



하나금융그룹

2018년 7월 4일 | Equity Research

SKC코오롱PI (178920)

오해가 풀렸다면 화해를…

CPI와 SKC코오롱PI 실적의 상관계수는 Zero

유리 기반의 디스플레이 패널이 PI (폴리이미드) 필름 기반의 폴더블 디스플레이로 발전해 가는 과정에서 '범(汎) PI필름 진영'의 침투 가능 시장은 크게 세 부문으로 분류된다 :

- 1) 패널 최상단의 Cover Window, 2) TFT 기판, 3) 패널 최하단의 Base Film. 1번 시장을 제외한 2, 3번 시장은 기존 PI 제품이 그대로 사용되는 시장으로, PI필름 글로벌 시장 점유율 1위인 SKC코오롱PI의 실적에 직접 영향을 주는 시장이다. 두 시장 모두 성장 초입단계, 혹은 시장 개화 직전이라는 점에서 향후 SKC코오롱PI의 실적 및 밸류에이션 상승 요인이다. 반면, 1번 Cover Window 시장은 일반적인 PI 필름이 아니라 CPI(Colorless PI) 필름이 침투하는 시장이다. 따라서 기존 PI필름 업체들의 실적과는 무관하며 현재 CPI 기술을 개발 중인 국내 업체는 화학 업체인 코오롱인더와 SKC다. 한때 SKC가 CPI 기술 개발 후 필름 OEM을 SKC코오롱PI에 맡길 수 있다는 시나리오 하에서 SKC코오롱PI를 CPI 시장 관련주로 해석하기도 했으나 SKC가 2017년 12월, CPI 필름 설비에 680억원 투자를 발표하면서 현재 SKC코오롱PI 주가에 CPI에 대한 가치는 반영되어있지 않다.

2Q18 Preview : 영업이익 전년 동기 대비 33% 증가 전망

그럼에도 불구하고 폴더블 스마트폰 CPI 필름 공급사 관련 소식이 들릴 때마다 SKC코오롱PI 주가는 매번 출렁이고 있으며 어제 역시 스미토모가 CPI 필름 공급사로 채택되었다는 소식에 하락했다. 시장의 오해가 해소되어 가는 과정에 있다고 판단되며 향후 폴더블 스마트폰 출시 이후 새롭게 열리는 PI필름 시장(상기한 2,3번 시장) 내 독점적 지위를 확보하고 있다는 측면에서 현재의 고 밸류 적용구간이 당분간 지속될 것이라고 판단된다. 한편, 2분기 실적은 방열시트 수요 강세가 이어지며 매출액 597억원(YoY +35%, QoQ -12%), 영업이익 147억원(YoY +23%, QoQ -12%)으로 전통적 비수기임에도 분기 감익폭은 제한적일 전망이다. 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원을 유지한다.

Update

BUY

| TP(12M): 65,000원 | CP(7월 3일): 49,800원

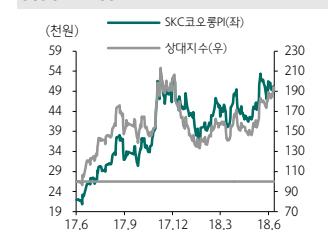
Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	795.71		
52주 최고/최저(원)	54,000/20,800	272.9	337.6
시가총액(십억원)	1,462.4	68.8	88.0
시가총액비중(%)	0.56	47.2	63.0
발행주식수(천주)	29,366.3		
60일 평균 거래량(천주)	366.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	17.3		
18년 배당금(예상,원)	800		
18년 배당수익률(예상,%)	1.61		
외국인지분율(%)	14.39		
주요주주 지분율(%)			
SKC 외 2 인	54.07		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.3 8.0 132.2		
상대	22.4 11.6 92.9		

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	272.9	337.6
영업이익(십억원)	68.8	88.0
순이익(십억원)	47.2	63.0
EPS(원)	1,605	2,144
BPS(원)	9,207	10,432

