

2021. 2. 8



▲ 전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **60,000 원**

현재주가 (2.5) **41,100 원**

상승여력 **46.0%**

KOSDAQ	967.42pt
시가총액	12,070억원
발행주식수	2,937만주
유통주식비율	45.51%
외국인비중	9.63%
52주 최고/최저가	43,550원/22,450원
평균거래대금	149.1억원

주요주주(%)	
코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.14
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.1	16.1	4.8
상대주가	13.2	1.7	-28.3

주가그래프



PI첨단소재 178920

이번 사이클 생각보다 오래 갈수도 있다

- ✓ 4Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 1%, 6% 상회
- ✓ 전방 수요가 좋았고, 공급부족에 대비한 재고 확충 수요가 발생했기 때문
- ✓ 1Q21 매출액은 컨센 부합, 영업이익은 5% 상회 예상
- ✓ PI필름 공급 부족 시그널 명확해지는 가운데 의미있는 수요 대응 가능한 PI첨단소재 신규 공급은 2023년 상반기 본격 가동 가능
- ✓ 신규 어플리케이션 수요에 따라 이번 사이클이 생각보다 오래 갈 가능성 존재

4Q20 review: 매출액, 영업이익 모두 컨센서스 상회

4Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 1%, 6% 상회했다. 전통적인 재고조정 시즌임에도 4Q20 가동률은 85%로 4Q19 79% 대비 높았다. 1) 아이폰을 필두로 한 전방 수요가 좋았고, 2) 공급부족 시그널이 명확해지는 PI필름 재고 확충 수요도 발생했기 때문이다. 1Q21 매출액은 컨센서스에 부합하겠으나, 영업이익은 컨센서스를 5% 상회할 전망이다. 아직 PI필름 가격 인상이 1Q21에 모두 반영되지 않은 까닭에 기존 당사 추정 매출액(780억원) 보다는 소폭 부진할 전망이다. 다만, 4Q20/1Q21 높은 가동률이 유지되며 단위당 고정비가 감소해 영업이익은 시장 예상치를 상회할 가능성이 높다. 여기에 2Q21부터 본격적인 판가 인상 효과(+3~5% YoY 추정)가 더해지면 2021년 연간 영업이익 컨센서스의 상향 조정이 이뤄질 가능성이 높다. 재고조정 시즌이었던 4Q20의 영업이익률이 24.0%를 기록했는데 판가 인상 & 수요회복이 반영될 2021년 영업이익률 컨센서스 24.6%는 보수적이다.

3년만의 가격인상, 단순 가격 인상 그 이상의 의미

글로벌 PI필름 생산능력은 주요 전방시장인 스마트폰 14~15억대 시장에 맞춰져 있다. 여기에 신규 어플리케이션 (5G MPI, 폴더블 디스플레이, 배터리 절연 Tape 등)의 확산으로 PI필름 수급에 큰 부담으로 작용하고 있다. 반면 PI필름 공급사들은 2019~20년의 업황 부진으로 증설에 소극적이었다. PI첨단소재도 마찬가지였다.

2020년 11월 23일 8호기 증설 발표(600톤)를 했으나, 본격적인 가동에 들어가는 시점은 1H23다. PI필름 수급이 단기적으로는 2022년 말 까지 타이트하게 유지될 수 있음을 의미한다. 하지만 신규 어플리케이션 수요 확산 속도에 따라 이번 상승 사이클은 2017~18년의 사이클보다 더 오래 지속될 수 있다. 멀티플 변경 (2017~18년 평균 → 2018 평균 10% 할인)으로 적정주가를 6만원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	245.5	60.5	35.0	1,191	6.7	8,810	36.8	5.0	17.0	13.8	43.9
2019	223.7	33.6	17.7	603	-49.3	8,557	52.6	3.7	15.3	6.9	56.4
2020P	261.8	60.0	41.7	1,420	135.3	9,662	28.9	4.3	12.1	15.6	42.2
2021E	323.2	80.6	61.4	2,090	47.2	11,437	19.7	3.6	9.4	19.8	36.1
2022E	359.9	90.0	69.0	2,349	12.4	13,786	17.5	3.0	9.3	18.6	31.6

