

2021. 1. 11



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

**Buy**

**적정주가 (12개월) 55,000 원**

**현재주가 (1.8) 36,500 원**

**상승여력 50.7%**

KOSDAQ	987.79pt
시가총액	10,719억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.51%
외국인비중	8.76%
52주 최고/최저가	41,500원/22,450원
평균거래대금	100.6억원

**주요주주(%)**

코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.14
국민연금공단	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.9	27.4	10.6
상대주가	4.6	-1.2	-28.2

**주가그래프**



# PI첨단소재 178920

## 평가 인상 & 1Q21 사상최대 실적

- ✓ 4Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 5%, 15% 상회할 전망
- ✓ 1Q21 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 10%, 22% 상회 예상
- ✓ 1Q21 P/E를 평가 5~10% 인상과 함께 일부 고객사들의 물량 선확보 진행
- ✓ 2021년 매출액/영업이익 추정치를 종전대비 10%, 22% 상향
- ✓ 글로벌 스마트폰 수요 외에 신규 어플리케이션향 수요 증가로 P/E를 수급에 부담
- ✓ 2018년 이후 3년만의 P/E를 가격 인상 → 추정치 상향 → 적정주가 상향

### 4Q20E / 1Q21E Preview: 모두 컨센서스 큰폭으로 상회

4Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 5%, 15% 상회할 전망이다. 전통적인 재고조정 시즌임에도 불구하고 4Q20 가동률은 89%로 4Q19 79% 대비 높게 유지됐다. 아이폰을 비롯한 전방 수요가 좋았기 때문이다.

1Q21 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 10%, 21% 상회할 전망이다. P/E를 수급이 타이트해 5~10% 평가 인상이 예상되며 이에 대비해 일부 고객사들의 물량 선확보가 진행되고 있기 때문이다. 따라서 1Q21 매출액과 영업이익은 모두 사상 최대치를 기록할 전망이다.

### 3년만의 가격인상 → 2021E 추정치 상향 → 적정주가 상향

2021년 매출액/영업이익 추정치를 종전대비 각각 10%, 22% 상향한다. 글로벌 P/E를 생산능력은 주요 전방시장인 스마트폰 14~15억대 시장에 맞춰져 있으나, 신규 어플리케이션(5G MPI, 폴더블 디스플레이, 배터리 절연 Tape 등)의 확산으로 P/E를 수급에 큰 부담이 되고 있다. 증설이 불가피한 상황이지만 업계 1위 PI첨단소재의 생산능력은 2018년이후 늘어나지 않았다. 경쟁사들의 생산능력도 의미있게 늘어나진 않았다. 2020년 11월 23일 8호기 증설 발표(600톤)를 했으나 8호기 공장이 가동에 들어가는 시점은 2023년이다. 타이트한 P/E를 수급 상황이 길게는 2022년 말까지도 이어질 수 있음을 의미한다. 그 동안 공급부족이 심화되면 가격 인상은 추가적으로 더 발생할 수 있다.

추정치 상향을 반영해 적정주가를 55,000원으로 상향한다. 2017~18년의 P/E를 업황 호황기가 2021~22년 재현될 전망이다. 2018년 이후 3년만의 P/E를 가격 인상이 갖는 의미를 간과해서는 안된다.

(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
2020E	258.2	56.9	41.5	1,412	134.0	9,654	20.2	2.9	12.3	15.5	42.3
2021E	301.5	67.8	54.3	1,848	30.9	11,187	15.4	2.5	10.8	17.7	36.8
2022E	314.5	70.5	56.7	1,930	4.5	13,117	14.7	2.2	10.6	15.9	32.1

