

2023. 07. 25



Company Analysis | 전기전자

Analyst 김광수 / 차용호

02 3779 8640 _ gskim@ebestsec.co.kr

02 3779 8446 _

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지) 48,000 원

현재주가 33,300 원

상승여력 44.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (7/24)	2,628.53 pt
시가총액	9,779 억원
발행주식수	29,366 천주
52 주 최고가/최저가	39,650 / 27,850 원
90 일 일평균거래대금	124.58 억원
외국인 지분율	4.2%
배당수익률(23.12E)	3.3%
BPS(23.12E)	11,353 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -14.9%
	6개월 -7.9%
	12개월 -15.6%
주주구성	코리아피아이홀딩스 (외2인) 54.1%
	국민연금공단 (외 1인) 10.0%

Stock Price



PIchem Dan So Jai (178920)

성장산업 향 매출 다각화로 승부수

2Q23 1분기 만에 흑자전환

2Q23 실적은 매출액 602억원(-19.8%YoY, +41.3%QoQ), 영업이익 25억원(-80.9%YoY, 흑전QoQ)으로 1분기 만에 흑자전환을 했다. 흑자전환 배경은 1Q23 강도 높은 가동률(13.2%) 조정 이후 2Q23 가동률 44.4%를 기록하며 고정비 부담 감소로 수익성(OPM 1Q23 -27.6%→2Q23 4.1%)이 개선되었기 때문이다.

(재고 추이: 1Q23초 900톤~1,000톤 3개월치→2Q23말 600톤 이하 1.5~2개월치)

2H23 가동률 상승+원재료 가격 인하 효과로 수익성 개선 전망

2023년 실적은 매출액 2,483억원(-10.2%YoY), 영업이익 190억원(-63.5%YoY)으로 추정한다. 1H23 적자(-93억원)에도 불구하고 2023년 흑자전환 전망의 배경은 1) 북미 고객의 신제품 출시 효과로 3Q23 가동률이 70%를 넘어서고, 2) 2Q23부터 진행된 원재료(6월 말 기준 DMF: 1,000원 미만, PMDA: \$4 미만) 가격 인하 효과가 3Q23부터 본격화됨에 따라 수익성이 개선(3Q23 OPM 18.6%)될 것이다.

IT 업황 불확실성, 성장산업 향 매출 다각화로 승부

투자의견 Buy, 목표주가 48,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 2.9x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. 2H23 이후 주요 고객의 신제품 출시 효과와 성장 산업(EV/배터리, 디스플레이, 반도체) 향 매출 다각화로 사업 안정화를 전망한다. 업계 내 유일하게 공격적인 Capa 투자(제품별 전용 라인 확보)를 단행한 동사의 수혜가 클 것이다. 1) 최근 EV용 바니쉬 Capa 투자 계획(기존 600톤: 디스플레이 전용으로 전환, 신규 3,000톤: EV용)을 발표했다. 2) EV/배터리용 PI필름 시장의 경우 매년 30%의 성장세가 전망되는데 동사는 2024년 IRA 시행 효과 및 Capa 우위를 앞세워 시장 대비 고성장(40%↑)할 것으로 추정한다.

실적이 반등 구간에 진입하고 있는 가운데 글로벌 화학 소재 업체 아케마의 동사 인수로 인한 미국, 유럽 지역 고객 다변화 효과를 예상한다. 특히 아케마의 경우 PVDF(EV/배터리용 바인더, 분리막) 사업에 경쟁력을 보유하고 있어 동사와의 시너지를 기대할 수 있다. 매수 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	276	248	311	388
영업이익	76	52	19	62	73
순이익	64	46	15	47	56
EPS (원)	2,179	1,557	504	1,616	1,905
증감률 (%)	53.4	-28.6	-67.6	220.5	17.9
PER (x)	25.3	18.6	66.0	20.6	17.5
PBR (x)	5.0	2.5	2.9	2.8	2.6
영업이익률 (%)	25.1	18.9	7.7	20.0	18.9
EBITDA 마진 (%)	33.0	28.2	20.7	31.4	27.8
ROE (%)	21.0	13.7	4.4	13.9	15.5