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	153.1	216.4	271.0	334.3	469.6
영업이익	십억원	32.3	53.0	67.9	83.6	118.7
세전이익	십억원	27.6	42.4	57.3	73.2	108.6
순이익	십억원	21.0	32.8	44.8	57.3	85.1
EPS	원	714	1,116	1,526	1,952	2,898
증감률	%	23.5	56.3	36.7	27.9	48.5
PER	배	19.60	42.33	32.64	25.51	17.18
PBR	배	1.80	5.59	5.43	4.82	4.01
EV/EBITDA	배	9.13	19.66	16.84	13.80	9.82
ROE	%	9.55	13.75	17.31	20.01	25.47
BPS	원	7,783	8,453	9,178	10,331	12,429
DPS	원	450	800	800	800	800



Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

표 1. SKC코오롱PI 목표주가 산출

(단위: 원, 배)

	2014	2015	2016	2017	2018F	비고
PER (End)	11.61	17.98	19.60	42.33	-	
PER (High)	12.10	25.76	20.58	49.54	-	
PER (Low)	10.40	13.16	12.56	11.87	-	
PER (Ave.)	11.18	19.60	15.77	23.45	-	
Target PER					42.0	2017년 말 기준
적용 EPS					1,548	2018년 추정
적정주가(원)					65,016	
목표주가(원)					65,000	
전일 종가(원)					49,500	
상승 여력					31%	

자료: Quantewise, 하나금융투자

표 2. Taimide Valuation Table

(단위: 원, 배)

	2014	2015	2016	2017	2018F	비고
PER (End)	22.17	18.01	18.13	35.74	-	
PER (High)	58.00	26.75	28.57	52.16	-	
PER (Low)	22.17	11.72	15.59	18.10	-	
PER (Ave.)	44.74	19.01	21.99	26.04	-	

자료: Bloomberg, 하나금융투자

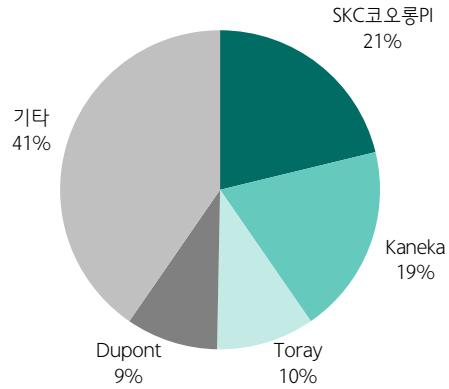
표 3. Taimide 실적 추이 및 전망(글로벌 PI필름 시장 점유율 5위)

(단위 : 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
Sales	33	39	36	51	52	62	72	94	121
YoY	6%	18%	-7%	42%	3%	19%	15%	30%	30%
OP	8	7	4	9	7	10	14	24	34
YoY	8%	-21%	-43%	132%	-17%	39%	34%	76%	40%
OPM	26%	17%	11%	17%	14%	16%	19%	26%	28%

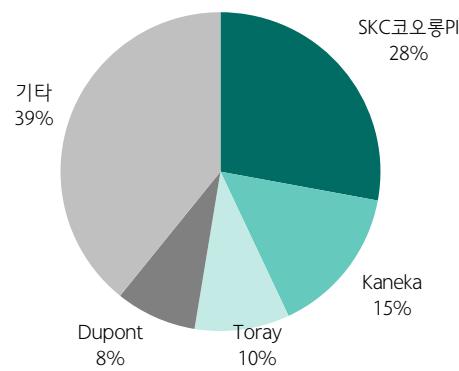
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1. 글로벌 PI필름 시장 점유율(2015년말 기준)



자료: 하나금융투자

그림 2. 글로벌 PI필름 시장 점유율(2017년말 기준)



자료: 하나금융투자

표 4. Du Pont Valuation Table

(단위: 원, 배)

	2014	2015	2016	2017	2018F	비고
PER (End)	23.18	26.89	34.70	-	-	
PER (High)	22.02	26.89	34.70	40.41	-	
PER (Low)	16.41	14.84	20.78	34.41	-	
PER (Ave.)	18.53	20.03	26.74	37.74	-	

