



SKC코오롱PI (178920)

폴더블 스마트폰 최대 수혜주

▶ Analyst 김정현 Jeonghyeon@hanwha.com 3772-7639

Buy (신규)

목표주가(신규): 43,000원

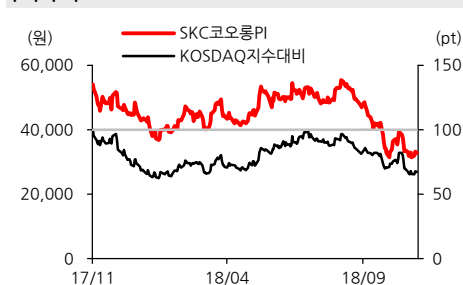
현재 주가(11/29)	32,700원
상승여력	▲ 31.5%
시가총액	9,603억원
발행주식수	29,366천주
52 주 최고가 / 최저가	55,400 / 31,400원
90 일 일평균 거래대금	176.33억원
외국인 지분율	6.1%
주주 구성	
에스케이씨(주)(외 1인)	27.0%
코오롱인더스트리	27.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.1	-37.6	-28.9	-38.2
상대수익률(KOSDAQ)	-6.3	-24.2	-8.8	-27.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018E	2019E
매출액	153	216	259	308
영업이익	32	53	64	76
EBITDA	45	68	80	93
지배주주순이익	21	33	41	57
EPS	714	1,116	1,379	1,948
순차입금	2	-42	-24	-52
PER	19.6	42.3	23.7	16.8
PBR	1.8	5.6	3.6	3.2
EV/EBITDA	9.1	19.7	11.7	9.8
배당수익률	3.2	1.7	2.4	2.4
ROE	9.6	13.8	15.8	20.3

주가 추이



2019 년은 폴더블 스마트폰이 대중 앞에 첫 선을 보이는 해입니다. 폴더블 스마트폰은 오랜만에 스마트폰 품 팩터가 변화되는 제품으로서, 삼성전자뿐만 아니라 중국 세트 업체들도 적극적인 투자가 예상됩니다. 주력 제품인 PI 필름의 수요 확대가 기대되는 SKC 코오롱 PI 를 폴더블 스마트폰 최대 수혜주로서 추천합니다.

폴리이미드(PI) 필름 글로벌 선두업체

SKC코오롱PI는 글로벌 PI 필름 시장을 대표하는 업체다. 전세계에서 가장 큰 규모의 PI 캐파를 보유하고 있으며, 안정적인 사업 포트폴리오를 구축했다. 2018년 상반기 매출액 비중은 방열시트용 42%, FPCB용 40%, 산업용 19%이며 산업용에는 2차전지용 PI 필름이 주력이다. 동사의 PI 필름 매출은 중장기적인 성장세를 보일 것이다. 전방 수요가 견조한 가운데 올해 초 3300톤/년에서 2020년 연말 4500톤/년까지 캐파를 증설하면서 꾸준한 출하량 증가가 기대되기 때문이다.

2019년 사상 최대 이익 달성 전망

우리는 동사의 2019년 실적으로 매출액 3082억 원, 영업이익 755억 원을 전망한다. 2019년 PI 필름 출하량은 신규 캐파 가동에 따라 전년 대비 15% 증가하고, 평균판매가격(ASP)도 견조한 수율을 바탕으로 안정적으로 유지될 것이다. 부문별로는 방열시트용과 2차전지용 PI 필름 매출액이 올해 대비 각각 12%, 46% 성장하면서 실적 성장을 이끌 것으로 기대된다. PI 필름의 주 원재료인 PMDA가 신규 증설 물량 공급에 따라 가격이 하향 안정화 추세를 보이는 점도 긍정적이다.

