

SKC코오롱PI(178920)

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

재고조정 마무리와 수요 회복의 시작

PI필름 수요 개선 2분기에 나타날 것

중국 스마트폰 수요 개선에 따른 FPCB 및 방열시트용 PI필름의 수요 회복을 예상한다. 중국 CAICT(중국신통원) 4월 중국 핸드셋 출하량은 전년동월대비 7% 증가해 개선세가 관측되고 있고 대만 FPCB용 소재 업체들(Taiflex, Thinflex, AEM)의 4월 매출액도 연초 강했던 전년동기대비 감소폭이 완화되면서 5% 증가로 전환했다. 화웨이의 공격적인 핸드셋 생산량과 2분기중 시작될 아이폰 신모델 향 PI필름 수요로 5월 매출액도 증가할 가능성이 높다. 아이폰 관련 부품업체들의 생산은 5월에 시작됐다. 4Q18~1Q19 고객사 전반의 재고조정으로 평년 대비 30~40% 감소했던 매출액은 2분기에 빠르게 회복할 전망이다. 2분기 매출액 638억원(+59% QoQ, -6% YoY), 영업이익 121억원(+277% QoQ, -28% YoY)을 예상한다.

재고는 낮고, 수요는 개선되고, 수익성은 올라가고

우리는 PI필름 고객사의 수요 둔화와 재고 조정이 마무리되고 2분기부터 re-stocking 및 수요 회복이 나타날 것으로 예상한다. 1분기 매출액이 78억원(2015년 분기 매출액 수준)까지 감소한 방열시트용 PI필름은 고객사 재고 수준이 낮은 상황에서 주문 회복이 시작된 것으로 추정된다(그림 4). 전반적인 PI필름 수요도 FPCB 및 스마트폰 수요 개선에 따라 반등할 전망이다. 수요 개선으로 신규 생산 라인 가동률도 높아지면서 초기 높은 고정비와 낮은 출하량으로 인해 훼손된 수익성(1Q19 영업이익률 9%)은 빠르게 개선될 전망이다. 영업이익률은 2분기 19%, 3분기는 예년 수준인 26%로 회복될 것이다. 주원재료인 PMDA 가격도 2분기 들어 급격하게 하락한 것으로 파악돼 하반기 수익성의 회복을 예상할 수 있다.

핸드셋 업황 개선에 반등폭 클 것. 목표주가 45,000원 유지

SKC코오롱PI에 대해 매수의견과 목표주가 45,000원을 유지한다. 업황 개선이 뒷받침되고 있고 2분기부터 가동을 시작한 캐파 증가 효과가 2020년에 연간으로 발생한다. 미국 특허소송도 올해 안에 마무리돼 내년 순이익에 긍정적이다. 큰 폭의 증가가 예상되는 2020년 추정 EPS에 목표 PER 25배(유지)를 적용했다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	216	53	33	1,116	56.2	68	42.3	19.7	5.6	13.8	1.7
2018A	245	61	35	1,191	6.7	76	27.9	13.2	3.8	13.8	2.5
2019F	249	52	33	1,132	(5.0)	70	25.2	12.5	3.3	12.9	4.2
2020F	294	67	49	1,664	47.1	88	17.2	10.0	3.1	18.7	4.2
2021F	315	72	53	1,795	7.9	93	15.9	9.8	2.9	19.1	4.2

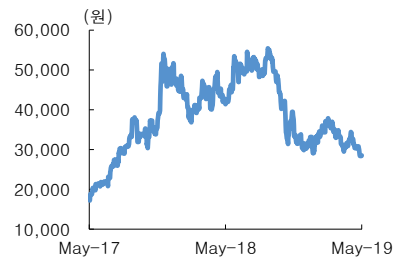
Stock Data

KOSPI(5/15)	2,093
주가(5/15)	28,550
시가총액(십억원)	838
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저가(원)	55,400/28,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,526
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.6/4.2
주요주주(%)	SKC 외 2인 54.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.7)	(14.3)	(31.0)
KOSDAQ 대비(%p)	(10.8)	(21.3)	(15.6)

