



BUY(Maintain)

목표주가: 68,000원(하향)

주가(10/25): 51,600원

시가총액: 15,153억원

디스플레이

Analyst 김소원

02) 3787-4736

sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/25)	3,020.54pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
	64,100원	28,450원
최고/최저가 대비 등락률	-19.5%	81.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	-14.0%
	6M	9.0%
	1Y	81.4%
		-11.0%
		14.9%
		40.7%

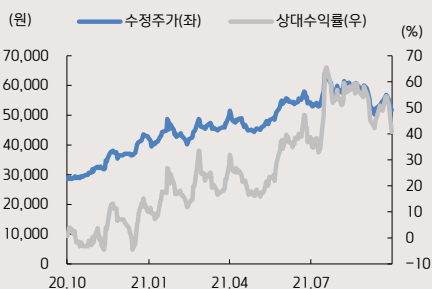
Company Data

발행주식수	29,366 천주
일평균 거래량(3M)	272천주
외국인 지분율	17.8%
배당수익률(21E)	1.4%
BPS(21E)	10,983원
주요 주주	코리아피아이홀딩스 외 1인
	54.1%

투자지표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,237	2,618	3,035	3,385
영업이익	336	600	773	861
EBITDA	525	815	990	1,111
세전이익	212	527	782	869
순이익	177	417	611	678
지배주주지분순이익	177	417	611	678
EPS(원)	603	1,421	2,081	2,309
증감률(% YoY)	-49.4	135.5	46.5	10.9
PER(배)	58.0	26.0	24.8	22.4
PBR(배)	4.09	3.84	4.70	4.11
EV/EBITDA(배)	20.8	13.3	15.4	13.8
영업이익률(%)	15.0	22.9	25.5	25.4
ROE(%)	6.9	15.6	20.2	19.6
순차입금비율(%)	24.9	-2.0	2.9	5.5

Price Trend



실적 리뷰

PI첨단소재 (178920)

비수기 활용한 비중확대 전략 유효



3Q21 영업이익은 192억원으로 예상치 하회. 역대 최대 매출액을 달성했으나, 부진한 글로벌 스마트폰 출하량이 높아진 눈높이에 부담으로 작용했고, 원부재료 가격 상승으로 인해 수익성 또한 축소. 원부재료 가격 상승으로 인해 단기 수익성 축소가 불가피하겠으나, 2Q22부터 DMF 재활용 확대를 통한 원가 절감, 1H22 중 EV용 생산 라인 추가 증설 추진 가능성 및 2H22부터 시작될 신규 공장 가동 등을 고려 시 비수기를 활용한 비중 확대 전략이 유효하다고 판단됨.

>>> 3Q21 영업이익 192억원, 예상치 하회

PI첨단소재의 3Q21 실적은 매출액 803억원(+8%QoQ, +8%YoY), 영업이익 192억원(-11%QoQ, +20%YoY)으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 하회했다. 역대 최대 매출액을 달성했으나, 부진한 글로벌 스마트폰 출하량으로 인해 높아진 시장 기대치를 충족시키기에는 역부족이었다. 더불어 신제품 테스트와 구미 공장의 유지 보수를 약 1년 만에 진행하며 전 분기 대비 가동률이 하락한 점도 실적에 영향을 끼쳤다. 한편 영업이익률은 23.9%로 전 분기 대비 5.2%p 하락했는데, 이는 원부재료 가격 상승에 기인한다. 전반적인 원부재료 평균 가격이 일제히 상승한 가운데 특히 DMF의 가격 부담으로 인해 매출원가율이 67%(+5%p QoQ)로 증가했다.

>>> 4Q21 영업이익 159억원, 원부재료 가격 부담 지속

4Q21 실적은 매출액 716억원 (-11%QoQ, +2%YoY), 영업이익 159억원(-17%QoQ, -6%YoY)으로, 높아진 원부재료 가격 부담이 지속되며 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 다만 일부 고객사들에 대한 판가 인상을 통해 원부재료 가격 부담을 일부 완화시킬 전망이다. 이를 반영한 올해 실적은 매출액 3,035억원(+16%YoY), 영업이익 773억원(+29%YoY)이 예상된다.

