



기업분석 | 전기전자

Analyst
김광수 / 남대종
 02 3779 8640 / 02 3779 8832
 gskim@ebestsec.co.kr
 djnam@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가	63,000 원
현재주가	43,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (3/17)	2,694.51 pt
시가총액	12,877 억원
발행주식수	29,366 천주
52 주 최고가/최저가	64,100 / 40,150 원
90 일 일평균거래대금	84.56 억원
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(22.12E)	1.6%
BPS(22.12E)	12,380 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 2.3% 6 개월 -12.5% 12 개월 10.5%
주주구성	코리아파이아홀딩스 (외 2 인) 54.2% 국민연금공단 (외 1 인) 7.3%

Stock Price



PI 첨단소재 (178920)

2022년은 더 큰 도약의 원년이 될 것

공격적인 Capa 확대와 사업다각화로 지속적인 성장 기대

2020년 최대주주(글렌우드 PE, 지분 54%) 변경 이후 사업 다각화에 집중하여 기존 세계 1위 점유율(31% 수준) PI필름에 이어 PI바니쉬 사업 본격화를 앞두고 있다. PI필름 Capa의 경우 '21년(4,500톤)→'22년(5,250톤)→'23년(6,000톤)으로 생산능력을 확대하고, 원자재 재활용 비중을 (DMF: 기존 1,200톤→2,400톤) 높여 원가절감이 효과가 커질 것이다. 또한 첨단산업(매출비중 '21년 25%→'22년 29%) 부문인 전기차 및 디스플레이 향 매출이 본격화되며 중장기 성장 로드맵이 강화될 것으로 기대한다.

2022년 상저하고의 흐름 이후, 2023년 본격적인 성장 전망

2022년 실적은 매출액 3,537억(+17%YoY), 영업이익 877억원(+16%YoY)로 매출과 이익 모두 성장을 지속할 것이다. 최근 전방 IT(스마트폰) 수요 둔화 및 원자재 가격 상승에 따라 올해 1Q22까지 영업이익률(17.5%) 하락세가 이어질 것으로 예상된다. 하지만 4Q21에 단행한 판가인상 효과와 주요 원자재 DMF 재활용 사용량이 2H22년부터 2배 증가되어 영업이익률이 20% 중후반 수준으로 회복될 것이다. 또한 PI필름 Capa가 확대되며 '23년부터 매출/영업이익의 본격적인 성장세를 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 2,330원에 Target P/E 27.0x를 적용하여 산출하였다. 동사의 현재 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 18.8x로 과거 P/E 밴드 평균을 하회하는 수준이다. 사업다각화와 판가인상/원가절감 등 수익성 개선 효과로 '22년 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	224	262	302	354	426
영업이익	34	60	76	88	113
세전계속사업손익	21	53	74	83	108
순이익	18	42	58	64	84
EPS (원)	603	1,421	1,980	2,189	2,854
증감률 (%)	0.0	135.5	39.3	10.6	30.3
PER (x)	58.0	26.0	22.1	20.0	15.4
PBR (x)	4.1	3.8	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA (x)	20.4	13.1	12.7	11.4	8.8
영업이익률 (%)	15.0	22.9	25.1	24.8	26.7
EBITDA 마진 (%)	23.5	31.1	32.9	32.5	34.1
ROE (%)	6.9	15.6	19.3	18.8	21.2
부채비율 (%)	56.4	42.8	37.8	55.1	55.9

