SKC코오롱PI (178920.KQ)

안정적인 수율 확보로 2017년 사상최대 실적 시현 예상

신규 라인에서 안정적인 수율 확보로 2017년 역대 최대 실적 시현 전망. 목표주가 25,000원(기존 20,000원)으로 상향. 전방산업의 호조로 인해 FPCB용 및 방열시트용 PI필름 공급물량 하반기에도 지속적으로 증가할 것으로 기대

Buy (유지)

목표주가	25,000원(상향)
현재가 ('17/06/13)	20,750원
업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,374.70 / 669.23
시가총액(보통주)	613.8십억원
발행주식수(보통주)	29.4백만주
52주 최고가('17/06/07)	21,500원
최저가('16/06/24)	9,600원
평균거래대금(60일)	6,654백만원
배당수익률(2017E)	3.13%
외국인지분율	9.6%
주요주주	
SKC 외 1인	27.0%
코오롱인더스트리	27.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	39.3	52.0	108.5
상대수익률 (%p)	28.1	38.8	116.8

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	153.1	186.2	209.6	236.9
증감률	*12.3*	*21.7*	*12.6*	*13.1*
영업이익	32.3	47.3	55.7	65.7
영업이익률	*21.1*	*25.4*	*26.6*	*27.7*
(지배지분)순이익	21.0	32.1	39.1	49.3
EPS	714	1,093	1,330	1,677
증감률	*23.5*	*53.1*	*21.7*	*26.1*
PER	19.6	19.0	15.6	12.4
PBR	1.8	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.1	9.6	8.2	6.8
ROE	9.6	13.7	15.7	18.4
부채비율	34.6	36.3	36.5	36.3
순차입금	1.9	-21.4	-47.3	-60.9

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2분기에도 수율 안정적일 것으로 예상

2017년 연간 실적으로 매출액 1,862억원, 영업이익 473억원 추정. 매출액은 기존 추정치에서 1.3%, 영업이익은 8.2% 상향하였음. 영업이익 증가율이 매출액 증가율보다 높은 것은 2016년 8월 가동되기 시작한 신규 증설라인(600톤)이 2분기에도 안정적인 수율을 보일 것으로 예상되기 때문

2분기 매출액은 430억원(+17.9% y-y), 영업이익은 105억원(+41.6% y-y)으로 추정. 이 중 FPCB용 PI필름은 231억원(+14.3% y-y), Graphite Sheet(방열시트)용 PI필름은 130억원(+32.6% y-y)의 매출액 기록 예상

FPCB업황 호황으로 PI필름 공급량 증가

국내 FPCB(연성인쇄회로기판)업체들이 미국 스마트폰 제조사향 납품 시작한 것으로 파악. 이와 관련 FPCB용 PI필름 역시 공급량이 증가하는 등 하반기에도 성장세는 지속될 것. 스마트폰에 기능이 추가될수록 발열 문제가 발생하므로 방열시트용 PI필름 적용량이 많아질 것. 올해 출시된 프리미엄 스마트폰에도 방열시트가 신규로 추가되었음

동사는 현재 Curved Oled 필수 원재료인 PI Varnish(액상 폴리이미드) 승인 과정 진행 중. 2018년에는 관련하여 신규 매출이 나올 것으로 기대

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 25,000원 (기존 20,000원)으로 상향. Target PER은 약 21배 수준으로 동사가 글로벌 1위 PI필름 기업이라는 점, 고배당을 포함한 주주친화정책과 향후 Flexible 디스플레이 상용화 시 성장 잠재력을 감안하면 타당하다는 판단

SKC코오롱PI 2분기 실적 Preview (K-IFRS 별도) (단위: 십억원, %)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E					3Q17F
					수정치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	36.5	41.5	38.3	48.1	43.0	17.9	-10.5	42.3	42.2	51.9
영업이익	7.4	8.7	8.7	12.6	10.5	41.6	-17.2	9.6	9.7	13.9
영업이익률	*20.2*	*21.0*	*22.7*	*26.2*	*24.3*			*22.7*	*23.0*	*26.7*
세전이익	6.4	7.0	8.3	10.7	8.7	36.2	-18.6	7.9	8.5	12.0
(지배)순이익	5.1	5.4	5.8	8.4	7.0	38.1	-17.0	6.3	6.4	9.8

