



# BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원(하향)

주가(11/1):26,050원

시가총액: 7,650억원

### 디스플레이

Analyst 김소원

02) 3787-4736

sowonkim@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (11/1)	2,301.56pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	39,500원	24,500원	
최고/최저가 대비 등락률	-34.1%	6.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.2%	2.6%
	6M	-20.2%	-13.3%
	1Y	-14.2%	-12.9%

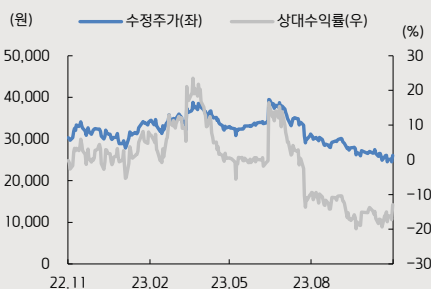
### Company Data

발행주식수	29,366	전주
일평균 거래량(3M)	111	천주
외국인 지분율	5.1%	
배당수익률(23E)	0.9%	
BPS(23E)	11,462원	
주요 주주	코리아피아이홀딩스 외 1인	54.1%

### 투자지표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,019	2,764	2,208	2,721
영업이익	759	521	-6	466
EBITDA	996	780	335	842
세전이익	833	540	-20	473
순이익	640	457	19	379
지배주주지분순이익	640	457	19	379
EPS(원)	2,179	1,557	64	1,290
증감률(% YoY)	53.4	-28.6	-95.9	1,925.8
PER(배)	25.3	18.6	384.9	19.0
PBR(배)	4.97	2.49	2.14	2.05
EV/EBITDA(배)	16.0	12.0	24.0	9.5
영업이익률(%)	25.1	18.8	-0.3	17.1
ROE(%)	21.0	13.7	0.6	11.0
순차입금비율(%)	-8.4	25.8	25.9	23.5

### Price Trend



# PI첨단소재 (178920)

## 관건은 전방 수요의 회복 속도



3Q23 영업이익 42억원으로 시장 예상치 하회. 전방 수요 부진 및 일부 고객사의 방열시트 탑재량 감소로 인해 계절적 성수기 효과가 제한적인 가운데 고객사들의 '보유 재고 최소화 정책' 또한 이어지며 실적 약세 초래. 전방 수요 불확실성이 이어지며 1H24까지 실적 모멘텀이 부재할 것으로 예상되나, IRA 수혜 및 Arkema와의 시너지 효과를 기반으로 한 중장기 성장성 유효. 목표주가 35,000원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지.

### >>> 3Q23 영업이익 42억원, 예상치 하회

3Q23 실적은 매출액 614억원(+2%QoQ, -13%YoY), 영업이익 42억원(+72% QoQ, -70% YoY), opm 6.9%으로 시장 예상치(68억원)을 하회했다. 전방 수요 부진 및 일부 고객사의 방열시트 탑재량 감소로 인해 계절적 성수기 효과가 제한적인 가운데 고객사들의 '보유 재고 최소화 정책' 또한 이어지며 실적 약세를 초래했다. 이로 인해 3Q23 가동률은 66.7%(+22.4%p QoQ, -13.3%p YoY)로, 전 분기 대비는 회복했으나 과거 평균인 80%대의 가동률은 여전히 크게 하회하고 있다. 더불어 조업도 손실 및 재고자산평가충당금도 반영되며 수익성이 예상치를 하회했다.