주: IFRS 연결 기준

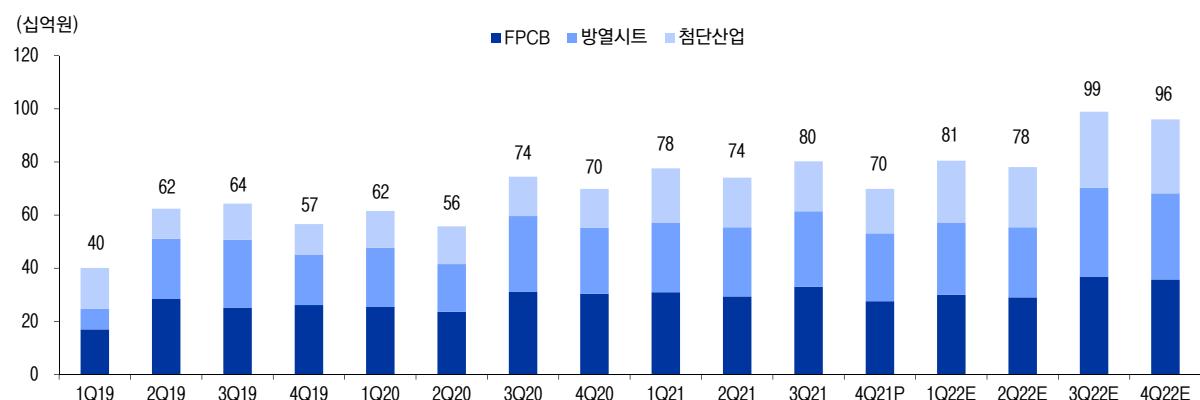
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

공격적인 Capa 확대와 사업다각화로 지속적인 성장 기대

세계 1위 점유율(31% 수준) PI(Polyimide)필름에 이어 PI바니쉬(Varnish) 사업 본격화를 앞두고 있다. PI필름 Capa의 경우 '21년(4,500톤)→'22년(5,250톤)→'23년(6,000톤)으로 생산능력을 확대하고, 원자재 재활용 비중을 (DMF: 기존 1,200톤→2,400톤) 높여 원가절감이 효과가 커질 것이다. 또한 첨단산업(매출비중 '21년 25%→'22년 29%) 부문인 전기차 및 디스플레이 향 매출이 본격화되며 중장기 성장 로드맵이 강화될 것으로 예상한다.

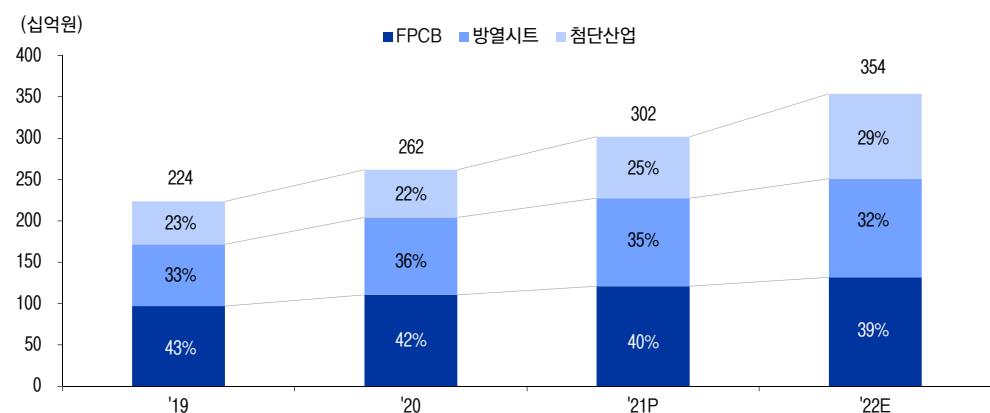
PI필름 Capa 증가와 함께 PI바니쉬 가동률 확대로 분기별 매출이 '20년 700억원 대, '21년 800억원 대, '22년 900억원 대로 외형성장과 더불어 시장지배력이 강화될 전망이다. 또한 향후 첨단산업 매출 비중 확대의 주요 동력인 PI바니쉬의 경우 Capa('22년 600톤→'26년 3,600톤 수준) 단계적 증설을 검토 중으로 매출 성장과 더불어 사업 다각화가 더욱 빠르게 전개될 전망이다.

