

2021. 3. 23



▲ 스몰캡

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

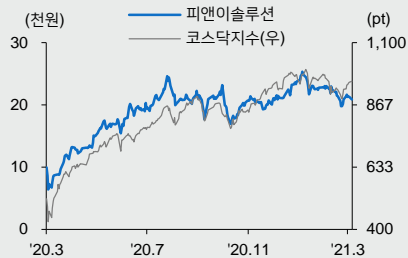
RA **국순용**
 02. 6454-4889
 soonyoun.cook@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	27,500 원
현재주가 (3.22)	20,900 원
상승여력	31.6%
KOSDAQ 시가총액	955.38pt / 3,097억원
발행주식수	1,482만주
유동주식비율	64.83%
외국인비중	2.51%
52주 최고/최저가	25,350원/6,700원
평균거래대금	76.4억원
주요주주(%)	
원익홀딩스 외 1 인	35.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.5	4.2	188.3
상대주가	-7.6	-8.1	41.1

주가그래프



피앤이솔루션 131390

4Q20 Review: 매출 인식 지연으로 예상치 하회

- ✓ 4Q20 매출액 450억원, 영업이익 78억원으로 당사 예상치 하회
- ✓ 중국 고객사의 검수 지연에 따른 저조한 매출 인식이 주요 요인
- ✓ 2021E 매출액 1,785억원, 영업이익 297억원 전망
- ✓ '21E 신규 수주 1,800억원 전망('20년말 수주잔고 1,270억원)
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,500원 → 27,500원으로 하향

4Q20 Review: 주요 Site 매출 인식 지연으로 예상치 하회

4Q20 매출액 450억원(-54.1% YoY), 영업이익 78억원(-23.2% YoY, 영업이익률 17.3%), 지배주주순이익 76억원(-10.2% YoY)으로 당사 예상치를 큰 폭으로 하회했다. 실적 부진의 주요 요인은 고객사의 장비 검수 지연 영향이다. 특히, 중국 고객사 매출 인식이 저조했다. 4Q20 고객사별 매출 비중은 Northvolt 43%, SK이노베이션 12%, LG화학 12% 등이다.

2021년 매출액 1,779억원, 영업이익 304억원 전망

2021E 매출액 1,779억원(+39.3% YoY), 영업이익 304억원(+47.6% YoY, 영업이익률 17.1%)을 전망한다. 2차전지 부문 매출액은 1,646억원(+43.3% YoY)으로 턴어라운드 를 예상한다. 주요 고객사는 국내 배터리 3사 및 Northvolt, EVE, 국련자동차 등으로 '20년말 수주잔고는 1,270억원이다. '21년 총방전장비 예상 신규 수주는 1,800억원으로 1월12일 YENT 173.6억원, 3월 5일 Northvolt 141.3억원을 확보했다. 전원공급 장치 부문 매출액은 82억원(+5% YoY)으로 산업용 24억원, 5G 정류기 58억원이 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 28,500원 → 27,500원으로 하향

2021년 EPS(1,845원)에 적정 PER 14.9배를 적용하여 적정주가를 기존 28,500원에서 27,500원으로 -3.5% 하향한다. 실적 추정치 변경에 따른 적정주가 하향이다. 피앤이솔루션의 총방전장비는 특정 배터리 타입에 국한되지 않아 다변화된 고객사 확보로 2차전지 Capex Cycle의 지속적인 수혜를 전망한다.

(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
2020	127.7	20.6	18.5	1,262	14.1	7,095	17.0	3.0	12.0	20.2	97.0
2021E	177.9	30.4	27.4	1,846	46.2	8,940	11.3	2.3	6.9	23.0	92.8
2022E	201.2	34.7	31.0	2,094	13.5	11,035	10.0	1.9	5.4	21.0	82.2

(십억원)	4Q20	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	당사예상치	(% diff.)
매출액	45.0	84.4	-46.6	34.4	30.9	97.8	-54.0
영업이익	7.8	10.1	-23.2	6.1	28.6	12.0	-35.2
세전이익	8.2	10.0	-18.1	6.0	36.5	11.9	-31.6
지배주주순이익	7.8	8.6	-10.2	5.1	51.7	9.2	-15.4
영업이익률(%)	17.3	12.0		17.6		14.1	
지배주주순이익률(%)	17.2	10.2		14.9		12.2	

