

2023. 11. 2



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 27,000 원

현재주가 (11.1) 26,050 원

상승여력 3.6%

KOSPI	2,301.56pt
시가총액	7,650억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.64%
외국인비중	5.21%
52주 최고/최저가	39,500원/24,500원
평균거래대금	31.0억원

주요주주(%)

코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.14
국민연금공단	8.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	-20.2	-14.2
상대주가	2.6	-13.3	-12.9

주가그래프



PI첨단소재 178920

기나긴 기다림의 시간 진입

- ✓ 3Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 6.3%, 38.7% 하회
- ✓ 고객사 설계 변경으로 인한 대당 방열시트 채택 면적 감소로 예상대비 가동률 부진
- ✓ IT항 수요 부진과 늘어나는 생산 Capa로 인해 내년까지도 평년 수준으로의 가동률 회복은 어려울 전망
- ✓ 2024년 EPS 하향 조정(1,812 → 941원)을 반영, 투자의견 Hold와 적정주가 27,000 원으로 기존 의견 대비 하향 제시

3Q23 Review: 예상보다 부진했던 가동률 회복

3Q23 매출액(614억원)과 영업이익(42억원)은 컨센서스를 각각 6.3%, 38.7% 하회했다. 하반기 북미 고객사향 신제품 공급을 통한 70% 이상으로의 가동률 회복을 기대했지만, 66.7%의 가동률을 기록하며 기대대비 미흡했다. 주 원인은 고객사의 설계 변경으로 인한 대당 방열시트의 채택 면적 감소로 방열시트 매출(-46.0% YoY)이 부진했기 때문이다. 저조한 가동률로 조업도 손실 비용과 재고평가충당금이 증가하며 매출액 대비 이익 규모가 예상보다 부진했다.

4Q23 Preview: 부진한 실적 지속 전망

4Q23 매출액 615억원(+0.2% QoQ, +16.3% YoY), 영업이익 43억원(+1.8% QoQ, -64.0% YoY)를 전망한다. 4분기가 통상적인 재고조정 시즌인 만큼 동사의 정상조업도 기준인 3개년 평균 가동률 80% 달성이 어렵기 때문에 부진한 수익성이 지속될 전망이다. 4Q23부터 EV용 절연용 필름의 고객사 확대가 진행되는 점은 긍정적이거나, 해당 물량은 향후 증설된 9호기로 공급할 계획이기 때문에 IT항 수요 부진에 따른 저조한 가동률은 내년까지도 유지될 전망이다. 이에 따라 2024년도 영업이익 기준 컨센서스를 40.7% 하회하는 부진한 실적을 예상한다.

투자의견 Hold, 적정주가 27,000원 제시

추가적인 실적 전망치 하향 국면에 진입했고, 현 주가가 12개월 선행 P/E 32.6배로 3년 고점(31.6배) 대비 할증돼서 거래되고 있기 때문에 주가 추가 상승여력은 제한적일 것으로 판단한다. 동사 인수주체인 아케마와의 중장기 시너지가 기대되긴 하나, 인증 절차 등 소요되는 시간으로 인해 단기적으로 실적에 미치는 영향은 미미할 전망이다. 2024년 EPS 하향 조정(1,812원 → 941원)을 반영, 투자의견 Hold와 적정주가 27,000원으로 하향 제시한다.

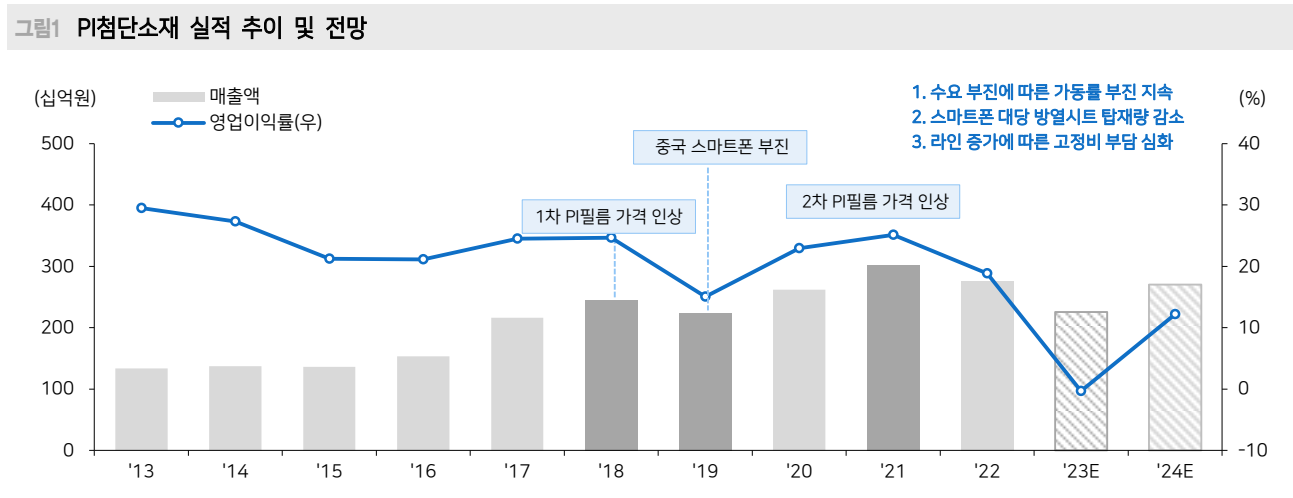
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	301.9	75.9	64.0	2,179	53.4	11,097	25.3	5.0	15.8	21.0	45.1
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023E	225.7	-0.9	0.6	19	-98.8	10,868	1,342.8	2.4	30.4	0.2	52.9
2024E	270.4	33.0	27.6	941	4,752.6	11,030	27.7	2.4	14.0	8.6	59.6
2025E	305.3	55.3	45.9	1,565	66.2	11,816	16.7	2.2	10.2	13.7	56.1

