

SKC코오롱PI(178920)

매수(유지) / TP: 56,000원

주가(7/3, 원)	49,800
시가총액(십억원)	1,462
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저가(원)	54,000/20,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	18,957
유동주식비율(%)	45.5
외국인지분율(%)	14.4
주요주주(%)	SKC 외 2 인 54.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	153	32	21	714	23.5	45	19.6	9.2	1.8	9.6	3.2
2017A	216	53	33	1,116	56.3	68	42.3	19.8	5.6	13.8	1.7
2018F	279	69	46	1,565	40.2	84	31.8	16.8	5.5	17.9	2.0
2019F	354	90	63	2,150	37.3	106	23.2	13.3	4.9	22.4	2.0
2020F	373	92	65	2,215	3.0	109	22.5	12.9	4.4	20.5	2.0

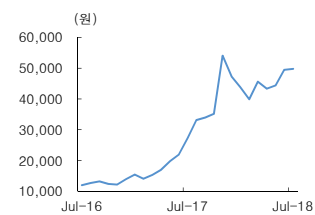
주: 순이익은 지분법적용 순이익

OLED 시장까지 진출하는 폴리이미드

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.3	8.0	132.2
상대주가(%p)	20.2	11.3	111.8

주가추이



공급량을 초과하는 수요량에 신규 수요까지: 폴더블 디스플레이에 PI필름이 채용되면 PI필름 수요가 한 층 더 타이트해질 전망이다. 2017년 하반기부터 애플 아이폰X의 방열시트 채용으로 PI필름 공급이 부족해졌고 2018년초 PI필름 가격도 10% 인상되는 과정이 있었다. 현재로서는 폴더블 디스플레이 채용 스마트폰 대수가 크진 않겠지만 본격적으로 채용될 경우 PI필름의 신규 어플리케이션 수요가 증가해 공급 부족이 심화될 것이다. 경쟁업체들은 2019년 하반기에나 생산능력이 늘어날 전망이어서 1년간 타이트한 공급이 유지될 전망이다(수급에 대한 자세한 내용은 지난 6월 5일 발간된 '폴리이미드(PI)의 무한한 가능성' 보고서 참조).

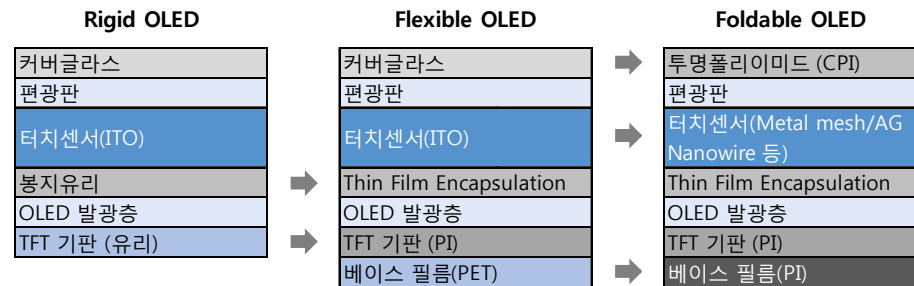
높아진 폴리이미드에 대한 주목도: 2013년 처음 방열시트용 PI필름 공급을 시작해 내년에는 방열시트용 매출액이 1,346억원으로 늘어날 전망이다. 대량 생산을 요구하는 Consumer IT기기인 스마트폰에서 채용이 빠르게 증가했기 때문이다. 올해 하반기 가동되는 신규 PI바니시 설비도 수요가 빠르게 증가할 OLED패널의 기판소재와 2차전지용 소재로 공급될 전망이어서 폴리이미드에 대한 산업 내 주목도가 상승하고 있는데 가동시 최대 연매출 300억원 수준을 예상한다. 향후 폴리이미드의 신규 적용처 확대는 장기적으로 SKC코오롱PI의 실적을 증가시킬 것이다. 폴더블 스마트폰 시장이 개화하면 부품과 소재의 개선이 요구될 것이므로 기존 사업부문인 FPCB와 방열시트용 PI필름 수요도 증가할 전망이다.

