

2023. 6. 16



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy

적정주가 (12개월) 47,000 원

현재주가 (6.15) 39,500 원

상승여력 19.0%

KOSPI	2,608.54pt
시가총액	11,600억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.62%
외국인비중	5.40%
52주 최고/최저가	39,650원/27,850원
평균거래대금	67.0억원

주요주주(%)

코리아피아이홀딩스 외 1인	54.15
국민연금공단	8.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	25.2	9.4
상대주가	15.9	13.3	2.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	256.7	32.6	28.1	956	-38.6	11,804	41.3	3.3	20.1	8.2	44.7
2024E	335.6	81.9	67.9	2,312	142.0	13,337	17.1	3.0	11.0	18.4	43.6
2025E	388.2	94.8	79.4	2,705	17.0	15,263	14.6	2.6	9.5	18.9	39.3

PI첨단소재 178920

2Q23 Preview

: 점진적 정상화의 초입

- ✓ 2Q23 영업이익(51억원)은 컨센서스(17억원)를 상회할 전망
- ✓ 가동률 상승+우호적인 원/달러 환율+재고자산 총당금 환입 효과 영향
- ✓ 하반기 본격적인 가동률 상승과 낮아진 원부재료의 효과로 급격한 수익성 회복이 가능할 전망
- ✓ 폴더블용 PI필름, 디스플레이용 PI바니쉬, PI파우더 성형품 등 고마진의 신제품 매출 증가와 IRA 법안에 따른 배터리용 절연용 필름 확대 기대감도 유효
- ✓ 실적 추정치 상향을 반영, 적정주가를 47,000원으로 상향

2Q23 Preview: 영업이익 51억원으로 컨센서스(17억원) 상회 예상

2Q23 영업이익(51억원)은 컨센서스(17억원)를 상회할 전망이다. 신모델 출시 및 '6.18 쇼핑 페스티벌'을 앞둔 고객사들의 재고 축적 수요로 가동률이 월별 기준 우상향하는 트렌드가 유지되었다. 이에 더해 우호적인 원/달러 환율효과와 1분기에 반영되었던 재고자산 총당금(30억) 중 일부 환입되는 부분이 반영되었다.

역대 최저인 원재료 가격 + 돌아오는 가동률 = 하반기 수익성에 주목

하반기는 북미 고객사의 신제품 출시와 낮아진 원부재료의 가격 수혜를 동시에 누릴 전망이다. 아이폰15향 공급을 통해 7월부터 70% 이상으로의 가동률 회복이 예상된다. 과거 동사가 20% 중반의 영업이익률을 기록하던 시기의 가동률이 70% 중반이었음을 감안하면 급격한 수익성 회복이 가능할 전망이다. 이에 더해 현재 동사 주요 원재료인 PDMA와 DMF의 가격은 2022년 평균 구매 단가 대비 61%, 56% 하락한 상황이다(PDMA \$9.8→\$3.8, DMF 2,245원→980원). 1Q23 가동 중단에 따른 원재료 매입 중단으로, 2Q23까지는 작년에 구매한 높은 가격의 원부재료가 비용에 반영되었다. 그러나 3Q23부터는 4월부터 낮은 가격에 구매한 원부재료가 반영되며, 4Q23에는 현재 최저 가격에 구매한 원부재료가 반영될 예정이다. 종합적으로 올해 영업이익은 컨센서스(244억원)을 33.9% 상회하는 327억을 전망한다.

투자의견 Buy, 적정주가 47,000원 제시

폴더블용 PI필름, 디스플레이용 PI바니쉬, PI파우더 성형품 등 고마진의 신제품 매출도 하반기 본격화될 전망이다. IRA법안에 따른 배터리용 절연용 필름의 확대 기대감도 지속적으로 유효하다. 최근 양호한 주가 흐름에도 동사 한달 평균 주가는 12개월 선행 P/E 기준 22.6배로 과거 5년 평균(28.3배)보다 낮은 수준에서 거래되고 있다. 실적 추정치 상향을 반영해 적정주가를 47,000원으로 상향한다.

