

PI첨단소재 178920

실적 저점 확인과 바닥 다지는 구간

1Q23P 강도 높았던 재고 조정, 2Q23F 가동률 개선 예상

1) 1Q23P: 매출액 426억원(-19.3% QoQ, -45.5% YoY), 영업손실 117억원(적전 QoQ, YoY)을 기록하여 시장 컨센서스를 하회했다. 급격한 감산으로 가동률은 13.2%(53.1%p QoQ)로 낮아졌으며 재고평가손실 약 30억원을 인식했다. 2) 2Q23F: 매출액 567억원(+33% QoQ, -24.4% YoY), 영업이익 5억원(흑전 QoQ, -95.9% YoY)을 예상한다. 극심했던 재고 조정이 마무리되고 있어 가동률은 BEP 수준으로 회복될 전망이다. 1분기에 이어 FCPB용 리스터킹 수요가 기대되는 상황이며 특히 6월은 북미향 방열시트 물량이 확대되는 시기임으로 고정비 부담은 감소할 것으로 예상된다.

2가지 변화: 1) 재고 정상화 근접, 2) 포트폴리오 확대

1) 재고 레벨: 동사의 자체 재고는 4Q22 1,080톤 → 1Q23 660톤으로 정상 사이클에 근접했고 2Q23 500톤 수준으로 유지할 계획이다. 3분기 북미 및 중화권의 신제품 출시로 주문 재개가 기대되고 현재 원부재료의 안정화 등 실적 하락의 근거들이 해소되고 있다. 2) 포트폴리오 확대: 스마트폰 위주의 치중된 사업구조에서 포트폴리오 다각화(非스마트폰, 非필름)로 중장기적 성장동력을 확보하고 있다. 당사가 추정하는 23F EV바니쉬 판매량은 약 450톤(+64% YoY)으로 올해부터 유의미한 변화와 함께 동사의 EV향 전용 설비 600톤 → 6,600톤 이상 확대 계획은 여전히 유효한 것으로 파악된다. 또한 EV절연용 필름의 경우 국내외 고객사를 확보할 가능성이 높아지고 있으며 MR향 필름의 경우 상위 고객사로 2분기 말 공급이 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 중장기적 매수 전략 유효

목표주가 40,000원을 유지한다. 목표주가는 24년 Target EPS에 과거 5개년 평균 PER을 적용했다. 23F 밸류에이션 기준 본격적인 주가 상승을 논하기 어렵다. 그러나 극심한 IT 수요 둔화 후 1분기 재고 조정 → 2분기 리스터킹 수요 발생으로 실적 저점 가능성을 염두에 두어야 한다. 하반기 수요 개선과 24년 회복을 예상하여 중장기적 측면에서 매수 전략은 유효하다고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	262	302	276	249	312
영업이익	60	76	52	17	68
영업이익률(%)	22.9	25.1	18.9	6.7	21.6
세전이익	53	83	54	17	68
지배주주지분순이익	42	64	46	13	51
EPS(원)	1,421	2,179	1,557	429	1,725
증감률(%)	135.5	53.4	-28.6	-72.5	302.5
ROE(%)	15.6	21.0	13.7	3.8	15.3
PER (배)	26.0	25.3	18.6	71.9	17.9
PBR (배)	3.8	5.0	2.5	2.8	2.7
EV/EBITDA (배)	13.1	15.8	12.0	21.8	10.1

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

권태우 IT·전기전자
02-709-2622
tkwon1@ds-sec.co.kr

2023.05.10

매수(유지)

목표주가(유지)	40,000원
현재주가(05/09)	30,800원
상승여력	29.9%

Stock Data

KOSPI	2,510.1pt
시가총액(보통주)	904십억원
발행주식수	29,366천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	178천주
60일 평균거래대금	6,336백만원
외국인 지분율	6.2%
52주 최고가	51,500원
52주 최저가	27,400원
주요주주	
코리아피아이홀딩스(외 2인)	54.2%
국민연금공단(외 1인)	8.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-13.2	-14.0
3M	-7.2	-8.4
6M	-5.4	-8.9

