

PI첨단소재(178920)

1Q23 Preview: 진바닥

사상 첫 영업적자를 내는 건 추천력을 얻기 위함이다

1분기 추정 실적은 매출액 502억원(-36% YoY, -5% QoQ), 영업적자 55억원(적자전환)이다. 사상 첫 영업적자다. 지난 4분기 폭스콘 정저우 공장의 생산 차질 이슈로 가동률이 60%대로 낮아졌고, 1분기 가동률도 전분기대비 절반 수준이어서 원가율이 높다. 비싸진 전기료와 신규 라인(PI 8호기)의 감가상각 반영도 원가율을 상승시킨 요인이다. 다만 적극적인 감산으로 PI첨단소재의 재고 수준은 분기말에 정상범위의 상단 수준(2개월)까지 내려올 것이다.

하반기부터 내년까지 증익 이어갈 전망

중화권 스마트폰용 PI필름 주문 회복과 재고 감소, 그리고 하반기 아이폰 신모델 향 출하로 가동률은 점진적으로 상승할 것이다. 2분기 매출액은 666억원(+33% QoQ, -11% YoY)으로 반등할 전망이다. 제품 원가율이 높아 영업이익은 47억원(흑자전환 QoQ, -64% YoY), 영업이익률은 7%로 예상된다. 좋게 보는 것은 하반기다. 큰 폭의 이익 반등이 예상된다. 상반기에 재고 이슈가 해소되고, 작년 하반기 아이폰14 및 중화권 스마트폰 수요가 약했던 점이 기저효과로 작용할 전망이다. 하반기 매출액(1,493억원)과 영업이익(369억원)은 전년동기대비 각각 21%, 42% 증가할 것이다. 올해 영업이익은 361억원(-31% YoY)으로 낮아진 후 증익 추세가 내년말까지 이어질 것이다. 24년 추정실적은 매출액 3,358억원(+26% YoY), 영업이익 807억원(+124%)이다. PI 필름/바니쉬 증설분 가동, 중대형 OLED 생산량 증가(아이패드, 차량용, TV용 등), 전기차향 소재 매출 증가 때문이다.

목표주가 13% 상향. 이제 달릴 시간

PI필름 업황이 재고조정을 마무리 지으면서 바닥에서 반등하기 시작할 2분기가 매수 적기다. 목표주가를 52,000원으로 13% 상향한다. 목표주가는 23년, 24년 EPS 평균값(2H23~1H24)에 목표 PER 30배(역사적 PER 중간값, 그림 1)를 적용했다. 빠르게 성장할 전기차향 매출액, COF/폴더블향 등 신규 제품으로의 다각화, IT 하드웨어 업황이 바닥에 다다랐다는 점 감안 시 PER 30배에 달하는 높은 multiple 부여는 합당하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	262	60	42	1,421	135.7	82	26.0	13.1	3.8	15.6	1.9
2021A	302	76	64	2,179	53.3	100	25.3	15.8	5.0	21.0	2.0
2022A	276	52	46	1,557	(28.5)	78	18.6	12.0	2.5	13.7	2.7
2023F	266	36	33	1,113	(28.5)	68	34.2	18.0	3.1	9.4	1.6
2024F	336	81	68	2,330	109.3	119	16.4	10.3	2.9	18.3	3.1

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 52,000원(상향)

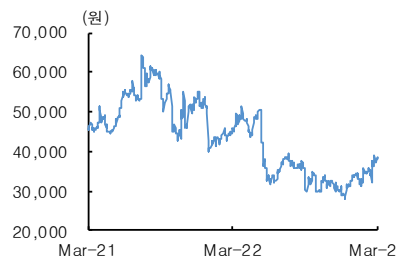
Stock Data

KOSPI(3/29)	2,444
주가(3/29)	38,100
시가총액(십억원)	1,119
발행주식수(백만)	29
52주 최고/최저가(원)	51,500/27,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,700
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.6/6.2
주요주주(%)	코리아피이이홀딩스 외 1인
	54.2
	국민연금공단
	7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.2	25.5	(16.8)
KOSPI 대비(%p)	7.9	13.0	(6.0)

