

PI첨단소재 (178920.KQ)

출하량은 늘어나는데 가격이 오른다면?

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

주요 전방산업인 스마트폰 뿐 아니라 2차전지, 5G 안테나 MPI 등 첨단 산업 수요도 확대되어 예상보다 출하량 빠르게 증가하는 상황. 부자재 가격 인상 등으로 가격 인상이 예상되는 점도 긍정적

실적 추정치 상향 반영해 목표주가 상향

동사에 대한 목표주가를 기존 48,000원에서 53,000원으로 10% 상향하고 투자 의견 Buy를 유지. 목표주가는 동사 2021년 주당 순이익(9.5% 상향)에 기존 Target PER 27배를 적용해서 산출

주당 순이익 상향의 주된 배경은 1)기존 주요 전방산업인 스마트폰향 출하량 증가, 2)2차전지 및 5G 안테나용 MPI 등 첨단산업 수요 확대, 3)부재료 가격 인상 및 수급 상황 고려한 가격 인상

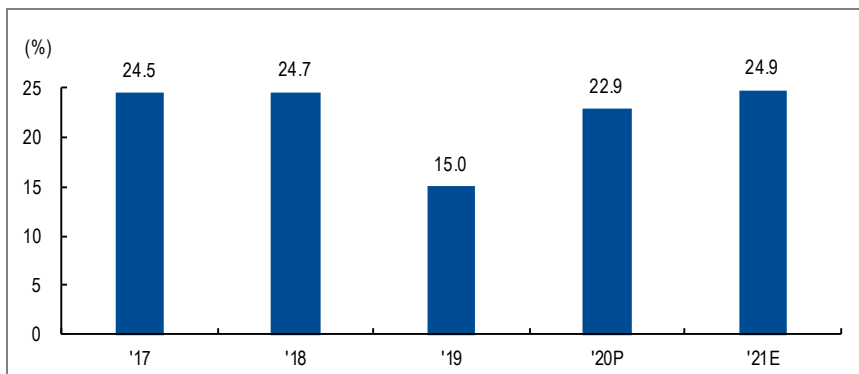
출하량 확대 및 마진 상승 기대되는 실적 증가세 초입 국면

동사 2021년 매출액 및 영업이익을 기존 대비 각각 5.1%, 9.5% 상향한 3,155억원(+20.5% y-y)과 785억원(+30.7% y-y, 영업이익률 24.9%)으로 전망

주요 실적 가정 변화 요인은 전방산업 수요 증가에 따른 출하량 상향(+3%), 그리고 2)솔벤트 등 부재료 가격 상승 및 타이트한 수급으로 인한 혼합평균가격 상승(+3%). 이를 반영해 매출액과 영업이익률을 기존 대비 각각 5.1%, 1%p 상향

가격 인상이 반영될 것으로 예상되는 2021년 2분기부터 동사 마진 상승세가 본격화될 것으로 전망. 동사는 과거 업황이 호조세였던 2017년 20% 중반의 영업이익률을 달성할 수 있을 것으로 기대

동사 연간 영업이익률 추이 및 전망 - 과거의 20% 중반대 마진 회복 전망



자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 53,000원 (상향)

현재가 ('21/02/05) 41,100원

업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	3,120.63 / 967.42
시가총액(보통주)	1,207.0십억원
발행주식수(보통주)	29.4백만주
52주 최고가 ('21/1/20)	43,550원
최저가 ('20/3/19)	22,450원
평균거래대금(60일)	14.9십억원
배당수익률(2021E)	0.85%
외국인지분율	9.6%

주요주주

코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.1%
국민연금공단	5.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	39.8	16.1	4.8
상대수익률 (%p)	22.1	1.7	-28.3