(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	61.4	70.3	-12.7%	60.2	2.0%	65.5	-6.3%	68.7	-10.6%
영업이익	4.2	14.1	-70.2%	2.5	70.1%	6.9	-38.7%	13.3	-68.4%
세전이익	4.2	17.2	-75.7%	1.6	158.9%	7.0	-40.3%	14.0	-70.2%
지배주주 순이익	4.2	13.6	-69.0%	2.2	93.2%	6.0	-29.9%	11.4	-63.1%
영업이익률(%)	6.8%	20.0%		4.1%		10.5%		19.4%	
지배주주 순이익률(%)	6.9%	15.7%		3.6%		9.2%		16.6%	

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

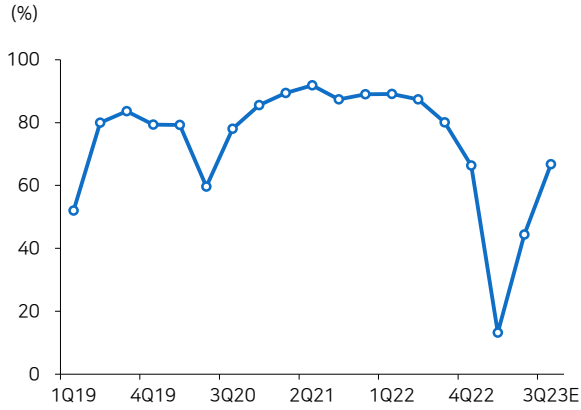
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,320	1,290	1,305	1,270
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	60.2	61.4	61.5	276.5	225.7	270.4
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-24.8%	-19.4%	41.3%	2.0%	0.2%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-24.4%	-45.6%	-19.8%	-12.7%	16.3%	-8.4%	-18.4%	19.8%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	30.3	28.8	28.7	110.3	109.6	121.5
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	15.0	16.9	15.2	99.9	54.5	60.6
첨단산업용 PI	17.0	16.6	13.6	14.2	12.0	13.0	13.6	13.7	61.4	52.3	60.1
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.0	1.4	1.9	2.1	2.3	4.8	7.7	22.3
PI 파우더								0.5		0.5	2.0
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	2.5	4.2	4.3	52.1	-0.8	33.0
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-15.8%	적전	흑전	70.1%	1.8%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-17.8%	적전	-80.9%	-70.2%	-64.0%	-31.3%	-101.5%	흑전
영업이익률 (%)	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.6%	4.1%	6.8%	7.0%	18.9%	-0.4%	12.2%

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터



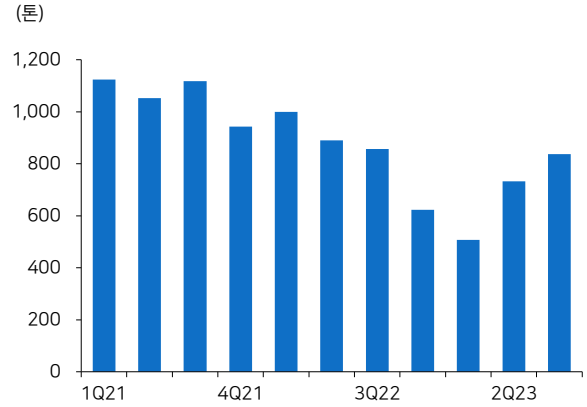
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 가동률 추이



