

2023. 11. 10



Company Analysis | 전기전자

Analyst 김광수

02 3779 8640 _ gskim@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향) 39,000 원

현재주가 29,000 원

상승여력 34.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (11/9)	2,427.08 pt
시가총액	8,516 억원
발행주식수	29,366 천주
52 주 최고가/최저가	39,500 / 24,500 원
90 일 일평균거래대금	31.4 억원
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(23.12E)	3.8%
BPS(23.12E)	10,816 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 6.6%
	6개월 -2.5%
	12개월 -11.0%
주주구성	코리아피아이홀딩스 (외 1인) 54.1%
	국민연금공단 (외 1인) 8.5%
	PI 첨단소재우리아주 (외 1인) 0.2%

Stock Price



PI첨단소재 (178920)

수요 불확실성 지속

3Q23P 시장 컨센서스 하회

3Q23P 실적은 매출액 614억원(-12.7%YoY, +2.0%QoQ), 영업이익 42억원(-69.9%YoY, +71.7QoQ)으로 시장 컨센서스(매출액 659억원, 영업이익 91억원)를 하회했다. 실적 부진의 배경은 전방 스마트폰 시장 수요 회복 지연으로 고객들이 보수적인 재고 보유 전략을 유지하는 가운데 동사의 주요 제품 매출액이 FPCB는 -5%QoQ, 방열 시트 부문은 -46%YoY 감소했다. 가동율의 경우 증가 추세에 있으나 3Q22 80.1% 대비 여전히 낮은 수준이며, 가이던스로 제시한 70%를 하회한 66.7%를 기록했다. 이로 인해 고정비 단 원가 부담이 지속된 가운데, 재고평가손실 총당금이 일부 반영된 것으로 파악한다.

4Q23E 성수기 이후 연말 재고 조정 리스크 감안 필요

4Q23E 매출액은 593억원(+12.2YoY, -3.5%QoQ), 영업이익은 40억원(-66.5%YoY, -6.3%QoQ)으로 추정한다. 연말 성수기를 앞두고 스마트폰 업체들의 신제품 출시와 Restocking 수요에 힘입어 4Q23 중반(~11월)까지 가동률 상승 효과를 기대한다. 다만 성수기 이후 Sell-Through 부진에 따른 연말 재고 조정 리스크를 감안해야 한다. 또한 최소 1Q24까지는 스마트폰 업황 반등의 시그널이 제한적인 만큼 단기 불확실성이 지속될 것으로 판단한다.

IT 업황 단기 불확실성 지속, 중장기적 접근 유효

투자 의견 Buy, 목표주가를 39,000원으로 하향(-18.8%)한다. 2024E EPS 추정치를 -26% 하향 조정했으며, 12M Fwd BPS 10,877원에 Target PBR 3.5x(PBR 밴드 평균: 3.8x)를 적용했다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 2.7x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. IT 업황의 불확실성이 지속되고 있는 만큼 단기 실적 상승 기대감은 제한적이다. 다만 2024E 중화권 모바일 업체들의 M/S 경쟁 심화로 인한 출하량 증가와 성장 산업(EV/배터리, 디스플레이, 반도체) 향 매출 다각화로 실적은 2023E 대비 성장세로 전환될 것으로 전망한다. 주가는 이미 단기 실적 리스크를 반영했다고 판단하며 밸류에이션 매력도와 중장기적 성장성을 고려하여 매수 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	276	224	268	335
영업이익	76	52	-1	40	54
순이익	64	46	-1	35	43
EPS (원)	2,179	1,557	-32	1,180	1,477
증감률 (%)	53.4	-28.6	적전	흑전	25.2
PER (x)	25.3	18.6	-904.3	24.6	19.6
PBR (x)	5.0	2.5	2.7	2.7	2.6
영업이익률 (%)	25.1	18.9	-0.5	15.1	16.0
EBITDA 마진 (%)	33.0	28.2	13.7	28.2	26.2
ROE (%)	21.0	13.7	-0.3	10.9	13.3

주: IFRS 연결 기준

자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q23P 시장 컨센서스 하회

3Q23P 실적은 매출액 614억원(-12.7%YoY, +2.0%QoQ), 영업이익 42억원 (-69.9%YoY, +71.7QoQ)으로 시장 컨센서스(매출액 659억원, 영업이익 91억원)를 하회했다. 실적 부진의 배경은 전방 스마트폰 시장 수요 회복 지연으로 고객들이 보수적인 재고 보유 전략을 유지하는 가운데 동사의 주요 제품 매출액이 FPCB는 -5%QoQ, 방열시트 부문은 -46%YoY 감소했다. 가동율의 경우 증가 추세에 있으나 3Q22 80.1% 대비 여전히 낮은 수준이며, 가이던스로 제시한 70%를 하회한 66.7%를 기록했다. 이로 인해 고정비 단 월가 부담이 지속된 가운데, 재고평가손실 충당금이 일부 반영된 것으로 파악한다.