	2019	2020P	2021E	2022F
매출액	223.7	261.8	315.5	329.3
증감률	-8.9	17.0	20.5	4.4
영업이익	33.6	60.0	78.5	84.8
증감률	-44.5	78.7	30.7	8.1
영업이익률	15.0	22.9	24.9	25.8
당기순이익	17.7	41.8	57.2	63.8
EPS	603	1,422	1,947	2,174
증감률	-49.4	135.7	36.9	11.7
PER	58.0	26.0	21.1	18.9
PBR	4.1	3.8	3.6	3.1
EV/EBITDA	20.4	12.8	11.1	9.9
ROE	6.9	15.6	18.6	17.8
부채비율	56.4	49.4	41.4	34.3
순차입금	43.1	-54.4	-101.7	-159.3

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하

02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

RA 김민준

02)229-6754 minjun.kim@nhqv.com

Summary

PI첨단소재는 PI필름 글로벌 1위 생산 업체로 FPCB 소재, 스마트폰 방열시트, EV 배터리용 절연 테이프, MLCC 공정소재 등을 생산. 2020년 매출액은 2,618억원(+17.0% y-y)이며 사업부문별 매출은 FPCB부문 약 42%, 방열시트부문 약 36%, 첨단산업부문 약 22%로 구성. 주요 전방산업인 스마트폰 수요 회복으로 매출액 회복세가 전망되며, 중장기적으로는 폴더블 스마트폰, 5G 안테나 소재(MPI), 2차전지 등 성장성이 높은 산업에서 기술력을 바탕으로 지속적인 수혜를 입을 것으로 예상

Share price drivers/Earnings Momentum

- 전방산업 수요 증가에 따른 출하량 증가
- 부재료 가격 상승 및 타이트한 수급으로 인한 혼합 평균 가격 상승
- 2차전지 및 5G 안테나용 MPI 등 첨단산업 수요 확대

Downside Risk

- 스마트폰 산업 수요의 전반적인 부진
- 전장 산업 수요 부진

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2020E	2021F	2020E	2021F	2020E	2021F
Kaneka	23.8	16.2	0.8	0.7	3.2	4.6
Ube Industries	15.6	9.8	0.6	0.6	3.9	6.2
Dupont	23.6	24.5	1.5	1.2	5.4	5.7
Toray Industries	32.2	16.9	1.0	1.0	2.8	6.1
Taimide Tech	17.1	14.9	-	-	-	-

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2018	2019	2020P	2021F	2022F
PER	27.9	58.0	25.9	23.1	20.6
PBR	3.8	4.1	3.8	3.7	3.2
PSR	4.0	4.6	4.2	4.0	3.8
ROE	13.8	6.9	15.7	17.1	16.7
ROIC	22.3	10.4	14.2	17.7	19.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	108	116	134	137	136	153	216	245	224
영업이익	33	27	39	37	29	32	53	61	34
영업이익률(%)	30.8	23.6	29.5	27.3	21.2	21.1	24.5	24.7	15.0
세전이익	25	21	33	28	21	28	42	44	21
순이익	21	16	26	22	17	21	33	35	18
EBITDA	44	40	52	49	41	45	68	76	53
CAPEX	53	4	2	3	29	27	12	67	24
Free Cash Flow	-25	23	43	21	-7	6	58	-49	14
EPS(원)	564	447	699	660	578	714	1,116	1,191	603
BPS(원)	5,262	5,682	5,774	6,595	7,171	7,783	8,453	8,810	8,557
DPS(원)	0	600	660	0	110	450	800	830	315
순차입금	24	1	-21	-2	5	2	-42	42	43
ROE(%)	21.4	8.2	12.2	10.7	8.4	9.6	13.8	13.8	6.9
ROIC(%)	37.6	12.4	16.1	15.9	12.9	12.9	19.2	22.3	10.4
배당성향(%)	0.0	134.2	94.4	0.0	19.0	63.0	71.7	69.7	52.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	1.1	3.2	1.7	2.5	0.9
순차입금 비율(%)	12.5	0.3	-9.9	-1.1	2.4	0.8	-17.1	16.3	17.1