주: IFRS 연결 기준

자료: PIchem Dan So Jai, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q23 1분기 만에 흑자전환

2Q23 실적은 매출액 602억원(-19.8%YoY, +41.3%QoQ), 영업이익 25억원 (-80.9%YoY, 흑전QoQ)으로 1분기 만에 흑자전환을 했다. 흑자전환 배경은 1Q23 강도 높은 가동률(13.2%) 조정 이후 2Q23 가동률 44.4%를 기록하며 고정비 부담 감소로 수익성(OPM 1Q23 -27.6%→2Q23 4.1%)이 개선되었기 때문이다.

(재고 추이: 1Q23초 900톤~1,000톤 3개월치→2Q23말 600톤 이하 1.5~2개월치)

표1 실적 추정치 변경 내역

(단위 : 십억원)		2Q23P			3Q23E			2023E		
		기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출액	FPCB	29	30	5%	27	24	-10%	101	100	0%
	방열시트	19	15	-21%	33	28	-13%	87	79	-9%
	첨단산업	16	15	-9%	21	20	-2%	68	69	1%
	합계	64.4	60.2	-6%	80.1	72.9	-9%	256.4	248.3	-3%
매출비중	FPCB	45%	50%		34%	33%		39%	40%	
	방열시트	30%	25%		41%	39%		34%	32%	
	첨단산업	25%	25%		26%	28%		27%	28%	
영업이익		5.0	2.5	-50%	17.1	13.6	-21%	24.3	19.0	-22%
영업이익률		7.7%	4.1%		21.3%	18.6%		9.5%	7.7%	

주: IFRS 연결 기준

자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

2H23 가동률 상승+원재료 가격 인하 효과로 수익성 개선 전망

2023년 실적은 매출액 2,483억원(-10.2%YoY), 영업이익 190억원(-63.5%YoY)으로 추정한다. 1H23 적자(-93억원)에도 불구하고 2023년 흑자전환 전망의 배경은 1) 북미 고객의 신제품 출시 효과로 3Q23 가동률이 70%를 넘어서고, 2) 2Q23부터 진행된 원재료(6월 말 기준 DMF: 1,000원 미만, PMDA: \$4 미만) 가격 인하 효과가 3Q23부터 본격화됨에 따라 수익성이 개선(3Q23 OPM 18.6%)될 것이다.

표2 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	
매출액	FPCB	35	31	24	19	22	30	24	24	121	110	100	
		YoY	14%	6%	-26%	-31%	-39%	-3%	-1%	26%	9%	-9%	-9%
		QoQ	29%	-12%	-22%	-22%	14%	39%	-20%	0%			
	방열시트	25	26	31	19	7	15	28	28	106	100	79	
		YoY	-6%	-2%	10%	-28%	-70%	-41%	-9%	53%	13%	-6%	-21%
		QoQ	-4%	4%	23%	-41%	-60%	103%	90%	0%			
	첨단산업	18	18	15	15	13	15	20	20	75	66	69	
		YoY	-10%	-2%	-23%	-10%	-26%	-18%	38%	33%	30%	-11%	4%
		QoQ	8%	0%	-20%	4%	-12%	11%	35%	0%			
	합계	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	60.2	72.9	72.7	301.9	276.5	248.3	
		YoY	1%	1%	-12%	-24%	-46%	-20%	4%	37%	15%	-8%	-10%
		QoQ	12%	-4%	-6%	-25%	-19%	41%	21%	0%			
매출비중	FPCB	45%	42%	35%	36%	51%	50%	33%	33%	40%	40%	40%	
	방열시트	31%	34%	45%	35%	17%	25%	39%	39%	35%	36%	32%	
	첨단산업	23%	24%	21%	29%	31%	25%	28%	28%	25%	24%	28%	
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	2.5	13.6	14.8	75.9	52.1	19.0		
	YoY	-36%	-40%	-27%	-18%	적전	-81%	-4%	24%	27%	-31%	-63%	
	QoQ	-8%	-2%	9%	-16%	적전	흑전	449%	9%				
영업이익률		16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.6%	4.1%	18.6%	20.3%	25.1%	18.8%	7.7%	

