

PI첨단소재 178920

하반기 실적 회복에 주목할 시기

4Q22 양호했던 수익성 & 1Q23 수익성 저점 예상

1) 4Q22: 매출액 529억원(-25% QoQ, -24% YoY), 영업이익 119억원(-16% QoQ, -18% YoY)으로 컨센서스 대비 매출액은 부진했으나 영업이익은 부합했다. 전방 고객사의 재고조정과 북미향 고객사의 생산 차질에 매출액은 저조했다. 반면 영업이익률은 일회성 요인(상여금 총당금 환입)으로 22.4%를 유지했다. 2) 1Q23: 예상 매출액은 434억원(-18% QoQ, -45% YoY), 영업이익은 -52억원(적전 QoQ, YoY)이다. 고객사의 재고 고정은 지속될 전망이다(고객사 현재 재고 수준: 3개월). 동사는 1분기 자체 보유 재고 소진 및 가동률 조정을 통해 2분기 재고 정상화에 주력할 계획이다. 영업이익은 가동률 하락에 따른 고정비 부담으로 부진할 전망이다.

2023년 하반기 라인 가동률 회복 전망

1Q23 극심한 중국 세트社의 재고 조정 이후 2분기 전방 고객사의 주문 재개 가능성을 염두해야한다. 3분기 북미와 중국 고객사의 신제품 수요로 동사의 라인 가동률 회복이 예상되는데 하반기 영업이익률은 개선될 전망이다. 현재 CAPA는 5,250톤(8호기 증설 완료로 2위 경쟁사 대비 +30% 생산능력 확보)으로 확대되었으며 ‘재고 건전화’ → ‘DMF의 비용 절감(재활용 비중 80%)’ + ‘신규설비 가동과 공격적인 판가 정책 계획’에 따른 23년 동사의 체질 개선에 주목해야 한다. 또한 EV향(절연용 중대형 및 바니쉬)의 공급 물량 확대 계획과 현재 상위 고객사의 MR향 제품 문의가 시작된 것으로 파악되는데 동사의 제품 포트폴리오는 지속적으로 다변화될 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 저점을 다지는 시기

목표주가를 기존 44,000원에서 40,000원으로 하향한다. 이익추정치 조정에 기인하며 Target EPS는 수요 회복 시기를 반영했다. 연초 시장 회복에 대한 기대감이 선반영되면서 주가는 단기간 상승했다. 23F 벨류에이션 기준 추가적인 상승은 부담스럽다. 다만 1분기 실적 저점 이후 상반기 내 중화권 재고 조정 안정화 및 하반기 수요 회복 가능성이 높아지는바 현 주가는 바닥을 다지고 있다고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	262	302	276	259	311
영업이익	60	76	52	37	68
영업이익률(%)	22.9	25.1	18.9	14.4	22.0
세전이익	53	83	54	39	70
지배주주지분순이익	42	64	46	31	56
EPS(원)	1,421	2,179	1,557	1,065	1,908
증감률(%)	135.5	53.4	-28.6	-31.6	79.2
ROE(%)	15.6	21.0	13.7	9.2	16.0
PER (배)	26.0	25.3	21.1	30.9	17.2
PBR (배)	3.8	5.0	2.8	2.9	2.7
EV/EBITDA (배)	13.1	15.8	13.8	16.6	10.8

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

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

2023.02.13

BUY (유지)

목표주가(하향)	40,000원
현재주가(02/10)	32,900원
상승여력	21.6%

Stock Data

KOSPI	2,469.7pt
시가총액(보통주)	966십억원
발행주식수	29,366천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	115천주
60일 평균거래대금	3,664백만원
외국인 지분율	8.1%
52주 최고가	51,700원
52주 최저가	27,400원
주요주주	
코리아피아이홀딩스(외 2인)	54.2%
국민연금공단(외 1인)	7.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.8	-1.3
3M	2.7	-0.2
6M	-14.5	-14.1

