

PI첨단소재 (178920)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

평가인상과 원가절감 효과 동시에 진행 중

IT 기기 핵심 소재, PI 필름 및 바니쉬 최대 공급업체

동사는 IT기기의 필수 소재로 사용되는 PI 필름 및 바니쉬 제조업체로서, 2014년부터 글로벌 PI필름 시장점유율 1위를 유지해 오고 있다. PI 필름 생산능력은 4,500톤이며, 올해 6월부터 8호기, 내년 7월 9호기가 가동하면 5,700톤으로 늘어날 예정이다. 응용 수요처에 따라 작년 매출구성은 FPCB용 40%, 방열시트 35%, 첨단산업용 25%로 나뉜다.

평가 상승과 원가절감 효과로 2Q22부터 수익성 개선

2H21부터 전망산업 수요 둔화와 원재료 DMF 가격 급등 영향으로 동사 영업이익률은 하락세를 보이고 있으며, 1Q22 영업이익률도 17.2%(-3.4%pt QoQ)로 낮아질 전망이다. 이는 작년 말 최고치에 이른 DMF 가격(현재 가격은 4Q21 평균 보다 낮아짐)이 1Q22에 원재료비로 반영되기 때문이다. 한편 동사는 평가 인상을 진행하고 있는 데, 1Q22에는 절반 정도, 2Q22부터 온기로 실적이 반영될 전망이다. 따라서 동사 영업이익률은 2Q22부터 다시 20%대로 회복될 전망이며, 특히 5월부터 DMF 정제 시설이 가동되어 6월부터 원재료비 하락 효과가 본격적으로 나타남에 따라 하반기 수익성 개선이 뚜렷할 전망이다.

저평가 영역에 있는 주가, 수익성 하락 상당 부분 반영된 듯

투자 의견 BUY와 목표주가 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 글로벌 금융긴축 기조와 경기 둔화 리스크를 고려하여 mid-cycle P/B 4.5X를 12개월 BVPS에 적용한 것이다. 장기 성장성과 자체 수익성 개선 요소를 고려하면, 저가 매수 기회로 판단된다.

Fig. 1: PI첨단소재 별도재무제표 요약

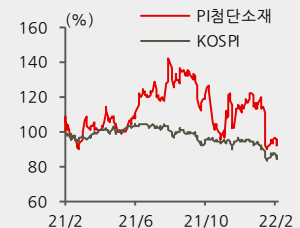
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액(십억원)	224	262	302	346	402
영업이익	34	60	76	86	107
세전이익	21	53	83	85	107
순이익[지배]	18	42	64	66	82
EPS(원)	603	1,421	2,178	2,240	2,806
증감률(%)	-49.4	135.7	53.3	2.8	25.3
PER(배)	58.0	26.0	25.3	19.5	15.6
PBR	4.1	3.8	5.0	3.6	2.9
EV/EBITDA	20.4	13.1	15.7	10.7	8.2
ROE(%)	6.9	15.6	21.0	19.2	20.6
배당수익률	0.9	1.9	2.0	2.5	2.5

자료: PI첨단소재, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도

투자 의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	57,000원
[신규]	32.4%
현재주가	43,650원
2022/2/17	

주식지표	
시가총액	1,282십억원
52주최고가	64,100원
52주최저가	40,150원
상장주식수	2,937만주/0.0만주
자본금/액면가	15십억원/500원
60일평균거래량	29만주
60일평균거래대금	14십억원
외국인지분율	12.6%
자기주식수	0.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
코리아피아이홀딩스 외	54.2%
국민연금공단	7.3%

