

2024. 7. 31



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 38,000 원

현재주가 (7.30) 29,350 원

상승여력 29.5%

KOSPI 2,738.19pt

시가총액 8,619억원

발행주식수 2,937만주

유동주식비율 45.63%

외국인비중 8.59%

52주 최고/최저가 33,000원/17,910원

평균거래대금 73.2억원

주요주주(%)

아케마코리아홀딩 외 1 인 54.14

국민연금공단 8.49

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 17.4 20.5 -2.0

상대주가 20.0 10.0 -6.7

주가그래프



PI첨단소재 178920

온디바이스 AI 로 인한 변화의 시작

- ✓ 2Q24 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 4.6%, 31.6% 상회
- ✓ 일회성 비용이 반영되었음에도 가동률 상승과 낮아진 원부재료 가격에 기인하여 시장 눈높이를 상회하는 높은 이익률 기록
- ✓ 하반기 신모델부터는 일반/플러스 모델 재탐재와 함께 내부 설계 변경을 통해 동사 방열 시트 매출액의 탑재량이 증가 → 온디바이스AI 실제 수혜주라 판단
- ✓ 2024년, 2025년 EPS 상향 조정을 반영해 적정주가를 38,000원으로 상향하고 당사 중소형 IT 커버리지 내 최선호주 의견 제시

2Q24 Review: 정상화 완료

2Q24 매출액(724억원)과 영업이익(177억원)은 컨센서스를 각각 4.6%, 31.6% 상회했다. 북미 고객사향 방열시트 매출액의 재성장과 중화권향 FPCB 매출 확대가 전사 실적 성장을 견인하였다. 재고자산평가손실 총당금 환입이 있었지만 조업도 손실이 재고자산 환입보다 많은 금액이 반영된 것으로 파악된다. 즉 일회성 이익이 아닌 비용이 반영되었음에도 가동률 상승과 낮아진 원부재료 가격에 기인하여 시장 눈높이를 상회하는 높은 이익률을 기록하였다.

온디바이스 AI 테마주가 아닌 실제 수혜주

The Information에 의하면, 북미 고객사는 방열 문제를 해결하기 위해 하반기 출시할 아이폰16부터 내부 설계를 바꿔 새시 내부에 더 큰 방열시트를 탑재할 계획이다. 당사가 앞서 7.1일자 PI첨단소재 리포트에서 언급한 일반/플러스 모델 방열시트 재탐재와 함께 동사 방열시트 매출액의 Q 증가 요인으로 파악된다. 2020년 5G로 인해 아이폰의 설계변경이 발생한 이후 3년동안 방열시트 매출액이 높은 수준을 유지했음을 상기할 필요가 있다. 메모리를 제외하면 온디바이스AI로 인해 실제 탑재량이 늘어나는 유일무이한 업체로 판단된다. AI로 세트 판매마저 우상향할 경우, 다른 업체들보다 수혜 강도가 클 것으로 예상된다.

2분기는 호실적의 시작, 적정주가 38,000원 상향 제시

3Q24 매출액과 영업이익은 각각 762억원, 182억원을 전망한다. 하반기 신모델이 흥행할 경우, 추가적인 눈높이 상향 여력도 상존한다. '24년과 '25년 EPS 추정치를 각각 +23.0%, +11.8% 상향 조정하여 적정주가를 38,000원으로 +18.8% 상향 제시한다. 고수익성마저 실적으로 증명한 현 시점에서 온디바이스AI로 인한 프리미엄이 정당하다고 판단한다. 당사 중소형 IT 커버리지 내 최선호주로 제시한다.

