

SKC 코오롱PI(178920)

2Q18 Preview: 공급 부족이 key

2분기는 마지막 비수기

2분기 매출액은 전분기대비 12% 감소한 594억원, 영업이익은 13% 감소한 146억원을 예상한다. 작년 하반기부터 OLED 채용 스마트폰 생산량 증가로 FPCB 및 방열시트향 PI필름 출하량이 생산 가능량을 계속 초과했는데, 올해 2분기는 사실상의 비수기로 실적과 출하량은 단기 저점일 예상한다. 가동률은 100%를 유지한 것으로 추정되는데 3분기에 FPCB와 방열시트가 본격 채용되므로 재고를 준비해야 하기 때문이다. 재고자산인 완제품의 장부가가 2Q17말 151억원에서 1Q18말 38억원으로 크게 낮아져 재고판매를 통한 큰 폭의 실적 증가는 하반기에 어렵겠지만 점유율과 ASP 상승, 생산 효율화로 실적은 반등할 것이다. 내년초부터 캐파 증가와 함께 PI바니시와 폴더블 패널향 매출도 발생해 추가적인 외형 확대가 예상된다.

내년까지 방열시트향 ASP와 점유율 상승 예상

경쟁업체들의 제한적인 생산능력 증가에도 수요는 모든 어플리케이션(FPCB, 방열시트, 2차전지, OLED 등)에서 증가해 타이트한 수급 지속과 함께 blended ASP의 지속 상승을 예상한다. 제한적인 공급으로 고객사 다수의 수요를 모두 충족시킬 수 없고 공급자에게 가격 결정력이 있기 때문(특히 방열시트용)이다. 중국 최대 방열시트 가공업체 Jones Tech의 2분기 잠정 순이익이 전분기대비 2배 이상 증가해 방열시트향 PI필름 ASP 상승 가능성과 수요 증가를 암시한다. 시장 점유율 확대는 생산능력 부족으로 올해는 어렵지만 내년초 경쟁사보다 먼저 신규 캐파를 가동하면서 가능할 것이다.

목표주가 63,000원으로 13% 상향

신규 어플리케이션에 대한 밸류에이션 상승과 방열시트향 PI필름의 독점적 지위 강화를 예상해 2019년 목표 PER을 30배로 상향 조정하고 목표주가를 63,000원으로 13% 올린다(표 1). 기타 매출로 분류되는 2차전지/OLED 패널향 PI필름 및 바니시는 전방산업의 성장 본격화에 따라 성장산업의 PER 배수인 25배를 적용했고, 기존 사업(FPCB, 방열시트)은 하반기 고객사 수요 증가 모멘텀이 있어 목표 PER을 소폭 상향했다.

매수(유지)

목표주가: 63,000원(상향)

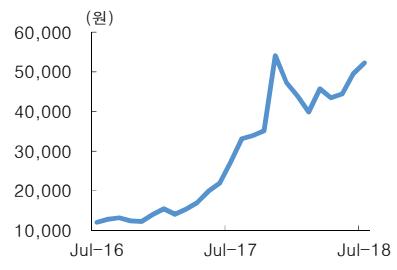
Stock Data

KOSPI(7/16)	2,302
주가(7/16)	52,200
시가총액(십억원)	1,533
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저가(원)	54,500/25,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,150
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.5/14.3
주요주주(%)	SKC 외 2 인
	54.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.6	7.6	101.9
KOSDAQ 대비(%p)	8.2	16.0	75.7

주가추이



자료: WISEfn

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	153	32	21	714	23.5	45	19.6	9.2	1.8	9.6
2017A	216	53	33	1,116	56.3	68	42.3	19.8	5.6	13.8
2018F	276	68	45	1,535	37.5	83	34.0	17.9	5.8	17.6
2019F	347	87	61	2,086	35.8	104	25.0	14.3	5.2	21.9
2020F	382	95	67	2,289	9.7	112	22.8	13.2	4.6	21.3