그림1 분기별 매출 추이



자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 연도별 사업 부문별 비중 추이

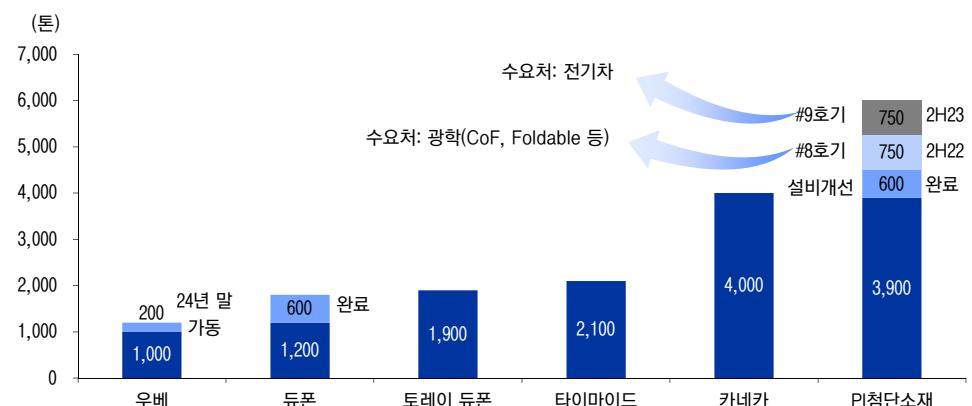


자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 경쟁사 대비 PI필름 Capa 증설에 가장 적극적인 모습을 보이고 있는 가운데 시장에서는 주요 수요처인 IT 전방산업 성장 둔화에 대한 우려감을 가지고 있다. 하지만 신규 투자로 인한 주력 제품군의 경우 PI#8호기는 광학(CoF, Foldable 등), PI#9호기는 전기차 전용으로 향후 성장성이 높은 산업을 타겟으로 집행되는 투자인 만큼 동사의 공격적인 행보가 중장기 성장의 탄탄한 기틀이 될 것으로 예상한다.

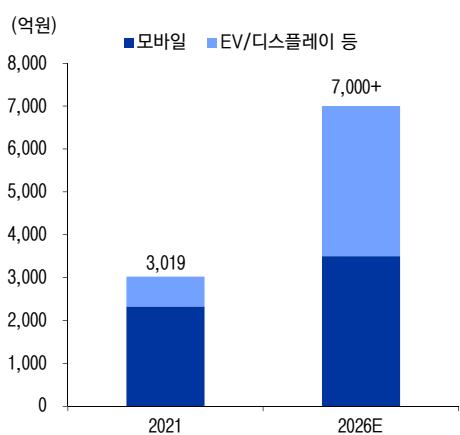
향후 PI필름의 경우 PI#10호기 증설(600톤 규모)을 통해 대부분의 제품이 각각의 전용라인에서 생산이 될 것으로 예상되는데 생산효율화를 통해 생산 Capa 증대 및 원가 절감 효과가 예상된다. PI바니쉬 역시 올해 본격적인 양산으로 가동률('21 33%→'22년 85% 수준)을 높인 이후 국내외 주요 완성차 OEM 향 전기차용 Capa 추가 증설이 지속될 것으로 전망한다.

그림3 PI 필름 경쟁사 현황 ('24년 기준 Capa 증설 계획 전망)



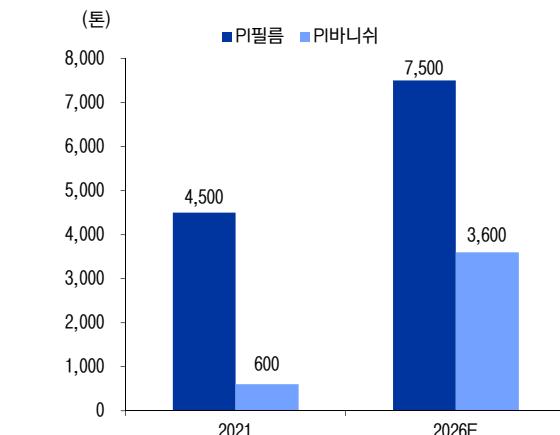
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 산업별(수요처) 중장기 매출 전망



자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 제품별 중장기 Capa. 전망



자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

2022년 상저하고의 흐름 이후, 2023년 본격적인 성장 전망

작년 하반기부터 전방 IT(스마트폰) 수요 둔화 및 원재료 가격 상승에 따라 1Q22까지 영업이익률(17.5%) 하락세가 이어질 것으로 예상된다. 하지만 4Q21에 단행한 판가인상 효과가 2Q22부터 적용되며, 주요 원재료 DMF 재활용 사용량이 2H22부터 2배 증가되어 연간 영업이익률이 20% 중후반 수준으로 회복될 것이다. 또한 PI 필름 신규 Capa가 본격적으로 가동되는 2023년부터 매출/영업이익의 추가적인 성장세가 이어질 전망이다.

