

SKC코오롱PI(178920)

글로벌 1위 업체로서 수요증가는 즐겁다

- 글로벌 PI 필름 시장 점유율 1위 업체
- FPCB용도: FPCB 단면 면적 및 초극박 PI필름 수요 증가로 매출 상승할 듯
- 방열시트 용도: 중국에서의 수요 증가 지속될 듯
- 일반 산업 용도: 안정적인 수익성 가능할 듯
- 스마트폰용 OLED 패널의 커버드, 폴더블화로 성장성 커질 듯
- 투자의견 매수, 목표주가 19,500원 제시 ⇒ 전방산업 수요증가로 올해부터 사상 최대 실적 기록할 듯

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가 19,500원을 제시한다. 목표주가는 2017~2018년 평균 EPS 1,020원에 Target PER 19.2배(글로벌 PEER업체 평균 PER에 20% 할증) 적용하여 산출하였다.

동사 매출 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 FPCB용의 경우 FPCB 단면 면적 및 초극박 PI필름 수요 증가로 향후 매출이 상승할 것으로 예상되며, 방열시트용 PI필름의 경우도 열전도성이 뛰어나고 가벼운 무게와 얇은 두께의 구현이 가능하기 때문에 높은 가격에도 불구하고 수요가 급격하게 증가하고 있을 뿐만 아니라 동사가 중국 시장에서 80% 점유율을 선점하고 있기 때문에 지속적인 매출성장이 예상된다. 또한 일반 산업 용도의 경우 성장성이 크지 않으나 마진율이 좋기 때문에 안정적인 수익성 달성이 가능할 것으로 예상된다.

지난해 8월 연산 600톤 규모의 구미 3공장이 가동에 들어가면서 동사의 PI필름 연간 생산능력이 2,100톤에서 2,700톤으로 증가하였다. 이러한 환경하에서 전방산업의 수요증가로 인하여 올해부터 사상 최대 실적이 예상된다.

한편, 스마트폰의 플렉시블 OLED 시대를 맞이하여, OLED 패널의 커버드, 폴더블화로 인하여 PI필름 적용 소재 수요가 급증할 것으로 예상된다. 이에 대하여 동사는 PI 바니시(Varnish)를 비롯하여, 투명PI필름, 하판 보호용 PI필름 등이 이미 개발 되었거나 개발 중에 있으므로 상용화로 인한 채택 증가 시 괄목할만한 성장이 예상된다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

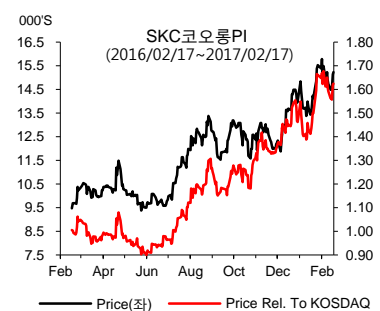
Buy(Initiate)

목표주가(6M)	19,500원
종가(2017/02/17)	15,250원

Stock Indicator

자본금	15십억원
발행주식수	2,937만주
시가총액	448십억원
외국인지분율	4.2%
배당금(2015)	110원
EPS(2016E)	713원
BPS(2016E)	7,772원
ROE(2016E)	9.5%
52주 주가	9,400~15,800원
60일평균거래량	382,927주
60일평균거래대금	5.4십억원

Price Trend



I. 기업개요 및 밸류에이션

■ 글로벌 PI 필름 시장 점유율 1위 업체

지난 2008년 6월 코오롱인더스트리와 SKC 양사는 각각의 PI(Polyimide) 필름 사업부를 분할, 합병하여 동사를 설립하였다. 국내유일의 PI필름 제조사인 동사는 글로벌 PI 필름 시장 점유율 1위의 지위를 확보하고 있다. PI필름은 내한/내열성을 가장 큰 특징으로 하며, 외부의 물리적/열적 자극에도 형태와 치수를 유지하는 치수안정성, 전기적 특성/내화학성 등을 기반으로 한 뛰어난 내구성으로 인하여 기초 소재의 특성상 적용 분야는 점점 더 확대되고 다양해지는 추세이다.