목표주가 4만 3천원, 투자의견 BUY로 신규 커버리지 개시

SKC코오롱PI에 대해 목표주가 4만 3천원, 투자의견 BUY를 제시하며 조사 분석을 개시한다. 목표주가는 2019년 예상실적 기준 EPS에 최근 2년간 PER 평균 배수인 22배를 적용했다. 최근 동사가 재고를 안정적으로 확보하기 위해 PI 필름 생산량 일부를 축적할 것으로 예상되면서 주가가 조정 받았지만, 동사의 주력 제품인 방열시트용과 2차전지용 PI 필름 수요는 여전히 견조하다. 동사의 실적 변동 리스크가 해소되면 주가도 재차 반등이 기대된다.

만능 소재 PI 필름 글로벌 1 등 업체

다양한 어플리케이션에서 PI 필름 수요가 발생하면서 동사는 중장기적인 성장이 기대됨

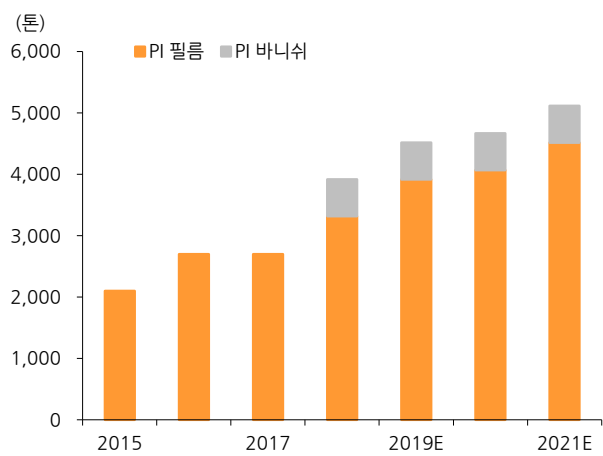
우리는 PI 필름 수요가 견조하게 유지되면서 동사의 성장도 계속될 것이라고 판단한다. 동사를 포함한 글로벌 PI 업체들은 수요 증가에 맞춰 업체별로 2019년 연말까지 올해 대비 600톤 이상의 PI 캐파를 증설하고 있다. PI 필름 글로벌 생산 능력은 올해 10,800톤에서 2019년 연말에는 13,200톤이 될 것으로 예상된다. 하지만, 1) 동사는 수요가 크게 증가하는 방열시트용 PI 시장에서 50% 이상 점유율을 확보하고 있고 2) 2차전지용 PI 필름 소재 고객사로 글로벌 배터리 업체들을 모두 확보했다. 현재 가장 우수한 PI 필름 소재 사업 포트폴리오를 확보하고 있으므로 동사의 경쟁력은 더욱 커질 것이다.

우리는 동사가 폴더블 스마트폰 시대를 맞아 기업가치가 크게 상승할 가능성이 높다고 판단한다. 현재 양산되고 있는 커브드 OLED는 TFT 기판에만 PI 소재가 사용되고 있지만, 향후 폴더블 OLED가 상용화되면 베이스 필름에도 PI가 적용되기 때문이다. PI 필름은 방열, 절연성, 강도, 곡률 등의 측면에서 폴더블 디스플레이의 Base Film으로 사용되기에 가장 적합한 소재다. 동사가 글로벌 세트 업체로부터 양산되는 폴더블 스마트폰에 Base PI 필름 공급을 시작하면, 가장 유리한 지위를 선점할 것으로 기대된다.

