

PI 첨단소재 178920

단기 실적 전망치 하향 조정 불가피

● 전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

2Q23 Review: 흑자전환에는 성공했으나 업황 부진은 지속

2Q23 실적은 매출액 602억원(+41.3% QoQ, -19.8% YoY)과 영업이익 25억원(흑전 QoQ, -80.7% YoY)을 기록하며 1개 분기만에 흑자전환에 성공. 매출액과 영업이익 모두 고객사 신제품 출시에 따른 가동률 상승으로 QoQ 기준 반등 성공. 다만 전체적인 수요 부진 환경 속에서 전년 대비 부진한 실적 지속. PI 필름 제품군중 FPCB용 필름(303억원)만이 고객 재고 정상화에 따른 Restocking 수요가 발생하며 전년 동기 수준(2022년 313억원)으로의 실적 회복 기록. 또한 상대적으로 견고한 수요가 유지중인 EV용으로 사용되는 PI Varnish는 19억원(+20.2% QoQ, 36.3% YoY) 기록하며 성장 지속

더딘 가동률 회복으로 인한 조업도 손실 반영 → 하반기 전망치 하향 조정

2023년 동사의 영업이익 추정치를 기존 추정치에서 50.3% 하향 조정. 이는 예상보다 더딘 가동률 회복으로 인해 조업도 손실이 3~4분기에도 반영되기 때문. 동사의 정상조업도 기준인 3개년 평균 가동률은 80%를 초과. 반면 3분기 북미 고객사 신제품 출시에도 불구하고 중화권 및 국내 고객사의 부진한 출하량이 반영되며 동사의 가동률은 70% 초반을 기록할 전망. 4분기가 전통적인 비수기임을 감안했을 때 80% 수준의 가동률 회복은 2024년에 가능할 전망. 결론적으로 하반기는 낮은 원재료 가격과 상반기 대비 높은 가동률로 QoQ 회복은 가능한 환경이나, 당초 미반영했던 조업도 손실 반영으로 예상보다 더딘 수익률 회복을 전망.

동사의 인수주체인 아케마와의 장기적인 시너지는 긍정적. 이는 동사와 아케마가 스마트폰과 전기차라는 공통된 전방산업에 노출되어 있기 때문에 포트폴리오 다각화가 이뤄질 전망. 아케마의 글로벌 네트워크를 통해 동사의 스마트폰 및 전기차향 제품의 북미, 유럽으로의 판매 지역 확대도 가능. 또한 향후 동사의 미국 진출 시, 아케마의 미국 사업장을 통해 단독 진출 대비 상대적으로 빠른 증설 진행이 이뤄질 전망. 다만 이는 모두 중장기적인 시너지로 아케마와의 인수 합병이 단기적으로 실적에 기여하는 바는 없음. 연내 인수 합병이 마무리된다면, 2024년 이후에 아케마와의 종합적인 시너지가 창출될 전망.

단기 모멘텀 부재, 인수 합병 시너지 고려 중장기 매수 관점 유지

1) 하반기 실적 전망치 하향 국면에 진입했고 2) 현 주가가 12개월 선행 P/E 33.4배로 3년 고점 평균(31.6배) 대비 할증돼서 거래되고 있기 때문에 단기 구간 내 추가 상승여력은 제한적일 것으로 판단. 다만 EV용 배터리 필름, EV용 PI Varnish 등 스마트폰용 매출과 아케마와의 인수 합병 시너지의 점진적인 실적 기여를 고려, 중장기적 매수 관점은 유지.

표1 PI첨단소재 2Q23P 실적 Review

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	60.2	75.1	-19.8%	42.6	41.3%	59.6	0.9%	60.1	0.2%
영업이익	2.5	12.9	적전	-11.7	흑전	2.8	-9.1%	5.1	-51.0%
세전이익	1.6	15.6	적전	-12.2	흑전	4.5	-63.8%	5.8	-72.2%
지배주주 순이익	2.2	12.8	적전	-8.0	흑전	2.4	-8.9%	2.3	-6.5%
영업이익률(%)	4.2%	17.2%		-27.5%		4.6%		8.5%	
지배주주 순이익률(%)	3.6%	15.7%		-18.9%		4.0%		3.8%	

