

2023. 02. 13



PI첨단소재 (178920)

2023 어려운 상황, 상저하고 흐름 전망

Company Analysis | 전기전자

Analyst 김광수 / 차용호

02 3779 8640 _ gskim@ebestsec.co.kr

02 3779 8446 _

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향) **42,000** 원

현재주가 **32,900** 원

상승여력 **27.7** %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (2/10)	2,469.73 pt
시가총액	9,662 억원
발행주식수	29,366 천주
52 주 최고가/최저가	51,500 / 27,850 원
90 일 일평균거래대금	36.62 억원
외국인 지분율	8.1%
배당수익률(22.12P)	3.3%
BPS(22.12P)	11,563 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -1.3%
	6개월 -14.1%
	12개월 -13.6%
주주구성	코퍼퍼아이홀딩스(외2인) 54.2%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%

Stock Price



4Q22 리뷰: 가동률 하락 영향으로 매출 부진

4Q22 실적은 매출액 529억원(-24.8%QoQ, -24.4%YoY), 영업이익 119억원(-15.8%QoQ, -17.7%YoY)로 시장 컨센서스 매출액을 -18% 하회했으나 영업이익은 기대치를 부합했다. 매출액이 부진했던 배경은 스마트폰 시장 수요 둔화 및 북미 고객의 정저우 공장 생산 차질 이슈로 인해 전자 가동률이 하락(3Q22 80.1%→4Q22 66.3%)했기 때문이다. 다만 첨단 사업부문의 경우 EV향 중대형 배터리용 절연 필름 수요 증가로 3Q22 대비 4.1% 증가했다. 매출액 부진에도 불구하고 영업이익은 원재료 가격인하 효과 및 일회성(상여충당금 환입) 요인으로 양호한 수익성(OPM 22.4%)를 기록했다.

1Q23 추가 감산으로 부진, 2023년 상저하고 흐름 전망

1Q23 실적은 매출액 433억원(-18.1%QoQ, -44.7%YoY), 영업이익 -41억원으로 추정한다. 스마트폰 고객들의 신규 주문이 부진한 가운데 동사의 2023년 초 재고는 900톤~1,000톤(3개월치)으로 적정재고 600~700톤(2개월치)를 넘어선 것으로 파악한다. 재고 정상화를 위해 추가적인 가동률 조정이 불가피한 상황으로 1Q23은 매출 감소와 부진한 수익성을 기록할 것이다. 다만 원재료 가격의 안정화와 함께 2Q23부터 주요 고객사의 재고 소진으로 인한 신규 주문 회복이 예상됨에 따라 수익성은 점진적으로 개선될 것이다. 2023년 실적은 매출액 2,820억원(+2.0%YoY), 영업이익 470억원(-9.8%YoY)으로 추정한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 42,000원 하향

목표주가를 42,000원으로 하향(기존 대비 -13%)한다. 조정의 배경은 1Q23 재고 정상화를 위한 가동률 조정으로 수익성이 악화되어 2023년 영업이익 전망치를 하향(-39%)했기 때문이다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 24.9x, P/B 2.8x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. EV, 디스플레이 등 성장 산업향 매출 확대와 공격적인 Capex 투자(제품별 전용 라인 확보)로 전방 수요 회복 시 영업 레버리지 효과가 클 것이다. 2Q23 이후 고경비 절감 및 제품 믹스에 의한 수익성 개선이 예상되는 만큼 투자의견은 Buy를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	262	302	276	282	333
영업이익	60	76	52	47	70
순이익	42	64	46	37	55
EPS (원)	1,421	2,179	1,556	1,252	1,866
증감률 (%)	135.5	53.4	-28.6	-19.6	49.1
PER (x)	26.0	25.3	21.1	26.3	17.6
PBR (x)	3.8	5.0	2.8	2.8	2.6
영업이익률 (%)	22.9	25.1	18.9	16.7	21.2
EBITDA 마진 (%)	31.1	33.0	28.6	28.8	31.1
ROE (%)	15.6	21.0	13.7	10.7	15.4