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@koreainvestment.com

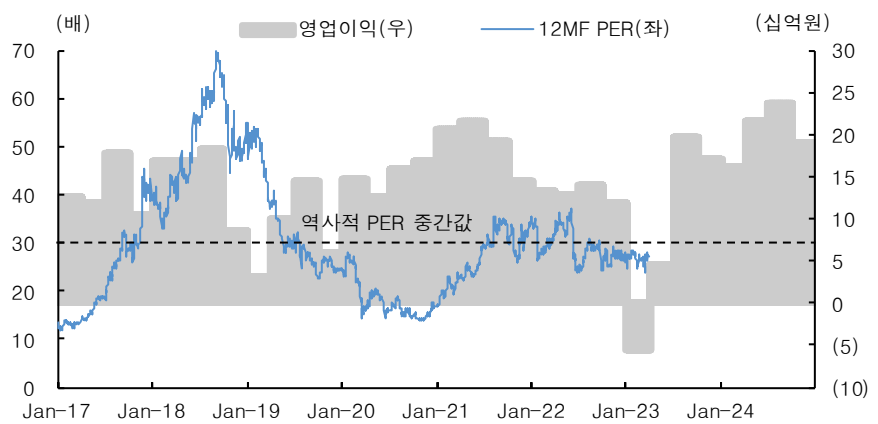
<표 1> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q23F			2023F		
	신규	기존	변화율 (%, %p)	신규	기존	변화율 (%, %p)
매출액	50	67	(25.0)	266	304	(12.5)
영업이익	(6)	8	NM	36	59	(38.5)
영업이익률	(11.0)	12.5	(23.5%p)	13.6	19.3	(5.7%p)
당기순이익	(3)	8	NM	33	54	(39.4)
당기순이익률	(6.9)	12.6	(19.5%p)	12.3	17.7	(5.4%p)

