

디스플레이



김광진

02 3770 5594
kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	45,000원 (I)
현재주가 (11/23)	30,700원
상승여력	46.6%

시가총액	9,015 억원
총발행주식수	29,366,322 주
60일 평균 거래대금	62억원
60일 평균 거래량	206,274주
52주 고	41,500 원
52주 저	22,450 원
외인지분율	8.07 %
주요주주	코리아피아이홀딩스 외 1 인 54.14

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.32	8.48	(8.36)
상대	(2.56)	(1.12)	(33.48)
절대(달러환산)	0.57	8.47	(8.94)

PI첨단소재 (178920): 본격 수요증가 구간 진입

• 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

글로벌 1위 PI필름 업체 PI첨단소재에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시
목표주가는 '21년 예상 EPS에 Target P/E 23.5X 적용. Target P/E는 '17년 수요증가 사이클 진입구간에서 동사가 부여 받았던 평균 P/E

• 내년부터 PI필름 본격 수요증가 구간 진입

내년부터 1) 전방시장 PI필름 수요 증가, 2) PI Varnish 매출처 확보를 기반으로 본격 실적 성장 구간 진입
예상 전방시장 수요 증가는 1) Set 판매 회복, 2) 5G 및 고사양 스마트폰 확대에 따른 해당 PI필름 사용 증가에 기인 특히, 5G 스마트폰에서 유전율과 발열 관리는 중요한 이슈. MPI 및 방열시트 PI필름 수요 증가 예상대비 클 것 내년 동사의 PI필름 예상 판매량은 올해 2,752톤 수준에서 내년 3,081톤 수준으로 증가 예상.
그동안 매출처를 찾지 못했던 PI Varnish 판매가 내년부터 EV모터 권선코팅용으로 이루어지는 점도 긍정적 PI Varnish는 약 225톤 수준의 판매 전망

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	245	224	260	307	325
영업이익	61	34	58	70	76
영업이익률	24.7	15.0	22.5	23.0	23.3
지배주주귀속 순이익	35	18	43	57	62
EPS	1,191	603	1,479	1,938	2,099
PER	36.8	52.6	20.7	15.8	14.6
PBR	5.0	3.7	3.2	3.0	2.5
EV/EBITDA	17.3	18.6	11.5	10.0	9.0
ROE	13.8	6.9	16.2	19.3	18.7

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정

- 내년 예상실적은 매출액 3,068억원(+18.2% YoY), 영업이익 704억원(+20.6% YoY)로 사상 최대실적 달성 전망
- 동사의 내년 예상 PI소재 판매량은 3,300톤(PI필름+Pi Varnish)수준으로 높은 수준의 가동률 유지될 것으로 예상되며, 전방시장 수요 증가 감안 시 '22년부터는 공급부족 구간 진입 예상. 경쟁업체들이 보수적 증설 기조를 유지하고 있는 만큼 최대주주 변경 이후 보류했던 증설 재개(약 600톤)를 통한 시장 지배력 확대 가능성 존재

PI첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	61.6	55.8	74.5	67.7	71.7	71.2	85.0	78.8	259.6	306.8	324.9
FPCB	24.8	23.6	31.1	26.8	28.8	29.3	36.5	31.7	106.3	126.3	127.8
방열시트	22.2	18.0	28.6	24.6	26.3	23.9	29.0	27.2	93.4	106.4	112.3
첨단산업	14.6	14.1	14.8	16.4	16.7	18.0	19.6	19.9	59.9	74.1	84.9
YoY	53.2%	-10.6%	15.7%	19.5%	16.4%	27.7%	14.1%	16.4%	16.1%	18.2%	5.9%
FPCB	45.9%	-17.2%	23.4%	2.3%	16.2%	24.1%	17.2%	18.3%	9.7%	18.8%	1.2%
방열시트	184.6%	-20.4%	12.2%	29.2%	18.3%	32.9%	1.2%	10.9%	24.6%	13.9%	5.6%
첨단산업	-5.2%	24.8%	8.8%	41.3%	14.1%	27.7%	32.2%	21.4%	15.4%	23.8%	14.5%
매출총이익	19.9	18.5	22.8	21.8	23.5	23.2	28.4	25.6	83.1	100.6	107.4
YoY	131.3%	17.9%	13.9%	68.7%	17.7%	25.3%	24.5%	17.1%	45.1%	21.1%	6.8%
매출총이익율%	32.4%	33.2%	30.6%	32.2%	32.7%	32.5%	33.4%	32.4%	32.0%	32.8%	33.1%
영업이익	14.7	12.5	15.9	15.2	16.4	16.0	20.2	17.8	58.4	70.4	75.6
YoY	366.7%	26.2%	9.9%	151.9%	11.7%	27.9%	26.9%	16.8%	73.7%	20.6%	7.4%
영업이익율%	23.9%	22.5%	21.3%	22.5%	22.9%	22.5%	23.7%	22.6%	22.5%	23.0%	23.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