방열시트의 성장성이 베팅

FPCB향 PI필름 경쟁사인 Taimide의 2분기 매출액은 역대 최대인 6억 대만 달러(약 220억원, +8% QoQ)를 기록해 단기적인 PI필름 수요 증가를 확인 가능하다. 하지만 일본 Kaneka와 Toray-dupont를 포함한 PI필름 경쟁사들이 기 보유 생산능력을 바탕으로 일본, 대만, 중국 FPCB 업체에 높은 침투율을 유지하고 있는 것으로 추정돼 SKC코오롱PI의 점유율 확대가 쉽지는 않을 전망이다. 한편, 방열시트향 PI필름은 실질적인 경쟁사가 Dupont과 Toray-dupont(JV)뿐이며 경쟁사 설비 60% 이상이 10년 이상 가동해 노후화된 FPCB용 PI필름 설비여서 SKC코오롱PI가 생산에 우위가 있다고 본다. 또한 부품인 FPCB와는 다르게 대당 채용 가능면적 증가폭이 클 것으로 예상돼 성장성이 FPCB향 대비 높을 전망이다.

<표 1> 사업부문별 PER 밸류에이션

	2018년 순이익 (매출비중)	2019년 순이익 성장률	2019년 순이익 (매출비중)	2019년 목표 PER	사업가치 (십억원)	목표 PER 추정내용
FPCB용	18.5 (41%)	22.6%	22.7 (37%)	19배	4,308억원	사업내용(FPCB)이 같은 대만 Taimide의 2018F PER 적용
방열시트용	18.9 (42%)	38.3%	26.1 (43%)	42배	10,967억원	인조 흑연 방열 시트 전문업체인 중국 Tanyuan, Jones Tech의 2018F PER (각각 58배, 26배) 평균치 적용
일반 산업용/기타 (전기차용 배터리, 풀더블 패널 소재)	7.7 (17%)	61.7%	12.5 (20%)	25배	3,115억원	2차 전지 소재업체(엘엔에프, 에코프로, 코스모신소재)와 풀더블 패널 소재업체(코오롱인더스트리, 덕산네오룩스)의 2018F PER 평균치 적용
총합	46.0	35.9%	61.2	30배	18,391억원	2019년 EPS 2,086원 목표주가 63,000원 Upside 21% 2018년 7월 16일 기준 시가총액 1.53조원

주: 1. FPCB, 방열시트, 일반 산업용 PI필름 사업 각각의 이익률은 동일하다고 가정해 부문별 매출액 비중으로 연간 순이익을 분배하였음

2. 주가 변동을 감안해 목표 PER 추정 시 기준 주가를 2018년 평균 주가로 적용

자료: 한국투자증권

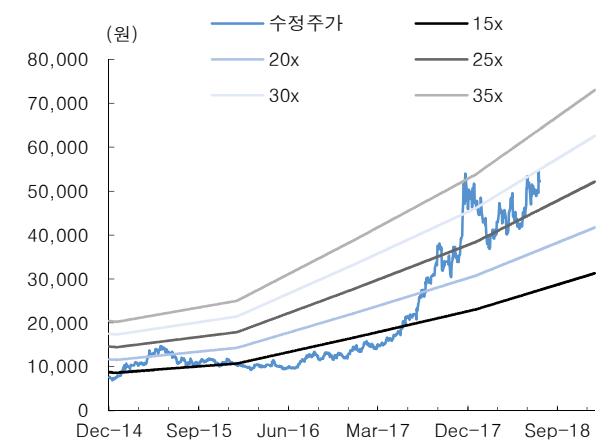
<표 2> 2Q18 실적 preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18F						2018F			
	신규 추정	QoQ	YoY	기준 추정	추정치 변화	컨센서스	차이	신규 추정	컨센서스	차이
매출액	59.4	(12.0)	33.8	57.8	2.9	59.9	(0.8)	278.7	273.7	1.8
영업이익	14.6	(13.5)	21.6	14.4	0.8	15.0	(2.9)	68.7	68.8	(0.2)
영업이익률	24.5	(0.4)	(2.5)	25.0	(0.5)	25.0	(0.5)	24.6	25.1	(0.5)
순이익	9.9	(7.5)	27.2	9.8	0.9	9.4	4.9	46.0	46.9	(2.0)
순이익률	16.6	0.8	(0.9)	16.9	(0.3)	15.7	5.8	16.5	17.1	(3.7)

