

2024. 2. 7



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 24,000 원

현재주가 (2.6) 23,800 원

상승여력 0.8%

KOSPI	2,576.20pt
시가총액	6,989억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.64%
외국인비중	6.81%
52주 최고/최저가	39,500원/22,950원
평균거래대금	19.0억원

주요주주(%)

아케마코리아홀딩 외 1 인	54.14
국민연금공단	8.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.9	-20.5	-28.8
상대주가	-22.8	-19.7	-32.7

주가그래프



PI첨단소재 178920

고멀티플이 정당화되기 어려운 구간

- ✓ 4Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 9.9%, 73.8% 하회
- ✓ 수요 회복 지연으로 인한 가동률이 부진과 함께 일회성 비용이 반영
- ✓ 2024년 매출액 2,465억원(+13.3% YoY), 영업이익 285억원(흑전 YoY) 전망
- ✓ 중화권 내 재고 부담 재증가, 북미 스마트폰 고객사향 물동량 부진으로 올해 본격적인 수요 회복 시점은 2분기 이후를 예상
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 추정치 하향을 반영 24,000원으로 하향제시

4Q23 Review: 가동률 재차 부진

4Q23 매출액(534억원)과 영업이익(11억원)은 컨센서스를 각각 9.9%, 73.8% 하회했다. 4Q23 가동률이 46.7%를 기록하며 재차 부진했다. 중국 스마트폰 출하량 증가에 따른 Re-Stocking을 기대했지만 높았던 재고로 주문량 증가로는 이어지지 않은 것으로 파악된다. 첨단산업용도 기대했던 EV용 절연용 필름의 고객사 승인이 지연되었다. 영업이익은 46.7%의 부진한 가동률로 인한 조업도 손실이 재차 발생했고, M&A 위로금 등 일회성 비용이 반영되며 매출액 대비 크게 부진했다.

수요 회복은 2분기 이후

2024년 매출액과 영업이익은 각각 2,465억원(+13.3% YoY), 285억원(흑전YoY)을 예상한다. 작년 연말 중국 스마트폰 출하량 증가로, 올해 상반기 중화권 유통채널 내 재고부담이 오히려 커진 상황이다. 계절적으로 북미 스마트폰향 물동량도 부진하기 때문에, 본격적인 수요 회복은 2분기 이후를 예상한다. 공격적인 증설을 진행해 온 만큼, 고정비 부담도 심화될 전망이다. 긍정적인 부분은 작년에 설계 변경으로 방열시트의 대당 탑재량이 감소했는데, 방열 문제가 불거지면서 올해 신모델에서는 다시 탑재량을 늘리는 방안을 검토 중이다. 현실화될 경우 추정치 상향 요인으로 작용할 전망이다.

투자의견 Hold, 적정주가 24,000원 제시

과거 동사는 높은 수익성과 성장률, 안정적인 배당으로 고멀티플을 받아왔다. 현재는 세가지가 모두 부재한 상황으로, 동사의 고멀티플이 정당화되기 어려운 구간이라고 판단한다. 2024년 EPS 하향 조정(941원 → 823원)을 반영, 적정주가를 24,000원으로 하향하고 투자의견 Hold를 유지한다.

