



# BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원(하향)

주가(10/24): 32,200원

시가총액: 9,456억원

### 디스플레이

Analyst 김소원

02) 3787-4736

sowonkim@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (10/24)	2,236.16pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	55,300원	29,850원	
최고/최저가 대비 등락률	-41.8%	7.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-10.1%	-7.9%
	6M	-35.0%	-21.4%
	1Y	-37.6%	-15.7%

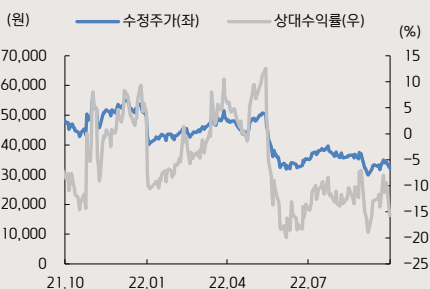
### Company Data

발행주식수	29,366	전주
일평균 거래량(3M)	113	천주
외국인 지분율	9.5%	
배당수익률(22E)	3.2%	
BPS(22E)	11,687	원
주요 주주	코리아피아이홀딩스 외 1인	54.2%

### 투자지표

(억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,618	3,019	2,887	3,244
영업이익	600	759	530	696
EBITDA	815	996	764	1,010
세전이익	527	833	620	764
순이익	417	640	493	608
지배주주지분순이익	417	640	493	608
EPS(원)	1,421	2,179	1,680	2,069
증감률(% YoY)	135.5	53.4	-22.9	23.2
PER(배)	26.0	25.3	20.2	16.4
PBR(배)	3.84	4.97	2.91	2.73
EV/EBITDA(배)	13.3	16.0	13.3	9.9
영업이익률(%)	22.9	25.1	18.4	21.5
ROE(%)	15.6	21.0	14.7	17.1
순차입금비율(%)	-2.0	-8.4	4.6	0.2

### Price Trend



## 실적 리뷰

# PI첨단소재 (178920)

## 연말 재고 조정 이후 업황 회복 기대



3Q22 영업이익은 141억원으로 시장 컨센서스 하회. 수익성이 개선됐음에도, 전방 수요가 예상 대비 더욱 부진한 영향. 4Q22 영업이익 또한 127억원으로 실적 약세가 이어질 전망이다. 전방 수요 부진으로 인해 고객사의 재고 조정이 예상되기 때문. 더불어 원/부재료 가격 안정화에도 불구하고, 신규 라인 가동이 고정비 부담 확대로 이어지며 추가 수익성 개선 제한될 전망이다. 4Q22 실적 바닥 통과 후 업황 개선과 함께 주가 턴어라운드 기대.

### >>> 3Q22 영업이익 141억원, 전망치 하회

PI첨단소재의 3Q22 실적은 매출액 703억원(-6%QoQ, -13%YoY), 영업이익 141억원(+9%QoQ, -27%YoY)으로 시장 컨센서스를 하회했다. 통상 3분기는 계절적 성수기임에도 불구하고, 매출액이 전 분기 대비 하락했다. 현재 아이폰을 제외한 모든 전방 수요가 부진한 것으로 파악된다. 또한 Counterpoint에 따르면 3Q22 스마트폰 시장은 유럽의 침체가 가속화 되었고, 중국 또한 경기 침체 및 코로나 봉쇄 영향으로 판매 부진이 지속되고 있다. 이로 인해 3Q22 동사의 PI필름 판매량은 857톤(-4%QoQ, -22%YoY)으로 하락했다. 용도별 매출액은 FPCB용 244억원(-22%QoQ, -26%YoY), 첨단산업용 146억원(-20%QoQ, -23%YoY)으로 하락했고, 아이폰 비중이 높은 방열시트용은 313억원(+23%QoQ, +10%YoY)로 분기 최대 매출액을 기록했다.

한편 영업이익률은 20%(+2.8%p QoQ)으로, DMF 신규 재활용 라인 가동 효과 및 원/부재료 가격 안정화에 힘입어 3개 분기 만에 20%대를 회복했다.