PI첨단소재 (178920) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	245	224	260	307	325
매출원가	165	166	177	206	217
매출총이익	80	57	83	101	107
판매비	20	24	25	30	32
영업이익	61	34	58	70	76
EBITDA	76	53	79	90	94
영업외손익	-17	-12	-5	0	1
외환관련손익	1	0	0	0	0
이자손익	0	-2	-1	-1	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-17	-11	-4	1	1
법인세비용차감전순이익	44	21	54	71	76
법인세비용	9	3	10	14	15
계속사업순이익	35	18	43	57	62
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	18	43	57	62
지배지분순이익	35	18	43	57	62
포괄순이익	34	17	43	57	62
지배지분포괄이익	34	17	43	57	62

주영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	18	38	45	64	74
당기순이익	35	18	43	57	62
감가상각비	15	18	20	18	17
외환손익	0	0	1	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-33	-2	-28	-17	-10
기타 현금흐름	1	5	10	6	6
투자활동 현금흐름	-69	-14	-4	-7	-7
투자자산	0	10	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-67	-24	-3	-6	-6
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	-2	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-9	-7	-18	-16	-15
단기차입금	-2	20	2	-3	-2
사채 및 장기차입금	16	-2	-10	-3	-3
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-23	-24	-9	-9	-9
기타 현금흐름	0	0	-1	-1	-1
연결범위변동 등 기타	0	0	-2	-30	-1
현금의 증감	-60	17	22	11	51
기초 현금	71	11	29	50	62
기말 현금	11	29	50	62	113
NOPLAT	48	28	47	57	61
FCF	-36	21	37	53	63

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

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	106	109	147	174	234
현금및현금성자산	11	29	51	62	113
매출채권 및 기타채권	26	30	40	47	51
재고자산	52	47	55	63	68
비유동자산	266	284	267	254	242
유형자산	254	255	238	226	214
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	372	393	414	428	476
유동부채	59	94	86	85	84
매입채무 및 기타채무	40	33	24	25	26
단기차입금	2	22	24	21	19
유동성장기부채	13	20	17	17	17
비유동부채	55	48	42	39	36
장기차입금	39	30	23	20	17
사채	0	0	0	0	0
부채총계	114	142	128	124	120
지배지분	259	251	285	304	356
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	135	127	161	180	232
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	259	251	285	304	356
순차입금	33	44	14	-4	-60
총차입금	54	73	64	58	53

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,191	603	1,479	1,938	2,099
BPS	8,810	8,557	9,720	10,352	12,136
EBITDAPS	2,601	1,788	2,697	3,054	3,191
SPS	8,359	7,617	8,840	10,446	11,064
DPS	830	315	315	315	315
PER	36.8	52.6	20.7	15.8	14.6
PBR	5.0	3.7	3.2	3.0	2.5
EV/EBITDA	17.3	18.6	11.5	10.0	9.0
PSR	5.2	4.2	3.5	2.9	2.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	13.4	-8.9	16.1	18.2	5.9
영업이익 증가율 (%)	14.2	-44.5	73.8	20.6	7.4
지배순이익 증가율 (%)	6.7	-49.4	145.1	31.1	8.3
매출총이익률 (%)	32.7	25.6	32.0	32.8	33.1
영업이익률 (%)	24.7	15.0	22.5	23.0	23.3
지배순이익률 (%)	14.3	7.9	16.7	18.6	19.0
EBITDA 마진 (%)	31.1	23.5	30.5	29.2	28.8
ROIC	18.8	9.5	16.2	19.2	20.8
ROA	9.8	4.6	10.8	13.5	13.6
ROE	13.8	6.9	16.2	19.3	18.7
부채비율 (%)	43.9	56.4	45.0	40.7	33.6
순차입금/자기자본 (%)	12.6	17.4	4.8	-1.2	-16.9
영업이익/금융비용 (배)	65.0	17.1	39.5	52.5	62.1