(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	262.5	49.1	38.6	1,316	흑전	12,040	22.3	2.4	11.9	11.6	54.5
2025E	306.1	68.0	53.3	1,814	37.9	13,854	16.2	2.1	9.0	14.0	48.3
2026E	339.9	79.1	63.2	2,151	18.6	16,005	13.6	1.8	7.5	14.4	42.8

표1 PI첨단소재 2Q24P 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	72.4	60.2	20.3%	51.8	39.8%	69.2	4.6%	72.3	0.2%
영업이익	17.7	2.5	616.7%	2.5	616.6%	13.5	31.6%	14.7	20.0%
세전이익	17.0	1.6	954.4%	1.8	836.5%	13.6	25.0%	13.8	23.2%
지배주주 순이익	13.5	2.2	518.9%	1.5	807.2%	11.8	14.0%	11.3	19.3%
영업이익률(%)	24.4%	4.1%		4.8%		19.4%		20.4%	
지배주주 순이익률(%)	18.6%	3.6%		2.9%		17.1%		15.6%	

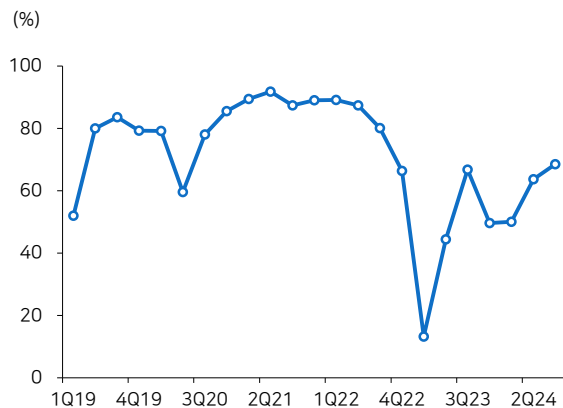
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,320	1,370	1,374	1,375	1,290	1,306	1,360
매출액	42.6	60.2	61.4	53.4	51.8	72.4	76.2	62.1	276.5	217.6	262.5
(% QoQ)	-19.4%	41.3%	2.0%	-13.0%	-3.1%	39.8%	5.2%	-18.5%			
(% YoY)	-45.6%	-19.8%	-12.7%	1.1%	21.6%	20.3%	24.1%	16.2%	-8.4%	-21.3%	20.6%
FPCB용 PI	21.8	30.3	28.8	24.4	26.4	33.4	31.2	27.9	110.3	105.3	118.9
방열시트용 PI	7.4	15.0	16.9	14.2	9.3	22.5	23.7	16.4	99.9	53.5	71.9
첨단산업용 PI	12.0	13.0	13.6	13.6	14.7	16.1	18.2	14.2	61.4	52.2	63.2
PI Varnish 및 기타	1.4	1.9	2.1	1.2	1.4	1.5	1.8	2.3	4.8	6.6	7.0
영업이익	-11.7	2.5	4.2	1.1	2.5	17.7	18.2	10.8	52.1	-3.9	49.1
(% QoQ)	적전	흑전	71.7%	-74.2%	125.5%	616.6%	2.6%	-40.4%			
(% YoY)	적전	-80.9%	-69.9%	-90.8%	흑전	616.7%	328.2%	887.7%	-31.3%	-107.6%	흑전
영업이익률 (%)	-27.6%	4.1%	6.9%	2.0%	4.8%	24.4%	23.8%	17.4%	18.9%	-1.8%	18.7%

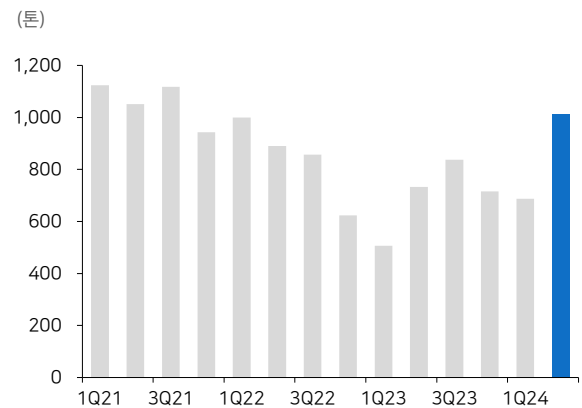
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 PI첨단소재 가동률 추이 및 전망



