



## Buy(Maintain)

목표주가: 18,000원

주가(4/25): 11,150원

시가총액: 3,274억원

디스플레이/반도체

Analyst 김병기

02) 3787-5063

bkkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (4/25)		703.70pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,700원	9,300원
등락률	-24.15%	19.89%
수익률	절대	상대
1M	11.9%	8.7%
6M	-2.6%	-5.6%
1Y	-12.5%	-14.2%

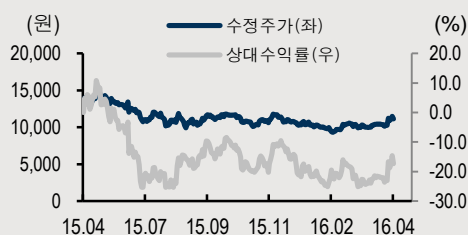
## Company Data

발행주식수	29,366천주
일평균 거래량(3M)	153천주
외국인 지분율	3.28%
배당수익률(16E)	1.92%
BPS(16E)	7,931원
주요 주주	에스케이씨
	27.03%
	코오롱인더스트리
	27.03%

## 투자지표

(억원, IFRS 별도)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,371	1,363	1,581	1,849
영업이익	374	289	354	491
EBITDA	489	408	489	654
세전이익	275	213	333	488
순이익	216	170	267	390
지배주주지분순이익	216	170	267	390
EPS(원)	660	578	908	1,329
증감률(%YoY)	-5.6	-12.4	57.0	46.4
PER(배)	11.6	18.0	11.5	7.8
PBR(배)	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	4.6	8.2	6.4	4.2
영업이익률(%)	27.3	21.2	22.4	26.5
ROE(%)	10.7	8.4	12.0	15.6
순부채비율(%)	-1.1	14.4	4.1	-11.6

## Price Trend



## SKC코오롱PI (178920)

## 방향성에 베팅할 때



1분기 실적은 기대에 부합했다. 스마트폰 신제품 출시효과로 전분기 대비 뚜렷한 실적개선이 진행됐다. 본업의 실적이 단기 저점을 통과한 가운데 Flexible OLED에 대한 동사의 수혜 가능성이 이슈로 부각되고 있다. 우리는 Flexible OLED가 Curved에서 Foldable 등으로 진화하는 과정에서 PI 계열 소재의 수요기반이 크게 확대될 것이며, 동사가 이러한 트렌드의 최대 수혜 업체가 될 것이라고 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기부터 실적반등에 성공

1분기 매출액은 367억원(+25%QoQ, -8%YoY), 영업이익은 75억원(+59%QoQ, -29%YoY)으로 당사 추정치(매출액 369억원, 영업이익 77억원)에 부합했다. 최종 고객사의 스마트폰 신제품 출시효과로 전분기 대비 큰 폭의 매출성장이 이루어졌다.

다만 전년동기에 비해선 외형 및 수익성이 역성장했는데, 이는 재고정책이 합리화하는 과정에서 나타난 현상이다. 15년에는 연초부터 공격적인 재고비축 수요가 나타나면서 1분기 출하량이 급증했고, 그 반작용으로 2분기에는 공백기를 겪었다. 하지만 16년은 분기별로 큰 편차 없는 출하량 추이를 보일 것으로 예상된다. 따라서 2Q16 실적은 전년동기에 비해 큰 폭의 개선이 이루어질 것이다. 2분기 매출액 및 영업이익은 각각 354억원(-4%QoQ, +37%YoY), 77억원(+2%QoQ, +89%YoY)을 달성할 것으로 추정한다.

## &gt;&gt;&gt; Foldable OLED 양산시대의 수혜 가능성

Flat 또는 Curved 형태의 Flexible OLED 패널에는 PI 계열 소재가 ①TFT 기판 1개 층에만 쓰인다. 그러나 Foldable OLED에는 ②전면 보호용 Cover Window ③뒷면 보호용 Base Film 등 2개 레이어가 추가된다. 우리는 Flexible OLED가 Flat/Curved 형태에서 Foldable/Rollable로 발전하는 과정에서 PI 계열 소재의 수요가 크게 확대될 것이며, 동사가 그 최대 수혜업체 가운데 하나가 될 것이라고 판단한다. PI는 인장강도, 열적 안정성, 곡률 등의 측면에서 Foldable OLED에 적용할 수 있는 최적의 소재다. 동사는 PI 필름 시장에서 글로벌 선두권 기술력과 원가경쟁력을 갖추고 있기 때문에 Foldable OLED 시장개화의 수혜를 오롯이 누릴 수 있을 것으로 예상된다. 시장의 관심은 Foldable OLED가 언제 상업화할 것이냐로 모아지는데, 그 시점을 정확히 예측하긴 어렵겠지만 방향성은 명확하다. Curved 다음은 Foldable이다.

