

# PiChem 소재 (178920)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>65,000원 (M)</b>
현재주가 (10/25)	<b>51,600원</b>
상승여력	<b>26%</b>

시가총액	15,153억원
총발행주식수	29,366,322주
60일 평균 거래대금	161억원
60일 평균 거래량	272,036주
52주 고	64,100원
52주 저	28,450원
외인지분율	17.84%
주요주주	코리아피아이홀딩스 외 1인 54.14%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.0)	(4.4)	77.0
상대	(11.0)	3.0	38.4
절대(달러환산)	(13.4)	(5.9)	71.6

## 원재료비 상승 부담으로 컨센 하회

### 3Q21 Review: 재료비 상승 부담으로 컨센 하회

3Q21 잠정실적은 매출액 803억원(+8.4% QoQ), 영업이익 192억원(-11.2% QoQ) 달성. 성수기 진입 효과에 힘입어 역대 최대 분기 매출 기록했으나, 글로벌 반도체 칩 부족, 물류난 등의 영향으로 시장 기대치 대비 약 -7% 하회하는 매출 시현. 또한 주요 원재료 중 하나인 DMF 가격 상승으로 원가 부담 증가함에 따라 수익성 훼손(전분기 대비 OPM -5.2%p 감소). 이에 따라 영업이익은 시장 기대치 대비 약 -23% 하회

### 4Q21까지 영향 지속. 평가 전이까지 시간 필요할 것

4Q21 예상실적은 매출액 772억원(-3.8% QoQ), 영업이익 172억원(-10.0% QoQ) 전망. 3Q 컨센 하회의 주 원인이 되었던 매크로 변수들은 일부 해소 되겠지만, FPCB 및 방열시트 용 Pi필름의 계절적 비수기 진입 영향으로 매출 소폭 감소 전망. 또한 DMF 등 주요 원재료 가격 상승에 따른 원가 부담 지속되며 영업이익률 추가 하락 예상.

원가 부담 증가에 따라 주요 고객사들과의 평가 추가 인상 협의 진행 예정인 것으로 파악. 그러나 연초 평가 인상 당시 고객사 협의까지 약 1개 분기 정도 소요되었던 점을 감안하면 연내 인상 반영은 어려울 것. 평가 인상 효과는 내년을 기대하는 것이 현실적

### 목표주가 65,000원 유지. 내년 실적에 집중

하반기 실적 하향에도 투자의견과 목표주가 유지. 내년 평가 인상 반영, DMF 재활용 비중 확대(현 40% → 70% 확대) 등을 기반으로 외형성장 및 수익성 개선 전망. 현 주가는 내년 예상 실적 기준 P/E 22.X수준으로 원재료 가격 상승 등의 매크로 악재로 인한 하반기 실적 우려를 충분히 반영한 것으로 판단. 지금부터는 내년 성장 가치에 집중하는 것이 타당. 추가적으로 연말 KOSPI200 편입에 따른 수급 효과도 기대

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	80	7.8	8.4	87	-7.3
영업이익	19	20.2	-11.2	25	-23.2
세전계속사업이익	20	38.2	-1.1	25	-19.0
지배순이익	16	33.4	-2.2	19	-17.7
영업이익률 (%)	23.8	+2.4 %pt	-5.3 %pt	28.8	-5.0 %pt
지배순이익률 (%)	19.5	+3.8 %pt	-2.1 %pt	21.9	-2.4 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	224	262	309	351
영업이익	34	60	79	90
지배순이익	18	42	61	69
PER	52.6	22.4	24.8	22.1
PBR	3.7	3.3	4.9	4.3
EV/EBITDA	18.6	11.3	14.6	12.8
ROE	6.9	15.6	20.7	20.7

