

2023. 3. 17



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy

적정주가 (12개월) 44,000 원

현재주가 (3.16) 36,450 원

상승여력 20.7%

KOSPI	2,377.91pt
시가총액	10,704억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.62%
외국인비중	7.03%
52주 최고/최저가	51,500원/27,850원
평균거래대금	47.8억원

주요주주(%)

코리아피아이홀딩스 외 1인	54.15
국민연금공단	7.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.8	-0.1	-16.4
상대주가	14.3	0.1	-6.5

주가그래프



PI첨단소재 178920

1Q23 Preview

: 회복 시그널 포착

- ✓ 1Q23 부진한 실적을 예상하나, 동사가 계획했던 재고 정상화는 차질 없이 진행 중
- ✓ 신제품 출시 사이클과 함께 2Q23부터 월간 기준 매출액은 지속 상승이 가능할 전망
- ✓ 전장용 PI필름 사용 확대, VR/AR용 PI필름 본격 공급 등 비스마트폰향 매출도 올해부터 본격적으로 확대될 전망
- ✓ 수요 개선과 어플리케이션 확장에 대한 기대감이 반영되는 구간임을 감안해 적정주가를 44,000원으로 상향 제시

1Q23 Preview: 재고 정상화 확인

1Q23 실적은 영업손실 88억원을 예상한다. 1,2월 극심한 재고조정을 위해 공장 가동을 중단했기 때문이다. 고무적인 점은 이에 따라 자체 보유 재고 수준과 고객사들 재고 수준이 급격하게 내려온 것으로 파악된다. 2분기부터는 신제품 출시 사이클이 도래함에 따라 월간 기준 매출액은 지속 상승이 가능할 전망이다. 특히 6월부터 북미 고객사향 방열시트용 PI필름 공급이 시작되는데, 당사는 이연수요와 교체수요로 인해 아이폰15의 높은 출하량을 전망하고 있다. 6월부터 급격한 가동률 상승이 가능하다고 판단하는 이유이다. 또한 원재료 단에서는 DMF 재활용 시설 가동에 따라 이익 레벨도 높아졌다. 하반기 가파른 실적 회복이 예상된다.

비스마트폰향 매출 확대로 밸류에이션 부담 해소 기대

올해를 원년으로 비스마트폰향 매출이 본격적으로 확대될 전망이다. 우선적으로 배터리 절연용 테이프에 사용되는 PI필름의 매출 확대가 예상된다. 1) 당사 제품이 많이 사용되는 원통형 배터리의 사용 확대와 2) IRA 법안 통과에 따라 국산화에 따른 수혜가 기대되기 때문이다. 이 외에 전장용으로는 배터리용 FPCB의 사용 확대와 PI Varnish의 라인 정상화에 따른 수혜가 예상된다. 전장용 매출 비중은 '22년 14.7%에서 '24년 27.4%으로 급격한 확대를 전망한다.

글로벌 고객사향 VR/AR 매출도 상반기 본격화될 전망이다. 올해는 물량적으로 많지 않으나 기기 크기에 비해서 FPCB 부품이 많이 들어가기 때문에 해당 PI필름 채택량이 높다. 시장 확대에 따른 점진적인 수혜 확대가 가능하다. 수요 개선과 어플리케이션 확장에 대한 기대감이 반영되는 구간임을 간과해서는 안된다. 추정치상향과 멀티플 변경(2020년 평균 멀티플 → 2017~2022년 평균 P/E 배수)을 반영해 적정주가를 44,000원으로 상향한다.

(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
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023E	282.5	48.3	39.6	1,350	-13.3	12,198	27.0	3.0	14.3	11.3	44.8
2024E	354.8	91.8	74.1	2,522	86.9	13,942	14.5	2.6	9.1	19.3	42.7

표1 PI첨단소재 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	43.3	78.3	-44.6%	52.9	-18.0%	47.9	-9.4%
영업이익	-8.8	13.2	적전	11.9	nm	-1.9	nm
세전이익	-8.6	14.0	적전	7.2	nm	-0.2	nm
지배주주 순이익	-11.0	11.9	적전	7.5	nm	-1.4	nm
영업이익률(%)	-20.4%	16.9%		22.4%		-3.9%	
지배주주 순이익률(%)	-25.4%	15.7%		20.9%		-2.9%	