주가차트

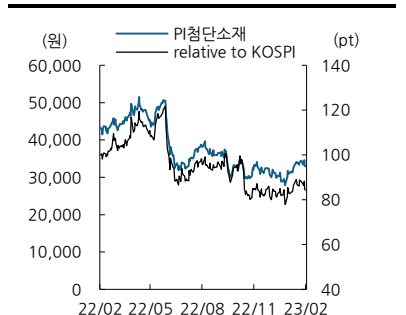


표1 PI첨단소재 4Q22P VS. 컨센서스

(십억원, %)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	4Q22 DS 추정	차이 (%, %p)	4Q22 컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	80.3	69.9	78.3	75.1	702.6	52.9	67.5	(21.7)	64.4	(18.0)
영업이익	19.2	14.4	13.2	12.9	14.1	11.9	12.9	(8.1)	11.7	1.1
영업이익률	23.9	20.6	16.9	17.3	2.0	22.4	19.1	3.3	18.2	4.2

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 전망 변경

(십억원, %)	변경전		변경후		차이 (%)	
	2022F	2023F	2022P	2023F	2022P	2023F
매출액	291.0	311.4	276.4	259.1	(5.0)	(16.8)
영업이익	53.2	66.8	52.1	37.4	(2.1)	(44.0)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 목표주가 산출

구분	값	비고
(A) Target EPS(원)	1,817	23년 시장 수요 개선 반영 시점의 12MF EPS(2H23~1H24)
(B) Target PER (배)	22.1	과거 5개년 저점 평균값 적용
(C) 적정 목표주가(원)	40,169	(C)=(A)*(B)
목표주가(원)	40,000	
현재주가(원)	32,900	
상승여력(%)	21.6	

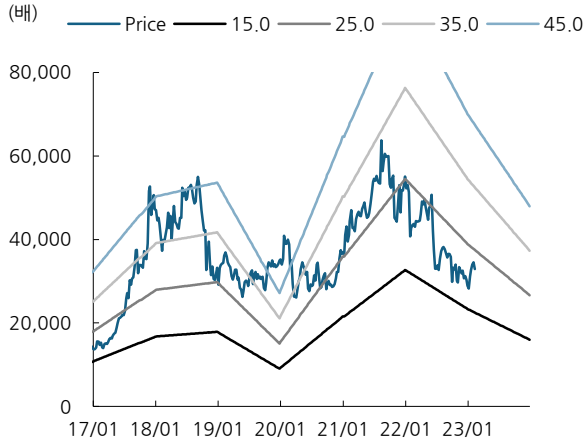
자료: DS투자증권 리서치센터

표4 Historical Valuation

PI첨단소재	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023F
매출액(십억원)	137.1	136.3	153.1	216.4	245.5	223.7	261.8	301.9	276.4	259.1
영업이익(십억원)	37.4	28.9	32.3	53.0	60.5	33.6	60.0	75.9	52.1	37.4
OPM(%)	27.3	21.2	21.1	24.5	24.7	15.0	22.9	25.1	18.9	14.4
(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023F
PER	11.6	18.0	19.6	42.3	27.9	58.0	26.0	25.3	21.1	30.9
PER(Avg.)	11.2	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8		
PER(Low)	10.4	13.2	12.6	11.9	24.7	42.4	15.0	16.6		
PER(High)	12.1	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	29.4	31.1		

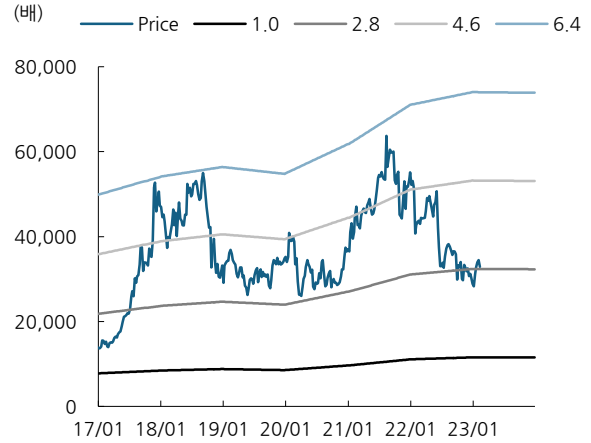
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 PER 밴드 차트



