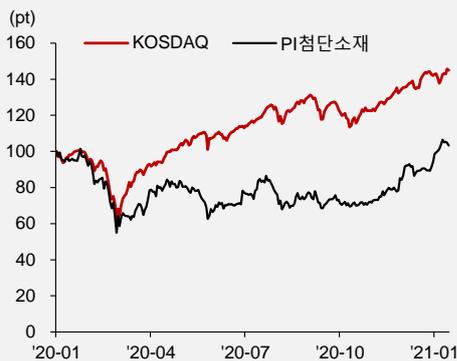


BUY(신규)

목표주가	(신규) 62,000 원		
현재주가	42,250 원		
Upside	46.7 %		
Key Data	2021년 01월 26일		
산업분류	코스닥 제조		
KOSDAQ(pt)	994.00		
시가총액 (억원)	12,407		
발행주식수 (천주)	29,366		
외국인 지분율 (%)	10.0		
52 주 고가 (원)	43,550		
저가 (원)	22,450		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	14.1		
주요주주	(%)		
코리아피아이홀딩스	54.1		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	15.8	40.1	3.3
상대주가	8.2	12.1	-28.8

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈
 Jhshin2@leading.co.kr
 +822-2009-7063

PI 첨단소재(178920)

P ↑ x Q ↑ - C ↓ ⇒ OP ▲

글로벌 PI 생산업체들의 공급 제한으로 P 상승

2021 년은 타이트한 수급 영향으로 3 년만에 가격을 인상할 것으로 전망된다. 지난 몇 년간 글로벌 PI 필름 생산업체들은 의미 있는 증설을 하지 않았다. 대부분 종합화학 회사라서 PI 필름에만 집중할 수 없기 때문이다. 이는 동사가 PI 필름에 집중하고 있고, 글로벌 M/S 30%로 압도적 1 위를 유지하고 있는 이유이기도 하다. 동사가 2020 년 11 월 600 톤 증설 발표한 물량은 빨라야 2022 년 하반기 가동 될 것이기에 타이트한 수급은 지속될 것이다. 전방산업의 주요 아이템인 FPCB 와 방열시트는 PI 필름 없이는 생산이 불가능해 가격 인상에 따른 저항은 크지 않을 것이다. 오히려 가격 인상 초입에는 가수요 발생으로 가격 상승 속도가 일정기간 빠르게 나타날 것으로 예상된다. 또, 평균 ASP 대비 약 4 배 비싼 MPI 의 매출이 본격적으로 발생하면서 믹스개선도 함께 나타날 것이다.

모바일 회복, 어플리케이션 다변화로 Q 증가

기존 PI 필름의 주요 사용처는 모바일용 FPCB 와 방열시트이다. 아이폰 12 의 판매량 호조와 COVID-19 로 부진했던 삼성 갤럭시 판매량이 회복될 것으로 보인다. 2021 년은 기존 사용처 외 다양한 어플리케이션으로 확대되는 원년이 될 것으로 전망된다. 최근 수요가 빠르게 증가하고 있는 차량용 전장 부품, 5G 안테나, 폴더블폰 등 신규 디바이스 증가로 수요가 빠르게 성장하고 있다.

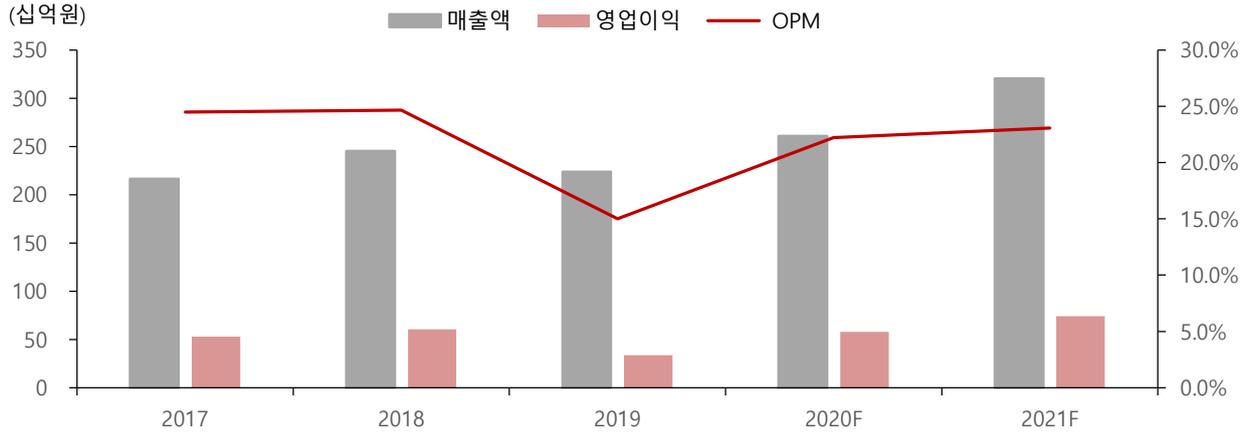
원재료 C 하락, 영업외 소송비용까지 감소! 목표주가 62,000 원 신규제시