PI Varnishi 납품을 시작하면 동사의 성장은 더 크게 나타날 것으로 전망

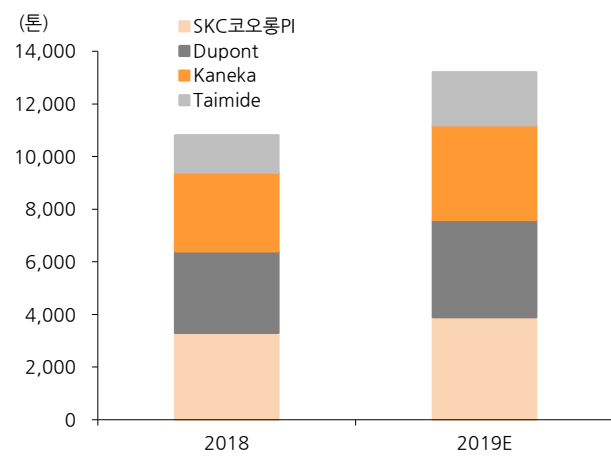
우리는 동사가 OLED 디스플레이에서 TFT 기판용 PI 시장에 진입할 가능성이 높다고 판단한다. 플렉시블 OLED에 사용되는 PI는 용액(Varnishi) 형태로 공급되는데, 이는 PI 필름이 만들어지기 전 중간 소재로서 동사가 이미 제조기술과 생산설비를 확보하고 있기 때문이다. 삼성디스플레이는 SUM으로부터 공급받고 있는 것으로 파악되지만, 앞으로 플렉시블 OLED 수요가 확대되면 공급처 이원화의 가능성이 커질 것이다. 또한 플렉시블 OLED 사업에 뛰어드는 후발주자들도 소재 공급처를 확보할 필요가 있는데 PI Varnishi 사업에 대한 준비가 가장 잘 된 회사가 바로 SKC코오롱PI다. 플렉시블 OLED 시장이 열리면 동사의 성장이 더 크게 나타날 수 있다고 판단한다.

[그림42] SKC 코오롱 PI의 PI 필름 및 바니쉬 캐파는 꾸준히 증가



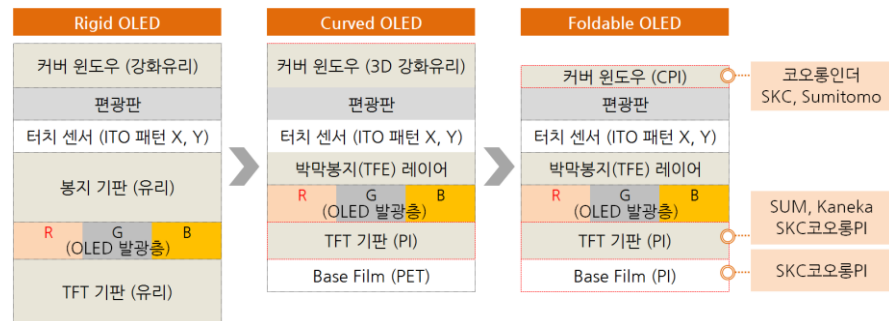
자료: SKC코오롱PI, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 경쟁사들도 비슷한 수준으로 캐파를 증설 중



자료: SKC코오롱PI, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 폴더블 OLED 모듈의 구조와 PI 계열 소재 공급사슬



자료: 한화투자증권 리서치센터

실적전망 및 밸류에이션

2019년 실적으로 매출액 3082억 원, 영업이익 755억 원 전망

SKC코오롱PI의 2019년 실적으로 매출액은 전년대비 19% 성장한 3082억 원, 영업이익은 19% 증가한 755억 원을 전망한다. 동사의 PI 필름 사업은 내년에도 꾸준한 성장세를 보일 것이다. 1) 2019년 1월 신규 캐파 600톤이 완공되고 하반기부터 본격적으로 가동되면 연간 15% 출하량 증가가 기대된다. 2) 방열시트용, 2차전지용 부문에서 수요가 확대되면서 판가 하락 위험이 낮아 전사 이익률은 꾸준히 유지될 것이다. 3) 최근 PMDA 업체들이 증설을 마치고, 공급 물량이 점차 늘어나고 있다. PMDA 가격이 하향 추세에 접어들면서 연간으로는 20~30억 원 이익 개선 효과도 기대된다.