자료: 피앤이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	35.5	12.8	34.4	45.0	35.6	28.1	44.0	70.2	127.7	177.9	201.2
(% YoY)	152.9	-28.8	11.8	-46.6	0.5	119.0	28.0	56.0	-13.2	39.3	13.1
(% QoQ)	-57.9	-63.9	168.3	30.9	-20.8	-21.3	56.8	59.5			
2차전지장비	32.1	9.4	31.8	41.6	32.9	24.7	41.1	65.8	114.8	164.6	187.1
전원공급장치	2.0	1.8	1.7	2.4	1.7	2.2	1.6	2.7	7.8	8.2	8.7
기타	1.4	1.7	0.9	1.1	1.0	1.2	1.3	1.6	5.0	5.2	5.4
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	90.5	73.1	92.5	92.3	92.3	88.0	93.5	93.8	89.9	92.5	93.0
전원공급장치	5.7	13.8	4.9	5.2	4.8	7.7	3.5	3.9	6.1	4.6	4.3
기타	3.9	13.2	2.6	2.4	2.9	4.4	3.0	2.3	3.9	2.9	2.7
영업이익	5.0	1.8	6.1	7.8	5.0	4.1	7.7	13.6	20.6	30.4	34.7
영업이익률(%)	14.0	14.4	17.6	17.3	14.1	14.6	17.6	19.4	16.2	17.1	17.3
(% YoY)	1,472.4	17.0	5.2	-23.2	1.5	122.1	27.7	74.6	16.1	47.6	14.0
(% QoQ)	-51.1	-62.8	228.6	28.6	-35.4	-18.7	89.0	75.8			
지배주주순이익	4.8	0.8	5.1	7.8	4.4	3.5	6.7	12.3	18.5	27.3	31.0
지배주주순이익률(%)	13.6	6.5	14.9	17.2	12.2	12.3	15.3	17.6	14.5	15.4	15.4

자료: 피앤이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표3 피앤이솔루션 적정주가 산정표

구분	2021E	비고
EPS(원)	1,845	
적정배수	14.9	2차전지 Capex Cycle 진입기인 '17년 평균 PER
적정주가(원)	27,500	
현재주가(원)	20,900	2021.3.22 종가 기준
상승여력(%)	31.6	

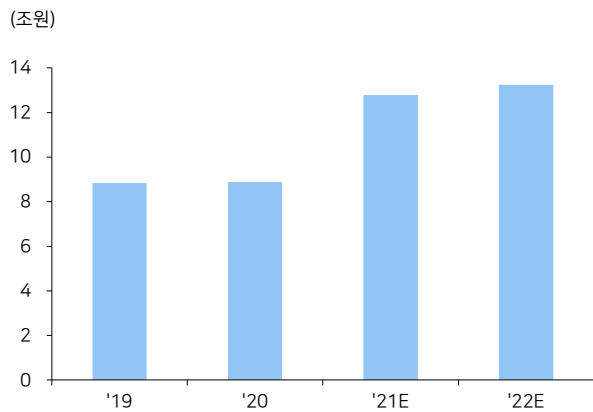
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 피앤이솔루션 밸류에이션 테이블

	'16	'17	'18	'19	'20	'21E
PER(배)						
High	32.7	22.3	24.9	13.4	20.2	12.5
Low	12.9	10.5	12.8	7.7	5.0	9.3
Average	20.8	14.9	17.7	10.5	13.5	10.8
PBR(배)						
High	3.4	3.0	4.2	2.7	3.6	2.4
Low	1.4	1.4	2.2	1.5	0.9	1.8
Average	2.2	2.0	3.0	2.1	2.4	2.0
ROE	11.0	14.6	18.3	21.8	20.2	21.0

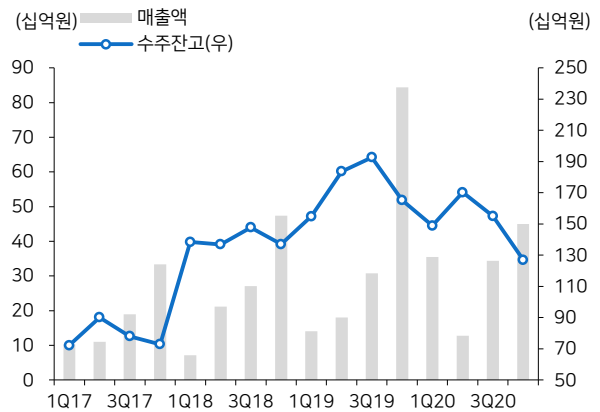
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 2차전지 장비 시장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 피앤이솔루션 매출액 및 수주잔고 추이