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

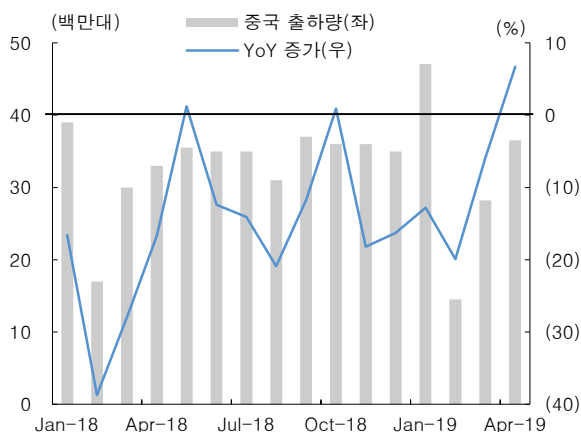
2020년 아이폰 OLED 모델 비중 높아져 업황 강세 이끌 것

아이폰 2020년 모델은 전량 OLED를 채택할 것으로 예상되는 가운데, 과거 아이폰 OLED 모델(iPhone X) 첫 도입시기에 FPCB용과 방열시트용 PI필름 수요가 동시에 빠르게 늘었다는 점에 주목한다. OLED 모델에 채용되는 스마트폰 대당 PI필름 사용량이 LCD 모델 대비 많았기 때문이다. 우리는 아이폰의 OLED 모델 비중 상승폭이 2019년보다 2020년에 크다는 점을 근거로(그림 7) 2020년 PI필름 수요 증가에 따른 타이트한 수급과 SKC코오롱PI의 실적 증가를 예상한다.

폴더블 패널과 5G 스마트폰에서도 잠재력을 가진 PI필름

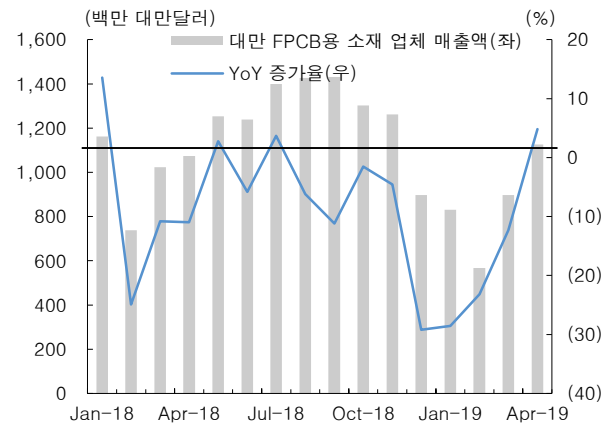
한편 폴더블폰에 사용되는 PI필름 소재는 시장 개화 시기를 내년으로 예상한다. 새로운 애플리케이션을 위한 특수 필름이어서 성장성이 높다. SKC코오롱PI는 폴더블 패널에서 수요량이 명확하지 않은 커버글라스 대체용 CPI(Colorless PI) 필름 사업 대신 PI필름의 내열성, 내구성을 극대화하는 TFT 기판 보호 필름에서 포지셔닝해 장기 공급 가능성이 높다. PI필름의 사용처는 5G 스마트폰 부품으로도 확대된다. 통신 속도가 빨라지면 데이터를 전송해야하는 FPCB(안테나 등) 구성 소재의 진화가 필요한데, 기존 PI필름을 개량해 유전율(permittivity)을 낮춘 Modified PI(MPI) 필름 채용이 확대될 조짐이 보이고 있다. 아이폰의 경우 LCP(Liquid Crystal Polymer)라는 특수소재를 사용하다가 원활한 부품 공급을 위해 일부 FPCB부터 MPI 채용을 확대할 것으로 전망된다. PI필름의 잠재 수요 및 애플리케이션은 SKC코오롱PI의 밸류에이션을 견인하는 요소이다.