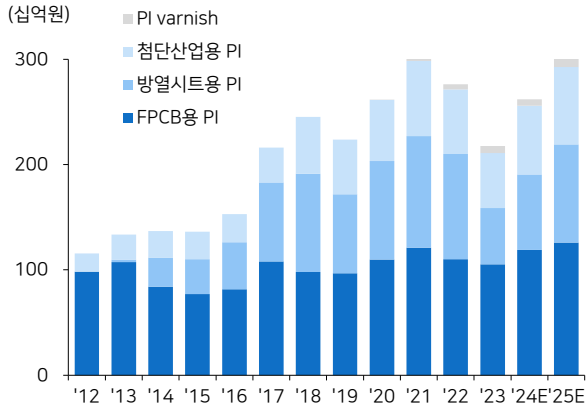
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 PI필름 판매량 추이



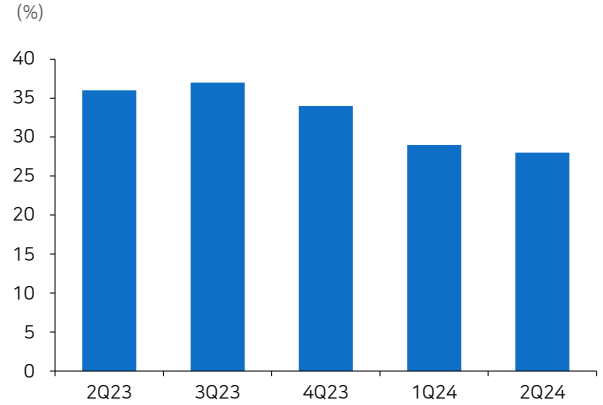
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI첨단소재 제품별 매출액 추이 및 전망



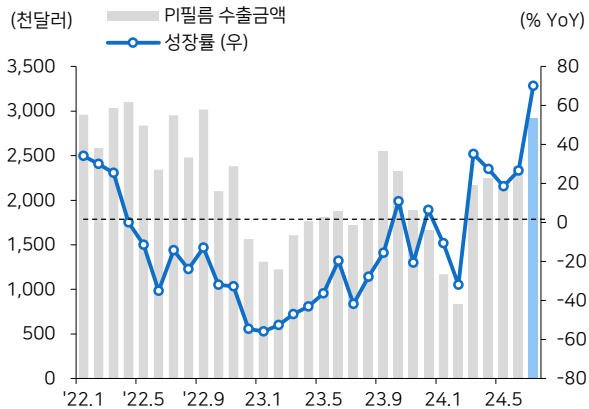
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI첨단소재 매출 내 원부재료 비중 추이



