

2023. 1. 10



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	40,000 원
현재주가 (1.9)	30,200 원
상승여력	32.5%
KOSPI	2,350.19pt
시가총액	8,869억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.62%
외국인비중	8.86%
52주 최고/최저가	53,800원/27,850원
평균거래대금	36.1억원
주요주주(%)	
코리아피아이홀딩스 외 1인	54.15
국민연금공단	7.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-10.8	-42.1
상대주가	0.0	-10.8	-27.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	261.8	60.0	41.7	1,421	135.5	9,633	26.0	3.8	13.1	15.6	42.8
2021	301.9	75.9	64.0	2,179	53.4	11,097	25.3	5.0	15.8	21.0	45.1
2022E	286.2	51.1	50.5	1,720	-21.1	11,728	18.1	2.7	11.8	15.1	36.8
2023E	292.8	61.6	54.6	1,861	8.1	12,498	16.2	2.4	9.9	15.4	34.9
2024E	352.6	78.9	68.7	2,341	25.8	13,749	12.9	2.2	8.0	17.8	35.8

PI첨단소재 178920

4Q22 Preview

: 우려에서 기대로 넘어갈 시기

- ✓ 4Q22 매출액과 영업이익인 컨센서스를 각각 7.1%, 22.4% 하회할 전망
- ✓ 정저우 코로나 사태와 광학 제품용 신규 8호기 가동에 따른 가동률 감소 영향
- ✓ 다만 낮아진 Cost base로 인해 2023년 실적 성장 가시성은 매우 높다고 판단
- ✓ 바닥을 친 PI필름 업황과 점진적인 영업환경 개선에 초점을 맞출 시기
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 40,000원을 유지

4Q22 Preview: 영업이익 108억원으로 컨센서스 22% 하회할 전망

4Q22 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 7.1%, 22.4% 하회할 전망이다. 4Q22 가동률은 70%로 전통적인 재고조정 시즌임을 감안에도 4Q21 87% 대비 낮게 유지되었다. 1) 폭스콘 정저우 공장 코로나 사태의 영향으로 북미 고객사향 방열시트 PI 필름의 물량이 급격하게 감소했고 2) 광학 제품용 8호기가 정상 가동 되었지만 수요 부진으로 인해 전체적인 가동률에 부정적인 영향을 미치고 있기 때문이다. PI Varnish 전방 고객사의 불량 이슈로 인한 생산 차질도 지속되고 있다.

낮아진 Cost base → 가파른 수익성 회복 기대

2023년 매출액과 영업이익은 각각 2,928억(+2.3% YoY), 616억(+20.7% YoY)를 전망한다. PI필름에 대한 선제적인 재고 조정을 감안했을 때 2분기부터 Restocking 수요 발생에 따른 점진적인 매출 회복이 기대된다. 다만 동사의 경우 재고 소진 속도보다 가파른 수익성 회복이 예상되는데, 1) DMF/PDMA 등 원부재료 가격이 2020년 하반기 수준으로 하락했고 2) 월 2,400톤의 DMF를 재활용하고 있기 때문이다. 낮아진 Cost base를 고려, 2023년 실적 성장 가시성은 매우 높다고 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가 40,000원 유지

동사 현재 주가는 2023 PER 16.2배 수준으로 과거 5년 저점 평균(19.3배)보다 할인돼서 거래되고 있기 때문에 추가적인 급락 가능성은 제한적이라 판단한다. 오히려 바닥을 친 PI필름 업황과 영업환경 개선에 초점을 맞출 필요가 있다. 1) 제로 코로나+기저 효과로 반등이 기대되는 중국 스마트폰 시장, 2) DMF/PDMF 등의 원재료 가격 하락과 DMF 재활용 시설 가동에 따른 낮아진 Cost base 3) 전장향 매출 성장('22E 19.5% → '23E 24.7% 전망) 등을 고려, 점진적인 투자심리 회복과 함께 탄력적인 주가 상승이 예상된다. 투자의견 Buy, 적정주가 40,000원을 유지한다.