표1 PI첨단소재 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	60.1	75.1	-19.9%	42.6	41.1%	59.8	0.5%
영업이익	5.1	12.9	적전	-11.7	nm	1.7	208.4%
세전이익	5.8	15.6	적전	-12.2	nm	2.6	123.8%
지배주주 순이익	2.3	12.8	적전	-8.0	nm	1.1	116.6%
영업이익률(%)	8.5%	17.2%		-27.5%		2.8%	
지배주주 순이익률(%)	3.9%	15.7%		20.9%		1.8%	

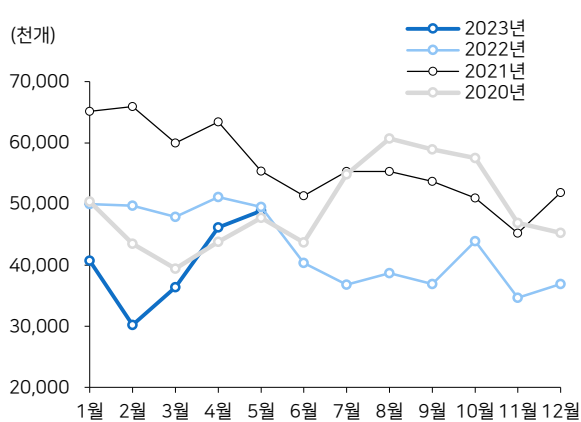
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,320	1,280	1,250	1,290	1,281	1,235
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	60.1	79.2	74.7	276.5	256.6	335.6
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-24.8%	-19.4%	41.1%	31.7%	-5.6%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-24.4%	-45.6%	-19.9%	12.6%	41.4%	-8.4%	-7.2%	30.8%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	25.2	27.7	24.9	110.3	99.5	104.2
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	16.3	27.4	23.9	99.9	75.0	104.1
첨단산업용 PI	17.0	16.6	13.6	14.2	12.0	16.8	20.7	21.9	61.4	71.4	96.2
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.0	1.4	1.9	2.1	2.4	4.8	7.7	22.2
PI 파우더					0.0	0.0	0.5	0.6		1.0	3.0
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	5.1	19.9	19.4	52.1	32.7	81.9
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-15.8%	-198.7%	-143.5%	291.8%	-2.9%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-17.8%	-188.3%	-60.7%	41.5%	63.3%	-31.3%	-37.3%	150.7%
영업이익률 (%)	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.5%	8.5%	25.2%	25.9%	18.9%	12.7%	24.4%
세전이익	14.0	15.6	17.2	7.2	-12.2	5.8	20.6	20.0	54.0	34.2	83.1
지배주주순이익	11.9	12.8	13.6	7.5	-8.0	2.3	17.2	16.6	45.7	28.1	67.9
지배주주순이익률(%)	15.2%	17.0%	19.3%	14.2%	-18.9%	3.9%	21.7%	22.2%	16.5%	10.9%	20.2%

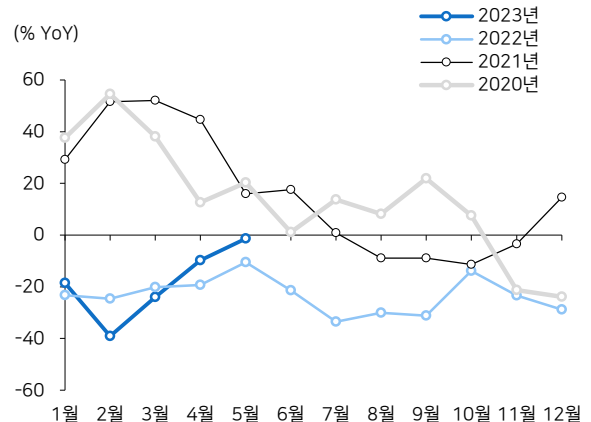
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 써니옵티컬 핸드셋용 카메라모듈 출하량



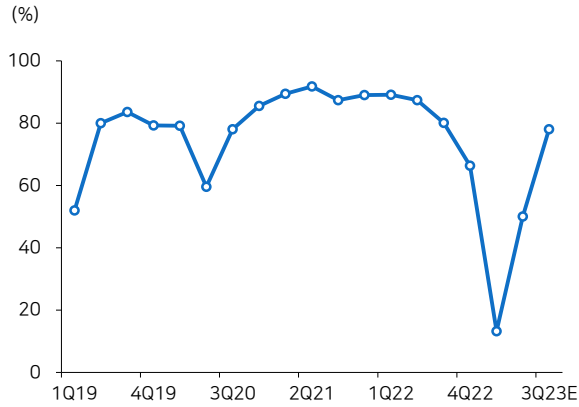
자료: Sunny Optical, 메리츠증권 리서치센터

그림2 써니옵티컬 핸드셋용 카메라모듈 YoY 성장률



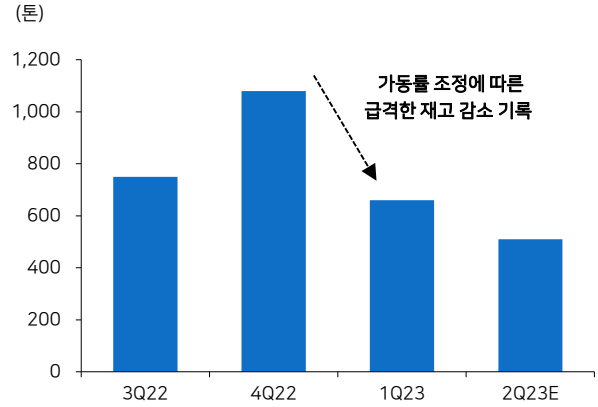
자료: Sunny Optical, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI필름 가동률 추이 및 추정



