

2024. 7. 1



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 32,000 원**현재주가 (6.28)** 25,000 원**상승여력** 28.0%

KOSPI 2,797.82pt

시가총액 7,342억원

발행주식수 2,937만주

유동주식비율 45.63%

외국인비중 8.70%

52주 최고/최저가 37,950원/17,910원

평균거래대금 54.4억원

주요주주(%)

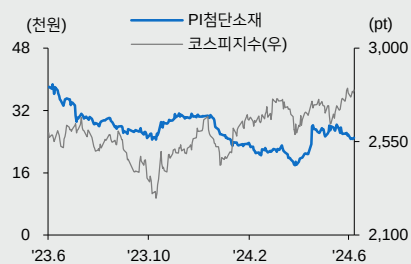
아케마코리아홀딩 외 1 인 54.15

국민연금공단 8.49

주가상승률(%)

절대주가 -5.8 1개월 -18.0 6개월 -33.7 12개월

상대주가 -8.4 -22.2 -39.2

주가그래프

PI첨단소재 178920

온디바이스 AI로 이익률 정상화 구간 진입

- ✓ PI첨단소재에 대한 투자 의견을 기존 Hold에서 Buy, 적정주가 32,000원 상향 제시
- ✓ 투자 의견 변경은 동사 방열시트가 온디바이스 AI로 인한 재성장 기대 때문
- ✓ 올해 일반/플러스의 메모리가 8GB로 증가함에 따라 작년 제외되었던 동사 방열시트가 재탑재 → 중장기적인 이슈로 판단되어 동사를 온디바이스 AI 수혜주로 제시
- ✓ 동사 고효율칩의 주요 원인되었던 20% 이상 고수익성도 2분기부터 달성 예상
- ✓ 중장기 재 성장에 대한 가시성이 높아진 만큼 업종 내 투자 매력도가 크다고 판단

투자 의견 Hold에서 Buy로 변경, 적정주가 32,000원 제시

PI첨단소재에 대한 투자 의견을 기존 Hold에서 Buy로 변경하고, 적정주가를 32,000 원으로 +33.3% 상향 제시한다. 온디바이스 AI로 인해 방열시트의 재성장 기대되고, 재고정상화에 따른 가동률 상승과 낮아진 원재료 가격으로 과거와 같은 고수익성 구간에 재진입했다는 점에 주목한다. 중장기 재 성장에 대한 가시성이 높아진 만큼 업종 내 투자 매력도가 크다고 판단한다.

메모리 탑재량 증가와 함께 재성장할 방열시트

온디바이스 AI 시대에서 메모리 탑재량 증가와 함께 스마트폰 내 방열 성능 향상이 중요해지고 있다. 당사는 이로 인해 작년 동사 실적 부진의 주 원인 이었던 방열시트가 온디바이스 AI에 적합한 솔루션으로 재부각될 것으로 기대한다. 작년 동사 방열시트 매출이 급감한 이유는 북미 고객사가 6GB를 탑재한 일반/플러스 모델에서 설계 변경을 통해 방열시트를 제외했기 때문이다. 주목할 변화는 올해 일반/플러스의 메모리가 8GB로 증가함과 동시에 작년에 제외되었던 동사 방열시트가 재탑재된다는 점이다. 참고로 작년에도 8GB 메모리를 탑재한 프로/프로맥스 모델에는 방열시트가 탑재되었다. 즉 온디바이스 AI 구현을 위한 8GB 메모리 탑재를 위해서는 동사 방열시트를 대체할 대안이 없는 것으로 파악된다. 일회성 실적 회복이 아닌 중장기적인 이슈로 판단되어 동사를 온디바이스 AI 수혜주로 제시한다.