표1 PI첨단소재 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	62.6	70.3	-11.0%	70.3	-11.0%	67.3	-7.1%
영업이익	10.8	14.1	-23.6%	14.1	-23.6%	13.9	-22.4%
세전이익	16.4	17.2	-4.6%	17.2	-4.6%	16.0	2.7%
지배주주 순이익	11.2	13.6	-17.5%	13.6	-17.5%	11.8	-4.9%
영업이익률(%)	17.2%	20.0%		20.0%		20.6%	
지배주주 순이익률(%)	17.9%	15.7%		20.9%		17.5%	

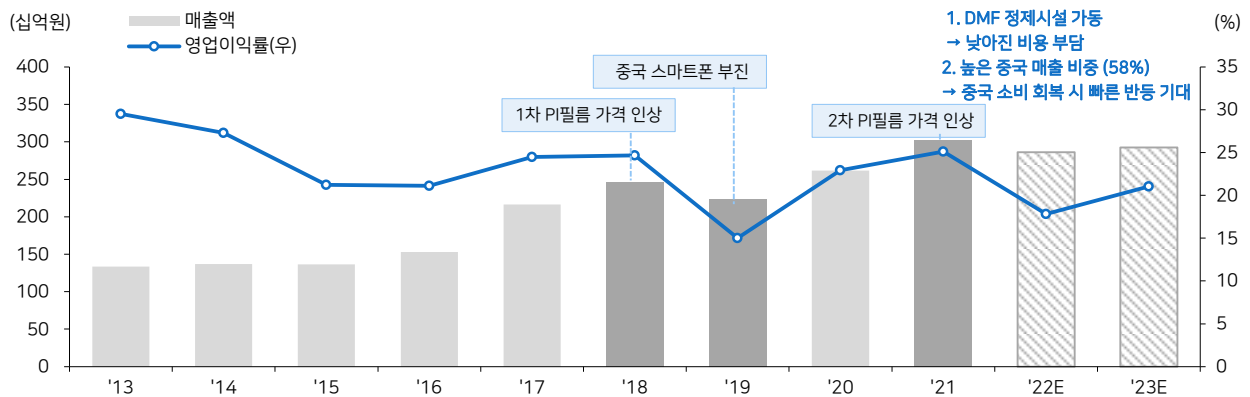
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,287	1,270	1,250	1,250	1,144	1,290	1,264
매출액	78.3	75.1	70.3	62.6	66.0	72.4	79.4	75.0	301.9	286.2	292.8
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-11.0%	5.5%	9.7%	9.6%	-5.5%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-10.5%	-15.7%	-3.6%	12.9%	19.8%	15.3%	-5.2%	2.3%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.8	21.3	23.5	24.8	22.8	121.1	111.0	92.4
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	28.6	30.1	32.7	34.8	32.7	106.2	110.0	130.2
첨단산업용 PI	17.0	16.6	13.6	12.6	12.5	14.0	15.6	14.7	71.5	59.8	56.8
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.5	2.1	2.2	2.2	2.3	3.0	5.3	8.8
PI 파우더							0.7	0.8			1.5
영업이익	13.2	12.9	14.1	10.8	11.9	14.8	19.0	15.9	75.9	51.0	61.6
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-23.6%	10.9%	23.8%	28.8%	-16.3%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-25.4%	-9.9%	14.0%	34.9%	47.9%	26.4%	-32.7%	20.7%
영업이익률 (%)	16.9	17.2	20.0	17.2	18.1	20.4	24.0	21.2	25.1	17.8	21.0
세전이익	14.0	15.6	17.2	16.4	14.4	17.2	21.5	18.4	83.3	63.1	71.4
지배주주순이익	11.9	12.8	13.6	11.2	10.2	13.0	17.3	14.2	64.0	50.5	54.6
지배주주순이익률(%)	15.2%	17.0%	19.3%	17.9%	15.4%	18.0%	21.8%	18.9%	21.2%	17.6%	18.7%