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	69.9	56.7	23.3%	74.5	-6.2%	69.2	1.0%	70.8	-1.3%
영업이익	16.8	6.1	177.8%	15.9	5.5%	15.8	6.4%	17.8	-5.6%
세전이익	13.5	2.6	411.7%	14.7	-7.8%	14.6	-7.5%	16.9	-20.1%
지배주주 순이익	10.6	2.9	264.6%	11.7	-9.5%	11.1	-4.4%	13.5	-21.4%
영업이익률(%)	24.0%	10.7%		21.4%		22.8%		25.1%	
지배주주 순이익률(%)	15.2%	5.1%		15.7%		16.0%		19.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

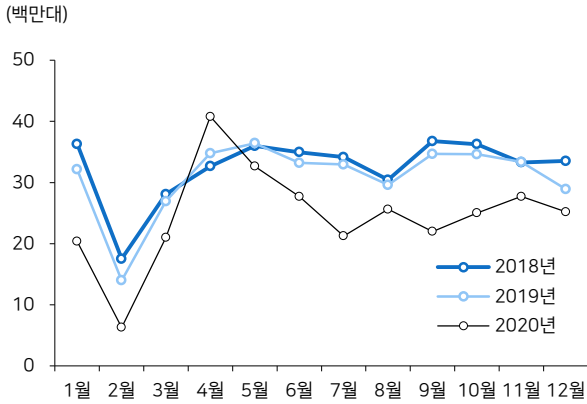
(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
매출액	74.4	323.2	359.9	78.0	329.4	363.7	-4.6%	-1.9%	-1.0%
영업이익	18.6	80.6	90.0	19.7	82.4	90.6	-5.7%	-2.2%	-0.7%
영업이익률 (%)	24.9%	24.9%	25.0%	25.2%	25.0%	24.9%			
세전이익	18.8	78.7	88.4	19.9	80.5	89.4	-5.6%	-2.2%	-1.1%
순이익	14.6	61.4	69.0	15.5	62.8	69.7	-5.6%	-2.2%	-1.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,187	1,140	1,123	1,108	1,095	1,085	1,185	1,103	1,071
매출액	61.6	55.8	74.5	69.9	74.4	75.4	92.6	80.8	261.8	323.2	359.9
(% QoQ)	8.7%	-9.5%	33.6%	-6.2%	6.4%	1.3%	22.8%	-12.8%			
(% YoY)	53.2%	-10.6%	15.7%	23.3%	20.7%	35.2%	24.3%	15.6%	17.0%	23.5%	11.3%
FPCB용 PI	24.8	23.6	31.1	30.4	30.3	31.7	34.4	31.1	109.9	127.4	140.2
방열시트용 PI	22.2	18.0	28.6	24.8	29.9	28.0	40.9	34.1	93.6	132.9	143.4
일반산업용 PI	14.6	14.1	14.8	14.7	12.8	13.9	15.5	13.8	58.2	56.0	64.5
PI Varnish										6.9	11.7
영업이익	14.7	12.5	15.9	16.8	18.6	18.9	23.5	19.6	60.0	80.6	90.0
(% QoQ)	143.0%	-14.8%	27.1%	5.5%	10.4%	2.0%	24.1%	-16.6%			
(% YoY)	366.7%	26.2%	10.1%	177.8%	26.3%	51.1%	47.5%	16.6%	78.5%	34.4%	11.6%
영업이익률 (%)	23.9%	22.5%	21.4%	24.0%	24.9%	25.1%	25.4%	24.3%	22.9%	24.9%	25.0%
세전이익	14.5	10.1	14.7	13.5	18.8	17.9	22.9	19.1	52.8	78.7	88.4
지배주주순이익	12.4	7.0	11.7	10.6	14.6	14.0	17.9	14.9	41.7	61.4	69.0
지배주주순이익률(%)	20.1%	12.5%	15.7%	15.2%	19.7%	18.6%	19.3%	18.4%	15.9%	19.0%	19.2%