자료: Bloomberg, 하나금융투자

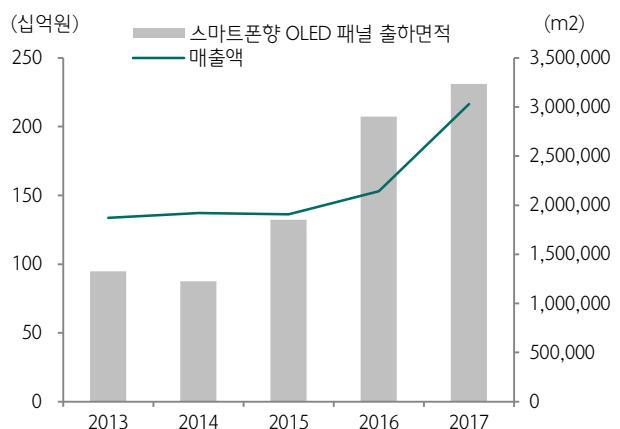
표 5. SKC코오롱PI 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	48.1	44.4	67.0	56.9	67.5	59.7	78.2	65.5	216.3	271.0	334.2
FPCB	27.1	21.5	33.3	26.2	27.3	26.6	35.4	29.9	108.2	119.2	147.0
방열시트	13.6	15.1	24.9	21.4	28.4	23.2	31.6	26.9	74.9	110.1	135.8
산업용	7.4	7.8	8.7	9.3	11.8	9.9	11.2	8.7	33.2	41.6	51.3
영업이익	12.6	12	18	10.4	16.8	14.7	20.9	15.4	53.0	67.9	83.6
영업이익률	26%	27%	27%	18%	25%	25%	27%	24%	24%	25%	25%
순이익	8.4	7.8	11.9	4.7	10.7	9.8	14.3	10.0	32.8	44.8	57.3
순이익률	17%	18%	18%	8%	16%	16%	18%	15%	15%	17%	17%
부문별 매출비중											
FPCB	56%	48%	50%	46%	40%	44%	45%	46%	50%	44%	44%
방열시트	28%	34%	37%	38%	42%	39%	40%	41%	35%	41%	41%
산업용	15%	17%	13%	16%	17%	17%	14%	13%	15%	15%	15%

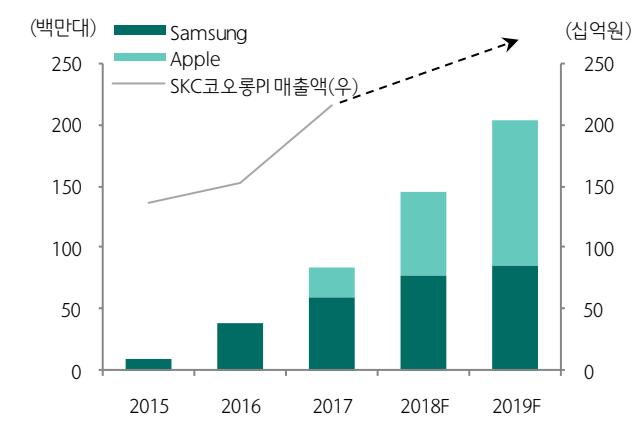
자료: 하나금융투자

그림 3. SKC코오롱PI 매출 및 글로벌 모바일 OLED패널 출하면적 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. Flexible OLED 패널 탑재 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