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

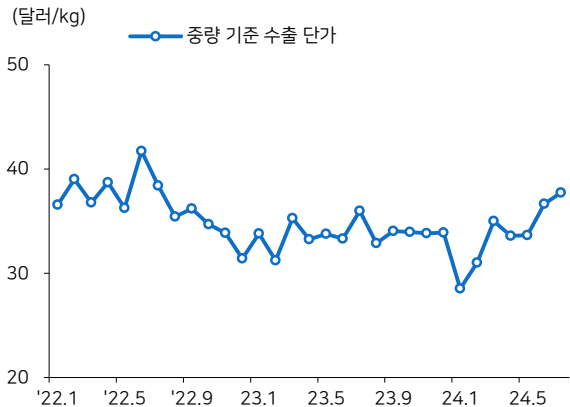
그림5 PI필름 수출금액



주: 7월은 1~20일 잠정치 기준 환산

자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

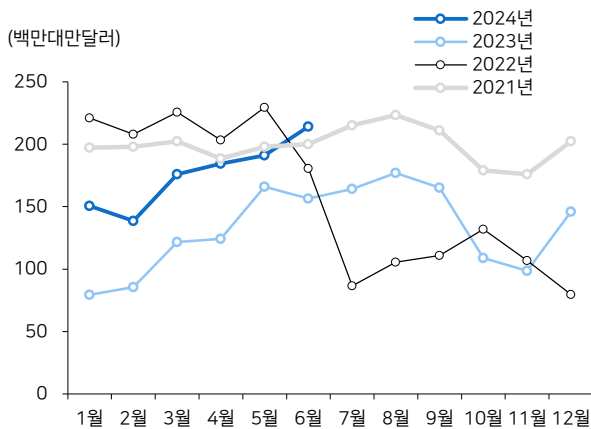
그림6 중량 기준 PI필름 수출단가 추이



주: 7월은 1~20일 잠정치 기준 환산

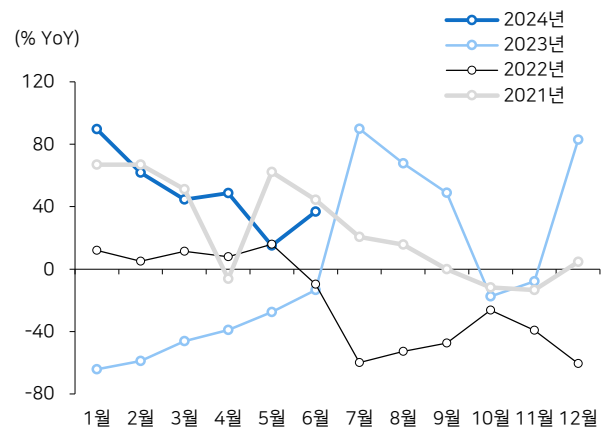
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림7 대만 경쟁사 Taimide 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Taimide YoY 성장률



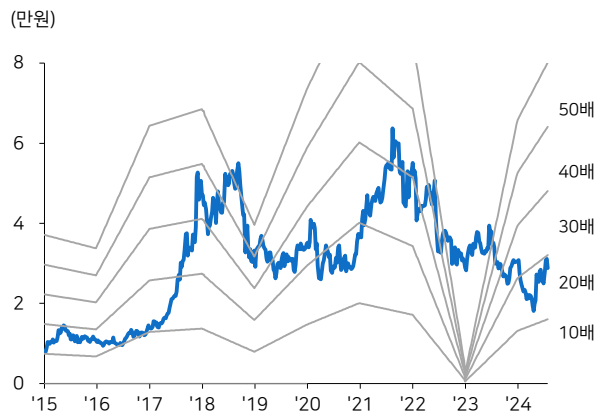
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 적정주가 산정표

	Fair Value	비고
EPS (원)	1,603	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	23.5	2020~2022년 평균 멀티플
적정가치 (원)	37,675	
적정주가 (원)	38,000	
현재주가 (원)	30,150	
상승여력 (%)	26.0%	

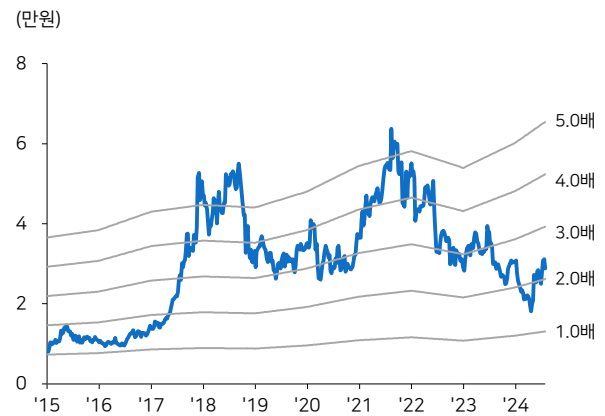
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 12개월 선행 PER 밴드