### >>> 4Q22 영업이익 127억원, 재고 조정 진행 예상

4Q22 실적은 매출액 651억원 (-7%QoQ, -7%YoY), 영업이익 127억원(-10%QoQ, -12%YoY)으로 실적 약세가 이어질 전망이다. 전방 수요 부진으로 인해 현재 고객사들은 평년 대비 높은 수준의 재고를 보유 중인 것으로 파악되며, 고객사의 재고 조정이 진행될 것으로 전망된다. 한편 4Q22 영업이익률은 19.6%(-0.4%p QoQ)으로 전 분기 대비 소폭 하락이 예상된다. DMF의 재활용 비중을 3Q22 70% → 4Q22 80%까지 확대 중이고, 원/부재료 가격 안정화 또한 지속되고 있어 추가 수익성 개선이 예상됐으나, 4Q22부터 신규 라인(8호기) 가동이 고정비 부담 확대로 이어지며 원/부재료 가격 안정화 효과를 상쇄시킬 것으로 판단된다.

### >>> 4Q22 재고 조정 이후 업황 및 주가 턴어라운드 기대

3Q21부터 주가 부진을 초래했던 동사의 수익성이 '원부재료 가격 안정화' 및 'DMF 재활용 비중 확대 효과'가 반영되며 3Q22부터 본격 개선되기 시작했으나, 예상보다 더욱 부진한 전방 수요로 인해 실적 약세가 지속되고 있다. 고객사의 재고 조정이 예상되는 4Q22에 실적 바닥을 통과한 후 업황 개선과 함께 주가 턴어라운드를 전망한다. 실적 전망치 조정을 반영하여 목표주가를 42,000원으로 하향하고, 투자 의견 BUY를 유지한다.

PI첨단소재 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	776.0	740.8	802.7	699.3	782.7	750.5	702.7	650.9	3018.7	2886.8	3244.1
%QoQ/%YoY	11%	-5%	8%	-13%	12%	-4%	-6%	-7%	15%	-4%	12%
FPCB용	310.3	294.6	330.1	275.8	354.9	313.2	244.4	222.2	1210.8	1134.7	1263.2
방열시트용	262.6	260.1	284.1	255.5	246.2	255.3	312.7	293.2	1062.2	1107.4	1198.2
첨단산업용	203.2	186.1	188.4	168.0	181.6	182.0	145.6	135.5	745.7	644.7	782.6
<b>매출원가</b>	502.3	457.6	536.1	481.8	573.2	542.5	483.4	449.9	1977.8	2049.0	2220.2
매출원가율	65%	62%	67%	69%	73%	72%	69%	69%	66%	71%	68%
<b>매출총이익</b>	273.7	283.1	266.5	217.5	209.5	208.0	219.3	201.0	1040.8	837.8	1023.9
판매비와관리비	67.1	67.4	74.6	73.2	77.0	78.6	78.4	73.6	282.3	307.6	327.7
<b>영업이익</b>	206.7	215.7	191.9	144.3	132.4	129.5	140.9	127.4	758.6	530.2	696.2
%QoQ/%YoY	23%	4%	-11%	-25%	-8%	-2%	9%	-10%	26%	-30%	31%
영업이익률	27%	29%	24%	21%	17%	17%	20%	20%	25%	18%	21%
법인세차감전손익	205.3	204.8	201.8	221.3	140.1	155.9	171.7	152.7	833.1	620.4	764.1
법인세비용	42.8	44.9	45.4	60.0	21.5	28.4	36.0	41.2	193.2	127.1	156.6
<b>당기순이익</b>	162.5	159.9	156.4	161.3	118.6	127.5	135.7	111.5	640.0	493.3	607.6
당기순이익률	21%	22%	19%	23%	15%	17%	19%	17%	21%	17%	19%

자료: 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 실적 업데이트 (단위: 억원)