## &gt;&gt;&gt; 명확한 방향성. 목표주가 '18,000원' 유지

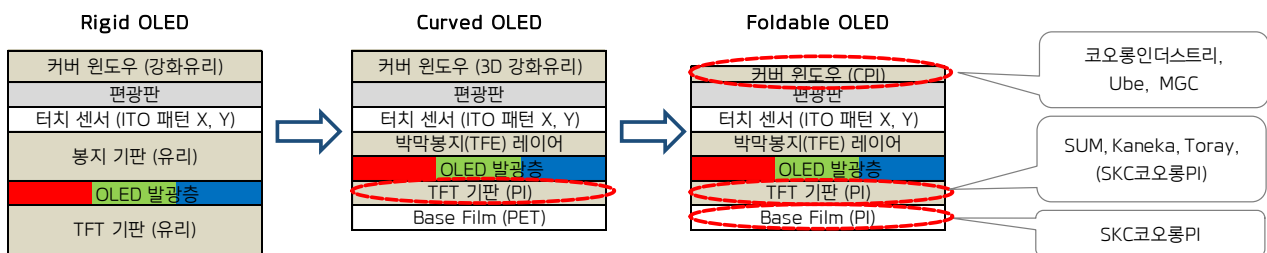
동사에 대한 투자 포인트는 1)분기실적이 4Q15를 단기 저점으로 1Q16부터 회복세에 진입했고, 2)Flexible OLED 시대를 맞아 PI필름 시장규모가 크게 확대될 가능성이 높으며, 3)설비증설 효과가 하반기부터 본격화할 것이라는 점 등이다. SKC코오롱PI에 대해 목표주가 '18,000원'과 투자 의견 'Buy'를 유지한다.

## SKC코오롱PI 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>39.9</b>	<b>25.8</b>	<b>41.0</b>	<b>29.5</b>	<b>36.8</b>	<b>35.4</b>	<b>44.8</b>	<b>41.2</b>	<b>137.1</b>	<b>136.2</b>	<b>158.2</b>	<b>184.9</b>
YoY	11%	-12%	10%	-14%	-8%	37%	9%	40%	3%	-1%	16%	17%
QoQ	16%	-35%	59%	-28%	25%	-4%	27%	-8%				
FPCB용	25.0	14.8	22.5	16.3	21.2	20.2	25.0	22.5	84.0	78.6	88.9	93.8
방열시트용	9.7	5.0	11.4	7.4	9.0	7.6	10.4	9.8	27.7	33.5	36.9	40.7
일반산업용	5.1	6.0	7.1	5.7	6.6	7.5	9.3	8.8	25.3	23.9	32.2	50.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
<b>매출총이익</b>	<b>14.2</b>	<b>7.3</b>	<b>12.3</b>	<b>8.1</b>	<b>11.2</b>	<b>11.1</b>	<b>14.9</b>	<b>13.2</b>	<b>48.6</b>	<b>41.9</b>	<b>50.5</b>	<b>65.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>10.7</b>	<b>4.1</b>	<b>9.4</b>	<b>4.7</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>	<b>10.9</b>	<b>9.2</b>	<b>37.2</b>	<b>28.9</b>	<b>35.4</b>	<b>49.1</b>
YoY	6%	-59%	-3%	-36%	-29%	89%	16%	94%	-6%	-22%	22%	39%
QoQ	43%	-62%	131%	-50%	59%	2%	42%	-16%				
세전이익	9.9	3.6	8.8	-1.1	5.8	7.6	10.8	9.1	27.3	21.3	33.3	48.8
순이익	7.6	3.1	7.1	-0.8	4.7	6.0	8.6	7.3	22.4	17.0	26.7	39.0
<b>수익성</b>												
매출총이익률	36%	28%	30%	27%	30%	31%	33%	32%	35%	31%	32%	36%
영업이익률	27%	16%	23%	16%	20%	22%	24%	22%	27%	21%	22%	27%
세전이익률	25%	14%	22%	-4%	16%	21%	24%	22%	20%	16%	21%	26%
순이익률	19%	12%	17%	-3%	13%	17%	19%	18%	16%	12%	17%	21%
<b>매출비중</b>												
FPCB용	63%	57%	55%	55%	58%	57%	56%	55%	61%	58%	56%	51%
방열시트용	24%	19%	28%	25%	24%	22%	23%	24%	20%	25%	23%	22%
일반산업용	13%	23%	17%	19%	18%	21%	21%	21%	18%	18%	20%	27%
기타	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