주가차트

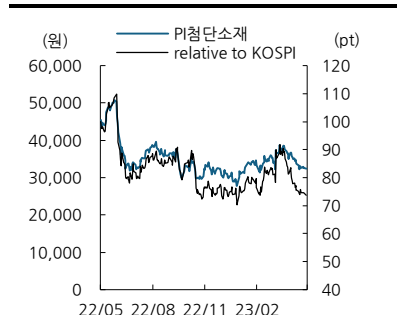


표1 PI첨단소재 1Q23 VS. 컨센서스

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	1Q23 DS 추정	차이 (% , %p)	1Q23 컨센서스	차이 (% , %p)
매출액	78.3	75.1	702.6	52.9	42.6	43.4	(1.8)	45.2	(5.8)
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	-5.2	125.0	-4.6	155.4
영업이익률	16.9	17.3	2.0	22.4	-27.5	-12.0	(15.5)	-10.1	(17.4)

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	259.1	310.8	249.3	312.2	(3.8)	0.4
영업이익	37.4	68.3	16.8	67.6	(55.1)	(1.1)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 목표주가 산출

구분	값	비고
(A) Target EPS (원)	1,725	24년 EPS 반영
(B) Target PER (배)	23.4	과거 5개년 저점 평균값 적용
(C) 적정 목표주가(원)	40,366	(C)=(A)*(B)
목표주가(원)	40,000	
현재주가(원)	30,800	
상승여력(%)	29.9	

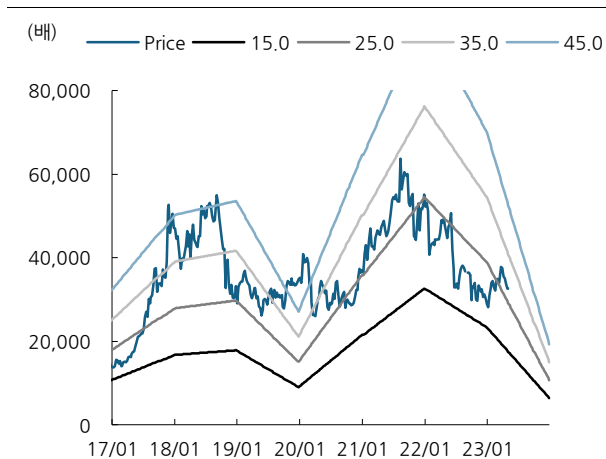
자료: DS투자증권 리서치센터

표4 Historical Valuation

PI첨단소재	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(십억원)	136.3	153.1	216.4	245.5	223.7	261.8	301.9	276.4	249.3	312.2
영업이익(십억원)	28.9	32.3	53.0	60.5	33.6	60.0	75.9	52.1	16.8	67.6
(배)										
PER	18.0	19.6	42.3	27.9	58.0	26.0	25.3	18.6	71.9	17.9
PER(Avg.)	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3		
PER(Low)	13.2	12.6	11.9	24.7	42.4	15.0	16.6	18.1		
PER(High)	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	29.4	31.1	36.0		

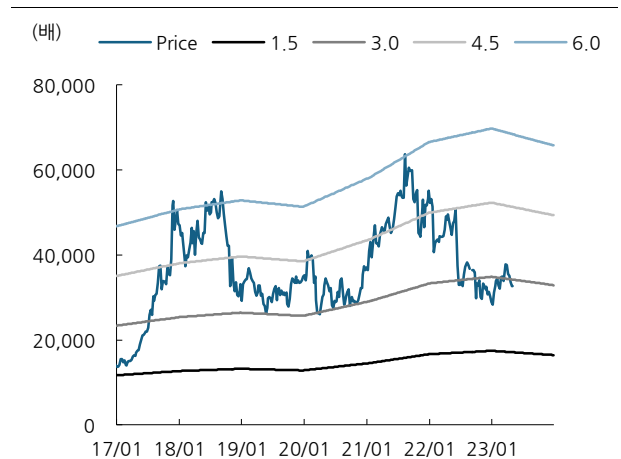
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 PER 밴드 차트



자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 PBR 밴드 차트



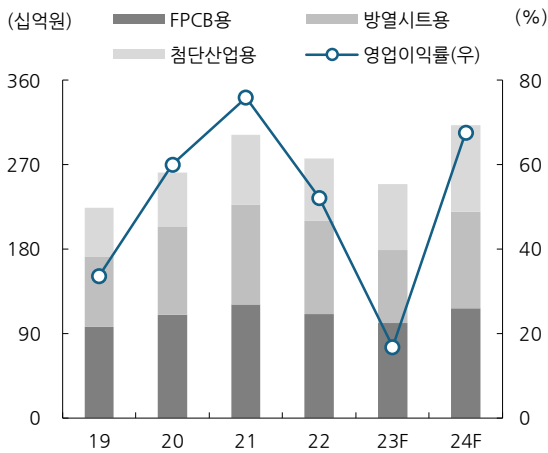
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