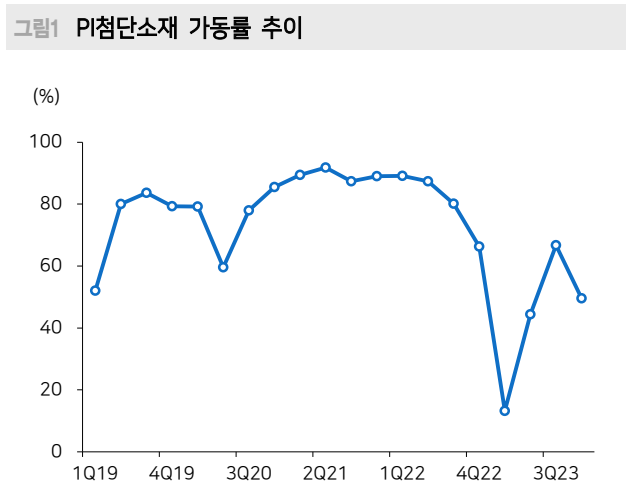
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	301.9	75.9	64.0	2,179	53.4	11,097	25.3	5.0	15.8	21.0	45.1
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023E	217.6	-4.0	-1.8	-62	적전	10,786	nm	2.8	39.3	-0.6	52.8
2024E	246.5	28.5	24.2	823	흑전	10,830	28.9	2.2	14.0	7.6	59.1
2025E	281.7	41.5	34.6	1,177	43.1	11,228	20.2	2.1	11.4	10.7	57.6

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	53.4	52.9	1.1%	61.4	-13.0%	59.3	-9.9%	61.5	-13.1%
영업이익	1.1	11.9	-90.7%	4.2	-74.1%	4.2	-73.8%	4.3	-74.4%
세전이익	4.2	7.2	-42.4%	4.2	-0.5%	4.7	-12.4%	14.0	-70.3%
지배주주 순이익	-0.2	7.5	nm	4.2	nm	4.2	nm	11.4	nm
영업이익률(%)	2.1%	22.4%		6.9%		7.1%		7.0%	
지배주주 순이익률(%)	-0.3%	14.2%		6.9%		7.0%		18.5%	

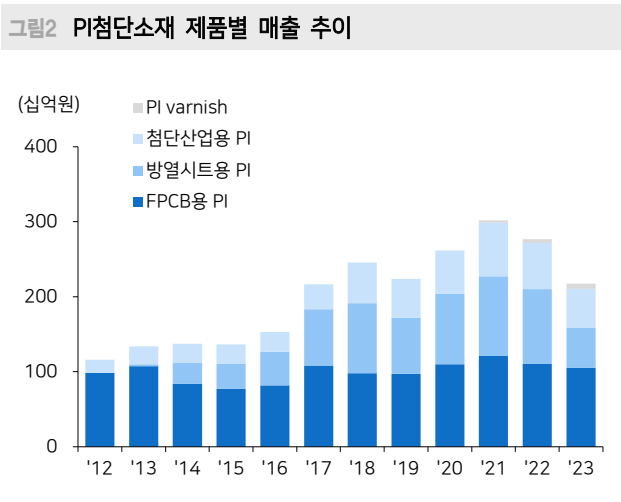
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
환율 (원)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,325	1,300	1,310	1,315	1,290	1,306	1,313
매출액	42.6	60.2	61.4	53.4	54.8	59.2	67.9	64.6	276.5	217.6	246.5
(% QoQ)	-19.4%	41.3%	2.0%	-13.0%	2.5%	8.1%	14.6%	-4.9%			
(% YoY)	-45.6%	-19.8%	-12.7%	1.1%	28.6%	-1.6%	10.6%	20.9%	-8.4%	-21.3%	13.3%
FPCB용 PI	21.8	30.3	28.8	24.4	26.8	27.6	28.9	27.3	110.3	105.3	110.6
방열시트용 PI	7.4	15.0	16.9	14.2	12.1	13.9	18.2	17.1	99.9	53.5	61.3
첨단산업용 PI	12.0	13.0	13.6	13.6	13.9	13.9	15.6	13.8	61.4	52.2	56.8
PI Varnish	1.4	1.9	2.1	1.2	1.1	2.4	3.7	4.5	4.8	6.6	11.8
PI 파우더					0.4	0.5	0.5	0.6			2.0
영업이익	-11.7	2.5	4.2	1.1	3.2	6.3	10.5	8.5	52.1	-3.9	28.5
(% QoQ)	적진	흑진	71.7%	-74.1%	189.2%	97.0%	67.7%	-18.8%			
(% YoY)	적진	-80.9%	-69.9%	-90.7%	흑진	153.7%	147.8%	675.7%	-31.3%	-107.5%	흑진
영업이익률 (%)	-27.6%	4.1%	6.9%	2.1%	5.8%	10.6%	15.5%	13.2%	18.9%	-1.8%	11.6%

