



Buy(Maintain)

목표주가: 18,000원

주가(1/25): 10,250원

시가총액: 3,010억원

반도체/디스플레이

Analyst 김병기

02) 3787-5063

bkkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/25)		681.43pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,700원	9,410원
등락률	-30.27%	8.93%
수익률	절대	상대
1M	-5.1%	-8.6%
6M	-13.9%	-1.9%
1Y	-1.0%	-14.4%

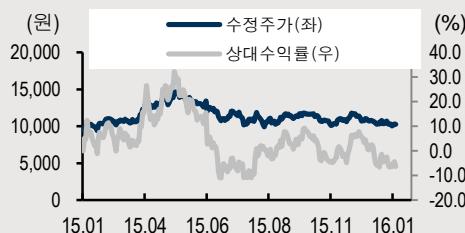
Company Data

발행주식수	29,366천주
일평균 거래량(3M)	165천주
외국인 지분율	2.82%
배당수익률(15E)	1.44%
BPS(15E)	7,173원
주요 주주	에스케이씨 코오롱인더스트리
	27.03% 27.03%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,371	1,363	1,589	1,849
영업이익	374	289	367	502
EBITDA	489	408	506	665
세전이익	275	213	351	499
순이익	216	170	280	399
자체주주지분순이익	216	170	280	399
EPS(원)	660	578	955	1,359
증감률(%YoY)	-5.6	-12.4	65.1	42.4
PER(배)	11.6	18.0	10.9	7.7
PBR(배)	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	4.6	8.2	6.2	4.1
영업이익률(%)	27.3	21.2	23.1	27.1
ROE(%)	10.7	8.4	12.6	15.9
순부채비율(%)	-1.1	14.4	3.4	-12.5

Price Trend



☒ 실적 Review

SKC코오롱PI (178920)

Flexible OLED 시대의 기대주



4분기 실적은 기대에 미치지 못했다. 스마트폰 부품의 재고조정이 진행되면서 출하량이 줄었기 때문이다. 여기에 특허소송비용이 예상보다 크게 집행되면서 세전이익은 적자전환했다. 그러나 16년 전망은 긍정적이다. PI 필름의 적용처가 다변화되고, 설비증설 효과가 본격화할 것으로 예상한다. Flexible OLED 시대가 개화하면서 PI 소재의 수요기반이 크게 확대될 것이며, 동사는 그 최대 수혜 업체가 될 전망이다.

>>> 1분기부터 실적반등 가능할 전망

4분기 매출액은 295억원(-28%QoQ, -14%YoY), 영업이익은 47억원(-50%QoQ, -36%YoY)을 기록했다. 계절적 비수기에 진입하며 FPCB용 폴리 이미드(PI) 필름 매출이 전분기 대비 28% 줄었고, 방열시트용 PI필름 또한 중국 고객사들의 재고비축 사이클이 마무리되면서 출하량 조정이 있었던 것으로 파악된다. 또한 특허소송 비용이 예상을 상회하면서 4분기 세전이익은 -11억원으로 적자전환했다. 다만 소송과 관련된 비용은 15년까지 대부분 반영됐고, 16년 이후 추가적인 비용부담은 크지 않을 것으로 파악된다(15년 70억 원 → 16년 20억원 예상).

1분기부터 실적 반등이 가능할 전망이다. 주요 고객사의 스마트폰 대표모델 출시가 임박하면서 부품/소재 주문량이 다시 상승세로 전환했다. 이에 따라 1분기 매출액 및 영업이익은 각각 369억원(+25%QoQ, -7%YoY), 77억원(+63%QoQ, -28%YoY)를 달성할 것으로 추정된다.

>>> PI필름 적용처 확대와 증설효과에 주목

16년 가장 주목할 포인트는 1)PI 필름의 적용처 확대, 2)생산능력 증설 효과 등이다. PI 필름은 탄성율이 높고, 치수안정성이 뛰어나 Flexible OLED 패널로 적용처가 확대될 가능성성이 높다. 우리는 스마트폰용 FPCB 및 방열시트 중심인 PI필름 적용처가 16년부터 다각화될 수 있을 것으로 판단한다.

한편 동사는 현재 설비의 30% 규모의 Capa 증설을 추진하고 있다. 신규라인은 2Q16 시운전을 거쳐 3Q16부터 양산에 돌입할 전망이다. 이에 힘입어 하반기부터 외형 성장세에 탄력이 붙을 것으로 예상한다. 신설라인 가동 초기에는 각종 비용증가로 인한 마진 둔화국면이 나타날 수 있겠으나, 정상궤도에 진입한 이후부터는 수익성 레버리지 효과가 기대된다.