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

업황 호조세 반영한 실적 및 목표주가 상향

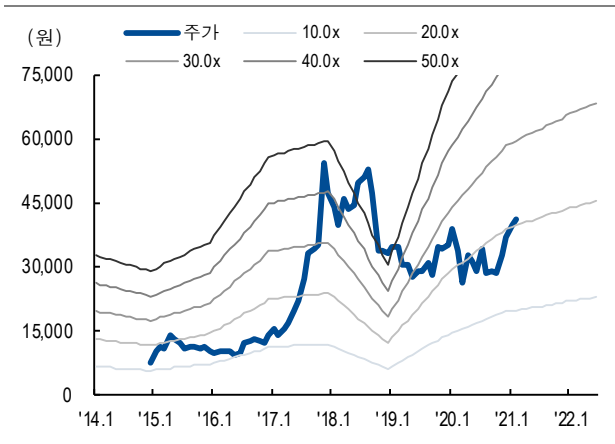
**목표주가 53,000원,
현재주가 대비 28.9%
상승 여력 존재**

PI첨단소재에 대한 목표주가를 기존 48,000원에서 53,000원으로 10% 상향하고 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 동사 2021년 주당 순이익(9.5% 상향)에 기존 목표 PER 27배를 적용해서 산출했으며 현재 주가 대비 28.9% 수준의 상승 여력이 존재한다.

먼저 2021년 동사 주당 순이익 추정치를 기존 대비 9.5% 상향해 목표주가를 상향했다. 주당 순이익 상향의 주된 배경은 1)스마트폰 등 주요 전방산업 수요 회복과 2차전지, 5G 안테나용 MPI 소재 등 첨단산업 시장 수요 확대에 따른 출하량 증가, 그리고 2)가동률 및 가격 상승으로 인한 마진 개선이다.

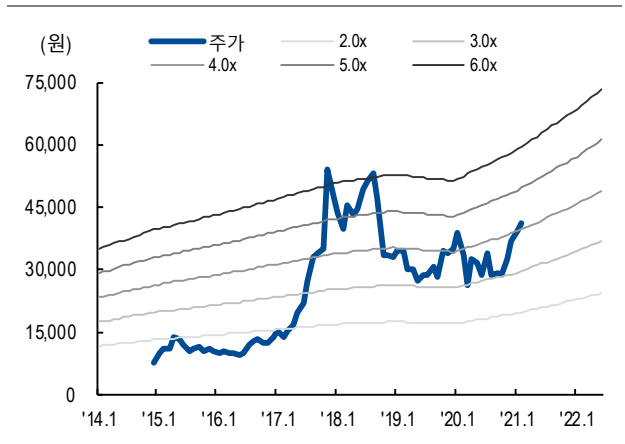
Target PER 27배는 2014년 상장 이후 6년 평균 수준이며 2021년 2분기부터 가격 상승을 통한 추가 이익률 상승이 가능하다는 점과 5G, 2차전지 등 성장성이 높은 산업에서의 성장성 고려하면 향후 추가 멀티플 상향도 가능할 것으로 기대된다.

그림1. Forward PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. Trailing PBR



자료: NH투자증권 리서치본부

표1. PI첨단소재 4분기 실적 Review (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P					
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	1Q21E
매출액	56.7	61.6	55.8	74.5	69.9	23.3	-6.1	69.3	69.3	40.2
영업이익	6.0	14.7	12.5	15.9	16.9	179.2	6.0	16.5	16.3	3.2
<i>영업이익률</i>	10.7	23.9	22.5	21.4	24.1			23.8	23.5	7.8
세전이익	2.6	14.5	10.1	14.6	13.5	413.8	-7.8	14.9	15.0	2.5
당기순이익	2.9	12.4	7.0	11.7	10.7	266.7	-9.0	10.9	10.6	2.1

주: IFRS 별도기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

예상보다 빠르게 확대되는 PI 수요, 가격 인상으로 마진 상승세 전망

2021년 매출액
3,155억원(+21% y-y)
영업이익
785억원(+31% y-y)

당사는 PI첨단소재의 2021년 매출액 및 영업이익을 기존 대비 각각 5.1%, 9.3% 상향한 3,155억원(+ 20.5% y-y)과 785억원(+ 30.7% y-y, 영업이익률 24.9%)으로 전망한다.