[그림 1] 4월 중국 핸드셋 출하량 전년대비 증가로 개선



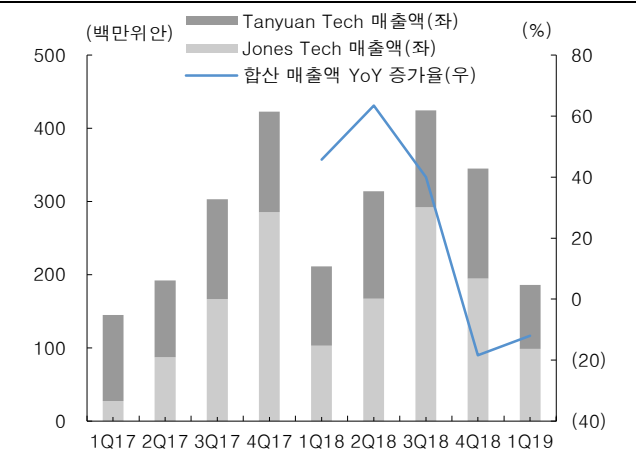
자료: 한국투자증권

[그림 2] 대만 FPCB용 소재 업체 매출액 4월에 개선됨



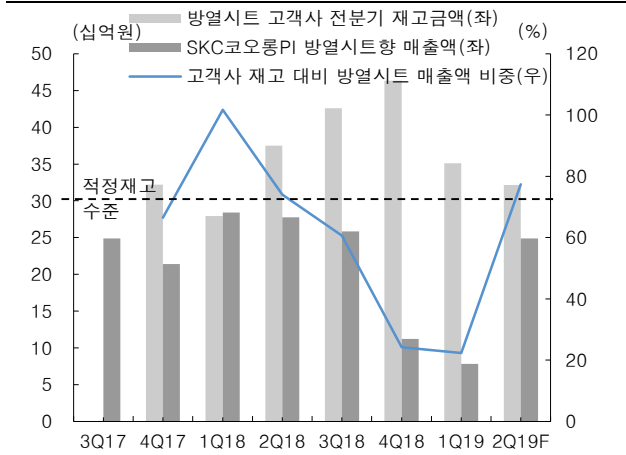
주: 대만 Taiflex, Thinflex, AEM의 월별 매출액을 합산했음
자료: 한국투자증권

[그림 3] 방열시트 중간가공업체의 매출액 2분기 개선 예상



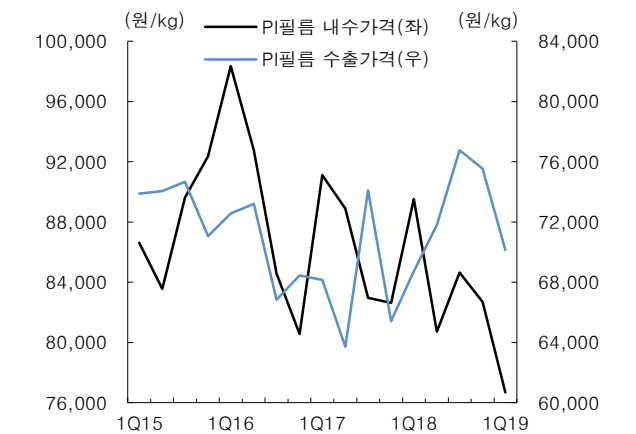
자료: 한국투자증권

[그림 4] 중간가공업체 PI필름 재고 축적 수요 2분기 발생



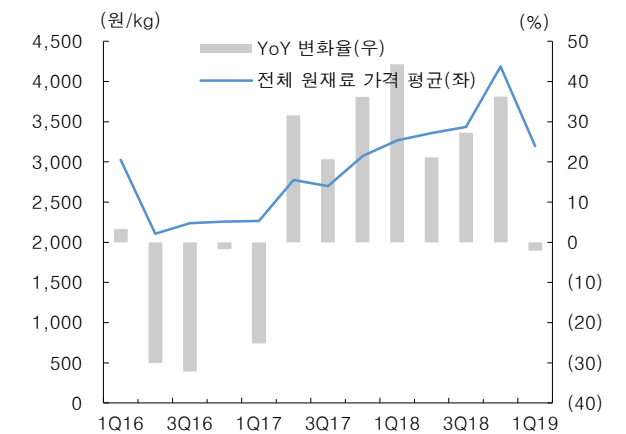
주: 방열시트용 PI필름 직접 고객사는 중국 Jones Tech와 Tanyuan Technology를 포함
자료: 한국투자증권