동사는 원재료 가격이 높았던 2022년에도 연간 가동률 75%와 함께 약 19%의 수익성을 달성했다. 9호기 신규 가동으로 2022년 대비 가동률은 소폭 낮지만, 낮아진 원재료 가격에 기인하여 2분기부터 20% 이상 마진 달성이 예상된다. 2025년은 연간으로도 20% 이상의 수익성 달성을 전망하며, 온디바이스 AI로 인한 수혜가능성까지 감안 시 상대적으로 높은 동사의 멀티플이 정당화될 수 있다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023	217.6	-3.9	-1.8	-61	적전	10,724	-499.2	2.8	39.3	-0.5	64.5
2024E	257.5	42.5	31.4	1,070	흑전	11,794	23.4	2.1	11.3	9.5	55.3
2025E	292.6	62.7	47.7	1,623	51.7	13,417	15.4	1.9	8.3	12.9	49.1
2026E	316.8	69.9	55.6	1,892	16.6	15,309	13.2	1.6	7.1	13.2	43.6

표1 PI첨단소재 2Q24 Preview

(십억원)	2Q24E	3Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	72.3	61.4	17.7%	51.8	39.5%	68.7	5.2%
영업이익	14.7	4.2	247.7%	2.5	497.0%	13.2	11.4%
세전이익	13.8	4.2	230.7%	1.8	660.3%	13.5	2.0%
지배주주 순이익	11.3	4.2	168.6%	1.5	660.6%	12.0	-5.7%
영업이익률(%)	20.4%	6.9%		4.8%		19.3%	
지배주주 순이익률(%)	15.6%	15.7%		20.9%		17.4%	

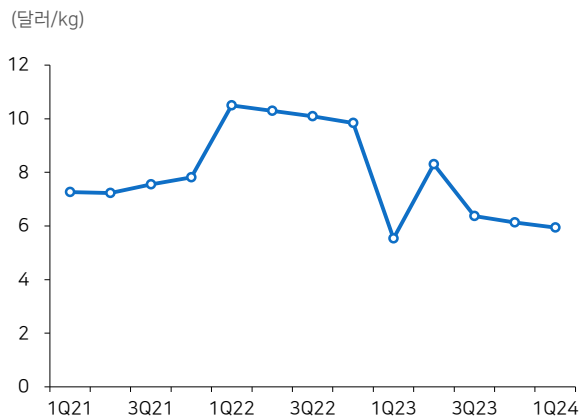
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율 (원)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,320	1,370	1,335	1,340	1,290	1,306	1,341
매출액	42.6	60.2	61.4	53.4	51.8	72.3	73.4	60.0	276.5	217.6	257.5
(% QoQ)	-19.4%	41.3%	2.0%	-13.0%	-3.1%	39.5%	1.5%	-18.3%			
(% YoY)	-45.6%	-19.8%	-12.7%	1.1%	21.6%	20.1%	19.5%	12.2%	-8.4%	-21.3%	18.3%
FPCB용 PI	21.8	30.3	28.8	24.4	26.4	31.3	29.6	26.5	110.3	105.3	113.8
방열시트용 PI	7.4	15.0	16.9	14.2	9.3	21.4	23.0	16.0	99.9	53.5	69.7
첨단산업용 PI	12.0	13.0	13.6	13.6	14.7	17.2	17.7	13.8	61.4	52.2	63.4
PI Varnish 및 기타	1.4	1.9	2.1	1.2	1.4	2.0	1.9	2.4	4.8	6.6	7.7
영업이익	-11.7	2.5	4.2	1.1	2.5	14.7	15.3	9.9	52.1	-3.9	42.5
(% QoQ)	적전	흑전	71.7%	-74.2%	125.5%	497.0%	3.9%	-35.3%			
(% YoY)	적전	-80.9%	-69.9%	-90.8%	흑전	497.1%	261.5%	805.9%	-31.3%	-107.6%	흑전
영업이익률 (%)	-27.6%	4.1%	6.9%	2.0%	4.8%	20.4%	20.9%	16.5%	18.9%	-1.8%	16.5%
세전이익	-12.2	1.6	4.2	-0.3	1.8	13.8	14.4	9.3	54.0	-6.6	39.3
지배주주순이익	-8.0	2.2	4.2	-0.1	1.5	11.3	11.9	6.7	45.7	-1.8	31.4
지배주주순이익률(%)	-18.9%	3.6%	6.9%	-0.3%	2.9%	15.6%	16.2%	11.2%	16.5%	-0.8%	12.2%