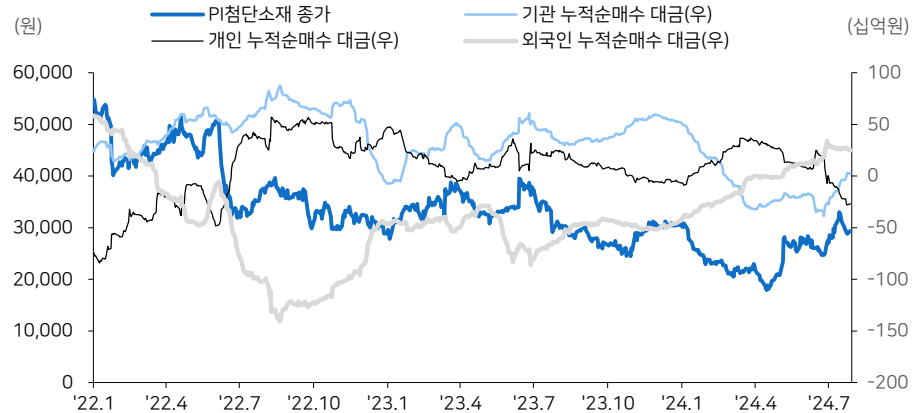
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 PI첨단소재 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 PI첨단소재 수급 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	276.4	217.6	262.5	306.1	339.9
매출액증가율(%)	-8.4	-21.3	20.6	16.6	11.0
매출원가	196.9	192.3	184.2	204.4	222.3
매출총이익	79.6	25.3	78.2	101.6	117.5
판매관리비	27.4	29.2	29.1	33.6	38.4
영업이익	52.1	-3.9	49.1	68.0	79.1
영업이익률(%)	18.9	-1.8	18.7	22.2	23.3
금융손익	-0.0	-2.7	-3.2	-2.2	-0.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	-0.0	3.6	1.6	1.5
세전계속사업이익	54.0	-6.7	49.5	67.5	80.0
법인세비용	8.3	-4.9	10.9	14.2	16.8
당기순이익	45.7	-1.8	38.6	53.3	63.2
지배주주지분 순이익	45.7	-1.8	38.6	53.3	63.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	17.4	60.0	60.5	77.7	90.1
당기순이익(손실)	45.7	-1.8	38.6	53.3	63.2
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	-4.8	-5.1	-3.9
투자활동 현금흐름	-97.8	-52.4	-41.6	-28.6	-28.7
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	-19.9	-5.3	-2.4
차입금의 증감	37.9	56.1	-19.9	-5.3	-2.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-74.1	40.0	-1.0	43.8	59.1
기초현금	90.5	16.4	56.4	55.4	99.2
기말현금	16.4	56.4	55.4	99.2	158.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	131.7	128.1	141.5	199.7	269.8
현금및현금성자산	16.4	56.4	55.4	99.2	158.3
매출채권	30.0	31.7	37.9	44.2	49.1
재고자산	83.7	38.8	46.8	54.5	60.6
비유동자산	367.3	389.8	404.7	403.8	401.5
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	1.0	1.1
자산총계	499.0	518.0	546.3	603.4	671.3
유동부채	64.5	88.0	67.7	76.6	79.3
매입채무	13.3	10.1	12.4	14.5	16.1
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	125.1	120.0	122.0
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	192.7	196.6	201.3
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	229.5	282.8	345.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	341.5	314.9	353.6	406.8	470.0

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	7,411	8,937	10,423	11,573
EPS(지배주주)	1,557	-61	1,316	1,814	2,151
CFPS	2,848	1,019	2,702	3,377	3,797
EBITDAPS	2,654	863	2,702	3,377	3,797
BPS	11,627	10,724	12,040	13,854	16,005
DPS	779	0	0	0	0
배당수익률(%)	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.6	-499.2	22.3	16.2	13.6
PCR	10.1	29.9	10.9	8.7	7.7
PSR	3.1	4.1	3.3	2.8	2.5
PBR	2.5	2.8	2.4	2.1	1.8
EBITDA(십억원)	78.0	25.4	79.4	99.2	111.5
EV/EBITDA	12.0	39.3	11.9	9.0	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	-0.5	11.6	14.0	14.4
EBITDA 이익률	28.2	11.6	30.2	32.4	32.8
부채비율	46.1	64.5	54.5	48.3	42.8
금융비용부담률	0.3	1.6	1.8	1.4	1.2
이자보상배율(x)	74.0	-1.1	10.3	15.6	18.7
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	7.5	7.4	7.3
재고자산회전율(x)	4.4	3.6	6.1	6.0	5.9

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

