

2023. 5. 12



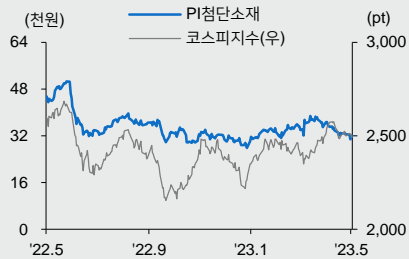
▲ 전기전자/IT부품장비  
Analyst 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	44,000 원
현재주가 (5.11)	32,000 원
상승여력	37.5%
KOSPI	2,491.00pt
시가총액	9,397억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.62%
외국인비중	5.87%
52주 최고/최저가	50,700원/27,850원
평균거래대금	63.9억원
주요주주(%)	
코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.15
국민연금공단	8.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.9	-4.0	-27.9
상대주가	-10.9	-4.4	-25.0

### 주가그래프



# PI첨단소재 178920

## 바닥 통과 → 남은 건 회복과 모멘텀 뿐

- ✓ 1Q23 강도 높은 재고 조정으로 재고 정상화 성공
- ✓ 국내 PI필름 수출금액의 월별 상승이 지속된다는 점에서, 업황 바닥도 통과
- ✓ 3분기부터 성수기 진입과 높아진 이익레벨로 급격한 수익성 회복이 가능할 전망
- ✓ 강한 실적 회복과 함께 배터리용/디스플레이용/XR기기용 매출 확대 모멘텀도 존재
- ✓ 실적 개선 가시성이 높고 긍정적인 모멘텀이 예상된다는 점에서 비중 확대 유효

### 1Q23 Review: 예상했던 적자, 핵심은 재고 정상화

1Q23 영업손실 -117억원을 기록, 시장 컨센서스 및 당사 추정치를 하회했다. 2월 가동 중단에 따른 조업도 손실이 발생했고, 분기 평균 가동률 하락으로 인한 재고 자산평가충당금을 반영했기 때문이다. 다만 반대급부로 4분기말 기준 1,080톤 수준이었던 재고가 1분기말 기준 660톤으로 감소하면서 기대했던 재고 정상화에는 성공한 것으로 파악된다. 2분기 예상 가동률과 판매량을 고려했을 때, 2분기말 기준 510톤으로의 재고 추가 감소를 전망한다.

### 업황 바닥 통과, 하반기 강한 실적 회복세 전망

국내 PI필름 수출금액의 월별 상승이 지속된다는 점(그림4)에서, 업황의 바닥 통과는 확실하다. 중요한 건 회복 강도인데, 2분기는 중화권 스마트폰의 수요 회복 지연에 따라 기대보다 낮은 가동률 회복이 예상된다. 다만 당사는 3분기부터 수익성(2Q23 2.5% → 3Q23 23.2%)의 급격한 회복이 가능하다고 판단한다. 1) 북미 고객사향 성수기에 진입함에 따라 가파른 가동률 상승이 기대되고 2) 낮은 가격으로 구매한 원부재료가 3분기부터 원가에 반영되어 이익레벨이 높아지기 때문이다.

### 배터리, XR, OLED 디스플레이 확대 모멘텀을 하반기에 동시에

높은 실적 개선 가시성과 함께 모멘텀도 풍부하다. 1) IRA 법안의 통과에 따른 배터리용 절연 필름 물량 확대가 기대된다. 중국산 부품 제외로 인해 국내 및 해외 원통형 배터리 셀 메이커 내 점유율 확대가 예상된다. 2) 하반기 OLED용 PI바니쉬 양산 시작과 함께 EV용 바니쉬의 수요도 확대된다는 점을 고려했을 때, 빠른 시일 내에 PI바니쉬의 추가적인 증설이 이뤄질 전망이다. 3) 향후 성장 기대감이 높은 북미 고객사향 XR기기용 PI필름 공급이 6월부터 시작될 전망이다. 강한 실적 회복과 긍정적인 모멘텀이 예상된다는 점에서 비중 확대가 유효한 시점이다.