주가동향



이민희

반도체

mhlee@bnkfn.co.kr

(02)02-3215-1574

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 국제금융로2길 24

BNK금융타워 6층

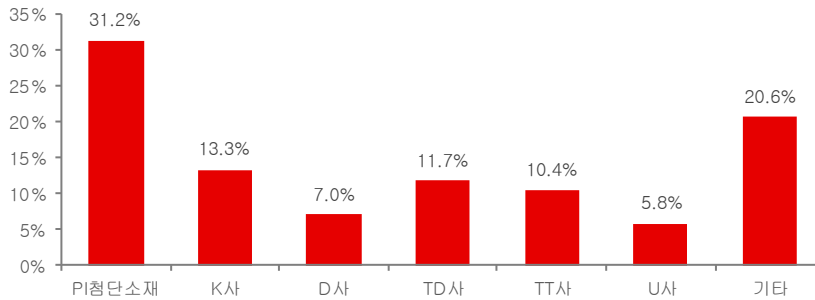
www.bnkfn.co.kr

I. 글로벌 1위 PI 필름 제조업체

IT 기기 핵심 소재, PI 필름 및 바니쉬 최대 공급업체

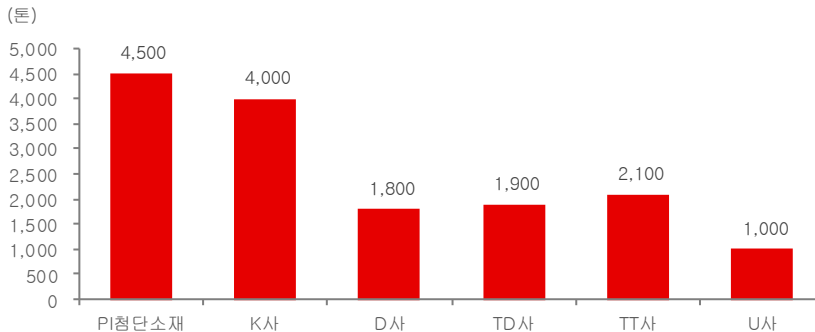
동사는 IT기기의 필수 소재로 사용되는 PI 필름 및 바니쉬 제조 업체로서, 코오롱인더스트리(주)와 SKC (주) 양사가 각각의 PI필름 사업부를 분할 합병하여 2008년 설립되었다. 이후 2020년 6월 (주)코리아피아 이홀딩스(글렌우드공동투자제삼호 사모투자합자회사가 54.35% 보유)로 최대주주가 변동되었으며, 최근 다시 대주주 지분 매각 진행 중에 있다. 동사는 2014년부터 글로벌 PI필름 시장에서 점유율 1위를 유지해오고 있으며, 전방산업 수요처가 계속 확대되며 외형 고성장 추세에 있다. 동사 PI 필름 생산능력은 7개 라인으로 4,500톤이며, 올해 6월부터 8호기(600톤), 내년 7월 9호기(600톤)가 가동하면 5,700톤으로 늘어날 예정이다. 또한 PI바니쉬는 기존 600톤에서 올해 1,200톤으로 증설될 전망이다.

Fig. 2: PI필름 시장점유율(2021년 판매량)