>>> 목표주가 ‘18,000원’ 유지

1)분기실적은 4분기를 단기 저점으로 회복세에 진입할 전망이고, 2)Flexible OLED 시대를 맞아 PI필름 시장규모가 크게 확대될 가능성성이 높으며, 3)설비 증설 효과가 하반기부터 본격화할 것으로 판단한다. 이에 따라 우리는 동사에 대한 목표주가 ‘18,000원’과 투자의견 ‘Buy’를 유지한다. 16년 매출액은 1,589억원(+17%YoY), 367억원(+27%YoY)를 달성할 것으로 추정한다

**Flexible OLED 시대,
폴리이미드 소재의
수요기반 확대 가능성**

Flexible OLED 시대에 폴리이미드(PI) 필름의 수요기반이 크게 확대될 것으로 판단한다. LCD나 Rigid OLED 패널에서는 PI소재가 쓰이지 않는다. 하지만 Flexible OLED 가운데 현재 상용화된 Curved OLED에는 TFT 기판용 소재로 PI가 사용되고 있다. 아울러 Foldable로 진화하면, 모듈 Base 및 커버 윈도우 용도로 PI 계열의 소재가 적용될 가능성이 높다. 즉, 폴더블 OLED가 상용화되면 ①TFT 기판 ②Base Film ③Cover Window 등 3가지 레이어에 PI소재가 적용될 수 있다. SKC코오롱PI는 이와 같은 트랜드의 최대 수혜업체가 될 것으로 판단된다.

**PI필름의 적용처
다변화가 기업가치
상승의 촉매가 될 것**

현재 동사의 전방산업은 FPCB와 방열시트로, 스마트폰 시장의 성장성 둔화와 함께 실적의 변동성에 노출돼있다. 하지만 Flexible OLED는 시장이 이제 막 개화하는 단계로 성장잠재력이 크다. PI 필름이 Flexible OLED에 적용되기 시작할 경우 동사의 기업가치 상승의 촉매 역할을 할 것으로 판단한다.

SKC코오롱PI 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	39.9	25.8	41.0	29.5	36.9	39.6	42.7	39.6	137.1	136.2	158.9	184.9
<i>YoY</i>	11%	-12%	10%	-14%	-7%	54%	4%	34%	3%	-1%	17%	16%
<i>QoQ</i>	16%	-35%	59%	-28%	25%	7%	8%	-7%				
FPCB용	25.0	14.8	22.5	16.3	20.7	22.6	23.9	21.6	84.0	78.6	88.8	93.8
방열시트용	9.7	5.0	11.4	7.4	8.3	8.5	9.9	9.5	27.7	33.5	36.2	40.7
일반산업용	5.1	6.0	7.1	5.7	7.9	8.4	8.9	8.5	25.3	23.9	33.7	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
매출총이익	14.2	7.3	12.3	8.1	11.3	13.2	14.6	12.6	48.6	41.9	51.7	66.7
영업이익	10.7	4.1	9.4	4.7	7.7	9.5	10.8	8.7	37.2	28.9	36.7	50.2
<i>YoY</i>	6%	-59%	-3%	-36%	-28%	132%	15%	83%	-6%	-22%	27%	37%
<i>QoQ</i>	43%	-62%	131%	-50%	63%	22%	14%	-20%				
세전이익	9.9	3.6	8.8	-1.1	6.5	9.3	10.7	8.5	27.3	21.3	35.1	49.9
순이익	7.6	3.1	7.1	-0.8	5.2	7.5	8.5	6.8	22.4	17.0	28.0	39.9
수익성												
매출총이익률	36%	28%	30%	27%	31%	33%	34%	32%	35%	31%	33%	36%
영업이익률	27%	16%	23%	16%	21%	24%	25%	22%	27%	21%	23%	27%
세전이익률	25%	14%	22%	-4%	18%	24%	25%	22%	20%	16%	22%	27%
순이익률	19%	12%	17%	-3%	14%	19%	20%	17%	16%	12%	18%	22%
매출비중												
FPCB용	63%	57%	55%	55%	56%	57%	56%	55%	61%	58%	56%	51%
방열시트용	24%	19%	28%	25%	23%	22%	23%	24%	20%	25%	23%	22%
일반산업용	13%	23%	17%	19%	21%	21%	21%	21%	18%	18%	21%	27%
기타	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: 키움증권 추정