주: IFRS 연결 기준

자료: P첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

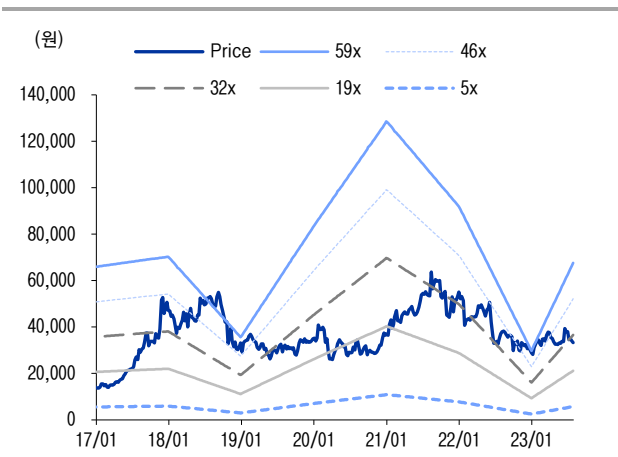
IT 업황 불확실성, 성장산업 향 매출 다각화로 승부

투자의견 Buy, 목표주가 48,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 2.9x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. 2H23 이후 주요 고객의 신제품 출시 효과와 성장 산업 (EV/배터리, 디스플레이, 반도체) 향 매출 다각화로 사업 안정화를 전망한다.

업계 내 유일하게 공격적인 Capa 투자(제품별 전용 라인 확보)를 단행한 동사의 수혜가 클 것이다. 1) 최근 EV용 바니쉬 Capa 투자 계획(기존 600톤: 디스플레이 전용으로 전환, 신규 3,000톤: EV용)을 발표했다. 2) EV/배터리용 PI필름 시장의 경우 매년 30%의 성장세가 전망되는데 동사는 2024년 IRA 시행 효과 및 Capa 우위를 앞세워 시장 대비 고성장 (40% ↑)할 것으로 추정한다.

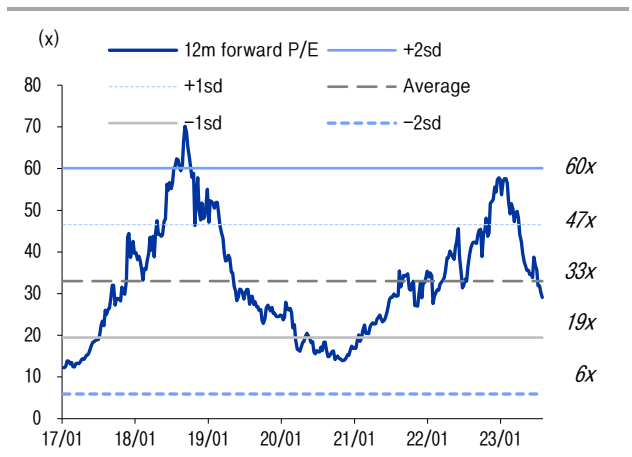
실적이 반등 구간에 진입하고 있는 가운데 글로벌 화학 소재 업체 아케마의 동사 인수로 인한 미국, 유럽 지역 고객 다변화 효과를 예상한다. 특히 아케마의 경우 PVDF(EV/배터리용 바인더, 분리막) 사업에 경쟁력을 보유하고 있어 동사와의 시너지를 기대할 수 있다. 매수 의견을 유지한다.