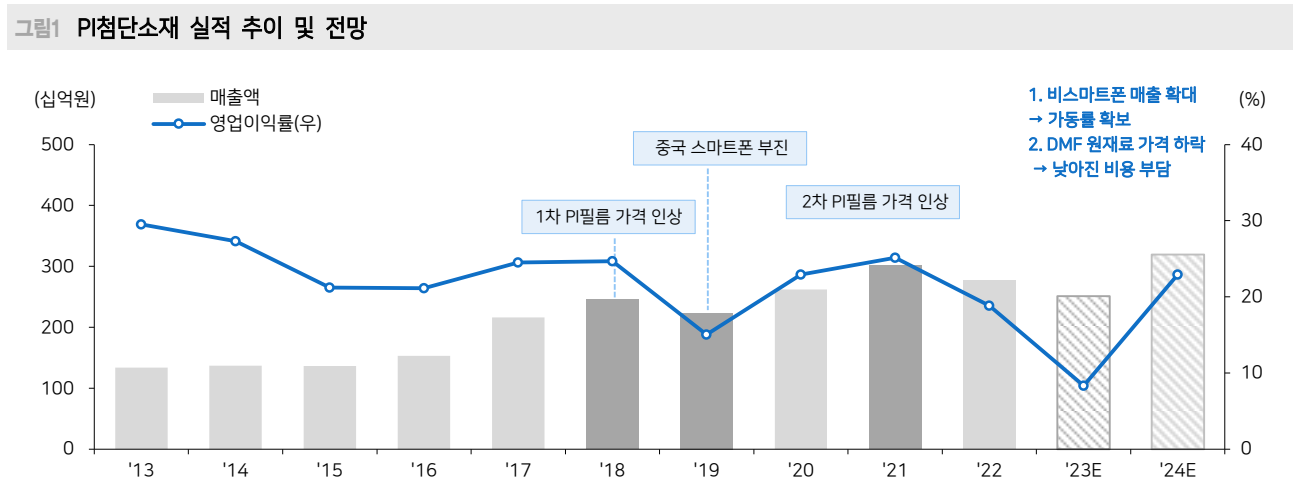
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	301.9	75.9	64.0	2,179	53.4	11,097	25.3	5.0	15.8	21.0	45.1
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023E	253.6	24.4	20.5	698	-55.2	11,546	45.9	2.8	19.2	6.0	45.5
2024E	322.6	76.8	61.9	2,109	202.4	12,876	15.2	2.5	9.5	17.3	44.4
2025E	377.5	94.8	77.9	2,651	25.7	14,748	12.1	2.2	7.8	19.2	40.1

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	42.6	78.3	-45.6%	52.9	-19.4%	45.2	-5.8%	43.3	-1.6%
영업이익	-11.7	13.2	적전	11.9	적전	-4.6	nm	-8.8	nm
세전이익	-12.2	14.0	적전	7.2	적전	-5.4	nm	-8.6	nm
지배주주 순이익	-8.0	11.9	적전	7.5	적전	-5.8	nm	-11.0	nm
영업이익률(%)	-27.5%	16.9%		22.4%		-10.1%		-20.3%	
지배주주 순이익률(%)	-18.9%	15.7%		14.2%		-12.8%		-25.4%	

