

2023. 05. 10



Company Analysis | 전기전자

Analyst 김광수 / 차용호

02 3779 8640 _ gskim@ebestsec.co.kr

02 3779 8446 _

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지) 42,000 원

현재주가 30,800 원

상승여력 36.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (5/9)	2,510.06 pt
시가총액	9,045 억원
발행주식수	29,366 천주
52 주 최고가/최저가	50,700 / 27,850 원
90 일 일평균거래대금	63.77 억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률(23.12E)	3.5%
BPS(23.12E)	11,061 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -14.0%
	6 개월 -8.9%
	12 개월 -27.9%
주주구성	코리아피아이홀딩스 (외2인) 54.2%
	국민연금공단 (외 1인) 8.5%

Stock Price



PI첨단소재 (178920)

터널 속 깊은 어둠의 끝자락을 향해

1Q23 재고 조정은 확실하게

1Q23 실적은 매출액 426억원(-45.6%YoY, -19.4%QoQ), 영업이익 -117억원(적전YoY, 적전QoQ)로 시장 컨센서스 영업이익 -46억원을 하회했다. 실적 부진의 배경은 스마트폰 시장 수요 둔화 및 주요 고객사의 방열시트 제품 재고 조정이 지속되는 가운데 동사가 1Q23 강도 높은 가동률(14%) 조정으로 감산 및 재고평가손실(30억원)을 반영했기 때문이다. 첨단 사업부문 역시 전기모터 권선용 제품을 제외한 전방산업 수요 약세로 매출이 감소(-11.9%QoQ)했다. 다만 FPCB용 필름은 점진적인 수요 회복 및 신규제품 적용 확대로 매출이 증가(+14.0%QoQ)했다.

2Q23 터널의 끝자락

2Q23 실적은 매출액 574억원(-23.5%YoY, +34.7%QoQ), 영업이익 -4억원(적전YoY, 적적QoQ)으로 추정한다. 동사의 재고는 적극적인 가동률 조정으로 1Q23 초 900톤~1,000톤(3개월치) → 1Q23 말 600~700톤(2개월치)으로 적정 재고 수준(1.5개월)에 근접한 것으로 파악한다. 전방 수요의 부진이 지속되는 가운데 2Q23의 가동률은 45%(현 Capa 기준 BEP 레벨) 수준으로 제한적인 매출 증가와 부진한 수익성을 기록할 것이다. 다만 원재료 가격의 안정화와 함께 3Q23부터 주요 고객사의 신제품 출시로 방열시트 신규 주문 회복이 본격화됨에 따라 수익성이 개선될 것이다. 2023년 실적은 매출액 2,536억원 (-8.3%YoY), 영업이익 202억원 (-61.3%YoY)으로 추정한다.

신규 산업 향 매출 다변화와 IRA 수혜 기대감

투자 의견 Buy, 목표주가 42,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 2.8x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. 2H23 주요 고객사의 신제품 출시 효과와 신규 산업(EV, 디스플레이, 배터리) 향 매출 다변화로 사업 안정화를 전망한다. 특히 배터리 부문의 경우 원통형 제품 확산 추세(각형 대비 PI 사용량 3배)와 미국 IRA 법안(배터리 절연 테이프 용 PI 필름에 중국산 제품 사용 시 배터리 제조업체 혜택 제한) 시행으로 업계 내 유일하게 공격적인 Capa 투자(제품별 전용 라인 확보)를 단행한 동사의 수혜가 클 것이다. 신규 매출처 관련 계약 및 양산 시점/규모가 3Q23에 확정될 것으로 예상되는 가운데 실적은 반등 구간에 진입하고 있다. 비중 확대를 고려할 시기이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	276	254	304	365
영업이익	76	52	20	54	59
순이익	64	46	15	40	44
EPS (원)	2,179	1,557	524	1,373	1,497
증감률 (%)	53.4	-28.6	-66.4	162.2	9.1
PER (x)	25.3	18.6	58.8	22.4	20.6
PBR (x)	5.0	2.5	2.8	2.7	2.6
영업이익률 (%)	25.1	18.9	7.9	17.8	16.2
EBITDA 마진 (%)	33.0	28.2	21.2	29.6	25.8
ROE (%)	21.0	13.7	4.6	12.3	13.0

