

# PI첨단소재 178920

## 어려운 상황, 수요 회복이 관건

### 3Q23P 수진한 수요 지속

3분기 매출액 614억원(+1.9% QoQ, -12.6% YoY), 영업이익 42억원(+71.7% QoQ, -69.9% YoY, OPM 6.9%)이다. 기대했던 성수기 효과는 크지 않았고 스마트폰 수요 둔화로 실적은 부진했다. FPCB용 필름은 전방 고객사의 보유 재고 최소화 정책을 유지했다. 방열 시트 장기공급계약 물량도 60% 수준으로 감소했으나 중화권 중심의 고후도 시트 공급 확대는 고무적이었다고 볼 수 있다.

### 관전 포인트: 1) 적정 재고 수준 유지, 2) 포트폴리오 강화

1) 재고 레벨: 동사의 자체 재고는 4Q22 1,080톤 → 1Q23 660톤 → 2Q23 540톤 → 3Q23 562톤이다. 북미 및 중화권의 신제품 출시로 3분기 가동률은 66.7%로 전분기 대비 +22.3%p 개선되었다. 동시에 현재 재고는 적정 수준을 유지 중이다. 단기적으로 4분기까지 판가 상승을 기대하기 어려운 환경이나 원부재료의 안정화 등 추가적인 실적 하락의 근거들은 해소되고 있다.

2) 포트폴리오 강화: EV향(절연용 중대형, 바니쉬)의 공급 물량 확대 계획, 제품 쉐일 진행 중인 OLED 기판용 바니쉬, 상위 고객사의 MR향 제품 문의 등 비스마트폰과 비필름에 Q 확대 가능성은 향후 실적 상향의 기회 요인이다. 또한 IRA 반사 수혜를 기대할 수 있는데 1) EV 절연용 필름의 경우 국내 고객사의 중국산 필름 배제가 예상되며, 2) EV 바니쉬는 2H24 완성차 OEM의 북미 공장 중심의 물량 증대가 예상됨에 따라 24년 동사의 실적 개선을 기대해 본다.

### 단기보다는 중장기적 접근 필요

이익추정치 조정에 기인하여 목표주가를 30,000원으로 하향한다. 목표주가는 전방 수요 개선 시점의 추정 EPS와 과거 5개년 평균 PER을 적용했다. 글로벌 화학회사 아케마(ARKEMA)로의 경영권 이전으로 사업 확대 기대감은 높으나 2H23 재고 조정과 고객사의 보수적인 리스터리킹(Restocking)을 고려하면 단기적인 주가 상승을 논하기 어렵다. 24년 중화권 스마트폰 업체의 출하량 확대 계획 포함 글로벌 스마트폰 물동량 상승 예상과 EV향 제품의 본격적인 공급을 앞두고 있다. 24년 회복을 기대하며 중장기적 매수 전략이 필요하다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	302	276	225	257	296
영업이익	76	52	-1	33	57
영업이익률(%)	25.1	18.9	-0.4	12.9	19.3
세전이익	83	54	2	33	57
지배주주지분순이익	64	46	4	26	44
EPS(원)	2,179	1,557	135	883	1,514
증감률(%)	53.4	-28.6	-91.3	555.7	71.5
ROE(%)	21.0	13.7	1.2	8.0	13.2
PER(배)	25.3	18.6	193.5	29.5	17.2
PBR(배)	5.0	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA(배)	15.8	12.0	31.4	14.6	10.3

자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

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

2023.11.02

### 매수(유지)

목표주가(하향)	30,000원
현재주가(11/01)	26,050원
상승여력	15.2%

#### Stock Data

KOSPI	2,301.6pt
시가총액(보통주)	765십억원
발행주식수	29,366천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	111천주
60일 평균거래대금	3,099백만원
외국인 지분율	5.1%
52주 최고가	44,950원
52주 최저가	24,300원
주요주주	
코리아피아이홀딩스(외 2인)	54.1%
국민연금공단(외 1인)	8.5%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.2	2.4
3M	-16.5	-2.8
6M	-20.2	-12.2