### >>> 4Q23 영업이익 45억원, 기대치 하회할 전망

4Q23 실적은 매출액 566억원(-8%QoQ, +7%YoY), 영업이익 45억원(+5QoQ, -62%YoY)으로, 당사 예상치 및 시장 기대치를 하회할 전망이다. 예상 대비 더딘 전방 수요의 회복과 조업도 손실 반영으로 인해 동사의 실적 부진이 당분간 이어질 것으로 판단된다. 더불어 통상 4분기는 연말 재고 조정이 진행됨에 따라 전 분기 대비 매출액 하락이 예상된다. 다만 지난 분기에 반영되었던 재고자산평가충당금 등의 영향이 제거될 것으로 전망돼 영업이익률은 8%로, 전 분기 대비 소폭 개선할 것으로 추정된다. 현재 동사 실적의 핵심은 가동률 개선과 그에 따른 조업도 손실 축소이며, 당분간 동사의 실적 회복 속도는 전적으로 전방 수요 개선 속도와 연동될 가능성이 높다.

### >>> 중장기 IRA 수혜 및 Arkema와의 시너지 효과 기대

전방 수요 부진 장기화 및 조업도 손실 반영으로 인해 실적 부진이 1H24까지 이어질 것으로 판단된다. 단기 실적 모멘텀은 부재하나 내년부터 IRA 수혜에 힘입어 EV 배터리 절연용 필름 시장 내 동사의 점유율 확대가 전망되고, Arkema와의 시너지 효과를 기반으로 미주 및 유럽 고객사 확대, EV 및 우주 항공 분야로의 사업 확장을 기대해 볼 수 있다. 주가는 실적에 대한 우려가 반영되며 과거 평균 밸류에이션을 하회하고 있다. 조정된 실적 추정치를 반영하여 목표주가를 35,000원으로 하향하나, 밸류에이션 매력 및 중장기 성장성을 반영하여 투자의견 BUY를 유지한다.

PI첨단소재 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>782.7</b>	<b>750.5</b>	<b>702.7</b>	<b>528.5</b>	<b>426.4</b>	<b>602.2</b>	<b>613.9</b>	<b>565.9</b>	<b>2764.4</b>	<b>2208.3</b>	<b>2720.8</b>
%QoQ/%YoY	12%	-4%	-6%	-25%	-19%	41%	2%	-8%	-8%	-20%	23%
FPCB용	354.9	313.2	244.3	191.4	218.3	303.2	287.8	213.1	1103.9	1022.3	1159.2
방열시트용	246.2	255.3	313.2	185.1	74.3	149.7	169.4	183.2	999.8	576.6	659.6
첨단산업용	181.6	182.0	145.6	152.0	133.8	149.3	156.7	169.6	661.2	609.4	902.0
<b>매출원가</b>	<b>573.2</b>	<b>542.5</b>	<b>483.4</b>	<b>369.7</b>	<b>459.5</b>	<b>506.2</b>	<b>500.7</b>	<b>451.8</b>	<b>1968.8</b>	<b>1918.1</b>	<b>1952.4</b>
매출원가율	73%	72%	69%	70%	108%	84%	82%	80%	71%	87%	72%
<b>매출총이익</b>	<b>209.5</b>	<b>208.0</b>	<b>219.3</b>	<b>158.8</b>	<b>-33.1</b>	<b>95.9</b>	<b>113.2</b>	<b>114.1</b>	<b>795.6</b>	<b>290.1</b>	<b>768.3</b>
판매비와관리비	77.0	78.6	78.4	40.3	84.3	71.2	70.8	69.6	274.3	296.0	302.0
<b>영업이익</b>	<b>132.4</b>	<b>129.5</b>	<b>140.9</b>	<b>118.6</b>	<b>-117.4</b>	<b>24.7</b>	<b>42.4</b>	<b>44.5</b>	<b>521.4</b>	<b>-5.8</b>	<b>466.3</b>
%QoQ/%YoY	-8%	-2%	9%	-16%	-199%	-121%	72%	5%	-31%	-101%	흑전
영업이익률	17%	17%	20%	22%	-28%	4%	7%	8%	19%	0%	17%
법인세차감전손익	140.1	155.9	171.7	72.1	-121.8	16.1	41.8	44.0	539.8	-19.9	473.4
법인세비용	21.5	28.4	36.0	-3.2	-41.5	-5.7	-0.3	8.8	82.7	-38.6	94.7
<b>당기순이익</b>	<b>118.6</b>	<b>127.5</b>	<b>135.7</b>	<b>75.3</b>	<b>-80.3</b>	<b>21.8</b>	<b>42.1</b>	<b>35.2</b>	<b>457.1</b>	<b>18.7</b>	<b>378.7</b>
당기순이익률	15%	17%	19%	14%	-19%	4%	7%	6%	17%	1%	14%