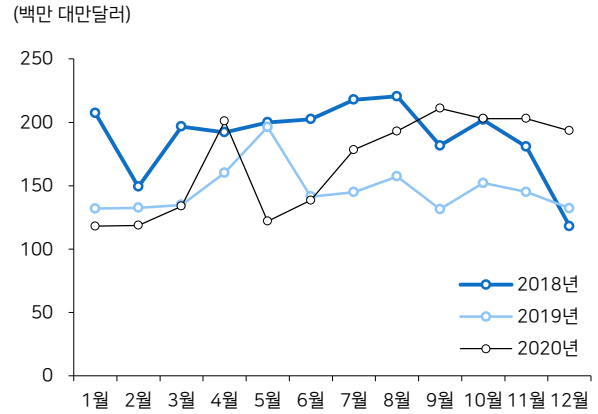
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



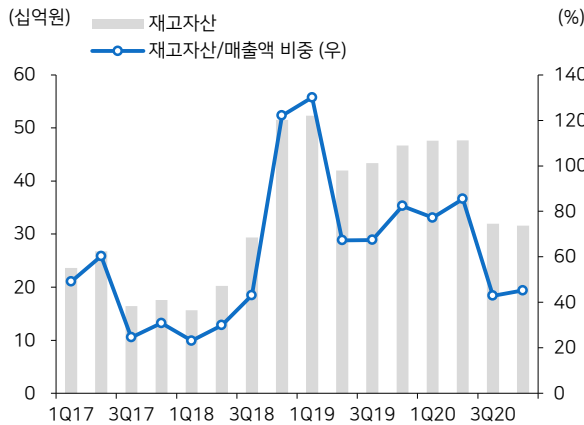
자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 Taimide 월별 매출 추이



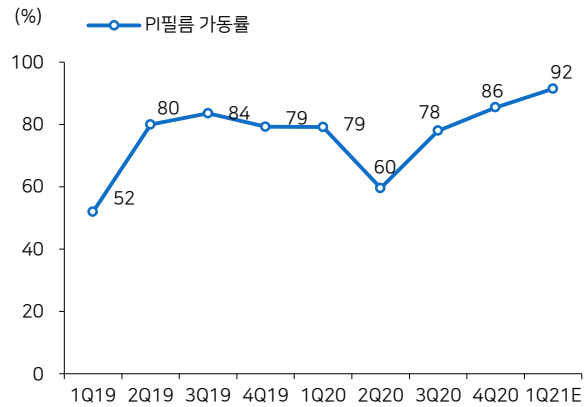
자료: Taimide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 풀가동에도 불구하고 재고자산 낮게 유지 중



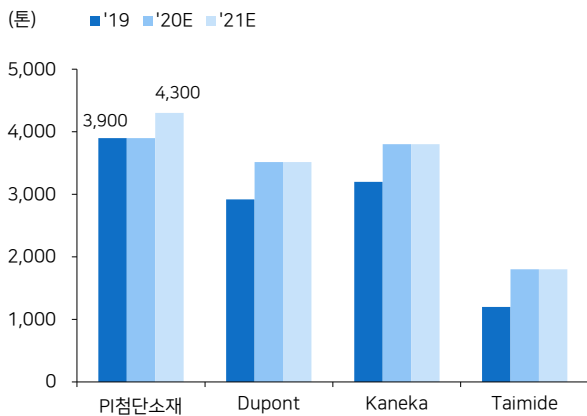
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI필름 가동률 추정



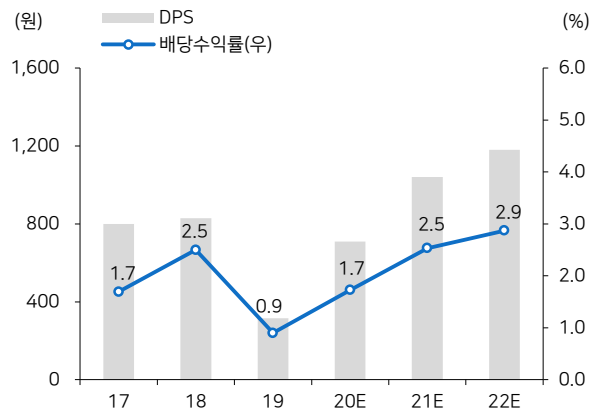
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 PI필름 경쟁사 증설 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