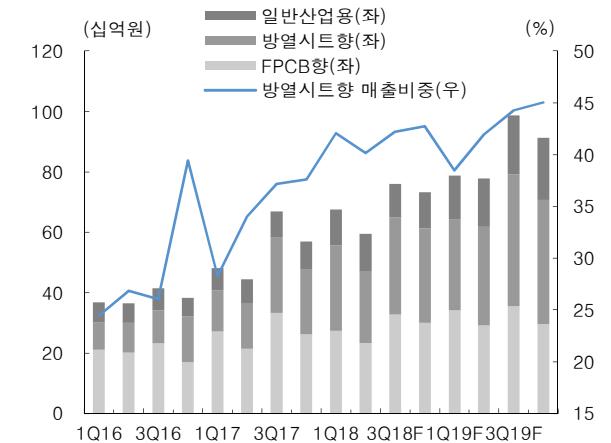
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER band: 2017년 하반기 15~35배



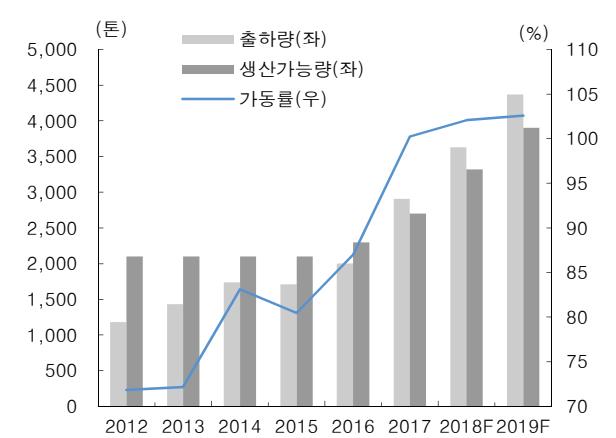
자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기별 실적 추이: 방열시트향 비중 높게 유지

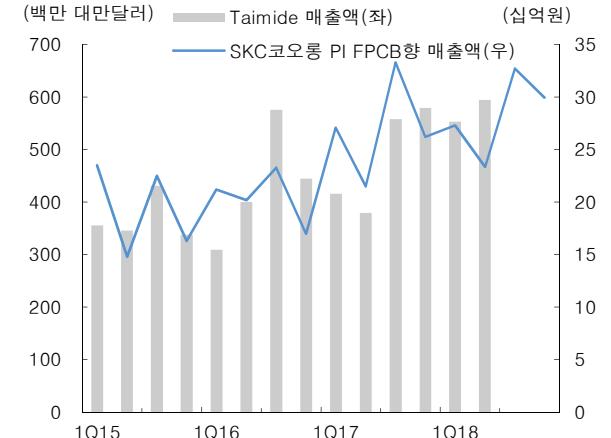


자료: 한국투자증권

[그림 3] 실제 생산량은 명목 생산가능량을 지속 초과할 것

주: 가동률은 생산가능량 대비 실제 생산량의 비율임
자료: 한국투자증권

[그림 4] Taimide 분기 매출액은 계속 증가



자료: 한국투자증권

<표 3> 전세계 PI필름 생산능력 추이: 방열시트향 PI필름 경쟁업체의 설비는 노후화로 생산량 확대 쉽지 않아

PI필름 생산능력(톤)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
SKC코오롱PI	1,500	1,500	2,100	2,100	2,100	2,100	2,300	2,700	3,300	3,900	4,050
Dupont/Toray-dupont	2,520	2,520	2,520	2,920	2,920	2,920	2,920	2,920	3,200	3,212	3,504
Kaneka	2,600	2,600	2,600	2,600	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200	3,500	3,800
Taimide	700	700	700	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,700	2,000
전체 산업 생산능력	7,320	7,320	7,920	9,020	9,620	9,620	9,820	10,220	10,820	12,312	13,354