주: IFRS 별도기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Analyst 손세훈
02)768-7971, midas.sohn@nhqv.com

표1. SKC코오롱PI 실적 전망 (IFRS 개별) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	153.1	186.2	209.6	236.9
	- 수정 전		183.3	203.4	233.8
	- *변동률*		1.6	3.0	1.3
영업이익	- 수정 후	32.3	47.3	55.7	65.7
	- 수정 전		43.7	49.7	58.6
	- *변동률*		8.2	12.1	12.2
영업이익률		*21.2*	25.4	26.6	27.7
EBITDA		45.2	61.4	68.8	81.2
(지배지분)순이익		21.0	32.1	39.1	49.3
EPS	- 수정 후	714	1,093	1,330	1,677
	- 수정 전		995	1,167	1,482
	- *변동률*		9.9	14.0	13.2
PER		19.6	19.0	15.6	12.4
PBR		1.8	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA		9.1	9.6	8.2	6.8
ROE		9.6	13.7	15.7	18.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준 / 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. SKC코오롱PI 주요 제품별 분기실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017E	2018F
매출액	**36.8**	**36.5**	**41.5**	**38.3**	**48.1**	**43.0**	**51.9**	**43.2**	**136.3**	**153.1**	**186.2**	**209.6**
FPCB 용	21.2	20.2	23.3	17.0	27.1	23.1	31.6	24.4	77.1	81.7	106.2	118.9
Graphite Sheet 용	9.0	9.8	10.8	15.1	13.6	13.0	12.8	12.3	33.1	44.7	51.7	55.8
절연용 및 기타	6.6	6.4	7.3	6.2	7.4	6.9	7.5	6.5	26.1	26.6	28.3	34.9
영업이익	**7.5**	**7.4**	**8.7**	**8.7**	**12.6**	**10.5**	**13.9**	**10.3**	**28.9**	**32.3**	**47.3**	**55.7**
영업이익률 (%)	*20.5*	*20.2*	*21.0*	*22.6*	*26.1*	*24.4*	*26.8*	*23.8*	*21.2*	*21.1*	*25.4*	*26.6*

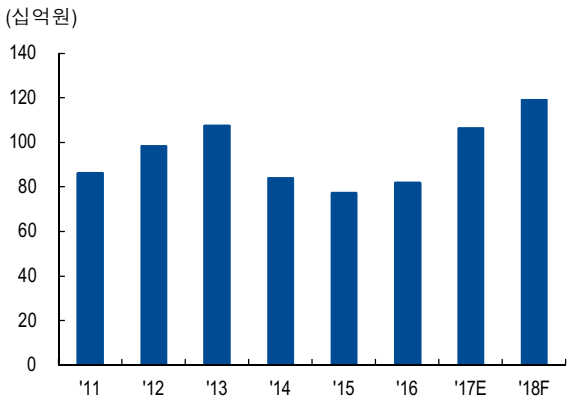
주: K-IFRS 개별 기준 / 자료: SKC코오롱PI, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. Peer Group Analysis (단위: 백만달러, 십억원, 배)

회사명		SKC코오롱PI	Kaneka	Ube	Taimide
주가 (6/14 달러)		18.3	7.6	2.5	1.4
시가총액 (백만달러)		538.5	2,666.1	2,702.8	177.0
매출액	2016	153.1	4,629	5,350	54
	2017E	186.2	5,071	5,703	71
	2018F	209.6	5,199	5,858	83
영업이익	2016	32.3	319	345	9
	2017E	47.3	307	323	21
	2018F	55.7	360	381	23
순이익	2016	21.0	201	229	7
	2017E	32.1	197	230	16
	2018F	39.1	204	221	18
PER	2016	19.6	15.3	11.0	18.1
	2017E	19.0	13.4	11.0	11.3
	2018F	15.6	12.5	11.6	9.8
PBR	2016	1.8	1.1	0.8	1.8
	2017E	2.5	0.9	0.9	2.3
	2018F	2.4	0.9	1.0	-