지난해 기준 적용분야별 매출비중을 살펴보면 FPCB용 53.4%, 방열시트용 29.2%, 일반산업용 17.3%, 기타 0.1% 등이다.

한편, 주주는 SKC 27.0%, 코오롱인더스트리 27.0%, 우리사주조합 1.1%, 기타 44.8% 등으로 분포되어 있다.

■ 투자의견 매수, 목표주가 19,500원 제시 ⇒ 전방산업 수요 증가로 올해부터 사상 최대 실적 기록할 듯

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가 19,500원을 제시한다. 목표주가는 2017~2018년 평균 EPS 1,020원에 Target PER 19.2배(글로벌 PEER업체 평균 PER에 20% 할증) 적용하여 산출하였다.

동사 매출 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 FPCB용의 경우 FPCB 단면 면적 및 초극박 PI필름 수요 증가로 향후 매출이 상승할 것으로 예상되며, 방열시트용 PI필름의 경우도 열전도성이 뛰어나고 가벼운 무게와 얇은 두께의 구현이 가능하기 때문에 높은 가격에도 불구하고 수요가 급격하게 증가하고 있을 뿐만 아니라 동사가 중국 시장에서 80% 점유율을 선점하고 있기 때문에 지속적인 매출성장이 예상된다. 또한 일반 산업 용도의 경우 성장성이 크지 않으나 마진율이 좋기 때문에 안정적인 수익성 달성이 가능할 것으로 예상된다.

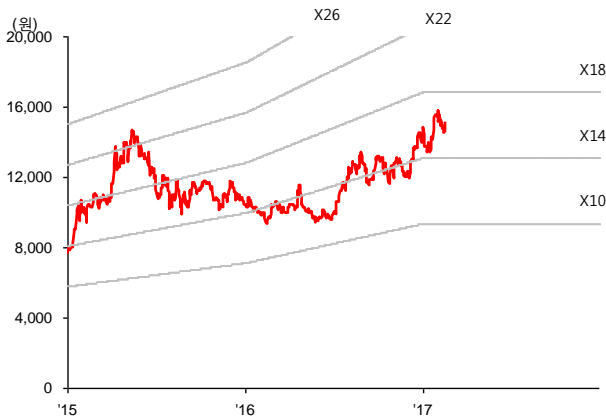
지난해 8월 연산 600톤 규모의 구미 3공장이 가동에 들어가면서 동사의 PI필름 연간 생산능력이 2,100톤에서 2,700톤으로 증가하였다. 이러한 환경하에서 전방산업의 수요증가로 인하여 올해부터 사상 최대 실적이 예상된다.

한편, 스마트폰의 플렉시블 OLED 시대를 맞이하여, OLED 패널의 커버드, 폴더블화로 인하여 PI필름 적용 소재 수요가 급증할 것으로 예상된다. 이에 대하여 동사는 PI 바니시(Varnish)를 비롯하여, 투명PI필름, 하판 보호용 PI필름 등이 이미 개발되었거나 개발 중에 있으므로 상용화로 인한 채택 증가 시 괄목할만한 성장이 예상된다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2014	137	37	22	660	11.6	4.6	6,595	1.2	10.7	24.7
2015	136	29	17	578	18.0	7.7	7,171	1.5	8.4	28.1
2016E	153	32	21	713	21.4	11.5	7,772	2.0	9.5	34.6
2017E	177	41	28	937	16.3	9.1	8,597	1.8	11.4	33.6
2018E	204	47	32	1,102	13.8	7.7	9,587	1.6	12.1	31.9

자료 : SKC 코오롱 PI, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> SKC 코오롱 PI PER 밴드