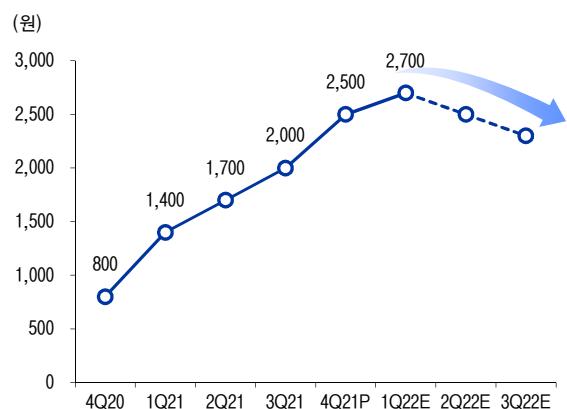
1Q22 실적은 매출액 806억원(+15%QoQ), 영업이익 141억원(-2%QoQ)으로 전분기 대비 매출은 상승하나 영업이익은 소폭 감소할 전망이다. 하지만 2Q22 이후 영업이익률이 개선되며 2022년 매출 3,537억원(+17%YoY), 영업이익 877억원(+16%YoY)로 전년 대비 성장이 예상된다.

표1 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E
매출액	FPCB	31	29	33	28	30	29	37	36	121	132
	YoY	22%	25%	6%	-9%	-3%	-1%	12%	30%	9%	9%
	QoQ	2%	-5%	12%	-16%	9%	-3%	27%	-3%		
방열시트		26	26	28	26	27	26	33	32	106	120
	YoY	18%	44%	-1%	3%	4%	1%	18%	27%	13%	13%
	QoQ	6%	-1%	9%	-10%	7%	-3%	27%	-3%		
첨단산업		20	19	19	17	23	23	29	28	75	102
	YoY	46%	32%	27%	14%	15%	22%	52%	66%	30%	37%
	QoQ	38%	-8%	1%	-11%	39%	-3%	27%	-3%		
합계		78	74	80	70	81	78	99	96	302	354
	YoY	26%	33%	8%	0%	4%	5%	23%	37%	15%	17%
	QoQ	11%	-5%	8%	-13%	15%	-3%	27%	-3%		
매출비중	FPCB	40%	40%	41%	39%	37%	37%	37%	37%	40%	37%
	방열시트	34%	35%	35%	37%	34%	34%	34%	34%	35%	34%
	첨단산업	26%	25%	23%	24%	29%	29%	29%	29%	25%	29%
영업이익		21	22	19	14	14	17	29	27	76	88
	YoY	41%	73%	21%	-14%	-32%	-19%	51%	89%	27%	16%
	QoQ	23%	5%	-11%	-25%	-2%	24%	66%	-6%		
영업이익률		26.6%	29.2%	23.9%	20.6%	17.5%	22.3%	29.3%	28.3%	25.1%	24.8%

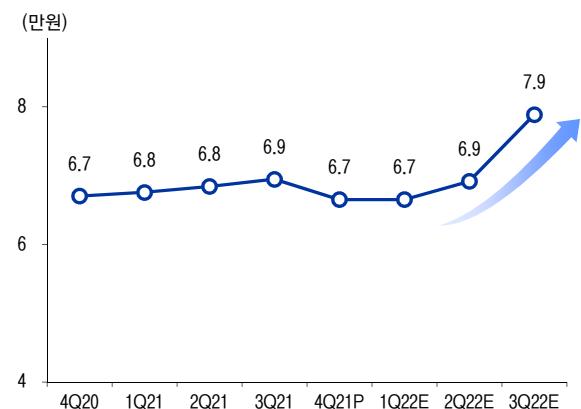
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 분기별 원재료(DMF) 가격(평균) 추이 예상