주: IFRS 연결 기준

자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

1Q23 재고 조정은 확실하게

1Q23 실적은 매출액 426억원(-45.6%YoY, -19.4%QoQ), 영업이익 -117억원(적전YoY, 적전QoQ)로 시장 컨센서스 영업이익 -46억원을 하회했다. 실적 부진의 배경은 스마트폰 시장 수요 둔화 및 주요 고객사의 방열시트 제품 재고 조정이 지속되는 가운데 동사가 1Q23 강도 높은 가동률(14%) 조정으로 감산 및 재고평가손실(30억원)을 반영했기 때문이다. 첨단 사업부문 역시 전기모터 권선용 제품을 제외한 전방산업 수요 약세로 매출이 감소(-11.9%QoQ)했다. 다만 FPCB용 필름은 점진적인 수요 회복 및 신규제품 적용 확대로 매출이 증가(+14.0%QoQ)했다.

표1 실적 추정치 변경 내역

(단위 : 십억원)		1Q23P			2Q23E			2023E		
		기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출액	FPCB	17	22	30%	28	23	-18%	102	96	-6%
	방열시트	14	7	-49%	24	20	-18%	108	89	-18%
	첨단산업	12	13	10%	17	15	-11%	72	69	-5%
	합계	43.3	42.6	-2%	68.6	57.4	-16%	282.0	253.6	-10%
매출비중	FPCB	39%	51%		40%	39%		36%	38%	
	방열시트	33%	17%		35%	34%		38%	35%	
	첨단산업	28%	31%		25%	26%		26%	27%	
영업이익		-4.1	-11.7	186%	11.8	-0.4	적전	47.0	20.2	-57%
영업이익률		-9.5%	-27.6%		17.2%	-0.7%		16.7%	7.9%	

주: IFRS 연결 기준

자료: P이첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q23 터널의 끝자락

2Q23 실적은 매출액 574억원(-23.5%YoY, +34.7%QoQ), 영업이익 -4억원(적전YoY, 적지QoQ)으로 추정한다. 동사의 재고는 적극적인 가동률 조정으로 1Q23 초 900톤~1,000톤(3개월치) → 1Q23 말 600~700톤(2개월치)으로 적정 재고 수준(1.5개월)에 근접한 것으로 파악한다. 전방 수요의 부진이 지속되는 가운데 2Q23의 가동률은 45%(현 Capa 기준 BEP 레벨) 수준으로 제한적인 매출 증가와 부진한 수익성을 기록할 것이다. 다만 원재료 가격의 안정화와 함께 3Q23부터 주요 고객사의 신제품 출시로 방열시트 신규 주문 회복이 본격화됨에 따라 수익성이 개선될 것이다. 2023년 실적은 매출액 2,536억원(-8.3%YoY), 영업이익 202억원(-61.3%YoY)으로 추정한다.

표2 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	FPCB	35	31	24	19	22	23	26	25	121	110	96
	YoY	14%	6%	-26%	-31%	-39%	-28%	8%	30%	9%	-9%	-13%
	QoQ	29%	-12%	-22%	-22%	14%	4%	16%	-6%			
	방열시트	25	26	31	19	7	20	32	30	106	100	89
	YoY	-6%	-2%	10%	-28%	-70%	-23%	2%	62%	13%	-6%	-11%
	QoQ	-4%	4%	23%	-41%	-60%	164%	63%	-6%			
	첨단산업	18	18	15	15	13	15	21	20	75	66	69
	YoY	-10%	-2%	-23%	-10%	-26%	-17%	41%	31%	30%	-11%	4%
	QoQ	8%	0%	-20%	4%	-12%	13%	35%	-3%			
합계	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	57.4	78.9	74.8	301.9	276.5	253.6	
YoY	1%	1%	-12%	-24%	-46%	-24%	12%	42%	15%	-8%	-8%	
QoQ	12%	-4%	-6%	-25%	-19%	35%	37%	-5%				
매출비중	FPCB	45%	42%	35%	36%	51%	39%	33%	33%	40%	40%	38%
	방열시트	31%	34%	45%	35%	17%	34%	40%	40%	35%	36%	35%
	첨단산업	23%	24%	21%	29%	31%	26%	26%	27%	25%	24%	27%
영업이익		13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	-0.4	17.1	15.2	75.9	52.1	20.2
	YoY	-36%	-40%	-27%	-18%	적전	적전	21%	28%	27%	-31%	-61%
	QoQ	-8%	-2%	9%	-16%	적전	적지	흑전	-11%			
영업이익률	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.6%	-0.7%	21.7%	20.3%	25.1%	18.8%	7.9%	