표1 PI첨단소재 4Q20 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	70.8	56.7	24.9%	74.5	-4.9%	67.3	5.2%
영업이익	17.8	6.1	193.8%	15.9	11.6%	15.4	15.4%
세전이익	16.9	2.6	539.5%	14.7	15.2%	13.9	21.5%
지배주주 순이익	13.5	2.9	364.1%	11.7	15.2%	10.8	25.1%
영업이익률(%)	25.1%	10.7%		21.4%		22.9%	
지배주주 순이익률(%)	19.1%	5.1%		15.7%		16.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E	1Q21E	2021E	2022E
매출액	78.0	329.4	363.7	71.3	300.5	311.7	9.3%	9.6%	16.7%
영업이익	19.7	82.4	90.6	15.9	67.6	69.6	23.8%	21.9%	30.1%
영업이익률 (%)	25.2%	25.0%	24.9%	22.3%	22.5%	22.3%			
세전이익	19.9	80.5	89.4	15.8	66.2	68.6	25.8%	21.6%	30.3%
순이익	15.5	62.8	69.7	12.9	54.1	56.1	20.2%	16.0%	24.3%

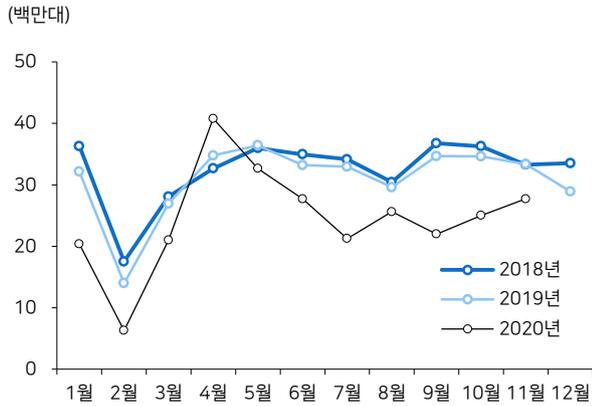
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,187	1,118	1,123	1,108	1,095	1,085	1,180	1,103	1,071
<b>매출액</b>	<b>61.6</b>	<b>55.8</b>	<b>74.5</b>	<b>70.8</b>	<b>78.0</b>	<b>76.2</b>	<b>93.6</b>	<b>81.7</b>	<b>262.7</b>	<b>329.4</b>	<b>363.7</b>
(% QoQ)	8.7%	-9.5%	33.6%	-4.9%	10.1%	-2.3%	23.0%	-12.8%			
(% YoY)	53.2%	-10.6%	15.7%	24.9%	26.5%	36.6%	25.7%	15.3%	17.4%	25.4%	10.4%
FPCB용 PI	24.8	23.6	31.1	29.0	31.8	31.4	34.1	30.8	108.5	128.1	139.0
방열시트용 PI	22.2	18.0	28.6	28.6	30.8	28.5	41.6	34.7	97.4	135.6	146.0
일반산업용 PI	14.6	14.1	14.8	12.7	13.9	14.4	16.1	14.4	56.2	58.8	67.0
PI Varnish	0.1	0.1	0.2	0.6	1.5	1.8	1.8	1.8	0.8	6.9	11.7
<b>영업이익</b>	<b>14.7</b>	<b>12.5</b>	<b>15.9</b>	<b>17.8</b>	<b>19.7</b>	<b>19.0</b>	<b>23.7</b>	<b>20.0</b>	<b>60.9</b>	<b>82.4</b>	<b>90.6</b>
(% QoQ)	143.0%	-14.8%	27.1%	11.6%	10.7%	-3.4%	24.5%	-15.3%			
(% YoY)	366.7%	26.2%	10.1%	193.8%	33.9%	51.6%	48.5%	12.8%	81.3%	35.2%	9.9%
영업이익률 (%)	23.9%	22.5%	21.4%	25.1%	25.2%	25.0%	25.3%	24.5%	23.2%	25.0%	24.9%
<b>세전이익</b>	<b>14.5</b>	<b>10.1</b>	<b>14.7</b>	<b>16.9</b>	<b>19.9</b>	<b>18.0</b>	<b>23.1</b>	<b>19.5</b>	<b>56.1</b>	<b>80.5</b>	<b>89.4</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>12.4</b>	<b>7.0</b>	<b>11.7</b>	<b>13.5</b>	<b>15.5</b>	<b>14.0</b>	<b>18.0</b>	<b>15.2</b>	<b>44.6</b>	<b>62.8</b>	<b>69.7</b>
지배주주순이익률(%)	20.1%	12.5%	15.7%	19.1%	19.9%	18.4%	19.2%	18.7%	17.0%	19.1%	19.2%