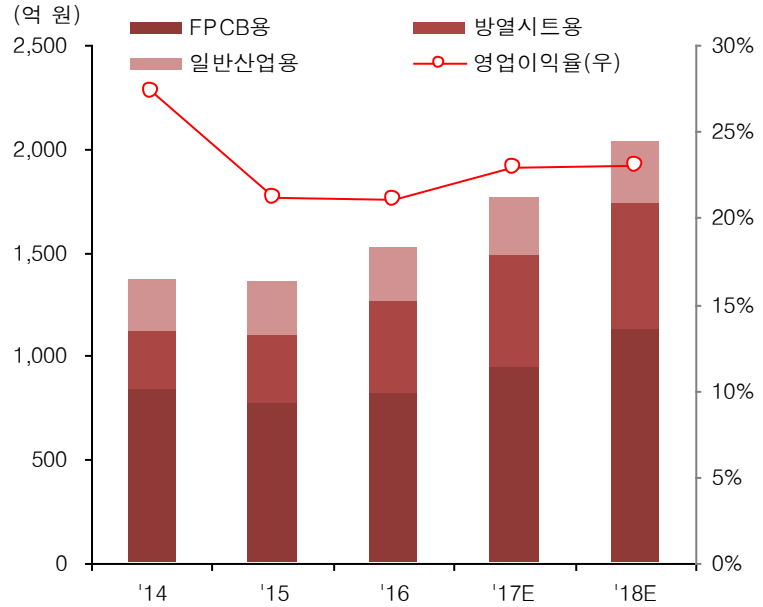
자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

<그림 2> SKC 코오롱 PI PBR 밴드



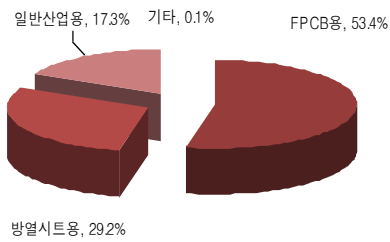
자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

<그림 3> SKC 코오롱 PI 실적 추이



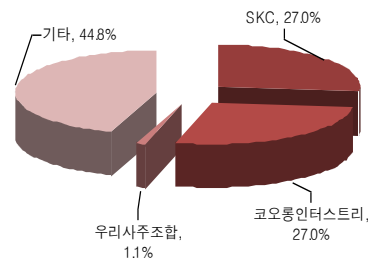
자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

<그림 4> 적용분야별 매출구성(2016년 기준)



자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

<그림 5> 주주분포(2016년 9월 30일 기준)

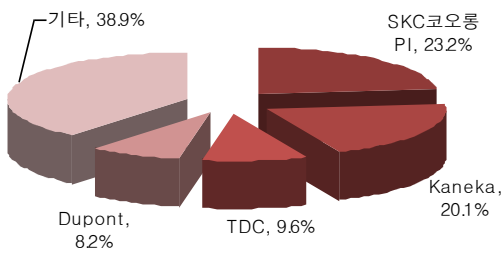


자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

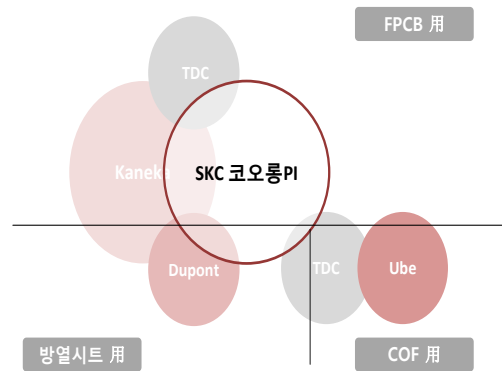
II. 전방산업 수요증가로 올해부터 사상 최대 실적 기록할 듯

지난해 8월 연산 600톤 규모의 구미 3공장이 가동에 들어가면서 동사의 PI필름 연간 생산능력이 2,100톤에서 2,700톤으로 증가하였다. 이러한 환경하에서 전방산업의 수요증가로 인하여 올해부터 사상 최대 실적이 예상된다.