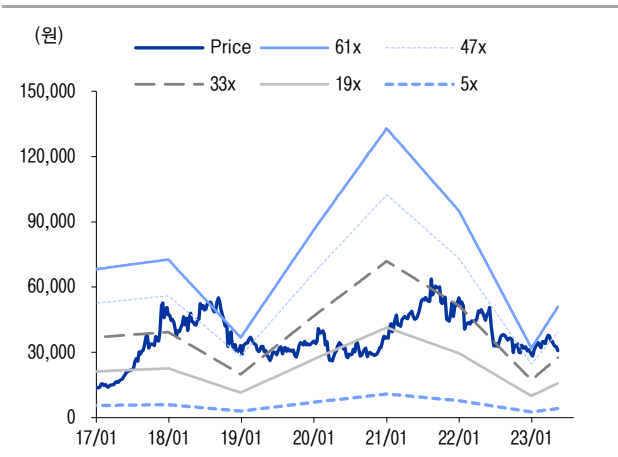
주: IFRS 연결 기준

자료: P이첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

신규 산업 향 매출 다변화와 IRA 수혜 기대감

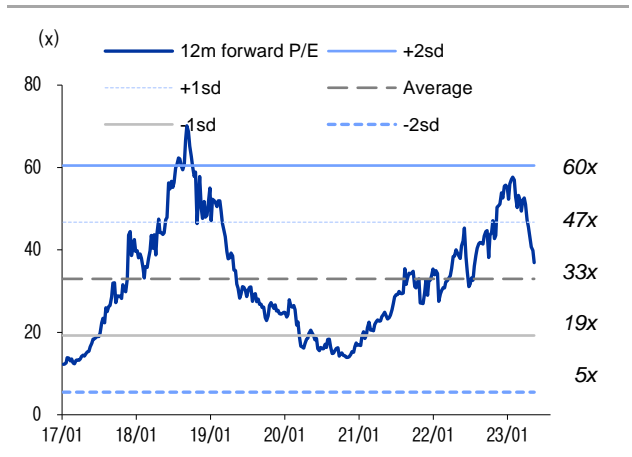
투자의견 Buy, 목표주가 42,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 2.8x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. 2H23 주요 고객의 신제품 출시 효과와 신규 산업(EV, 디스플레이, 배터리) 향 매출 다변화로 사업 안정화를 전망한다. 특히 배터리 부문의 경우 원통형 제품 확산 추세(각형 대비 사용량 3배)와 미국 IRA 법안(배터리 절연 테이프 용 PI 필름에 중국산 제품 사용 시 배터리 제조업체 혜택 제한) 시행으로 업계 내 유일하게 공격적인 Capa 투자(제품별 전용 라인 확보)를 단행한 동사의 수혜가 클 것이다. 신규 매출처 관련 계약 및 양산 시점/규모가 3Q23에 확정될 것으로 예상되는 가운데 실적은 반등 구간에 진입하고 있다. 비중 확대를 고려할 시기이다.