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

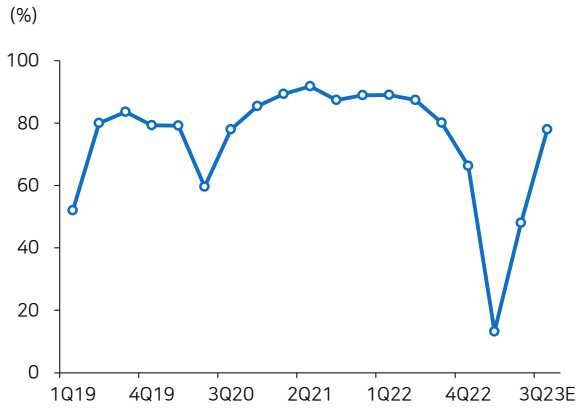
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,310	1,260	1,230	1,290	1,269	1,180
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	58.6	78.4	73.9	276.5	253.6	322.6
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-24.8%	-19.4%	37.6%	33.8%	-5.8%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-24.4%	-45.6%	-21.9%	11.6%	39.8%	-8.4%	-8.3%	27.2%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	25.0	28.4	25.5	110.3	100.8	103.9
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	15.8	27.1	23.6	99.9	73.9	99.9
첨단산업용 PI	17.0	16.6	13.6	14.2	12.0	16.0	19.6	20.7	61.4	68.3	88.3
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.0	1.4	1.8	2.0	2.4	4.8	7.6	21.5
PI 파우더							0.5	0.6		1.1	3.0
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	1.5	18.6	16.1	52.1	24.4	76.8
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-15.8%	적전	흑전	1175.6%	-13.3%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-17.8%	적전	-88.8%	31.7%	35.7%	-31.3%	-53.2%	214.7%
영업이익률 (%)	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.5%	2.5%	23.7%	21.8%	18.9%	9.6%	23.8%

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터



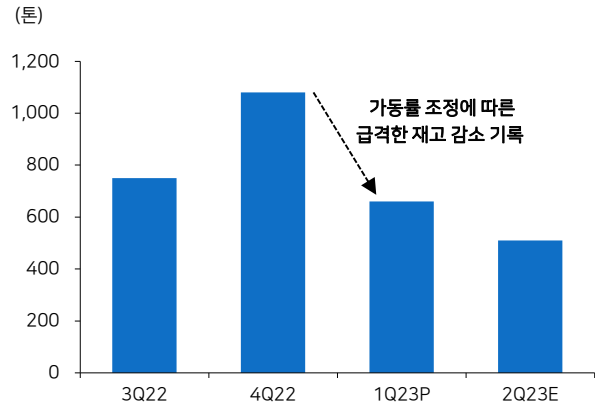
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 가동률 추이 및 전망



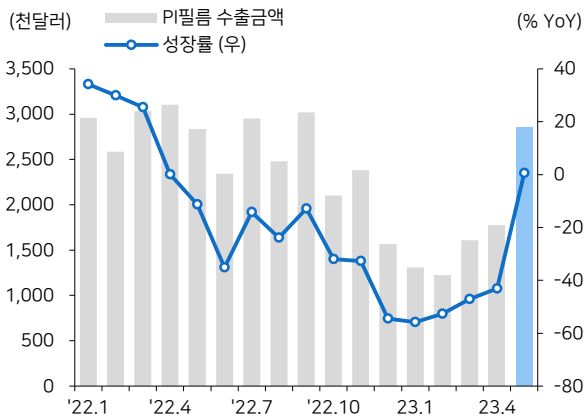
자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI첨단소재 분기말 기준 재고 현황 및 전망



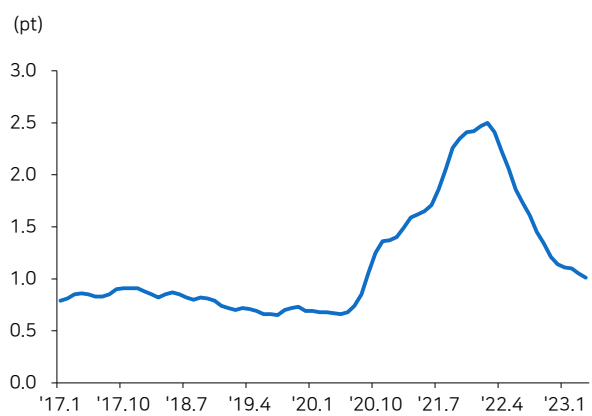
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI필름 수출액 추이