원재료 중 변동성이 큰 PMDA 등의 가격이 하락, 안정화 되고 있다. 2018 년 \$14.6 까지 상승했다가 3Q20 \$8.8 까지 하락했고, 2021 년은 현 수준에서 안정화 될 것으로 예상된다. 영업외단에서는 2010 년부터 Kaneka 와의 소송비용이 연평균 약 50 억 발생했는데, 2023 년 특허 만료로 마무리 단계에 접어들어 올해부터는 약 10 억 수준으로 낮아질 것이다. 2021 년은 매출액 3,206 억(+22.8% y-y), 영업이익 739 억(+27.6% y-y), 순이익 576 억(+24.1% y-y)으로 상장이후 최대 실적을 보일 것으로 추정된다. 2021F EPS 에 상장 후 6yr Avg PER 31.5x 를 적용해 목표주가 62,000 원(Upside 46.7%)을 신규 제시한다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	2,164	2,455	2,237	2,611	3,206
영업이익 (억원)	530	605	336	580	739
영업이익률 (%)	24.5	24.7	15.0	22.2	23.1
지배순이익 (억원)	328	350	177	421	576
PER (배)	42.3	27.9	58.0	25.8	21.8
PBR (배)	5.6	3.8	4.1	3.8	3.8
ROE (%)	13.8	13.8	6.9	15.7	18.7
EPS (원)	1,116	1,191	603	1,433	1,963

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

그림 1. 실적 추이



자료: PI 첨단소재, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 실적테이블

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	61.6	55.8	74.5	69.2	73.9	74.5	88.4	83.8	223.7	261.0	320.6
FPCB	25.5	23.6	31.1	27.2	31.1	32.8	36.8	31.9	96.8	107.4	132.6
방열시트	22.2	18.0	28.6	26.2	26.1	23.7	32.1	29.3	74.9	95.0	111.3
첨단산업	13.9	14.1	14.8	15.8	16.7	17.9	19.5	22.6	51.8	58.6	76.7
영업이익	14.7	12.5	15.9	14.8	16.9	17.1	20.5	19.4	33.6	58.0	73.9
OPM	23.9%	22.5%	21.4%	21.4%	22.9%	22.9%	23.2%	23.2%	15.0%	22.2%	23.1%
순이익	12.4	7.0	11.7	10.6	13.2	13.3	16.0	15.2	17.7	41.7	57.6
NIM	20.1%	12.5%	15.7%	16.3%	15.3%	15.2%	12.8%	13.5%	7.9%	20.7%	20.9%
Y-Y											
매출액	53.2%	-10.6%	15.7%	22.0%	19.9%	33.6%	18.7%	21.1%	-8.9%	16.7%	22.8%
FPCB	50%	-17%	23%	4%	22%	39%	18%	17%	-2%	11%	23%
방열시트	185%	-20%	12%	38%	18%	32%	12%	12%	-20%	27%	17%
첨단산업	-10%	25%	9%	36%	20%	27%	32%	43%	-4%	13%	31%
영업이익	366.2%	26.1%	10.1%	144.8%	15.1%	36.1%	28.8%	31.4%	-44.5%	72.5%	27.6%
순이익	491.1%	75.8%	34.0%	288.7%	-8.9%	62.1%	-3.6%	0.0%	-49.4%	204.8%	24.1%

자료: PI 첨단소재, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. PI 필름 적용 어플리케이션

