

2020. 7. 27



▲ 핸드셋/전기전자

Analyst **주민우**  
02. 6454-4865  
minwoo.ju@meritz.co.kr

RA **서승연**  
02. 6454-4880  
sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **48,000 원**

현재주가 (7.27) **32,000 원**

상승여력 **50.0%**

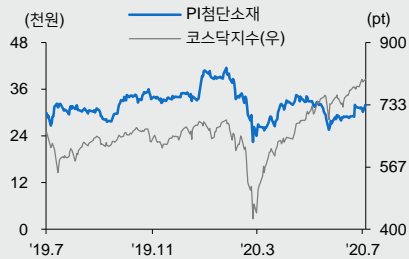
KOSDAQ	801.23pt
시가총액	9,397억원
발행주식수	2,937만주
유통주식비율	45.51%
외국인비중	8.28%
52주 최고/최저가	41,500원/22,450원
평균거래대금	82.7억원

주요주주(%)

코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.14
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.6	-21.8	9.2
상대주가	2.7	-33.1	-12.1

주가그래프



# PI첨단소재 178920

## 드디어 방향 잡은 PI Varnish

- ✓ 2Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 12%, 17% 하회
- ✓ 중국 스마트폰 출하부진과 아이폰 신모델 출시 지연 영향
- ✓ 3Q20은 매출액 701억원(+9% YoY), 영업이익 162억원(+12% YoY)을 예상
- ✓ 1) 아이폰 신모델향 공급, 2) 삼성전자 스마트폰 수요&생산 회복이 예상되기 때문
- ✓ 2H20부터 EV구동모터 내 코일 코팅액으로서 PI varnish 공급이 본격화될 전망
- ✓ 600톤 규모의 공장을 모두 가동할 경우, 150~200억원의 신규 매출이 기대

### 2Q20 review: 컨센서스 대비 매출액은 -12%, 영업이익은 -17%

2Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 12%, 17% 하회했다. 1) 중국 스마트폰 출하량 부진에 따른 FPCB향 PI필름 출하부진, 2) 아이폰 신모델 출시 지연에 따른 방열필름향 PI필름 출하부진 영향이다. 2Q20 소송비용은 5억원, 2020년 연간 소송비용은 30억원(vs 2019년 100억원)이 예상된다. 제품재고는 전분기 대비 안정적인 수준으로 감소했다.

### 드디어 방향 잡은 PI Varnish → 적정주가 상향

3Q20은 매출액 701억원(+9% YoY), 영업이익 162억원(+12% YoY)을 예상한다. 1) 6월 중순부터 본격화된 아이폰 신모델향 공급, 2) 삼성전자 스마트폰 수요&생산 회복이 예상되기 때문이다.

그동안 PI첨단소재는 플렉서블 OLED 시장 진입을 목적으로 PI varnish 600톤을 증설한 이후 마땅한 수요처를 찾지 못하고 있었다. 2H20부터 EV구동모터 내 코일 코팅액으로서 PI varnish 공급이 본격화될 전망이다. 600톤 규모의 공장을 모두 가동할 경우, 150~200억원의 신규 매출이 기대된다. 수익성은 기존 PI필름보다 높을 것으로 추정된다. 2020년 10억원, 2021년 85억원, 2022년 152억원을 예상한다.

최대주주 변경 이후 PI첨단소재의 전략은 신성장 동력 확보 (M&A, 인원충원 등)에 맞춰질 전망이다. 이를 위한 투자재원은 결국 현금이다. 여신 등을 통해 동원 가능한 현금은 약 1,000억원으로 추정되는 바, 중장기 성장 동력확보를 위한 재원마련은 이미 준비가 되었다. 향후 멀티플 리레이팅이 기대된다.