그림1 12M Fwd P/E 밴드



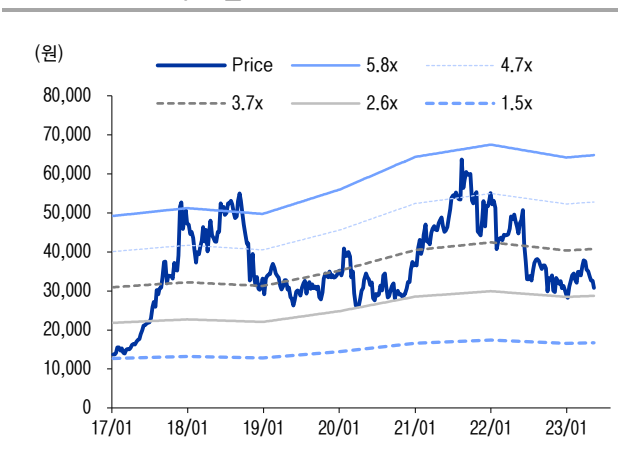
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/E 표준편차



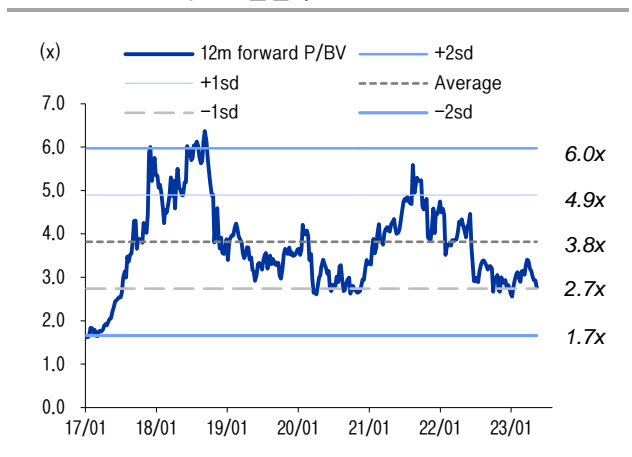
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PI첨단소재 (178920)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	196	132	124	224	265
현금 및 현금성자산	90	16	35	121	140
매출채권 및 기타채권	45	30	45	52	64
재고자산	42	84	42	49	60
기타유동자산	19	1	2	2	2
비유동자산	277	367	380	398	382
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	255	343	353	369	351
무형자산	13	14	16	18	20
자산총계	473	499	503	622	647
유동부채	109	65	85	96	109
매입채무 및 기타채무	50	33	53	64	77
단기금융부채	43	25	25	25	25
기타유동부채	16	6	6	6	6
비유동부채	38	93	94	193	194
장기금융부채	21	76	76	176	176
기타비유동부채	18	17	18	18	18
부채총계	147	158	178	289	302
지배주주지분	326	341	325	333	345
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	202	217	201	209	221
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	326	341	325	333	345

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	89	17	96	73	70
당기순이익(손실)	64	46	15	40	44
비현금수익비용가감	46	38	34	36	35
유형자산감가상각비	22	23	31	33	32
무형자산상각비	2	2	2	3	3
기타현금수익비용	21	12	1	0	0
영업활동 자산부채변동	-9	-46	47	-3	-9
매출채권 감소(증가)	-10	13	-15	-7	-11
재고자산 감소(증가)	-10	-42	41	-7	-11
매입채무 증가(감소)	17	-17	20	11	13
기타자산, 부채변동	-7	0	0	0	0
투자활동 현금	-51	-98	-46	-55	-19
유형자산처분(취득)	-33	-108	-41	-50	-14
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-5	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-15	15	0	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	-24	5	-32	68	-32
차입금의 증가(감소)	-3	37	0	100	0
자본의 증가(감소)	-21	-32	-32	-32	-32
배당금의 지급	21	32	-32	-32	-32
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	15	-74	19	86	19
기초현금	76	90	16	35	121
기말현금	90	16	35	121	140