<그림 6> PI 필름 시장점유율



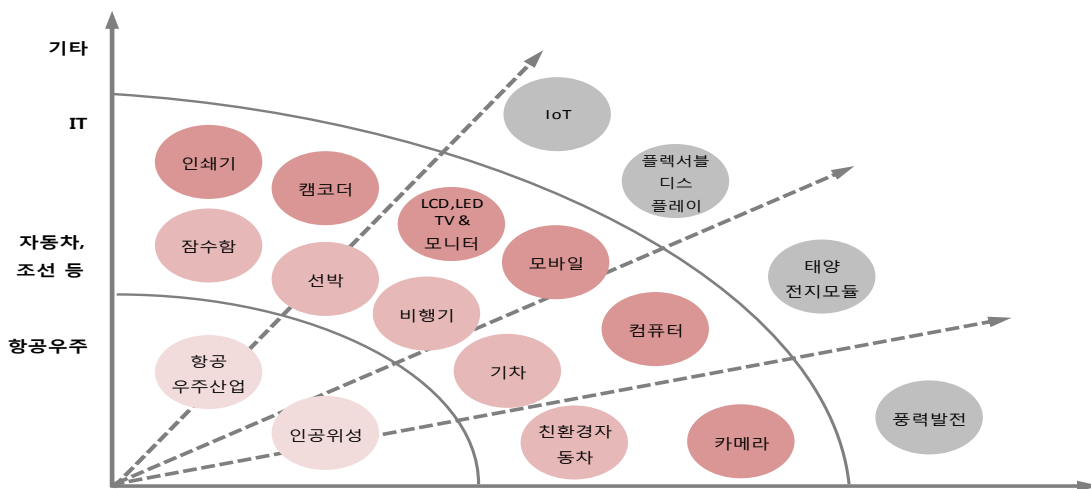
<그림 7> 업체별 PI 필름 경쟁구도



자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

<그림 8> PI 필름 적용 사례



자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

■ FPCB용도: FPCB 단면 면적 및 초극박 PI필름 수요 증가로 매출 상승

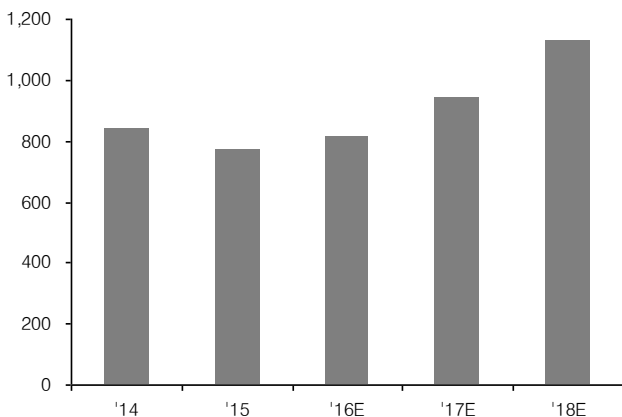
FPCB(Flexible Printed Circuit Board) 용도의 경우 PI필름이 대상으로 하는 시장 중 가장 규모가 큰 시장으로, 커버레이(Coverlay), 3층 FCCL(Flexible Copper Clad Laminate), 2층 FCCL, 보강판(Stiffener) 등으로 구분할 수 있다. PI필름은 FPCB에서 전도체 역할을 하는 동박층을 지지하는 지지체(Substrate)임과 동시에 회로 방향이 아닌 곳으로 통전이 일어나지 않게 하는 절연체(Insulator) 역할을 하며, 보강판의 경우 FPCB 또는 기타 부품을 지지하기 위해 부품의 배면에 부착된다. 동사의 경우 FPCB 단면 면적 및 초극박 PI필름 수요 증가로 향후 매출이 상승할 것으로 예상된다.