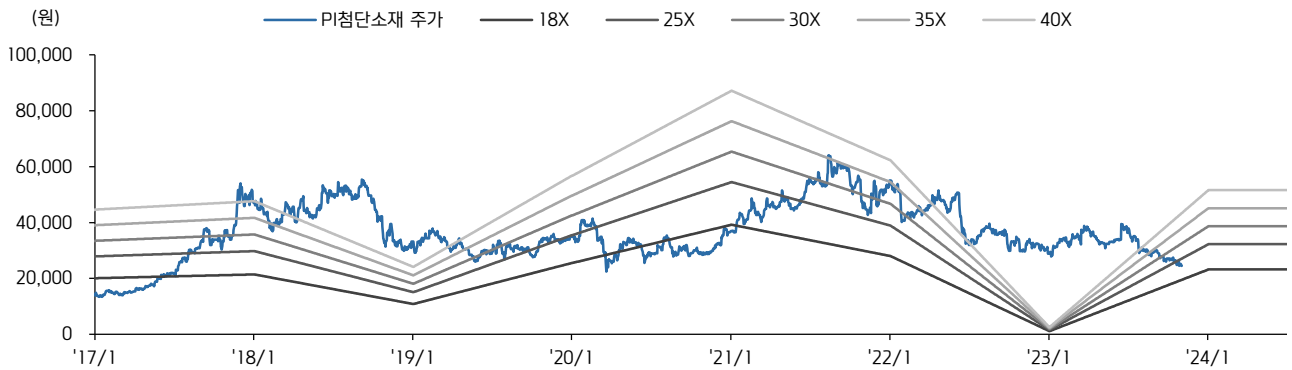
자료: 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 실적 업데이트 (단위: 억원)

	3Q23P					2023E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
<b>매출액</b>	<b>687.5</b>	<b>613.9</b>	<b>-11%</b>	<b>655.0</b>	<b>-6%</b>	<b>2,374.2</b>	<b>2,208.3</b>	<b>-7%</b>
FPCB용	324.0	287.8	-11%	-	-	1,084.0	1,022.3	-6%
방열시트용	191.1	169.4	-11%	-	-	653.4	576.6	-12%
첨단산업용	172.4	156.7	-9%	-	-	636.8	609.4	-4%
<b>영업이익</b>	<b>61.7</b>	<b>42.4</b>	<b>-31%</b>	<b>68.0</b>	<b>-38%</b>	<b>43.3</b>	<b>-5.8</b>	<b>-113%</b>
세전이익	66.0	41.8	-37%	-	-	36.8	-19.9	-154%
당기순이익	52.8	42.1	-20%	60.0	-30%	55.5	18.7	-66%
영업이익률	9.0%	6.9%		10.4%		1.8%	-0.3%	
세전이익률	9.6%	6.8%		-		1.6%	-0.9%	
순이익률	7.7%	6.9%		-		2.3%	0.8%	