목표주가 56,000원 유지: 신규 제품에 대한 기대감이 크고 폴더블 OLED 패널에 PI필름 적용 가능성이 대두되고 있다. 실적으로 그 수혜 정도를 확인한다면 성장성에 따른 추가적인 리레이팅이 빠르게 진전될 것이다. 목표주가 56,000원을 유지한다. 현재 주가는 2019년 추정 EPS 대비 PER 23배다.

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

[그림 41] Rigid/flexible/foldable OLED패널 구조 비교



자료: 한국투자증권

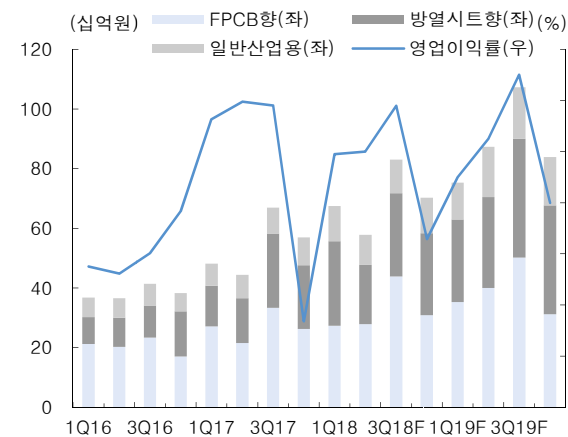
〈표 8〉 삼성디스플레이 OLED 기판용 PI바니쉬 공급업체 실적 추정

(단위: 십억원, %)

에스유머티리얼즈	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	8.2	8.6	14.7	15.1	23.0	33.7
영업이익	0.8	1.2	3.9	2.8	4.4	6.7
영업이익률	10.1	14.2	26.5	18.6	19.2	20.0
SKC코오롱PI	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액(점유율 최대 30% 가정)		0.9	9.9	18.2	32.0	47.0
영업이익(OPM 최대 20% 가정)		0.2	1.0	2.6	6.4	9.4
에스유머티리얼즈	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	23.0	33.7	39.4	57.8	84.9	124.6
영업이익(OPM 20% 가정)	4.4	6.7	7.9	11.6	17.0	24.9

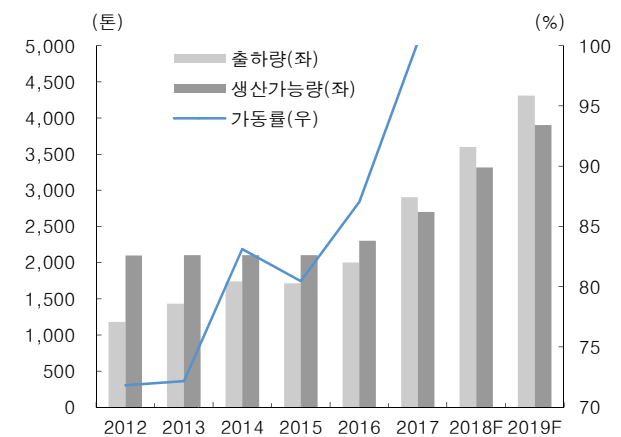
주: 플렉서블 OLED채용 스마트폰 성장률 연평균 46.8% 적용(SA 추정, 2017~2022년 CAGR), SKC코오롱PI 점유율 최대 30% 가정
자료: 한국투자증권