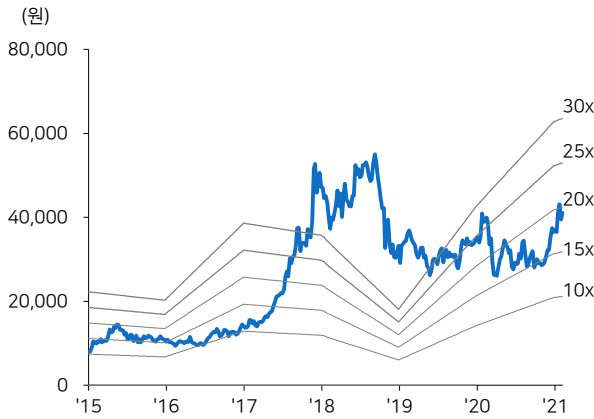
그림6 연도별 DPS 및 배당수익률



주: 배당성향 50% 가정

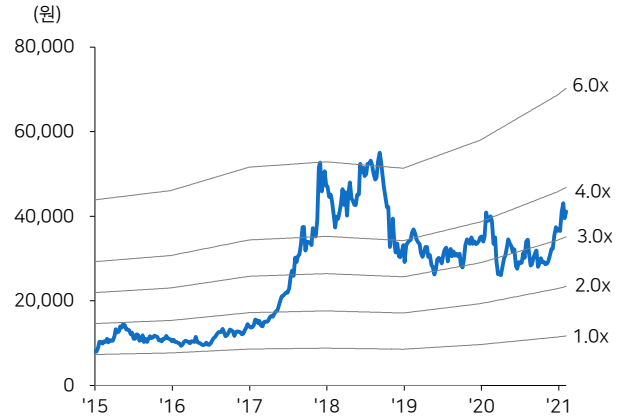
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 P첨단소재 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 P첨단소재 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 P첨단소재 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS (원)	2,090	2021E EPS
적정배수 (배)	28.8	2018년 P필름 업황 업사이클 평균 10% 할인 (2021년 가격 인상 속도가 2018년 만큼 빠르지는 않기 때문)
적정가치 (원)	60,132	
적정주가 (원)	60,000	
현재주가 (원)	41,100	
상승여력 (%)	46.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 P첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주가 (원)									
High	7,980	14,900	14,700	55,300	57,900	38,000	41,500		
Low	6,860	7,610	8,970	13,250	29,450	25,550	22,450		
Average	7,375	11,334	11,268	26,180	43,827	31,763	31,884		
확정치 기준 PER									
High	12.1	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	29.2		
Low	10.4	13.2	12.6	11.9	24.7	42.3	15.8		
Average	11.2	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	22.5		
EPS (원)	660	578	714	1,116	1,191	603	1,420	2,090	2,349
EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	6.7	-49.3	135.3	47.2	12.4
컨센서스 기준 PER									
High	10.8	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	28.3		
Low	9.3	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	15.3		
Average	10.0	15.3	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7		
EPS (원)	737	743	675	1,287	1,371	792	1,469	2,025	2,285
EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	22.8	-42.2	85.5	37.8	12.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	245.5	223.7	261.8	323.2	359.9
매출액증가율 (%)	13.4	-8.9	17.0	23.5	11.3
매출원가	160.3	177.2	176.0	211.5	233.5
매출총이익	80.2	57.3	85.7	111.7	126.3
판매관리비	19.6	23.7	25.8	31.1	36.4
영업이익	60.5	33.6	60.0	80.6	90.0
영업이익률	24.7	15.0	22.9	24.9	25.0
금융손익	-0.4	-2.1	-1.2	-0.7	-0.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.2	-10.4	-3.6	-1.2	-1.1
세전계속사업이익	43.9	21.2	52.8	78.7	88.4
법인세비용	8.9	3.5	11.1	17.3	19.5
당기순이익	35.0	17.7	41.7	61.4	69.0
지배주주지분 순이익	35.0	17.7	41.7	61.4	69.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	17.9	38.1	46.0	102.6	118.6
당기순이익(손실)	35.0	17.7	41.7	61.4	69.0
유형자산상각비	15.0	18.0	17.9	21.2	21.6
무형자산상각비	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	29.8	0.3	-23.3	8.1	14.2
투자활동 현금흐름	-69.4	-14.5	-10.3	-55.3	-20.3