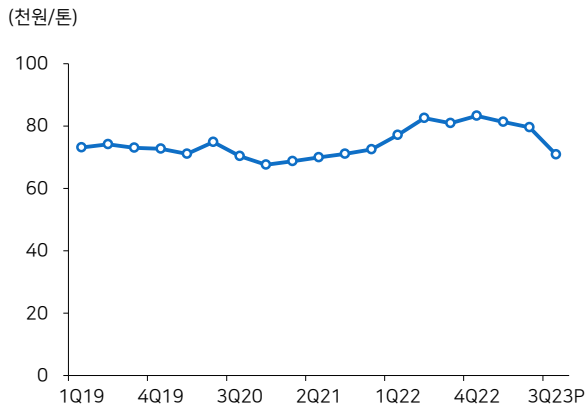
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI필름 판매량 추이



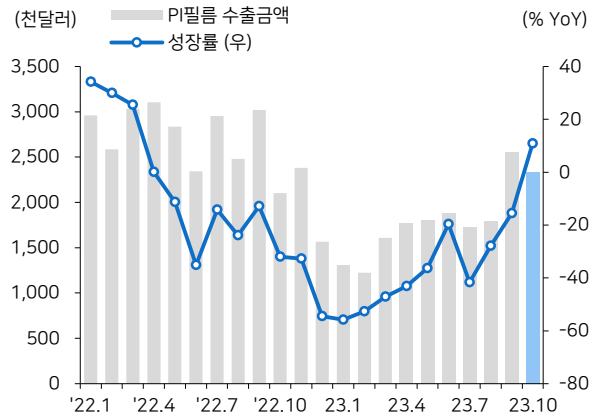
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI필름 ASP 추이



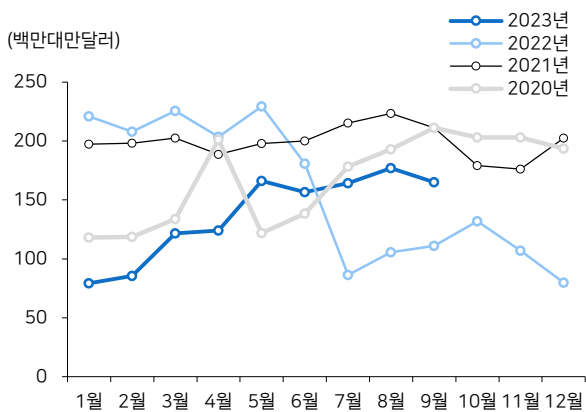
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PI필름 수출금액 추이



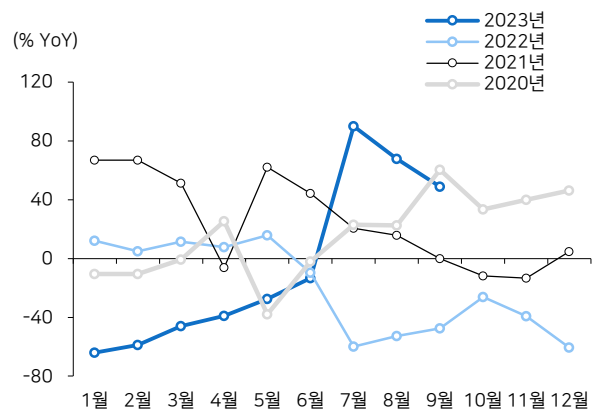
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 경쟁사 Taimide 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Taimide YoY 성장률



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS (원)	941	2024년 EPS
적정배수 (배)	28.3	2018~2022년 평균 멀티플
적정가치 (원)	26,627	
적정주가 (원)	27,000	
현재주가 (원)	26,050	
상승여력 (%)	3.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

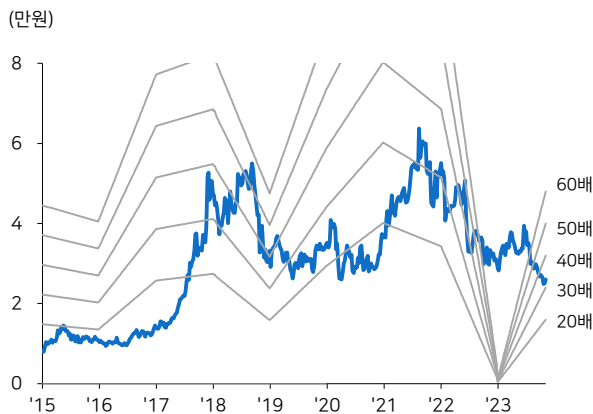
표4 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)									
High	14,700	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000	39,500	
Low	8,970	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200	24,500	
Average	11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377	32,288	
확정치 기준 PER									
High	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0	2031.6	
Low	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1	1260.1	
Average	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3	1660.7	
EPS (원)	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	19	941
EPS Growth (%)	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-98.8	4,741.7
컨센서스 기준 PER									
High	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6	183.7	
Low	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4	114.0	
Average	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9	150.2	
EPS (원)	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	215	1573
EPS growth (%)	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-14.5	-86.2	631.6