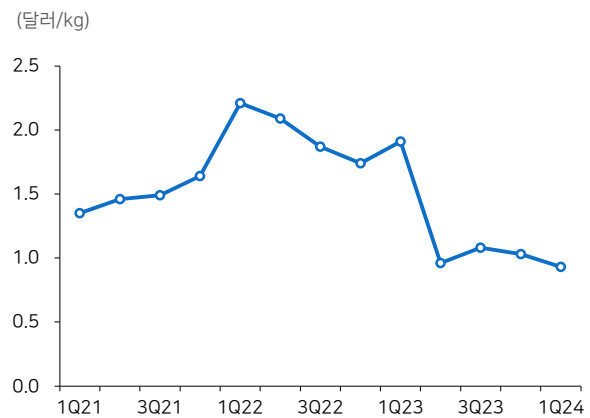
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 PMDA 구매단가 추이



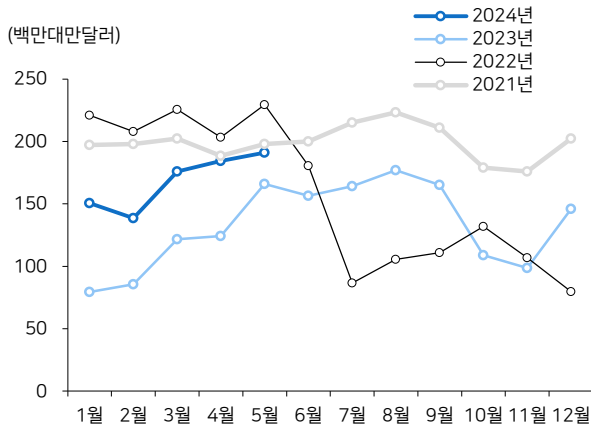
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 DMF 구매단가 추이



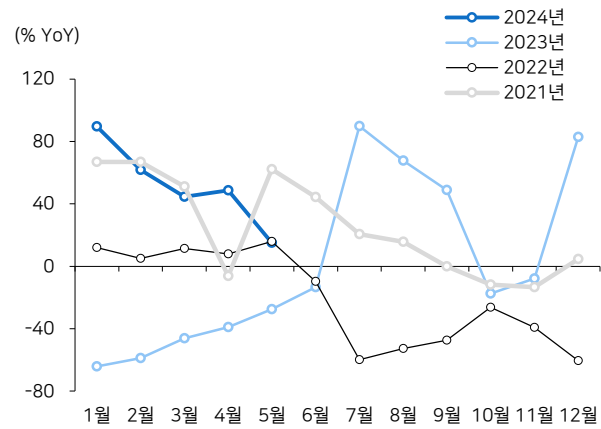
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대만 PI필름 Taimide 월별 매출액



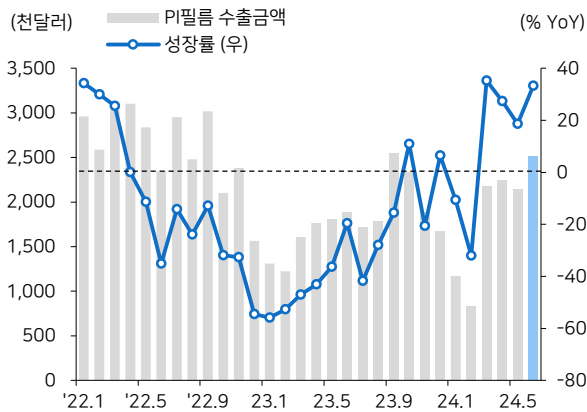
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Taimide 연도별 YoY 성장률 비교



