



## BUY(Maintain)

목표주가: 51,000원(하향)

주가(7/25): 35,100원

시가총액: 10,308억원

## 디스플레이

Analyst 김소원

02) 3787-4736

sowonkim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/25)		2,403.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	64,100원	31,900원
최고/최저가 대비 등락률	-45.2%	10.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	6.4%
	6M	-18.2%
	1Y	-35.4%
		4.7%
		-7.4%
		-13.3%

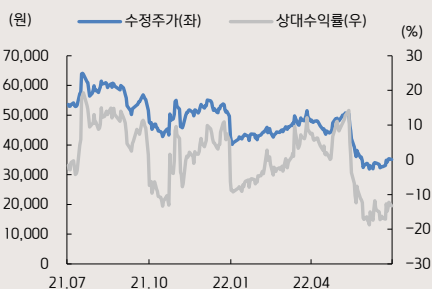
## Company Data

발행주식수	29,366 천주
일평균 거래량(3M)	166천주
외국인 지분율	10.0%
배당수익률(22E)	3.1%
BPS(22E)	11,947원
-----	
주요 주주	코리아피아이홀딩스 외 1 인
	54.2%

## 투자지표

(억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,618	3,019	3,282	3,948
영업이익	600	759	669	1,027
EBITDA	815	996	903	1,310
세전이익	527	833	711	1,011
순이익	417	640	570	810
지배주주지분순이익	417	640	570	810
EPS(원)	1,421	2,179	1,940	2,760
증감률(% YoY)	135.5	53.4	-11.0	42.3
PER(배)	26.0	25.3	18.2	12.8
PBR(배)	3.84	4.97	2.96	2.63
EV/EBITDA(배)	13.3	16.0	11.3	7.8
영업이익률(%)	22.9	25.1	20.4	26.0
ROE(%)	15.6	21.0	16.8	21.8
순차입금비율(%)	-2.0	-8.4	-4.5	-5.7

## Price Trend



## 실적 리뷰

## PI첨단소재 (178920)

## Bottom Out



2Q22 영업이익은 129억원으로 예상치 하회. 중국 봉쇄로 인해 수요가 부진했으며, 신규 DMF 재활용 라인 가동 또한 지연된 영향. 3Q22 영업이익은 203억원으로, 사상 최대의 실적 기대. 계절적 성수기 영향에 더불어 수익성 악화를 초래했던 원/부자재 가격의 안정화 예상. 주가는 12개월 Forward P/E 14.6배로, 5년 평균 30.2배를 크게 하회. 3Q22부터 본격화될 실적 턴어라운드 및 대주주 변경 불확실성 해소와 함께 주가 반등 기대.

## &gt;&gt;&gt; 2Q22 영업이익 129억원, 중국 봉쇄로 인한 수요 부진

PI첨단소재의 2Q22 실적은 매출액 751억원(-4%QoQ, +1%YoY), 영업이익 129억원(-2%QoQ, -40%YoY)으로 시장 컨센서스(163억원)을 하회했다. 중국 봉쇄로 인해 스마트폰 수요가 부진했고, 이로 인해 PI필름 판매량은 -11%QoQ, -15%YoY 감소했다. 더불어 1Q22까지 가격이 급등했던 원/부재료 재고가 2Q22 생산에 투입되고, 당초 5월로 예상했던 신규 DMF 재활용 라인 가동 또한 지연돼 매출 원가율 개선(-1.5%p)이 제한적이었다. 한편 당기순이익은 128억원으로 시장 기대치(112억원)를 상회했는데, 이는 원/달러 환율 상승에 따른 외환차익 증가에 기인한다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q22 영업이익 203억원, 반가운 실적 턴어라운드

3Q22 실적은 매출액 893억원 (+19%QoQ, +11%YoY), 영업이익 203억원 (+57%QoQ, +6%YoY)으로, 사상 최대의 매출액과 함께 수익성 개선이 동반될 전망이다. 아이폰 14 시리즈 및 중국 스마트폰 시장 회복이 하반기 실적을 견인할 것이며, 대형 디스플레이용 CoF 양산 효과 및 신규 라인(8호기) 가동 효과 또한 더해질 전망이다. 한편 3Q21부터 수익성 악화를 초래했던 DMF의 가격 하락세가 지속되고 있다. SunSirs에 따르면 현재 DMF 가격은 2Q22초 대비 약 23% 하락했으며, 신규 DMF 재활용 라인 가동 효과까지 더해져 동사의 2H22 수익성 개선이 두드러질 것이다. 이를 반영한 2H22 영업이익은 407억원(+21%YoY)로, 뚜렷한 상저하고 실적을 시현할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 실적도, 주가도 Bottom Out 전망