표5 PI첨단소재 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	56.7	76.2	73.7	276.4	249.3	312.2
YoY, %	0.9	1.3	-12.5	-24.4	-45.5	-24.4	8.5	39.5	-8.4	-9.8	25.2
FPCB 용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	24.9	28.1	26.2	110.3	100.9	116.8
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	15.6	28.4	26.8	99.9	78.2	103.2
첨단산업용 PI	18.2	18.2	14.6	15.2	13.4	16.2	19.7	20.8	66.2	70.1	92.2
증감 (YoY, %)											
FPCB 용 PI	14.5	6.1	-26.1	-30.8	-38.5	-20.6	15.2	36.9	-8.9	-8.5	15.7
방열시트용 PI	-6.5	-1.9	10.2	-27.5	-69.9	-38.8	-9.1	44.7	-5.9	-21.7	32.0
첨단산업용 PI	-10.3	-2.2	-22.3	-9.5	-26.4	-10.7	34.8	36.8	-11.1	5.9	31.5
매출 비중 (%)											
FPCB 용 PI	45.4	41.7	34.7	36.1	51.2	43.8	36.9	35.5	39.9	40.5	37.4
방열시트용 PI	31.4	34.0	44.5	35.0	17.4	27.5	37.3	36.3	36.1	31.4	33.1
첨단산업용 PI	23.3	24.3	20.8	28.8	31.4	28.7	25.8	28.2	23.9	28.1	29.5
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	0.5	14.8	13.2	52.1	16.8	67.6
YoY, %	-35.9	-40.0	-26.6	-17.8	-188.7	-95.9	5.2	11.5	-31.3	-67.8	302.0
영업이익률	16.9	17.3	20.1	22.4	-27.5	0.9	19.4	17.9	18.9	6.7	21.6

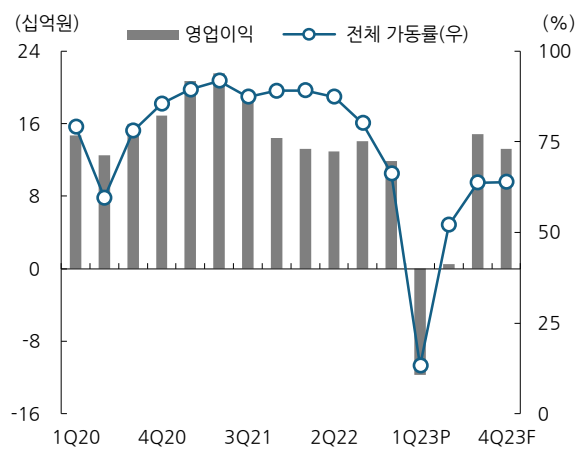
자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 연간 부문별 매출액 및 전사 영업이익률 추이 및 전망



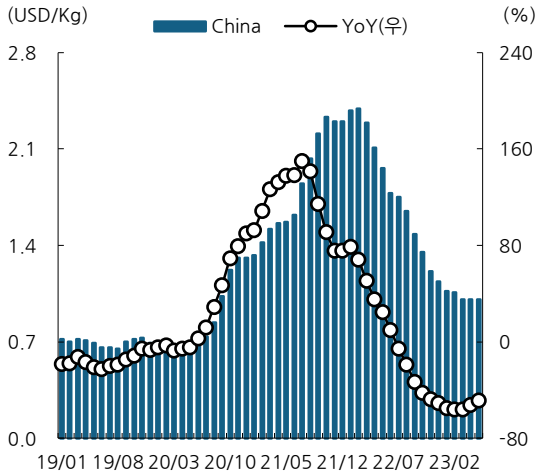
자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 분기별 가동률 및 영업이익 추이 및 전망



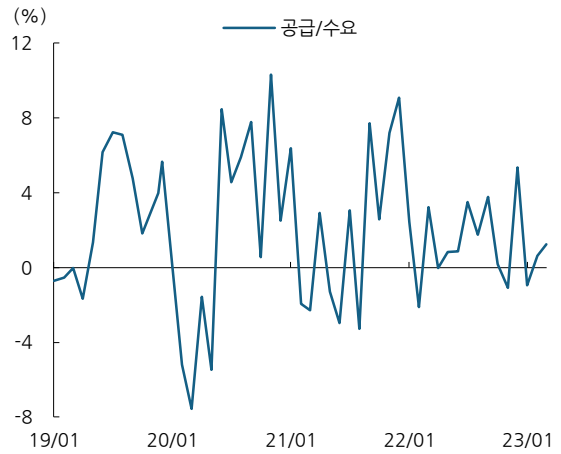
자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 주요 원재료 DMF 중국 Price Index 추이