#### 주가차트

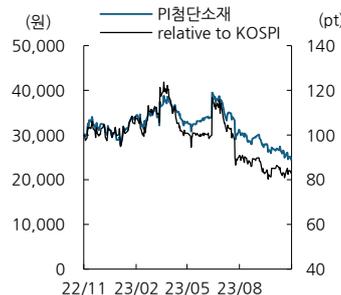


표1 PI첨단소재 3Q23 실적

(십억원, %)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	3Q23 DS 추정	차이 (%, %p)	3Q23 컨센서스	차이 (%, %p)
매출액	75.1	702.6	52.9	42.6	60.2	61.4	76.2	(19.4)	65.5	(6.3)
영업이익	12.9	14.1	11.9	-11.7	2.5	4.2	14.8	(71.3)	6.9	(38.1)
영업이익률	17.3	2.0	22.4	-27.5	4.1	6.9	19.4	(12.5)	10.5	(3.5)

자료: PI첨단소재, Fnguide, DS투자증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 전망 변경

(십억원)	변경전		변경후		Change(%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	249.3	312.2	225.4	256.8	(9.6)	(17.7)
영업이익	16.8	67.6	-0.9	33.1	(105.3)	(51.1)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 목표주가 산출

구분	값	비고
(A) Target EPS (원)	1,283	시장 수요 개선 시점의 추정 EPS 반영 (2H24~1H25)
(B) Target PER (배)	23.4	과거 5개년 저점 평균값 적용
(C) 적정 목표주가(원)	30,012	(C)=(A)*(B)
<b>목표주가(원)</b>	<b>30,000</b>	
현재주가(원)	26,050	
상승여력(%)	15.2	

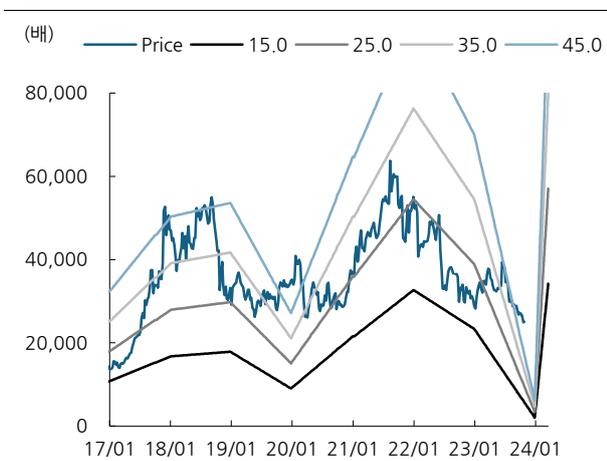
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

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	225.4	256.8
영업이익(십억원)	28.9	32.3	53.0	60.5	33.6	60.0	75.9	52.1	-0.9	33.1
(배)										
PER	18.0	19.6	42.3	27.9	58.0	26.0	25.3	18.6	193.5	29.5
PER(Avg.)	19.6	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3		
<b>PER(Low)</b>	13.2	12.6	11.9	<b>24.7</b>	<b>42.4</b>	<b>15.0</b>	<b>16.6</b>	<b>18.1</b>		
PER(High)	25.8	20.6	49.5	48.6	63.0	29.4	31.1	36.0		

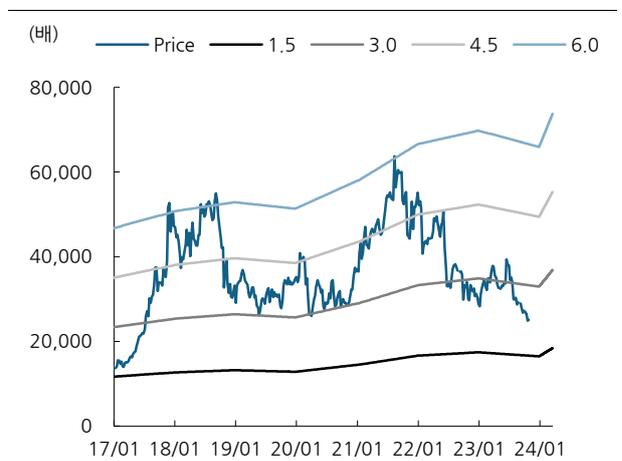
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 PER 밴드 차트