■ 방열시트 용도: 중국에서의 수요 증가 지속될 듯

방열시트용 PI필름은 고온에서 태운 후 흑연화하는 방식으로 제조되는데, 이때의 제조 공정 중 PI필름의 다른 성분들은 제거되고 탄소 성분만이 남아 인조Graphite Sheet를 구성하게 된다. 인조Graphite Sheet는 금속인 구리에 대비 2~4배, 알루미늄에 대비 3~7배, 천연Graphite 보다 2배 높은 열전도도를 가진 것과 같이 상용화된 방열 소재 중 가장 열전도성이 뛰어난 물질이자 가장 가벼운 무게와 얇은 두께의 구현이 가능한 소재로, 높은 가격으로 인해 CPU, 플래그쉽 스마트폰 등의 분야로 시장이 한정되어 있었으나 최근 2~3년 사이 그 수요가 급격하게 증가하고 있는 추세이다.

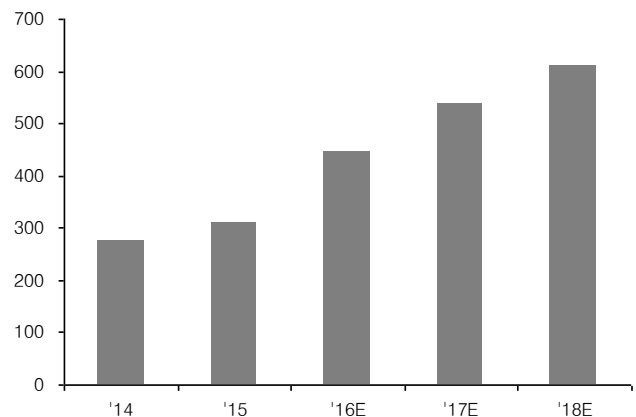
동사의 경우 방열시트용 PI필름은 최대 수요처인 중국 시장에서 80% 점유율을 선점하고 있기 때문에 수요증가는 지속될 것으로 예상된다.

<그림 9> FPCB 용 매출액 추이



자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

<그림 10> 방열시트용 매출액 추이



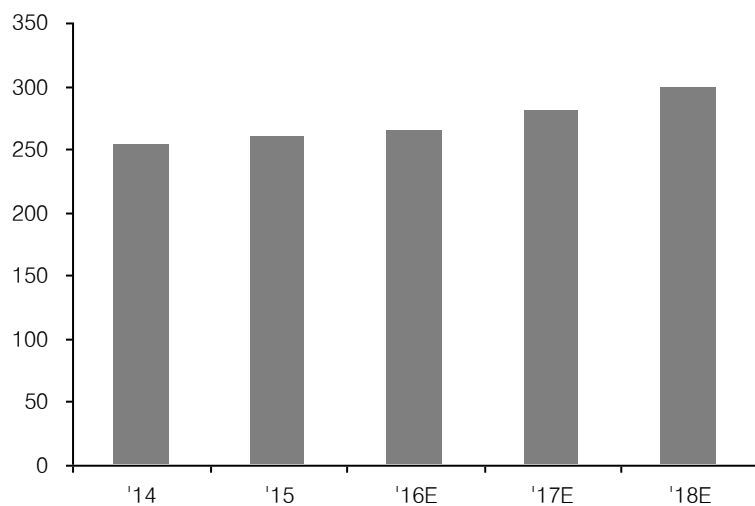
자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

■ 일반 산업 용도: 안정적인 수익성 가능할 듯

일반 산업용 PI필름은 전기절연용, Tape 및 공정용 등에 적용된다. 전기절연용의 경우 대형 모터의 발전기나 몰드 변압기와 같은 고전압 기기의 내부는 전기가 통하거나 보관되는 도체와 그 도체에서의 누전을 방지하는 절연물이 함께 사용되는데, 높은 절연 등급을 필요로 하는 용도에서는 PI필름이 다른 절연물과 함께 복합적으로 적용된다. 또한 PI필름 사용하여 제작된 Tape는 타 기재를 사용한 Tape와 비교하여 작은 부피에서도 높은 절연 성능을 낼 수 있기 때문에 배터리 절연, 반도체, 컨덴서 등의 분야에 적용되며, 공정용 PI필름의 경우 주로 고온 또는 화학 처리를 필요로 하는 Roll-to-Roll 공정에서 설비의 가동을 보조하기 위해 사용된다.