현재 주가는 12개월 Forward P/E 14.6배로, 5년 평균 30.2배를 하회할 뿐 아니라 글로벌 스마트폰 출하량이 -13%YoY 감소했던 2020년 평균 18.1배 역시 크게 밑돌고 있다. 글로벌 IT 수요 부진에도 불구하고 판가 인상 및 소재 국산화를 통해 전년 대비 외형 성장을 이어가고 있고, 3Q21부터 주가 부진을 초래했던 동사의 수익성 역시 '원부재료 가격 안정화' 및 '재활용 비중 확대 효과'가 반영되며 3Q22부터 본격 개선될 전망이다. 올해 이익 추정치 조정 및 IT 수요 부진을 반영하여 목표주가를 51,000원으로 하향하나, '3Q22부터 본격화될 실적 턴어라운드' 및 '대주주 변경 불확실성 해소'와 함께 주가 반등을 기대하며 매수할 것을 추천한다.

## PI첨단소재 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	776.0	740.8	802.7	699.3	782.7	750.5	892.5	856.2	2617.9	3018.7	3281.9
%QoQ/%YoY	11%	-5%	8%	-13%	12%	-4%	19%	-4%	17%	15%	9%
FPCB용	310.3	294.6	330.1	275.8	354.9	313.2	371.9	312.7	1098.5	1210.8	1352.8
방열시트용	262.6	260.1	284.1	255.5	246.2	255.3	302.2	298.2	936.8	1062.2	1102.0
첨단산업용	203.2	186.1	188.4	168.0	181.6	182.0	218.4	245.2	582.6	745.7	827.1
매출원가	502.3	457.6	536.1	481.8	573.2	542.5	609.0	573.7	1771.0	1977.8	2298.4
매출원가율	65%	62%	67%	69%	73%	72%	68%	67%	68%	66%	70%
매출총이익	273.7	283.1	266.5	217.5	209.5	208.0	283.5	282.5	846.9	1040.8	983.5
판매비와관리비	67.1	67.4	74.6	73.2	77.0	78.6	80.3	78.8	246.8	282.3	314.7
영업이익	206.7	215.7	191.9	144.3	132.4	129.5	203.2	203.7	600.1	758.6	668.8
%QoQ/%YoY	23%	4%	-11%	-25%	-8%	-2%	57%	0%	79%	26%	-12%
영업이익률	27%	29%	24%	21%	17%	17%	23%	24%	23%	25%	20%
법인세차감전손익	205.3	204.8	201.8	221.3	140.1	155.9	217.2	197.5	527.4	833.1	710.7
법인세비용	42.8	44.9	45.4	60.0	21.5	28.4	47.8	43.5	110.2	193.2	141.1
당기순이익	162.5	159.9	156.4	161.3	118.6	127.5	169.4	154.1	417.3	640.0	569.6
당기순이익률	21%	22%	19%	23%	15%	17%	19%	18%	16%	21%	17%

자료: 키움증권 리서치센터

## PI첨단소재 실적 업데이트 (단위: 억원)

	2Q22P					2022E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
매출액	807.1	750.5	-7%	811.0	-7%	3,469.1	3,281.9	-5%
FPCB용	374.4	313.2	-16%	-	-	1,460.7	1,352.8	-7%
방열시트용	245.6	255.3	4%	-	-	1,095.7	1,102.0	1%
첨단산업용	187.0	182.0	-3%	-	-	912.7	827.1	-9%
영업이익	153.9	129.5	-16%	163.0	-21%	772.4	668.8	-13%
세전이익	157.3	155.9	-1%	-	-	782.8	710.7	-9%
당기순이익	122.7	127.5	4%	112.0	14%	619.9	569.6	-8%
영업이익률	19.1%	17.3%	-1.8%p	20.1%	-	22.3%	20.4%	-1.9%p
세전이익률	19.5%	20.8%	+1.3%p	-	-	22.6%	21.7%	-0.9%p
순이익률	15.2%	17.0%	+1.8%p	-	-	17.9%	17.4%	-0.5%p