PI바니시를 포함한 신규 매출액을 반영해 2021년 순이익 추정치를 종전대비 9% 상향한다. 멀티플은 2016~20년 평균 멀티플 25.6배를 적용했다. 이를 반영해 적정 주가는 48,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	245.5	60.5	35.0	1,191	6.7	8,810	36.8	5.0	17.0	13.8	43.9
2019	223.7	33.6	17.7	603	-49.3	8,557	52.6	3.7	15.3	6.9	56.4
2020E	252.6	57.4	42.8	1,459	141.7	9,386	21.9	3.4	13.8	16.3	48.0
2021E	308.9	71.5	54.9	1,871	28.2	11,256	17.1	2.8	12.1	18.1	41.1
2022E	346.6	79.8	62.2	2,118	13.2	13,374	15.1	2.4	11.4	17.2	35.0

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	55.8	62.4	-10.7%	61.6	-9.5%	63.6	-12.3%	61.8	-9.7%
영업이익	12.5	9.9	26.2%	14.7	-14.8%	15.1	-17.0%	13.3	-6.0%
세전이익	10.1	4.8	112.5%	14.5	-30.0%	11.2	-9.5%	11.2	-9.5%
지배주주 순이익	7.0	4.0	75.6%	12.4	-43.8%	10.5	-33.6%	8.6	-19.0%
영업이익률(%)	22.5%	15.9%		23.9%		23.7%		21.6%	
지배주주 순이익률(%)	12.5%	6.4%		20.1%		16.5%		13.9%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

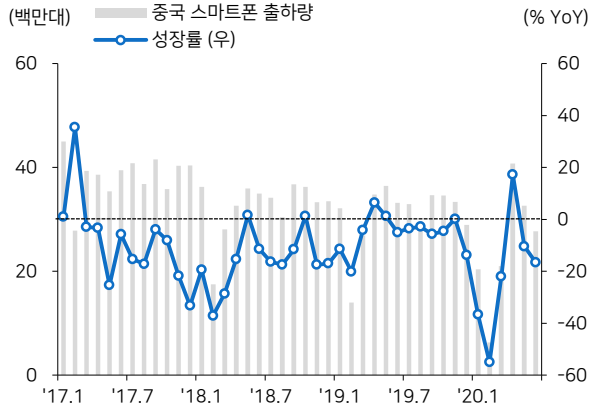
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E
매출액	70.1	252.6	308.9	70.0	256.0	291.5	0.1%	-1.3%	6.0%
영업이익	16.2	57.4	71.5	16.7	58.7	66.4	-2.7%	-2.2%	7.6%
영업이익률 (%)	23.1%	22.7%	23.1%	23.8%	22.9%	22.8%			
세전이익	15.0	52.4	67.2	15.3	53.8	61.7	-2.6%	-2.6%	9.0%
순이익	12.8	42.8	54.9	12.8	44.0	50.4	0.2%	-2.6%	9.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,215	1,190	1,180	1,173	1,165	1,155	1,205	1,168	1,155
매출액	61.6	55.7	70.1	65.2	72.7	75.9	83.8	76.5	252.6	308.9	346.6
(% QoQ)	8.7%	-9.6%	25.8%	-7.0%	11.5%	4.4%	10.5%	-8.7%			
(% YoY)	53.2%	-10.7%	8.9%	14.9%	17.9%	36.2%	19.6%	17.4%	12.9%	22.3%	12.2%
FPCB용 PI	24.8	23.6	27.5	25.9	28.7	30.0	33.1	29.9	101.8	121.7	128.5
방열시트용 PI	22.2	18.0	25.7	24.0	26.4	27.0	30.3	28.0	89.9	111.7	128.1
일반산업용 PI	14.6	14.1	16.7	14.5	16.0	16.5	18.1	16.3	59.9	66.9	74.8
PI Varnish	0.1	0.1	0.2	0.8	1.6	2.3	2.3	2.3	0.9	8.5	15.2
영업이익	14.7	12.5	16.2	14.0	16.9	17.8	20.3	16.5	57.4	71.5	79.8
(% QoQ)	143.0%	-14.8%	29.4%	-13.7%	20.7%	5.3%	14.4%	-18.9%			
(% YoY)	366.7%	26.2%	12.1%	131.2%	14.9%	41.9%	25.4%	17.9%	70.9%	24.5%	11.6%
영업이익률 (%)	23.9%	22.5%	23.1%	21.5%	23.2%	23.4%	24.3%	21.6%	22.7%	23.1%	23.0%
세전이익	14.5	10.1	15.0	12.9	16.8	15.8	19.2	15.4	52.4	67.2	76.1
지배주주순이익	12.4	7.0	12.8	10.7	13.8	12.7	16.1	12.3	42.8	54.9	62.2
지배주주순이익률(%)	20.1%	12.5%	18.2%	16.4%	18.9%	16.8%	19.2%	16.1%	17.0%	17.8%	17.9%