	3Q22P					2022E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
<b>매출액</b>	892.5	702.7	-21%	888.0	-21%	3,281.9	2,886.8	-12%
FPCB용	371.9	244.4	-34%	-	-	1,352.8	1,134.7	-16%
방열시트용	302.2	312.7	3%	-	-	1,102.0	1,107.4	0%
첨단산업용	218.4	145.6	-33%	-	-	827.1	644.7	-22%
<b>영업이익</b>	203.2	140.9	-31%	211.0	-33%	668.8	530.2	-21%
세전이익	217.2	171.7	-21%	-	-	710.7	620.4	-13%
당기순이익	169.4	135.7	-20%	151.0	-10%	569.6	493.3	-13%
영업이익률	22.8%	20.0%	-2.7%p	23.8%	-	20.4%	18.4%	-2.0%p
세전이익률	24.3%	24.4%	+0.1%p	-	-	21.7%	21.5%	-0.2%p
순이익률	19.0%	19.3%	+0.3%p	-	-	17.4%	17.1%	-0.3%p

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 목표주가 42,000원 제시

<b>EPS(원)</b>	1995.4 원	12개월 Forward EPS
<b>Target PER(배)</b>	21.13 배	PI 필름 업황 부진 후 회복이 본격화 됐던 2020~2021년 평균 12개월 Forward P/E
<b>목표주가(원)</b>	42,163 원	