DMF는 현재 중국 정부의 규제에 의해 공급이 제한적인 상황이며, 1Q22까지 가격 강세가 이어질 수 있다. 그러나 2Q22부터 동사는 DMF의 재활용 비중을 현재 40% → 70%까지 대폭 확대하며 원가 절감을 추진할 계획이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 68,000원으로 하향

원부재료 가격 상승으로 인해 단기 수익성 축소는 불가피하나, 2Q22부터 DMF 재활용 비중 확대를 통해 수익성과 원부재료 가격과의 연동을 최소화하며 펀더멘탈이 더욱 견고해질 전망이다. 더불어 ① 1H21 EV 전용 생산 라인 추가 증설 추진 가능성 ② 2H22부터 신규 공장 가동을 통한 실적 확대가 예상되는 점 등을 고려하면 연말/연초 비수기를 활용한 비중 확대 전략이 유효하다고 판단된다. 원부재료 가격 인상을 반영하여 목표주가를 68,000원으로 하향하나, 현재 주가는 12개월 Forward P/E 23배 수준으로, 과거 5년 평균 30배 대비 부담 없는 수준이다. 1H22부터 재개될 모멘텀을 기대하며 비중을 확대해 나갈 것을 추천한다.

PI첨단소재 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	616.2	557.6	744.9	699.2	776.0	740.8	802.7	716.0	2617.9	3035.4	3385.3
%QoQ/%YoY	9%	-10%	34%	-6%	11%	-5%	8%	-11%	17%	16%	12%
FPCB용	248.0	236.1	310.7	303.7	310.3	294.6	330.1	305.1	1098.5	1240.2	1296.0
방열시트용	222.0	180.4	286.2	248.2	262.6	260.1	284.1	245.0	936.8	1051.8	1154.9
첨단산업용	146.2	141.1	148.0	147.3	203.2	186.1	188.4	165.8	582.6	743.5	934.4
매출원가	416.8	372.7	516.8	464.8	502.3	457.6	536.1	486.8	1771.0	1982.8	2230.4
매출원가율	68%	67%	69%	66%	65%	62%	67%	68%	68%	65%	66%
매출총이익	199.4	184.9	228.2	234.4	273.7	283.1	266.5	229.1	846.9	1052.5	1154.9
판매비와관리비	52.4	59.6	68.9	66.0	67.1	67.4	74.6	70.1	246.8	279.2	293.5
영업이익	147.0	125.3	159.3	168.5	206.7	215.7	191.9	159.0	600.1	773.3	861.5
%QoQ/%YoY	143%	-15%	27%	6%	23%	4%	-11%	-17%	79%	29%	11%
영업이익률	24%	22%	21%	24%	27%	29%	24%	22%	23%	25%	25%
법인세차감전손익	144.8	101.4	146.5	134.8	205.3	204.8	201.8	169.9	527.4	781.8	869.2
법인세비용	20.8	31.6	29.3	28.5	42.8	44.9	45.4	37.4	110.2	170.5	191.2
당기순이익	124.0	69.7	117.2	106.3	162.5	159.9	156.4	132.5	417.3	611.2	678.0
당기순이익률	20%	13%	16%	15%	21%	22%	19%	19%	16%	20%	20%

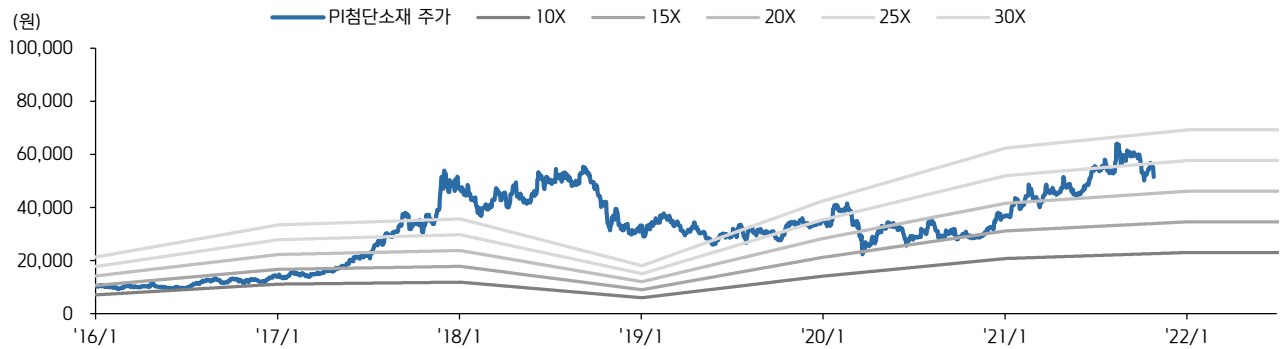
자료: 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 실적 업데이트 (단위: 억원)