주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 1일 기준

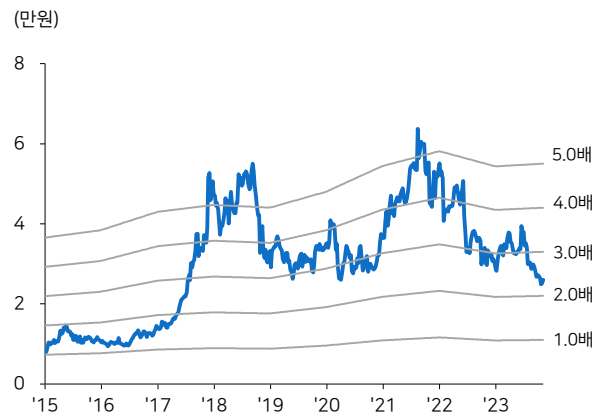
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI첨단소재 12개월 선행 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	301.9	276.4	225.7	270.4	305.3
매출액증가율(%)	15.3	-8.4	-18.4	19.8	12.9
매출원가	197.8	196.9	199.2	210.2	218.4
매출총이익	104.1	79.6	26.5	60.2	86.9
판매관리비	28.2	27.4	27.3	27.2	31.6
영업이익	75.9	52.1	-0.9	33.0	55.3
영업이익률(%)	25.1	18.9	-0.4	12.2	18.1
금융손익	-0.4	-0.0	-1.3	-2.1	-2.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	1.9	2.8	2.7	2.5
세전계속사업이익	83.3	54.0	0.7	33.6	55.7
법인세비용	19.3	8.3	0.1	6.0	9.8
당기순이익	64.0	45.7	0.6	27.6	45.9
지배주주지분 순이익	64.0	45.7	0.6	27.6	45.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	196.4	131.7	110.3	124.4	149.4
현금및현금성자산	90.5	16.4	18.0	14.0	24.8
매출채권	44.4	30.0	22.7	27.0	30.5
재고자산	42.1	83.7	68.3	81.9	92.4
비유동자산	276.6	367.3	377.8	392.6	392.4
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	0.5	0.6	0.7
자산총계	473.0	499.0	488.1	516.9	541.8
유동부채	108.7	64.5	52.9	66.9	74.2
매입채무	23.2	13.3	11.5	14.0	15.8
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	116.1	126.1	120.6
사채	0.0	0.0	10.0	15.0	15.0
장기차입금	17.3	73.0	89.3	91.5	83.8
부채총계	147.1	157.5	169.0	193.0	194.8
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	201.8	217.4	195.1	199.8	222.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	325.9	341.5	319.2	323.9	347.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	88.6	17.4	40.4	46.7	66.8
당기순이익(손실)	64.0	45.7	0.6	27.6	45.9
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	13.2	-8.5	-7.0
투자활동 현금흐름	-50.6	-97.8	-37.0	-42.4	-27.6
유형자산의증가(CAPEX)	-32.7	-107.8	-40.0	-45.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-24.0	5.1	-1.8	-8.3	-28.4
차입금의 증감	1.7	37.9	21.1	14.6	-5.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.6	-74.1	1.6	-4.0	10.8
기초현금	75.8	90.5	16.4	18.0	14.0
기말현금	90.5	16.4	18.0	14.0	24.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	10,279	9,414	7,685	9,208	10,395
EPS(지배주주)	2,179	1,557	19	941	1,565
CFPS	3,749	2,848	972	2,156	2,914
EBITDAPS	3,390	2,654	972	2,156	2,914
BPS	11,097	11,627	10,868	11,030	11,816
DPS	1,090	779	779	779	779
배당수익률(%)	2.0	2.7	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	18.6	1,342.8	27.7	16.7
PCR	14.7	10.1	26.8	12.1	8.9
PSR	5.4	3.1	3.4	2.8	2.5
PBR	5.0	2.5	2.4	2.4	2.2
EBITDA(십억원)	99.6	78.0	28.6	63.3	85.6
EV/EBITDA	15.8	12.0	30.4	14.0	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.0	13.7	0.2	8.6	13.7
EBITDA 이익률	33.0	28.2	12.7	23.4	28.0
부채비율	45.1	46.1	52.9	59.6	56.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.7	0.9	0.8
이자보상배율(x)	81.4	74.0	-0.6	13.7	22.2
매출채권회전율(x)	7.7	7.4	8.6	10.9	10.6
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	3.0	3.6	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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