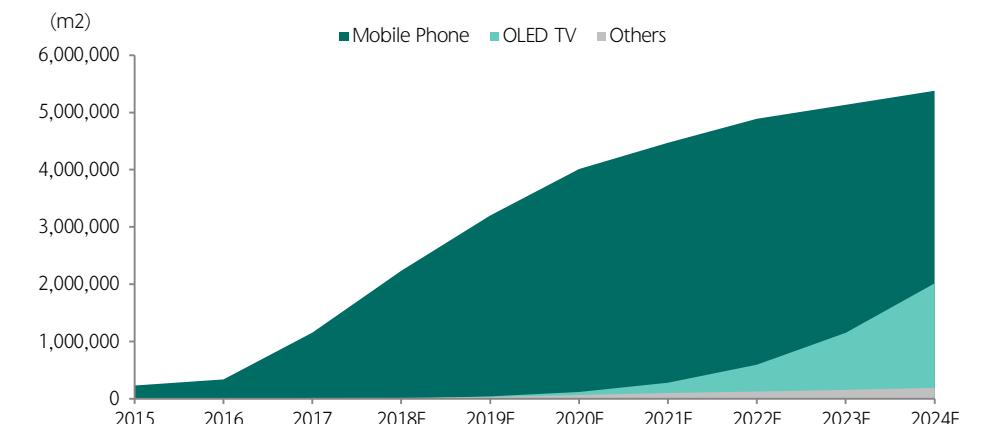
그림 5. OLED 모듈구조변화



자료:하나금융투자

그림 6. 글로벌 Flexible OLED 패널 출하면적 추이 및 전망

Flexible OLED 패널
출하면적 증가에 따른
PI 필름 수요 증가 전망

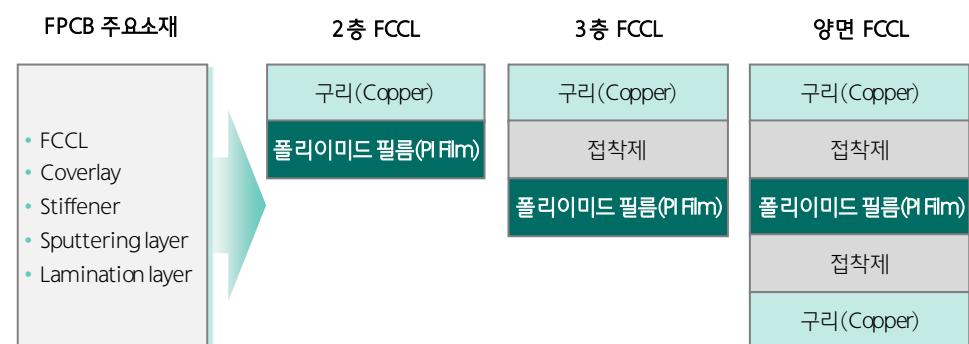


주: Others = 전장, 스마트 워치 등 합산

자료: 산업자료, 하나금융투자

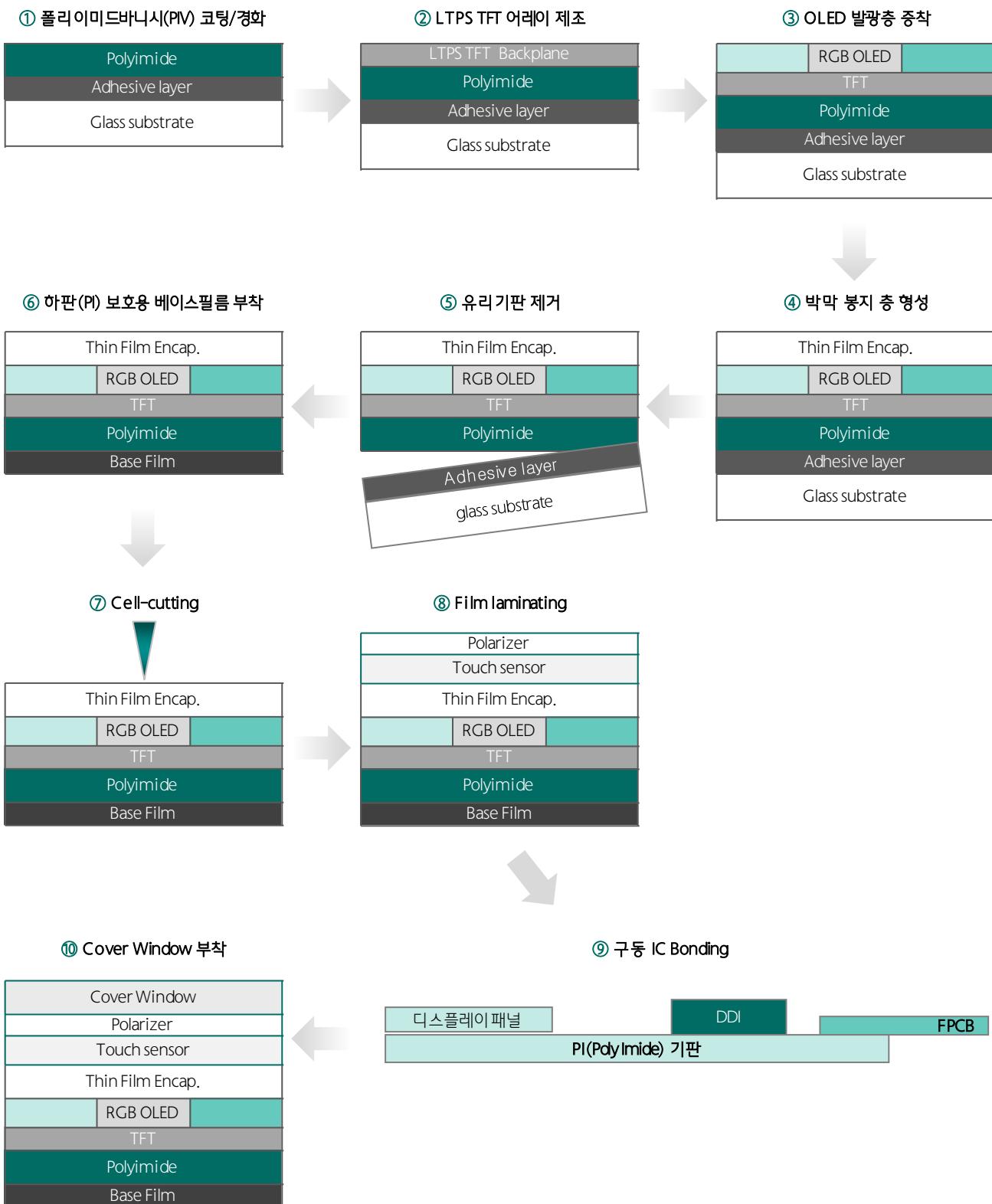
그림 7. FCCL 관련 전방시장 개념도

PI필름 : FPCB의 원판인 FCCL의
필수 소재



자료: INR R&C, 하나금융투자

그림 8. Flexible OLED 패널 제조 공정



자료: 산업자료, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	153.1	216.4	271.0	334.3	469.6
매출원가	106.6	145.6	181.5	224.2	313.8
매출총이익	46.5	70.8	89.5	110.1	155.8
판관비	14.2	17.8	21.6	26.4	37.0
영업이익	32.3	53.0	67.9	83.6	118.7
금융순익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	(4.5)	(10.3)	(10.3)	(10.5)	(10.5)
세전이익	27.6	42.4	57.3	73.2	108.6
법인세	6.6	9.6	12.5	15.8	23.5
계속사업이익	21.0	32.8	44.8	57.3	85.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.0	32.8	44.8	57.3	85.1
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	21.0	32.8	44.8	57.3	85.1
지배주주지분포괄이익	21.2	32.9	44.8	57.3	85.1
NOPAT	24.6	41.0	53.1	65.5	93.1