[그림 42] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한국투자증권

[그림 43] PI필름 출하량이 생산가능량을 계속 상회할 전망



자료: 한국투자증권

〈표 9〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	67.6	57.8	83.0	70.3	75.3	87.3	107.3	83.8	153.1	216.4	278.7	353.7
FPCB향	27.3	27.9	43.9	30.8	35.3	40.0	50.2	31.2	81.7	108.2	129.9	156.7
방열시트향	28.4	19.9	27.9	27.5	27.7	30.5	39.8	36.5	44.7	74.9	103.7	134.6
일반산업향/기타	11.8	10.1	11.2	12.0	12.3	16.9	17.2	16.1	26.5	33.2	45.1	62.5
생산가능량(톤)	829	829	829	829	975	975	975	975	2,300	2,701	3,318	3,900
출하량/생산가능량(%)	109.5	90.6	121.8	112.0	96.2	109.8	129.4	106.4	87.0	107.6	108.5	110.5
출하량(톤)	908	752	1,011	929	938	1,071	1,262	1,038	2,002	2,905	3,600	4,309
국내(FPCB)	247	270	395	375	304	410	447	361	662	1,013	1,287	1,521
해외(FPCB+방열)	661	482	616	554	634	661	815	677	1,340	1,892	2,313	2,787
ASP 변화율(QoQ)	3.0	3.4	6.9	(7.9)	6.0	1.7	4.2	(5.0)	(4.0)	(2.5)	3.9	6.1
국내(FPCB)	8.3	(2.0)	(5.0)	(5.0)	10.0	(2.0)	(5.0)	(5.0)	3.5	(5.5)	(1.8)	(2.1)
해외(FPCB+방열)	5.1	3.0	15.0	(10.0)	5.0	3.0	10.0	(5.0)	(5.8)	(1.3)	7.6	11.2
매출총이익	21.5	18.5	27.4	21.8	23.3	27.9	35.4	26.8	46.5	70.8	89.1	113.5
매출총이익률	31.8	32.0	33.0	31.0	31.0	32.0	33.0	32.0	30.4	32.7	32.0	32.1
판매비와관리비	4.6	4.0	5.2	6.6	5.3	5.7	5.4	7.5	14.2	17.8	20.4	23.9
판매비율	6.8	7.0	5.0	8.0	7.0	6.5	5.0	9.0	9.2	8.2	7.3	6.7
영업이익	16.8	14.4	22.2	15.2	18.1	22.3	30.0	19.3	32.3	53.0	68.7	89.7
영업이익률	24.9	25.0	26.8	21.6	24.0	25.5	28.0	23.0	21.1	24.5	24.6	25.3
세전이익	10.7	10.2	15.7	5.8	13.7	12.5	20.3	13.3	27.6	42.4	59.8	82.0
세전이익률	22.4	22.9	23.4	10.2	20.2	21.7	24.5	18.9	18.0	19.6	21.4	23.2
순이익	8.4	7.8	11.9	4.7	10.7	9.8	15.5	10.1	21.0	32.8	46.0	63.1
순이익률	17.5	17.5	17.8	8.2	15.8	16.9	18.6	14.3	13.7	15.2	16.5	17.8

자료: 한국투자증권

기업개요

SKC코오롱PI는 폴리이미드(PI) 필름 생산 업체로 SKC와 코오롱인더스트리가 각각 50%씩 출자해 2008년 설립되었다. PI필름을 FPCB용 소재 생산업체, 방열시트 생산업체 및 산업용 PI필름 수요업체에 공급한다. PI필름은 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로, 상용화된 플라스틱 필름 중 내열성, 치수안정성, 절연성, 내화학성 측면에서 뛰어나다. 주요 어플리케이션 이 FPCB에서 인조 그래파이트(흑연) 시트로 확대되면서 시장이 성장하고 있다. 2017년 기준 매출액 비중은 FPCB향 50%, 방열시트향 35%, 일반산업향 15%으로 구성되어 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	95	130	141	157	177
현금성자산	44	71	70	78	80
매출채권및기타채권	26	29	39	42	45
재고자산	24	18	17	16	26
비유동자산	213	211	223	243	256
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	205	200	210	226	237
무형자산	2	6	6	7	7
자산총계	308	341	364	400	432
유동부채	31	57	64	53	53
매입채무및기타채무	18	34	36	35	30
단기차입금및단기사채	7	4	5	3	5
유동성장기부채	3	13	13	13	15
비유동부채	48	35	34	47	45
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	35	22	17	27	27
부채총계	79	93	99	101	98
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
기타자본	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
이익잉여금	104	124	141	174	210
자본총계	229	248	265	299	335