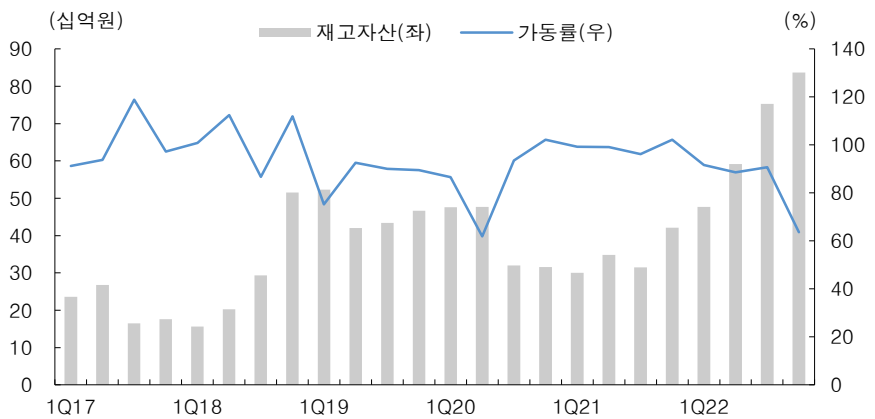
자료: 한국투자증권

[그림 1] 23~24년 EPS 평균에 PER 30배(역사적 PER 중간값) 적용해 목표주가 산출



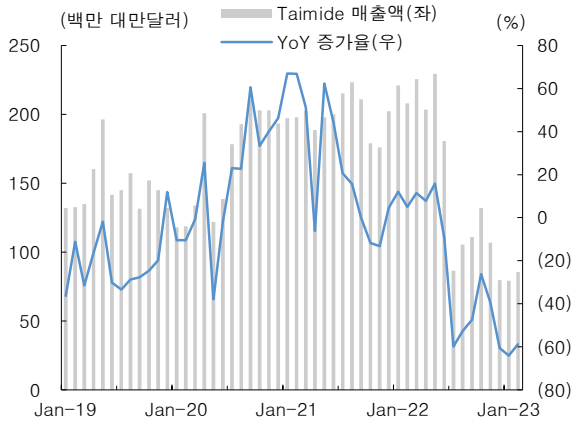
자료: 한국투자증권

[그림 2] 재고 수준이 높아져 1Q23에 대규모 감산 단행했을 것으로 추정됨



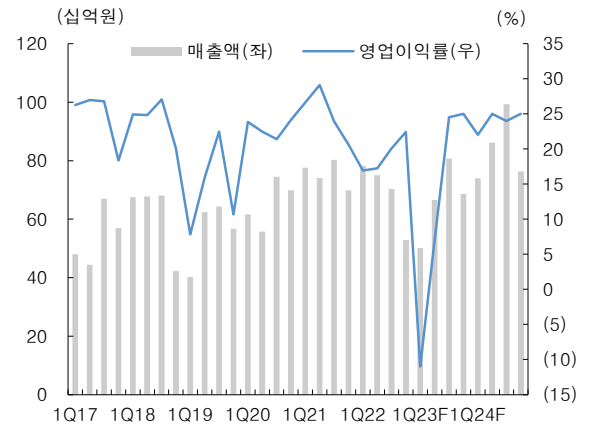
자료: PI첨단소재, 한국투자증권

[그림 3] 경쟁사 Taimide도 재고조정 중



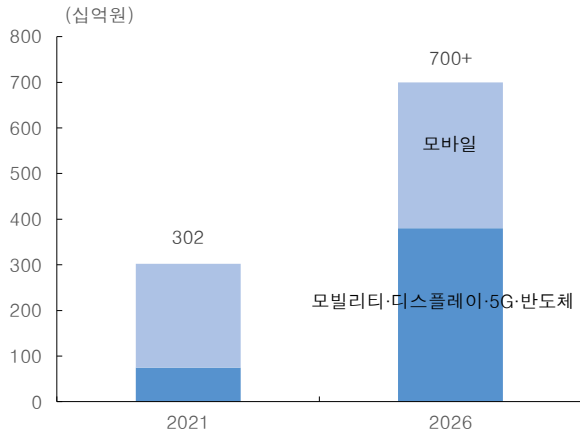
자료: 한국투자증권

[그림 4] 매출액 및 영업이익률 분기별 전망



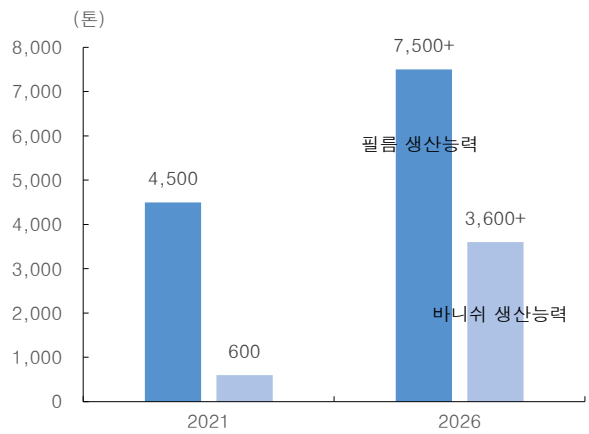
자료: 한국투자증권

[그림 5] 차세대 성장 포트폴리오 완성



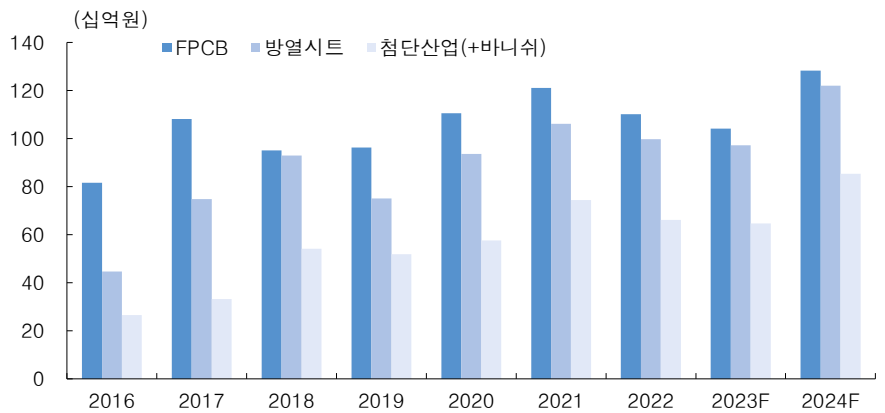
자료: PI첨단소재, 한국투자증권

[그림 6] 경쟁사와 생산능력 격차 확대



자료: PI첨단소재, 한국투자증권

[그림 7] 어플리케이션별 PI필름 매출액 전망



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	50.2	66.6	80.7	68.6	73.9	86.2	99.3	76.4	262.0	302.0	276.3	266.1	335.8
FPCB 향	19.4	28.4	30.2	26.0	28.5	35.6	35.5	28.7	110.5	120.9	110.2	104.1	128.3
방열시트향	16.3	21.9	33.7	25.5	27.4	30.5	40.3	23.8	93.7	106.2	99.8	97.2	122.0
첨단산업향	14.5	18.2	16.8	17.1	18.1	18.2	23.5	23.8	57.6	74.6	66.2	64.7	85.4
매출총이익	2.5	12.0	27.4	24.7	25.1	31.0	33.8	27.5	84.7	104.1	79.6	66.6	117.4
매출총이익률	5.0	18.0	34.0	36.0	34.0	36.0	34.0	36.0	32.3	34.5	28.8	25.0	35.0
영업이익	(5.5)	4.7	19.8	17.1	16.3	21.5	23.8	19.1	60.0	75.9	52.1	36.1	80.7
영업이익률	(11.0)	7.0	24.5	25.0	22.0	25.0	24.0	25.0	22.9	25.1	18.9	13.6	24.0
세전이익	(4.3)	5.9	21.0	18.3	17.5	22.7	25.0	20.3	52.7	83.3	54.0	40.9	85.5
세전이익률	(8.6)	8.8	26.0	26.7	23.6	26.4	25.2	26.6	20.1	27.6	19.5	15.4	25.5
순이익	(3.5)	4.7	16.8	14.7	14.0	18.2	20.0	16.2	41.7	64.0	45.7	32.7	68.4
순이익률	(6.9)	7.0	20.8	21.4	18.9	21.1	20.2	21.3	15.9	21.2	16.5	12.3	20.4

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