EBITDA	45.2	68.4	84.1	101.1	137.2
성장성(%)					
매출액증가율	12.3	41.3	25.2	23.4	40.5
NOPAT증가율	6.5	66.7	29.5	23.4	42.1
EBITDA증가율	11.6	51.3	23.0	20.2	35.7
영업이익증가율	11.8	64.1	28.1	23.1	42.0
(지배주주)순이익증가율	23.5	56.2	36.6	27.9	48.5
EPS증가율	23.5	56.3	36.7	27.9	48.5
수익성(%)					
매출총이익률	30.4	32.7	33.0	32.9	33.2
EBITDA이익률	29.5	31.6	31.0	30.2	29.2
영업이익률	21.1	24.5	25.1	25.0	25.3
계속사업이익률	13.7	15.2	16.5	17.1	18.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	714	1,116	1,526	1,952	2,898
BPS	7,783	8,453	9,178	10,331	12,429
CFPS	1,492	2,090	2,511	3,086	4,312
EBITDAPS	1,540	2,330	2,865	3,443	4,671
SPS	5,212	7,368	9,227	11,383	15,990
DPS	450	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	19.6	42.3	32.6	25.5	17.2
PBR	1.8	5.6	5.4	4.8	4.0
PCFR	9.4	22.6	19.8	16.1	11.5
EV/EBITDA	9.1	19.7	16.8	13.8	9.8
PSR	2.7	6.4	5.4	4.4	3.1
재무비율(%)					
ROE	9.6	13.8	17.3	20.0	25.5
ROA	7.3	10.1	12.8	15.0	19.0
ROIC	10.6	17.7	23.0	26.2	34.6
부채비율	34.6	37.4	33.5	32.9	35.6
순부채비율	0.8	(17.1)	(17.0)	(22.0)	(31.7)
이자보상배율(배)	53.6	48.7	81.4	140.2	264.8