4Q23E 성수기 이후 연말 재고 조정 리스크 감안 필요

4Q23E 매출액은 593억원(+12.2YoY, -3.5%Qoq), 영업이익은 40억원(-66.5%YoY, -6.3%QoQ)으로 추정한다. 연말 성수기를 앞두고 스마트폰 업체들의 신제품 출시와 Restocking 수요에 힘입어 4Q23 중반(~11월)까지 가동률 상승 효과를 기대한다. 다만 성수기 이후 Sell-Through 부진에 따른 연말 재고 조정 리스크를 감안해야 한다. 또한 최소 1Q24까지는 스마트폰 업황 반등의 시그널이 제한적인 만큼 단기 불확실성이 지속될 것으로 판단한다.

표1 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	
매출액	FPCB	35	31	24	19	22	30	29	24	121	110	105	
		YoY	14%	6%	-26%	-31%	-39%	-3%	18%	27%	9%	-9%	-5%
		QoQ	29%	-12%	-22%	-22%	14%	39%	-5%	-15%			
	방열시트	25	26	31	19	7	15	17	18	106	100	57	
		YoY	-6%	-2%	10%	-28%	-70%	-41%	-46%	-4%	13%	-6%	-43%
		QoQ	-4%	4%	23%	-41%	-60%	103%	13%	6%			
	첨단산업	18	18	15	15	13	15	16	17	75	66	61	
		YoY	-10%	-2%	-23%	-10%	-26%	-18%	8%	12%	30%	-11%	-8%
		QoQ	8%	0%	-20%	4%	-12%	11%	5%	9%			
	합계	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	60.2	61.4	59.3	301.9	276.5	223.5	
		YoY	1%	1%	-12%	-24%	-46%	-20%	-13%	12%	15%	-8%	-19%
		QoQ	12%	-4%	-6%	-25%	-19%	41%	2%	-3%			
매출비중	FPCB	45%	42%	35%	36%	51%	50%	47%	41%	40%	40%	47%	
	방열시트	31%	34%	45%	35%	17%	25%	28%	30%	35%	36%	26%	
	첨단산업	23%	24%	21%	29%	31%	25%	26%	29%	25%	24%	27%	
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	2.5	4.2	4.0	75.9	52.1	(1.1)		
	YoY	-36%	-40%	-27%	-18%	적전	-81%	-70%	-66%	27%	-31%	적전	
	QoQ	-8%	-2%	9%	-16%	적전	흑전	72%	-6%				
영업이익률		16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.6%	4.1%	6.9%	6.7%	25.1%	18.8%	-0.5%	

주: IFRS 연결 기준

자료: P이첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

IT 업황 단기 불확실성 지속, 중장기적 접근 유효

투자의견 Buy, 목표주가를 39,000원으로 하향(-18.8%)한다. 2024E EPS 추정치를 -26% 하향 조정했으며, 12M Fwd BPS 10,877원에 Target PBR 3.5x(PBR 밴드 평균: 3.8x)를 적용했다. 현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/B 2.7x로 과거 밴드 평균을 하회하고 있다. IT 업황의 불확실성이 지속되고 있는 만큼 단기 실적 상승 기대감은 제한적이다. 다만 2024E 중화권 모바일 업체들의 M/S 경쟁 심화로 인한 출하량 증가와 성장 산업(EV/배터리, 디스플레이, 반도체) 향 매출 다각화로 실적은 2023E 대비 성장세로 전환될 것으로 전망한다. 주가는 이미 단기 실적 리스크를 반영했다고 판단하며 밸류에이션 매력도와 중장기적 성장성을 고려하여 매수 의견을 유지한다.

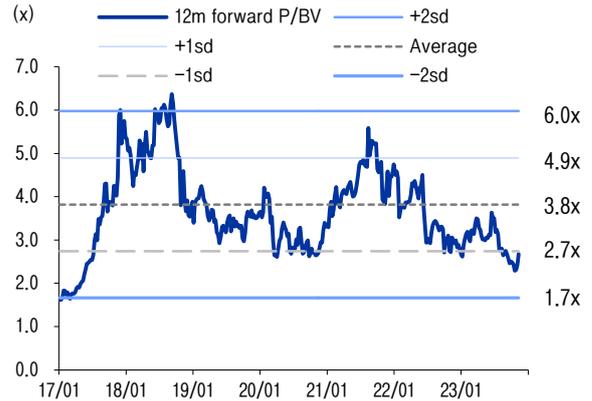
글로벌 화학 소재 업체 아케마의 동사 인수로 인한 미국, 유럽 지역 고객 다변화 효과를 예상한다. 특히 아케마의 경우 PVDF(EV/배터리용 바인더, 분리막) 사업에 경쟁력을 보유하고 있어 동사와의 시너지를 기대할 수 있다.

