

# Pi칩단소재 (178920)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>53,000원 (U)</b>
현재주가 (1/12)	<b>38,600원</b>
상승여력	<b>37%</b>

시가총액	11,335억원
총발행주식수	29,366,322주
60일 평균 거래대금	114억원
60일 평균 거래량	332,183주
52주 고	41,500원
52주 저	22,450원
외인지분율	9.04%
주요주주	코리아피아이홀딩스 외 1인 54.14%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.9	27.2	13.5
상대	3.8	14.1	(21.5)
절대(달러환산)	7.9	32.6	19.9

## Big Cycle의 초입에서 그에 맞는 Value를

### 4Q20 Preview : 실적 정상화

4Q20 예상실적은 매출액 695억원(-6.7% QoQ), 영업이익 167억원(+5.3% QoQ) 전망. 4분기는 통상 고객사 재고조정이 발생하는 계절적 비수기임에도 전방시장의 Pi필름 수요 강세 유지됨에 따라 높은 수준의 가동률 유지. 아이폰12 판매호조로 방열시트향 매출이 견조하게 유지되고, 첨단산업용(이차전지 Tape 포함) 필름 매출이 성장하며, FPCB용 필름 매출 감소분을 상쇄한 것으로 추정. 이에 따라 전분기 대비 매출 감소폭 예년만큼 크지 않을 것으로 판단. 또한 3Q20 수익성을 일부 훼손시켰던 비용 이슈도 해소됨에 따라 정상화 될 것으로 판단

### Big Cycle의 초입. P와 Q 동시 상승 수혜 가능

현 시점은 Pi필름 수요가 본격적으로 증가하는 구간의 초입. 이미 Pi필름 거래액은 지난해 3분기를 기점으로 과거 Big Cycle(2H17, 2H19) 수준을 회복. 그러나 이번 수요 증가 Cycle은 과거와 달리 1) 스마트폰 내 대당 사용량 증가(MPI, 방열시트, COF 등), 2) EV시장(배터리 절연 Tape, 모터 권선코팅)으로 전방시장 확대됨에 따라 더욱 강하고 길게 유지될 것으로 판단. 특히, 수요 강세 지속이 예상됨에도 불구하고 글로벌 공급 Capa는 보수적 증설 기조로 제한되어 있어 점진적인 P 상승도 동반될 것으로 판단

올해 예상실적은 매출액 3,229억원(+23.6% YoY), 영업이익 770억원(+28.6% YoY) 전망. P 상승 가능성을 감안해 실적 전망치를 기존 대비 매출 기준 약 5.2% 상향조정. 연초부터 수요 강세 지속됨에 따라 매우 높은 수준의 가동률이 유지되고 있음에도 불구하고 재고레벨이 정상 수준의 약 50% 수준에 불과한 것으로 파악. 당사 전망치를 상회할 가능성도 충분

### 목표주가 53,000원으로 상향. 적정 Value 반영 필요

목표주가를 기존 45,000원에서 53,000원으로 +17.8% 상향조정. 올해 실적 추정치 변경을 반영하고, Target P/E를 25.X로 기존대비 약 5% 할증. 2H17 수요 증가 Cycle 당시 부여받았던 Multiple 대비 여전히 30% 이상 할인된 수준으로 부담없는 Valuation 수준으로 판단. 현 주가는 여전히 저평가되어 있는 상태로 수요가 본격적으로 증가하기 시작하는 Big Cycle의 초입에서 적정 가치를 반영할 필요

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	69	22.5	-6.7	68	2.2
영업이익	17	176.9	5.1	16	5.0
세전계속사업이익	16	501.3	7.9	15	7.1
지배순이익	14	369.1	16.4	11	19.8
영업이익률 (%)	24.1	+13.4 %pt	+2.7 %pt	23.5	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	19.6	+14.5 %pt	+3.9 %pt	16.7	+2.9 %pt

자료: 유안타증권

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

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	245	224	261	323
영업이익	61	34	60	77
지배순이익	35	18	45	62
PER	36.8	52.6	24.3	18.2
PBR	5.0	3.7	3.8	3.7
EV/EBITDA	17.3	18.6	13.4	11.5
ROE	13.8	6.9	16.6	20.9