자료: 산업 자료, 한국투자증권

〈표 4〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	67.6	59.4	76.1	73.2	78.8	77.9	98.7	91.3	153.1	216.4	276.3	346.7
FPCB 향	27.3	23.4	32.7	29.9	34.1	29.1	35.5	29.6	81.7	108.2	113.3	128.3
방열시트향	28.4	23.9	32.1	31.3	30.3	32.7	43.7	41.1	44.7	74.9	115.7	147.8
일반/기타 (+신규 어플리케이션)	11.8	12.2	11.2	12.0	14.4	16.0	19.6	20.6	26.5	33.2	47.2	70.5
생산가능량(톤)	829	829	829	829	975	975	975	975	2,300	2,701	3,318	3,900
출하량/생산가능량(%)	109.5	97.0	113.0	117.8	103.7	104.8	122.4	117.4	87.0	107.6	109.3	112.1
출하량(톤)	908	805	937	977	1,011	1,022	1,194	1,145	2,002	2,905	3,627	4,371
국내(FPCB+일반/기타)	247	274	319	335	300	325	346	324	662	1,013	1,175	1,294
해외(방열+FPCB)	661	531	619	642	711	697	848	821	1,340	1,892	2,452	3,077
ASP 변화율(QoQ)	3.0	(0.7)	9.9	(7.6)	3.9	(2.2)	8.5	(3.6)	(4.0)	(2.5)	2.3	4.1
국내(FPCB+일반/기타)	8.3	(2.0)	(2.0)	0.0	5.0	(2.0)	(2.0)	0.0	3.5	(5.5)	1.5	1.0
해외(방열+FPCB)	5.1	(3.0)	18.0	(12.0)	5.0	(3.0)	15.0	(5.0)	(5.8)	(1.3)	3.7	6.7
매출총이익	21.5	19.0	25.1	22.7	25.2	24.9	32.6	29.2	46.5	70.8	88.3	111.9
매출총이익률	31.8	32.0	33.0	31.0	32.0	32.0	33.0	32.0	30.4	32.7	32.0	32.3
판매비와관리비	4.6	4.5	4.8	6.9	5.5	5.1	5.9	8.2	14.2	17.8	20.7	24.7
판관비율	6.8	7.5	5.0	8.0	7.0	6.5	6.0	9.0	9.2	8.2	7.5	7.1
영업이익	16.8	14.6	20.3	15.8	19.7	19.9	26.7	21.0	32.3	53.0	67.5	87.2
영업이익률	24.9	24.5	26.7	21.6	25.0	25.5	27.0	23.0	21.1	24.5	24.4	25.2
세전이익	13.7	12.6	18.4	13.9	17.8	17.9	24.7	19.1	27.6	42.4	58.6	79.5
세전이익률	20.2	21.3	24.2	19.0	22.6	23.0	25.1	20.9	18.0	19.6	21.2	22.9
순이익	10.7	9.9	14.0	10.6	13.7	13.8	19.1	14.7	21.0	32.8	45.1	61.2
순이익률	15.8	16.6	18.4	14.5	17.4	17.7	19.3	16.1	13.7	15.2	16.3	17.7

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 그라파이트(흑연) 시트로 확대되면서 시장 성장 중. 2017년 기준 매출액 비중은 FPCB향 50%, 방열시트향 35%, 일반산업향 15%으로 구성.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	95	130	140	154	181
현금성자산	44	71	69	76	82
매출채권및기타채권	26	29	39	42	46
재고자산	24	18	17	16	27
비유동자산	213	211	223	242	256
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	205	200	210	226	237
무형자산	2	6	6	7	8
자산총계	308	341	362	396	437
유동부채	31	57	64	53	58
매입채무및기타채무	18	34	36	35	31
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	98	100	103
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
기타자본	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
이익잉여금	104	124	140	172	210
자본총계	229	248	264	296	334