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	34	70	62	70	62
당기순이익	21	33	46	63	65
유형자산감가상각비	13	15	15	16	16
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(8)	13	0	(10)	(20)
기타	8	8	0	0	0
투자활동현금흐름	(28)	(22)	(30)	(41)	(35)
유형자산투자	(27)	(12)	(25)	(32)	(26)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(10)	0	0	0
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(2)	(1)
기타	(1)	0	(4)	(7)	(8)
재무활동현금흐름	13	(20)	(33)	(21)	(25)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	17	(6)	(4)	8	4
배당금지급	(3)	(13)	(23)	(29)	(29)
기타	(1)	(1)	(6)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	20	28	(1)	8	2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

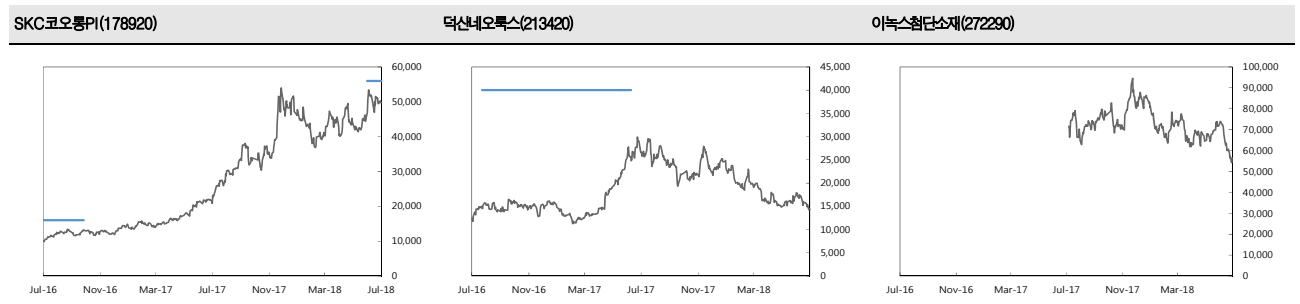
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	153	216	279	354	373
매출원가	107	146	190	240	253
매출총이익	46	71	89	114	119
판매관리비	14	18	20	24	28
영업이익	32	53	69	90	92
금융수익	0	1	1	1	2
이자수익	0	1	1	1	2
금융비용	1	1	1	1	2
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(5)	(10)	(9)	(8)	(7)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	42	60	82	84
법인세비용	7	10	14	19	19
당기순이익	21	33	46	63	65
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	21	33	46	63	65
EBITDA	45	68	84	106	109

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	714	1,116	1,565	2,150	2,215
BPS	7,783	8,453	9,021	10,175	11,393
DPS	450	800	1,000	1,000	1,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.3	41.4	28.8	26.9	5.4
영업이익증가율	11.7	63.9	29.6	30.5	2.1
순이익증가율	23.5	56.3	40.2	37.3	3.0
EPS증가율	23.5	56.3	40.2	37.3	3.0
EBITDA증가율	11.6	51.3	23.2	26.1	2.4
수익성(%)					
영업이익률	21.1	24.5	24.7	25.3	24.6
순이익률	13.7	15.2	16.5	17.8	17.4
EBITDA Margin	29.6	31.6	30.2	30.0	29.2
ROA	7.3	10.1	13.0	16.5	15.6
ROE	9.6	13.8	17.9	22.4	20.5
배당수익률	3.2	1.7	2.0	2.0	2.0
배당성향	63.0	71.7	63.9	46.5	45.2
안정성					
순차입금(십억원)	2	(42)	(48)	(53)	(56)
차입금/자본총계비율(%)	19.9	15.7	13.2	14.4	14.0
Valuation(X)					
PER	19.6	42.3	31.8	23.2	22.5
PBR	1.8	5.6	5.5	4.9	4.4
EV/EBITDA	9.2	19.8	16.8	13.3	12.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SKC코오롱PI(178920)	2016.01.25	매수	16,000원	-32.8	-16.3		2017.06.14	NR	-	-	-
	2016.09.30	NR	-	-	-		2018.06.14	1년경과	-	-	-
	2017.09.30	1년경과	-	-	-		2018.07.04	매수	20,000원	-	-
	2018.06.04	매수	56,000원	-	-	이녹스첨단소재(272290)	2018.07.04	매수	88,000원	-	-
덕산네오룩스(213420)	2016.07.27	매수	40,000원	-61.3	-30.6						



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 4일 현재 SKC코오롱PI, 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.