자료: Yano Research, BNK투자증권

Fig. 3: PI필름 생산능력

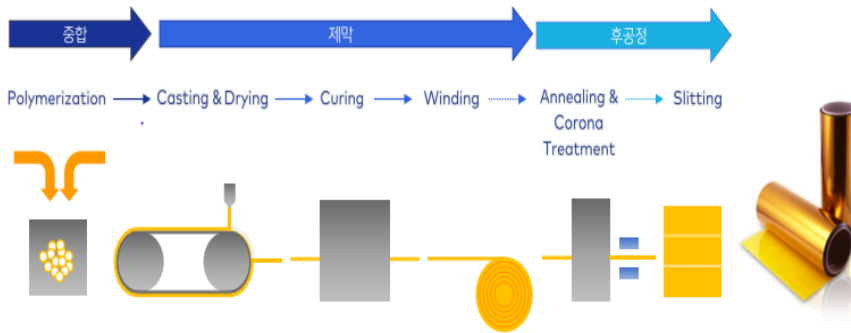


자료: PI첨단소재, BNK투자증권

PI필름은 내열성과 절연성 면에서 우수한 물적 특성 보유

PI(Polyimide)는 강도 및 열적 안정성 면에서 엔지니어링 플라스틱 가운데서도 그 특성이 더 우수한 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로 분류된다. 특히 필름 형태로 제조한 PI 필름은 상용화된 플라스틱 필름 중에서 가장 우수한 물성을 보유하고 있으며, -269도씨에서 400도씨의 온도 구간에서 사용이 가능한 내한, 내열성이 특징이며, 치수안정성, 전기적 특성, 내화학성 등을 기반으로 뛰어난 내구성과 신뢰성이라는 장점을 보유하고 있다.

Fig. 4: PI필름 제조 공정



자료: PI첨단소재, BNK투자증권

PI필름은 고기능 핵심 소재로서 다양한 전방산업으로 확장 적용되는 중

PI필름 및 바니쉬(액체상태)는 IT기기의 다양한 수요처로 확대 적용 중인데, 동사는 주요 응용처 별로 매출을 분류하고 있다. 기존에 주력 분야는 FPCB와 방열시트용 인데, 전자의 경우 전방산업 성장은 높지 않지만 모바일기기 대당 탑재량이 증가 추세에 있고, 차량용(대당 20~30개 탑재) 수요가 늘어나고 있다. 방열시트는 주로 중국 고객 의존도가 크지만 장기계약 비중이 늘어나는 추세에 있다.

미래 성장성이 높은 건 첨단산업용인데, 반도체, 디스플레이, 이차전지로 수요처가 다양하다. 이 중에 CoF(Chip On Film)의 경우는 일본업체 독점 중인 것을 동사가 국산화한 것이며, Flexible Display의 하부 보호 필름용이나, 폴더블 기판용(PI바니쉬 적용)으로 이용된다. 이차전지용의 경우 PI필름을 배터리셀에 접착, 전해질 누수 방지 및 전극보호 목적으로 이용되며 전기차 배터리에 적용되고 있다. 또한 PI바니쉬의 경우는 EV모터향 에나멜 권선 피복으로 이용되며, 작년말부터 국내 전기차에 공급되고 있다.

표1 응용제품 분야 별로 사업부 구성

응용 분야	매출 비중	주요 제품 내용
FPCB용	40%	<ul style="list-style-type: none"> - 전도체 역할을 하는 동박층을 지지하는 지지체 역할, 회로 방향이 아닌 곳으로 통전이 일어나지 않게 하는 절연체 기능 - 주로 모바일 기기 및 차량 전장용에 탑재
방열시트용	35%	<ul style="list-style-type: none"> - PI필름을 고온에서 태워 흑연화하여 '인조 Graphite Sheet' 제조 - 방열시트 제조사는 주로 중국에 생산 기반 보유, 대부분 매출은 중국에서 발생. 동사 글로벌 점유율 60% - 5G 고주파, OLED 채용, 스마트폰 내부공간 효율 개선으로 신규 채용 확대 중
첨단산업용	25%	<ul style="list-style-type: none"> - 배터리 내열, 절연 테이프 소재. 반도체, 콘덴서 등에 사용 - 중대형 이차전지: PI필름을 배터리셀에 접착. 2차전지 셀의 전해질 누수 방지, 전극보호 목적으로 활용. 전기차 배터리에 적용 - CoF-PI필름 위에 금속층을 Sputter하고 구리를 도금하여 FCCL을 만든 후, 회로를 형성하여 그 위에 구동칩을 얹음. 동사가 국산화 - Flexible OLED: Flexible Display의 P기판 하부 보호 필름으로 사용