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	95.0	130.2	131.0	161.9	241.8
금융자산	43.6	81.3	74.7	85.6	134.6
현금성자산	43.6	71.1	63.1	69.9	112.5
매출채권 등	25.9	29.5	33.9	46.0	64.6
재고자산	24.1	17.6	20.2	27.4	38.5
기타유동자산	1.4	1.8	2.2	2.9	4.1
비유동자산	212.6	211.0	228.7	241.3	253.0
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
금융자산	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
유형자산	204.8	200.0	218.4	231.6	243.7
무형자산	2.2	5.6	4.9	4.3	3.7
기타비유동자산	5.5	5.3	5.3	5.2	5.3
자산총계	307.5	341.2	359.7	403.2	494.8
유동부채	30.7	57.5	62.8	77.1	99.2
금융부채	10.3	16.5	16.5	16.5	16.5
매입채무 등	17.6	33.6	38.7	52.4	73.6
기타유동부채	2.8	7.4	7.6	8.2	9.1
비유동부채	48.3	35.5	27.4	22.8	30.5
금융부채	35.3	22.5	12.5	2.5	2.5
기타비유동부채	13.0	13.0	14.9	20.3	28.0
부채총계	79.0	92.9	90.2	99.9	129.8
지배주주지분	228.6	248.2	269.5	303.4	365.0
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
자본조정	(78.1)	(78.1)	(78.1)	(78.1)	(78.1)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	104.5	124.1	145.4	179.3	240.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	228.6	248.2	269.5	303.4	365.0
순금융부채	1.9	(42.3)	(45.8)	(66.7)	(115.7)

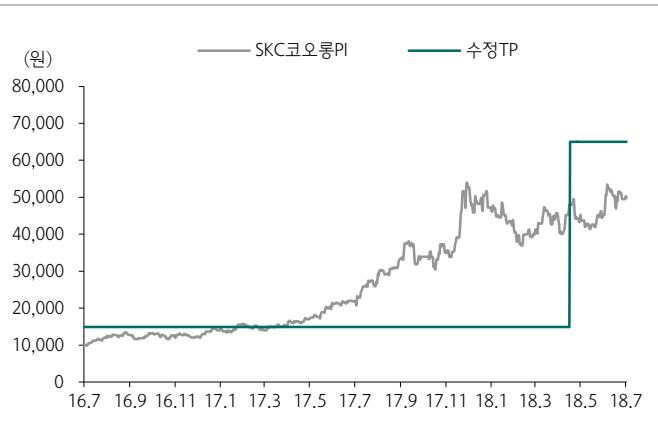
현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	33.6	69.7	61.0	74.5	102.6
당기순이익	21.0	32.8	44.8	57.3	85.1
조정	20.5	23.4	16.3	17.5	18.5
감가상각비	12.9	15.4	16.3	17.5	18.4
외환거래손익	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.8	8.0	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채	(7.9)	13.5	(0.1)	(0.3)	(1.0)
변동					
투자활동 현금흐름	(27.5)	(22.4)	(35.5)	(34.2)	(36.5)
투자자산감소(증가)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(27.1)	(12.0)	(34.0)	(30.0)	(30.0)
기타	(0.4)	(10.4)	(1.5)	(4.2)	(6.4)
재무활동 현금흐름	13.4	(19.6)	(33.5)	(33.5)	(23.5)
금융부채증가(감소)	16.9	(6.6)	(10.0)	(10.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	0.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	(3.2)	(13.2)	(23.5)	(23.5)	(23.5)
현금의 증감	19.6	27.6	(8.1)	6.8	42.6
Unlevered CFO	43.8	61.4	73.7	90.6	126.6
Free Cash Flow	6.3	57.6	27.0	44.5	72.6



투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

SKC코오롱PI



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.4.19	BUY	65,000		
17.10.28	1년 경과		191.88%	262.42%
16.10.28	1년 경과		37.44%	155.37%
15.10.27	BUY	14,900	-26.96%	-10.07%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.0%	6.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 07월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.