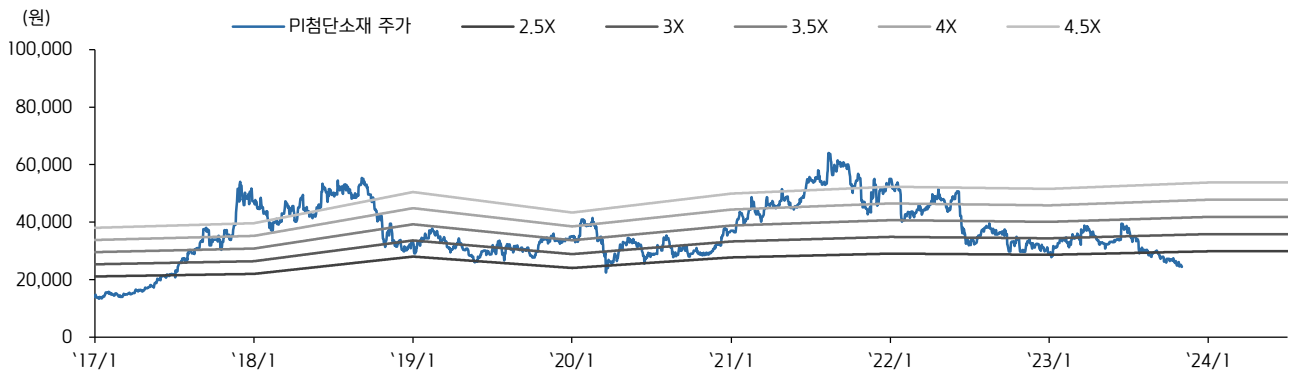
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 목표주가 35,000원 제시

EPS(원)	1,290 원	2024년 EPS
Target PER(배)	26.96 배	PI 필름 업황 회복이 본격화 된 2021년 평균 12개월 Forward P/E
목표주가(원)	34,767 원	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>매출액</b>	2,618	3,019	2,764	2,208	2,721
매출원가	1,771	1,978	1,969	1,918	1,952
매출총이익	847	1,041	796	290	768
판관비	247	282	274	296	302
<b>영업이익</b>	600	759	521	-6	466
<b>EBITDA</b>	815	996	780	335	842
영업외손익	-73	75	18	-14	7
이자수익	2	5	7	22	19
이자비용	13	9	7	10	9
외환관련이익	40	46	102	87	80
외환관련손실	56	26	74	44	36
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-46	59	-10	-69	-47
<b>법인세차감전이익</b>	527	833	540	-20	473
법인세비용	110	193	83	-39	95
계속사업손익	417	640	457	19	379
<b>당기순이익</b>	417	640	457	19	379
<b>지배주주순이익</b>	417	640	457	19	379
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	17.0	15.3	-8.4	-20.1	23.2
영업이익 증감율	78.6	26.5	-31.4	-101.2	-7,866.7
EBITDA 증감율	55.2	22.2	-21.7	-57.1	151.3
지배주주순이익 증감율	135.4	53.5	-28.6	-95.8	1,894.7
EPS 증감율	135.5	53.4	-28.6	-95.9	1,925.8
매출총이익율(%)	32.4	34.5	28.8	13.1	28.2
영업이익율(%)	22.9	25.1	18.8	-0.3	17.1
EBITDA Margin(%)	31.1	33.0	28.2	15.2	30.9
지배주주순이익률(%)	15.9	21.2	16.5	0.9	13.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	1,440	1,964	1,317	1,235	1,270
현금 및 현금성자산	758	905	164	551	468
단기금융자산	3	153	3	1	1
매출채권 및 기타채권	345	446	301	298	368
재고자산	316	421	837	375	425
기타유동자산	18	39	12	10	8
<b>비유동자산</b>	2,600	2,766	3,673	3,999	3,961
투자자산	11	8	6	6	6
유형자산	2,401	2,551	3,429	3,762	3,729
무형자산	115	135	139	132	127
기타비유동자산	73	72	99	99	99
<b>자산총계</b>	4,040	4,730	4,990	5,234	5,231
<b>유동부채</b>	809	1,086	645	737	672
매입채무 및 기타채무	337	500	334	252	236
단기금융부채	463	567	281	456	406
기타유동부채	9	19	30	29	30
<b>비유동부채</b>	403	384	930	1,130	1,050
장기금융부채	241	217	767	967	887
기타비유동부채	162	167	163	163	163
<b>부채총계</b>	1,211	1,471	1,575	1,868	1,722
<b>지배지분</b>	2,829	3,259	3,415	3,366	3,510
자본금	147	147	147	147	147
자본잉여금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
기타자본	-781	-781	-781	-781	-781
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,588	2,018	2,174	2,125	2,269
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,829	3,259	3,415	3,366	3,510