자료: BNK투자증권

II. 판가 상승과 원가절감 효과로 2Q22부터 수익성 개선

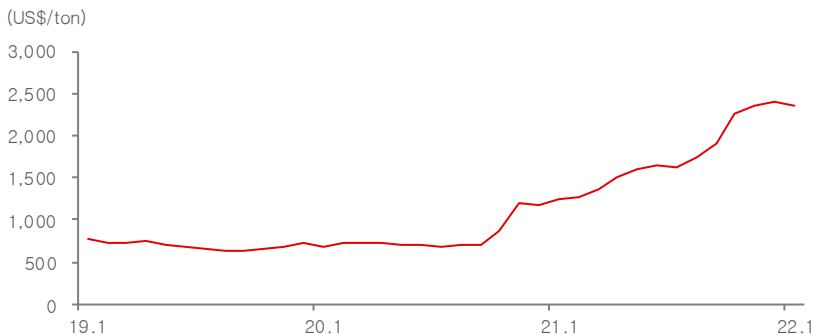
원재료 가격 급등에 따른 수익성 하락

작년 하반기부터 전방산업 수요 둔화와 주요 원재료 DMF 가격 급등 영향으로 동사 영업 이익률은 하향 곡선을 그리고 있다. 작년 2Q21 영업이익률 29.1%에서 3Q21 23.9%로 하락한 것 중에 원자재 가격 상승이 3%pt 영향을 주었고, 또 다시 4Q21 20.6%로 하락 것도 2%pt는 원자재 가격 상승 탓으로 파악된다. 1Q22에도 동사 영업이익률은 17.2%로 3.4%pt QoQ 하락이 예상되는 데, 이는 작년 말 최고조에 이른 DMF 가격(현재 가격은 4Q21 평균 보다 낮아짐)이 1Q22에 원재료비로 반영되기 때문이다.

판가 인상과 원재료비 절감 효과, 향후 수익성 개선 기대

동사는 작년말 고객사에 가격인상을 통보하였고, 평균 8% 정도 판가 인상할 것으로 예상된다. 그러나 고객별로 가격인상 시차가 있어 1Q22에는 절반 정도만 반영되고, 2Q22부터 온기로 실적에 반영될 전망이다. 따라서 동사 영업이익률은 2Q22부터 다시 20%대로 회복될 전망이다. 특히 5월부터 DMF 정제 시설이 가동되어 6월부터 원재료비 하락 효과가 본격적으로 나타남에 따라 하반기 수익성 개선이 뚜렷할 전망이다. 동사는 그동안 DMF 원재료 중에 40% 정도를 재활용해서 사용했는데, 하반기부터는 80% 가량을 재활용할 전망이다.

Fig. 5: DMF 수입 가격 추이



자료: 관세청, BNK투자증권

평가 인상과 장기 계약으로 매출은 연초 이후 회복 중

동사 1Q22 매출액은 799억원(14.3%QoQ, 3%YoY)으로 시장 컨센서스 789억원 보다 높을 전망이다. 이는 최근 공시한 방열시트 최대 고객의 장기계약이 2월부터 반영되기 때문이며, 또한 일부 평가 인상 효과도 영향을 미치지 때문이다. 그러나 1Q22 영업이익 추정은 137억 원으로 시장 컨센서스 172억원과 차이가 꽤 있는데, 이는 지난 4Q21의 높은 원재료비 상승 효과가 과소 평가된 것으로 사료된다. 2Q22부터 수익성 개선과 올해도 연간 14.6%의 매출 고성장이 예상되고, 전방 IT 및 이차전지 산업의 핵심 소재인 점을 고려하면 장기 성장성은 여전히 유효하다.