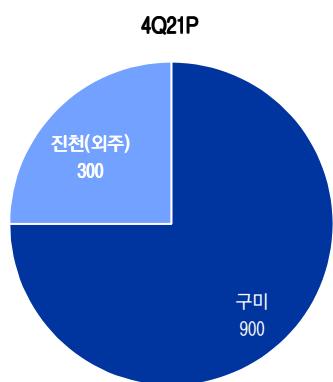
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 분기별 PI 판매가격 추이 예상



자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 21년 원재료(DMF) 재활용 Capa



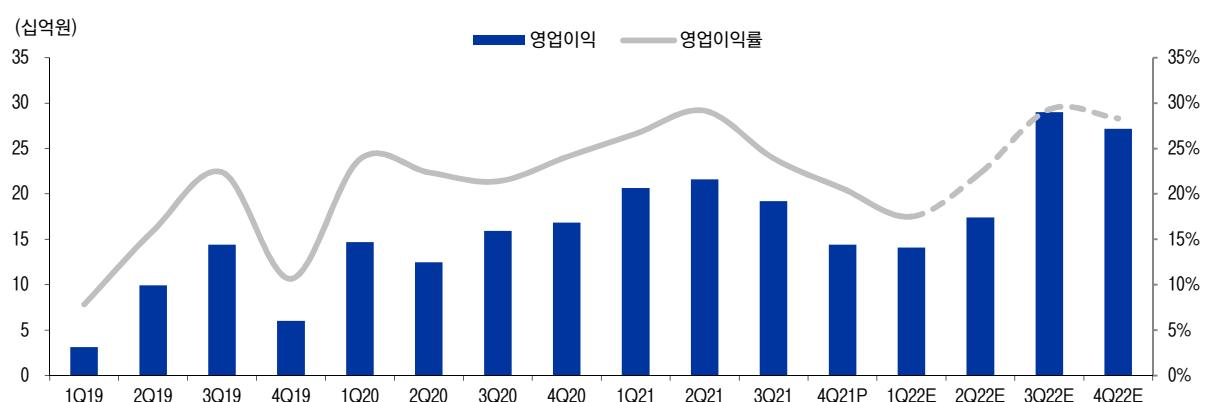
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 22년 원재료(DMF) 재활용 Capa 계획



자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 영업이익, 영업이익률 추이 예상



자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS 2,330원에 Target P/E 27.0x를 적용하여 산출하였다. 동사의 현재 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 18.8x로 과거 P/E 밴드 평균을 하회하는 수준이다. 1Q22까지 전방 IT수요 및 원자재 비용증가에 따른 수익성 훼손 우려감이 여전하지만, 첨단산업 수요처 확대로 사업다각화와 판가인상/원가절감 등 수익성 개선 효과로 2022년 실적이 긍정적으로 전망되는 만큼 주가 상승여력이 충분하다고 판단한다.

지난 4Q21 실적 발표 이후 2022년 수익성 저하 우려감으로 주가가 부진한 흐름을 보이고 있다. 하지만 원부자재 비용 부담으로 인한 수익성 부진이 1Q22에 저점을 형성한 이후 2Q22부터는 수익성 개선이 이루어 질 것으로 예상되는 만큼 주가 또한 반등세로 전환될 것으로 전망한다.

그림11 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 PER 표준편차



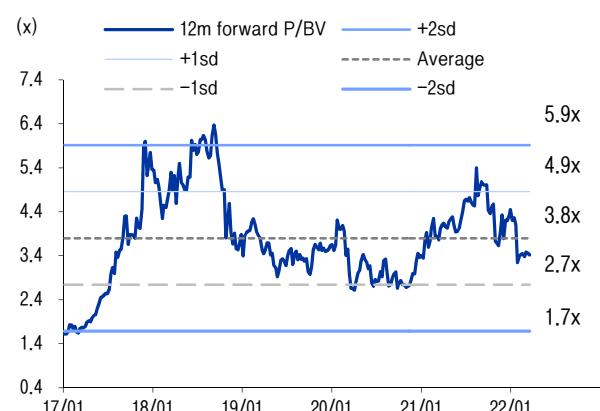
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 PBR 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표1 Peer Group Valuation Table