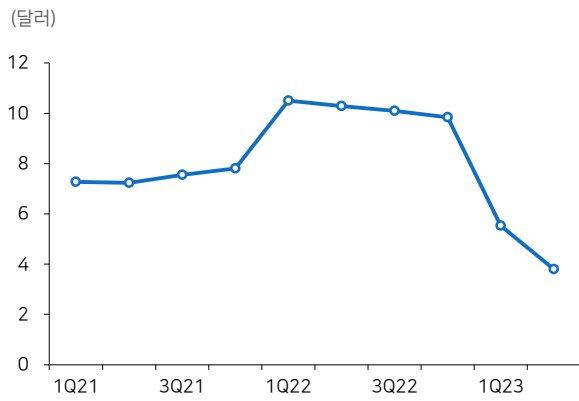
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI첨단소재 분기말 기준 재고 현황 및 전망



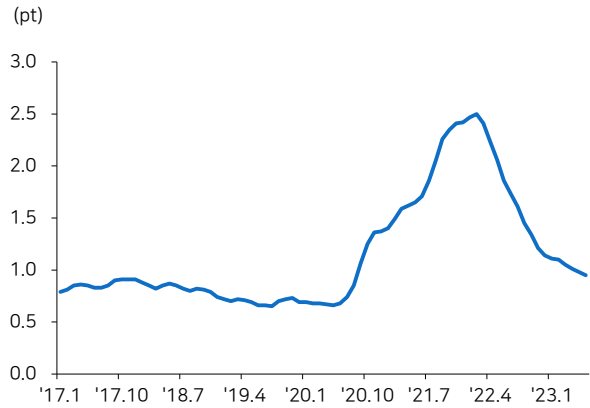
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PMDA 구매단가 추이 (역대 최저 수준)



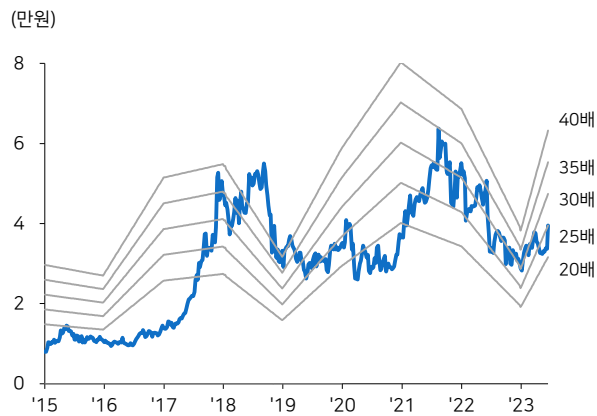
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림6 DMF 가격 지수 (2020년으로 복귀)



자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

(원)	2023E	비고
EPS (원)	1,660	12MF Forward 기준
적정배수 (배)	28.3	2018~2022년 평균 멀티플 배수
적정가치 (원)	46,956	
적정주가 (원)	47,000	
현재주가 (원)	39,500	
상승여력 (%)	19.0%	