표2 P1첨단소재 실적 추정(K-IFRS 개별)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
매출액	77.6	74.1	80.3	69.9	79.9	75.9	94.1	96.0	261.8	301.8	345.9
QoQ	11.0%	-4.5%	8.4%	-12.9%	14.3%	-5.0%	24.0%	2.0%			
YoY	25.9%	32.9%	7.8%	0.0%	3.0%	2.5%	17.3%	37.3%	17.0%	15.3%	14.6%
FPCB용	31.0	29.5	33.0	27.6	30.0	26.3	38.5	34.1	110.5	121.1	128.9
방열시트용	26.3	26.0	28.4	25.5	28.4	27.3	29.3	29.0	93.7	106.2	114.0
첨단산업용	20.3	18.6	18.8	16.9	21.5	22.3	26.3	32.8	57.6	74.6	103.0
매출총이익	27.4	28.3	26.7	21.7	20.9	23.8	34.5	35.8	84.7	104.1	115.0
판매비	6.7	6.7	7.5	7.3	7.2	6.8	7.5	7.7	24.7	28.3	29.2
영업이익	20.7	21.6	19.2	14.4	13.7	17.0	27.0	28.1	60.0	75.8	85.8
영업이익률	26.6%	29.1%	23.9%	20.6%	17.2%	22.3%	28.7%	29.3%	22.9%	25.1%	24.8%
세전이익	20.5	20.5	20.2	22.1	13.7	17.0	27.0	-57.7	52.7	83.3	85.4
순이익	16.2	16.0	15.6	16.1	13.7	17.0	27.0	-57.7	41.7	64.0	65.8

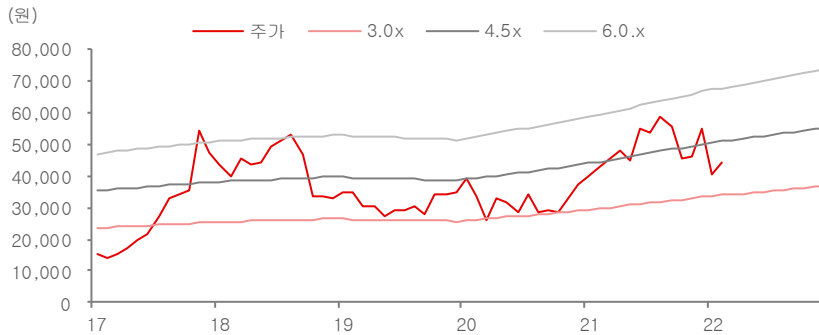
자료: BNK투자증권

III. 투자 의견 BUY와 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시

저평가 영역에 있는 주가, 수익성 하락 상당 부분 반영된 듯

IT기기 핵심 소재 공급업체로서 EV, 반도체, 디스플레이 등 첨단산업 수요처가 더욱 확대되며 성장 기대가 높은 동사에 대하여 투자 의견 BUY와 목표주가 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 글로벌 금융긴축 기조와 경기 둔화 리스크를 고려하여 mid-cycle P/B 4.5X를 12개월 BVPS에 적용한 것이다. 동사 주가는 과거 P/B 3~6X 사이에서 거래되어 왔는데, 최근 수익성 하락 여파로 P/B 3x 초반의 저평가 영역까지 하락 후 반등 추세에 있다. 글로벌 경기 불확실성이 여전히 높지만, 장기 성장성과 자체 수익성 개선 요소들을 고려 시 저가 매수 기회로 판단된다.

Fig. 6: PI첨단소재 주가와 P/B 밴드



자료: BNK투자증권

본격적 주가 상승은 중화권 모바일 경기 회복 시점에 의존

동사 실적 모멘텀은 중화권 모바일 수요 변동에 많이 의존하는데, 이는 현재 주요 수익원이 방열시트와 모바일 FPCB로 중국 의존도가 높기 때문이다. 작년 하반기부터 글로벌 스마트폰 수요가 둔화되고 중국 스마트폰업체들이 재고조정에 나섬에 따라 동사도 일부 영향을 받은 것으로 추정되는데, 신모델 출시와 계절성 요소를 고려하면 2Q22말부터는 중화권 모바일 수요 회복을 예상해 본다.