2021년 전망치 상향의 주된 배경은 1)스마트폰 출하량 증가 및 2차전지, 5G MPI 소재 등 첨단산업 수요 증가를 고려한 출하량 상향(+3%), 그리고 2)솔벤트 등 부재료의 가격 상승 및 타이트한 공급으로 인한 혼합평균가격 상승(+3%)을 반영해 매출액과 영업이익률을 각각 5.1%, 1%p 상향했기 때문이다.

PI 수요 예상보다
빠르게 확대되고 있음

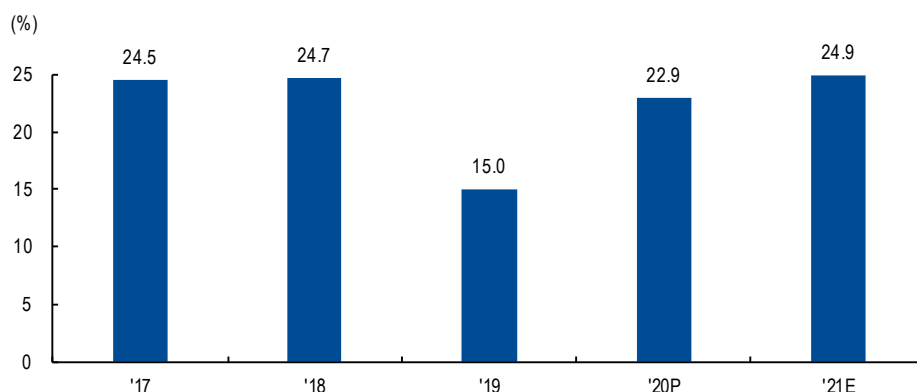
주요 전방산업인 스마트폰용 PI 소재 출하량은 예상보다 빠르게 확대되고 있는 상황이다. Apple의 iPhone 12 시리즈 판매 호조세가 지속되고 있고 중화권 업체들의 Huawei 물량 확보를 위한 재고 축적 등으로 PI를 포함한 대부분의 IT부품의 공급이 부족한 상황이다. 또한 OLED 디스플레이를 탑재한 스마트폰 침투율이 높아지면서 방열필름의 수요도 빠르게 증가하고 있는 것으로 판단된다.

기존의 스마트폰 뿐 아니라 2차전지와 5G 스마트폰 안테나용 FPCB에 사용되는 MPI 소재 수요 증가도 동사 매출 성장을 견인하고 있다. 중장기적으로 관련 산업은 지속적인 성장세를 기록할 것으로 기대되어 실적 확대에 긍정적으로 작용할 전망이다.

가동률 상승,
가격 인상으로
마진 상승세 전망

추가적으로 솔벤트 등 부재료 가격 상승 및 공급 불균형 확대에 따라 동사는 곧 가격을 인상할 것으로 기대된다. 본격적인 가격 인상은 2분기부터 반영될 것으로 예상되며 출하량 확대에 따른 가동률 상승, 가격 인상 등으로 동사 마진은 과거 업황이 호조세였을 때 기록했던 20% 중반의 영업이익률을 달성할 것으로 전망한다.