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

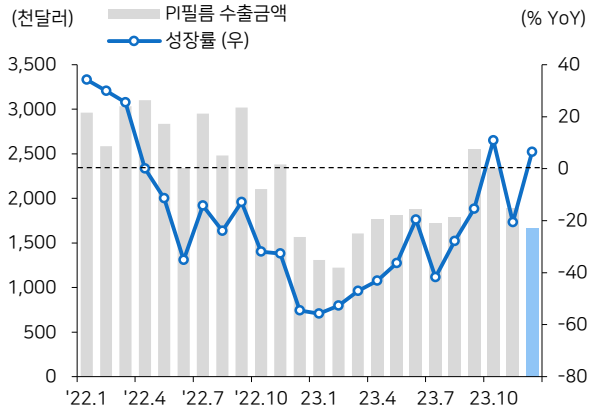


자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터



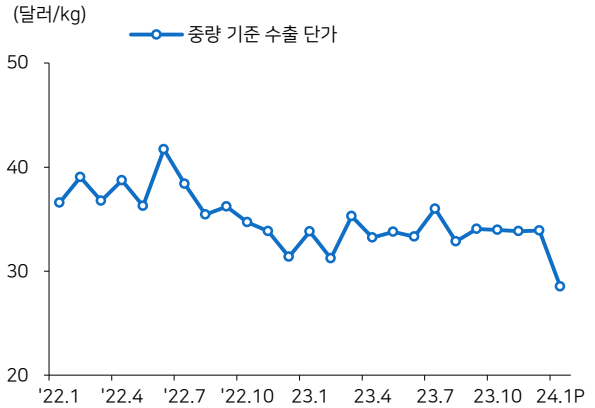
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI필름 수출금액 추이



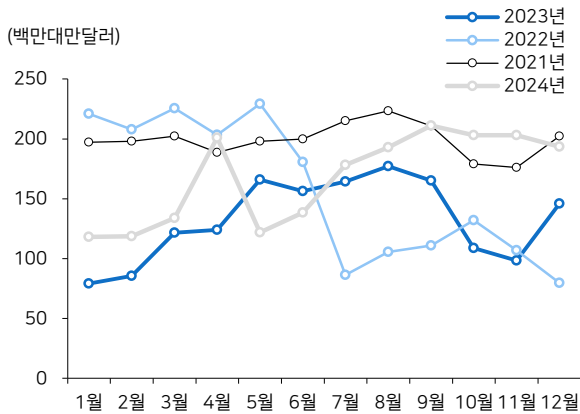
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI필름 중량 기준 ASP 추이



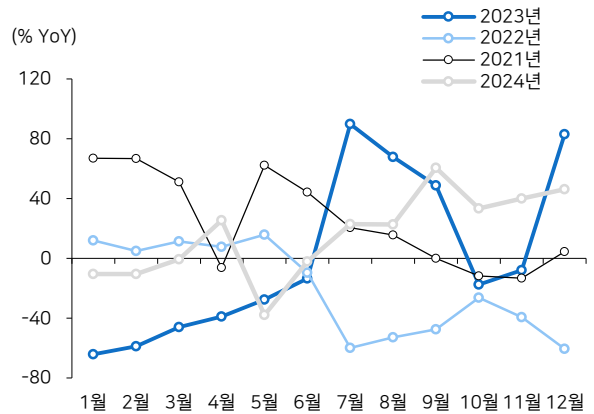
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만 경쟁사 Taimide 월별 매출액