PI첨단소재는 폴리이미드(PI) 필름 생산 업체로 SKC와 코오롱인더스트리가 각각 50%씩 출자해 2008년 설립. PI필름을 FPCB용 소재 생산업체, 방열시트 생산업체 및 산업용 PI필름 수요업체에 공급함. 2020년 Glenwood가 최대주주 보유 지분 54%를 인수. PI필름은 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로, 상용화된 플라스틱 필름 중 내열성, 치수안정성, 절연성, 내 화학성 측면에서 뛰어난. 주요 어플리케이션이 FPCB에서 인조 그래파이트(흑연) 시트로 확대되면서 시장 성장 중. 2017년 기준 매출액 비중은 FPCB향 50%, 방열시트향 35%, 일반산업향 15%으로 구성

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	262	302	276	266	336
매출원가	177	198	197	199	218
매출총이익	85	104	80	67	117
판매관리비	25	28	27	31	37
영업이익	60	76	52	36	81
영업이익률(%)	22.9	25.1	18.9	13.6	24.0
EBITDA	82	100	78	68	119
EBITDA Margin(%)	31.1	33.0	28.2	25.5	35.5
영업외수익	(7)	7	2	5	5
금융수익	0	1	1	1	1
금융비용	2	1	1	0	0
기타영업외손익	(6)	8	2	4	4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	53	83	54	41	86
법인세비용	11	19	8	8	17
당기순이익	42	64	46	33	68
당기순이익률(%)	16.0	21.2	16.7	12.4	20.2
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	17.0	15.3	(8.4)	(3.8)	26.2
영업이익 증가율	78.6	26.4	(31.3)	(30.8)	123.8
당기순이익 증가율	133	52	(28)	(28)	106
EPS 증가율	135.7	53.3	(28.5)	(28.5)	109.3
EBITDA 증가율	55.3	22.1	(21.7)	(12.9)	75.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업활동현금흐름	81	89	17	110	125
당기순이익	42	64	46	33	68
유형자산감가상각비	20	22	23	30	36
무형자산상각비	1	2	2	2	2
자산부채변동	5	(9)	(46)	45	18
기타	13	10	(8)	0	1
투자활동현금흐름	(12)	(51)	(98)	(108)	(104)
유형자산투자	(9)	(33)	(108)	(110)	(97)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	(15)	15	0	(0)
무형자산순증	(2)	(4)	(5)	1	(5)
기타	0	1	0	1	(2)
재무활동현금흐름	(21)	(24)	5	20	(25)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(12)	(3)	37	37	10
배당금지급	(9)	(21)	(32)	(23)	(18)
기타	0	0	0	6	(17)
기타현금흐름	(0)	1	1	0	0
현금의증가	47	15	(74)	21	(4)
FCF	73	49	(93)	(1)	20