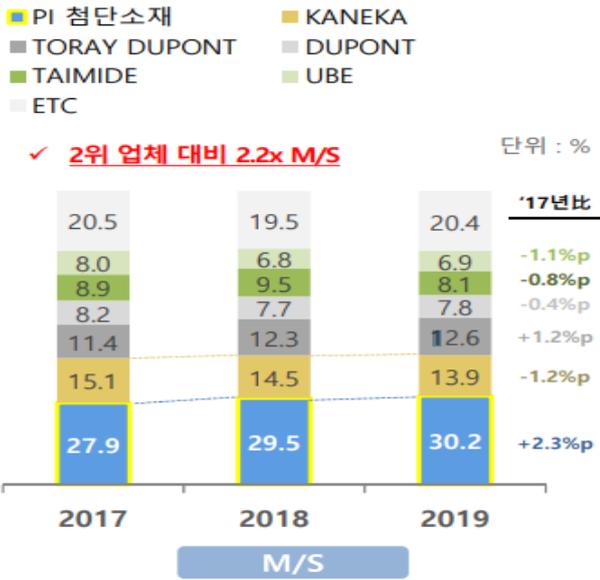


- FPCB (+5G MPI)
- G/S (For Heat Sink)
- Display (Foldable+COF)
- Semi-Conductor PKG
- Battery Insulating Tape

- EV Battery Insulating
- BMS용 FPCB
- Semi-Conductor Passivation
- 전장용 FPCB (+자율주행)
- Cable Coating (Motor etc.)

자료: PI 첨단소재, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 경쟁사 구도



자료: Yano research, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 용도별 생산가능 영역

구분	PI 첨단소재	Kaneka	Dupont (+TDC)	Taimide	Ube
FPCB	✓	✓	✓	✓	✓
G/S	✓	✓	✓		
F/D	✓				
COF	✓		✓		✓
MPI	✓	✓	✓		
2차전지	✓		✓	✓	✓

자료: Yano research, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	3,412	3,724	3,930	4,286	5,269
유동자산	1,302	1,059	1,085	1,555	1,912
현금및현금성자산	711	112	285	577	709
단기금융자산	101	104	2	3	4
매출채권및기타채권	295	256	299	626	770
재고자산	176	515	467	337	414
비유동자산	2,110	2,665	2,844	2,731	3,357
장기금융자산	1	6	10	12	14
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	2,000	2,540	2,554	2,580	3,172
무형자산	56	65	59	71	87
부채총계	929	1,137	1,417	1,445	1,944
유동부채	575	588	937	988	1,215
단기차입부채	165	149	424	428	527
기타단기금융부채	0	0	4	5	6
매입채무및기타채무	336	399	334	278	341
비유동부채	355	549	480	457	729
장기차입부채	225	386	303	212	261
기타장기금융부채	0	6	4	3	4
자본총계*	2,482	2,587	2,513	2,841	3,325
지배주주지분*	2,482	2,587	2,513	2,841	3,325
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	697	179	381	724	957
당기순이익	328	350	177	421	576
현금유입(유출)이없는수 [㉠]	286	254	278	369	433
자산상각비	154	158	189	216	254
영업자산부채변동	135	-330	-21	2	120
매출채권및기타채권 [㉡]	-38	38	-47	-141	-144
재고자산감소(증가)	55	-324	38	130	-77
매입채무및기타채무 [㉢]	139	29	-25	-56	64
투자활동현금흐름	-224	-694	-145	-252	-875
투자활동현금유입액	7	4	105	3	0
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	1	0	0	0	0
투자활동현금유출액	231	698	249	256	875
유형자산	121	673	239	225	833
무형자산	1	17	3	23	30
재무활동현금흐름	-196	-88	-65	-180	56
재무활동현금유입액	0	290	311	80	149
단기차입부채	0	0	201	69	98
장기차입부채	0	290	110	11	49
재무활동현금유출액	64	144	133	167	0
단기차입부채	64	144	128	163	0
장기차입부채	0	0	4	4	0
기타현금흐름	0	0	0	-1	-6
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-0	4	2	0	0
현금변동	276	-599	173	291	132
기초현금	436	711	112	285	577
기말현금	711	112	285	577	709