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	4Q20E			1Q21E			2020E			2021E		
	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출	67.7	69.5	+2.7	71.7	76.3	+6.4	259.6	261.4	+0.7	306.8	322.9	+5.2
영업이익	15.2	16.7	+9.9	16.4	17.8	+8.5	58.4	59.9	+2.6	70.4	77.0	+9.4
지배순이익	12.3	13.6	+10.6	13.2	14.4	+9.1	43.4	44.7	+3.0	56.9	62.3	+9.5

자료: 유안타증권 리서치센터

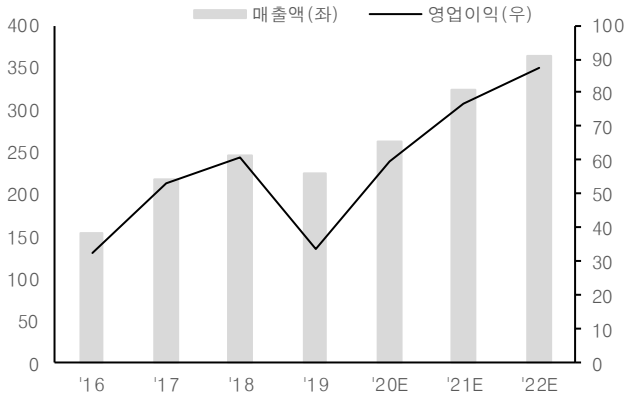
표2. PI첨단소재 분기별 실적 추이

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020E	Y2021E	Y2022E
매출액	61.6	55.8	74.5	69.5	76.3	74.7	88.8	83.2	261.4	322.9	362.8
FPCB	24.8	23.6	31.1	27.3	33.4	33.1	40.6	34.8	106.8	141.8	164.7
방열시트	22.2	18.0	28.6	26.0	26.3	23.9	29.0	28.8	94.8	107.9	114.7
첨단산업	14.6	14.1	14.8	16.2	16.6	17.7	19.3	19.6	59.7	73.1	83.4
YoY%	53.2%	-10.6%	15.7%	22.5%	23.7%	34.0%	19.2%	19.7%	16.8%	23.6%	12.3%
FPCB	45.9%	-17.2%	23.4%	4.1%	34.7%	40.2%	30.4%	27.6%	10.2%	32.9%	16.1%
방열시트	184.6%	-20.4%	12.2%	36.8%	18.3%	32.9%	1.2%	10.9%	26.5%	13.9%	6.2%
첨단산업	-5.2%	24.8%	8.8%	40.0%	13.6%	25.6%	30.2%	20.6%	15.1%	22.4%	14.0%
매출총이익	19.9	18.5	22.8	23.5	25.3	24.7	30.2	28.6	84.8	108.8	123.2
YoY%	131.3%	17.9%	13.9%	81.6%	27.0%	33.5%	32.4%	21.6%	48.0%	28.4%	13.2%
매출총이익율%	32.4%	33.2%	30.6%	33.8%	33.2%	33.0%	34.0%	34.4%	32.4%	33.7%	34.0%
영업이익	14.7	12.5	15.9	16.7	17.8	17.2	21.6	20.4	59.9	77.0	87.6
YoY%	366.7%	26.2%	9.9%	176.8%	21.3%	37.2%	35.9%	21.7%	78.2%	28.6%	13.8%
영업이익율%	23.9%	22.5%	21.3%	24.1%	23.4%	23.0%	24.3%	24.5%	22.9%	23.8%	24.2%

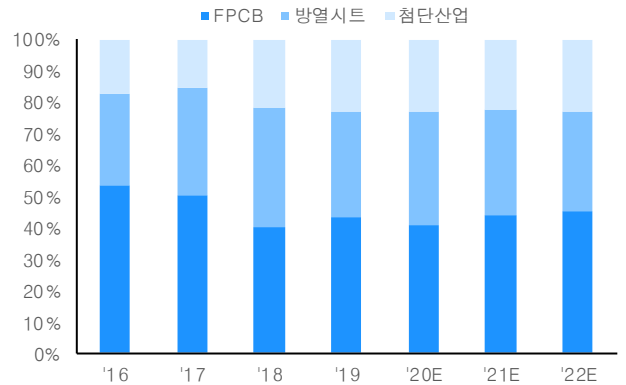
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 연도별 매출 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