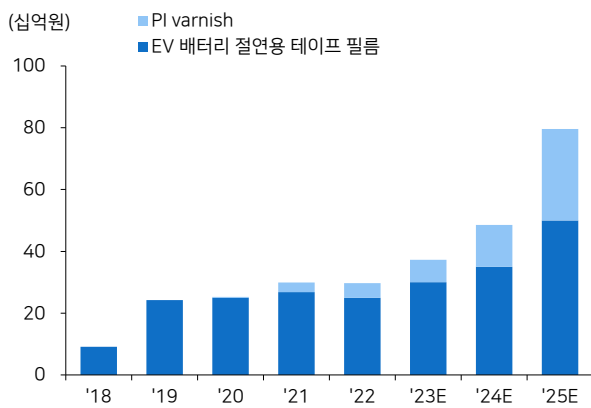
주: 5월은 1~10일 잠정치 기준 환산  
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 DMF 가격 지수



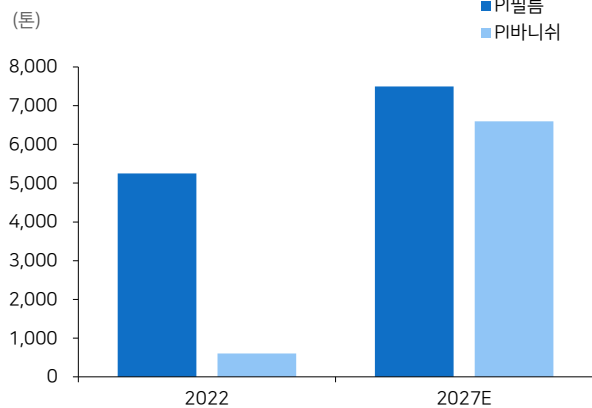
자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PI첨단소재 2차전지, EV향 매출 전망



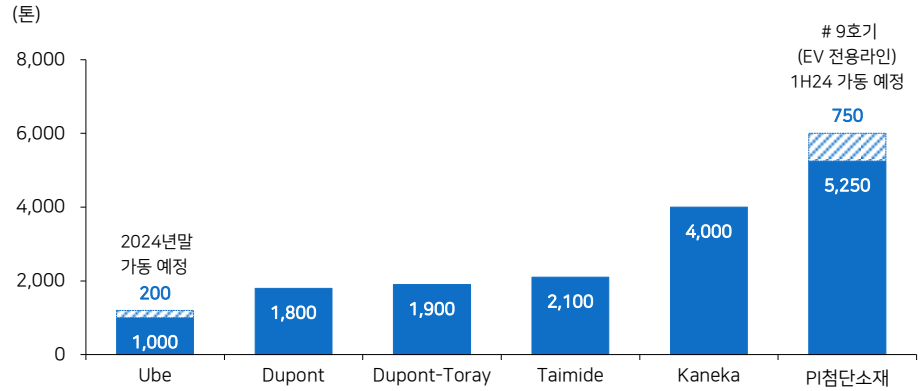
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 중장기 생산능력 계획



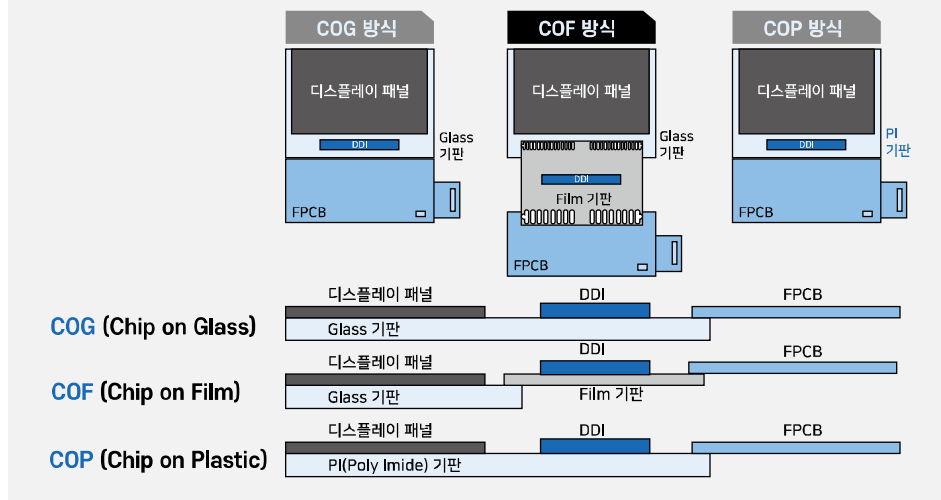
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI필름 생산능력 현황