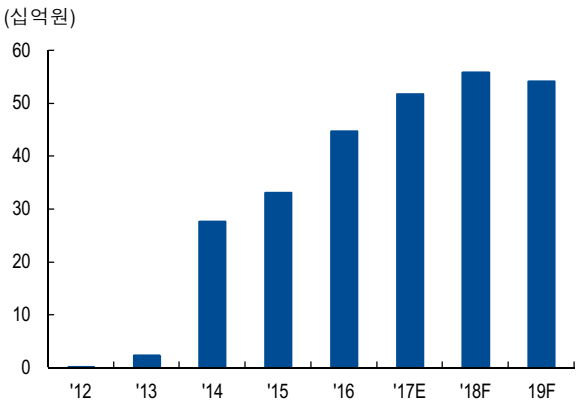
자료: Bloomberg, Dataguide, NH투자증권 리서치센터 전망

그림1. 국내 FPCB 업체의 생산량 증가로 FPCB용 매출 증가



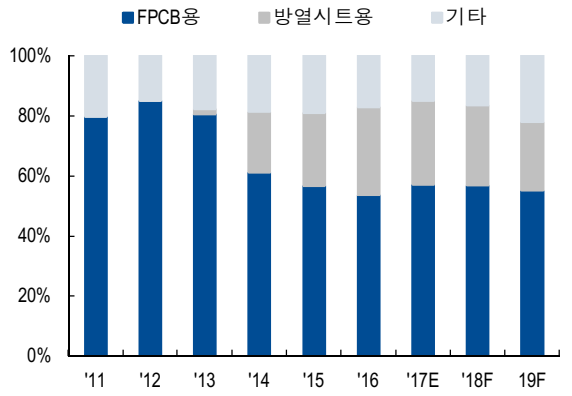
자료: SKC코오롱PI, NH투자증권 리서치본부

그림2. 스마트폰 집적화로 방열시트 면적 증가



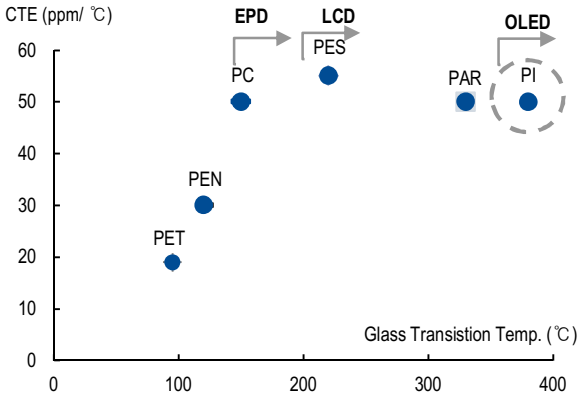
자료: SKC코오롱PI, NH투자증권 리서치본부

그림3. 방열시트 매출 비중확대



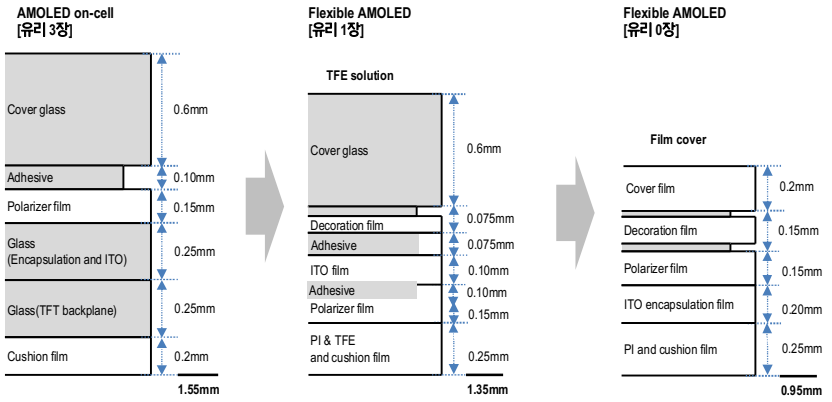
자료: IHS, NH투자증권 리서치본부

그림4. 폴리이미드(PI)가 OLED에 최적의 소재



주: 1) PET - Polyethyleneterephtalate, 2) PEN - Polythylenenaphtalate,
3) PC - Polycarbonate, 4. PES - Polyethersulfone,
5) PAR - Polyarylate, 6) PI – Polyimide
7) CTE – Coefficient of Thermal Expansion, 열팽창계수
8) Glass Transistion Temp, 유리전이온도
자료: 언론, NH투자증권 리서치본부