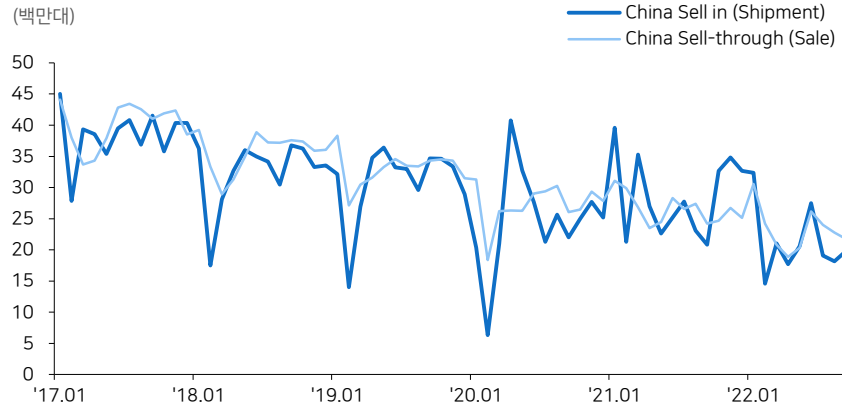
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 실적 추이 및 전망



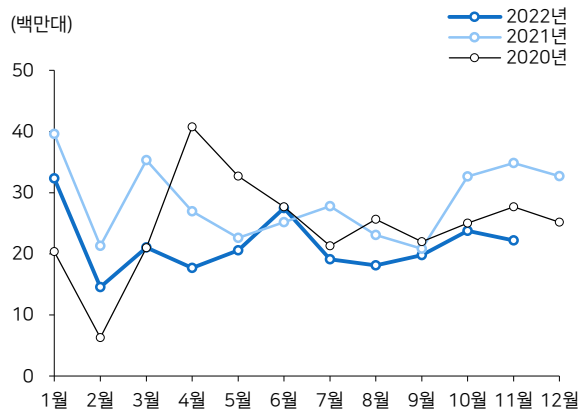
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 내 스마트폰 채널재고 소진 현황



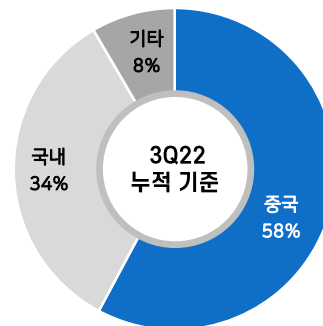
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



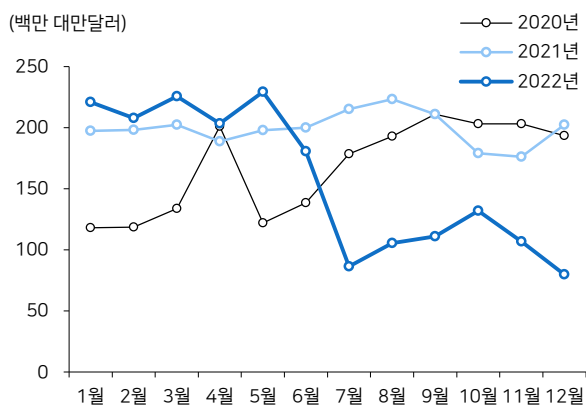
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI첨단소재 지역별 매출 비중



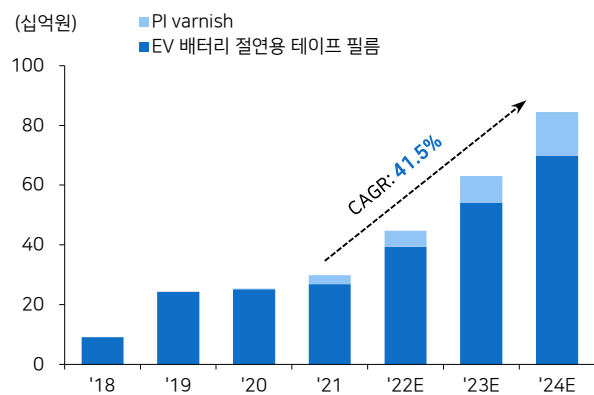
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만 PI필름업체 Taimide 월별 매출액



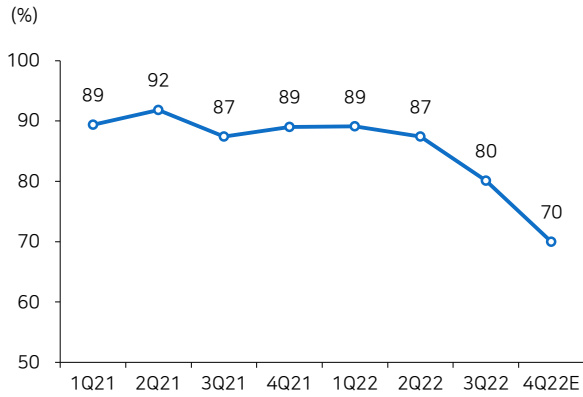
자료: Taimide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PI첨단소재 2차전지, EV향 매출 전망