그림1 12M Fwd P/E 밴드



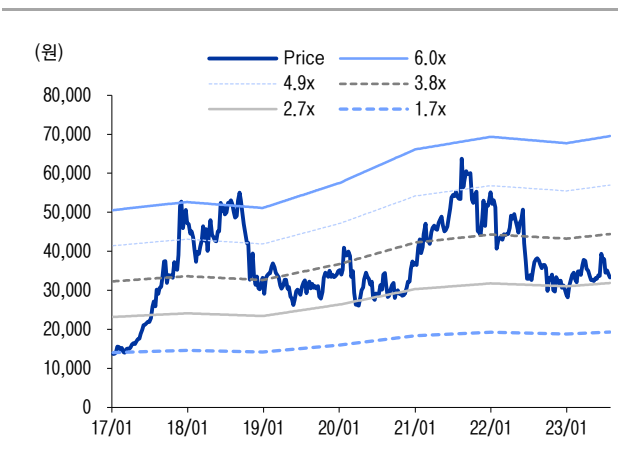
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/E 표준편차



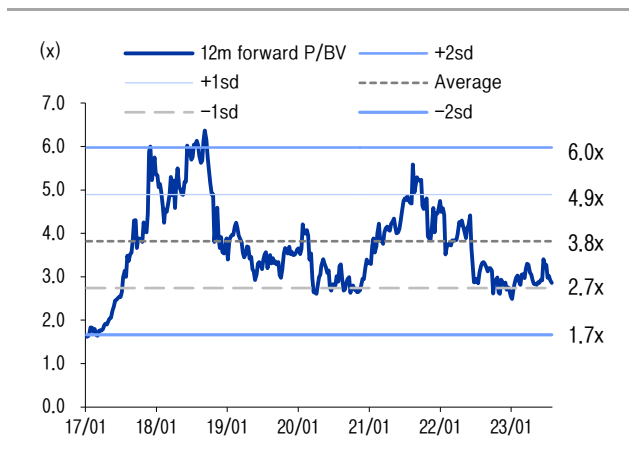
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	196	132	155	265	322
현금 및 현금성자산	90	16	70	162	190
매출채권 및 기타채권	45	30	44	53	67
재고자산	42	84	41	50	63
기타유동자산	19	1	1	1	1
비유동자산	277	367	375	394	378
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	255	343	350	367	350
무형자산	13	14	15	16	17
자산총계	473	499	530	659	699
유동부채	109	65	104	117	133
매입채무 및 기타채무	50	33	52	65	81
단기금융부채	43	25	47	47	47
기타유동부채	16	6	4	4	5
비유동부채	38	93	93	193	193
장기금융부채	21	76	76	176	176
기타비유동부채	18	17	18	17	17
부채총계	147	158	197	310	327
지배주주지분	326	341	333	349	373
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	202	217	209	225	249
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	326	341	333	349	373

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	89	17	109	78	79
당기순이익(손실)	64	46	15	47	56
비현금수익비용가감	46	38	67	35	35
유형자산감가상각비	22	23	30	33	32
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타현금수익비용	21	12	34	0	0
영업활동 자산부채변동	-9	-46	27	-5	-11
매출채권 감소(증가)	-10	13	-13	-9	-14
재고자산 감소(증가)	-10	-42	40	-9	-13
매입채무 증가(감소)	17	-17	1	13	16
기타자산, 부채변동	-7	0	-1	0	0
투자활동 현금	-51	-98	-45	-54	-19
유형자산처분(취득)	-33	-108	-42	-50	-15
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-3	-3	-4
투자자산 감소(증가)	-15	15	0	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	-24	5	-11	68	-32
차입금의 증가(감소)	-3	37	21	100	0
자본의 증가(감소)	-21	-32	-32	-32	-32
배당금의 지급	21	32	-32	-32	-32
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	15	-74	53	92	29
기초현금	76	90	16	70	162
기말현금	90	16	70	162	190