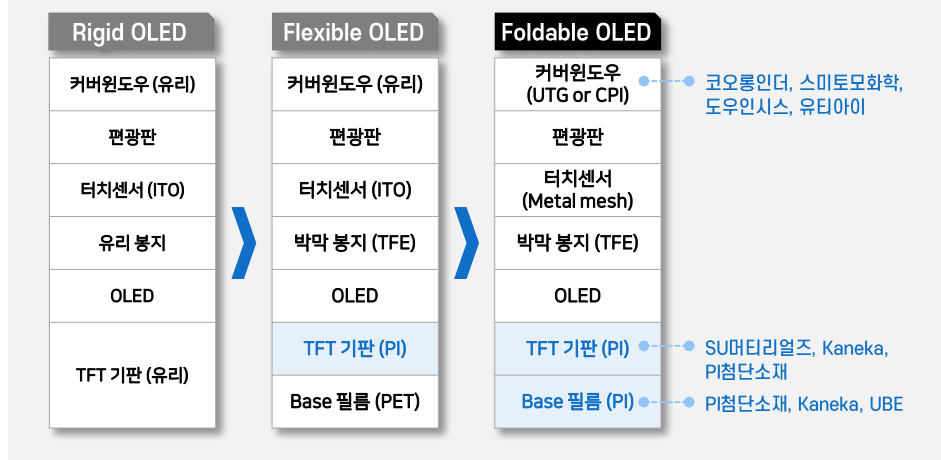
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 COF, COG, COP 방식 구분



자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권 리서치센터

그림10 OLED 구조 변화



자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

(원)	값	비고
EPS (원)	1,648	3Q23E ~ 2Q23E 누계
적정배수 (배)	27.0	2017~2022년 평균 멀티플
적정가치 (원)	44,413	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>44,000</b>	
현재주가 (원)	32,000	
상승여력 (%)	37.5%	

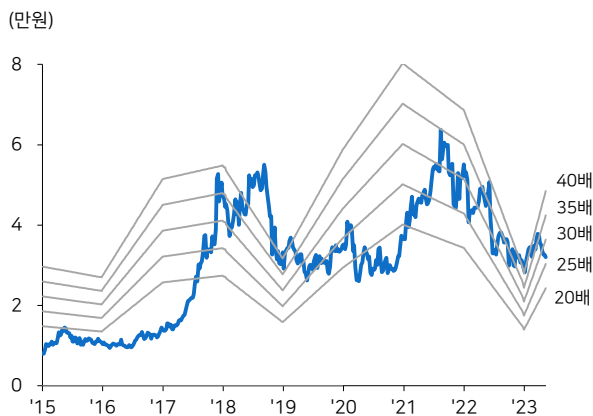
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>주가 (원)</b>									
High	14,700	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000		
Low	8,970	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200		
Average	11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377		
<b>확정치 기준 PER</b>									
High	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0		
Low	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1		
Average	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3		
EPS (원)	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	698	2,109
EPS Growth (%)	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-55.2	202.4
<b>컨센서스 기준 PER</b>									
High	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6		
Low	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4		
Average	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9		
EPS (원)	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	968	1846
EPS growth (%)	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-14.5	-43.6	90.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 PI첨단소재 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## PI 첨단소재 (178920)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>301.9</b>	<b>276.4</b>	<b>253.6</b>	<b>322.6</b>	<b>377.5</b>
매출액증가율 (%)	15.3	-8.4	-8.3	27.2	17.0
매출원가	197.8	196.9	197.2	212.4	242.8
매출총이익	104.1	79.6	56.4	110.2	134.6
판매관리비	28.2	27.4	31.9	33.4	39.9
<b>영업이익</b>	<b>75.9</b>	<b>52.1</b>	<b>24.4</b>	<b>76.8</b>	<b>94.8</b>
영업이익률	25.1	18.9	9.6	23.8	25.1
금융손익	-0.4	-0.0	-1.2	-1.6	-1.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	1.9	2.2	2.1	2.1
세전계속사업이익	83.3	54.0	25.5	77.3	95.8
법인세비용	19.3	8.3	5.0	15.3	17.9
<b>당기순이익</b>	<b>64.0</b>	<b>45.7</b>	<b>20.5</b>	<b>61.9</b>	<b>77.9</b>
지배주주지분 순이익	64.0	45.7	20.5	61.9	77.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>88.6</b>	<b>17.4</b>	<b>52.5</b>	<b>75.5</b>	<b>94.4</b>
당기순이익(손실)	64.0	45.7	20.5	61.9	77.9
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	4.9	-14.7	-11.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-50.6</b>	<b>-97.8</b>	<b>-37.7</b>	<b>-43.2</b>	<b>-28.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-32.7	-107.8	-40.0	-45.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.2	0.2	0.1	-0.2	-0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-24.0</b>	<b>5.1</b>	<b>-21.6</b>	<b>-23.1</b>	<b>-28.2</b>
차입금의 증감	1.7	37.9	1.3	-0.3	-5.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.6	-74.1	-6.7	9.2	38.1
기초현금	75.8	90.5	16.4	9.7	18.9
기말현금	90.5	16.4	9.7	18.9	57.0