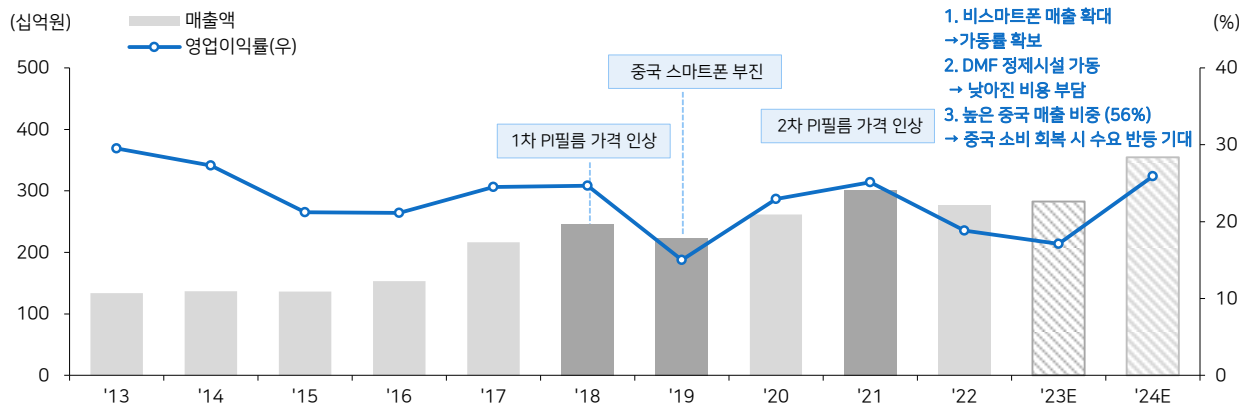
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,263	1,240	1,220	1,200	1,290	1,231	1,175
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	43.3	71.1	88.0	80.1	276.5	282.5	354.8
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-24.8%	-18.0%	64.1%	23.7%	-9.0%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-24.4%	-44.6%	-5.3%	25.2%	51.5%	-8.4%	2.2%	25.6%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	15.5	26.0	29.8	27.0	110.3	98.3	112.7
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	15.1	25.5	32.9	28.8	99.9	102.2	120.7
첨단산업용 PI	17.0	16.6	13.6	14.2	11.6	18.1	21.4	19.8	61.4	70.9	87.3
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.0	1.2	1.5	1.9	2.0	4.8	6.6	16.1
PI 파우더							0.7	0.8		1.5	6.0
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-8.8	12.7	24.4	20.0	52.1	48.3	91.8
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-15.8%	-174.5%	-244.2%	91.3%	-17.8%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-17.8%	-166.7%	-1.7%	72.9%	68.9%	-31.3%	-7.4%	90.2%
영업이익률 (%)	16.9	17.2	20.0	22.4	-20.4	17.9	27.7	25.0	18.9	17.1	25.9
세전이익	14.0	15.6	17.2	7.2	-8.6	13.0	24.6	20.3	54.0	49.2	92.4
지배주주순이익	11.9	12.8	13.6	7.5	-11.0	10.6	22.2	17.9	45.7	39.6	74.1
지배주주순이익률(%)	15.2%	17.0%	19.3%	14.2%	-25.4%	14.9%	25.2%	22.3%	16.5%	14.0%	20.9%

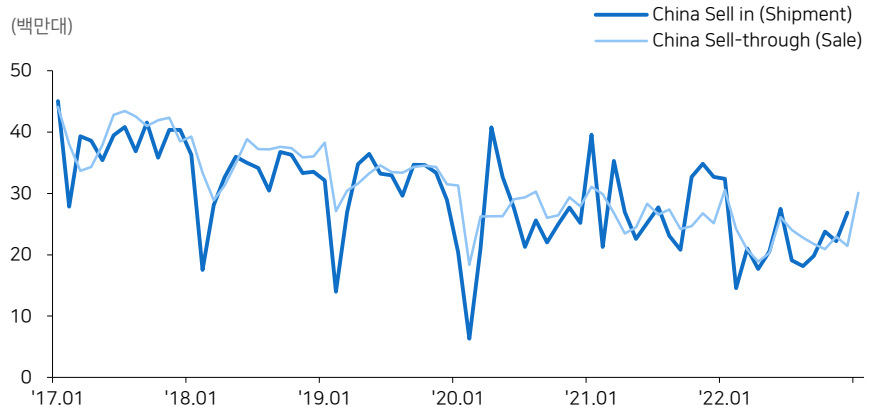
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 실적 추이 및 전망



