PI첨단소재 (178920)

디스플레이

김광진
02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	60,000원 (U)
현재주가 (4/13)	44,850원
상승여력	34%

시가총액	13,171억원
총발행주식수	29,366,322주
60일 평균 거래대금	149억원
60일 평균 거래량	335,743주
52주 고	48,700원
52주 저	25,600원
외인지분율	12.03%
주요주주	코리아피아이홀딩스 외 1 인 54.14%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	11.4	69.2
상대	(2.1)	8.0	(0.0)
절대(달러환산)	7.8	8.5	83.2

여전히 초과수요 상태

1Q21 Preview: 영업이익 211억 전망

1Q21 예상실적은 매출액 782억원(+12.5% QoQ, +26.8% YoY), 영업이익 211억원(+25.9% QoQ, +43.5% YoY)으로 컨센서스를 상회하는 호실적 전망. IT기기 수요 강세 지속됨에 따라 전 부문에 걸친 매출 성장 전망. 2월 이후 판가 상승하였음에도 불구 여전히 PI필름은 초과 수요 상태인 것으로 파악. 1Q21 라인 가동률은 평균 90%에 육박한 것으로 추정되며, 높은 가동률에도 불구 재고레벨은 4주 미만 수준으로 여전히 정상 재고레벨(1.5~2개월)에 현저히 미달하는 수준. 판가 인상효과와 Q 증가에 따른 고정비 감소 효과 등이 반영되며 수익성도 전분기 대비 개선될 것

초과수요 연중 지속. 올해 영업이익 846억원 전망

올해 예상실적은 매출액 3,329억원(+27.4% YoY), 영업이익 846억원(+41.3% YoY)로 사상 최대실적 달성 전망. 2Q21 계절적 비수기 진입함에 따라 일시적 Q감소 가능성 존재하나 3Q부터 성수기 진입에 따른 매출 성장 기대. 2Q 747억원, 3Q 914억원, 4Q 886억원 전망. 올해 2월 인상된 판가는 2Q21부터 온기 반영되기 시작하며, 라인 가동률은 연중 90%에 육박하는 높은 수준을 유지할 것

올해 신규 발생하는 현대차향 PI Varnish 매출이 차량 반도체 수급 차질로 인한 아이오닉5 생산 지연으로 본격화되지 못하는 상황. 그러나 점진적으로 정상화됨에 따라 올해 약 70억원 수준의 매출 발생 기대. 동사의 PI Varnish는 E-GMP 플랫폼이 적용되는 모든 전기차 모델에 사용될 것으로 예상되는 만큼 향후 현대기아차의 전기차 Line-up 확대에 따라 높은 성장이 기대되는 소재

목표주가 60,000원으로 상향

목표주가를 기존 53,000원에서 60,000원으로 상향. '21년 예상 EPS에 Target P/E 25.0X 적용. Target P/E는 2H17 PI필름 수요 증가 Cycle에서 부여받았던 Multiple 대비 여전히 30% 이상 할인된 수준. 현 시점이 기존 스마트폰→전기차(PI Varnish, 각형 배터리용 Tape)시장으로 전방시장 확대가 이루어지는 초입이라는 점을 감안해 Multiple 추가 확장될 필요

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	782	26.8	11.8	754	3.6
영업이익	211	43.5	25.2	187	12.6
세전계속사업이익	225	55.3	66.7	189	18.8
지배순이익	176	42.0	65.6	148	18.9
영업이익률 (%)	27.0	+3.1 %pt	+2.9 %pt	24.8	+2.2 %pt
지배순이익률 (%)	22.5	+2.4 %pt	+7.3 %pt	19.6	+2.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	2,455	2,237	2,618	3,329
영업이익	605	336	600	846
지배순이익	350	177	417	702
PER	36.8	52.6	22.4	18.8
PBR	5.0	3.7	3.3	4.5
EV/EBITDA	17.3	18.6	11.3	12.4
ROE	13.8	6.9	15.6	24.3

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경 (단위 : 십억원, %)

	1Q21E			2Q21E			2021E			2022E		
	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출	76.3	78.2		74.7	74.7		322.9	333.0		362.8	358.6	
영업이익	17.8	21.1		17.2	17.9		77.0	84.7		87.6	89.4	
지배순이익	14.4	17.6		13.6	14.8		62.3	70.2		71.2	73.9	