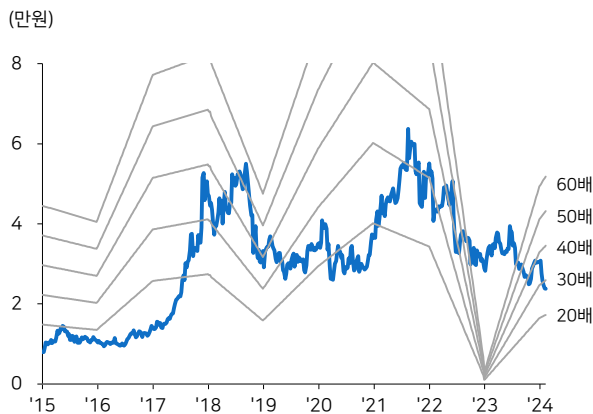
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Taimide YoY 성장률



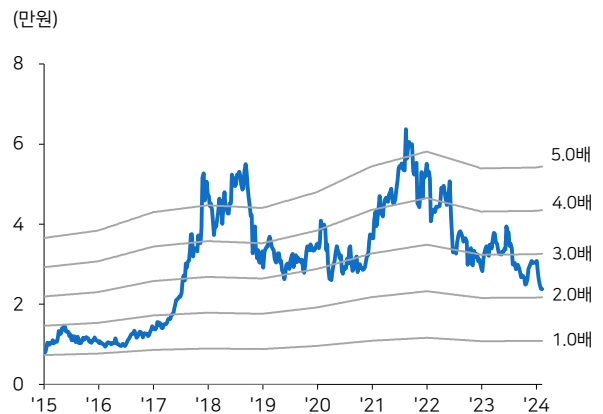
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 12개월 선행 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI첨단소재 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS (원)	864	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	28.3	2018~2022년 평균 멀티플
적정가치 (원)	24,427	
적정주가 (원)	24,000	
현재주가 (원)	23,800	
상승여력 (%)	0.8%	