자료: 피앤이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

피앤이솔루션 (131390)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	102.8	147.2	127.7	177.9	201.2
매출액증가율 (%)	39.6	43.2	-13.2	39.3	13.1
매출원가	75.0	114.6	90.9	125.8	140.4
매출총이익	27.8	32.5	36.8	52.1	60.8
판매관리비	16.0	14.8	16.2	21.7	26.0
영업이익	11.8	17.8	20.6	30.4	34.7
영업이익률	11.4	12.1	16.1	17.1	17.2
금융손익	0.5	-0.4	-3.0	-0.5	-0.6
중속/관계기업손익	-0.3	0.4	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.4	2.1	0.5	0.5
세전계속사업이익	12.2	18.2	20.2	30.4	34.6
법인세비용	1.1	2.2	1.5	2.8	3.3
당기순이익	11.1	15.9	18.7	27.6	31.3
지배주주지분 손이익	10.9	15.7	18.5	27.4	31.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	7.9	-16.5	60.4	29.4	36.9
당기순이익(손실)	11.1	15.9	18.7	27.6	31.3
유형자산상각비	0.8	1.4	1.8	4.9	5.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-8.3	-36.3	38.6	-3.7	-0.7
투자활동 현금흐름	-0.9	-10.1	-38.6	-17.8	-14.8
유형자산의증가(CAPEX)	-3.6	-9.8	-11.7	-12.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	1.2	-0.5	-0.4	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	10.6	3.0	-2.6	-0.1	0.0
차입금의 증감	9.6	5.2	-8.6	-0.1	0.0
자본의 증가	0.3	0.1	8.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.6	-23.7	17.7	11.5	22.1
기초현금	9.2	26.8	3.1	20.8	32.3
기말현금	26.8	3.1	20.8	32.3	54.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	117.9	135.5	158.0	199.5	238.1
현금및현금성자산	26.8	3.1	20.8	32.3	54.4
매출채권	14.1	36.3	18.8	26.4	32.9
재고자산	57.9	77.3	70.4	84.5	88.7
비유동자산	35.4	42.0	49.2	56.3	60.8
유형자산	19.4	33.4	43.8	50.9	55.3
무형자산	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
투자자산	1.4	1.9	2.2	2.3	2.3
자산총계	153.3	177.5	207.2	255.8	298.9
유동부채	76.3	95.3	100.9	121.9	133.5
매입채무	17.5	12.9	9.5	13.3	14.6
단기차입금	0.0	6.6	5.5	5.5	5.5
유동성장기부채	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0
비유동부채	10.8	2.3	1.1	1.3	1.3
사채	6.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.8	0.5	0.5	0.5
부채총계	87.2	97.6	102.0	123.1	134.9
자본금	7.1	7.1	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	13.5	13.6	21.6	21.6	21.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	44.4	57.8	76.1	103.5	134.5
비지배주주지분	1.1	1.4	0.0	0.2	0.5
자본총계	66.1	79.9	105.1	132.7	164.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	7,196	10,305	8,702	12,007	13,575
EPS(지배주주)	766	1,096	1,262	1,846	2,094
CFPS	1,133	1,519	1,613	2,412	2,747
EBITDAPS	877	1,345	1,526	2,384	2,715
BPS	4,556	5,497	7,095	8,940	11,035
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.3	9.9	17.0	11.3	10.0
PCR	10.4	7.1	13.3	8.7	7.6
PSR	1.6	1.1	2.5	1.7	1.5
PBR	2.6	2.0	3.0	2.3	1.9
EBITDA	12.5	19.2	22.4	35.3	40.2
EV/EBITDA	12.1	8.8	12.0	6.9	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.3	21.8	20.2	23.0	21.0
EBITDA 이익률	12.2	13.1	17.5	19.9	20.0
부채비율	131.8	122.0	97.0	92.8	82.2
금융비용부담률	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	27.5	27.1	87.3	219.4	251.9
매출채권회전율(x)	8.1	5.8	4.6	7.9	6.8
재고자산회전율(x)	2.3	2.2	1.7	2.3	2.3

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 하시기를 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

피앤이솔루션 (131390) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