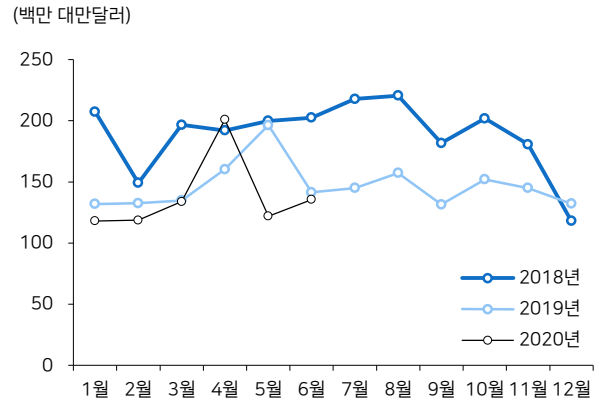
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



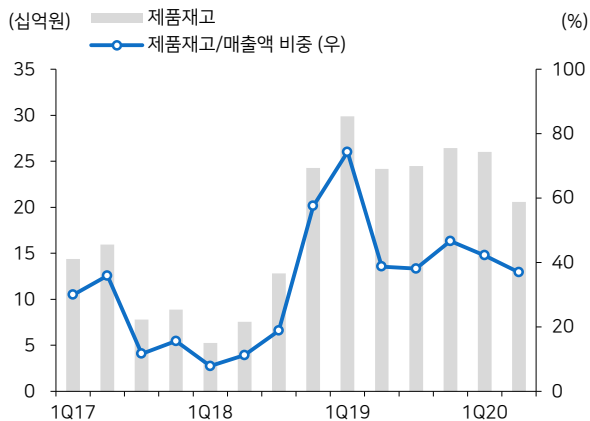
자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 Taimide 월별 매출 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 2Q20 제품재고 감소



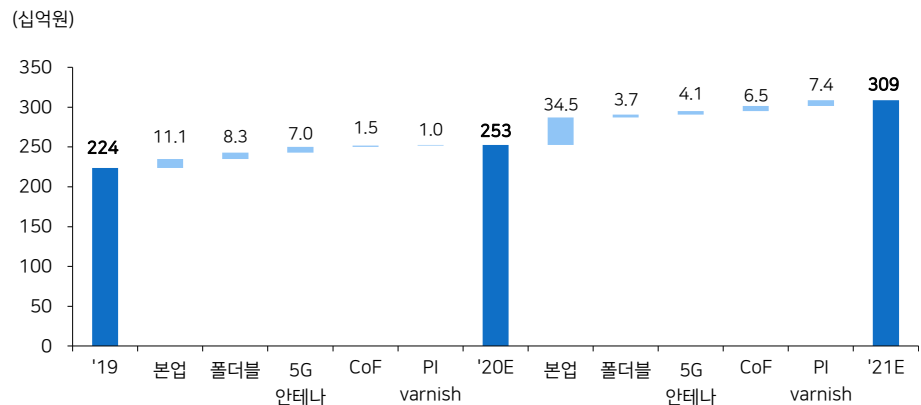
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 P필름 가동률 추정