일반 산업 용도의 경우 성장성이 크지 않으나 마진율이 좋기 때문에 안정적인 수익성 달성이 가능할 것으로 예상된다.

<그림 11> 일반산업용 매출액 추이



자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

■ 스마트폰용 OLED 패널의 커버드, 폴더블화로 성장성 커질 듯

스마트폰용 OLED 패널이 커버드, 폴더블화 되면서 유리 대신 PI필름 적용 소재 대체로 수요가 급증할 것으로 예상된다.

스마트폰 커버드 OLED 패널의 경우 유리 위에 용액 상태인 PI 바니시(Varnish)를 코팅한 후 열로 경화시켜 10~15 μ m 두께 PI 기판이 연게 되며, 이 PI 기판 위로 OLED 소자를 얹고 레이저를 쏘아서 유리를 떼어낸다. 삼성디스플레이는 PI 바니시(Varnish)를 일본 우베코산와의 합작사인 에스유머티리얼스로부터 현재 공급 받고 있다. 향후 스마트폰용 OLED패널 생산량이 급증할 것으로 예상되므로 신규 수요처 확대는 물론 기존 수요처의 경우 PI 바니시(Varnish) 공급처를 다변화할 것으로 기대된다. 동사는 현재 PI 바니시(Varnish) 제품에 대하여 여러 수요처에서 테스트 중에 있으므로 만약 채택이 된다면 향후 성장성이 가시화 될 수 있을 것이다.

한편, 언론보도에 따르면 삼성전자와 삼성디스플레이는 오는 27일 스페인 바르셀로나에서 열리는 MWC에서 폴더블 스마트폰과 폴더블 OLED패널을 초청 고객사에 한해 제한적으로 공개할 전망이다. 이와 같이 폴더블 OLED패널의 경우 커버 윈도우에 유리 대신 투명 PI필름이 적용될 뿐만 아니라 하판에도 보호용 PI필름이 사용된다. 투명 PI필름의 경우 SKC가 동사의 생산시설을 활용하여 투명 PI를 양산할 계획으로 올해 하반기 시제품이 나올 예정이며, 하판 보호용 PI필름은 동사가 개발 중에 있다.

스마트폰의 플렉시블 OLED 시대를 맞이하여 OLED 패널의 커버드, 폴더블화로 PI필름 적용 소재 수요가 급증할 것으로 예상된다. 이에 대하여 동사는 PI 바니시(Varnish)를 비롯하여, 투명PI필름, 하판 보호용 PI필름 등이 이미 개발되었거나 개발 중에 있으므로 상용화로 인한 채택 증가 시 괄목할만한 성장이 예상된다.

<그림 12> OLED 패널의 변화

Rigid OLED			Curved OLED			Foldable OLED		
커버윈도우 (유리)			커버윈도우 (유리)			CPI		
편광필름			편광필름			편광필름		
터치센서			터치센서			터치센서		
봉지 (유리)			박막봉지			박막봉지		
R	G	B	R	G	B	R	G	B
TFT 기판 (유리)			TFT 기판 (PI 바니시)			TFT 기판 (PI)		
			베이스 필름 (PET)			베이스 필름 (PI)		

자료: SKC코오롱PI, 하이투자증권

■ 소송: 동사 주가에 미치는 영향력 제한적일 듯

지난 2010년 중 카네카(KANEKA)는 동사의 미국 내 판매와 관련하여 미국특허 침해금지소송을 미국 현지법원에 제기하였으며, 2011년 중 카네카가 동사를 미국 국제무역위원회(ITC)에 제소함에 따라 현지법원소송은 진행이 정지 되었다. 동사는 2012년 10월에 ITC 소송 관련하여 해당 특허를 사용하는 국내(미국) 산업이 존재하지 않을 뿐만 아니라 PI필름 제조법에 관한 특허를 침해하지 않는다고 판결을 받아 승소하였으나, 카네카의 요청에 따라 2012년 12월 기준에 정지되었던 현지법원 소송의 재개가 결정되어 올해 3분기 중에 1심 판결이 나올 예정이다.