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	809	886	174	930	476
당기순이익	417	640	457	19	379
비현금항목의 가감	373	461	379	314	484
유형자산감가상각비	203	218	235	317	353
무형자산감가상각비	12	19	23	24	23
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	158	224	121	-27	108
영업활동자산부채증감	55	-88	-461	546	-302
매출채권및기타채권의감소	-49	-96	128	3	-69
재고자산의감소	156	-99	-422	462	-51
매입채무및기타채무의증가	8	174	-171	-83	-16
기타	-60	-67	4	164	-166
기타현금흐름	-36	-127	-201	51	-85
<b>투자활동 현금흐름</b>	-124	-506	-978	-670	-342
유형자산의 취득	-89	-327	-1,078	-650	-320
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-20	-37	-48	-17	-17
투자자산의감소(증가)	-1	2	2	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1	-150	150	1	0
기타	-13	6	-4	-4	-5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-212	-240	51	134	-210
차입금의 증가(감소)	-114	-22	384	375	-130
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-209	-320	-229	-67
기타	-5	-9	-13	-12	-13
기타현금흐름	0	7	12	-7	-7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	473	146	-741	387	-83
기초현금 및 현금성자산	285	758	905	164	551
기말현금 및 현금성자산	758	905	164	551	468

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,421	2,179	1,557	64	1,290
BPS	9,633	11,097	11,627	11,462	11,952
CFPS	2,692	3,749	2,848	1,132	2,937
DPS	711	1,090	779	229	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	26.0	25.3	18.6	384.9	19.0
PER(최고)	29.3	31.1	36.0		
PER(최저)	15.0	16.6	18.1		
PBR	3.84	4.97	2.49	2.14	2.05
PBR(최고)	4.33	6.11	4.82		
PBR(최저)	2.21	3.26	2.43		
PSR	4.15	5.36	3.07	3.26	2.64
PCFR	13.7	14.7	10.1	21.6	8.3
EV/EBITDA	13.3	16.0	12.0	24.0	9.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	50.0	50.0	50.0	359.7	62.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	2.0	2.7	0.9	3.3
ROA	10.5	14.6	9.4	0.4	7.2
ROE	15.6	21.0	13.7	0.6	11.0
ROIC	15.9	19.5	11.5	0.1	8.4
매출채권회전율	8.1	7.6	7.4	7.4	8.2
재고자산회전율	6.7	8.2	4.4	3.6	6.8
부채비율	42.8	45.1	46.1	55.5	49.1
순차입금비율	-2.0	-8.4	25.8	25.9	23.5
이자보상배율	44.7	81.4	74.0	-0.6	53.7
<b>총차입금</b>	704	784	1,049	1,424	1,294
<b>순차입금</b>	-57	-273	882	871	824
<b>NOPLAT</b>	815	996	780	335	842
<b>FCF</b>	649	373	-891	226	109

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 1일 현재 'PI첨단소재' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