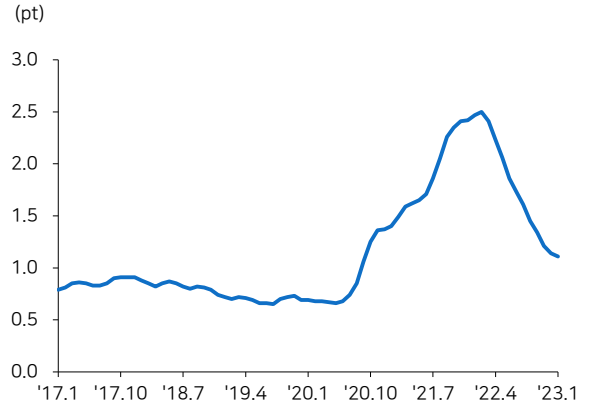
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI필름 가동률 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 DMF 가격 지수 (2020년 하반기 수준으로 복귀)



자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

그림9 EPS 컨센서스와 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2022,2023년 영업이익 컨센서스 추이



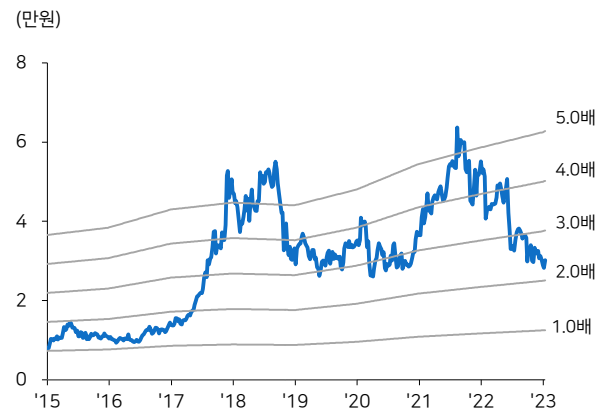
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 피첨단소재 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 피첨단소재 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

(원)	2023E	비고
EPS (원)	1,815	2023E EPS
적정배수 (배)	21.7	PI필름 업황 회복기 2020년 평균 멀티플
적정가치 (원)	39,395	
적정주가 (원)	40,000	
현재주가 (원)	30,200	
상승여력 (%)	32.5%	