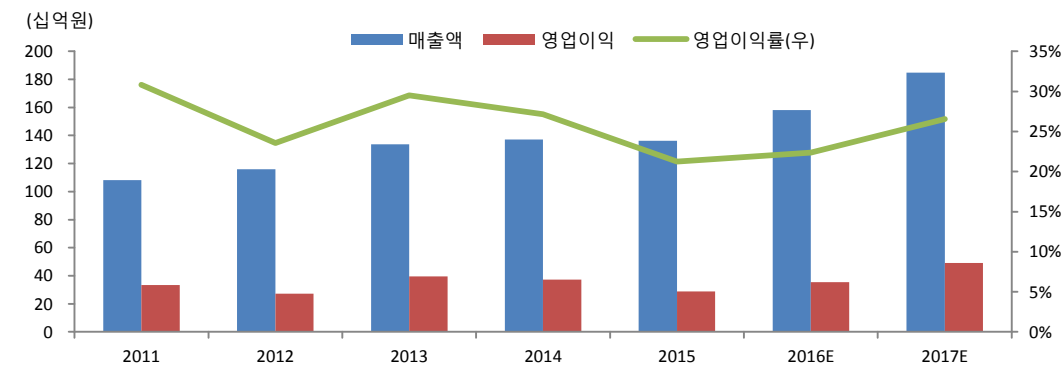
자료: 키움증권 추정

## Rigid / Curved / Foldable OLED 모듈구조 비교



자료: 키움증권

## SKC코오롱PI 연간 실적추이 및 전망 (단위: 십억원, %)



자료: 키움증권 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,337	1,371	1,363	1,581	1,849
매출원가	834	883	944	1,077	1,191
매출총이익	503	488	419	505	658
판매비및일반관리비	108	114	130	151	167
영업이익(보고)	395	374	289	354	491
영업이익(핵심)	395	374	289	354	491
영업외손익	-65	-99	-76	-21	-3
이자수익	8	6	2	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	13	7	4	4
이자비용	16	13	6	6	6
외환손실	8	15	10	8	8
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	0	0	0	0
기타	-57	-86	-70	-12	6
법인세차감전이익	330	275	213	333	488
법인세비용	73	59	43	66	98
유효법인세율 (%)	22.1%	21.5%	20.3%	19.8%	20.0%
당기순이익	257	216	170	267	390
지배주주지분순이익(억원)	257	216	170	267	390
EBITDA	519	489	408	489	654
현금순이익(Cash Earnings)	381	331	288	402	554
수정당기순이익	258	219	169	267	390
증감율(% YoY)					
매출액	15.3	2.5	-0.6	16.0	16.9
영업이익(보고)	44.4	-5.2	-22.7	22.2	38.8
영업이익(핵심)	44.4	-5.2	-22.7	22.2	38.8
EBITDA	28.2	-5.8	-16.6	19.9	33.7
지배주주지분 당기순이익	56.4	-15.8	-21.5	57.0	46.4
EPS	56.4	-5.6	-12.4	57.0	46.4
수정순이익	56.9	-15.2	-22.5	57.4	46.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	452	241	169	379	520
당기순이익	257	216	170	267	390
감가상각비	114	115	118	135	163
무형자산상각비	10	0	1	1	1
외환손익	-2	2	3	4	4
자산처분손익	0	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	20	-106	-117	-24	-34
기타	53	11	-5	-4	-4
투자활동현금흐름	-16	-39	-508	-150	-80
투자자산의 처분	-1	0	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-27	-508	-150	-80
무형자산의 처분	0	-10	0	0	0
기타	4	-2	-1	0	0
재무활동현금흐름	-321	-452	229	-110	-41
단기차입금의 증가	-100	-62	-20	-30	-5
장기차입금의 증가	0	0	236	-60	-2
자본의 증가	0	-147	0	0	0
배당금지급	-220	-242	0	-44	-59
기타	0	0	13	24	25
현금및현금성자산의순증가	114	-248	-110	118	398
기초현금및현금성자산	370	484	236	125	243
기말현금및현금성자산	484	236	125	243	641
Gross Cash Flow	432	347	286	402	554
Op Free Cash Flow	433	266	-275	246	442