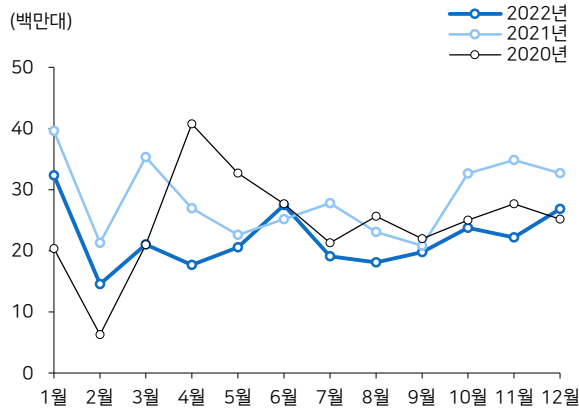
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 내 스마트폰 채널재고 소진 현황



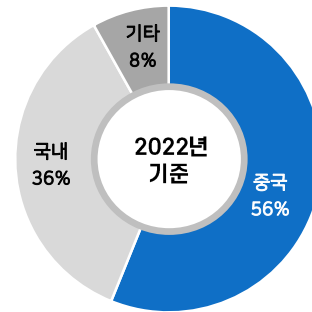
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



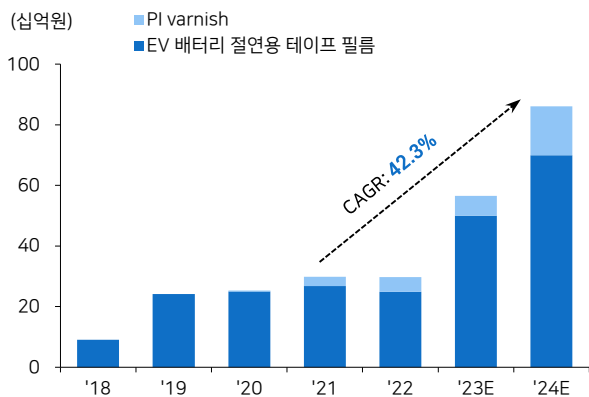
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI첨단소재 지역별 매출 비중



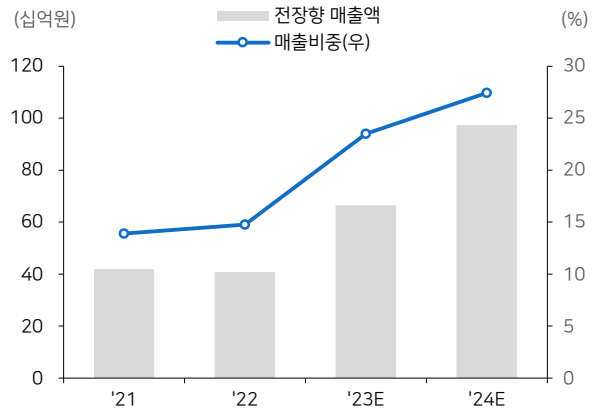
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PI첨단소재 2차전지, EV향 매출 전망



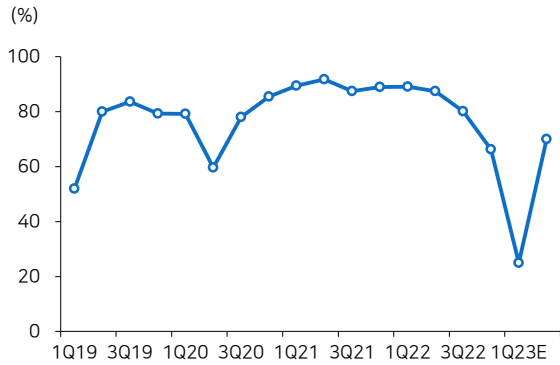
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PI첨단소재 전장향 매출 비중 추이



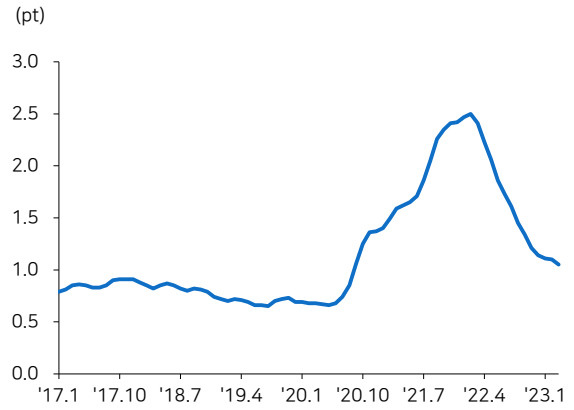
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI필름 가동률 추이 및 추정