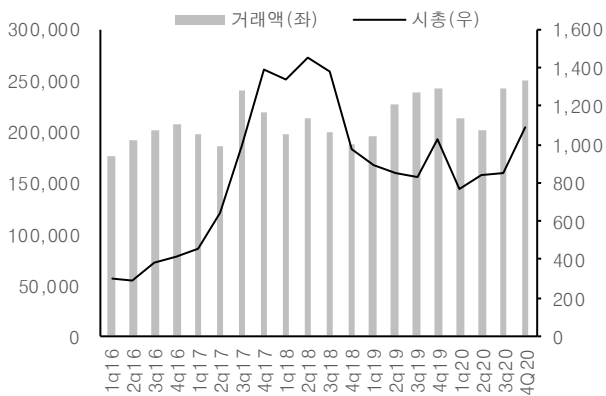
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 부문별 매출비중 추이 (단위 : %)



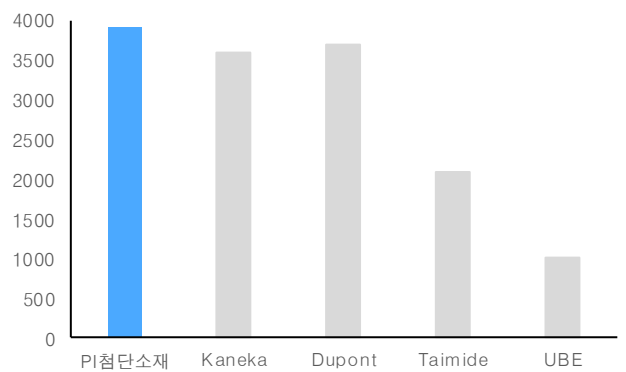
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. PI 필름 거래액 및 시가총액 추이 (단위 : 천\$, 십억원)



자료: KITA, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 PI 필름 업체 Capa 현황 (단위 : 톤/년)



자료: 유안타증권 리서치센터  
주) PI Varnish 제외

PI첨단소재 (178920) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	245	224	261	323	363
매출원가	165	166	177	214	240
매출충이익	80	57	85	109	123
판매비	20	24	25	32	36
영업이익	61	34	60	77	88
EBITDA	76	53	81	97	106
영업외손익	-17	-12	-5	0	1
외환관련손익	1	0	0	1	1
이자손익	0	-2	-1	-1	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-17	-11	-4	0	0
법인세비용차감전순이익	44	21	55	77	88
법인세비용	9	3	10	15	17
계속사업순이익	35	18	45	62	71
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	18	45	62	71
지배지분순이익	35	18	45	62	71
포괄순이익	34	17	45	62	71
지배지분포괄이익	34	17	45	62	71

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	18	38	59	74	79
당기순이익	35	18	45	62	71
감가상각비	15	18	20	19	18
외환손익	0	0	-1	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-33	-2	-16	-11	-14
기타현금흐름	1	5	11	5	5
투자활동 현금흐름	-69	-14	-6	-7	-7
투자자산	0	10	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-67	-24	-4	-6	-6
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	-1	-2	-1	-1
재무활동 현금흐름	-9	-7	-19	-5	-4
단기차입금	-2	20	8	9	10
사채 및 장기차입금	16	-2	-16	-3	-3
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-23	-24	-9	-9	-9
기타현금흐름	0	0	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-33	-2
현금의 증감	-60	17	34	29	67
기초 현금	71	11	29	63	92
기말 현금	11	29	63	92	159
NOPLAT	61	34	60	77	88
FCF	-36	21	50	65	70