(단위: Mil USD)	매출액	영업 이익	영업 이익률(%)	PER (x)	PBR (x)	EPS (\$)	EPS Growth (%)	BPS (\$)	ROE (%)	
기판										
PI 첨단소재	2020	222	51	22.9	26.0	3.8	1.2	–	8.8	15.6
시가총액	2021P	264	66	25.1	25.3	5.0	1.9	57.8	9.3	21.0
1,062	2022E	311	82	26.3	17.1	3.4	2.1	12.5	10.8	21.3
카네카	2020	5,533	239	4.3	12.1	0.5	2.0	–	47.2	4.2
시가총액	2021P	5,447	260	4.8	18.7	0.8	2.3	15.9	49.6	4.6
1,970	2022E	5,841	377	6.5	8.6	0.6	3.5	53.2	50.2	7.2
듀폰	2020	14,338	–2,428	(16.9)	47.1	1.4	(4.0)	–	52.4	(7.4)
시가총액	2021P	16,653	2,464	14.8	24.5	1.6	11.9	양전	51.6	19.9
38,078	2022E	17,731	3,677	20.7	14.9	1.4	4.8	(59.6)	52.2	9.4
타이마이드	2020	68	14	20.7	20.0	2.6	0.1	–	0.8	13.7
시가총액	2021P	86	14	16.3	18.6	2.0	0.1	(11.4)	0.8	10.7
201	2022E	88	16	18.2	14.5	–	0.1	31.2	–	13.6
우베	2020	6,144	313	5.1	7.3	0.5	2.1	–	30.6	6.9
시가총액	2021P	5,791	244	4.2	10.4	0.7	2.1	2.3	32.1	6.6
1,779	2022E	5,523	355	6.4	9.2	0.5	1.9	(11.4)	32.6	6.0

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

PI첨단소재(178920)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	109	144	165	202	285
현금 및 현금성자산	29	76	80	97	162
매출채권 및 기타채권	30	34	38	50	56
재고자산	47	32	45	52	64
기타유동자산	3	2	3	3	3
비유동자산	284	260	276	362	380
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	255	240	254	338	354
무형자산	6	12	13	15	17
자산총계	393	404	441	564	665
유동부채	94	81	93	97	97
매입채무 및 기타재무	28	29	31	41	47
단기금융부채	43	39	44	37	31
기타유동부채	23	14	17	18	19
비유동부채	48	40	28	104	141
장기금융부채	31	23	10	85	122
기타비유동부채	17	17	18	19	19
부채총계	142	121	121	200	238
지배주주지분	251	283	320	364	427
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	127	159	196	239	302
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	251	283	320	364	427

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	38	81	71	83	105
당기순이익(손실)	18	42	58	64	84
비현금수익비용가감	28	38	38	28	32
유형자산감가상각비	18	20	22	26	30
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타현금수익비용	0	0	15	1	1
영업활동 자산부채변동	-2	5	-13	-9	-11
매출채권 감소(증가)	-5	-5	-3	-12	-6
재고자산 감소(증가)	4	16	-13	-8	-12
매입채무 증가(감소)	-3	1	3	10	6
기타자산, 부채변동	1	-6	0	1	1
투자활동 현금	-14	-12	-34	-113	-50
유형자산처분(취득)	-24	-9	-31	-110	-46
무형자산 감소(증가)	0	-2	-4	-3	-3
투자자산 감소(증가)	10	0	1	0	0
기타투자활동	-1	-2	0	0	0
재무활동 현금	-7	-21	-33	48	9
차입금의 증가(감소)	18	-12	-12	68	30
자본의 증가(감소)	-24	-9	-21	-21	-21
배당금의 지급	24	9	21	21	21
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	17	47	4	17	65
기초현금	11	29	76	80	97
기말현금	29	76	80	97	162