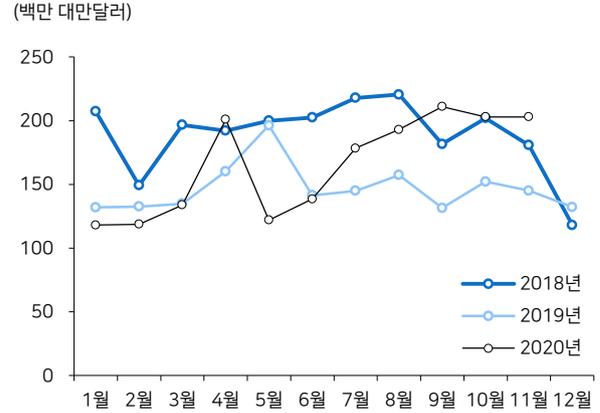
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



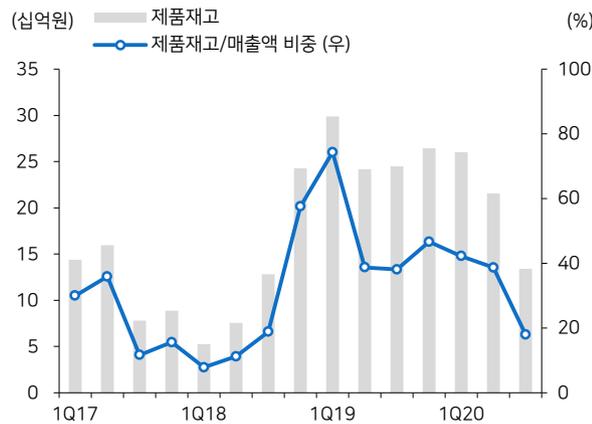
자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 Taimide 월별 매출 추이



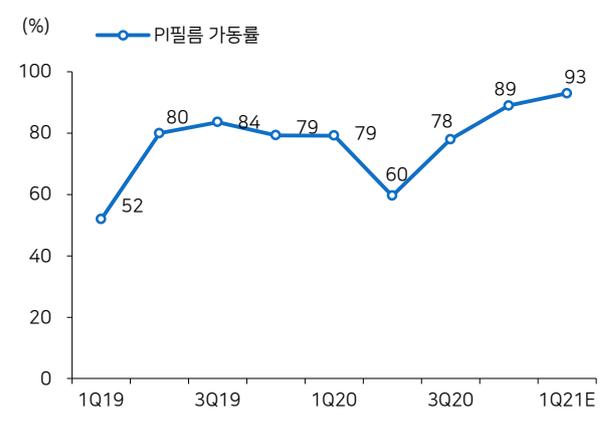
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 3Q20 제품재고 감소



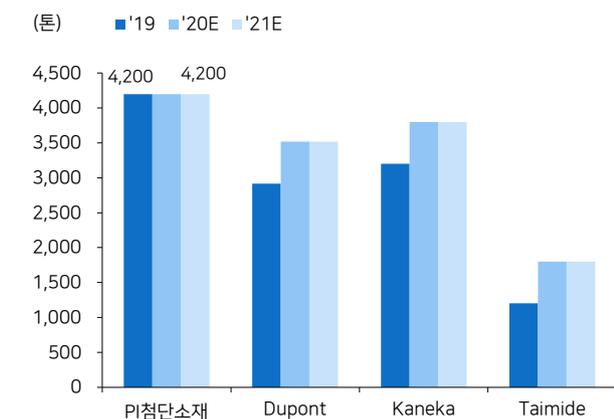
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 P필름 가동률 추정



