

2020. 8. 18



▲ 스톡캡

Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 28,000 원

현재주가 (8.14) 23,100 원

상승여력 21.2%

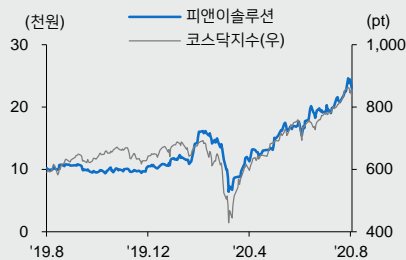
KOSDAQ 시가총액	835.03pt
발행주식수	3,423억원
유동주식비율	1,482만주
외국인비중	64.83%
52주 최고/최저가	4.40%
평균거래대금	24,650원/6,400원
	153.6억원

주요주주(%)

정대택 외 1 인 35.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.6	43.9	132.6
상대주가	13.3	18.7	66.4

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	102.8	11.8	10.9	766	46.7	4,556	15.3	2.6	12.1	18.3	131.8
2019	147.2	17.8	15.7	1,096	43.9	5,497	9.9	2.0	8.8	21.8	122.0
2020E	174.2	22.7	18.1	1,231	12.2	6,709	18.8	3.4	15.2	20.3	102.6
2021E	239.6	35.2	30.2	2,038	66.5	8,747	11.3	2.6	9.6	26.4	96.9
2022E	264.9	41.9	35.9	2,420	18.5	11,167	9.5	2.1	7.9	24.3	84.5

피앤이솔루션 131390

2 차전지 투자 방향성을 보자

- ✓ 2Q20 매출액 128억원, 영업이익 18억원으로 컨센서스 하회
- ✓ 국내 배터리3사, Northvolt향 Formation 및 Pack Cyclor 검수 완료가 반영
- ✓ 주요 해외 Site는 COVID19의 영향으로 검수가 지연되는 모습
- ✓ 변동성 높은 분기 실적보다 실적 방향성에 주목
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 24,500원 → 28,000원으로 상향

2Q20 Review: COVID19로 검수 지연에 따른 컨센 하회

2Q20 매출액 128억원(-28.8% YoY), 영업이익 18억원(+17.0% YoY, 영업이익률 14.4%)으로 COVID19로 인한 해외 Site의 장비 검수 지연에 따라 컨센서스 및 당사 예상치를 하회하였다. 2Q20 LG화학(청주), 삼성SD(울산), SK이노베이션(서산), Northvolt(스웨덴)의 Formation 및 Pack Cyclor의 검수 완료를 2차전지장비 매출액 128억원(-31.4% YoY)을 기록했다. 국내 배터리3사의 해외 Site는 COVID19의 영향으로 검수가 지연되는 모습이다.

방향성에 주목하자

피앤이솔루션은 장비업체 특성상 분기별 실적 변동이 크다. 장비 검수 완료 시 매출 인식이 되는 구조이다. 2차전지 제조공정에서 활성화 공정은 마지막 단계로 전극 공정과 조립 공정의 Set-up 및 검수가 완료 되어야 활성화 장비의 검수가 가능하다. 최근 3개년('17~'19) 실적 추이를 살펴보면 4분기 매출이 연간 매출의 49.6%를 차지했고, '19년 연간 매출의 57.3%가 4분기에 발생했다. '20년은 COVID19로 인해 장비 검수의 지연이 예상되어 연간 매출의 60.7%가 4분기로 집중이 예상된다. 변동성 높은 분기 실적보다 투자 방향성에 주목을 해야한다.

투자의견 Buy, 적정주가 24,500원 → 28,000원으로 상향

12M Fwd EPS(1,199원, 3Q20~2Q21)에 적정 PER 22.3배를 적용해 적정주가를 28,000원으로 상향한다. 적정 PER은 국내 2차전지 장비업체 '20E 평균 PER을 적용했다. 국내 배터리 3사 및 Northvolt, EVE 등 다변화된 고객사로 2차전지 Capex Cycle의 수혜가 예상된다.