그림5. Flexible OLED 디스플레이 구조 변화 예상



자료: IHS, NH투자증권 리서치본부

표4. SKC코오롱PI 잔여이익모델(RIM) (단위: 십억원, 원)

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net profit	**32**	**39**	**49**	**60**	**69**	**79**	**87**	**97**	**107**	**119**	**132**	**147**
Shareholder's equity	**242**	**257**	**279**	**306**	**338**	**377**	**418**	**462**	**509**	**559**	**611**	**666**
Forecast ROE (FROE)	13.7%	15.7%	18.4%	20.5%	21.3%	22.0%	21.9%	22.0%	22.1%	22.3%	22.6%	23.0%
Spread (FROE-COE)	4.1%	6.1%	8.8%	10.9%	11.7%	12.4%	12.3%	12.4%	12.5%	12.7%	13.0%	13.4%
Residual income	**10**	**15**	**24**	**32**	**38**	**44**	**49**	**54**	**61**	**68**	**76**	**86**
Cost of equity (COE)	9.6%											
Beta	0.8											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	229											
PV of forecast period RI	284											
PV of continuing value	161											
Equity value (C+P)	**673**											
No of shares (common, mn)	29,366											
		12m TP										
Fair price (C)		**25,129**										
Current price (C)		20,750										
Upside (-downside)		21.1%										
Implied P/B (x)		3.1										
Implied P/E (x)		20.7										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

*** 잔여이익(RIt) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)**

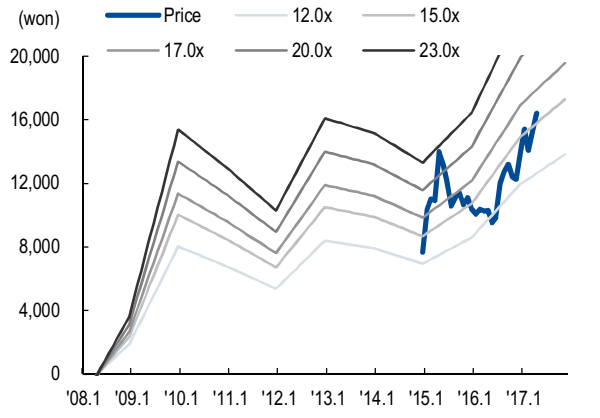
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

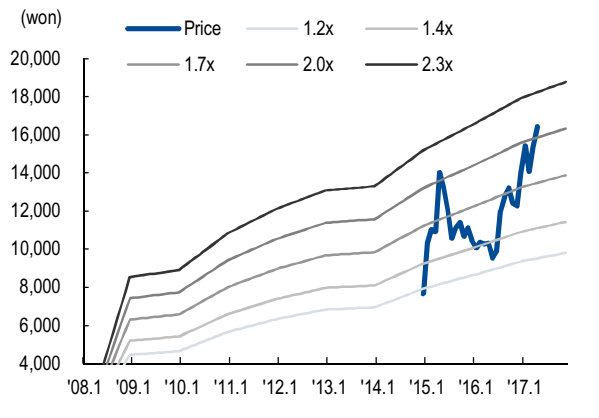
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

그림5. 12M forward PER band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림6. 12M trailing PBR band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	**153**	**186**	**210**	**237**
증감률 (%)	*12.3*	*21.7*	*12.6*	*13.1*
매출원가	**107**	**122**	**134**	**149**
매출총이익	**46**	**64**	**75**	**88**
Gross 마진 (%)	*30.4*	*34.6*	*35.8*	*37.0*
판매비와 일반관리비	14	17	19	22
영업이익	**32**	**47**	**56**	**66**
증감률 (%)	*11.7*	*46.2*	*17.8*	*18.0*
OP 마진 (%)	*21.1*	*25.4*	*26.6*	*27.7*
EBITDA	**45**	**61**	**69**	**81**
영업외손익	**-5**	**-7**	**-7**	**-4**
금융수익(비용)	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-7	-7	-5
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**28**	**40**	**49**	**62**
법인세비용	**7**	**8**	**10**	**12**
계속사업이익	21	32	39	49
당기순이익	**21**	**32**	**39**	**49**
증감률 (%)	*23.5*	*53.1*	*21.7*	*26.1*
Net 마진 (%)	*13.7*	*17.2*	*18.6*	*20.8*
지배주주지분 순이익	21	32	39	49
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	21	32	39	49