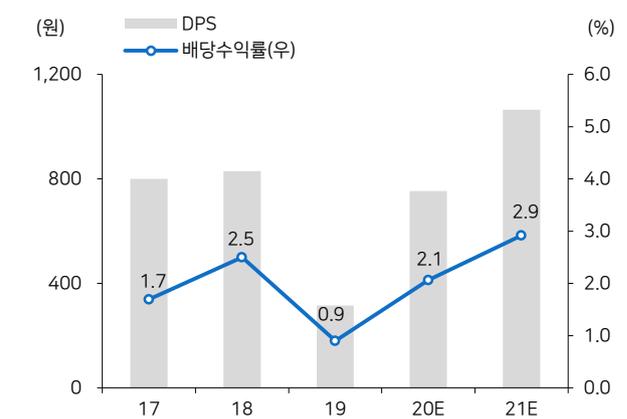
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 P필름 경쟁사 증설 현황



자료: 메리츠증권 리서치센터

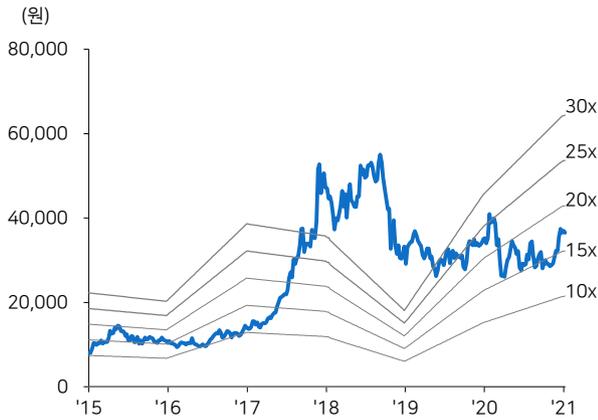
그림6 연도별 DPS 및 배당수익률



주: 배당성향 50% 가정

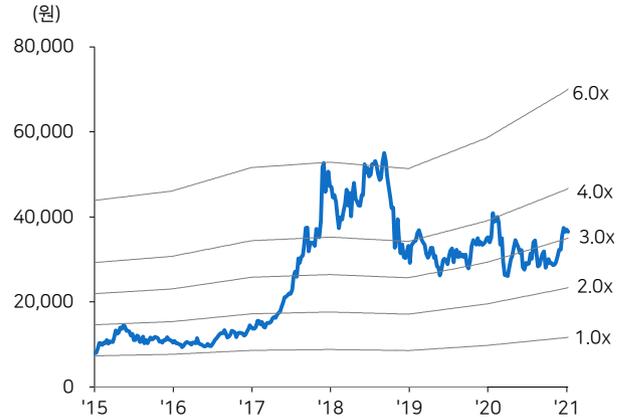
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 Pi첨단소재 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 Pi첨단소재 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 Pi첨단소재 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS (원)	2,138	2021E EPS
적정배수 (배)	26.0	2017~18년 Pi필름 업황 업사이클 평균 멀티플
적정가치 (원)	55,487	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>55,000</b>	
현재주가 (원)	36,500	
상승여력 (%)	50.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 Pi첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주가 (원)</b>									
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		
<b>확정치 기준 PER</b>									
High	12.1	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	27.3		
Low	10.4	13.2	12.6	11.9	24.7	42.3	14.8		
Average	11.2	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	21.0		
EPS (원)	660	578	714	1,116	1,191	603	1,519	2,138	2,375
EPS Growth (%)	-5.6	-12.4	23.6	56.2	6.7	-49.3	151.7	40.8	11.1
<b>컨센서스 기준 PER</b>									
High	10.8	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	28.9		
Low	9.3	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	15.6		
Average	10.0	15.3	16.7	20.3	32.0	40.1	22.2		
EPS (원)	737	743	675	1,287	1,371	792	1,437	1,938	2,115
EPS growth (%)	5.4	12.6	16.7	80.1	22.8	-42.2	81.4	34.9	9.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