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	109	144	187	226	320
현금성자산	29	76	108	136	215
매출채권	30	34	40	45	53
재고자산	47	32	36	42	49
비유동자산	284	260	256	261	263
투자자산	1	1	1	1	2
유형자산	255	240	237	242	245
무형자산	6	12	10	9	9
자산총계	393	404	443	487	582
유동부채	94	81	74	81	91
매입채무	11	14	16	18	21
단기차입금	22	24	24	24	24
비유동부채	48	40	43	46	50
사채및장기차입금	30	23	23	23	23
부채총계	142	121	117	127	140
지배기업지분	251	283	326	360	442
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	127	159	202	236	318
자본총계	251	283	326	360	442
총차입금	74	62	48	48	49
순차입금	45	-15	-60	-88	-167

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	38	81	86	90	109
당기순이익	18	42	64	66	82
비현금비용	28	38	44	47	54
감가상각비	19	22	24	26	28
비현금수익	0	-1	0	-1	-1
자산및부채의증감	-2	5	-1	-1	-2
매출채권감소	-5	-5	-5	-6	-7
재고자산감소	4	16	-5	-5	-7
매입채무증가	-3	1	2	2	3
법인세환급(납부)	-4	-2	-19	-20	-25
투자활동현금흐름	-14	-12	-20	-30	-30
유형자산증가	-24	-9	-20	-30	-30
유형자산감소	0	0	0	0	0
무형자산순감	0	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	-7	-21	-34	-32	-32
차입금증가	19	-12	-13	0	0
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-9	-21	-32	-32
현금의증가	17	47	32	28	79
기말현금	29	76	108	136	215
잉여현금흐름(FCF)	14	72	66	60	79

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	224	262	302	346	402
매출원가	166	177	198	231	264
매출총이익	57	85	104	115	138
매출총이익률	25.4	32.4	34.4	33.2	34.3
판매비와관리비	24	25	28	29	31
판매비율	10.7	9.5	9.3	8.4	7.7
영업이익	34	60	76	86	107
영업이익률	15.2	22.9	25.2	24.9	26.6
EBITDA	53	82	100	112	135
영업외손익	-12	-7	7	0	0
금융이자손익	-2	-1	-1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	-6	8	0	0
세전이익	21	53	83	85	107
세전이익률	9.4	20.2	27.5	24.6	26.6
법인세비용	3	11	19	20	25
법인세율	14.3	20.8	22.9	23.5	23.4
계속사업이익	18	42	64	66	82
당기순이익	18	42	64	66	82
당기순이익률	8.0	16.0	21.2	19.1	20.4
지배기업순이익	18	42	64	66	82
총포괄손익	17	41	64	66	82

주요투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS (원)	603	1,421	2,178	2,240	2,806
BPS	8,557	9,633	11,100	12,250	15,055
CFPS	1,550	2,704	3,666	3,808	4,609
DPS	315	711	1,090	1,090	1,090
PER (배)	58.0	26.0	25.3	19.5	15.6
PSR	4.6	4.2	5.4	3.7	3.2
PBR	4.1	3.8	5.0	3.6	2.9
PCR	22.6	13.7	15.0	11.5	9.5
EV/EBITDA	20.4	13.1	15.7	10.7	8.2
배당성향 (%)	52.2	50.0	50.1	48.7	38.9
배당수익률	0.9	1.9	2.0	2.5	2.5
매출액증가율	-8.9	17.0	15.3	14.6	16.3
영업이익증가율	-44.5	78.6	26.4	13.2	24.9
순이익증가율	-49.4	135.5	53.3	2.9	25.3
EPS증가율	-49.4	135.5	53.3	2.9	25.3
부채비율 (%)	56.4	42.8	35.9	35.4	31.7
차입금비율	29.3	21.8	14.8	13.5	11.0
순차입금/자기자본	17.8	-5.2	-18.4	-24.5	-37.7
ROA (%)	4.6	10.5	15.1	14.1	15.4
ROE	6.9	15.6	21.0	19.2	20.6
ROIC	9.0	15.7	20.7	23.2	28.2

주: K-IFRS 별도 기준, 2022/2/16 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
PI첨단소재 (178920)	22/02/18	매수	57,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2021.12.31기준) / 매수(Buy) 90.5%, 보유(Hold) 7.9%, 매도(Sell) 1.6%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.