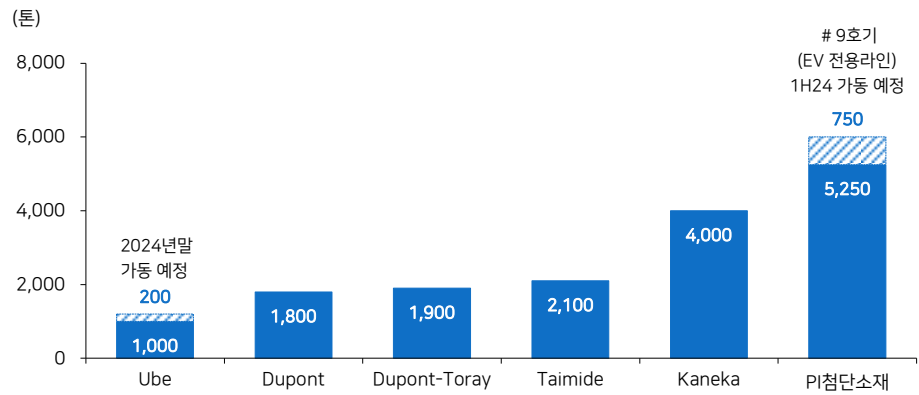
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 DMF 가격 지수 (2020년 하반기 수준으로 복귀)



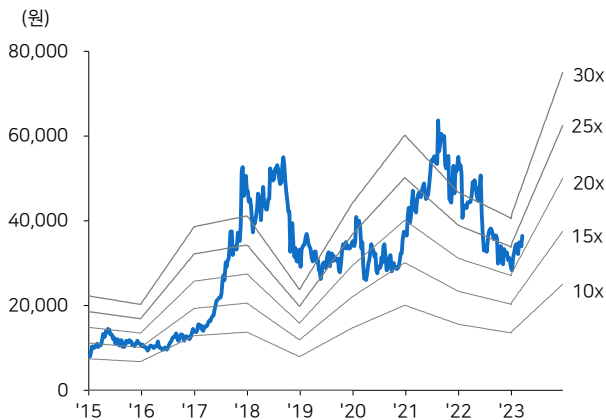
자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI필름 생산능력 현황



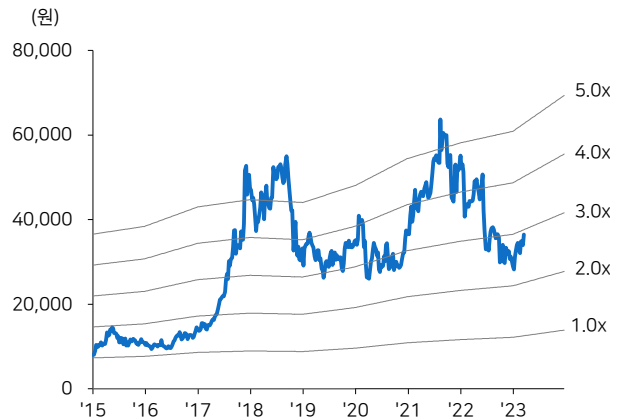
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 PI첨단소재 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

(원)	2023E	비고
EPS (원)	1,615	12MF Forward 기준
적정배수 (배)	27.0	2017~2022년 평균 멀티플 배수
적정가치 (원)	43,540	
적정주가 (원)	44,000	
현재주가 (원)	36,450	
상승여력 (%)	20.7%	