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	12.8	18.0	-28.8	35.5	-63.9	29.1	-56.0	33.0	-61.2
영업이익	1.8	1.6	17.0	5.0	-62.8	2.7	-31.8	4.5	-59.5
세전이익	0.7	1.9	-60.5	5.3	-86.2	-	N/A	4.4	-83.4
지배주주순이익	0.8	2.0	-59.3	5.3	-84.4	2.2	-62.3	3.7	-77.4
영업이익률(%)	14.4	8.7		14.0		9.3		13.8	
지배주주순이익률(%)	6.5	11.3		15.0		7.6		11.1	

자료: 피앤이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	3Q20E	2020E	3Q20E	2020E	1Q20E	2020E
매출액	21.3	180.6	42.7	202.4	-50.2	-10.8
영업이익	2.5	22.7	7.0	27.9	-64.9	-18.7
세전이익	2.4	21.6	6.9	28.2	-65.7	-23.4
지배주주순이익	1.4	18.0	5.5	24.0	-73.9	-24.8
영업이익률(%)	11.6	12.6	16.4	13.8		

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	14.0	18.0	30.8	84.4	35.5	12.8	21.3	104.7	147.2	181	239.5
(% YoY)	95.6	-14.9	13.6	78.1	152.9	-28.8	-30.9	24.0	43.2	22.7	32.7
(% QoQ)	-70.4	28.3	70.9	174.3	-57.9	-63.9	66.0	392.1			
2차전지장비	11.6	13.6	26.2	78.1	32.1	9.4	16.2	98.2	129.6	161.9	219.2
전원공급장치	1.8	1.9	2.9	4.2	2.0	1.8	2.7	4.0	10.8	10.9	11.4
기타	0.6	2.4	1.7	2.0	1.4	1.7	2.4	2.4	6.7	7.8	9.0
부문별 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2차전지장비	83.0	75.8	85.1	92.6	90.5	73.1	76.1	93.9	88.1	89.7	91.5
전원공급장치	13.0	10.8	9.3	5.0	5.7	13.8	12.8	3.8	7.4	6.0	4.8
기타	4.0	13.4	5.6	2.4	3.9	13.2	11.1	2.3	4.6	4.3	3.8
영업이익	0.3	1.6	5.7	10.1	5.0	1.8	2.5	13.4	17.8	22.7	35.2
영업이익률(%)	2.2	8.7	18.7	12.0	14.0	14.4	11.6	12.8	12.1	12.6	14.7
(% YoY)	144	-49.1	14.9	186.7	1472.4	17.0	-57.3	32.7	51.2	28	55.0
(% QoQ)	-91.1	399.4	265.5	76.2	-51.1	-62.8	33.4	447.0			
지배주주순이익	0.6	2.0	4.4	8.6	4.8	0.8	1.4	10.9	15.7	18.0	30.2
지배주주순이익률(%)	4.3	11.3	14.2	10.2	13.6	6.5	6.7	10.5	10.6	10.0	12.6

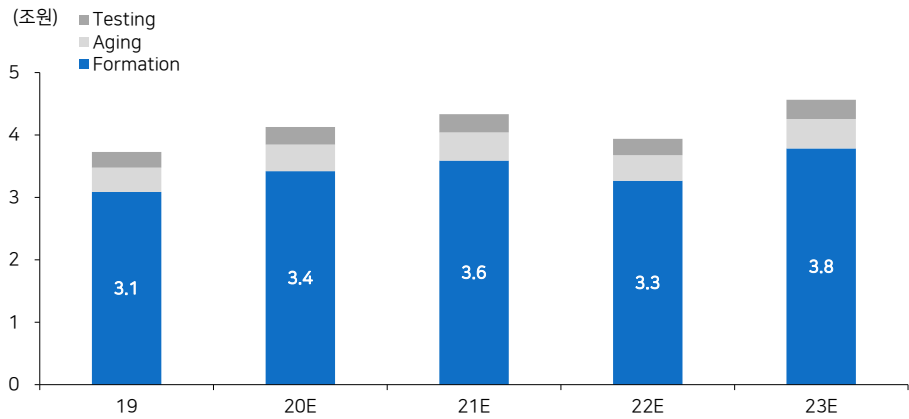
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 피앤이솔루션 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
EPS	1,199	12M Fwd EPS
적정배수(배)	23.3	2차전지 장비업체 '20E 평균 PER
적정주가	28,000	
현재주가	23,100	
상승여력(%)	21.2	