자료: Businessanalytic, DS투자증권 리서치센터

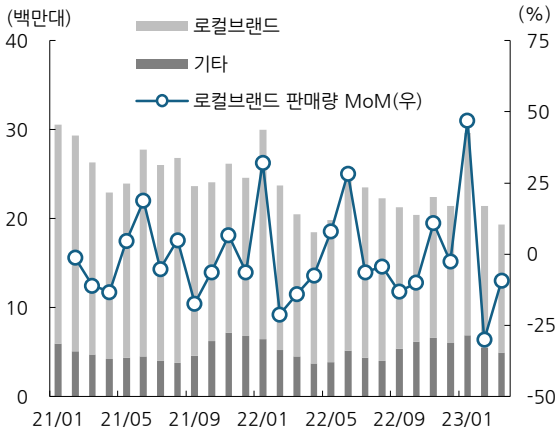
그림6 글로벌 스마트폰 공급/수요 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

주: 기간: 19/01 ~ 23/03

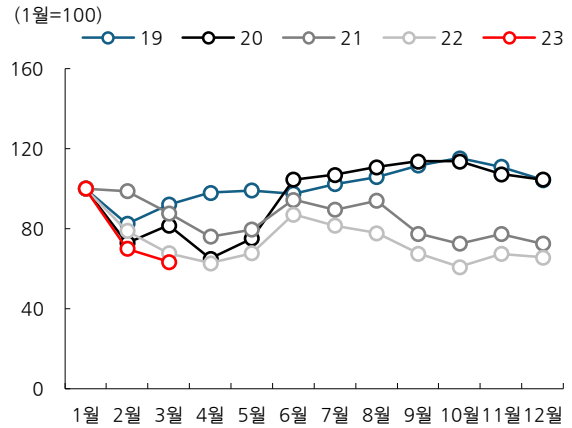
그림7 중국 월별 출하량 누적 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

주: 기간: 21/01 ~ 23/03

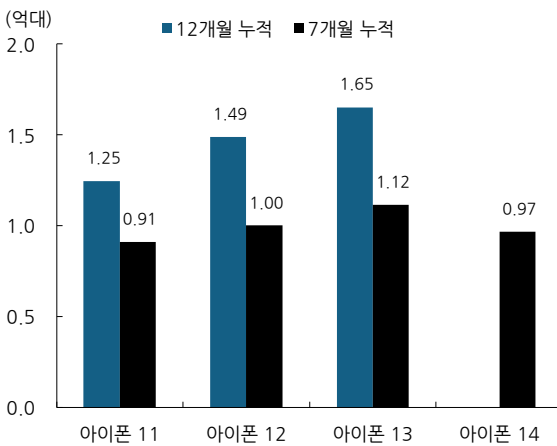
그림8 중국 로컬 브랜드 월별 판매량 연간 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

주: 샤오미, 오포, 비보, 화웨이, 아너, 원플러스, 리얼미 종합

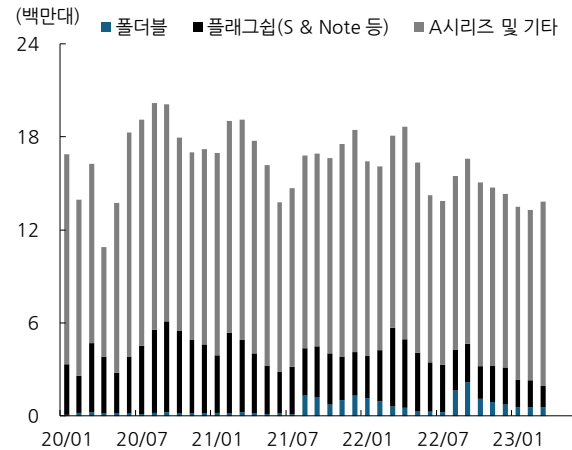
그림9 아이폰 판매량 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

주: 23/03 기준

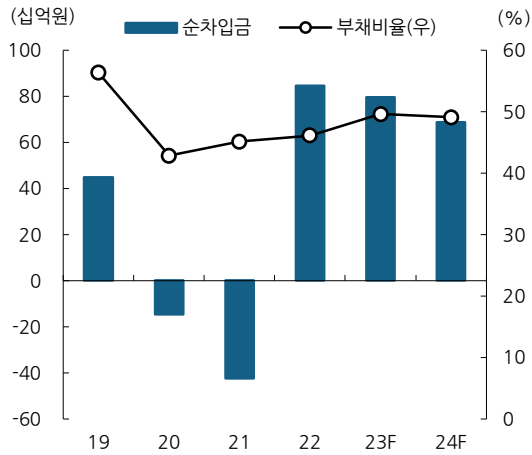
그림10 국내 세트사 스마트폰 판매량 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