목표주가 4만 3천원 제시

현재 동사의 2019년 예상 실적기준 PER은 17배 수준이다. 동사는 PI 필름 생산 캐파를 꾸준히 늘리고 있고, 신규 수요 창출에 따라 이익률도 유지하고 있다. 내년부터 폴더블 스마트폰용 Base PI Film 매출이 발생하고, 향후 플렉시블 OLED 수요 증가에 따른 PI Varnishi 시장 진출을 고려하면 밸류에이션 상승 여력은 충분하다. 동사의 2019년 예상 실적기준 EPS에 최근 2년간 동사의 12개월 예상실적 기준 PER 평균 배수인 22배를 적용해 산출한 4만 3천원을 목표주가로 제시한다.

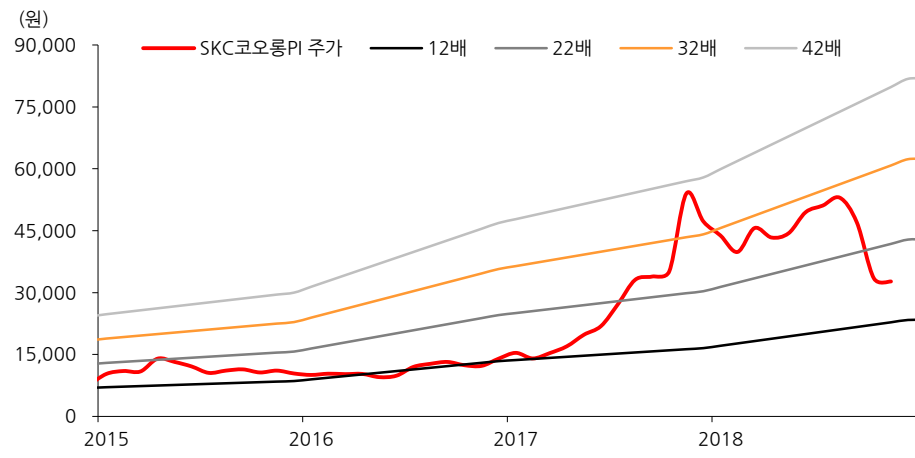
[표6] SKC 코오롱 PI의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	67.5	67.7	68.0	55.4	72.6	77.9	83.9	73.8	216.4	258.7	308.2
(QoQ)	18.7%	0.2%	0.4%	-18.5%	30.9%	7.4%	7.6%	-12.0%			
(YoY)	40.5%	52.4%	1.5%	-2.6%	7.5%	15.1%	23.3%	33.1%	41.5%	19.5%	19.1%
FPCB 용 PI	27.3	26.2	27.1	18.6	25.9	24.6	26.6	22.0	108.1	99.3	99.1
방열시트용 PI	28.4	27.9	25.9	20.3	30.1	28.9	30.2	25.8	74.9	102.5	114.9
일반산업용 PI	11.8	13.6	15.0	16.5	16.6	19.5	21.7	21.0	33.3	56.8	78.8
Base 필름용 PI						3.9	4.3	3.9		4.7	12.1
매출 비중 (%)											
FPCB 용 PI	40.5	38.7	39.9	33.6	35.7	31.6	31.7	29.8	50.0	38.4	32.2
방열시트용 PI	42.0	41.2	38.1	36.7	41.4	37.1	36.0	35.0	34.6	39.6	37.3
일반산업용 PI	17.4	20.1	22.1	29.7	22.9	25.0	25.9	28.5	15.4	22.0	25.6
Base 필름용 PI						5.0	5.1	5.3		1.8	3.9
영업이익	16.8	16.8	18.4	11.6	17.8	19.1	20.5	18.1	53.1	63.6	75.5
(QoQ)	60.0%	0.0%	9.5%	-36.7%	52.8%	7.4%	7.6%	-12.0%			
(YoY)	33.3%	40.0%	2.2%	10.9%	5.9%	13.7%	11.7%	55.2%	64.4%	19.9%	18.6%
영업이익률	24.9%	24.8%	27.1%	21.0%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.6%	24.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 12개월 예상실적 기준 PER 밴드