주: IFRS 연결 기준

자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

4Q22 리뷰: 가동률 하락 영향으로 매출 부진

4Q22 실적은 매출액 529억원(-24.8%QoQ, -24.4%YoY), 영업이익 119억원(-15.8% QoQ, -17.7%YoY)로 시장 컨센서스 매출액을 -18% 하회했으나 영업이익은 기대치를 부합했다. 매출액이 부진했던 배경은 스마트폰 시장 수요 둔화 및 북미 고객의 정저우 공장 생산 차질 이슈로 인해 전사 가동률이 하락(3Q22 80.1%→4Q22 66.3%)했기 때문이다. 다만 첨단 사업부문의 경우 EV향 중대형 배터리용 절연 필름 수요 증가로 3Q22 대비 4.1% 증가했다. 매출액 부진에도 불구하고 영업이익은 원재료 가격인하 효과 및 일회성(상여충당금 환입) 요인으로 양호한 수익성(OPM 22.4%)를 기록했다.

표1 실적 변경 내역

(단위: 십억원)		4Q22P			2022E			2023E		
		기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출액	FPCB	28	19	-31%	115	110	-4%	117	102	-13%
	방열시트	26	19	-28%	110	100	-10%	128	108	-16%
	첨단산업	17	15	-10%	68	66	-3%	97	72	-26%
	합계	69.9	52.9	-24%	293.5	276.5	-6%	341.6	282.0	-17%
매출비중	FPCB	39%	36%		39%	40%		34%	36%	
	방열시트	37%	35%		38%	36%		37%	38%	
	첨단산업	24%	29%		23%	24%		28%	26%	
영업이익		14.4	11.9	-18%	55.0	52.1	-5%	76.7	47.0	-39%
영업이익률		20.6%	22.4%		18.7%	18.8%		22.4%	16.7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

1Q23 추가 감소로 부진, 2023년 상저하고 흐름 전망

1Q23 실적은 매출액 433억원(-18.1%QoQ, -44.7%YoY), 영업이익 -41억원으로 추정한다. 스마트폰 고객들의 신규 주문이 부진한 가운데 동사의 2023년 초 재고는 900톤~1,000톤(3개월치)으로 적정재고 600~700톤(2개월치)를 넘어선 것으로 파악한다. 재고 정상화를 위해 추가적인 가동률 조정이 불가피한 상황으로 1Q23은 매출 감소와 부진한 수익성을 기록할 것이다. 다만 원재료 가격의 안정화와 함께 2Q23부터 주요 고객사의 재고 소진으로 인한 신규 주문 회복이 예상됨에 따라 수익성은 점진적으로 개선될 것이다. 2023년 실적은 매출액 2,820억원(+2.0%YoY), 영업이익 470억원(-9.8%YoY)으로 추정한다.