그림1 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	196	132	134	222	264
현금 및 현금성자산	90	16	63	148	170
매출채권 및 기타채권	45	30	36	38	48
재고자산	42	84	33	35	45
기타유동자산	19	1	1	2	2
비유동자산	277	367	375	392	374
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	255	343	351	368	349
무형자산	13	14	14	14	15
자산총계	473	499	509	614	638
유동부채	109	65	98	102	114
매입채무 및 기타채무	50	33	42	46	58
단기금융부채	43	25	55	55	55
기타유동부채	16	6	1	1	1
비유동부채	38	93	93	192	192
장기금융부채	21	76	76	176	176
기타비유동부채	18	17	17	16	16
부채총계	147	158	191	294	306
지배주주지분	326	341	318	320	332
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	202	217	194	196	208
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	326	341	318	320	332

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	89	17	91	69	70
당기순이익(손실)	64	46	-1	35	43
비현금수익비용가감	46	38	56	35	34
유형자산감가상각비	22	23	29	33	32
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타현금수익비용	21	12	24	-1	0
영업활동 자산부채변동	-9	-46	36	0	-8
매출채권 감소(증가)	-10	13	-6	-2	-10
재고자산 감소(증가)	-10	-42	48	-2	-10
매입채무 증가(감소)	17	-17	13	4	12
기타자산, 부채변동	-7	0	-19	0	0
투자활동 현금	-51	-98	-41	-53	-16
유형자산처분(취득)	-33	-108	-40	-50	-13
무형자산 감소(증가)	-4	-5	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-15	15	0	0	0
기타투자활동	0	0	1	0	0
재무활동 현금	-24	5	-3	68	-32
차입금의 증가(감소)	-3	37	29	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	47	84	22
기초현금	76	90	16	63	148
기말현금	90	16	63	148	170

자료: PI첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	276	224	268	335
매출원가	198	197	196	200	245
매출총이익	104	80	28	68	90
판매비 및 관리비	28	27	29	28	36
영업이익	76	52	-1	40	54
(EBITDA)	100	78	31	76	88
금융손익	4	10	-2	-1	-3
이자비용	1	1	4	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-8	-1	4	4
세전계속사업이익	83	54	-4	43	54
계속사업법인세비용	19	8	-3	9	11
계속사업이익	64	46	-1	35	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	64	46	-1	35	43
지배주주	64	46	-1	35	43
총포괄이익	64	46	-1	35	43
매출총이익률 (%)	34.5	28.8	12.5	25.5	26.8
영업이익률 (%)	25.1	18.9	-0.5	15.1	16.0
EBITDA 마진률 (%)	33.0	28.2	13.7	28.2	26.2
당기순이익률 (%)	21.2	16.5	-0.4	12.9	12.9
ROA (%)	14.6	9.4	-0.2	6.2	6.9
ROE (%)	21.0	13.7	-0.3	10.9	13.3
ROIC (%)	21.1	12.4	-0.2	8.2	10.8

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	25.3	18.6	-904.3	24.6	19.6
P/B	5.0	2.5	2.7	2.7	2.6
EV/EBITDA	15.8	12.0	30.0	12.4	10.4
P/CF	14.7	10.1	15.6	12.3	11.0
배당수익률 (%)	2.0	3.8	3.8	3.8	3.8
성장성 (%)					
매출액	15.3	-8.4	-19.1	19.9	25.0
영업이익	26.4	-31.3	적전	흑전	33.0
세전이익	58.0	-35.2	적전	흑전	25.2
당기순이익	53.4	-28.6	적전	흑전	25.2
EPS	53.4	-28.6	적전	흑전	25.2
안정성 (%)					
부채비율	45.1	46.1	60.1	91.8	92.3
유동비율	180.7	204.0	136.1	217.0	231.6
순차입금/자기자본(x)	-13.0	24.8	21.1	25.9	18.4
영업이익/금융비용(x)	81.4	74.0	-0.3	6.0	7.2
총차입금 (십억원)	63	101	131	231	231
순차입금 (십억원)	-42	85	67	83	61
주당지표 (원)					
EPS	2,179	1,557	-32	1,180	1,477
BPS	11,097	11,627	10,816	10,906	11,293
CFPS	3,749	2,848	1,864	2,358	2,648
DPS	1,090	1,090	1,090	1,090	1,090

PI첨단소재 목표주가 추이		투자이견 변동내역									
(원)	주가	목표주가	과리율(%)			일시	투자이견	목표가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
70,000											
60,000											
50,000											
40,000											
30,000											
20,000											
10,000											
0											
	21/11	22/05	22/11	23/05	23/11						
	20220318	변경	김광수								
	20220318	Buy	63,000	-18.3	-32.4						
	20220726	Buy	56,000	-29.2	-36.5						
	20221025	Buy	48,000	-27.8	-34.2						
	20230213	Buy	42,000	-6.0	-17.9						
	20230616	Buy	48,000	-17.9	-37.1						
	20231109	Buy	39,000								

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 리서치본부의 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 하시기를 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 제 3자에게 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)	투자이견 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) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자이견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)