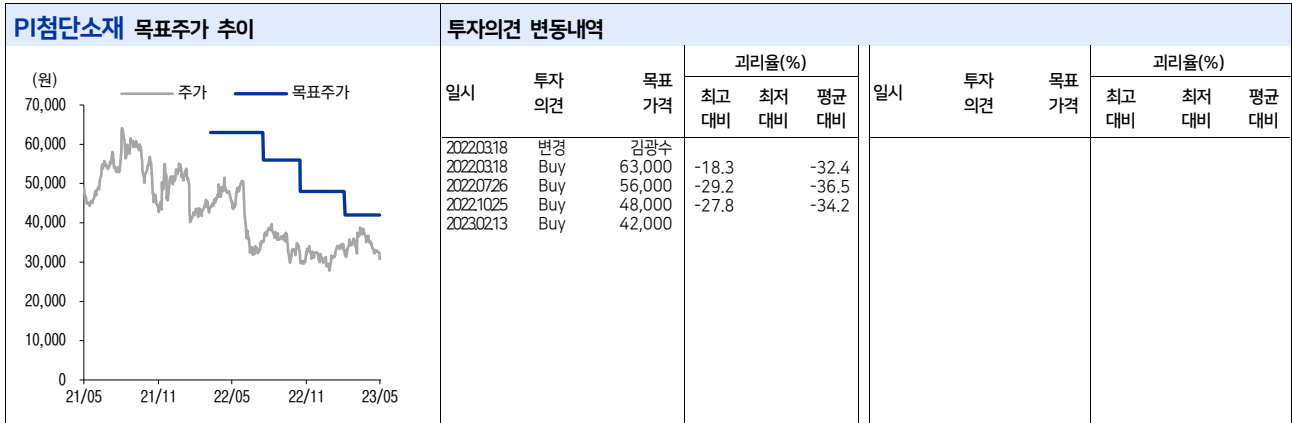
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	276	254	304	365
매출원가	198	197	203	219	269
매출총이익	104	80	51	85	97
판매비 및 관리비	28	27	31	31	37
영업이익	76	52	20	54	59
(EBITDA)	100	78	54	90	94
금융손익	4	10	-2	-4	-5
이자비용	1	1	3	4	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-8	0	0	0
세전계속사업이익	83	54	18	50	55
계속사업법인세비용	19	8	3	10	11
계속사업이익	64	46	15	40	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	64	46	15	40	44
지배주주	64	46	15	40	44
총포괄이익	64	46	15	40	44
매출총이익률 (%)	34.5	28.8	20.1	28.0	26.5
영업이익률 (%)	25.1	18.9	7.9	17.8	16.2
EBITDA 마진률 (%)	33.0	28.2	21.2	29.6	25.8
당기순이익률 (%)	21.2	16.5	6.1	13.2	12.0
ROA (%)	14.6	9.4	3.1	7.2	6.9
ROE (%)	21.0	13.7	4.6	12.3	13.0
ROIC (%)	21.1	12.4	4.1	10.8	11.6

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	25.3	18.6	58.8	22.4	20.6
P/B	5.0	2.5	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	15.8	12.0	18.0	10.9	10.2
P/CF	14.7	10.1	18.2	11.9	11.5
배당수익률 (%)	2.0	3.8	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	15.3	-8.4	-8.2	20.0	20.0
영업이익	26.4	-31.3	-61.3	168.5	9.6
세전이익	58.0	-35.2	-66.1	175.2	9.1
당기순이익	53.4	-28.6	-66.4	162.2	9.1
EPS	53.4	-28.6	-66.4	162.2	9.1
안정성 (%)					
부채비율	45.1	46.1	54.9	86.8	87.6
유동비율	180.7	204.0	145.8	233.8	243.8
순차입금/자기자본(x)	-13.0	24.8	20.3	24.0	17.6
영업이익/금융비용(x)	81.4	74.0	8.0	12.3	11.8
총차입금 (십억원)	63	101	101	201	201
순차입금 (십억원)	-42	85	66	80	61
주당지표 (원)					
EPS	2,179	1,557	524	1,373	1,497
BPS	11,097	11,627	11,061	11,344	11,751
CFPS	3,749	2,848	1,691	2,592	2,688
DPS	1,090	1,090	1,090	1,090	1,090



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김광수).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자이견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)