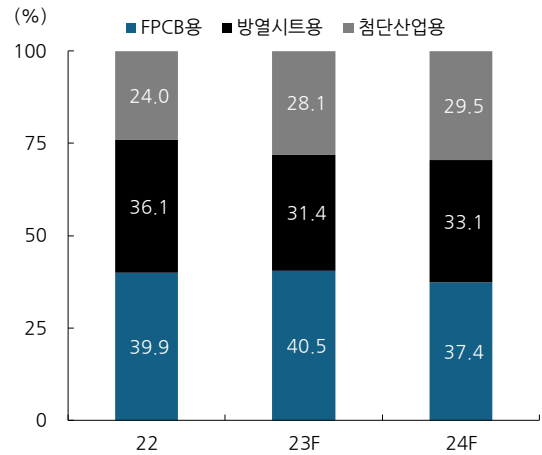
주: 23/03 기준

그림11 부채비율, 순차입금 추이 및 전망



자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

그림12 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 Global Peer Group

회사명		PI첨단소재	Dupont	Kaneka	Ube	Taimide
티커		001820 KS	DD US	4118 JT	4208 JT	3645 TT
주가(원, 로컬)		30,800	64.8	3,660.0	2,175.0	33.7
시가총액(십억원, USD mn)		904.5	29,730.5	1,844.1	1,711.5	144.6
매출액 YoY (%)						
	21	15.3	-12.4	-4.0	-8.1	18.7
	22	-8.4	3.6	19.8	6.7	-21.0
	23F	-9.8	-4.3	9.2	-23.1	-
영업이익 YoY (%)						
	21	26.4	-171.6	5.9	-23.9	-6.4
	22	-31.3	-3.7	58.2	70.0	-64.8
	23F	-67.8	40.2	-16.7	-55.8	-
영업이익률 (%)						
	21	25.1	14.2	4.8	4.2	16.3
	22	18.9	15.4	6.3	6.7	7.3
	23F	6.7	18.8	4.8	3.9	-
P/E (x)						
	21	25.3	37.1	18.7	10.4	18.6
	22	18.6	26.2	8.7	8.0	28.3
	23F	71.9	17.8	10.0	-	-
P/B (x)						
	21	5.0	1.6	0.8	0.7	2.0
	22	2.5	1.2	0.6	0.5	1.4
	23F	2.8	1.1	0.6	0.6	-
EV/EBITDA (x)						
	21	15.8	15.5	6.2	6.4	9.3
	22	12.0	10.7	4.3	4.8	11.6
	23F	21.8	11.3	4.8	9.8	-
ROE (%)						
	21	21.0	3.6	5.0	7.0	10.7
	22	13.7	4.9	7.8	6.9	5.1
	23F	3.8	6.3	6.0	-1.7	-
EPS (원, 로컬)						
	21	2,179	2.2	266.8	238.6	2.3
	22	1,557	2.6	445.6	255.6	1.2
	23F	429	3.6	366.7	-66.5	-