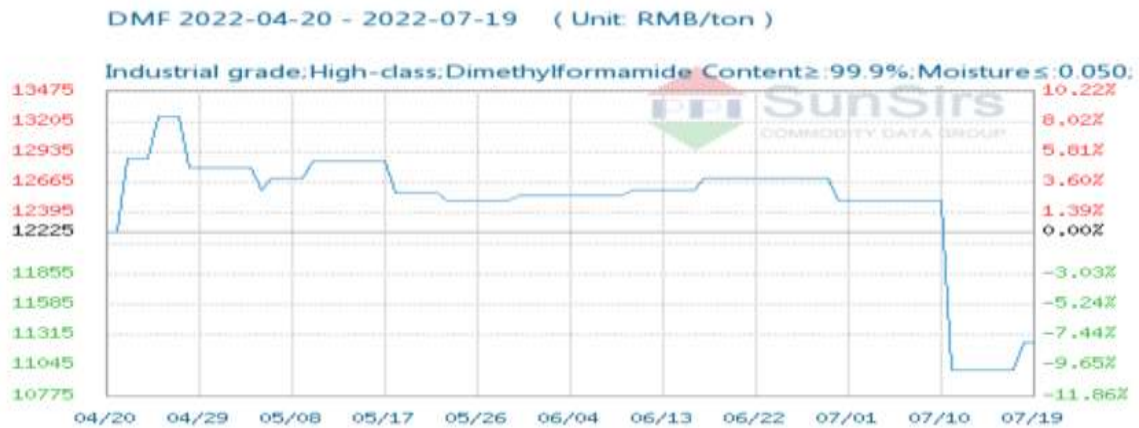
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## PI첨단소재 목표주가 51,000원 제시

EPS(원)	2,400.8 원	12개월 Forward EPS
Target PER(배)	21.13 배	PI 필름 업황 부진(2020년)과 회복(2021년) 시기의 평균 12개월 Forward P/E
목표주가(원)	50,729 원	