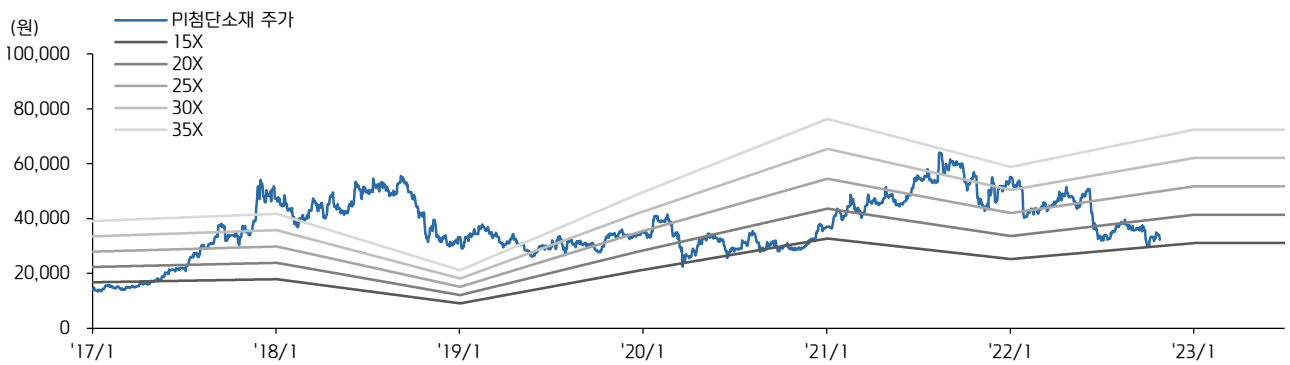
자료: 키움증권 리서치센터

DMF 3개월 Spot 가격 추이: 2Q22말 대비 약 42% 하락



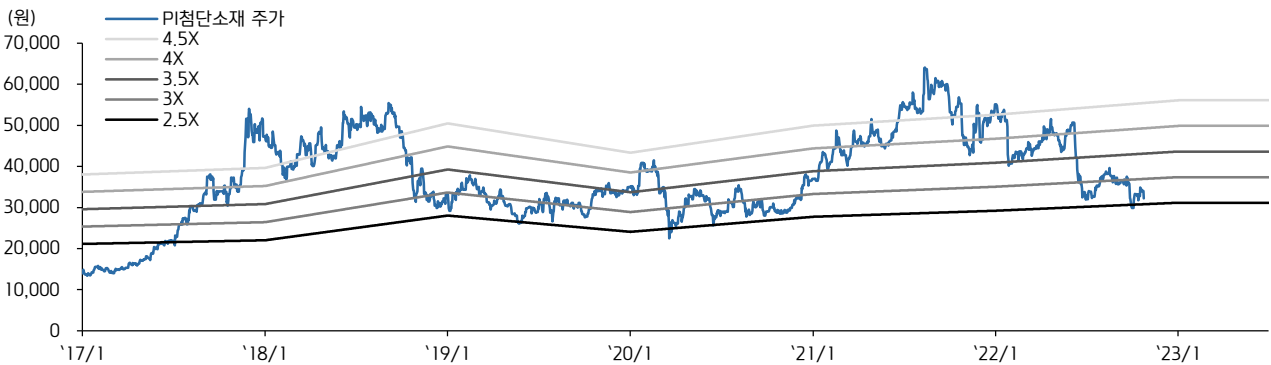
자료: SunSirs, 키움증권 리서치센터

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
<b>매출액</b>	2,618	3,019	2,887	3,244	3,971
매출원가	1,771	1,978	2,049	2,220	2,697
매출총이익	847	1,041	838	1,024	1,274
판관비	247	282	308	328	409
<b>영업이익</b>	600	759	530	696	865
<b>EBITDA</b>	815	996	764	1,010	1,187
영업외손익	-73	75	90	68	119
이자수익	2	5	20	27	23
이자비용	13	9	9	8	8
외환관련이익	40	46	44	49	60
외환관련손실	56	26	26	26	26
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-46	59	61	26	70
<b>법인세차감전이익</b>	527	833	620	764	984
법인세비용	110	193	127	157	202
계속사업순손익	417	640	493	608	782
<b>당기순이익</b>	417	640	493	608	782
<b>지배주주순이익</b>	417	640	493	608	782
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	17.0	15.3	-4.4	12.4	22.4
영업이익 증감율	78.6	26.5	-30.2	31.3	24.3
EBITDA 증감율	55.2	22.2	-23.3	32.2	17.5
지배주주순이익 증감율	135.4	53.5	-23.0	23.3	28.6
EPS 증감율	135.5	53.4	-22.9	23.2	28.8
매출총이익율(%)	32.4	34.5	29.0	31.6	32.1
영업이익율(%)	22.9	25.1	18.4	21.5	21.8
EBITDA Margin(%)	31.1	33.0	26.5	31.1	29.9
지배주주순이익률(%)	15.9	21.2	17.1	18.7	19.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	1,440	1,964	1,317	1,514	1,589
현금 및 현금성자산	758	905	550	652	534
단기금융자산	3	153	23	26	35
매출채권 및 기타채권	345	446	378	425	520
재고자산	316	421	328	369	451
기타유동자산	18	39	38	42	49
<b>비유동자산</b>	2,600	2,766	3,589	3,676	3,996
투자자산	11	8	8	8	8
유형자산	2,401	2,551	3,375	3,464	3,784
무형자산	115	135	134	132	132
기타비유동자산	73	72	72	72	72
<b>자산총계</b>	4,040	4,730	4,906	5,190	5,585
<b>유동부채</b>	809	1,086	1,105	1,175	1,299
매입채무 및 기타채무	337	500	556	656	800
단기금융부채	463	567	529	499	479
기타유동부채	9	19	20	20	20
<b>비유동부채</b>	403	384	369	354	339
장기금융부채	241	217	202	187	172
기타비유동부채	162	167	167	167	167
<b>부채총계</b>	1,211	1,471	1,474	1,529	1,638
<b>지배지분</b>	2,829	3,259	3,432	3,661	3,947
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	2,191	2,420	2,706
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,829	3,259	3,432	3,661	3,947

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	809	886	969	893	971
당기순이익	417	640	493	608	782
비현금항목의 가감	373	461	373	474	531
유형자산감가상각비	203	218	211	291	299
무형자산감가상각비	12	19	23	23	22
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	158	224	139	160	210
영업활동자산부채증감	55	-88	218	-51	-156
매출채권및기타채권의감소	-49	-96	68	-47	-95
재고자산의감소	156	-99	93	-41	-83
매입채무및기타채무의증가	8	174	56	100	144
기타	-60	-67	1	-63	-122
기타현금흐름	-36	-127	-115	-138	-186
<b>투자활동 현금흐름</b>	-124	-506	-922	-397	-646
유형자산의 취득	-89	-327	-1,035	-380	-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	-3	-9
기타	-13	6	5	6	3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	473	146	-355	102	-118
기초현금 및 현금성자산	285	758	905	550	652
기말현금 및 현금성자산	758	905	550	652	534

