5
자산총계	341	372	429	468
유동부채	57	59	92	97
매입채무 및 기타채무	30	35	62	66
단기금융부채	16	15	15	15
기타유동부채	11	9	15	16
비유동부채	35	55	67	69
장기금융부채	22	39	39	39
기타비유동부채	13	16	28	30
부채총계	93	114	159	166
지배주주지분	248	259	270	302
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	124	135	145	178
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	248	259	270	302

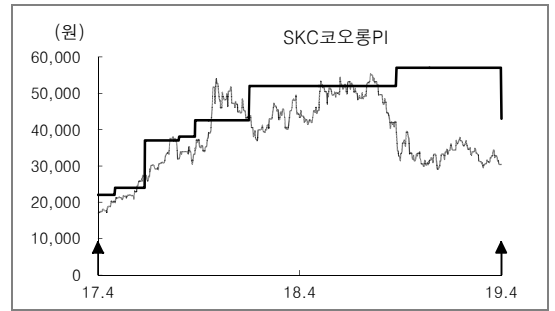
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	42.3	27.9	25.3	15.8
P/CF (x)	22.6	16.1	15.0	10.6
P/B (x)	5.6	3.8	3.3	3.0
EV/EBITDA (x)	19.7	13.2	13.0	10.1
EPS (원)	1,116	1,191	1,200	1,928
CFPS (원)	2,090	2,056	2,024	2,868
BPS (원)	8,453	8,810	9,180	10,278
DPS (원)	800	830	830	830
배당성향 (%)	71.7	69.7	69.2	43.0
배당수익률 (%)	1.7	2.5	2.7	2.7
매출액증가율 (%)	41.2	13.4	6.1	16.2
EBITDA증가율 (%)	51.1	11.8	-6.6	22.5
조정영업이익증가율 (%)	65.6	15.1	-9.8	32.7
EPS증가율 (%)	56.3	6.7	0.8	60.7
매출채권 회전율 (회)	7.9	9.0	7.4	6.5
재고자산 회전율 (회)	10.4	7.1	3.6	3.2
매입채무 회전율 (회)	14.4	12.2	9.8	8.3
ROA (%)	10.1	9.8	8.8	12.6
ROE (%)	13.8	13.8	13.3	19.8
ROIC (%)	18.0	18.6	17.8	19.2
부채비율 (%)	37.4	43.9	59.0	54.9
유동비율 (%)	226.5	180.2	191.8	236.4
순차입금/자기자본 (%)	-17.1	12.6	9.6	-5.8
조정영업이익/금융비용 (x)	48.7	65.0	53.7	70.7

자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SKC코오롱PI(178920)				
2019.04.30	매수	43,000	-	-
2018.10.22	매수	57,000	-41.77	-30.79
2018.01.29	매수	52,000	-10.32	6.54
2017.10.23	매수	42,500	3.70	27.06
2017.09.24	매수	38,000	-12.94	-7.11
2017.07.24	매수	37,000	-13.89	2.84
2017.05.31	매수	24,000	-4.89	14.17
2017.04.24	매수	22,000	-16.28	-7.27



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.