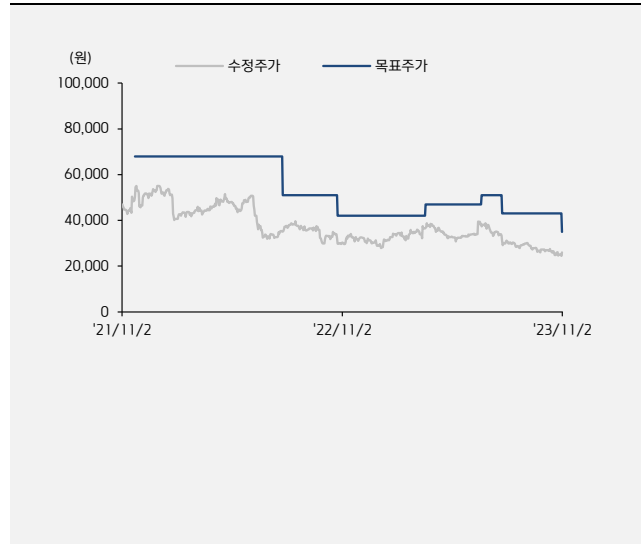
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
PI첨단소재 (178920)	2021-08-10	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-25.89	-20.86
	2021-09-09	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-28.62	-20.86
	2021-10-26	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-32.65	-25.88
	2021-11-23	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-26.55	-18.97
	2022-01-25	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-30.38	-18.97
	2022-04-26	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.14	-27.21
	2022-05-31	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-39.64	-25.44
	2022-07-26	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-30.35	-22.25
	2022-10-25	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-25.23	-18.81
	2022-11-22	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-25.09	-17.86
	2023-02-07	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-23.23	-10.83
	2023-03-20	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-25.15	-17.45
	2023-05-09	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-26.74	-17.45
	2023-05-30	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-26.32	-15.96
	2023-06-21	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-29.87	-24.12
	2023-07-25	Buy(Maintain)	43,000원	6개월	-34.82	-27.44
	2023-11-02	Buy(Maintain)	35,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자이견 및 적용기준

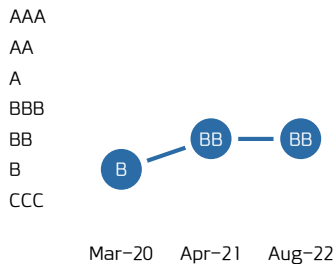
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/10/01~2023/09/30)

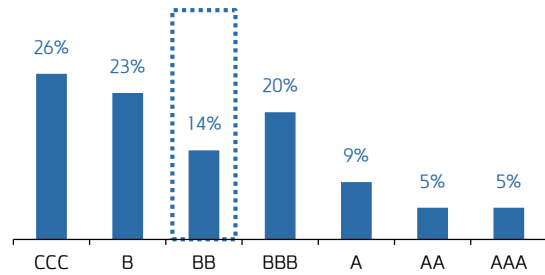
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급

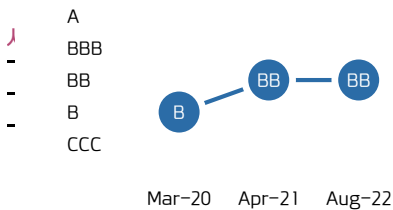


자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 원자재 화학 기업 66개



구분	등급
물 부족	4.2
친환경 기술 관련 기회	4.1
<b>사회</b>	
화학적 안전성	
<b>지배구조</b>	
기업 지배구조	5.7
기업 활동	3.9

산업평균	비중	변동
3.4		
3.7	56.0%	▼0.1
5.1	15.0%	▼0.3
2.8	15.0%	
3.5	15.0%	▲0.1
2.3	11.0%	
2.2	11.0%	
3.5	33.0%	▲0.3
4.5		▲0.3
4.6		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (원자재 화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Sinopec Shanghai Petrochemical Company Limited	●●●	●	●●●	●●●●	●●●	●●	●●●	BB	
PI Advanced Materials Co Ltd	●●	●●●	●●●●	●●●	●	●●●●	●●	BB	◀▶
TONGKUN GROUP CO.,LTD	●	●●	●●●●	●	●●●●	●●	●	B	◀▶
HuBei XingFa Chemical Group Co., Ltd.	●	●●	●●	●	●	●●	●	CCC	◀▶
SATELLITE CHEMICAL CO., LTD.	●	●●	●	●	●	●●	●	CCC	◀▶
LB Group Co., Ltd.	●	●●●	●●●	●	●●	●	●●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●  
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
자료: MSCI, 키움증권 리서치센터