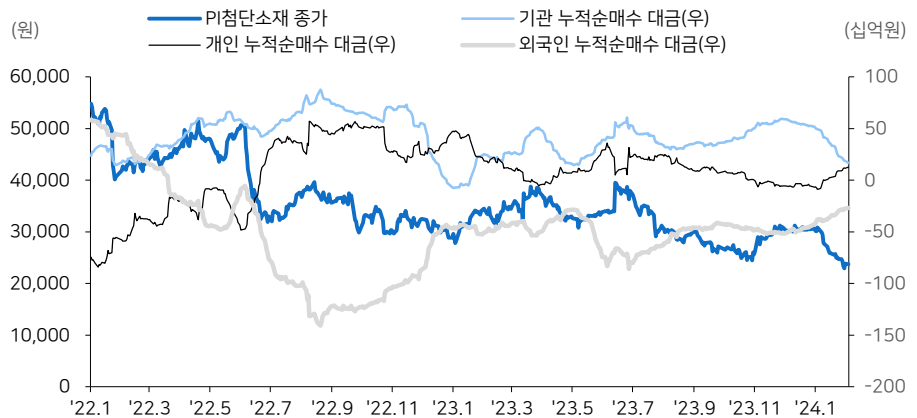
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)									
High	14,700	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000	39,500	
Low	8,970	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200	24,500	
Average	11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377	31,882	
확정치 기준 PER									
High	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0	nm	
Low	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1	nm	
Average	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3	nm	
EPS (원)	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	-62	823
EPS Growth (%)	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-104.0	흑전
컨센서스 기준 PER									
High	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6	745.3	
Low	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4	462.3	
Average	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9	601.5	
EPS (원)	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	53	1,084
EPS growth (%)	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-14.5	-96.6	1,945.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 수급 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	301.9	276.4	217.6	246.5	281.7
매출액증가율(%)	15.3	-8.4	-21.3	13.3	14.3
매출원가	197.8	196.9	192.1	193.0	210.6
매출총이익	104.1	79.6	25.6	53.5	71.0
판매관리비	28.2	27.4	29.6	25.0	29.6
영업이익	75.9	52.1	-4.0	28.5	41.5
영업이익률(%)	25.1	18.9	-1.8	11.6	14.7
금융손익	-0.4	-0.0	-1.3	-2.1	-2.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	1.9	3.0	3.0	2.7
세전계속사업이익	83.3	54.0	-2.2	29.4	41.9
법인세비용	19.3	8.3	-0.4	5.2	7.4
당기순이익	64.0	45.7	-1.8	24.2	34.6
지배주주지분 순이익	64.0	45.7	-1.8	24.2	34.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	196.4	131.7	106.3	113.4	127.1
현금및현금성자산	90.5	16.4	17.3	12.9	12.3
매출채권	44.4	30.0	21.8	24.5	28.0
재고자산	42.1	83.7	65.9	74.6	85.3
비유동자산	276.6	367.3	377.8	392.5	392.3
유형자산	255.1	342.9	355.9	372.6	374.0
무형자산	13.5	14.0	11.5	9.5	7.9
투자자산	0.9	0.6	0.5	0.6	0.6
자산총계	473.0	499.0	484.0	506.0	519.5
유동부채	108.7	64.5	51.7	63.3	70.7
매입채무	23.2	13.3	11.1	12.8	14.6
단기차입금	27.5	20.2	15.0	18.0	20.0
유동성장기부채	13.3	3.3	3.8	7.7	7.7
비유동부채	38.4	93.0	115.6	124.6	119.1
사채	0.0	0.0	10.0	15.0	15.0
장기차입금	17.3	73.0	89.3	91.5	83.8
부채총계	147.1	157.5	167.3	187.9	189.8
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	201.8	217.4	192.7	193.9	205.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	325.9	341.5	316.7	318.0	329.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	88.6	17.4	39.5	46.1	55.2
당기순이익(손실)	64.0	45.7	-1.8	24.2	34.6
유형자산상각비	21.8	23.5	27.0	28.3	28.6
무형자산상각비	2.0	2.4	2.4	2.0	1.7
운전자본의 증감	-8.8	-46.1	14.9	-5.4	-7.0
투자활동 현금흐름	-50.6	-97.8	-36.8	-42.1	-27.4
유형자산의증가(CAPEX)	-32.7	-107.8	-40.0	-45.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-24.0	5.1	-1.8	-8.4	-28.4
차입금의 증감	1.7	37.9	21.1	14.5	-5.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.6	-74.1	0.9	-4.4	-0.6
기초현금	75.8	90.5	16.4	17.3	12.9
기말현금	90.5	16.4	17.3	12.9	12.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	10,279	9,414	7,411	8,394	9,592
EPS(지배주주)	2,179	1,557	-62	823	1,177
CFPS	3,749	2,848	866	2,003	2,443
EBITDAPS	3,390	2,654	866	2,003	2,443
BPS	11,097	11,627	10,786	10,830	11,228
DPS	1,090	779	779	779	779
배당수익률(%)	2.0	2.7	2.6	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	18.6	-488.8	28.9	20.2
PCR	14.7	10.1	35.2	11.9	9.7
PSR	5.4	3.1	4.1	2.8	2.5
PBR	5.0	2.5	2.8	2.2	2.1
EBITDA(십억원)	99.6	78.0	25.4	58.8	71.7
EV/EBITDA	15.8	12.0	39.3	14.0	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.0	13.7	-0.6	7.6	10.7
EBITDA 이익률	33.0	28.2	11.7	23.9	25.5
부채비율	45.1	46.1	52.8	59.1	57.6
금융비용부담률	0.3	0.3	0.7	1.0	0.9
이자보상배율(x)	81.4	74.0	-2.6	11.9	16.7
매출채권회전율(x)	7.7	7.4	8.4	10.6	10.7
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	2.9	3.5	3.5

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 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