[그림 5] PI필름 가격 둔화됐지만 수요 개선으로 회복 가능



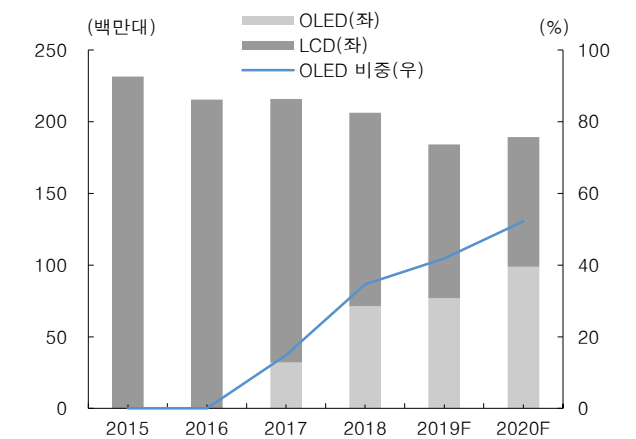
주: 수출 비중은 전체 매출액의 평균 6~70%를 차지하고, 방열시트향 비중 높아
자료: 한국투자증권

[그림 6] 원재료 가격 상승 멈춘 듯



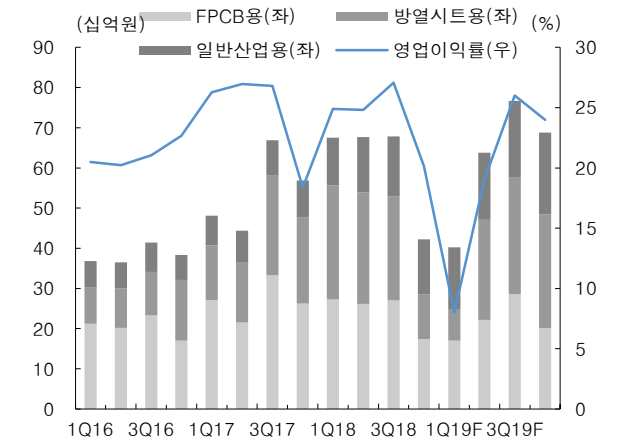
주: 원재료 중 원가가 가장 높은 PMDA의 가격이 1분기부터 하락세 관측됨
자료: 한국투자증권