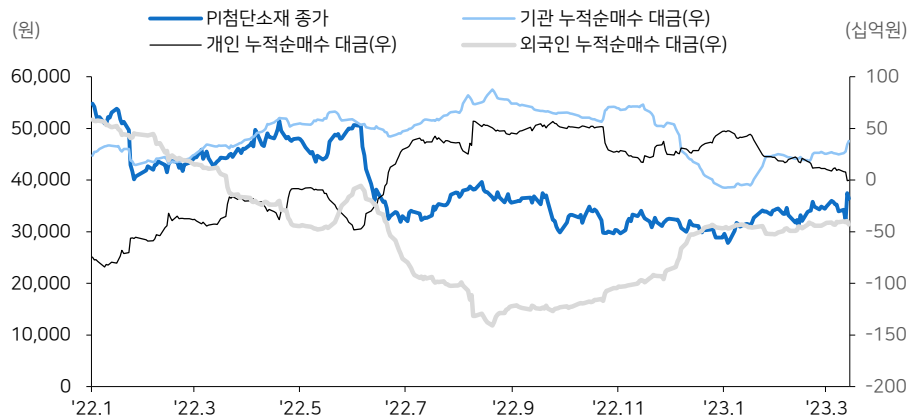
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	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	28,900	
Average	11,334	11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,314	
확정치 기준 PER									
High	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	34.8	
Low	13.2	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.6	
Average	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3	
EPS (원)	578	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	1,350
EPS Growth (%)	-12.3	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-13.3
컨센서스 기준 PER									
High	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	31.6	
Low	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.8	
Average	15.3	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9	
EPS (원)	743	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	1,360
EPS growth (%)	12.6	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-14.5	-20.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 PI첨단소재 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	261.8	301.9	276.4	282.5	354.8
매출액증가율 (%)	17.0	15.3	-8.4	2.2	25.6
매출원가	177.1	197.8	196.9	208.7	231.1
매출총이익	84.7	104.1	79.6	73.8	123.6
판매관리비	24.7	28.2	27.4	25.6	31.8
영업이익	60.0	75.9	52.1	48.3	91.8
영업이익률	22.9	25.1	18.9	17.1	25.9
금융손익	-1.4	-0.4	-0.0	-1.2	-1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.9	7.8	1.9	2.1	2.0
세전계속사업이익	52.7	83.3	54.0	49.2	92.4
법인세비용	11.0	19.3	8.3	9.6	18.3
당기순이익	41.7	64.0	45.7	39.6	74.1
지배주주지분 손이익	41.7	64.0	45.7	39.6	74.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	80.9	88.6	17.4	69.2	90.4
당기순이익(손실)	41.7	64.0	45.7	39.6	74.1
유형자산상각비	20.3	21.8	23.5	30.5	31.7
무형자산상각비	1.2	2.0	2.4	2.4	2.0
운전자본의 증감	5.5	-8.8	-46.1	-1.3	-15.3
투자활동 현금흐름	-12.4	-50.6	-97.8	-55.1	-43.2
유형자산의증가(CAPEX)	-8.9	-32.7	-107.8	-57.3	-45.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	0.2	0.2	-0.0	-0.2
재무활동 현금흐름	-21.2	-24.0	5.1	-21.4	-23.1
차입금의 증감	-12.0	1.7	37.9	1.5	-0.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	47.3	14.6	-74.1	-7.3	24.1
기초현금	28.5	75.8	90.5	16.4	9.1
기말현금	75.8	90.5	16.4	9.1	33.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	144.0	196.4	131.7	126.9	181.2
현금및현금성자산	75.8	90.5	16.4	9.1	33.2
매출채권	34.4	44.4	30.0	30.7	38.5
재고자산	31.6	42.1	83.7	85.5	107.4
비유동자산	260.0	276.6	367.3	391.6	403.1
유형자산	240.1	255.1	342.9	369.6	383.0
무형자산	11.5	13.5	14.0	11.5	9.5
투자자산	1.1	0.9	0.6	0.7	0.8
자산총계	404.0	473.0	499.0	518.5	584.3
유동부채	80.9	108.7	64.5	60.7	78.4
매입채무	13.7	23.2	13.3	13.6	17.0
단기차입금	24.3	27.5	20.2	15.0	18.0
유동성장기부채	13.3	13.3	3.3	3.8	7.7
비유동부채	40.3	38.4	93.0	99.6	96.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.7	17.3	73.0	79.3	71.5
부채총계	121.1	147.1	157.5	160.3	174.8
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	217.4	234.1	285.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	282.9	325.9	341.5	358.2	409.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	8,915	10,279	9,414	9,621	12,081
EPS(지배주주)	1,421	2,179	1,557	1,350	2,522
CFPS	2,692	3,749	2,848	2,766	4,273
EBITDAPS	2,777	3,390	2,654	2,766	4,273
BPS	9,633	11,097	11,627	12,198	13,942
DPS	711	1,090	779	779	779
배당수익률(%)	1.9	2.0	2.7	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	26.0	25.3	18.6	27.0	14.5
PCR	13.7	14.7	10.1	13.2	8.5
PSR	4.2	5.4	3.1	3.8	3.0
PBR	3.8	5.0	2.5	3.0	2.6
EBITDA	81.6	99.6	78.0	81.2	125.5
EV/EBITDA	13.1	15.8	12.0	14.3	9.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.6	21.0	13.7	11.3	19.3
EBITDA 이익률	31.1	33.0	28.2	28.8	35.4
부채비율	42.8	45.1	46.1	44.8	42.7
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5
이자보상배율(x)	44.7	81.4	74.0	34.9	48.2
매출채권회전율(x)	8.2	7.7	7.4	9.3	10.3
재고자산회전율(x)	6.7	8.2	4.4	3.3	3.7

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