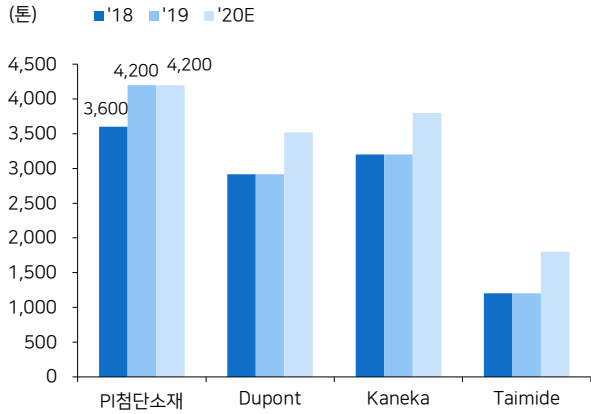
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 기존 매출액과 신규매출 구성



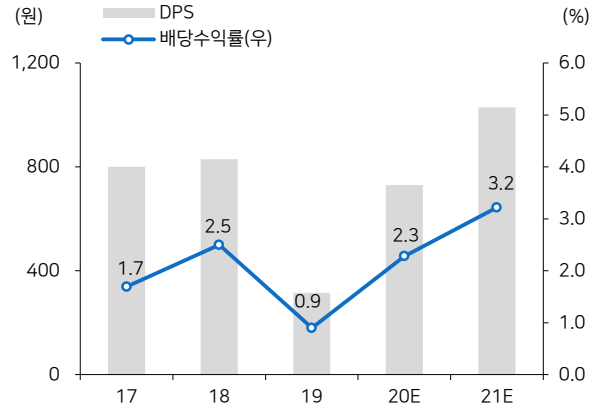
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 PI필름 경쟁사 증설 현황



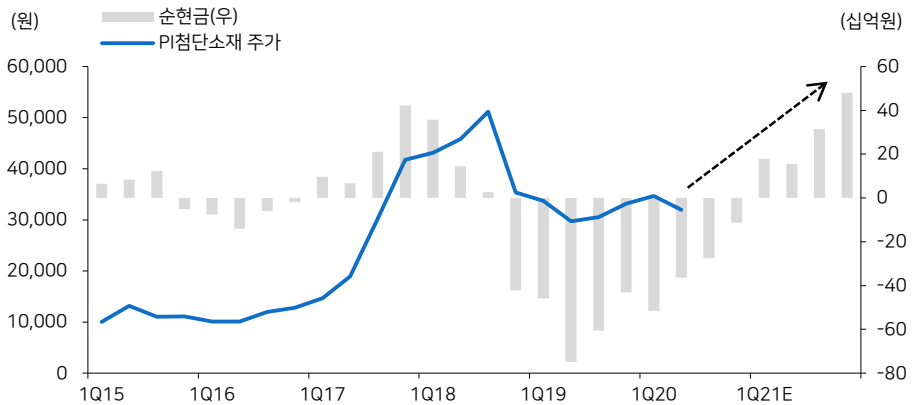
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 연도별 DPS 및 배당수익률



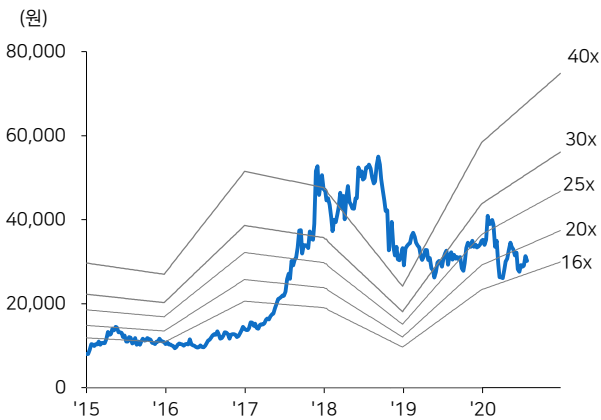
주: 배당성향 가정은 2020년 50%, 2021년 55%, 2022년 60%  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI첨단소재 순현금과 주가 추이