[그림 7] 아이폰 OLED 대수는 2020년에 증가폭이 큼



자료: 한국투자증권

[그림 8] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한국투자증권

〈표 1〉 2019년, 2020년 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	신규 추정	기존 추정	차이	신규 추정	기존 추정	차이
매출액	249.5	279.1	(10.6)	293.8	300.8	(2.3)
영업이익	51.8	73.6	(29.7)	66.8	70.0	(4.7)
영업이익률	20.8	26.4	(5.6)	22.7	23.3	(0.6)
순이익	33.2	47.2	(29.6)	48.9	49.2	(0.8)
순이익률	13.3	16.9	(3.6)	16.6	16.4	(0.3)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	67.5	67.7	68.0	42.2	40.2	63.8	76.7	68.8	216.4	245.5	249.5	293.8
FPCB 향	27.3	26.2	27.0	17.4	17.0	22.2	28.6	20.1	108.2	97.9	87.9	97.0
방열시트향	28.4	27.8	25.8	11.2	7.8	24.9	28.9	28.3	74.9	93.2	89.9	100.2
일반/기타 (+신규 어플리케이션)	11.8	13.7	15.0	13.6	15.4	16.7	19.1	20.4	33.2	54.1	71.6	96.6
생산가능량(톤)	829	829	829	829	875	925	975	975	2,701	3,318	3,750	3,900
출하량/생산가능량(%)	109.5	109.9	103.3	64.9	62.5	94.0	103.3	94.4	107.6	96.9	89.2	101.3
출하량(톤)	908	912	857	538	547	870	1,007	920	2,905	3,215	3,344	3,951
국내(FPCB+일반/기타)	247	249	280	225	288	311	362	341	1,013	1,001	1,302	1,596
해외(방열+FPCB)	661	663	577	313	259	559	646	579	1,892	2,214	2,042	2,354
ASP 변화율(QoQ)	3.0	(0.2)	6.8	(1.0)	(6.1)	(0.3)	3.8	(1.8)	(2.5)	2.4	(2.2)	(0.3)
국내(FPCB+일반/기타)	8.3	(9.8)	4.9	(2.3)	(7.1)	0.0	5.0	3.0	(5.5)	(4.5)	(2.9)	(1.8)
해외(방열+FPCB)	5.1	4.5	6.9	(1.6)	(7.3)	2.0	3.0	(5.0)	(1.3)	7.9	(3.2)	0.5
매출총이익	21.4	22.2	23.3	13.2	8.8	17.9	26.1	22.0	70.8	80.2	74.8	91.6
매출총이익률	31.7	32.8	34.3	31.2	22.0	28.0	34.0	32.0	32.7	32.7	30.0	31.2
판매비와관리비	4.6	5.4	4.9	4.7	5.6	5.7	6.1	5.5	17.8	19.6	23.0	24.9
판매비율	6.8	8.0	7.2	11.1	14.0	9.0	8.0	8.0	8.2	8.0	9.2	8.5
영업이익	16.8	16.8	18.4	8.5	3.2	12.1	19.9	16.5	53.0	60.5	51.8	66.8
영업이익률	24.9	24.8	27.1	20.1	8.0	19.0	26.0	24.0	24.5	24.7	20.8	22.7
세전이익	13.7	15.5	11.8	3.0	2.4	8.3	15.9	14.5	42.4	43.9	41.2	61.2
세전이익률	20.2	22.9	17.3	7.0	6.0	13.0	20.8	21.1	19.6	17.9	16.5	20.8
순이익	10.7	12.1	9.5	2.7	2.1	6.8	12.7	11.6	32.8	35.0	33.2	48.9
순이익률	15.8	17.9	14.0	6.4	5.1	10.7	16.6	16.9	15.2	14.3	13.3	16.6

자료: 한국투자증권

기업개요

SKC코오롱PI는 폴리이미드(PI) 필름 생산 업체로 SKC와 코오롱인더스트리가 각각 50%씩 출자해 2008년 설립. PI필름을 FPCB용 소재 생산업체, 방열시트 생산업체 및 산업용 PI필름 수요업체에 공급함. PI필름은 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로, 상용화된 플라스틱 필름 중 내열성, 치수안정성, 절연성, 내화학성 측면에서 뛰어남. 주요 어플리케이션이 FPCB에서 인조 그래파이트(흑연) 시트로 확대되면서 시장 성장 중. 2017년 기준 매출액 비중은 FPCB향 50%, 방열시트향 35%, 일반산업향 15%로 구성.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	130	106	85	91	79
현금성자산	71	11	17	21	16
매출채권및기타채권	29	26	30	32	35
재고자산	18	52	20	24	19
비유동자산	211	266	276	284	355
투자자산	0	1	1	1	1
유형자산	200	254	264	269	339
무형자산	6	6	5	6	6
자산총계	341	372	360	375	434
유동부채	57	59	40	42	76
매입채무및기타채무	34	40	25	24	25
단기차입금및단기사채	4	2	0	2	1
유동성장기부채	13	13	13	15	35
비유동부채	35	55	64	64	73
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	22	40	50	51	61
부채총계	93	114	105	107	149
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
기타자본	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
이익잉여금	124	135	133	146	164
자본총계	248	259	256	268	285