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>196.4</b>	<b>131.7</b>	<b>115.4</b>	<b>153.4</b>	<b>214.3</b>
현금및현금성자산	90.5	16.4	9.7	18.9	56.9
매출채권	44.4	30.0	27.5	35.0	41.0
재고자산	42.1	83.7	76.8	97.7	114.3
<b>비유동자산</b>	<b>276.6</b>	<b>367.3</b>	<b>377.9</b>	<b>392.7</b>	<b>392.5</b>
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	0.7	0.9
<b>자산총계</b>	<b>473.0</b>	<b>499.0</b>	<b>493.3</b>	<b>546.1</b>	<b>606.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>108.7</b>	<b>64.5</b>	<b>56.4</b>	<b>73.6</b>	<b>83.8</b>
매입채무	23.2	13.3	12.2	15.5	18.1
단기차입금	27.5	20.2	15.0	18.0	20.0
유동성장기부채	13.3	3.3	3.8	7.7	7.7
<b>비유동부채</b>	<b>38.4</b>	<b>93.0</b>	<b>97.8</b>	<b>94.4</b>	<b>90.1</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.3	73.0	79.3	71.5	63.8
<b>부채총계</b>	<b>147.1</b>	<b>157.5</b>	<b>154.2</b>	<b>168.0</b>	<b>173.9</b>
<b>자본금</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>
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	215.0	254.0	309.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>325.9</b>	<b>341.5</b>	<b>339.1</b>	<b>378.1</b>	<b>433.1</b>

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	10,279	9,414	8,634	10,986	12,854
EPS(지배주주)	2,179	1,557	698	2,109	2,651
CFPS	3,749	2,848	1,832	3,648	4,259
EBITDAPS	3,390	2,654	1,832	3,648	4,259
BPS	11,097	11,627	11,546	12,876	14,748
DPS	1,090	779	779	779	779
배당수익률(%)	2.0	2.7	2.4	2.4	2.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	25.3	18.6	45.9	15.2	12.1
PCR	14.7	10.1	17.5	8.8	7.5
PSR	5.4	3.1	3.7	2.9	2.5
PBR	5.0	2.5	2.8	2.5	2.2
EBITDA	99.6	78.0	53.8	107.1	125.1
EV/EBITDA	15.8	12.0	19.2	9.5	7.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.0	13.7	6.0	17.3	19.2
EBITDA 이익률	33.0	28.2	21.2	33.2	33.1
부채비율	45.1	46.1	45.5	44.4	40.1
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	81.4	74.0	17.7	40.4	51.3
매출채권회전율(x)	7.7	7.4	8.8	10.3	9.9
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	3.2	3.7	3.6

**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