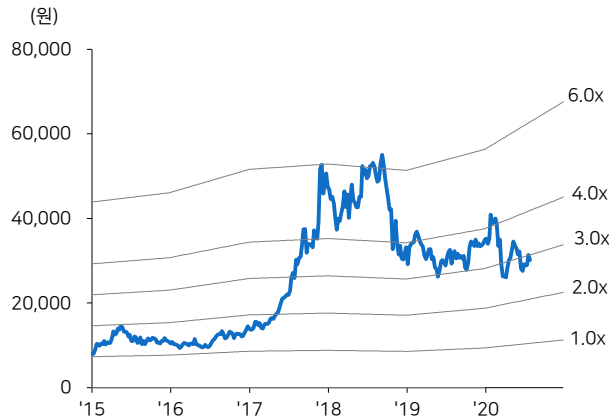
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 피침단소재 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS (원)	1,871	2021년 EPS
적정배수 (배)	25.6	EPS 성장기 2016~20년 평균멀티플
적정가치 (원)	47,935	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>48,000</b>	
현재주가 (원)	32,000	
상승여력 (%)	50.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 피침단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
<b>주가 (원)</b>							
High	7,980	14,900	14,700	55,300	57,900	38,000	41,500
Low	6,860	7,610	8,970	13,250	29,450	25,550	22,450
Average	7,375	11,334	11,268	26,180	43,827	31,763	32,284
<b>확정치 기준 PER</b>							
High	12.1	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	
Low	10.4	13.2	12.6	11.9	24.7	42.3	
Average	11.2	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	
EPS (원)	660	578	714	1,116	1,191	603	1,459
EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	6.7	-49.3	141.7
<b>컨센서스 기준 PER</b>							
High	10.8	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	24.5
Low	9.3	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	13.2
Average	10.0	15.3	16.7	20.3	32.0	40.1	19.0
EPS (원)	737	743	675	1,287	1,371	792	1,697
EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	22.8	-42.2	114.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

## PI 첨단소재 (178920)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>245.5</b>	<b>223.7</b>	<b>252.6</b>	<b>308.9</b>	<b>346.6</b>
매출액증가율 (%)	13.4	-8.9	12.9	22.3	12.2
매출원가	160.3	177.2	173.6	208.6	233.2
매출총이익	80.2	57.3	78.9	100.3	113.3
판매관리비	19.6	23.7	22.4	28.8	33.5
<b>영업이익</b>	<b>60.5</b>	<b>33.6</b>	<b>57.4</b>	<b>71.5</b>	<b>79.8</b>
영업이익률	24.7	15.0	22.7	23.1	23.0
금융손익	-0.4	-2.1	-2.2	-1.8	-1.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.2	-10.4	-2.5	-2.4	-2.4
세전계속사업이익	43.9	21.2	52.4	67.2	76.1
법인세비용	8.9	3.5	9.6	12.3	13.9
<b>당기순이익</b>	<b>35.0</b>	<b>17.7</b>	<b>42.8</b>	<b>54.9</b>	<b>62.2</b>
지배주주지분 손이익	35.0	17.7	42.8	54.9	62.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>17.9</b>	<b>38.1</b>	<b>38.2</b>	<b>74.9</b>	<b>93.9</b>
당기순이익(손실)	35.0	17.7	42.8	54.9	62.2
유형자산상각비	15.0	18.0	18.8	19.6	21.3
무형자산상각비	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	29.8	0.3	-28.2	-6.4	2.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-69.4</b>	<b>-14.5</b>	<b>-9.6</b>	<b>-10.6</b>	<b>-23.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-67.3	-23.9	-10.0	-11.0	-24.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.7	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-8.8</b>	<b>-6.5</b>	<b>-32.2</b>	<b>-42.5</b>	<b>-43.5</b>
차입금의 증감	14.6	18.3	-12.7	-10.8	-3.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-59.9	17.3	19.2	48.5	53.8
기초현금	71.1	11.2	28.5	47.7	96.2
기말현금	11.2	28.5	47.7	96.2	150.0