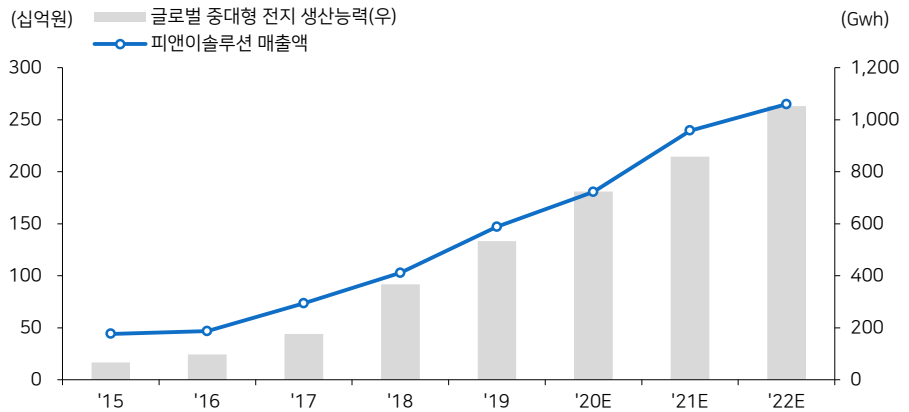
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 활성화공정 장비 시장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 중대형 전지 Capa 및 피앤이솔루션 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 2차전지 장비업체 밸류에이션 테이블								
(억원)		피앤이솔루션	씨아이에스	피엔티	에이프로	코원테크	엠펙러스	티에스아이
시가총액		3423.2	4776.9	3615.6	3089.4	2308.3	1329.6	1733.0
주가수익률(%)	1W	2.7	37.4	1.5	12.7	-1.4	7.6	15.1
	1M	21.6	55.0	17.3	-	2.3	19.6	-27.4
	3M	54.5	97.2	54.2	-	1.0	15.3	67.0
	6M	43.9	82.0	43.5	-	-14.9	3.2	15.8
	YTD	112.9	223.1	130.9	-	-0.8	47.0	10.0
매출액	2018	1027.5	435.9	2566.9	606.4	768.3	781.2	660.5
	2019	1471.6	1005.5	3214.1	673.6	911.0	1043.4	610.0
	2020E	1803.7	1578.0	4276.5	873.5	1089.7	1459.5	697.7
영업이익	2018	117.5	-120.7	37.5	72.0	105.1	19.3	50.9
	2019	177.7	153.9	14.8	103.8	208.5	27.4	58.5
	2020E	226.0	213.0	280.0	135.5	195.3	94.0	68.0
영업이익률(%)	2018	11.4	-27.7	1.5	11.9	13.7	2.5	7.7
	2019	12.1	15.3	0.5	15.4	22.9	2.6	9.6
	2020E	12.5	13.5	6.5	15.5	17.9	6.4	9.7
세전계속사업이익	2018	121.7	-105.1	39.0	60.3	105.1	16.0	27.4
	2019	181.6	137.2	-35.2	99.1	192.3	7.8	-105.6
	2020E	228.0	153.0	281.0	129.0	185.0	72.0	61.5
당기순이익	2018	110.6	-83.8	7.4	71.0	103.4	15.8	21.4
	2019	159.2	111.9	-30.2	75.8	171.3	20.1	-121.1
	2020E	214.5	121.0	231.0	100.5	173.0	69.0	51.7
당기순이익(지배)	2018	109.4	-83.8	18.9	71.0	103.4	15.8	20.9
	2019	156.5	111.9	-20.1	75.8	171.3	20.1	-121.3
	2020E	209.7	121.0	235.0	100.5	173.0	67.5	50.0
순이익률(%)	2018	10.6	-19.2	0.7	11.7	13.5	2.0	3.2
	2019	10.6	11.1	-0.6	11.3	18.8	1.9	-19.9
	2020E	11.6	7.7	5.5	11.5	15.9	4.6	7.2
P/E(배)	2018	15.3	-14.9	48.7	-	-	54.7	20.8
	2019	9.9	12.6	-63.8	-	11.8	44.5	-10.4
	2020E	16.8	37.8	15.3	28.5	13.7	20.8	30.5
P/B(배)	2018	2.6	3.3	1.2	-	-	2.2	6.7
	2019	2.0	2.8	1.7	-	2.2	2.2	5.4
	2020E	3.6	6.8	3.1	-	2.0	-	3.8
EV/EBITDA(배)	2018	11.2	-14.5	14.2	-	-	30.3	12.3
	2019	8.2	8.9	78.1	-	9.3	36.7	-14.0
	2020E	14.1	20.0	12.1	-	8.4	-	20.3
ROE(지배, %)	2018	18.3	-19.9	2.7	118.3	64.8	4.4	0.0
	2019	21.8	25.6	-2.6	52.4	-	-	-77.3
	2020E	23.5	20.4	24.2	-	15.7	-	14.6