## PI 첨단소재 (178920)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	245.5	223.7	262.7	329.4	363.7
매출액증가율 (%)	13.4	-8.9	17.4	25.4	10.4
매출원가	160.3	177.2	175.9	215.3	236.4
매출총이익	80.2	57.3	86.8	114.1	127.3
판매관리비	19.6	23.7	25.9	31.7	36.8
<b>영업이익</b>	<b>60.5</b>	<b>33.6</b>	<b>60.9</b>	<b>82.4</b>	<b>90.6</b>
영업이익률	24.7	15.0	23.2	25.0	24.9
금융손익	-0.4	-2.1	-1.2	-0.7	0.0
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	56.1	80.5	89.4
법인세비용	8.9	3.5	11.5	17.7	19.7
<b>당기순이익</b>	<b>35.0</b>	<b>17.7</b>	<b>44.6</b>	<b>62.8</b>	<b>69.7</b>
지배주주지분 순이익	35.0	17.7	44.6	62.8	69.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>17.9</b>	<b>38.1</b>	<b>48.7</b>	<b>102.0</b>	<b>118.7</b>
당기순이익(손실)	35.0	17.7	44.6	62.8	69.7
유형자산상각비	15.0	18.0	17.9	18.9	20.6
무형자산상각비	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	29.8	0.3	-23.5	8.2	14.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-69.4</b>	<b>-14.5</b>	<b>-10.3</b>	<b>-25.3</b>	<b>-35.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-67.3	-23.9	-10.0	-25.0	-35.0
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.7	-0.5	-0.6	-0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-8.8</b>	<b>-6.5</b>	<b>-35.6</b>	<b>-42.6</b>	<b>-44.1</b>
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	27.0	43.6	62.1
기초현금	71.1	11.2	28.5	55.6	99.2
기말현금	11.2	28.5	55.6	99.2	161.3

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	105.9	108.5	142.8	186.0	241.4
현금및현금성자산	11.2	28.5	55.6	99.2	161.3
매출채권	25.5	29.7	38.8	45.6	49.8
재고자산	51.5	46.7	36.1	23.4	16.5
비유동자산	266.5	284.5	264.4	276.1	297.2
유형자산	254.0	255.4	244.7	250.9	265.3
무형자산	6.5	5.9	5.5	6.8	8.0
투자자산	4.4	4.7	5.0	5.1	5.1
<b>자산총계</b>	<b>372.4</b>	<b>393.0</b>	<b>407.1</b>	<b>462.1</b>	<b>538.6</b>
유동부채	58.8	93.7	85.7	89.8	99.3
매입채무	13.5	11.5	15.1	17.6	19.3
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	29.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	38.6	30.0	17.0	14.0	11.0
<b>부채총계</b>	<b>113.7</b>	<b>141.7</b>	<b>120.5</b>	<b>122.0</b>	<b>128.7</b>
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	162.5	216.1	285.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>258.7</b>	<b>251.3</b>	<b>286.6</b>	<b>340.2</b>	<b>409.9</b>

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,359	7,617	8,945	11,217	12,385
EPS(지배주주)	1,191	603	1,519	2,138	2,375
CFPS	-2,041	590	920	1,485	2,115
EBITDAPS	2,601	2,141	2,717	3,479	3,817
BPS	8,810	8,557	9,761	11,584	13,958
DPS	830	315	753	1,065	1,182
배당수익률(%)	2.5	0.9	2.1	2.9	3.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	36.8	52.6	24.0	17.1	15.4
PCR	-21.5	53.8	39.7	24.6	17.3
PSR	5.2	4.2	4.1	3.3	2.9
PBR	5.0	3.7	3.7	3.2	2.6
EBITDA	76	63	80	102	112
EV/EBITDA	17.0	15.3	12.0	9.8	9.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.8	6.9	16.6	20.0	18.6
EBITDA 이익률	45.8	28.2	55.9	61.4	62.2
부채비율	43.9	56.4	42.0	35.9	31.4
금융비용부담률	0.1	0.8	0.3	0.1	-0.1
이자보상배율(x)	65.1	17.1	49.1	82.0	94.1
매출채권회전율(x)	9.0	8.1	7.7	7.8	7.6
재고자산회전율(x)	4.6	3.6	4.2	7.2	11.8

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

**투자 의견 비율**

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.01.03	기업브리프	Buy	46,000	주민우	-29.8	-24.9	
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	-	-	