자료: 유안타증권

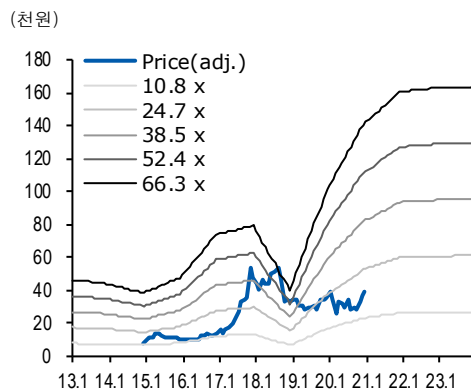
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	106	109	169	211	295
현금및현금성자산	11	29	63	92	159
매출채권 및 기타채권	26	30	58	67	75
재고자산	52	47	46	51	59
비유동자산	266	284	254	240	228
유형자산	254	255	240	227	216
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	372	393	423	452	522
유동부채	59	94	96	106	118
매입채무 및 기타채무	40	33	26	27	29
단기차입금	2	22	30	38	48
유동성장기부채	13	20	13	13	13
비유동부채	55	48	40	37	34
장기차입금	39	30	20	17	14
사채	0	0	0	0	0
부채총계	114	142	136	143	152
지배지분	259	251	287	309	371
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	135	127	163	184	246
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	259	251	287	309	371
순차입금	33	44	1	-23	-83
총차입금	54	73	64	69	76

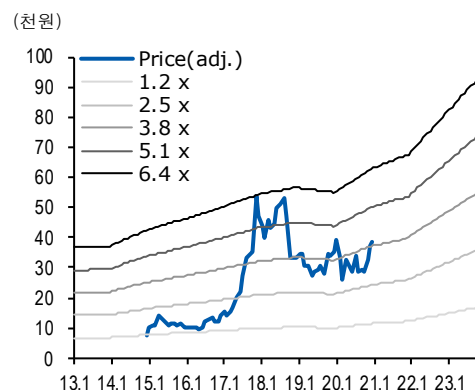
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,191	603	1,523	2,121	2,424
BPS	8,810	8,557	9,765	10,508	12,618
EBITDAPS	2,601	1,788	2,760	3,295	3,614
SPS	8,359	7,617	8,899	10,996	12,353
DPS	830	315	315	315	315
PER	36.8	52.6	24.3	18.2	15.9
PBR	5.0	3.7	3.8	3.7	3.1
EV/EBITDA	17.3	18.6	13.4	11.5	9.9
PSR	5.2	4.2	4.2	3.5	3.1

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	13.4	-8.9	16.8	23.6	12.3
영업이익 증가율 (%)	14.2	-44.5	78.3	28.6	13.8
지배순이익 증가율 (%)	6.7	-49.4	152.5	39.2	14.3
매출충이익률 (%)	32.7	25.6	32.4	33.7	34.0
영업이익률 (%)	24.7	15.0	22.9	23.8	24.2
지배순이익률 (%)	14.3	7.9	17.1	19.3	19.6
EBITDA 마진 (%)	31.1	23.5	31.0	30.0	29.3
ROIC	18.8	9.5	16.5	20.7	23.6
ROA	9.8	4.6	11.0	14.2	14.6
ROE	13.8	6.9	16.6	20.9	21.0
부채비율 (%)	43.9	56.4	47.5	46.4	41.0
순차입금/자기자본 (%)	12.6	17.4	0.2	-7.5	-22.5
영업이익/금융비용 (배)	65.0	17.1	41.3	52.7	55.3

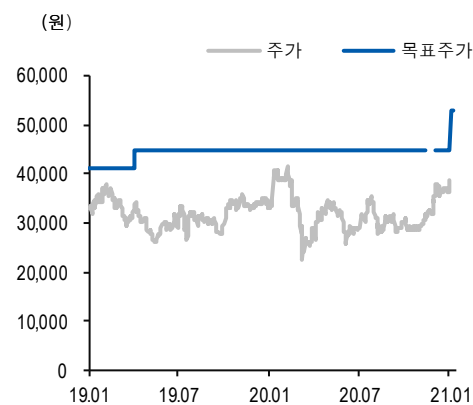
P/E band chart



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
2021-01-13	BUY	53,000	1년		
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
2018-11-25	BUY	41,000	1년	-23.03	-7.68

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)	1.2
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	5.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-10

※해의 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.