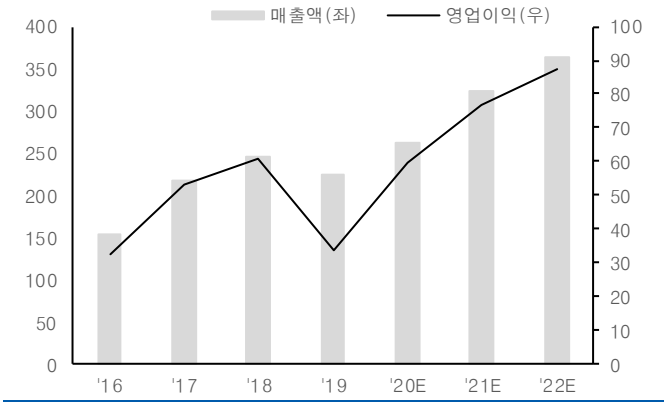
자료: 유안타증권 리서치센터

표2. PI 첨단소재 분기별 실적 추이 (단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020A	Y2021E	Y2022E
매출액	61.6	55.8	74.5	69.9	78.2	74.7	91.4	88.8	261.7	333.0	358.6
FPCB	24.8	23.6	31.1	27.6	32.6	32.9	40.1	40.2	107.1	145.7	149.8
방열시트	22.2	18.0	28.6	26.0	28.7	23.9	31.8	28.8	94.8	113.3	122.5
첨단산업	14.6	14.1	14.8	16.2	16.8	17.9	19.5	19.8	59.7	74.0	86.3
YoY%	53.2%	-10.6%	15.7%	23.2%	26.8%	34.0%	22.7%	27.1%	17.0%	27.2%	7.7%
FPCB	45.9%	-17.2%	23.4%	5.5%	31.6%	39.3%	28.8%	45.3%	10.6%	36.0%	2.8%
방열시트	184.6%	-20.4%	12.2%	36.8%	29.3%	32.9%	11.2%	10.9%	26.5%	19.5%	8.2%
첨단산업	-5.2%	24.8%	8.8%	40.0%	15.1%	27.1%	31.7%	21.9%	15.1%	23.9%	16.6%
매출총이익	19.9	18.5	22.8	23.6	28.8	25.4	32.7	30.5	84.9	117.4	124.5
YoY%	131.3%	17.9%	13.9%	82.6%	44.3%	37.5%	43.4%	29.0%	48.2%	38.3%	6.0%
매출총이익율%	32.4%	33.2%	30.6%	33.8%	36.8%	34.0%	35.8%	34.4%	32.4%	35.3%	34.7%
영업이익	14.7	12.5	15.9	16.8	21.1	17.9	23.9	21.8	60.0	84.7	89.4
YoY%	366.7%	26.2%	9.9%	178.3%	43.5%	43.1%	50.2%	29.2%	78.5%	41.2%	5.6%
영업이익율%	23.9%	22.5%	21.3%	24.1%	27.0%	24.0%	26.1%	24.5%	22.9%	25.4%	24.9%

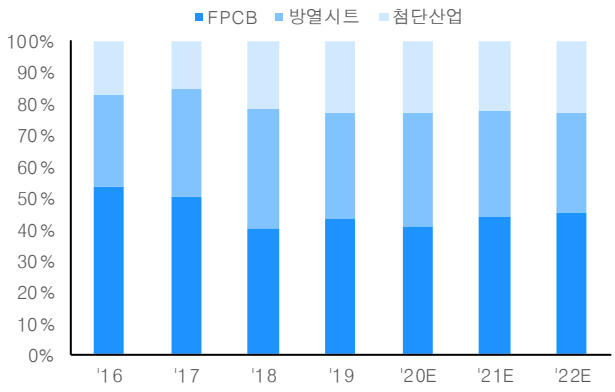
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 연도별 매출 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



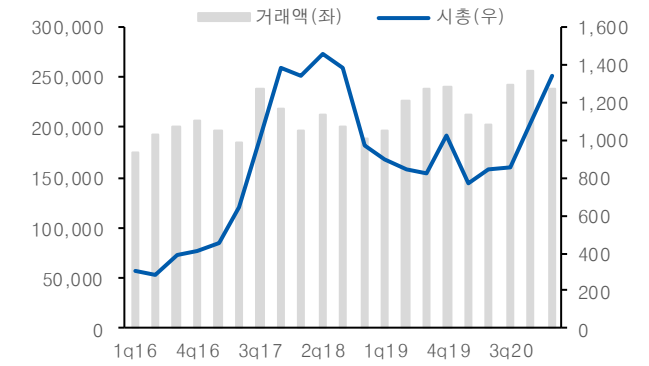
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 부문별 매출비중 추이 (단위 : %)