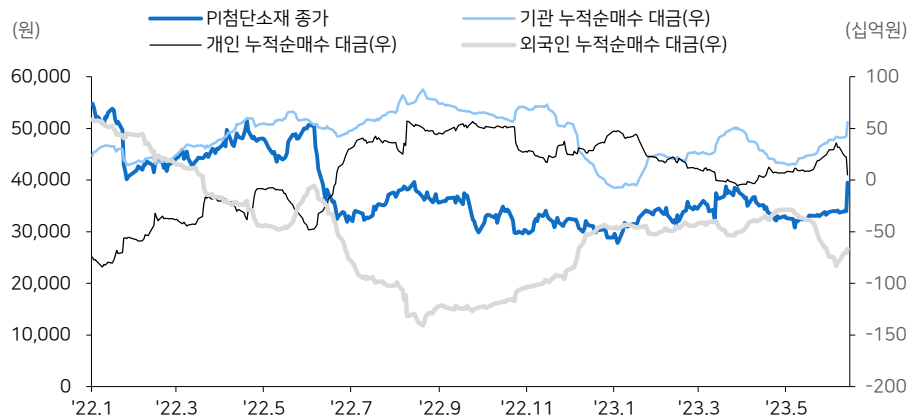
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	956
EPS Growth (%)	-12.3	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-38.6
컨센서스 기준 PER									
High	20.1	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6	
Low	10.2	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4	
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	752
EPS growth (%)	12.6	16.7	80.2	22.8	-33.5	143.5	41.3	-21.3	-51.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	301.9	276.4	256.7	335.6	388.2
매출액증가율 (%)	15.3	-8.4	-7.2	30.8	15.7
매출원가	197.8	196.9	193.0	220.2	253.4
매출총이익	104.1	79.6	63.7	115.4	134.8
판매관리비	28.2	27.4	31.1	33.5	40.0
영업이익	75.9	52.1	32.6	81.9	94.8
영업이익률	25.1	18.9	12.7	24.4	24.4
금융손익	-0.4	-0.0	-1.1	-1.4	-0.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	1.9	2.7	2.6	2.5
세전계속사업이익	83.3	54.0	34.2	83.2	96.5
법인세비용	19.3	8.3	6.2	15.2	17.1
당기순이익	64.0	45.7	28.1	67.9	79.4
지배주주지분 순이익	64.0	45.7	28.1	67.9	79.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	196.4	131.7	123.6	169.7	231.8
현금및현금성자산	90.5	16.4	16.6	29.7	69.9
매출채권	44.4	30.0	27.9	36.5	42.2
재고자산	42.1	83.7	77.7	101.6	117.5
비유동자산	276.6	367.3	377.9	392.7	392.6
유형자산	255.1	342.9	355.9	372.6	374.0
무형자산	13.5	14.0	11.5	9.5	7.9
투자자산	0.9	0.6	0.6	0.8	0.9
자산총계	473.0	499.0	501.5	562.4	624.3
유동부채	108.7	64.5	56.8	75.5	85.3
매입채무	23.2	13.3	12.3	16.1	18.6
단기차입금	27.5	20.2	15.0	18.0	20.0
유동성장기부채	13.3	3.3	3.8	7.7	7.7
비유동부채	38.4	93.0	98.0	95.2	90.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.3	73.0	79.3	71.5	63.8
부채총계	147.1	157.5	154.9	170.8	176.1
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	201.8	217.4	222.6	267.6	324.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	325.9	341.5	346.6	391.7	448.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	88.6	17.4	58.9	78.8	96.1
당기순이익(손실)	64.0	45.7	28.1	67.9	79.4
유형자산상각비	21.8	23.5	27.0	28.3	28.6
무형자산상각비	2.0	2.4	2.4	2.0	1.7
운전자본의 증감	-8.8	-46.1	4.2	-16.8	-11.2
투자활동 현금흐름	-50.6	-97.8	-37.2	-42.6	-27.7
유형자산의증가(CAPEX)	-32.7	-107.8	-40.0	-45.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.2	0.2	0.1	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	-24.0	5.1	-21.5	-23.1	-28.2
차입금의 증감	1.7	37.9	1.4	-0.2	-5.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.6	-74.1	0.2	13.1	40.2
기초현금	75.8	90.5	16.4	16.6	29.7
기말현금	90.5	16.4	16.6	29.7	69.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	10,279	9,414	8,740	11,429	13,218
EPS(지배주주)	2,179	1,557	956	2,312	2,705
CFPS	3,749	2,848	2,112	3,822	4,260
EBITDAPS	3,390	2,654	2,112	3,822	4,260
BPS	11,097	11,627	11,804	13,337	15,263
DPS	1,090	779	779	779	779
배당수익률(%)	2.0	2.7	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	18.6	41.3	17.1	14.6
PCR	14.7	10.1	18.7	10.3	9.3
PSR	5.4	3.1	4.5	3.5	3.0
PBR	5.0	2.5	3.3	3.0	2.6
EBITDA	99.6	78.0	62.0	112.2	125.1
EV/EBITDA	15.8	12.0	20.1	11.0	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.0	13.7	8.2	18.4	18.9
EBITDA 이익률	33.0	28.2	24.2	33.4	32.2
부채비율	45.1	46.1	44.7	43.6	39.3
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	81.4	74.0	23.6	43.1	51.3
매출채권회전율(x)	7.7	7.4	8.9	10.4	9.9
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	3.2	3.7	3.5

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 추천 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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