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,283	1,260	1,290	1,283	1,235
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	60.2	68.7	65.2	276.5	236.7	292.1
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-24.8%	-19.4%	41.3%	14.1%	-5.2%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-24.4%	-45.6%	-19.8%	-2.3%	23.3%	-8.4%	-14.4%	23.4%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	30.3	30.6	27.6	110.3	110.3	113.5
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	15.0	18.8	16.5	99.9	57.7	73.1
첨단산업용 PI	17.0	16.6	13.6	14.2	12.0	13.0	16.0	17.1	61.4	58.1	75.3
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.0	1.4	1.9	1.9	2.3	4.8	7.5	21.2
PI 파우더					0.0	0.0	0.5	0.6		1.0	3.0
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	2.5	13.3	12.1	52.1	16.2	64.5
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-15.8%	적전	흑전	432.1%	-8.7%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-17.8%	적전	-80.7%	-5.6%	2.4%	-31.3%	-68.8%	297.1%
영업이익률 (%)	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.5%	4.2%	19.4%	18.6%	18.9%	6.9%	22.1%
세전이익	14.0	15.6	17.2	7.2	-12.2	1.6	14.0	12.8	54.0	19.3	65.5
지배주주순이익	11.9	12.8	13.6	7.5	-8.0	2.2	11.4	10.2	45.7	15.8	53.8
지배주주순이익률(%)	15.2%	17.0%	19.3%	14.2%	-18.9%	3.6%	16.6%	15.7%	16.5%	6.7%	18.4%

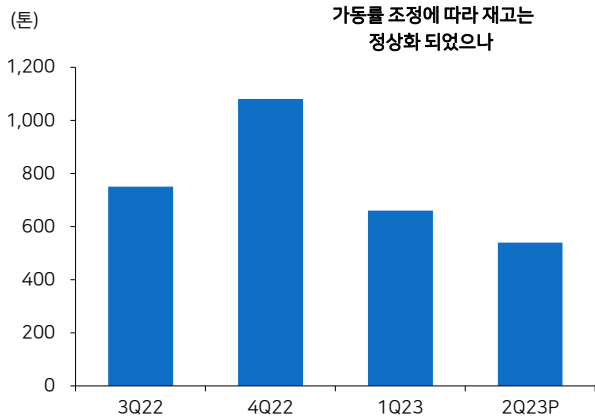
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 추정치 변경 내역

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q23E	2023E	2024E	3Q23E	2023E	2024E	1Q23E	2023E	2024E
매출액	68.7	236.7	292.1	79.2	256.6	335.6	-13.2%	-7.8%	-13.0%
영업이익	13.3	16.2	64.5	19.9	32.7	81.9	-33.1%	-50.3%	-21.2%
영업이익률 (%)	19.4%	6.9%	22.1%	25.1%	12.7%	24.4%			
세전이익	14.0	19.3	65.5	20.6	34.2	83.1	-32.2%	-43.7%	-21.2%
순이익	11.4	15.8	53.8	17.2	28.1	67.9	-33.5%	-43.8%	-20.8%

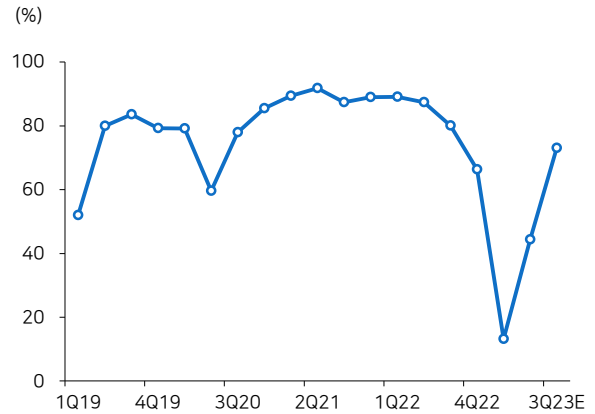
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 재고 (가동률 조정에 따라 정상화 완료)



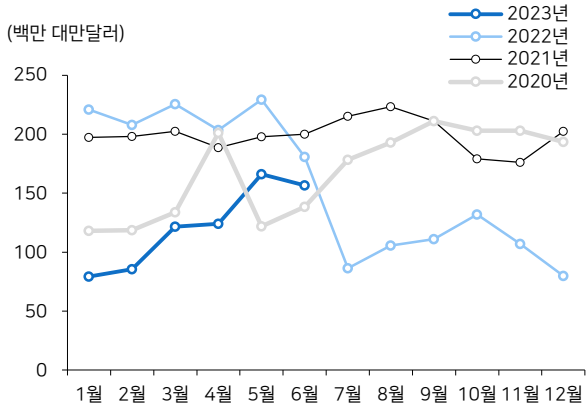
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 다만 낮은 수요로 가동률 회복은 더딘 상황