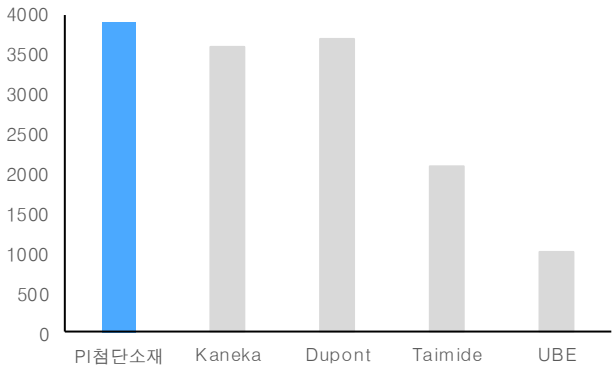
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. PI 필름 거래액 및 시가총액 추이 (단위 : 천$, 십억원)



자료: KITA, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 PI 필름 업체 Capa 현황 (단위 : 톤/연)



자료: 유안타증권 리서치센터
주) PI Varnish 제외

PI 첨단소재 (178920) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	**2,455**	**2,237**	**2,618**	**3,329**	**3,586**
매출원가	1,653	1,664	1,771	2,155	2,341
매출총이익	802	573	847	1,174	1,245
판관비	196	237	247	328	351
영업이익	**605**	**336**	**600**	**846**	**894**
EBITDA	764	525	815	1,086	1,141
영업외손익	-166	-124	-73	55	55
외환관련손익	11	3	-16	64	64
이자손익	-3	-17	-11	-10	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-174	-110	-46	1	1
법인세비용차감전순손익	439	212	527	901	949
법인세비용	89	34	110	199	210
계속사업순손익	350	177	417	702	739
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	350	177	417	702	739
지배지분순이익	**350**	**177**	**417**	**702**	**739**
포괄순이익	340	169	409	667	704
지배지분포괄이익	340	169	409	667	704

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**179**	**381**	**809**	**556**	**768**
당기순이익	350	177	417	702	739
감가상각비	150	180	203	224	235
외환손익	-4	-1	3	-64	-64
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-330	-21	51	-355	-187
기타현금흐름	13	46	135	49	46
투자활동 현금흐름	**-694**	**-145**	**-124**	**-583**	**-165**
투자자산	0	103	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-673	-239	-89	-560	-140
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-21	-9	-35	-23	-25
재무활동 현금흐름	**-88**	**-65**	**-212**	**-134**	**-124**
단기차입금	-15	201	22	-129	-119
사채 및 장기차입금	162	-18	-136	210	210
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-235	-244	-93	-209	-209
기타현금흐름	0	-4	-6	-6	-6
연결범위변동 등 기타	4	2	0	-224	133
현금의 증감	**-599**	**173**	**473**	**-386**	**611**
기초 현금	711	112	285	758	373
기말 현금	112	285	758	373	984
NOPLAT	**605**	**336**	**600**	**846**	**894**
FCF	**-494**	**142**	**720**	**-4**	**628**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	**1,059**	**1,085**	**1,440**	**1,319**	**2,020**
현금및현금성자산	112	285	758	373	984
매출채권 및 기타채권	256	299	345	474	520
재고자산	515	467	316	450	494
비유동자산	2,665	2,844	2,600	2,921	2,813
유형자산	2,540	2,554	2,401	2,737	2,642
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	6	10	11	11	11
자산총계	**3,724**	**3,930**	**4,040**	**4,240**	**4,833**
유동부채	588	937	809	685	573
매입채무 및 기타채무	399	334	337	343	350
단기차입금	21	222	243	114	-5
유동성장기부채	128	196	133	133	133
비유동부채	549	480	403	613	823
장기차입금	386	300	227	437	647
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**1,137**	**1,417**	**1,211**	**1,298**	**1,396**
지배지분	2,587	2,513	2,829	2,941	3,436
자본금	147	147	147	147	147
자본잉여금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	1,346	1,272	1,588	1,735	2,265
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**2,587**	**2,513**	**2,829**	**2,941**	**3,436**
순차입금	**326**	**438**	**-154**	**312**	**-209**
총차입금	542	726	607	688	778