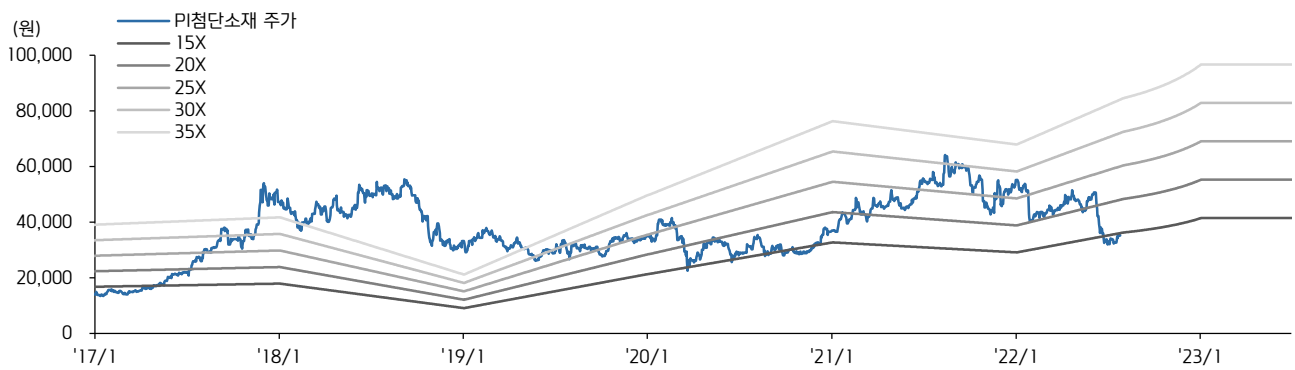
자료: 키움증권 리서치센터

## DMF 3개월 Spot 가격 추이



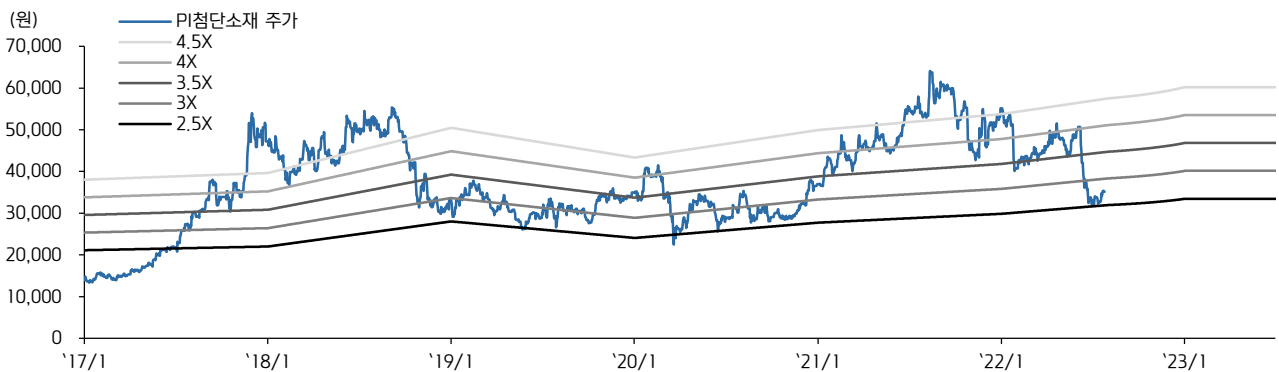
자료: SunSirs, 키움증권 리서치센터

## PI첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

## PI첨단소재 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,618	3,019	3,282	3,948	4,833
매출원가	1,771	1,978	2,298	2,582	3,160
매출총이익	847	1,041	983	1,366	1,672
판매비	247	282	315	340	406
영업이익	600	759	669	1,027	1,266
EBITDA	815	996	903	1,310	1,580
영업외손익	-73	75	42	-15	101
이자수익	2	5	4	4	5
이자비용	13	9	9	8	8
외환관련이익	40	46	50	60	60
외환관련손실	56	26	26	26	26
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-46	59	23	-45	70
법인세차감전이익	527	833	711	1,011	1,367
법인세비용	110	193	141	201	271
계속사업순손익	417	640	570	810	1,096
당기순이익	417	640	570	810	1,096
지배주주순이익	417	640	570	810	1,096
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.0	15.3	8.7	20.3	22.4
영업이익 증감율	78.6	26.5	-11.9	53.5	23.3
EBITDA 증감율	55.2	22.2	-9.3	45.1	20.6
지배주주순이익 증감율	135.4	53.5	-10.9	42.1	35.3
EPS 증감율	135.5	53.4	-11.0	42.3	35.2
매출총이익율(%)	32.4	34.5	30.0	34.6	34.6
영업이익율(%)	22.9	25.1	20.4	26.0	26.2
EBITDA Margin(%)	31.1	33.0	27.5	33.2	32.7
지배주주순이익율(%)	15.9	21.2	17.4	20.5	22.7

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,440	1,964	1,735	1,929	2,325
현금 및 현금성자산	758	905	867	884	1,043
단기금융자산	3	153	23	28	37
매출채권 및 기타채권	345	446	430	517	633
재고자산	316	421	373	449	549
기타유동자산	18	39	42	51	63
비유동자산	2,600	2,766	3,277	3,594	3,922
투자자산	11	8	8	8	8
유형자산	2,401	2,551	3,063	3,382	3,710
무형자산	115	135	134	132	132
기타비유동자산	73	72	72	72	72
자산총계	4,040	4,730	5,013	5,523	6,248
유동부채	809	1,086	1,135	1,229	1,365
매입채무 및 기타채무	337	500	587	710	867
단기금융부채	463	567	529	499	479
기타유동부채	9	19	19	20	19
비유동부채	403	384	369	354	339
장기금융부채	241	217	202	187	172
기타비유동부채	162	167	167	167	167
부채총계	1,211	1,471	1,504	1,583	1,704
지배지분	2,829	3,259	3,508	3,940	4,540
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	1,588	2,018	2,267	2,699	3,299
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,829	3,259	3,508	3,940	4,540

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	809	886	974	1,010	1,245
당기순이익	417	640	570	810	1,096
비현금항목의 가감	373	461	403	511	611
유형자산감가상각비	203	218	211	261	292
무형자산감가상각비	12	19	23	23	22
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	158	224	169	227	297
영업활동자산부채증감	55	-88	147	-107	-188
매출채권및기타채권의감소	-49	-96	16	-87	-116
재고자산의감소	156	-99	48	-76	-101
매입채무및기타채무의증가	8	174	86	124	156
기타	-60	-67	-3	-68	-127
기타현금흐름	-36	-127	-146	-204	-274
투자활동 현금흐름	-124	-506	-610	-599	-646
유형자산의 취득	-89	-327	-723	-580	-620
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-20	-37	-22	-20	-20
투자자산의감소(증가)	-1	2	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1	-150	130	-5	-10
기타	-13	6	5	6	4
재무활동 현금흐름	-212	-240	-383	-375	-424
차입금의 증가(감소)	-114	-22	-53	-45	-35
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-209	-320	-320	-379
기타	-5	-9	-10	-10	-10
기타현금흐름	0	7	-19	-19	-19
현금 및 현금성자산의 순증가	473	146	-38	17	155
기초현금 및 현금성자산	285	758	905	867	884
기말현금 및 현금성자산	758	905	867	884	1,039