표2 분기별 실적 전망

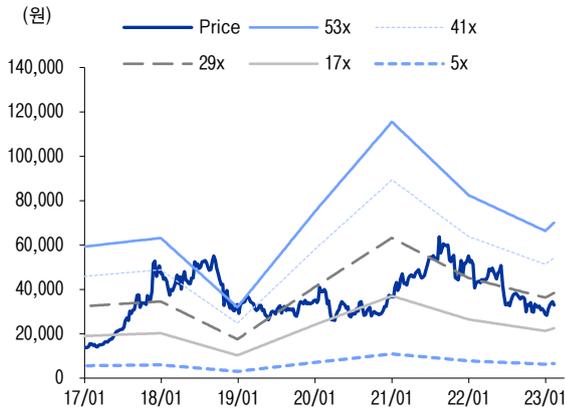
(단위: 십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	FPCB	35	31	24	19	17	28	30	28	121	110	102
	YoY	14%	6%	-26%	-31%	-53%	-12%	21%	45%	9%	-9%	-8%
	QoQ	29%	-12%	-22%	-22%	-13%	66%	7%	-6%			
	방열시트	25	26	31	19	14	24	36	34	106	100	108
	YoY	-6%	-2%	10%	-28%	-41%	-6%	14%	82%	13%	-6%	8%
	QoQ	-4%	4%	23%	-41%	-22%	66%	50%	-6%			
	첨단산업	18	18	15	15	12	17	22	21	75	66	72
	YoY	-10%	-2%	-23%	-10%	-33%	-7%	51%	40%	30%	-11%	9%
	QoQ	8%	0%	-20%	4%	-20%	40%	30%	-4%			
합계	78.3	75.1	70.3	52.9	43.3	68.6	87.4	82.8	301.9	276.5	282.0	
YoY	1%	1%	-12%	-24%	-45%	-9%	24%	57%	15%	-8%	2%	
QoQ	12%	-4%	-6%	-25%	-18%	59%	27%	-5%				
매출비중	FPCB	45%	42%	35%	36%	39%	40%	34%	34%	40%	40%	36%
	방열시트	31%	34%	45%	35%	33%	35%	41%	41%	35%	36%	38%
	첨단산업	23%	24%	21%	29%	28%	25%	25%	26%	25%	24%	26%
영업이익		13.2	12.9	14.1	11.9	-4.1	11.8	20.7	18.6	75.9	52.1	47.0
	YoY	-36%	-40%	-27%	-18%	적전	-9%	47%	57%	27%	-31%	-10%
	QoQ	-8%	-2%	9%	-16%	적전	흑전	75%	-10%			
영업이익률	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-9.5%	17.2%	23.7%	22.5%	25.1%	18.8%	16.7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 Buy 유지, 목표주가 42,000원 하향

목표주가를 42,000원으로 하향(기존 대비 -13%)한다. 조정의 배경은 1Q23 재고 정상화를 위한 가동률 조정으로 수익성이 악화되어 2023년 영업이익 전망치를 하향(-39%)했기 때문이다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 24.9x, P/B 2.8x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. EV, 디스플레이 등 성장 산업향 매출 확대와 공격적인 Capa 투자(제품별 전용 라인 확보)로 전방 수요 회복 시 영업 레버리지 효과가 클 것이다. 2Q23 이후 고정비 절감 및 제품 믹스에 의한 수익성 개선이 예상되는 만큼 투자의견은 Buy를 유지한다.

그림1 12 Fwd P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12 Fwd P/E 표준편차



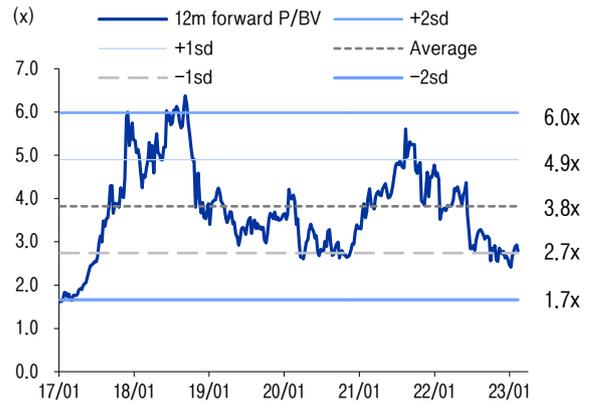
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12 Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12 Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	144	196	133	163	213
현금 및 현금성자산	76	90	69	60	95
매출채권 및 기타채권	34	45	30	50	57
재고자산	32	42	28	47	53
기타유동자산	2	19	6	7	7
비유동자산	260	277	378	374	359
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	240	255	356	350	332
무형자산	12	13	14	16	18
자산총계	404	473	511	538	571
유동부채	81	109	78	99	110
매입채무 및 기타채무	34	50	38	59	70
단기금융부채	39	43	34	34	34
기타유동부채	9	16	6	7	7
비유동부채	40	38	94	94	94
장기금융부채	23	21	76	76	76
기타비유동부채	17	18	18	18	18
부채총계	121	147	171	193	204
지배주주지분	283	326	340	344	367
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	159	202	215	220	243
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	283	326	340	344	367