자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 PBR 밴드 차트



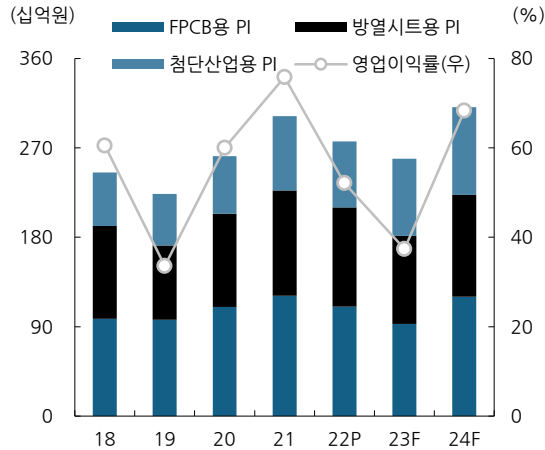
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

표5 PI첨단소재 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022P	2023F
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	43.4	59.6	78.7	77.4	301.9	276.4	259.1
YoY, %	0.9	1.3	-12.5	-24.4	-44.6	-20.6	12.0	46.4	15.3	-8.4	-6.3
FPCB 용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	15.9	21.3	28.3	27.4	121.1	110.3	92.9
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	14.1	20.5	27.7	26.4	106.2	99.9	88.6
첨단산업용 PI	18.2	18.2	14.6	15.2	13.4	17.8	22.8	23.6	74.5	66.2	77.6
증감 (YoY, %)											
FPCB 용 PI	14.5	6.1	-26.1	-30.8	-55.2	-31.9	15.9	43.4	10.2	-8.9	-15.8
방열시트용 PI	-6.5	-1.9	10.2	-27.5	-42.7	-19.6	-11.7	42.5	13.5	-5.9	-11.3
첨단산업용 PI	-10.3	-2.2	-22.3	-9.5	-26.4	-2.2	55.9	55.5	28.0	-11.1	17.2
매출 비중 (%)											
FPCB 용 PI	45.4	41.7	34.7	36.1	36.7	35.7	35.9	35.4	40.1	39.9	35.9
방열시트용 PI	31.4	34.0	44.5	35.0	32.5	34.4	35.1	34.1	35.2	36.1	34.2
첨단산업용 PI	23.3	24.3	20.8	28.8	30.9	29.9	28.9	30.5	24.7	23.9	29.9
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-5.2	8.0	18.1	16.5	75.9	52.1	37.4
YoY, %	-35.9	-40.0	-26.6	-17.8	-139.3	-38.3	28.4	39.3	26.4	-31.3	-28.3
영업이익률	16.9	17.3	20.1	22.4	-12.0	13.4	23.0	21.3	25.1	18.9	14.4

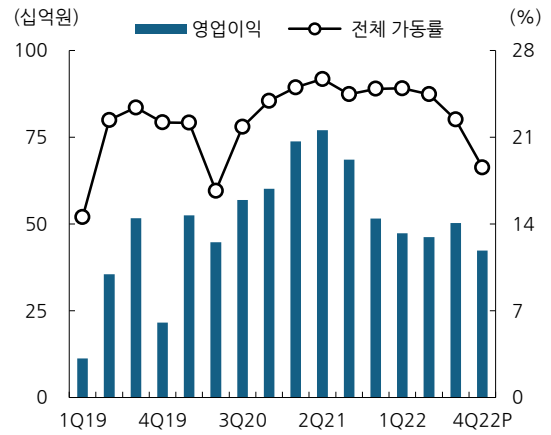
자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



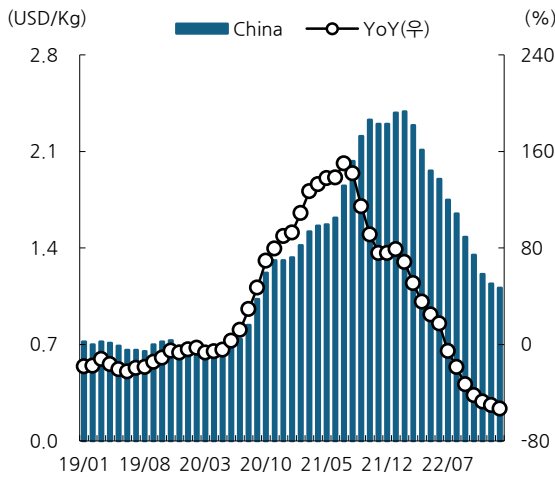
자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