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,191	603	1,421	2,390	2,515
BPS	8,810	8,557	9,633	10,016	11,702
EBITDAPS	2,601	1,788	2,777	3,697	3,887
SPS	8,359	7,617	8,915	11,335	12,211
DPS	830	315	711	711	711
PER	**36.8**	**52.6**	**22.4**	**18.8**	**17.8**
PBR	**5.0**	**3.7**	**3.3**	**4.5**	**3.8**
EV/EBITDA	**17.3**	**18.6**	**11.3**	**12.4**	**11.4**
PSR	**5.2**	**4.2**	**3.6**	**4.0**	**3.7**

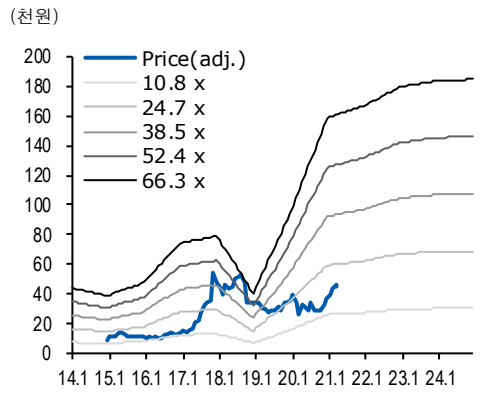
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**13.4**	**-8.9**	**17.0**	**27.2**	**7.7**
영업이익 증가율 (%)	**14.2**	**-44.5**	**78.6**	**41.0**	**5.6**
지배순이익 증가율 (%)	**6.7**	**-49.4**	**135.5**	**68.2**	**5.2**
매출총이익률 (%)	32.7	25.6	32.3	35.3	34.7
영업이익률 (%)	**24.7**	**15.0**	**22.9**	**25.4**	**24.9**
지배순이익률 (%)	14.3	7.9	15.9	21.1	20.6
EBITDA 마진 (%)	31.1	23.5	31.1	32.6	31.8
ROIC	18.8	9.5	16.7	21.5	20.8
ROA	9.8	4.6	10.5	17.0	16.3
ROE	**13.8**	**6.9**	**15.6**	**24.3**	**23.2**
부채비율 (%)	43.9	56.4	42.8	44.1	40.6
순차입금/자기자본 (%)	12.6	17.4	-5.5	10.6	-6.1
영업이익/금융비용 (배)	65.0	17.1	44.7	65.8	62.7

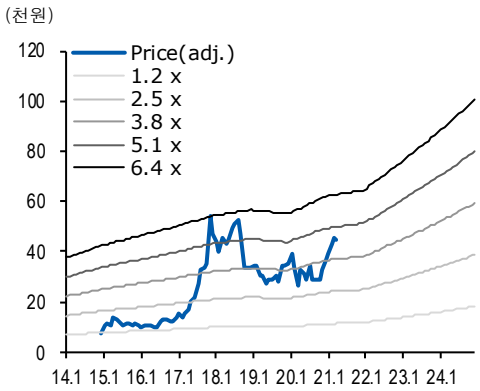
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

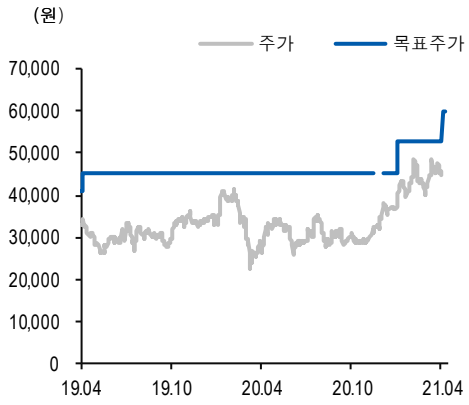
P/E band chart



P/B band chart



PI 첨단소재 (178920) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-14	BUY	60,000	1년		
2021-01-13	BUY	53,000	1년	-17.16	-8.11
2020-12-14	BUY	45,000	1년	-17.70	-14.22
2020-04-15	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-31.70	-21.22
2019-04-15	BUY	45,000	1년	-30.21	-7.78
2018-11-25	BUY	41,000	1년	-23.03	-7.68

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-11

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.