주: K-IFRS (개별) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

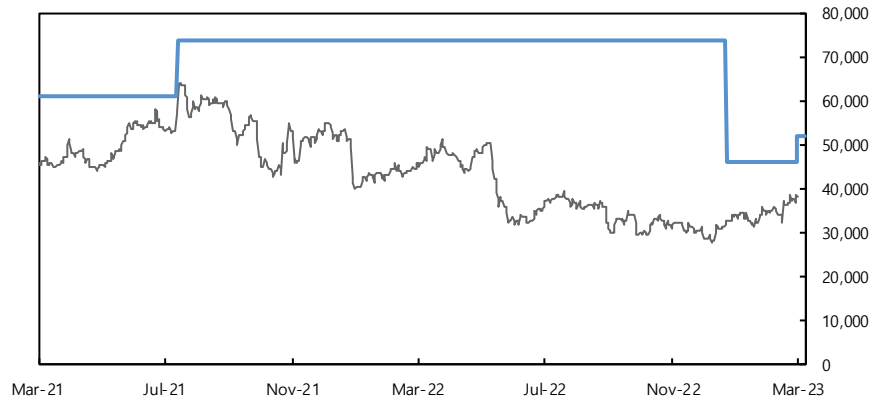
	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	404	473	499	560	632
유동자산	144	196	132	116	122
현금성자산	76	90	16	37	34
매출채권및기타채권	34	45	30	37	44
재고자산	32	42	84	40	44
비유동자산	260	277	367	444	510
투자자산	1	1	1	1	1
유형자산	240	255	343	423	484
무형자산	12	13	14	11	13
부채총계	121	147	158	203	243
유동부채	81	109	65	89	118
매입채무및기타채무	34	50	33	48	60
단기차입금및단기사채	24	28	20	20	20
유동성장기부채	13	13	3	13	23
비유동부채	40	38	93	114	124
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	23	20	76	103	103
자본총계	283	326	341	357	390
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
기타자본	(78)	(78)	(78)	(78)	(78)
이익잉여금	159	202	217	232	266
순차입금	(15)	(42)	85	101	115

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,421	2,179	1,557	1,113	2,330
BPS	9,633	11,097	11,627	12,141	13,271
DPS	711	1,090	779	600	1,200
수익성(%)					
ROA	10.5	14.6	9.4	6.2	11.5
ROE	15.6	21.0	13.7	9.4	18.3
배당수익률	1.9	2.0	2.7	1.6	3.1
배당성향	50.0	50.0	50.0	53.9	51.5
안정성					
부채비율(x)	42.8	45.1	46.1	57.0	62.3
차입금/자본총계비율(%)	21.8	19.4	29.6	38.8	38.1
이자보상배율(x)	44.7	81.4	74.0	30.1	56.2
순차입금/EBITDA(x)	-0.2	-0.4	1.1	1.5	1.0
Valuation(x)					
PER	26.0	25.3	18.6	34.2	16.4
최고	29.3	31.1	36.0	35.7	17.0
최저	15.0	16.6	18.1	24.6	11.8
PBR	3.8	5.0	2.5	3.1	2.9
최고	4.3	6.1	4.8	3.3	3.0
최저	2.2	3.3	2.4	2.3	2.1
PSR	4.2	5.4	3.1	4.2	3.3
EV/EBITDA	13.1	15.8	12.0	18.0	10.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
PI첨단소재 (178920)	2021.03.23	매수	61,000원	-18.5	-4.9
	2021.08.10	매수	74,000원	-36.1	-13.4
	2022.08.10	1년경과		-55.5	-46.4
	2023.01.20	매수	46,000원	-24.5	-15.7
	2023.03.29	매수	52,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 3월 29일 현재 PI첨단소재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.