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	81	89	74	54	85
당기순이익(손실)	42	64	46	37	55
비현금수익비용가감	37	46	34	34	33
유형자산감가상각비	20	22	25	32	30
무형자산상각비	1	2	2	2	3
기타현금수익비용	16	21	0	0	0
영업활동 자산부채변동	5	-9	14	-17	-3
매출채권 감소(증가)	-5	-10	17	-20	-7
재고자산 감소(증가)	16	-10	14	-19	-7
매입채무 증가(감소)	1	17	-14	21	11
기타자산, 부채변동	-6	-7	-2	0	0
투자활동 현금	-12	-51	-111	-31	-17
유형자산처분(취득)	-9	-33	-120	-26	-12
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-5	-5	-5
투자자산 감소(증가)	0	-15	15	0	0
기타투자활동	-2	0	-1	0	0
재무활동 현금	-21	-24	13	-32	-32
차입금의 증가(감소)	-12	-3	45	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-21	-32	-32	-32
배당금의 지급	9	21	32	32	32
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	47	15	-21	-9	35
기초현금	29	76	90	69	60
기말현금	76	90	69	60	95

자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	262	302	276	282	333
매출원가	177	198	193	204	231
매출총이익	85	104	83	78	101
판매비 및 관리비	25	28	31	31	31
영업이익	60	76	52	47	70
(EBITDA)	82	100	79	81	103
금융손익	3	4	11	0	0
이자비용	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	3	-6	0	0
세전계속사업이익	53	83	57	48	71
계속사업법인세비용	11	19	11	11	17
계속사업이익	42	64	46	37	55
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	64	46	37	55
지배주주	42	64	46	37	55
총포괄이익	42	64	46	37	55
매출총이익률 (%)	32.3	34.5	30.1	27.6	30.4
영업이익률 (%)	22.9	25.1	18.9	16.7	21.2
EBITDA 마진률 (%)	31.1	33.0	28.6	28.8	31.1
당기순이익률 (%)	15.9	21.2	16.5	13.0	16.5
ROA (%)	10.5	14.6	9.3	7.0	9.9
ROE (%)	15.6	21.0	13.7	10.7	15.4
ROIC (%)	16.8	21.1	12.7	9.3	14.0

주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	26.0	25.3	21.1	26.3	17.6
P/B	3.8	5.0	2.8	2.8	2.6
EV/EBITDA	13.1	15.8	12.7	12.5	9.5
P/CF	13.7	14.7	12.1	13.6	11.0
배당수익률 (%)	1.9	2.0	3.3	3.3	3.3
성장성 (%)					
매출액	17.0	15.3	-8.4	2.0	18.0
영업이익	78.6	26.4	-31.3	-9.8	49.9
세전이익	149.2	58.0	-32.1	-15.4	49.1
당기순이익	135.5	53.4	-28.6	-19.6	49.1
EPS	135.5	53.4	-28.6	-19.6	49.1
안정성 (%)					
부채비율	42.8	45.1	50.5	56.2	55.6
유동비율	178.1	180.7	172.0	164.5	192.9
순차입금/자기자본(x)	-5.2	-13.0	11.8	14.3	3.8
영업이익/금융비용(x)	44.7	81.4	-8,408.6	-230.0	-344.8
총차입금 (십억원)	62	63	110	110	110
순차입금 (십억원)	-15	-42	40	49	14
주당지표 (원)					
EPS	1,421	2,179	1,556	1,252	1,866
BPS	9,633	11,097	11,563	11,725	12,501
CFPS	2,692	3,749	2,713	2,425	2,987
DPS	711	1,090	1,090	1,090	1,090

PI첨단소재 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
(원)	주가	목표주가	과리율(%)			일시	투자이견	목표가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
70,000											
60,000											
50,000											
40,000											
30,000											
20,000											
10,000											
0											
	21/02	21/08	22/02	22/08	23/02						
	20220318	변경	김광수								
	20220318	Buy	63,000	-18.3	-32.4						
	20220726	Buy	56,000	-29.2	-36.5						
	20221025	Buy	48,000	-27.8	-34.2						
	20230213	Buy	42,000								

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 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 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 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자이견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)