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

[PI첨단소재 178920]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	144	196	132	99	129	매출액	262	302	276	249	312
현금 및 현금성자산	76	90	16	21	32	매출원가	177	198	197	203	215
매출채권 및 기타채권	34	45	30	32	40	매출총이익	85	104	80	46	97
재고자산	32	42	84	44	55	판매비 및 관리비	25	28	27	29	30
기타	2	19	1	2	2	영업이익	60	76	52	17	68
비유동자산	260	277	367	382	379	(EBITDA)	82	100	78	45	96
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	3	4	10	2	2
유형자산	240	255	343	357	352	이자비용	1	1	1	1	1
무형자산	12	13	14	15	16	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	404	473	499	482	508	기타영업외손익	-10	3	-8	-2	-2
유동부채	81	109	65	66	73	세전계속사업이익	53	83	54	17	68
매입채무 및 기타채무	34	50	33	35	41	계속사업법인세비용	11	19	8	4	17
단기금융부채	39	43	25	25	25	계속사업이익	42	64	46	13	51
기타유동부채	9	16	6	6	6	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	40	38	93	94	94	당기순이익	42	64	46	13	51
장기금융부채	23	21	76	76	76	지배주주	42	64	46	13	51
기타비유동부채	17	18	17	18	19	총포괄이익	42	64	46	13	51
부채총계	121	147	158	160	167	매출총이익률 (%)	32.3	34.5	28.8	18.5	31.2
지배주주지분	283	326	341	322	341	영업이익률 (%)	22.9	25.1	18.9	6.7	21.6
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	31.1	33.0	28.2	18.1	30.7
자본잉여금	188	188	188	188	188	당기순이익률 (%)	15.9	21.2	16.5	5.0	16.2
이익잉여금	159	202	217	198	217	ROA (%)	10.5	14.6	9.4	2.6	10.2
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	15.6	21.0	13.7	3.8	15.3
자본총계	283	326	341	322	341	ROIC (%)	16.8	21.1	12.4	3.0	12.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	81	89	17	80	68	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	42	64	46	13	51	P/E	26.0	25.3	18.6	71.9	17.9
비현금수익비용가감	37	46	38	29	29	P/B	3.8	5.0	2.5	2.8	2.7
유형자산감가상각비	20	22	23	26	27	P/S	4.2	5.4	3.1	3.6	2.9
무형자산상각비	1	2	2	2	2	EV/EBITDA	13.1	15.8	12.0	21.8	10.1
기타현금수익비용	16	22	12	1	0	P/CF	13.7	14.7	10.1	21.7	11.3
영업활동 자산부채변동	5	-9	-46	39	-11	배당수익률 (%)	1.9	2.0	3.8	3.5	3.5
매출채권 감소(증가)	-5	-10	13	-2	-7	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	16	-10	-42	39	-11	매출액	17.0	15.3	-8.4	-9.8	25.2
매입채무 증가(감소)	1	17	-17	1	7	영업이익	78.6	26.4	-31.3	-67.8	302.0
기타자산 부채변동	-6	-7	0	0	0	세전이익	149.2	58.0	-35.2	-68.8	301.6
당기순이익	42	64	46	13	51	당기순이익	135.5	53.4	-28.6	-72.5	302.5
비현금수익비용가감	37	46	38	29	29	EPS	135.5	53.4	-28.6	-72.5	302.5
유형자산감가상각비	20	22	23	26	27	안정성 (%)					
무형자산상각비	1	2	2	2	2	부채비율	42.8	45.1	46.1	49.6	49.1
기타현금수익비용	16	22	12	1	0	유동비율	178.1	180.7	204.0	150.5	176.5
영업활동 자산부채변동	5	-9	-46	39	-11	순차입금/자기자본(x)	-5.2	-13.0	24.8	24.8	20.2
매출채권 감소(증가)	-5	-10	13	-2	-7	영업이익/금융비용(x)	44.7	81.4	74.0	16.6	66.8
재고자산 감소(증가)	16	-10	-42	39	-11	총차입금 (십억원)	62	63	101	101	101
매입채무 증가(감소)	1	17	-17	1	7	순차입금 (십억원)	-15	-42	85	80	69
기타자산 부채변동	-6	-7	0	0	0	주당지표(원)					
투자활동 현금	-12	-51	-98	-43	-25	EPS	1,421	2,179	1,557	429	1,725
유형자산처분(취득)	-9	-33	-108	-40	-22	BPS	9,633	11,097	11,627	10,966	11,601
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-5	-3	-3	SPS	8,915	10,279	9,414	8,489	10,632
투자자산 감소(증가)	0	-15	15	0	0	CFPS	2,692	3,749	2,848	1,418	2,716
기타투자활동	-2	0	0	0	0	DPS	711	1,090	1,090	1,090	1,090
재무활동 현금	-21	-24	5	-32	-32						
차입금의 증가(감소)	-12	-3	37	0	0						
자본의 증가(감소)	-9	-21	-32	-32	-32						
배당금의 지급	9	21	32	32	32						
기타재무활동	0	0	0	0	0						
현금의 증가	47	15	-74	5	11						
기초현금	29	76	90	16	21						
기말현금	76	90	16	21	32						
NOPLAT	47	58	44	13	51						
FCF	72	51	-60	37	43						

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

PI첨단소재 (178920) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-12-14	담당자변경				
2022-12-14	매수	44,000	-28.1	-21.3	
2023-02-13	매수	40,000	-12.6	-3.0	
2023-05-10	매수	40,000			

투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자이전 비율

기준일 2023.03.31

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

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

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 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.