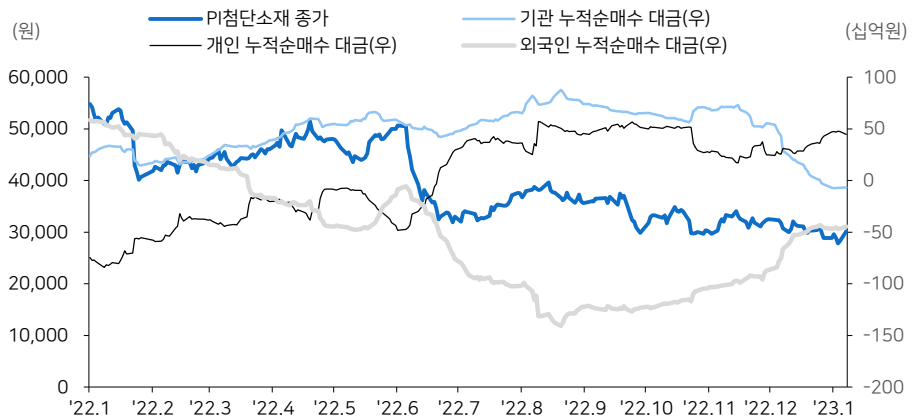
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
주가 (원)									
High	14,900	14,700	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	54,200	
Low	7,610	8,970	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	29,650	
Average	11,334	11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,356	
확정치 기준 PER									
High	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	31.5	
Low	13.2	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	17.2	
Average	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	22.9	
EPS (원)	578	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,720	1,861
EPS Growth (%)	-12.3	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-21.1	8.2
컨센서스 기준 PER									
High	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	28.1	
Low	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	15.4	
Average	15.3	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	20.4	
EPS (원)	743	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,927	1,944
EPS growth (%)	12.6	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-4.0	0.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 PI첨단소재 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	261.8	301.9	286.2	292.8	352.6
매출액증가율 (%)	17.0	15.3	-5.2	2.3	20.4
매출원가	177.1	197.8	204.9	202.4	239.4
매출총이익	84.7	104.1	81.3	90.4	113.1
판매관리비	24.7	28.2	30.2	28.7	34.3
영업이익	60.0	75.9	51.1	61.6	78.9
영업이익률	22.9	25.1	17.9	21.0	22.4
금융손익	-1.4	-0.4	-0.2	-0.2	0.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.9	7.8	12.3	10.0	9.8
세전계속사업이익	52.7	83.3	63.2	71.4	89.0
법인세비용	11.0	19.3	12.6	16.8	20.2
당기순이익	41.7	64.0	50.5	54.6	68.7
지배주주지분 손이익	41.7	64.0	50.5	54.6	68.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	80.9	88.6	63.8	70.3	83.9
당기순이익(손실)	41.7	64.0	50.5	54.6	68.7
유형자산상각비	20.3	21.8	22.9	23.9	24.8
무형자산상각비	1.2	2.0	2.3	1.9	1.6
운전자본의 증감	5.5	-8.8	0.4	-0.2	-1.4
투자활동 현금흐름	-12.4	-50.6	-61.4	-32.6	-23.4
유형자산의증가(CAPEX)	-8.9	-32.7	-74.5	-42.3	-30.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.2	0.0	-0.0	-0.2
재무활동 현금흐름	-21.2	-24.0	-48.0	-32.4	-32.4
차입금의 증감	-12.0	1.7	-15.9	-0.4	-0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	47.3	14.6	-45.6	5.3	28.1
기초현금	28.5	75.8	90.5	44.9	50.2
기말현금	75.8	90.5	44.9	50.2	78.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	144.0	196.4	145.3	153.0	202.1
현금및현금성자산	75.8	90.5	44.8	50.3	78.4
매출채권	34.4	44.4	42.1	43.0	51.8
재고자산	31.6	42.1	39.9	40.8	49.2
비유동자산	260.0	276.6	325.9	342.3	346.1
유형자산	240.1	255.1	306.7	325.0	330.3
무형자산	11.5	13.5	11.2	9.3	7.7
투자자산	1.1	0.9	0.8	0.8	1.0
자산총계	404.0	473.0	471.1	495.3	548.2
유동부채	80.9	108.7	89.7	84.5	104.9
매입채무	13.7	23.2	22.0	22.5	27.1
단기차입금	24.3	27.5	25.0	15.0	18.0
유동성장기부채	13.3	13.3	0.4	3.8	7.7
비유동부채	40.3	38.4	37.1	43.7	39.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.7	17.3	16.9	23.2	15.4
부채총계	121.1	147.1	126.8	128.2	144.4
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	158.8	201.8	220.3	242.9	279.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	282.9	325.9	344.4	367.0	403.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,915	10,279	9,747	9,969	12,006
EPS(지배주주)	1,421	2,179	1,720	1,861	2,341
CFPS	2,692	3,749	2,599	2,977	3,584
EBITDAPS	2,777	3,390	2,599	2,977	3,584
BPS	9,633	11,097	11,728	12,498	13,749
DPS	711	1,090	1,090	1,090	1,090
배당수익률(%)	1.9	2.0	3.5	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	25.3	18.1	16.2	12.9
PCR	13.7	14.7	12.0	10.1	8.4
PSR	4.2	5.4	3.2	3.0	2.5
PBR	3.8	5.0	2.7	2.4	2.2
EBITDA	81.6	99.6	76.3	87.4	105.3
EV/EBITDA	13.1	15.8	11.8	9.9	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.6	21.0	15.1	15.4	17.8
EBITDA 이익률	31.1	33.0	26.7	29.9	29.9
부채비율	42.8	45.1	36.8	34.9	35.8
금융비용부담률	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	44.7	81.4	46.4	52.4	56.4
매출채권회전율(x)	8.2	7.7	6.6	6.9	7.4
재고자산회전율(x)	6.7	8.2	7.0	7.3	7.8

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