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	70	18	60	59	94
당기순이익	33	35	33	49	53
유형자산감가상각비	15	15	17	20	21
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	13	(33)	9	(10)	20
기타	8	0	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(22)	(69)	(27)	(25)	(93)
유형자산투자	(12)	(67)	(27)	(25)	(91)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(10)	(1)	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(2)	1	(2)	(1)
기타	0	1	(1)	2	(1)
재무활동현금흐름	(20)	(9)	(27)	(31)	(6)
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	(6)	15	9	5	30
배당금지급	(13)	(23)	(24)	(35)	(35)
기타	(1)	(1)	(12)	(1)	(1)
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	28	(60)	6	3	(5)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

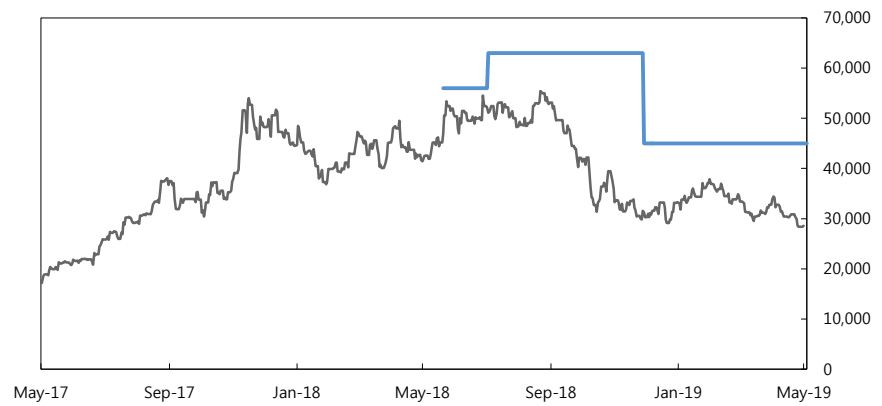
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	216	245	249	294	315
매출원가	146	165	175	202	214
매출총이익	71	80	75	92	101
판매관리비	18	20	23	25	29
영업이익	53	61	52	67	72
금융수익	1	1	1	2	1
이자수익	1	1	0	0	0
금융비용	1	2	1	2	3
이자비용	1	1	1	1	2
기타영업외손익	(10)	(16)	(11)	(6)	(4)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	42	44	41	61	66
법인세비용	10	9	8	12	13
당기순이익	33	35	33	49	53
기타포괄이익	0	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	33	34	32	48	52
EBITDA	68	76	70	88	93

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,116	1,191	1,132	1,664	1,795
BPS	8,453	8,810	8,708	9,138	9,699
DPS	800	830	1,200	1,200	1,200
성장성(% YoY)					
매출증가율	41.4	13.4	1.6	17.8	7.3
영업이익증가율	63.9	14.2	(14.5)	28.9	7.2
순이익증가율	56.3	6.7	(5.0)	47.1	7.9
EPS증가율	56.2	6.7	(5.0)	47.1	7.9
EBITDA증가율	51.3	11.6	(8.6)	25.6	6.0
수익성(%)					
영업이익률	24.5	24.7	20.8	22.7	22.7
순이익률	15.2	14.3	13.3	16.6	16.7
EBITDA Margin	31.6	31.1	28.0	29.8	29.5
ROA	10.1	9.8	9.1	13.3	13.0
ROE	13.8	13.8	12.9	18.7	19.1
배당수익률	1.7	2.5	4.2	4.2	4.2
배당성향	71.7	69.7	106.0	72.1	66.8
안정성					
순차입금(십억원)	(42)	33	35	41	75
차입금/자본총계비율(%)	15.7	20.9	24.6	25.1	34.1
Valuation(X)					
PER	42.3	27.9	25.2	17.2	15.9
PBR	5.6	3.8	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	19.7	13.2	12.5	10.0	9.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SKC코오롱PI (178920)	2016.09.30	NR	-	-	-
	2017.09.30	1년경과	-	-	-
	2018.06.04	매수	56,000원	-9.8	-2.7
	2018.07.17	매수	63,000원	-30.8	-12.1
	2018.12.13	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 15일 현재 SKC코오롱PI 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.