자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 PBR 밴드 차트



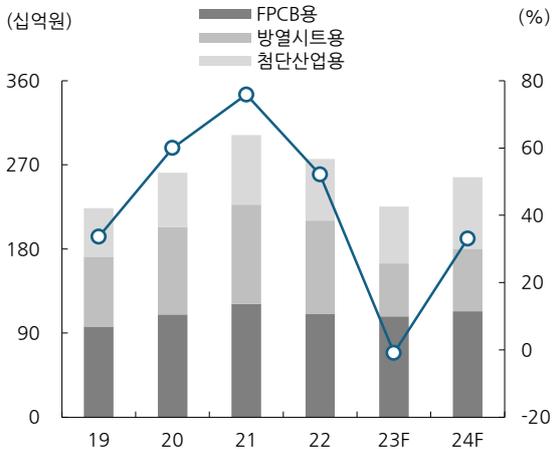
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

표5 PI첨단소재 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>78.3</b>	<b>75.1</b>	<b>70.3</b>	<b>52.9</b>	<b>42.6</b>	<b>60.2</b>	<b>61.4</b>	<b>61.1</b>	<b>276.4</b>	<b>225.4</b>	<b>256.8</b>
YoY, %	0.9	1.3	-12.5	-24.4	-45.5	-19.8	-12.6	15.7	-8.4	-18.5	13.9
FPCB 용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	30.3	28.8	26.9	110.3	107.8	113.2
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	15.0	16.9	17.3	99.9	56.6	67.1
첨단산업용 PI	18.2	18.2	14.6	15.2	13.4	14.9	15.7	17.0	66.2	61.0	76.5
<b>증감 (YoY, %)</b>											
FPCB 용 PI	14.5	6.1	-26.1	-30.8	-38.5	-3.1	18.0	40.7	-8.9	-2.3	5.0
방열시트용 PI	-6.5	-1.9	10.2	-27.5	-69.9	-41.2	-46.0	-6.5	-5.9	-43.3	18.6
첨단산업용 PI	-10.3	-2.2	-22.3	-9.5	-26.4	-18.1	7.5	11.7	-11.1	-7.9	25.5
<b>매출 비중 (%)</b>											
FPCB 용 PI	45.4	41.7	34.7	36.1	51.2	50.3	46.9	43.9	39.9	47.8	44.1
방열시트용 PI	31.4	34.0	44.5	35.0	17.4	24.9	27.5	28.3	36.1	25.1	26.1
첨단산업용 PI	23.3	24.3	20.8	28.8	31.4	24.7	25.6	27.8	23.9	27.1	29.8
<b>영업이익</b>	<b>13.2</b>	<b>12.9</b>	<b>14.1</b>	<b>11.9</b>	<b>-11.7</b>	<b>2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>52.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>33.1</b>
YoY, %	-35.9	-40.0	-26.6	-17.8	적전	-80.9	-69.9	-65.1	-31.3	적전	흑전
<b>영업이익률</b>	<b>16.9</b>	<b>17.3</b>	<b>20.1</b>	<b>22.4</b>	<b>-27.5</b>	<b>4.1</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>	<b>18.9</b>	<b>-0.4</b>	<b>12.9</b>