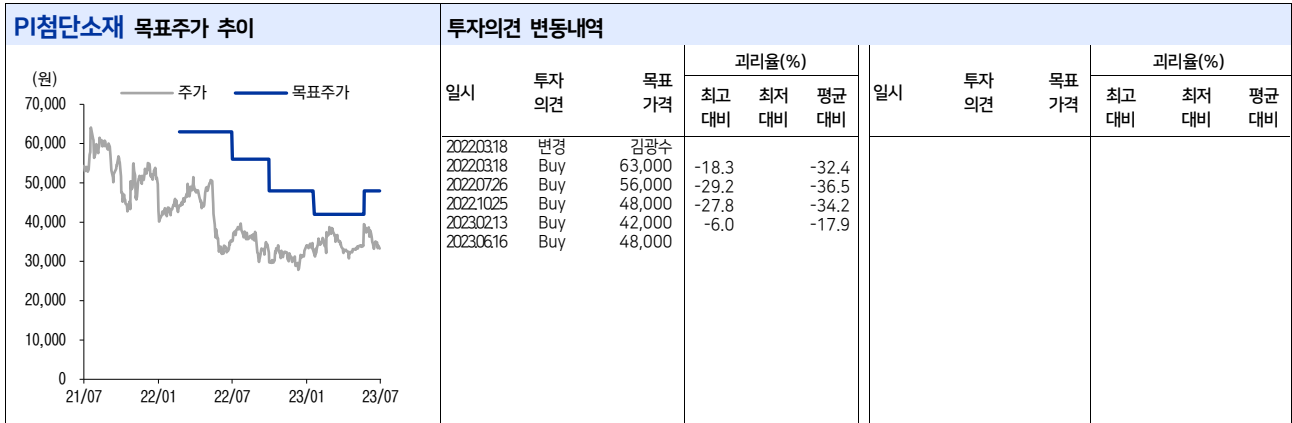
자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	276	248	311	388
매출원가	198	197	200	220	279
매출총이익	104	80	48	90	109
판매비 및 관리비	28	27	29	28	35
영업이익	76	52	19	62	73
(EBITDA)	100	78	52	98	108
금융손익	4	10	-2	-5	-6
이자비용	1	1	3	6	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-8	1	2	2
세전계속사업이익	83	54	18	59	70
계속사업법인세비용	19	8	3	12	14
계속사업이익	64	46	15	47	56
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	64	46	15	47	56
지배주주	64	46	15	47	56
총포괄이익	64	46	15	47	56
매출총이익률 (%)	34.5	28.8	19.3	29.1	28.0
영업이익률 (%)	25.1	18.9	7.7	20.0	18.9
EBITDA 마진률 (%)	33.0	28.2	20.7	31.4	27.8
당기순이익률 (%)	21.2	16.5	6.0	15.3	14.4
ROA (%)	14.6	9.4	2.9	8.0	8.2
ROE (%)	21.0	13.7	4.4	13.9	15.5
ROIC (%)	21.1	12.4	4.0	12.5	14.4

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	25.3	18.6	66.0	20.6	17.5
P/B	5.0	2.5	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	15.8	12.0	20.0	10.7	9.4
P/CF	14.7	10.1	12.0	11.8	10.8
배당수익률 (%)	2.0	3.8	3.3	3.3	3.3
성장성 (%)					
매출액	15.3	-8.4	-10.1	25.0	25.0
영업이익	26.4	-31.3	-63.5	226.6	18.1
세전이익	58.0	-35.2	-67.5	237.9	17.9
당기순이익	53.4	-28.6	-67.6	220.5	17.9
EPS	53.4	-28.6	-67.6	220.5	17.9
안정성 (%)					
부채비율	45.1	46.1	59.1	88.9	87.6
유동비율	180.7	204.0	149.9	227.1	241.5
순차입금/자기자본(x)	-13.0	24.8	16.0	17.6	8.7
영업이익/금융비용(x)	81.4	74.0	5.7	11.3	11.8
총차입금 (십억원)	63	101	123	223	223
순차입금 (십억원)	-42	85	53	61	33
주당지표 (원)					
EPS	2,179	1,557	504	1,616	1,905
BPS	11,097	11,627	11,353	11,879	12,694
CFPS	3,749	2,848	2,783	2,812	3,082
DPS	1,090	1,090	1,090	1,090	1,090



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 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 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 제3자에게 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)	투자 의견 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)	+15% 이상 기대	94.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기	6.0%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2022. 7. 1 ~ 2023. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)