그림4 분기별 가동률 및 영업이익 추이 및 전망



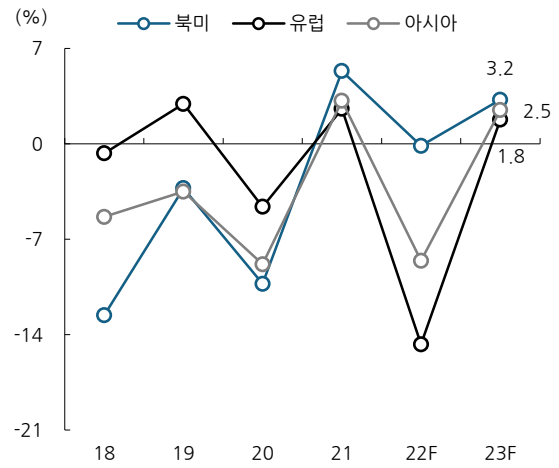
자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터

그림5 주요 원재료 DMF 중국 Price Index 추이



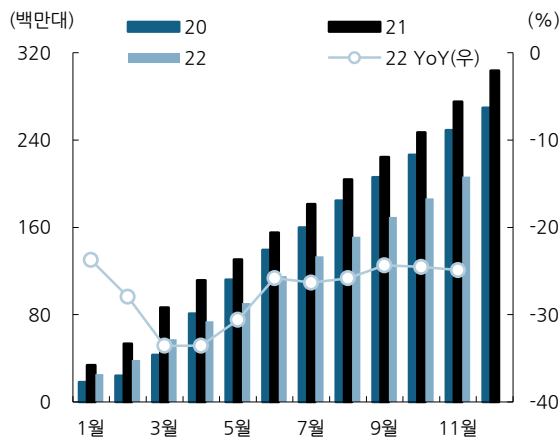
자료: Businessanalytic, DS투자증권 리서치센터

그림6 지역별 연간 글로벌 스마트폰 출하량 YoY 추이 및 전망



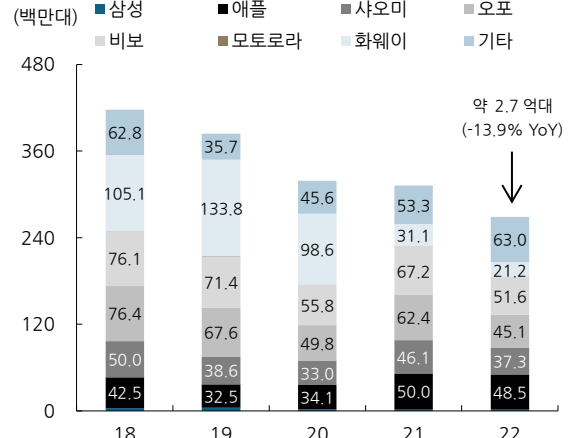
자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 중국 월별 출하량 누적 추이



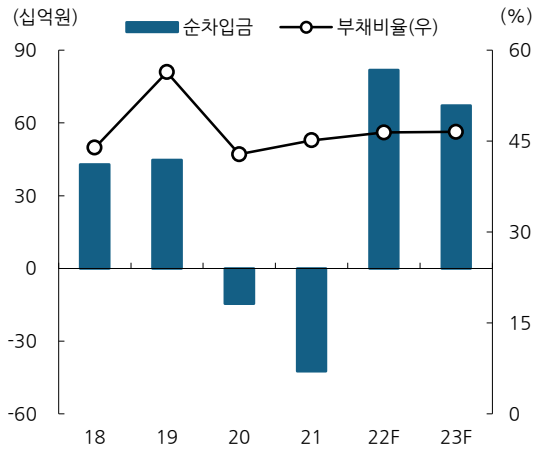
자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