이에 따라 매년 동사가 소송과 관련된 50~60억원의 영업외비용이 발생되고 있다. 이에 대한 부문은 이미 동사 주가에 충분히 반영되어 있으며, 만에 하나 본건 소송에서 패소 판결이 확정되는 경우는 손해배상금액에 대하여 SKC 및 코오롱인더스트리가 각각 배상금액의 50%를 부담할 예정이므로 동사 주가에 미치는 영향력은 제한적일 것으로 예상된다.

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	71	94	115	142
현금 및 현금성자산	24	43	57	74
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	22	24	27	31
재고자산	25	27	31	36
비유동자산	199	213	222	229
유형자산	188	202	211	219
무형자산	2	2	2	2
자산총계	270	307	337	371
유동부채	26	31	33	36
매입채무	5	5	6	7
단기차입금	6	5	5	5
유동성장기부채	2	2	2	2
비유동부채	33	48	51	53
사채	-	15	18	20
장기차입금	21	21	21	21
부채총계	59	79	85	90
지배주주지분	211	228	252	282
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	87	104	129	158
기타자본항목	-78	-78	-78	-78
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	211	228	252	282

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	136	153	177	204
증가율(%)	-0.6	12.3	15.5	15.6
매출원가	94	107	120	139
매출총이익	42	47	57	65
판매비와관리비	13	14	16	18
연구개발비	3	4	4	4
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	29	32	41	47
증가율(%)	-22.7	11.6	25.6	15.8
영업이익률(%)	21.2	21.1	23.0	23.0
이자수익	0	1	1	1
이자비용	0	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-8	-5	-5	-6
세전계속사업이익	21	28	36	42
법인세비용	4	7	8	10
세전계속이익률(%)	15.6	18.1	20.1	20.6
당기순이익	17	21	28	32
순이익률(%)	12.5	13.7	15.6	15.8
지배주주귀속 순이익	17	21	28	32
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	17	21	27	32
지배주주귀속총포괄이익	17	21	27	32

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	22	32	31	35
당기순이익	17	21	28	32
유형자산감가상각비	12	7	7	8
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-30	-22	-17	-16
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	0	20	13	18
재무활동 현금흐름	7	11	0	-1
단기금융부채의증감	-13	-1	-	-
장기금융부채의증감	15	3	2	1
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-3	-3	-3
현금및현금성자산의증감	0	20	13	18
기초현금및현금성자산	24	24	43	57
기말현금및현금성자산	24	43	57	74

주요투자지표				
	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	578	713	937	1,102
BPS	7,171	7,772	8,597	9,587
CFPS	973	937	1,182	1,359
DPS	110	110	110	110
Valuation(배)				
PER	18.0	21.4	16.3	13.8
PBR	1.5	2.0	1.8	1.6
PCR	8.6	16.3	12.9	11.2
EV/EBITDA	7.7	11.5	9.1	7.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.4	9.5	11.4	12.1
EBITDA 이익률	29.7	25.4	27.0	26.7
부채비율	28.1	34.6	33.6	31.9
순부채비율	24	-0.3	-4.3	-9.4
매출채권회전율(x)	6.4	6.7	7.0	7.0
재고자산회전율(x)	5.8	5.9	6.1	6.1

자료 : SKC 코오롱 PI, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와와의 추이



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자이견	목표주가
2017-02-20	Buy	19,500

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이상현, 조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	89.2%	10.8%	-