자료: 유안타증권

PI첨단소재 분기별 실적 추이

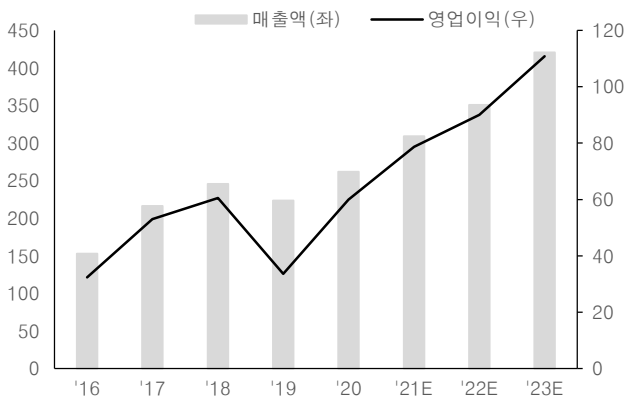
(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21P	4Q21E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	61.6	55.8	74.5	69.9	77.6	74.1	80.3	77.2	309.3	350.9	420.5
FPCB	24.8	23.6	31.1	27.6	31.0	29.6	33.1	30.2	123.9	131.9	149.0
방열시트	22.2	18.0	28.6	26.0	26.3	26.0	28.4	27.5	108.1	120.0	131.1
첨단산업	14.6	14.1	14.8	16.2	20.3	18.6	18.8	19.5	77.2	99.0	140.4
YoY%	53.2%	-10.6%	15.7%	23.2%	25.9%	32.9%	7.8%	10.6%	18.2%	13.5%	19.8%
FPCB	45.9%	-17.2%	23.4%	5.5%	25.0%	25.4%	6.4%	9.3%	15.6%	6.5%	12.9%
방열시트	184.6%	-20.4%	12.2%	36.8%	18.3%	44.4%	-0.8%	5.9%	14.1%	11.0%	9.3%
첨단산업	-5.2%	24.8%	8.8%	40.0%	39.2%	31.6%	27.2%	20.2%	29.3%	28.2%	41.8%
매출총이익	19.9	18.5	22.8	23.4	27.4	28.3	26.6	24.5	106.8	122.2	149.5
YoY%	131.3%	17.9%	13.9%	80.9%	37.5%	53.1%	16.6%	4.5%	26.1%	14.4%	22.3%
매출총이익율%	32.4%	33.2%	30.6%	33.5%	35.3%	38.2%	33.1%	31.7%	34.5%	34.8%	35.6%
영업이익	14.7	12.5	15.9	16.8	20.7	21.6	19.2	17.2	78.7	90.0	110.8
YoY%	366.7%	26.2%	9.9%	178.3%	40.8%	72.2%	20.4%	2.3%	31.2%	14.5%	23.1%
영업이익율%	23.9%	22.5%	21.3%	24.1%	26.7%	29.1%	23.8%	22.3%	25.4%	25.7%	26.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 매출 및 영업이익 추이

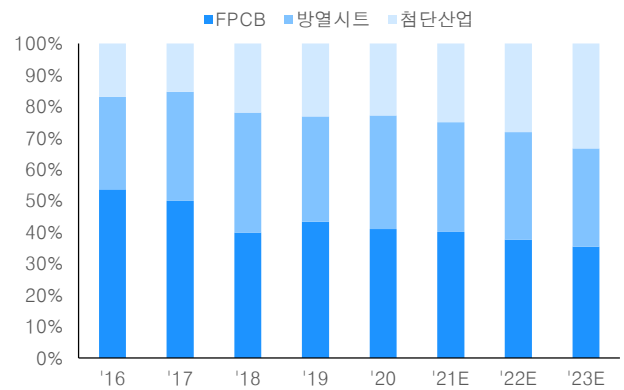
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

부문별 매출비중 추이

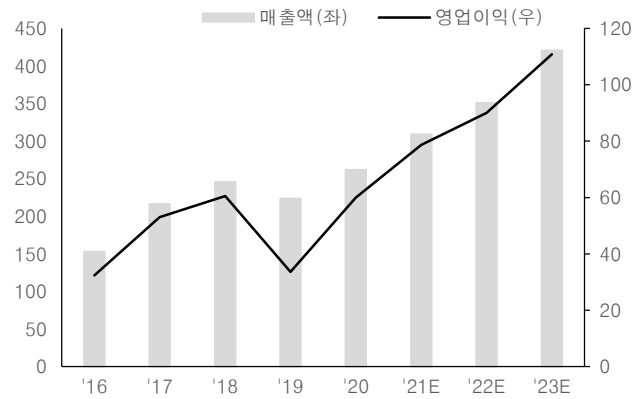
(단위 : %)