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>105.9</b>	<b>108.5</b>	<b>143.9</b>	<b>206.7</b>	<b>262.9</b>
현금및현금성자산	11.2	28.5	47.7	96.2	150.0
매출채권	25.5	29.7	35.7	42.8	46.6
재고자산	51.5	46.7	49.2	51.1	53.3
<b>비유동자산</b>	<b>266.5</b>	<b>284.5</b>	<b>264.0</b>	<b>259.5</b>	<b>267.4</b>
유형자산	254.0	255.4	245.2	236.6	239.3
무형자산	6.5	5.9	6.6	6.6	6.6
투자자산	4.4	4.7	3.8	3.8	3.8
<b>자산총계</b>	<b>372.4</b>	<b>393.0</b>	<b>407.9</b>	<b>466.3</b>	<b>530.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>58.8</b>	<b>93.7</b>	<b>91.0</b>	<b>97.0</b>	<b>101.6</b>
매입채무	13.5	11.5	13.9	16.5	15.5
단기차입금	2.1	22.2	12.8	5.0	5.0
유동성장기부채	12.8	19.6	22.8	22.8	22.8
<b>비유동부채</b>	<b>54.9</b>	<b>48.0</b>	<b>41.3</b>	<b>38.7</b>	<b>35.9</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	38.6	30.0	23.7	20.7	17.7
<b>부채총계</b>	<b>113.7</b>	<b>141.7</b>	<b>132.3</b>	<b>135.7</b>	<b>137.5</b>
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	134.6	127.2	151.5	206.5	268.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>258.7</b>	<b>251.3</b>	<b>275.6</b>	<b>330.6</b>	<b>392.8</b>

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,359	7,617	8,601	10,518	11,802
EPS(지배주주)	1,191	603	1,459	1,871	2,118
CFPS	-2,041	590	654	1,651	1,832
EBITDAPS	2,601	2,141	2,629	3,133	3,476
BPS	8,810	8,557	9,386	11,256	13,374
DPS	830	315	730	1,030	1,270
배당수익률(%)	2.5	0.9	2.3	3.2	4.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.8	52.6	21.9	17.1	15.1
PCR	-21.5	53.8	49.0	19.4	17.5
PSR	5.2	4.2	3.7	3.0	2.7
PBR	5.0	3.7	3.4	2.8	2.4
EBITDA	76	63	77	92	102
EV/EBITDA	17.0	15.3	13.8	12.1	11.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.8	6.9	16.3	18.1	17.2
EBITDA 이익률	45.8	28.2	55.5	59.7	60.9
부채비율	43.9	56.4	48.0	41.1	35.0
금융비용부담률	0.1	0.8	0.4	0.2	0.0
이자보상배율(x)	65.1	17.1	42.9	62.1	74.4
매출채권회전율(x)	9.0	8.1	7.7	7.9	7.8
재고자산회전율(x)	4.6	3.6	3.6	4.2	4.5

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.24	기업브리프	Buy	63,000	주민우	-26.5	-12.1	
2018.11.14	산업분석	Buy	53,000	주민우	-37.8	-32.1	
2018.12.03	기업브리프	Buy	46,000	주민우	-30.9	-24.9	
2019.01.28	기업브리프	Buy	43,000	주민우	-18.1	-12.0	
2019.03.20	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-27.7	-18.1	
2019.05.27	산업분석	Buy	38,000	주민우	-20.5	-9.2	
2019.10.28	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-15.2	-1.2	
2020.03.09	기업브리프	Buy	48,000	주민우	-36.9	-28.1	
2020.06.02	산업분석	Buy	42,000	주민우	-29.7	-22.7	
2020.07.27	기업브리프	Buy	48,000	주민우	-	-	