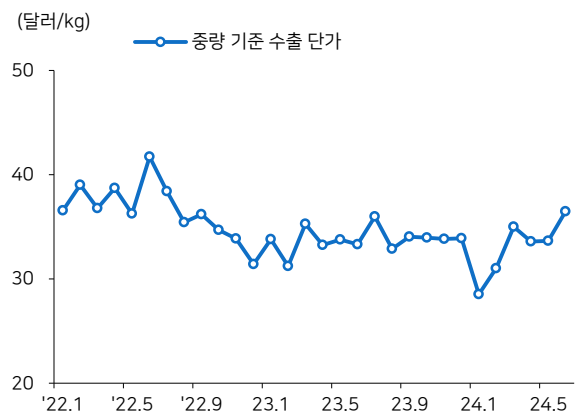
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PI필름 수출금액 추이



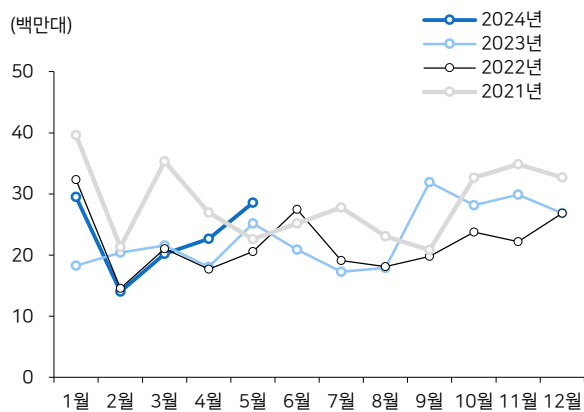
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PI필름 중량기준 수출단가 추이



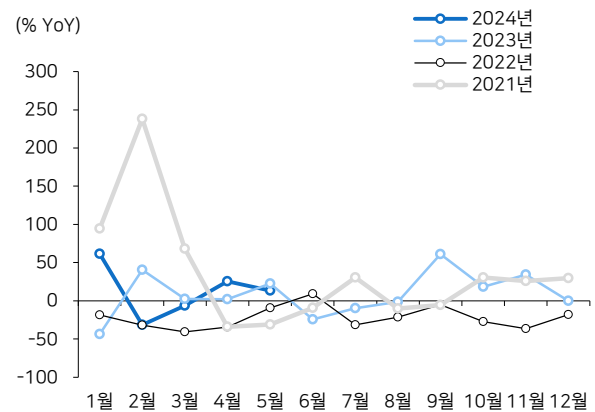
자료: Kita, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 스마트폰 월별 출하량



자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 스마트폰 YoY 성장률 비교



자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS (원)	1,347	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	23.5	2020~2022년 평균 멀티플
적정가치 (원)	31,650	
적정주가 (원)	32,000	
현재주가 (원)	25,000	
상승여력 (%)	28.0%	