Rigid OLED / Flexible OLED 모듈구조 비교

Rigid OLED



Flexible(Foldable) OLED



자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,337	1,371	1,363	1,589	1,849
매출원가	834	883	944	1,072	1,182
매출총이익	503	488	419	517	667
판매비및일반관리비	108	114	130	150	166
영업이익(보고)	395	374	289	367	502
영업이익(핵심)	395	374	289	367	502
영업외손익	-65	-99	-76	-16	-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
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	0	0	0	0
기타	-57	-86	-70	-7	6
법인세차감전이익	330	275	213	351	499
법인세비용	73	59	43	70	100
유효법인세율 (%)	22.1%	21.5%	20.3%	20.0%	20.0%
당기순이익	257	216	170	280	399
지배주주지분순이익(억원)	257	216	170	280	399
EBITDA	519	489	408	506	665
현금순이익(Cash Earnings)	381	331	288	420	563
수정당기순이익	258	219	169	280	399
증감율(% YoY)					
매출액	15.3	2.5	-0.6	16.5	16.4
영업이익(보고)	44.4	-5.2	-22.7	26.7	36.8
영업이익(핵심)	44.4	-5.2	-22.7	26.7	36.8
EBITDA	28.2	-5.8	-16.6	24.1	31.4
지배주주지분 당기순이익	56.4	-15.8	-21.5	65.1	42.4
EPS	56.4	-5.6	-12.4	65.1	42.4
수정순이익	56.9	-15.2	-22.5	65.5	42.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	839	667	648	831	1,300
현금및현금성자산	480	234	125	259	668
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	156	210	207	241	276
재고자산	202	223	248	252	264
기타유동비금융자산	0	0	68	79	92
비유동자산	1,800	1,748	2,138	2,150	2,068
장기매출채권및기타비유동채권	4	4	4	4	5
투자자산	80	79	79	79	80
유형자산	1,707	1,646	2,036	2,047	1,965
무형자산	9	18	18	17	17
기타비유동자산	0	0	1	2	2
자산총계	2,639	2,415	2,786	2,981	3,368
유동부채	326	346	250	180	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	459	389
장기매입채무및비유동채무	10	31	30	35	41
사채및장기차입금	125	14	300	300	200
기타비유동부채	57	86	99	123	148
부채총계	518	478	679	638	684
자본금	184	147	147	147	147
주식발행초과금	1,638	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	733	696	866	1,102	1,442
기타자본	-434	-781	-781	-781	-781
자본총계	2,121	1,937	2,107	2,343	2,683
지분법적용자본총계	2,121	1,937	2,107	2,343	2,683
순차입금	-211	-21	303	80	-336
총차입금	270	213	429	339	332

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	452	241	169	394	530
당기순이익	257	216	170	280	399
감가상각비	114	115	118	139	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	-25	-32
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	24
현금및현금성자산의순증가	114	-248	-110	134	408
기초현금및현금성자산	370	484	236	125	259
기말현금및현금성자산	484	236	125	259	668
Gross Cash Flow	432	347	286	420	563
Op Free Cash Flow	433	266	-275	257	453

투자지표

(단위: 원, 배, %)

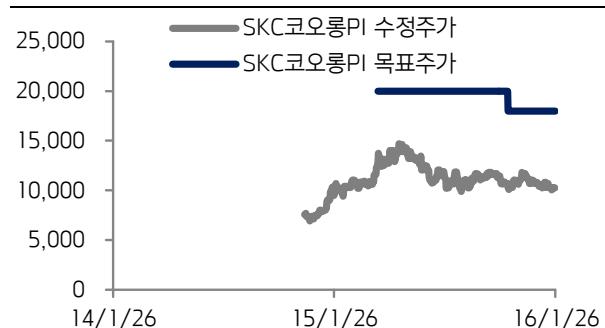
12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	699	660	578	955	1,359
BPS	5,774	6,595	7,173	7,978	9,138
주당EBITDA	1,413	1,493	1,389	1,723	2,265
CFPS	1,038	1,011	982	1,429	1,915
DPS	0	0	150	200	250
주가배수(배)					
PER	0.0	11.6	18.0	10.9	7.7
PBR	0.0	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	-0.4	4.6	8.2	6.2	4.1
PCFR	0.0	7.6	10.6	7.3	5.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	29.5	27.3	21.2	23.1	27.1
영업이익률(핵심)	29.5	27.3	21.2	23.1	27.1
EBITDA margin	38.8	35.7	29.9	31.9	36.0
순이익률	19.2	15.8	12.5	17.7	21.6
자기자본이익률(ROE)	12.2	10.7	8.4	12.6	15.9
투하자본이익률(ROIC)	15.5	15.4	10.6	12.0	16.5
안정성(%)					
부채비율	24.4	24.7	32.2	27.2	25.5
순차입금비율	-9.9	-1.1	14.4	3.4	-12.5
이자보상배율(배)	25.4	28.3	45.4	62.0	91.2
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	7.5	6.6	7.1	7.2
재고자산회전율	6.6	6.4	5.8	6.4	7.2
매입채무회전율	11.4	10.3	11.5	14.0	14.0

- 당사는 1월 25일 현재 'SKC코오롱PI' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	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

목표주가 추이



투자의견 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 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%