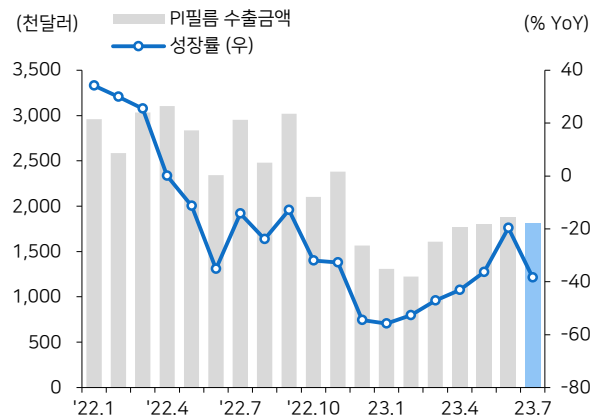
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 PI필름 업체 Taimide 월별 매출액



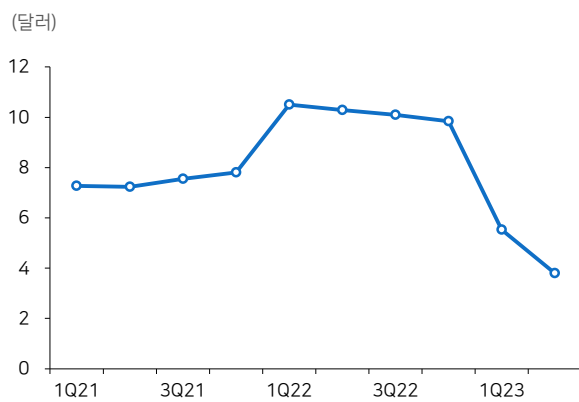
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 PI필름 수출데이터 추이



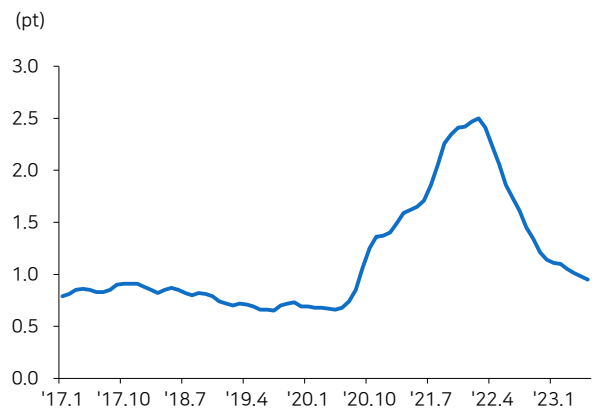
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 PMDA 구매단가 추이 (역대 최저 수준)



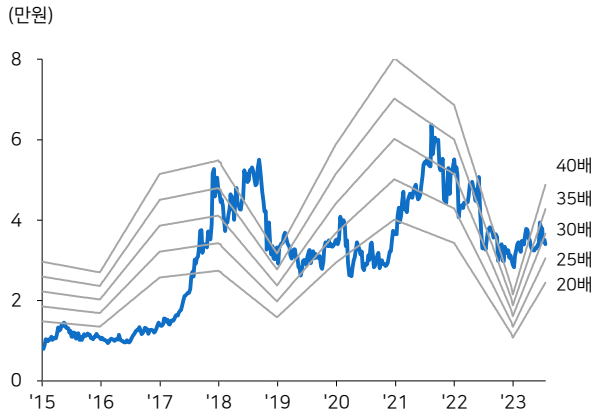
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림6 DMF 가격 지수 (2020년으로 복귀)



자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 PER 밴드



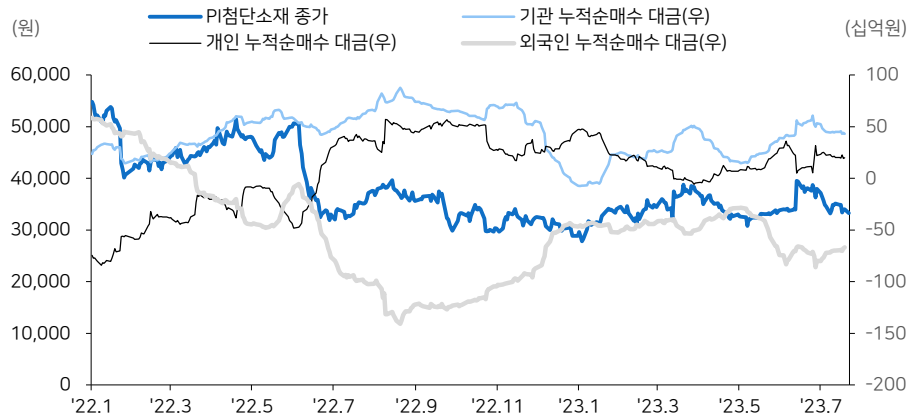
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 수급추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

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 추천 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.