Valuation / Profitability / Stability

	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	19.6	19.0	15.6	12.4
PBR(배)	1.8	2.5	2.4	2.2
PCR(배)	9.4	11.2	9.9	7.9
PSR(배)	2.7	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA(배)	9.1	9.6	8.2	6.8
EV/EBIT(배)	12.8	12.4	10.1	8.3
EPS(원)	714	1,093	1,330	1,677
BPS(원)	7,783	8,226	8,757	9,484
SPS(원)	5,212	6,340	7,136	8,067
자기자본이익률(ROE, %)	9.6	13.7	15.7	18.4
총자산이익률(ROA, %)	7.3	10.1	11.5	13.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	12.9	17.1	20.4	24.0
배당수익률(%)	3.2	3.1	3.9	4.6
배당성향(%)	63.0	59.4	60.1	56.6
총현금배당금(십억원)	13	19	23	28
보통주 주당배당금(원)	450	650	800	950
순부채(현금)/자기자본(%)	0.8	-8.9	-18.4	-21.9
총부채/ 자기자본(%)	34.6	36.3	36.5	36.3
이자발생부채	46	47	48	49
유동비율(%)	309.3	357.2	405.7	414.7
총발행주식수(백만주)	29	29	29	29
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	14,000	20,750	20,750	20,750
시가총액(십억원)	411	609	609	609

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

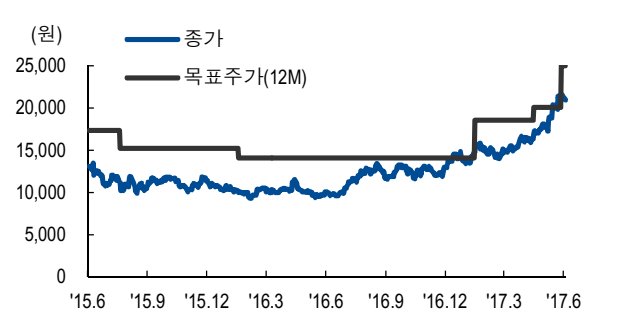
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	44	68	95	110
매출채권	25	31	35	39
유동자산	**95**	**131**	**166**	**190**
유형자산	205	191	178	182
투자자산	0	0	0	0
비유동자산	**213**	**198**	**185**	**190**
자산총계	**308**	**329**	**351**	**380**
단기성부채	10	12	13	14
매입채무	7	8	9	11
유동부채	**31**	**37**	**41**	**46**
장기성부채	35	35	35	35
장기충당부채	1	1	2	2
비유동부채	**48**	**51**	**53**	**55**
부채총계	79	88	94	101
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	104	117	133	154
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**229**	**242**	**257**	**279**

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	34	37	45	57
당기순이익	21	32	39	49
+ 유/무형자산상각비	13	14	13	15
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	44	54	62	77
- 운전자본의증가(감소)	-8	-10	-7	-8
투자활동 현금흐름	-27	0	0	-20
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-27	0	0	-20
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	7	37	45	37
Net Cash Flow	7	37	45	37
재무활동현금흐름	13	-12	-18	-22
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	13	-12	-18	-22
현금의증가	20	25	27	15
기말현금 및 현금성자산	44	68	95	110
기말 순부채(순현금)	2	-21	-47	-61

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
SKC 코오롱 PI	178920.KQ	2017.06.14	Buy	25,000원(12개월)
		2017.04.25	Buy	20,000원(12개월)
		2017.01.24	Buy	18,500원(12개월)
		2016.01.26	Buy	14,100원(12개월)
		2015.07.28	Buy	15,200원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : -15% ~ 15%
   - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 6월 9일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 'SKC코오롱PI'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.