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	153	216	276	347	382
매출원가	107	146	188	235	260
매출총이익	46	71	88	112	122
판매관리비	14	18	21	25	28
영업이익	32	53	68	87	95
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)	(8)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	42	59	80	87
법인세비용	7	10	14	18	20
당기순이익	21	33	45	61	67
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	21	33	45	61	67
EBITDA	45	68	83	104	112

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	34	70	61	69	67
당기순이익	21	33	45	61	67
유형자산감가상각비	13	15	15	16	16
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(8)	13	0	(9)	(17)
기타	8	8	0	0	0
투자활동현금흐름	(28)	(22)	(30)	(40)	(36)
유형자산투자	(27)	(12)	(25)	(32)	(26)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(10)	0	0	0
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(2)	(2)
기타	(1)	0	(4)	(6)	(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	(2)	7	6

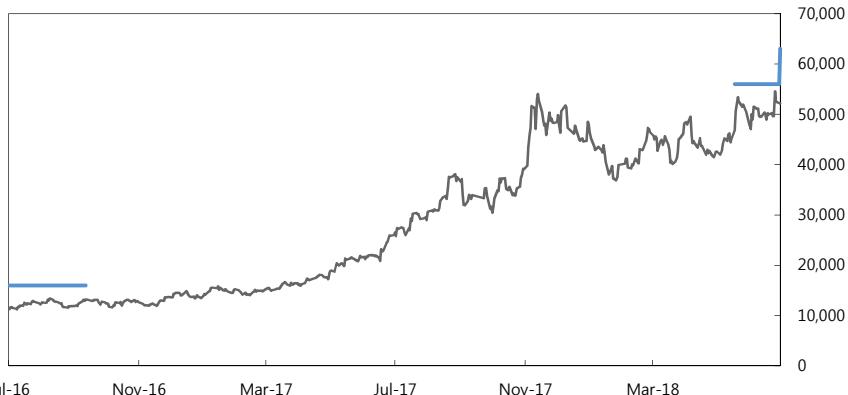
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	714	1,116	1,535	2,086	2,289
BPS	7,783	8,453	8,991	10,080	11,373
DPS	450	800	1,000	1,000	1,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	12.3	41.4	27.7	25.5	10.1
영업이익증가율	11.7	63.9	27.4	29.1	8.4
순이익증가율	23.5	56.3	37.5	35.8	9.7
EPS증가율	23.5	56.3	37.5	35.8	9.7
EBITDA증가율	11.6	51.3	21.5	24.9	7.8
수익성(%)					
영업이익률	21.1	24.5	24.4	25.2	24.8
순이익률	13.7	15.2	16.3	17.7	17.6
EBITDA Margin	29.6	31.6	30.1	29.9	29.3
ROA	7.3	10.1	12.8	16.2	16.1
ROE	9.6	13.8	17.6	21.9	21.3
배당수익률	3.2	1.7	1.9	1.9	1.9
배당성향	63.0	71.7	65.1	47.9	43.7
안정성					
순차입금(십억원)	2	(42)	(47)	(51)	(58)
차입금/자본총계비율(%)	19.9	15.7	13.2	14.5	14.0
Valuation(X)					
PER	19.6	42.3	34.0	25.0	22.8
PBR	1.8	5.6	5.8	5.2	4.6
EV/EBITDA	9.2	19.8	17.9	14.3	13.2

주: K-IFRS (개별) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SKC코오롱PI(178920)	2016.01.25	매수	16,000원	-32.8	-16.3
	2016.09.30	NR	-	-	-
	2017.09.30	1년경과	-	-	-
	2018.06.04	매수	56,000원	-9.8	-2.7
	2018.07.17	매수	63,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 17일 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 주가등락 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 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 돋기 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.