그림3. 동사 연간 영업이익률 추이 및 전망 - 과거의 20% 중반대 마진 회복 전망



자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. PI첨단소재 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2019	2020P	2021E	2022F
매출액	- 수정 후	223.7	261.8	315.5	329.3
	- 수정 전	-	261.1	300.3	316.1
	- 변동률	-	0.3	5.1	4.2
영업이익	- 수정 후	33.6	60.0	78.5	84.8
	- 수정 전	-	59.6	71.8	76.3
	- 변동률	-	0.7	9.3	11.3
영업이익률(수정 후)		15.0	22.9	24.9	25.8
EBITDA		52.5	80.7	99.6	105.9
당기순이익		17.7	41.8	57.2	63.8
EPS	- 수정 후	603	1,422	1,947	2,174
	- 수정 전	-	1,430	1,778	1,997
	- 변동률	-	-0.5	9.5	8.9
PER		58.0	26.0	21.1	18.9
PBR		4.1	3.8	3.6	3.1
EV/EBITDA		20.4	12.8	11.1	9.9
ROE		6.9	15.6	18.6	17.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. PI첨단소재 제품별 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2019	2020P	2021E	2022F
매출액	223.7	261.8	315.5	329.3
Quantity (Ton)	3,052	3,579	4,057	4,260
FPCB	96.9	109.9	132.2	134.0
G/S (Graphite Sheet, 방열시트)	74.9	93.6	113.6	121.0
첨단산업	51.9	58.2	67.9	70.3
영업이익	33.6	60.0	78.5	84.8
영업이익률(%)	15.0	22.9	24.9	25.8
세전이익	21.2	52.8	72.4	80.8
당기순이익	17.7	41.8	57.2	63.8

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. PI첨단소재 제품별 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, Ton, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	61.6	55.8	74.5	69.9	74.2	76.8	87.9	76.6
Quantity (Ton)	866.0	745.0	1,059.0	909.4	973.1	979.2	1,137.5	967.6
FPCB	24.8	23.6	31.1	30.4	31.9	33.1	34.0	33.2
G/S (Graphite Sheet, 방열시트)	22.2	18.0	28.6	24.8	25.9	27.3	34.5	25.9
첨단산업	14.6	14.1	14.8	14.7	16.0	16.1	18.9	17.0
영업이익	14.7	12.5	15.9	16.8	18.3	19.4	22.4	18.3
영업이익률(%)	23.9	22.5	21.4	24.1	24.7	25.3	25.5	23.9
세전이익	14.5	10.1	14.6	13.5	18.3	17.8	21.3	15.0
당기순이익	12.4	7.0	11.7	10.6	14.4	14.1	16.8	11.9

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2019/12A	2020/12P	2021/12E	2022/12F
매출액	223.7	261.8	315.5	329.3
증감률 (%)	-8.9	17.0	20.5	4.4
매출원가	166.4	173.9	204.7	210.2
매출총이익	57.3	87.9	110.9	119.1
Gross 마진 (%)	25.6	33.6	35.1	36.2
판매비와 일반관리비	23.7	27.8	32.4	34.2
영업이익	33.6	60.0	78.5	84.8
증감률 (%)	-44.5	78.7	30.7	8.1
OP 마진 (%)	15.0	22.9	24.9	25.8
EBITDA	52.5	80.7	99.6	105.9
영업외손익	-12.4	-7.3	-6.1	-4.0
금융수익(비용)	-2.1	-1.8	-0.9	-0.2
기타영업외손익	-10.4	-5.5	-5.2	-3.8
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	21.2	52.8	72.4	80.8
법인세비용	3.4	11.0	15.2	17.0
계속사업이익	17.7	41.8	57.2	63.8
당기순이익	17.7	41.8	57.2	63.8
증감률 (%)	-49.4	135.7	36.9	11.7
Net 마진 (%)	7.9	15.9	18.1	19.4
지배주주지분 순이익	17.7	41.8	57.2	63.8
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	16.9	41.8	57.2	63.8

Valuation / Profitability / Stability				
	2019/12A	2020/12P	2021/12E	2022/12F
PER(배)	58.0	26.0	21.1	18.9
PBR(배)	4.1	3.8	3.6	3.1
PCR(배)	22.6	14.5	12.9	11.9
PSR(배)	4.6	4.2	3.8	3.7
EV/EBITDA(배)	20.4	12.8	11.1	9.9
EV/EBIT(배)	31.9	17.2	14.1	12.3
EPS(원)	603	1,422	1,947	2,174
BPS(원)	8,557	9,664	11,296	13,154
SPS(원)	7,617	8,915	10,744	11,213
자기자본이익률(ROE, %)	6.9	15.6	18.6	17.8
총자산이익률(ROA, %)	4.6	10.2	12.8	13.0
투자자본이익률 (ROIC, %)	10.4	14.6	19.3	21.3
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.8	0.8
배당성장(%)	52.2	22.2	16.2	14.5
총현금배당금(십억원)	9	9	9	9
보통주 주당배당금(원)	315	315	315	315
순부채(현금)/자기자본(%)	17.1	-19.2	-30.7	-41.2
총부채/자기자본(%)	56.4	49.4	41.4	34.3
이자발생부채	74	71	69	68
유동비율(%)	115.8	231.8	285.1	351.8
총발행주식수(백만)	29	29	29	29
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	35,000	37,000	41,100	41,100
시가총액(십억원)	1,028	1,087	1,207	1,207