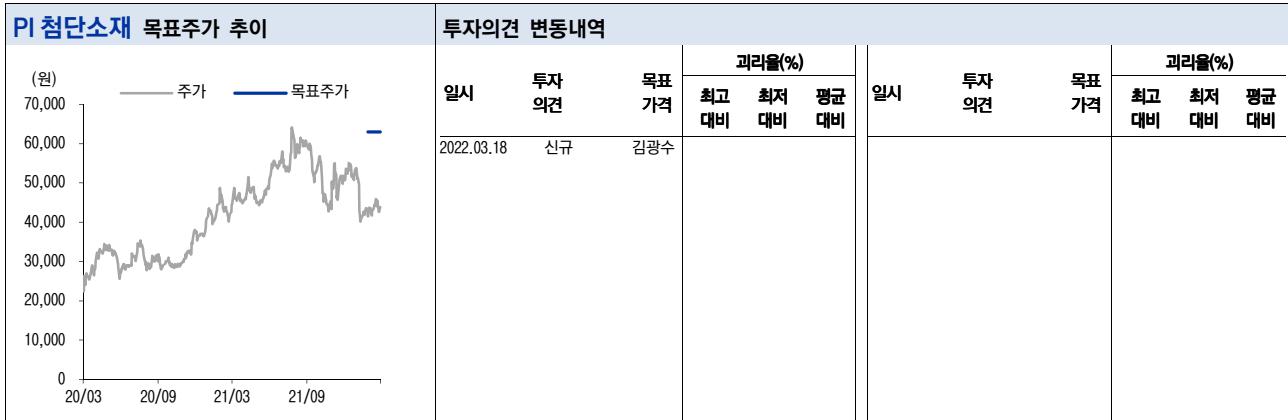
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	224	262	302	354	426
매출원가	166	177	198	238	284
매출총이익	57	85	104	116	141
판매비 및 관리비	24	25	28	28	28
영업이익	34	60	76	88	113
(EBITDA)	53	82	99	115	145
금융손익	-1	-3	2	-1	-2
이자비용	2	1	1	1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-11	-5	-3	-4	-3
세전계속사업이익	21	53	74	83	108
계속사업법인세비용	3	11	16	19	24
계속사업이익	18	42	58	64	84
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	42	58	64	84
지배주주	18	42	58	64	84
총포괄이익	18	42	58	64	84
매출총이익률 (%)	25.6	32.3	34.3	32.7	33.2
영업이익률 (%)	15.0	22.9	25.1	24.8	26.7
EBITDA 마진률 (%)	23.5	31.1	32.9	32.5	34.1
당기순이익률 (%)	7.9	15.9	19.3	18.2	19.7
ROA (%)	4.6	10.5	13.8	12.8	13.6
ROE (%)	6.9	15.6	19.3	18.8	21.2
ROIC (%)	9.6	16.8	21.1	19.9	21.8

주요 투자지표

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	58.0	26.0	22.1	20.0	15.4
P/B	4.1	3.8	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	20.4	13.1	12.7	11.4	8.8
P/CF	22.6	13.7	13.3	13.9	11.1
배당수익률 (%)	0.9	1.9	1.6	1.6	1.6
성장성 (%)					
매출액	0.0	17.0	15.3	17.2	20.3
영업이익	0.0	78.6	26.4	15.6	29.4
세전이익	0.0	149.2	41.1	11.5	30.3
당기순이익	0.0	135.5	39.3	10.6	30.3
EPS	0.0	135.5	39.3	10.6	30.3
안정성 (%)					
부채비율	56.4	42.8	37.8	55.1	55.9
유동비율	115.8	178.1	178.3	209.8	292.7
순차입금/자기자본(x)	17.8	-5.2	-8.2	6.9	-2.2
영업이익/금융비용(x)	17.1	44.7	79.6	60.8	47.3
총차입금 (십억원)	74	62	54	123	153
순차입금 (십억원)	45	-15	-26	25	-10
주당지표(원)					
EPS	603	1,421	1,980	2,189	2,854
BPS	8,557	9,633	10,902	12,380	14,524
CFPS	1,550	2,704	3,290	3,145	3,955
DPS	315	711	710	710	710



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김광수)

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 어떤 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 담사의 저작물로서 모든 저작권은 담사에게 있으며 어떤 경우에도 담사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제 공시집 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경