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,421	2,179	1,680	2,069	2,665
BPS	9,633	11,097	11,687	12,466	13,441
CFPS	2,692	3,749	2,950	3,684	4,474
DPS	711	1,090	1,090	1,290	1,690
<b>주가배수(배)</b>					
PER	26.0	25.3	20.2	16.4	12.8
PER(최고)	29.3	31.1	33.3		
PER(최저)	15.0	16.6	17.6		
PBR	3.84	4.97	2.91	2.73	2.53
PBR(최고)	4.33	6.11	4.79		
PBR(최저)	2.21	3.26	2.53		
PSR	4.15	5.36	3.46	3.08	2.51
PCFR	13.7	14.7	11.5	9.2	7.6
EV/EBITDA	13.3	16.0	13.3	9.9	8.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	50.0	50.0	64.9	62.4	63.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	2.0	3.2	3.8	5.0
ROA	10.5	14.6	10.2	12.0	14.5
ROE	15.6	21.0	14.7	17.1	20.6
ROIC	15.9	19.5	12.2	14.6	17.2
매출채권회전율	8.1	7.6	7.0	8.1	8.4
재고자산회전율	6.7	8.2	7.7	9.3	9.7
부채비율	42.8	45.1	42.9	41.8	41.5
순차입금비율	-2.0	-8.4	4.6	0.2	2.1
이자보상배율	44.7	81.4	61.1	85.4	111.8
<b>총차입금</b>	704	784	731	686	651
<b>순차입금</b>	-57	-273	159	9	82
<b>NOPLAT</b>	815	996	764	1,010	1,187
<b>FCF</b>	649	373	-183	416	211

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 10월 24일 현재 'P11첨단소재' 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.

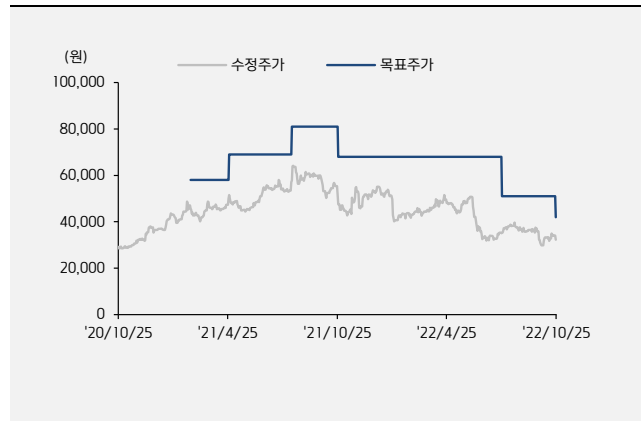
고지사항

- 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	목표가격대상사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
P11첨단소재 (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	-30.35	-22.25
	2022-10-25	Buy(Maintain)	42,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

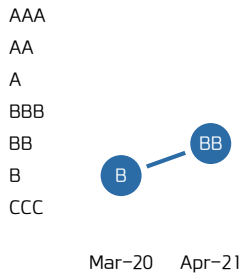
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/10/01~2022/09/30)

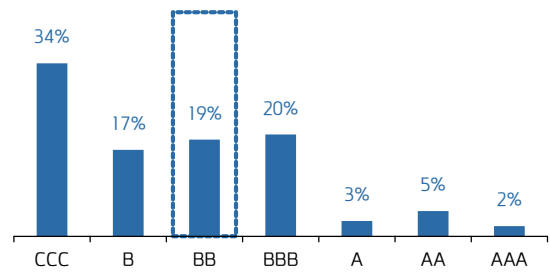
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

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 SJSC	●●●●	●●●●	●●	●●●	●●●●	●●	●●●	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