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

기업 개요

글로벌 폴리이미드(PI)
필름 시장 1등 기업

SKC코오롱PI는 폴리이미드(PI) 필름 전문 생산 업체로 글로벌 시장 점유율 1위(28%)를 기록하고 있다. PI 필름은 -269~400℃를 견디는 첨단 고기능성 슈퍼 엔지니어링 플라스틱이다. 내열성, 전기적 특성, 유연성이 우수해 과거 우주항공분야를 시작으로 IT부품(FCCL, 방열)으로 사용되기 시작했으며, EV, 배터리 용으로 수요가 확대되고 있다. 동사는 2008년 6월 SKC와 KOLON인더의 PI 필름 사업부문 물적 분할 후 합병을 통해 탄생했다. FPCB를 주요 전방산업으로 삼고 성장했으나, 2014년에 방열시트용 PI 필름으로 사업 영역 다각화에 성공하면서 글로벌 판매량 1위를 기록했다.

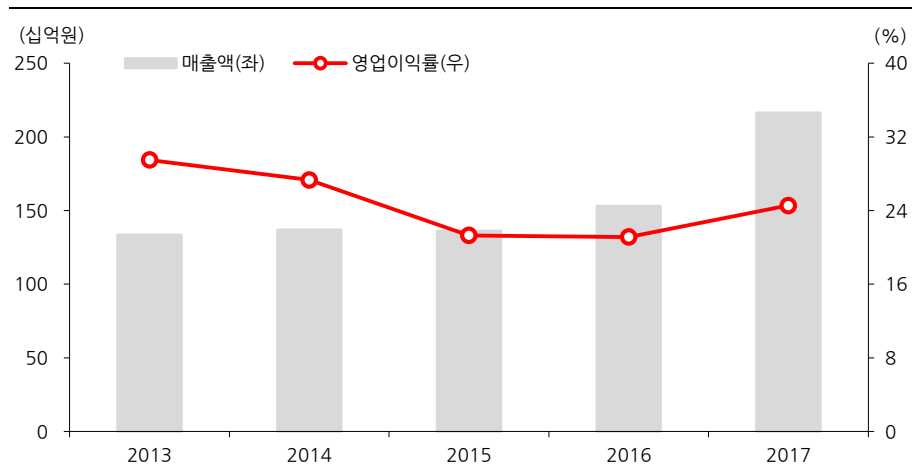
동사가 가파른 실적 성공에 성장한 해는 2017년이다. 2017년 매출액은 2164억 원으로 전년대비 42% 성장했으며, 영업이익도 전년대비 64% 성장한 531억 원을 기록했다. 고객사들의 수요가 크게 증가하면서 2016년 8월에 완공된 신규 설비가 본격적으로 가동되기 시작했고, 이에 따라 FPCB와 방열시트용 PI 필름 부문 실적이 크게 성장했다. 올해 2월 600톤, 내년 1월 600톤 신규라인이 증설되면서 지속적으로 PI 필름 캐파가 늘어나고 있고, 방열시트와 2차전자용 PI 필름 수요가 견조한 만큼 중장기적인 실적 성장이 기대된다. 폴더블 디스플레이용 Base PI 필름과 TFT 기판 소재인 PI Vanish 부문에서 신규 매출이 발생하기 시작하면 외형 성장은 더욱 크게 나타날 것이다.

[표7] 회사 개요

구분	주요 내용
회사명	에스케이씨코오롱피아이
설립일	2008년 6월
자본금	147억 원
사업영역	PI(Polyimide) 필름 제조
소재지	충청북도 진천군 이월면 고등1길 27
직원 수	248명
홈페이지	www.skckolonpi.com