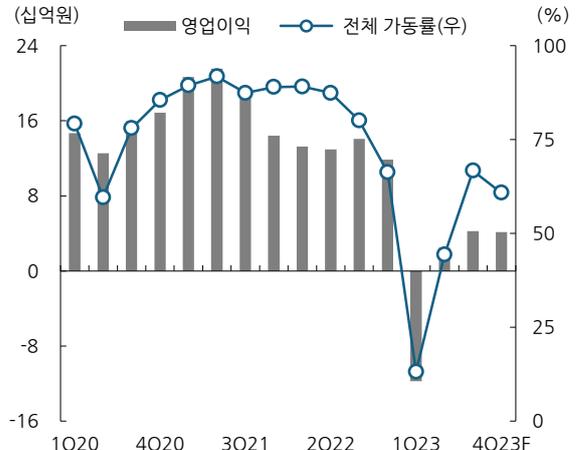
자료: PI첨단소재, DS투자증권 리서치센터 추정

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

[PI첨단소재 178920]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	196	132	116	109	141	매출액	302	276	225	257	296
현금 및 현금성자산	90	16	26	8	28	매출원가	198	197	197	193	206
매출채권 및 기타채권	45	30	25	28	31	매출총이익	104	80	28	64	91
재고자산	42	84	64	72	81	판매비 및 관리비	28	27	29	31	33
기타	19	1	1	2	2	영업이익	76	52	-1	33	57
비유동자산	277	367	381	395	388	(EBITDA)	100	78	28	61	85
관계기업투자등	0	0	0	0	0	금융손익	4	10	4	1	1
유형자산	255	343	359	374	370	이자비용	1	1	4	4	4
무형자산	13	14	12	10	8	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	473	499	497	504	530	기타영업외손익	3	-8	-2	-1	-1
유동부채	109	65	84	88	92	세전계속사업이익	83	54	2	33	57
매입채무 및 기타채무	50	33	28	32	36	계속사업법인세비용	19	8	-2	7	13
단기금융부채	43	25	55	55	55	계속사업이익	64	46	4	26	44
기타유동부채	16	6	1	1	1	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	38	93	90	90	91	당기순이익	64	46	4	26	44
장기금융부채	21	76	76	76	76	지배주주	64	46	4	26	44
기타비유동부채	18	17	14	15	15	총포괄이익	64	46	4	26	44
부채총계	147	158	174	178	183	매출총이익률 (%)	34.5	28.8	12.5	24.9	30.6
지배주주지분	326	341	323	326	347	영업이익률 (%)	25.1	18.9	-0.4	12.9	19.3
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	33.0	28.2	12.3	23.6	28.5
자본잉여금	188	188	188	188	188	당기순이익률 (%)	21.2	16.5	1.8	10.1	15.0
이익잉여금	202	217	198	201	223	ROA (%)	14.6	9.4	0.8	5.2	8.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	21.0	13.7	1.2	8.0	13.2
자본총계	326	341	323	326	347	ROIC (%)	21.1	12.4	-0.2	5.9	10.0

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	89	17	49	46	64	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	64	46	4	26	44	P/E	25.3	18.6	193.5	29.5	17.2
비현금수익비용가감	46	38	29	28	28	P/B	5.0	2.5	2.4	2.3	2.2
유형자산감가상각비	22	23	26	26	26	P/S	5.4	3.1	3.4	3.0	2.6
무형자산상각비	2	2	2	2	2	EV/EBITDA	15.8	12.0	31.4	14.6	10.3
기타현금수익비용	22	12	0	1	0	P/CF	14.7	10.1	23.2	14.2	10.6
영업활동 자산부채변동	-9	-46	21	-8	-8	배당수익률 (%)	2.0	2.7	3.0	3.0	3.0
매출채권 감소(증가)	-10	13	5	-3	-3	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-10	-42	18	-8	-9	매출액	15.3	-8.4	-18.5	13.9	15.4
매입채무 증가(감소)	17	-17	-2	4	4	영업이익	26.4	-31.3	적전	흑전	73.4
기타자산 부채변동	-7	0	-1	0	0	세전이익	58.0	-35.2	-97.2	2,078.9	71.5
투자활동 현금	-51	-98	-45	-42	-21	당기순이익	53.4	-28.6	-91.3	555.7	71.5
유형자산처분(취득)	-33	-108	-44	-41	-21	EPS	53.4	-28.6	-91.3	555.7	71.5
무형자산 감소(증가)	-4	-5	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-15	15	0	0	0	부채비율	45.1	46.1	54.0	54.8	52.7
기타투자활동	0	0	-1	0	0	유동비율	180.7	204.0	137.9	124.4	154.1
재무활동 현금	-24	5	6	-23	-23	순차입금/자기자본(x)	-13.0	24.8	32.3	37.6	29.6
차입금의 증가(감소)	-3	37	29	0	0	영업이익/금융비용(x)	81.4	74.0	-0.2	7.8	13.5
자본의 증가(감소)	-21	-32	-23	-23	-23	총차입금 (십억원)	63	101	131	131	131
배당금의 지급	21	32	23	23	23	순차입금 (십억원)	-42	85	104	123	103
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	15	-74	10	-18	20	EPS	2,179	1,557	135	883	1,514
기초현금	76	90	16	26	8	BPS	11,097	11,627	10,983	11,087	11,821
기말현금	90	16	26	8	28	SPS	10,279	9,414	7,675	8,745	10,092
NOPLAT	58	44	-1	26	45	CFPS	3,749	2,848	1,121	1,840	2,462
FCF	51	-60	8	5	43	DPS	1,090	779	780	780	780

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

**PI첨단소재 (178920) 투자이견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-12-14	매수	44,000	-28.1	-21.3	
2023-02-13	매수	40,000	-19.1	-1.3	
2023-05-10	매수	40,000	-22.3	-1.3	
2023-11-02	매수	30,000			

**투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)**

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

**투자이견 비율**

기준일 2023.09.30

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 당사에게 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.