그림8 중국 브랜드별 판매량 추이



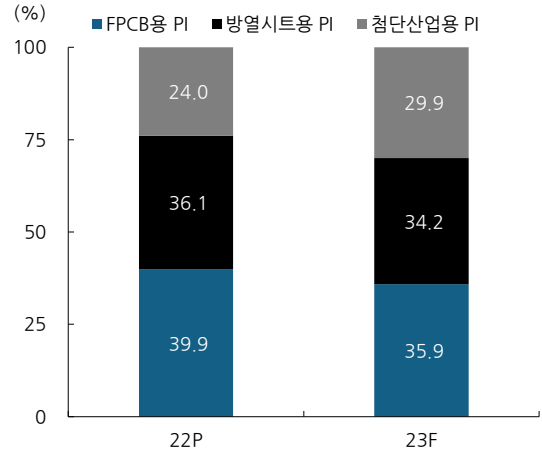
자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

그림9 부채비율, 순차입금 추이 및 전망



자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 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)		32,900	75.8	3,345.0	1,991.0	33.6
시가총액(십억원, USD mn)		966.2	37,661.6	1,729.7	1,607.9	146.8
매출액 YoY (%)						
	21	15.3	16.1	-4.0	-8.1	18.7
	22F	-8.4	-21.8	19.8	6.7	-
	23F	-6.3	-3.0	9.2	-20.7	-10.6
영업이익 YoY (%)						
	21	26.4	-201.5	5.9	-23.9	-6.4
	22F	-31.3	-32.1	58.2	70.0	-
	23F	-28.3	41.5	-4.2	-43.9	-27.5
영업이익률 (%)						
	21	25.1	24.5	18.7	10.4	18.6
	22F	18.9	18.8	5.5	4.8	-
	23F	14.4	19.9	5.7	5.9	13.2
P/E (x)						
	21	25.3	24.5	18.7	10.4	18.6
	22F	21.1	20.0	7.8	287.2	30.5
	23F	30.9	17.2	7.7	9.8	17.7
P/B (x)						
	21	5.0	1.6	0.8	0.7	2.0
	22F	2.8	1.2	0.5	0.5	-
	23F	2.9	1.2	0.5	0.5	-
EV/EBITDA (x)						
	21	15.8	12.8	6.2	6.4	9.3
	22F	13.8	12.8	4.2	4.7	-
	23F	16.6	13.4	4.2	8.6	-
ROE (%)						
	21	21.0	19.9	4.6	6.6	10.7
	22F	13.7	6.1	7.0	-0.1	-
	23F	9.2	7.1	7.0	5.4	-
EPS (원, 로컬)						
	21	2,179	11.9	242.7	226.8	2.3
	22F	1,557	3.8	430.4	6.9	1.1
	23F	1,065	4.4	432.3	203.4	1.9