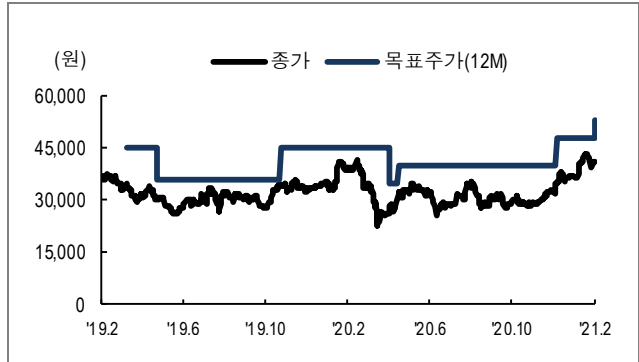
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2019/12A	2020/12P	2021/12E	2022/12F
현금및현금성자산	28.5	124.1	169.6	225.6
매출채권	29.7	32.3	39.4	41.2
유동자산	108.5	218.1	264.1	312.8
유형자산	255.4	193.5	193.5	193.5
투자자산	1.0	0.9	0.8	0.7
비유동자산	284.4	205.9	205.0	204.0
자산총계	393.0	424.0	469.1	516.8
단기성부채	42.8	40.7	38.8	37.1
매입채무	11.5	17.5	21.0	22.0
유동부채	93.7	94.1	92.6	88.9
장기성부채	30.7	30.4	30.4	30.4
장기충당부채	1.1	1.0	0.9	0.8
비유동부채	48.0	46.1	44.7	43.5
부채총계	141.7	140.2	137.4	132.4
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5
이익잉여금	127.2	159.7	207.6	262.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	251.3	283.8	331.7	386.3

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2019/12A	2020/12P	2021/12E	2022/12F
영업활동 현금흐름	38.1	49.3	76.8	88.9
당기순이익	17.7	41.8	57.2	63.8
+ 유/무형자산상각비	18.9	20.7	21.1	21.1
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.1	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	45.5	74.7	93.8	101.6
- 운전자본의증가(감소)	-2.1	-13.1	-1.5	4.0
투자활동 현금흐름	-14.5	0.8	-14.9	-14.9
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-23.9	-15.0	-15.0	-15.0
+ 투자자산의매각(취득)	-0.4	0.1	0.1	0.1
Free Cash Flow	14.2	34.3	61.8	73.9
Net Cash Flow	23.6	50.1	61.9	74.0
재무활동현금흐름	-6.5	-11.6	-11.1	-11.0
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-6.5	-11.6	-11.1	-11.0
현금의증가	17.3	95.6	45.6	57.8
기말현금 및 현금성자산	28.5	124.1	169.7	227.5
기말 순부채(순현금)	43.1	-54.4	-101.7	-159.3

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2021.02.06	Buy	53,000 원(12개월)	-	-
2020.12.10	Buy	48,000 원(12개월)	-18.5%	-9.3%
2020.04.20	Buy	40,000 원(12개월)	-23.3%	-11.5%
2020.04.07	Buy	35,000 원(12개월)	-19.0%	-14.1%
2019.10.28	Buy	45,000 원(12개월)	-24.2%	-7.8%
2019.04.29	Buy	36,000원(12개월)	-16.8%	-4.2%
2019.03.13	Buy	45,000원(12개월)	-29.3%	-23.3%

PI첨단소재(178920.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2021년 2월 5일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
70.2%	29.3%	0.5%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'PI첨단소재'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.