	3Q21P					2021E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
매출액	879.7	802.7	-9%	866.0	-7%	3,254.8	3,035.4	-7%
FPCB용	324.8	330.1	2%	-		1,240.8	1,240.2	0%
방열시트용	331.0	284.1	-14%	-		1,165.8	1,051.8	-10%
첨단산업용	223.9	188.4	-16%	-		848.2	743.5	-12%
영업이익	259.8	191.9	-26%	249.0	-23%	907.4	773.3	-15%
세전이익	256.7	201.8	-21%	-		888.6	781.8	-12%
당기순이익	200.2	156.4	-22%	196.0	-20%	695.6	611.2	-12%
영업이익률	29.5%	23.9%	-5.6%p	28.8%		27.9%	25.5%	-2.4%p
세전이익률	29.2%	25.1%	-4.0%p	-		27.3%	25.8%	-1.5%p
순이익률	22.8%	19.5%	-3.3%p	-		21.4%	20.1%	-1.2%p

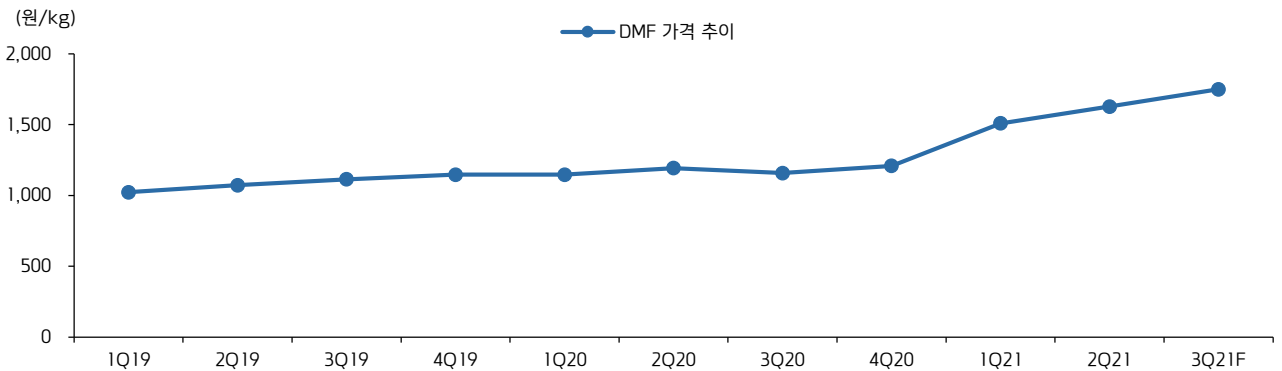
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

DMF 가격 추이



주) 누적 기준 평균 가격

자료: PI첨단소재, 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 목표주가 68,000원 제시

EPS(₩)	2,266 원	12 개월 Forward EPS
Target PER(배)	30.2 배	PI 필름 업황 호조 시기의(2017년 ~ 2018년) 평균 Fwd P/E
목표주가(₩)	68,442 원	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,237	2,618	3,035	3,385	4,106
매출원가	1,664	1,771	1,983	2,230	2,678
매출총이익	573	847	1,053	1,155	1,428
판매비	237	247	279	293	339
영업이익	336	600	773	861	1,089
EBITDA	525	815	990	1,111	1,380
영업외손익	-124	-73	8	8	-23
이자수익	2	2	2	1	2
이자비용	20	13	12	11	10
외환관련이익	28	40	46	52	63
외환관련손실	25	56	56	56	56
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-109	-46	28	22	-22
법인세차감전이익	212	527	782	869	1,066
법인세비용	34	110	171	191	234
계속사업순손익	177	417	611	678	831
당기순이익	177	417	611	678	831
지배주주순이익	177	417	611	678	831
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-8.9	17.0	15.9	11.5	21.3
영업이익 증감률	-44.5	78.6	28.8	11.4	26.5
EBITDA 증감률	-31.3	55.2	21.5	12.2	24.2
지배주주순이익 증감률	-49.4	135.6	46.5	11.0	22.6
EPS 증감률	-49.4	135.5	46.5	10.9	22.6
매출총이익률(%)	25.6	32.4	34.7	34.1	34.8
영업이익률(%)	15.0	22.9	25.5	25.4	26.5
EBITDA Margin(%)	23.5	31.1	32.6	32.8	33.6
지배주주순이익률(%)	7.9	15.9	20.1	20.0	20.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,085	1,440	1,394	1,290	1,783
현금 및 현금성자산	285	758	542	381	681
단기금융자산	2	3	3	4	4
매출채권 및 기타채권	299	345	373	416	505
재고자산	467	316	454	464	563
기타유동자산	32	18	22	25	30
비유동자산	2,844	2,600	2,982	3,474	3,553
투자자산	10	11	11	11	11
유형자산	2,554	2,401	2,787	3,279	3,360
무형자산	59	115	111	111	109
기타비유동자산	221	73	73	73	73
자산총계	3,930	4,040	4,376	4,764	5,336
유동부채	937	809	768	713	689
매입채무 및 기타채무	334	337	341	325	330
단기금융부채	593	463	418	380	350
기타유동부채	10	9	9	8	9
비유동부채	480	403	383	368	353
장기금융부채	319	241	221	206	191
기타비유동부채	161	162	162	162	162
부채총계	1,417	1,211	1,150	1,081	1,042
지배지분	2,513	2,829	3,225	3,683	4,294
자본금	147	147	147	147	147
자본잉여금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
기타자본	-781	-781	-781	-781	-781
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,272	1,588	1,985	2,442	3,053
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,513	2,829	3,225	3,683	4,294