자료: Company Data, Leading Research Center

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,164	2,455	2,237	2,611	3,206
매출원가	1,456	1,653	1,664	1,786	2,199
매출총이익	708	802	573	824	1,007
판매비와관리비	178	196	237	245	267
영업이익	530	605	336	580	739
EBITDA	684	764	525	795	994
비영업손익	-106	-166	-124	-46	-0
이자수익	7	7	2	2	2
이자비용	11	9	20	14	12
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-12	11	3	-2	-6
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-90	-174	-110	-33	16
세전계속사업이익	424	439	212	534	739
법인세비용	96	89	34	113	163
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	328	350	177	421	576
지배주주순이익*	328	350	177	421	576
비지배주주순이익	0	0	0	-0	0
기타포괄손익	1	-10	-8	0	0
총포괄손익	329	340	169	421	576

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	1,116	1,191	603	1,433	1,963
BPS*	8,453	8,810	8,557	9,675	11,323
CFPS	2,372	611	1,296	2,467	3,260
SPS	7,368	8,359	7,617	8,890	10,917
EBITDAPS	2,330	2,601	1,788	2,707	3,384
DPS (보통, 현금)	800	830	315	315	315
배당수익률 (보통, 현금)	1.7	2.5	0.9	0.9	0.7
배당성향 (보통, 현금)	71.7	69.7	52.2	22.0	16.0
PER*	42.3	27.9	58.0	25.8	21.8
PBR*	5.6	3.8	4.1	3.8	3.8
PCFR	19.9	54.4	27.0	15.0	13.1
PSR	6.4	4.0	4.6	4.2	3.9
EV/EBITDA	20.3	13.3	20.4	13.7	12.7
재무비율					
매출액증가율	41.4	13.4	-8.9	16.7	22.8
영업이익증가율	63.9	14.2	-44.5	72.5	27.6
지배주주순이익증가율*	56.3	6.7	-49.4	137.5	36.9
매출총이익률	32.7	32.7	25.6	31.6	31.4
영업이익률	24.5	24.7	15.0	22.2	23.1
EBITDA이익률	31.6	31.1	23.5	30.5	31.0
지배주주순이익률*	15.2	14.3	7.9	16.1	18.0
ROA	16.3	17.0	8.8	14.1	15.5
ROE	13.8	13.8	6.9	15.7	18.7
ROIC	19.1	19.7	9.7	15.8	18.6
부채비율	37.4	43.9	56.4	50.8	58.5
차입금비율	15.7	20.7	28.9	22.5	23.7
순차입금비율	-13.0	16.4	17.6	2.2	2.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

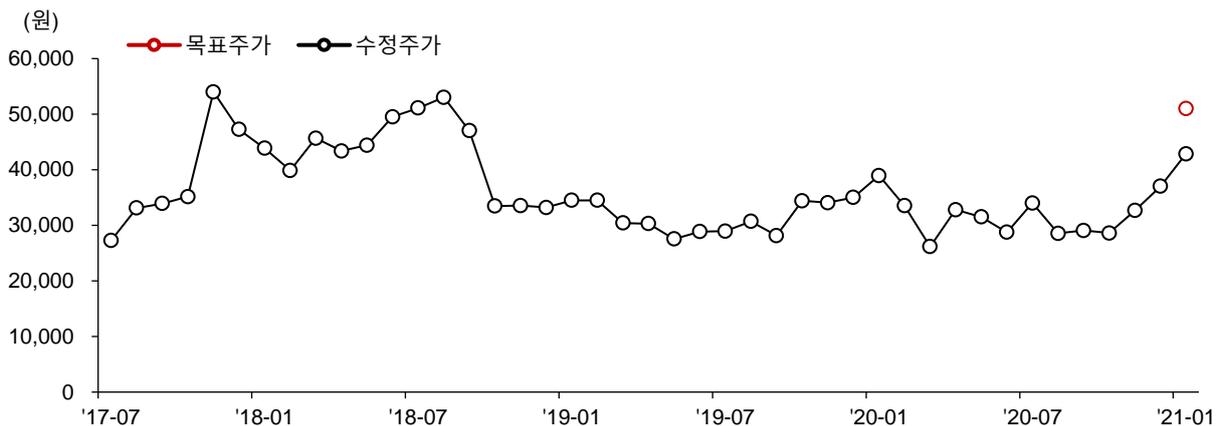
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

PI 첨단소재(178920)

일자	2021-01-26
투자의견	BUY(신규)
목표주가	51,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12 개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%