유형자산의증가(CAPEX)	-67.3	-23.9	-10.0	-55.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.7	-0.5	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	-8.8	-6.5	-35.6	-41.3	-43.3
차입금의 증감	14.6	18.3	-25.8	-10.7	-3.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-59.9	17.3	24.2	14.5	77.2
기초현금	71.1	11.2	28.5	52.7	67.2
기말현금	11.2	28.5	52.7	67.2	144.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	105.9	108.5	139.2	153.5	224.1
현금및현금성자산	11.2	28.5	52.7	67.2	144.5
매출채권	25.5	29.7	38.3	45.2	49.3
재고자산	51.5	46.7	36.1	23.5	16.6
비유동자산	266.5	284.5	264.2	303.6	308.7
유형자산	254.0	255.4	244.7	278.5	276.9
무형자산	6.5	5.9	5.5	6.8	8.0
투자자산	4.4	4.7	5.0	5.1	5.1
자산총계	372.4	393.0	403.5	457.1	532.7
유동부채	58.8	93.7	85.0	89.1	98.5
매입채무	13.5	11.5	14.9	17.4	19.1
단기차입금	2.1	22.2	12.7	5.0	5.0
유동성장기부채	12.8	19.6	16.3	16.3	16.3
비유동부채	54.9	48.0	34.7	32.2	29.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	38.6	30.0	17.0	14.0	11.0
부채총계	113.7	141.7	119.7	121.2	127.9
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	134.6	127.2	159.6	211.8	280.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	258.7	251.3	283.7	335.9	404.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	8,359	7,617	8,914	11,006	12,255
EPS(지배주주)	1,191	603	1,420	2,090	2,349
CFPS	-2,041	590	824	493	2,631
EBITDAPS	2,601	2,141	2,684	3,498	3,831
BPS	8,810	8,557	9,662	11,437	13,786
DPS	830	315	710	1,038	1,174
배당수익률(%)	2.5	0.9	1.7	2.5	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	36.8	52.6	28.9	19.7	17.5
PCR	-21.5	53.8	49.9	83.3	15.6
PSR	5.2	4.2	4.6	3.7	3.4
PBR	5.0	3.7	4.3	3.6	3.0
EBITDA	76	63	79	103	113
EV/EBITDA	17.0	15.3	12.1	9.4	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	6.9	15.6	19.8	18.6
EBITDA 이익률	45.8	28.2	52.9	59.8	61.3
부채비율	43.9	56.4	42.2	36.1	31.6
금융비용부담률	0.1	0.8	0.3	0.2	0.0
이자보상배율(x)	65.1	17.1	48.3	80.2	93.6
매출채권회전율(x)	9.0	8.1	7.7	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	4.6	3.6	4.3	7.1	11.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.28	기업브리프	Buy	43,000	주민우	-18.1	-12.0	
2019.03.20	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-27.7	-18.1	
2019.05.27	산업분석	Buy	38,000	주민우	-20.5	-9.2	
2019.10.28	기업브리프	Buy	42,000	주민우	-15.2	-1.2	
2020.03.09	기업브리프	Buy	48,000	주민우	-36.9	-28.1	
2020.06.02	산업분석	Buy	42,000	주민우	-29.7	-22.7	
2020.07.27	기업브리프	Buy	48,000	주민우	-34.2	-20.7	
2021.01.11	기업브리프	Buy	55,000	주민우	-25.2	-20.8	
2021.02.08	기업브리프	Buy	60,000	주민우	-	-	