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,421	2,179	1,940	2,760	3,732
BPS	9,633	11,097	11,947	13,417	15,458
CFPS	2,692	3,749	3,311	4,500	5,812
DPS	711	1,090	1,090	1,290	1,690
주가배수(배)					
PER	26.0	25.3	18.2	12.8	9.5
PER(최고)	29.3	31.1	28.9		
PER(최저)	15.0	16.6	16.3		
PBR	3.84	4.97	2.96	2.63	2.29
PBR(최고)	4.33	6.11	4.69		
PBR(최저)	2.21	3.26	2.65		
PSR	4.15	5.36	3.16	2.63	2.15
PCFR	13.7	14.7	10.7	7.9	6.1
EV/EBITDA	13.3	16.0	11.3	7.8	6.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	50.0	50.0	56.2	46.7	45.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	2.0	3.1	3.6	4.8
ROA	10.5	14.6	11.7	15.4	18.6
ROE	15.6	21.0	16.8	21.8	25.8
ROIC	15.9	19.5	16.1	22.3	24.9
매출채권회전율	8.1	7.6	7.5	8.3	8.4
재고자산회전율	6.7	8.2	8.3	9.6	9.7
부채비율	42.8	45.1	42.9	40.2	37.5
순차입금비율	-2.0	-8.4	-4.5	-5.7	-9.4
이자보상배율	44.7	81.4	77.0	125.9	163.7
총차입금	704	784	731	686	651
순차입금	-57	-273	-158	-225	-429
NOPLAT	815	996	903	1,310	1,580
FCF	649	373	172	399	498

자료: 키움증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 7월 25일 현재 'PI첨단소재' 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

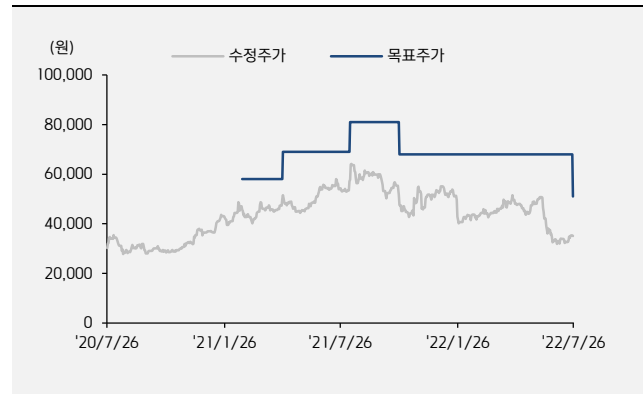
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
PI첨단소재 (178920)	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	-32.65	-25.88
	2021-11-23	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-26.55	-18.97
	2022-01-25	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-30.38	-18.97
	2022-04-26	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.14	-27.21
	2022-05-31	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-39.64	-25.44
	2022-07-26	Buy(Maintain)	51,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

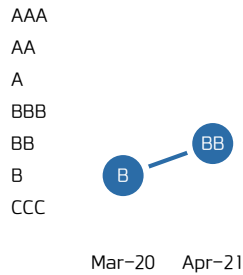
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/07/01~2022/06/30)

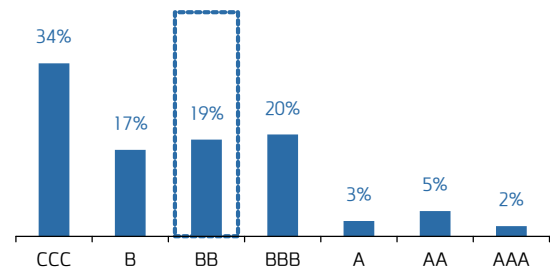
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

## MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터 Universe: MSCI ACWI Index  
범용화학제품 기업 64개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.9	3.3		
<b>환경</b>	4.1	3.6	56.0%	
탄소 배출	4.2	4.5	15.0%	▲0.1
유독 물질 배출과 폐기물	4.7	2.5	15.0%	
물 부족	4.2	3.5	15.0%	
친환경 기술 관련 기회	2.9	3.6	11.0%	
<b>사회</b>		2.4	11.0%	
화학적 안전성		2.3	11.0%	
<b>지배구조</b>	4.9	3.3	33.0%	▲1.6
기업 지배구조	6.5	4.4		▲2.1
기업 활동	3.9	4.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

## ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (원자재 화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
DOW INC.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AA	
Saudi Basic Industries Corporation SJS	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	BBB	◀▶
LyondellBasell Industries N.V.	● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	BBB	▼
Yunnan Energy New Material Co., Ltd.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	●	● ● ●	● ●	BBB	▲▲
LG CHEM LTD	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	BBB	▲
PI Advanced Materials Co Ltd	● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ● ● ●	● ●	BB	▲

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치