자료: 유안타증권 리서치센터

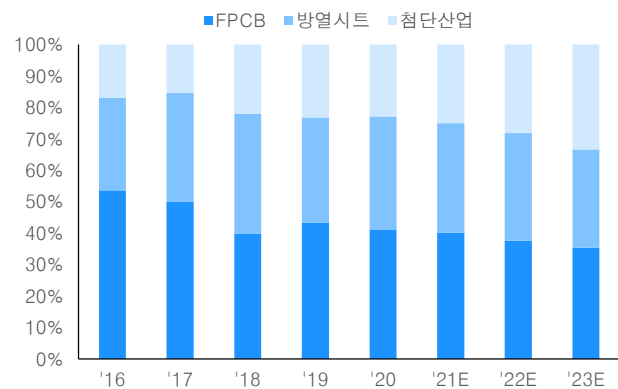
## Key Chart

연도별 매출액 및 영업이익 추이  
(단위 : 십억원).



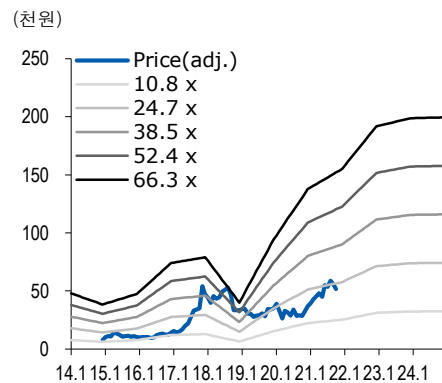
자료: 유안타증권 리서치센터

부문별 매출비중 추이 (단위 : %).



자료: 유안타증권 리서치센터

P/E Band 차트.



자료: 유안타증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	224	262	309	351	420
매출원가	166	177	202	229	271
매출총이익	57	85	107	122	150
판매비	24	25	28	32	39
영업이익	34	60	79	90	111
EBITDA	53	82	102	117	140
영업외손익	-12	-7	-1	-2	-2
외환관련손익	0	-2	3	2	2
이자손익	-2	-1	-1	-1	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-11	-5	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	21	53	78	88	109
법인세비용	3	11	17	19	24
계속사업순이익	18	42	61	69	85
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	42	61	69	85
지배지분순이익	18	42	61	69	85
포괄순이익	17	41	61	69	85
지배지분포괄이익	17	41	61	69	85

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	38	81	73	77	94
당기순이익	18	42	61	69	85
감가상각비	18	20	22	25	27
외환손익	0	0	-3	-2	-2
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-2	5	-14	-19	-21
기타현금흐름	5	13	6	4	4
투자활동 현금흐름	-14	-12	-31	-61	-36
투자자산	10	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-24	-9	-29	-60	-35
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-3	-2	-1	-1
재무활동 현금흐름	-7	-21	-39	-17	-32
단기차입금	20	2	5	7	1
사채 및 장기차입금	-2	-14	-22	-3	-12
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-24	-9	-21	-21	-21
기타현금흐름	0	-1	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	-10	7	7
현금의 증감	17	47	-7	5	32
기초 현금	11	29	76	69	74
기말 현금	29	76	69	74	106
NOPLAT	34	60	79	90	111
FCF	14	72	44	17	59