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] SKC 코오롱 PI의 실적 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	136	153	216	259	308
매출총이익	42	46	71	84	100
영업이익	29	32	53	64	76
EBITDA	41	45	68	80	93
순이자수익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	1	-1	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	21	28	42	52	74
당기순이익	17	21	33	41	57
지배주주순이익	17	21	33	41	57
증가율(%)					
매출액	-0.6	12.3	41.4	19.5	19.1
영업이익	-22.7	11.7	63.9	20.1	18.8
EBITDA	-17.2	11.6	51.3	16.7	16.6
순이익률	-21.5	23.5	56.3	23.5	41.3
이익률(%)					
매출총이익률	30.8	30.4	32.7	32.5	32.5
영업이익률	21.2	21.1	24.5	24.6	24.5
EBITDA 마진	29.7	29.6	31.6	30.9	30.2
세전이익률	15.6	18.0	19.6	19.9	24.0
순이익률	12.5	13.7	15.2	15.7	18.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업현금흐름	22	34	70	48	68
당기순이익	17	21	33	41	57
자산상각비	12	13	15	16	18
운전자본증감	-10	-8	13	-9	-7
매출채권감소(증가)	-1	-7	-4	-6	-11
재고자산감소(증가)	-3	0	5	-2	-7
매입채무증가(감소)	-2	-1	14	1	10
투자현금흐름	-30	-28	-22	-43	-18
유형자산처분(취득)	-29	-27	-12	-42	-17
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-10	0	0
재무현금흐름	7	13	-20	-19	-23
차입금증가	7	17	-6	5	0
자본증가	0	-3	-13	-23	-23
배당금지급	0	3	13	23	23
총현금흐름	36	44	61	67	75
(-) 운전자본증가(감소)	0	2	-23	10	7
(-) 설비투자	29	27	12	42	17
(+) 자산매각	0	0	0	-1	0
Free Cash Flow	7	14	72	14	51
(-) 기타투자	11	6	10	0	0
잉여현금	-4	8	62	14	51
NOPLAT	23	25	41	50	58
(+) Dep	12	13	15	16	18
(-) 운전자본투자	0	2	-23	10	7
(-) Capex	29	27	12	42	17
OpFCF	6	8	67	14	52

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	71	95	130	126	171
현금성자산	24	44	81	68	96
매출채권	22	26	29	32	43
재고자산	25	24	18	20	27
비유동자산	199	213	211	239	238
투자자산	9	6	5	6	6
유형자산	188	205	200	227	227
무형자산	2	2	6	6	5
자산총계	270	308	341	364	409
유동부채	26	31	57	55	66
매입채무	15	14	30	31	42
유동성이자부채	7	10	16	15	15
비유동부채	33	48	35	44	44
비유동이자부채	21	35	22	29	29
부채총계	59	79	93	99	110
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	87	104	124	141	175
자본조정	-78	-78	-78	-78	-78
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	211	229	248	265	299

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표					
EPS	578	714	1,116	1,379	1,948
BPS	7,171	7,783	8,453	9,032	10,180
DPS	110	450	800	800	800
CFPS	1,212	1,492	2,090	2,267	2,566
ROA(%)	6.6	7.3	10.1	11.5	14.8
ROE(%)	8.4	9.6	13.8	15.8	20.3
ROIC(%)	11.3	11.0	18.8	22.3	23.9
Multiples(x, %)					
PER	18.0	19.6	29.3	23.7	16.8
PBR	1.5	1.8	3.9	3.6	3.2
PSR	2.2	2.7	4.4	3.7	3.1
PCR	8.6	9.4	15.6	14.4	12.7
EV/ EBITDA	7.7	9.1	13.4	11.7	9.8
배당수익률	1.1	3.2	2.4	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	28.1	34.6	37.4	37.3	36.9
Net debt/Equity	2.4	0.8	-17.1	-9.0	-17.3
Net debt/EBITDA	12.4	4.2	-61.9	-29.9	-55.4
유동비율	273.3	309.3	226.5	226.9	258.7
이자보상배율	69.4	53.6	48.7	67.7	78.3
자산구조(%)					
투하자본	86.9	82.4	70.4	76.6	70.9
현금+투자자산	13.1	17.6	29.6	23.4	29.1
자본구조(%)					
차입금	12.0	16.6	13.6	14.2	12.8
자본금	88.0	83.4	86.4	85.8	87.2