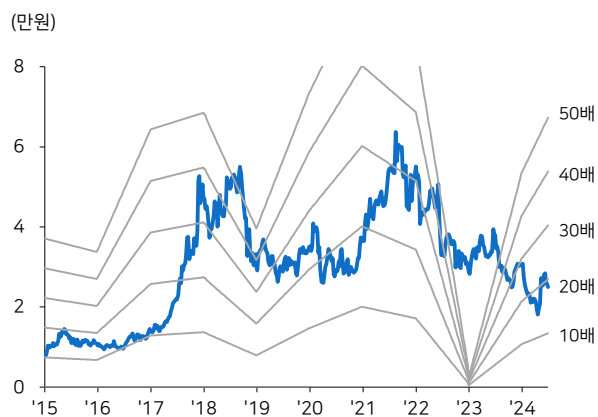
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
주가 (원)									
High	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000	39,500		
Low	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200	24,500		
Average	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377	31,882		
확정치 기준 PER									
High	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0	n/a		
Low	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1	n/a		
Average	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3	n/a		
EPS (원)	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	-61	1,070	1,623
EPS Growth (%)	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-103.9	흑전	51.7
컨센서스 기준 PER									
High	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6	745.3		
Low	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4	462.3		
Average	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9	601.5		
EPS (원)	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	53	1,168	1,453
EPS growth (%)	80.2	22.8	-33.5	143.5	41.3	-21.3	-96.6	흑전	24.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	276.4	217.6	257.5	292.6	316.8
매출액증가율(%)	-8.4	-21.3	18.3	13.6	8.3
매출원가	196.9	192.3	187.3	197.6	211.0
매출총이익	79.6	25.3	70.2	94.9	105.8
판매관리비	27.4	29.2	27.7	32.2	35.9
영업이익	52.1	-3.9	42.5	62.7	69.9
영업이익률(%)	18.9	-1.8	16.5	21.4	22.1
금융손익	-0.0	-2.7	-3.3	-2.5	-1.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	-0.0	0.1	0.1	1.5
세전계속사업이익	54.0	-6.7	39.3	60.3	70.3
법인세비용	8.3	-4.9	7.9	12.7	14.8
당기순이익	45.7	-1.8	31.4	47.7	55.6
지배주주지분 순이익	45.7	-1.8	31.4	47.7	55.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	17.4	60.0	57.4	74.6	83.6
당기순이익(손실)	45.7	-1.8	31.4	47.7	55.6
유형자산상각비	23.5	27.5	28.6	29.7	31.1
무형자산상각비	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2
운전자본의 증감	-46.1	35.9	-4.2	-4.1	-2.8
투자활동 현금흐름	-97.8	-52.4	-45.1	-30.1	-28.6
유형자산의증가(CAPEX)	-107.8	-52.2	-45.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	5.1	32.5	-20.0	-5.4	-2.5
차입금의 증감	37.9	56.1	-20.0	-5.4	-2.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-74.1	40.0	-7.7	39.2	52.5
기초현금	90.5	16.4	56.4	48.7	87.9
기말현금	16.4	56.4	48.7	87.9	140.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	131.7	128.1	133.2	183.9	244.4
현금및현금성자산	16.4	56.4	48.7	87.9	140.4
매출채권	30.0	31.7	37.2	42.3	45.8
재고자산	83.7	38.8	45.9	52.1	56.5
비유동자산	367.3	389.8	404.7	403.7	401.4
유형자산	342.9	366.6	383.0	383.3	382.2
무형자산	14.0	12.7	11.0	9.6	8.4
투자자산	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
자산총계	499.0	518.0	538.0	587.6	645.8
유동부채	64.5	88.0	66.9	74.5	75.6
매입채무	13.3	10.1	12.2	13.9	15.0
단기차입금	20.2	53.4	18.0	20.0	25.0
유동성장기부채	3.3	0.0	7.7	7.7	0.0
비유동부채	93.0	115.1	124.8	119.1	120.6
사채	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
장기차입금	73.0	100.1	102.3	94.6	94.6
부채총계	157.5	203.0	191.6	193.6	196.2
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	217.4	190.8	222.2	269.9	325.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	341.5	314.9	346.3	394.0	449.6

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	7,411	8,767	9,963	10,789
EPS(지배주주)	1,557	-61	1,070	1,623	1,892
CFPS	2,848	1,019	2,475	3,195	3,482
EBITDAPS	2,654	863	2,475	3,195	3,482
BPS	11,627	10,724	11,794	13,417	15,309
DPS	779	0	0	0	0
배당수익률(%)	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.6	-499.2	23.4	15.4	13.2
PCR	10.1	29.9	10.1	7.8	7.2
PSR	3.1	4.1	2.9	2.5	2.3
PBR	2.5	2.8	2.1	1.9	1.6
EBITDA(십억원)	78.0	25.4	72.7	93.8	102.3
EV/EBITDA	12.0	39.3	11.3	8.3	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	-0.5	9.5	12.9	13.2
EBITDA 이익률	28.2	11.6	28.2	32.1	32.3
부채비율	46.1	64.5	55.3	49.1	43.6
금융비용부담률	0.3	1.6	1.8	1.5	1.3
이자보상배율(x)	74.0	-1.1	8.9	14.4	16.6
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	7.5	7.4	7.2
재고자산회전율(x)	4.4	3.6	6.1	6.0	5.8

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.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