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

[PI첨단소재 178920]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	144	196	137	128	154	매출액	262	302	276	259	311
현금 및 현금성자산	76	90	17	32	60	매출원가	177	198	197	194	213
매출채권 및 기타채권	34	45	41	38	45	매출총이익	85	104	80	65	98
재고자산	32	42	72	51	43	판매비 및 관리비	25	28	27	28	29
기타	2	19	6	7	7	영업이익	60	76	52	37	68
비유동자산	260	277	360	369	383	(EBITDA)	82	100	76	62	93
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	3	4	0	0	0
유형자산	240	255	338	344	355	이자비용	1	1	1	1	1
무형자산	12	13	14	16	19	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	404	473	497	497	537	기타영업외손익	-10	3	2	1	1
유동부채	81	109	65	64	80	세전계속사업이익	53	83	54	39	70
매입채무 및 기타채무	34	50	35	34	49	계속사업법인세비용	11	19	8	8	14
단기금융부채	39	43	24	24	24	계속사업이익	42	64	46	31	56
기타유동부채	9	16	6	7	7	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	40	38	93	94	94	당기순이익	42	64	46	31	56
장기금융부채	23	21	76	76	76	지배주주	42	64	46	31	56
기타비유동부채	17	18	17	18	18	총포괄이익	42	64	46	31	56
부채총계	121	147	158	158	174	매출총이익률 (%)	32.3	34.5	28.8	25.1	31.5
지배주주지분	283	326	340	339	363	영업이익률 (%)	22.9	25.1	18.9	14.4	22.0
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	31.1	33.0	27.5	24.0	29.9
자본잉여금	188	188	188	188	188	당기순이익률 (%)	15.9	21.2	16.5	12.1	18.0
이익잉여금	159	202	215	215	239	ROA (%)	10.5	14.6	9.4	6.3	10.8
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	15.6	21.0	13.7	9.2	16.0
자본총계	283	326	340	339	363	ROIC (%)	16.8	21.1	12.5	7.2	13.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F		2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	81	89	12	80	98	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	42	64	46	31	56	P/E	26.0	25.3	21.1	30.9	17.2
비현금수익비용가감	37	46	30	25	25	P/B	3.8	5.0	2.8	2.9	2.7
유형자산감가상각비	20	22	22	22	23	P/S	4.2	5.4	3.5	3.7	3.1
무형자산상각비	1	2	2	2	2	EV/EBITDA	13.1	15.8	13.8	16.6	10.8
기타현금수익비용	16	22	-1	1	0	P/CF	13.7	14.7	12.7	17.1	11.9
영업활동 자산부채변동	5	-9	-44	23	17	배당수익률 (%)	1.9	2.0	3.3	3.3	3.3
매출채권 감소(증가)	-5	-10	6	2	-6	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	16	-10	-31	22	8	매출액	17.0	15.3	-8.4	-6.3	20.0
매입채무 증가(감소)	1	17	-17	-1	15	영업이익	78.6	26.4	-31.3	-28.3	82.7
기타자산 부채변동	-6	-7	-2	0	0	세전이익	149.2	58.0	-35.2	-27.6	79.2
당기순이익	42	64	46	31	56	당기순이익	135.5	53.4	-28.6	-31.6	79.2
비현금수익비용가감	37	46	30	25	25	EPS	135.5	53.4	-28.6	-31.6	79.2
투자활동 현금	-12	-51	-91	-33	-39	안정성 (%)					
유형자산처분(취득)	-9	-33	-100	-28	-34	부채비율	42.8	45.1	46.4	46.5	48.0
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-5	-5	-5	유동비율	178.1	180.7	212.0	199.8	193.5
투자자산 감소(증가)	0	-15	15	0	0	순차입금/자기자본(x)	-5.2	-13.0	24.1	19.8	11.0
기타투자활동	-2	0	-1	0	0	영업이익/금융비용(x)	44.7	81.4	52.8	37.5	68.6
재무활동 현금	-21	-24	3	-32	-32	총차입금 (십억원)	62	63	100	100	100
차입금의 증가(감소)	-12	-3	35	0	0	순차입금 (십억원)	-15	-42	82	67	40
자본의 증가(감소)	-9	-21	-32	-32	-32	주당지표(원)					
배당금의 지급	9	21	32	32	32	EPS	1,421	2,179	1,557	1,065	1,908
기타재무활동	0	0	0	0	0	BPS	9,633	11,097	11,564	11,539	12,357
현금의 증가	47	15	-73	15	27	SPS	8,915	10,279	9,414	8,823	10,584
기초현금	29	76	90	17	32	CFPS	2,692	3,749	2,587	1,930	2,769
기말현금	76	90	17	32	60	DPS	711	1,090	1,090	1,090	1,090
NOPLAT	47	58	44	30	55						
FCF	72	51	-59	47	59						

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

PI첨단소재 (178920) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-12-14	담당자변경				
2022-12-14	Buy	44,000	-28.1	-21.3	
2023-02-13	Buy	40,000			

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
BUY + 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	OVERWEIGHT
NEUTRAL -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	NEUTRAL 업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
REDUCE -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	UNDERWEIGHT

투자이견 비율

기준일 2022.12.31

BUY	NEUTRAL	REDUCE
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.