자료: 유안타증권

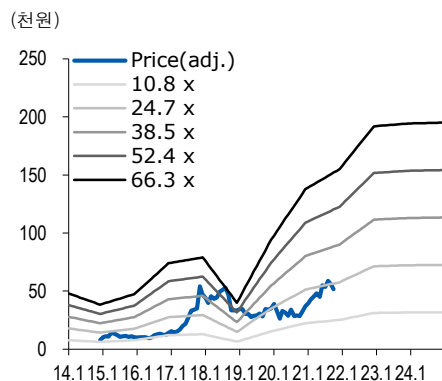
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	109	144	148	170	221
현금및현금성자산	29	76	69	74	106
매출채권 및 기타채권	30	34	43	53	64
재고자산	47	32	33	40	49
비유동자산	284	260	271	305	311
유형자산	255	240	252	287	294
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	393	404	420	474	532
유동부채	94	81	89	100	105
매입채무 및 기타채무	33	34	35	37	42
단기차입금	22	24	29	36	37
유동성장기부채	20	13	13	13	13
비유동부채	48	40	23	20	8
장기차입금	30	23	1	-2	-14
사채	0	0	0	0	0
부채총계	142	121	112	119	113
지배지분	251	283	307	355	419
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	127	159	183	231	295
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	251	283	307	355	419
순차입금	44	-15	-22	-23	-66
총차입금	73	61	47	52	41

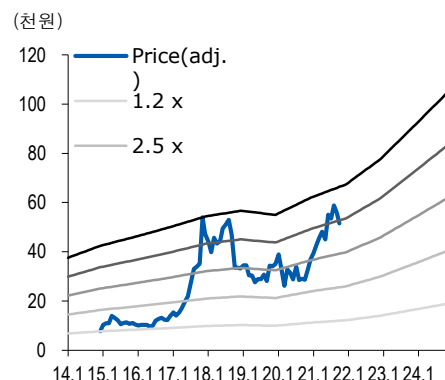
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	603	1,421	2,077	2,339	2,895
BPS	8,557	9,633	10,467	12,094	14,278
EBITDAPS	1,788	2,777	3,485	3,974	4,755
SPS	7,617	8,915	10,530	11,950	14,318
DPS	315	711	711	711	711
PER	52.6	22.4	24.8	22.1	17.8
PBR	3.7	3.3	4.9	4.3	3.6
EV/EBITDA	18.6	11.3	14.6	12.8	10.4
PSR	4.2	3.6	4.9	4.3	3.6

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	-8.9	17.0	18.1	13.5	19.8
영업이익 증가율 (%)	-44.5	78.6	31.0	14.5	23.0
지배순이익 증가율 (%)	-49.4	135.5	46.2	12.6	23.8
매출총이익률 (%)	25.6	32.3	34.5	34.8	35.6
영업이익률 (%)	15.0	22.9	25.4	25.7	26.4
지배순이익률 (%)	7.9	15.9	19.7	19.6	20.2
EBITDA 마진 (%)	23.5	31.1	33.1	33.3	33.2
ROIC	9.5	16.7	21.5	22.0	24.5
ROA	4.6	10.5	14.8	15.4	16.9
ROE	6.9	15.6	20.7	20.7	22.0
부채비율 (%)	56.4	42.8	36.5	33.6	26.9
순차입금/자기자본 (%)	17.4	-5.5	-7.2	-6.4	-15.7
영업이익/금융비용 (배)	17.1	44.7	86.4	101.6	144.5

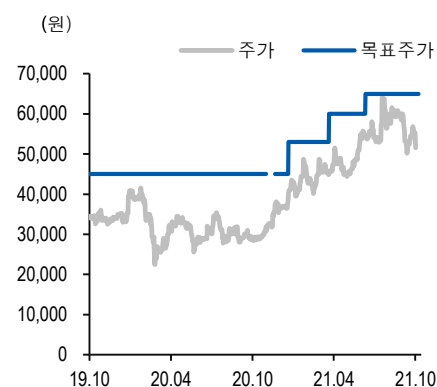
P/E band chart



P/B band chart



PI 첨단소재 (178920) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-26	BUY	65,000	1년		
2021-07-05	BUY	65,000	1년		
2021-04-14	BUY	60,000	1년	-19.21	-7.17
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-23

※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.