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	381	809	689	882	968
당기순이익	177	417	611	678	831
비현금항목의 가감	278	377	431	483	567
유형자산감가상각비	180	203	194	227	269
무형자산감가상각비	9	12	23	23	23
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	89	162	214	233	275
영업활동자산부채증감	-21	51	-172	-78	-187
매출채권및기타채권의감소	-47	-49	-29	-43	-89
재고자산의감소	38	156	-138	-11	-99
매입채무및기타채무의증가	-26	8	4	-16	6
기타	14	-64	-9	-8	-5
기타현금흐름	-53	-36	-181	-201	-243
투자활동 현금흐름	-145	-124	-612	-755	-384
유형자산의 취득	-239	-89	-580	-720	-350
유형자산의 처분	0	0	1	0	0
무형자산의 순취득	-3	-20	-19	-22	-22
투자자산의감소(증가)	-4	-1	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	102	-1	0	0	-1
기타	-1	-13	-14	-13	-11
재무활동 현금흐름	-65	-212	-280	-274	-271
차입금의 증가(감소)	183	-114	-65	-53	-45
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-244	-93	-209	-215	-221
기타	-4	-5	-6	-6	-5
기타현금흐름	2	0	-14	-14	-14
현금 및 현금성자산의 순증가	173	473	-216	-161	299
기초현금 및 현금성자산	112	285	758	542	381
기말현금 및 현금성자산	285	758	542	381	681

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	603	1,421	2,081	2,309	2,831
BPS	8,557	9,633	10,983	12,541	14,621
CFPS	1,550	2,704	3,548	3,954	4,761
DPS	315	711	731	751	751
주가배수(배)					
PER	58.0	26.0	24.8	22.4	18.2
PER(최고)	63.0	29.3	32.6		
PER(최저)	42.3	15.0	17.4		
PBR	4.09	3.84	4.70	4.11	3.53
PBR(최고)	4.44	4.33	6.17		
PBR(최저)	2.99	2.21	3.30		
PSR	4.60	4.15	4.99	4.48	3.69
PCFR	22.6	13.7	14.5	13.0	10.8
EV/EBITDA	20.8	13.3	15.4	13.8	10.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	52.2	50.0	35.1	32.5	26.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.9	1.4	1.5	1.5
ROA	4.6	10.5	14.5	14.8	16.5
ROE	6.9	15.6	20.2	19.6	20.8
ROIC	9.3	15.9	19.1	18.1	20.6
매출채권회전율	8.1	8.1	8.5	8.6	8.9
재고자산회전율	4.6	6.7	7.9	7.4	8.0
부채비율	56.4	42.8	35.7	29.4	24.3
순차입금비율	24.9	-2.0	2.9	5.5	-3.4
이자보상배율	17.1	44.7	63.5	77.2	105.6
총차입금	912	704	639	586	541
순차입금	625	-57	94	201	-144
NOPLAT	525	815	990	1,111	1,380
FCF	219	645	51	101	583

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 10월 25일 현재 'P1첨단소재' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

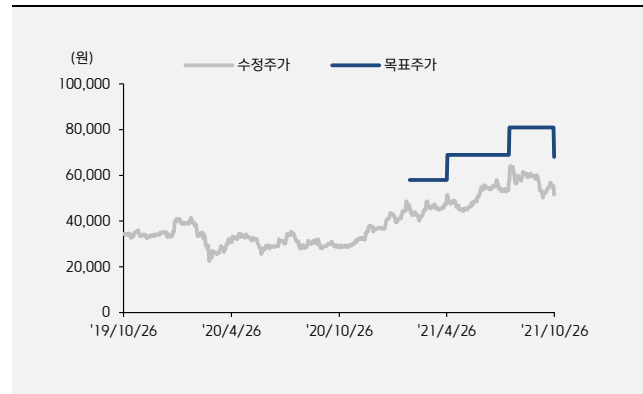
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
P1첨단소재 (213420)	2021-02-22	BUY(Initiate)	58,000원	6개월	-22.53	-13.88
	2021-04-27	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-32.19	-25.36
	2021-06-04	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-26.54	-15.94
	2021-08-10	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-25.89	-20.86
	2021-09-09	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-28.62	-20.86
	2021-10-26	Buy(Maintain)	68,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%