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

피앤이솔루션 (131390)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	102.8	147.2	174.2	239.6	264.9
매출액증가율 (%)	39.6	43.2	18.4	37.5	10.6
매출원가	75.0	114.6	135.0	181.7	198.7
매출총이익	27.8	32.5	39.3	57.9	66.2
판매관리비	16.0	14.8	16.6	22.7	24.3
영업이익	11.8	17.8	22.7	35.2	41.9
영업이익률	11.4	12.1	13.0	14.7	15.8
금융손익	0.5	-0.4	-2.4	0.7	0.8
중속/관계기업손익	-0.3	0.4	-0.1	0.2	0.2
기타영업외손익	0.3	0.4	1.4	0.2	0.2
세전계속사업이익	12.2	18.2	21.5	36.3	43.0
법인세비용	1.1	2.2	3.2	5.5	6.5
당기순이익	11.1	15.9	18.4	30.9	36.6
지배주주지분 순이익	10.9	15.7	18.1	30.2	35.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	7.9	-16.5	17.5	11.6	13.9
당기순이익(손실)	11.1	15.9	18.4	30.9	36.6
유형자산상각비	0.8	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-8.3	-36.3	-1.5	-19.3	-22.7
투자활동 현금흐름	-0.9	-10.1	-10.2	-4.7	-6.0
유형자산의증가(CAPEX)	-3.6	-9.8	-8.0	-4.0	-6.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-0.5	-0.4	-0.7	-0.0
재무활동 현금흐름	10.6	3.0	-0.1	0.8	0.0
차입금의 증감	9.6	5.2	-2.6	0.8	0.0
자본의 증가	0.3	0.1	2.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.6	-23.7	7.3	7.8	7.9
기초현금	9.2	26.8	3.1	10.4	18.1
기말현금	26.8	3.1	10.4	18.1	26.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	117.9	135.5	154.7	205.1	250.2
현금및현금성자산	26.8	3.1	10.4	18.1	26.0
매출채권	14.1	36.3	38.1	43.8	46.0
재고자산	57.9	77.3	80.3	120.9	155.7
비유동자산	35.4	42.0	50.2	54.9	60.9
유형자산	19.4	33.4	40.9	44.9	50.9
무형자산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
투자자산	1.4	1.9	2.2	2.9	2.9
자산총계	153.3	177.5	204.9	260.0	311.1
유동부채	76.3	95.3	101.1	124.7	139.2
매입채무	17.5	12.9	19.3	32.9	39.4
단기차입금	0.0	6.6	5.5	5.5	5.5
유동성장기부채	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
비유동부채	10.8	2.3	2.7	3.3	3.3
사채	6.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	87.2	97.6	103.8	127.9	142.5
자본금	7.1	7.1	7.3	7.3	7.3
자본잉여금	13.5	13.6	16.3	16.3	16.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	44.4	57.8	75.8	106.0	141.9
비지배주주지분	1.1	1.4	1.7	2.4	3.1
자본총계	66.1	79.9	101.2	132.0	168.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	7,196	10,305	11,873	16,165	17,877
EPS(지배주주)	766	1,096	1,231	2,038	2,420
CFPS	1,133	1,519	1,493	2,469	2,927
EBITDAPS	877	1,345	1,546	2,373	2,825
BPS	4,556	5,497	6,709	8,747	11,167
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.3	9.9	18.8	11.3	9.5
PCR	10.4	7.1	15.5	9.4	7.9
PSR	1.6	1.1	1.9	1.4	1.3
PBR	2.6	2.0	3.4	2.6	2.1
EBITDA	12.5	19.2	22.7	35.2	41.9
EV/EBITDA	12.1	8.8	15.2	9.6	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.3	21.8	20.3	26.4	24.3
EBITDA 이익률	12.2	13.1	13.0	14.7	15.8
부채비율	131.8	122.0	102.6	96.9	84.5
금융비용부담률	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	27.5	27.1	54.0	88.8	103.9
매출채권회전율(x)	8.1	5.8	4.7	5.8	5.9
재고자산회전율(x)	2.3	2.2	2.2	2.4	1.9

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 해당 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

피앤이솔루션 (131390) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