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	839	667	648	813	1,274
현금및현금성자산	480	234	125	243	641
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	156	210	207	240	276
재고자산	202	223	248	251	264
기타유동비금융자산	0	0	68	79	92
비유동자산	1,800	1,748	2,138	2,153	2,071
장기매출채권및기타비유동채권	4	4	4	4	5
투자자산	80	79	79	79	80
유형자산	1,707	1,646	2,036	2,051	1,968
무형자산	9	18	18	17	17
기타비유동자산	0	0	1	2	2
자산총계	2,639	2,415	2,786	2,966	3,345
유동부채	326	346	250	179	296
매입채무및기타유동채무	135	132	105	122	142
단기차입금	34	85	65	35	30
유동성장기차입금	111	114	64	4	102
기타유동부채	46	16	16	19	22
비유동부채	192	132	430	458	389
장기매입채무및비유동채무	10	31	30	35	41
사채및장기차입금	125	14	300	300	200
기타비유동부채	57	86	99	123	148
부채총계	518	478	679	637	684
자본금	184	147	147	147	147
주식발행초과금	1,638	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	733	696	866	1,088	1,420
기타자본	-434	-781	-781	-781	-781
자본총계	2,121	1,937	2,107	2,329	2,661
지분법적용자본총계	2,121	1,937	2,107	2,329	2,661
순차입금	-211	-21	303	96	-310
총차입금	270	213	429	339	332

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

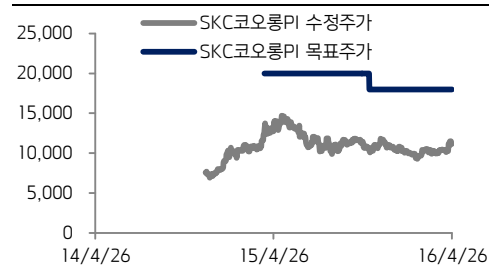
12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	699	660	578	908	1,329
BPS	5,774	6,595	7,173	7,931	9,061
주당EBITDA	1,413	1,493	1,389	1,666	2,227
CFPS	1,038	1,011	982	1,370	1,885
DPS	0	0	150	200	250
주가배수(배)					
PER	0.0	11.6	18.0	11.5	7.8
PBR	0.0	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	-0.4	4.6	8.2	6.4	4.2
PCFR	0.0	7.6	10.6	7.6	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	29.5	27.3	21.2	22.4	26.5
영업이익률(핵심)	29.5	27.3	21.2	22.4	26.5
EBITDA margin	38.8	35.7	29.9	30.9	35.4
순이익률	19.2	15.8	12.5	16.9	21.1
자기자본이익률(ROE)	12.2	10.7	8.4	12.0	15.6
투자자본이익률(ROIC)	15.5	15.4	10.6	11.6	16.1
안정성(%)					
부채비율	24.4	24.7	32.2	27.4	25.7
순차입금비율	-9.9	-1.1	14.4	4.1	-11.6
이자보상배율(배)	25.4	28.3	45.4	59.7	89.2
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	7.5	6.6	7.1	7.2
재고자산회전율	6.6	6.4	5.8	6.3	7.2
매입채무회전율	11.4	10.3	11.5	14.0	14.0

- 당사는 4월 25일 현재 'SKC코오롱PI' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
SKC코오롱PI (178920)	2014/04/08	BUY(Initiate)	20,000원
	2014/04/28	BUY(Maintain)	20,000원
담당자변경	2015/11/11	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/01/26	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/04/26	BUY(Maintain)	18,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%