

| 화학/소재 |

PI첨단소재(178920.KQ)

세계 1위의 PI, 땀, 눈물

폴리이미드 Global No.1 PI첨단소재

PI첨단소재는 세계 최대 PI필름 판매량 및 생산능력으로 2014년부터 8년 연속 글로벌 PI필름 시장에서 1위를 지키고 있다. 2021년 말 기준 매출액은 3,019억원(YoY+15.3%), 영업이익은 759억원(YoY+26.4%), 당기순이익은 640억원(YoY+53.4%)을 기록하였다. 공격적인 Capa 확대와 주요 원재료 DMF의 재활용 증가로 향후 추가적인 성장세가 이어질 전망이다.

Investment Point

Point 1. 전방산업의 PI 수요 증대

FPCB는 IT기기의 고성능 슬림화 추세에 따라 기존 회로기판보다 얇고 유연하며 설계의 자율성이 높아 적용이 확대되고 있다. 또한 스마트폰 배터리 용량과 디스플레이가 커지며 발열 관리를 위해 스마트폰 내 방열시트의 면적 점유율이 점점 증가하고 있다. 최근 4K, 8K 기술의 발전과 OLED 패널 기술로 인해 고해상도 지원을 위한 CoF 사용이 급격히 증가하고 있다. 이처럼 관련된 전방산업의 성장으로 PI소재 제품의 사용 범위 확대 및 수요량 증가가 가시화되고 있다.

Point2. 첨단산업까지 더한 포트폴리오 다각화

PI필름 및 PI바니쉬의 성장은 전방산업에서 첨단산업으로 확장되고 있다. 발열을 적절히 관리하면서 무게는 가벼워져야 하는 전기차에, 내열성이 높은 EV 배터리 절연용 PI필름을 사용하면 20%의 무게 경량화가 가능하다는 점에서 전기차 시장에서의 수요는 날이 증가하고 있다. 또한 자체 연구역량으로 개발한 PI파우더의 적용범위가 항공우주, 반도체, 자동차까지 확대되고 있는 추세이다. 꾸준한 제품 개발을 통해 적용 산업분야를 계속해서 넓혀 나가며 포트폴리오를 다각화하는 데에 힘쓰고 있다.

Point3. 수익성 악화를 개선하기 위한 모든 발판 마련

지난해 중국의 환경 규제에 의해 원재료인 DMF의 가격이 급등하며, PI필름 제조업체들의 수익성은 악화되었다. 이에 경쟁사들은 10~15%의 판가 상승을 단행하였으며, 당사 역시 12% 판가를 상승시켰다. 여기에 더해 재활용 생산설비를 증설해 재활용 비율을 70%로 높여 체질을 대폭 개선시키며 수익성 뿐만 아니라 환경보호까지 한 번에 잡았다. 뿐만 아니라 업황 둔화 우려에도 불구하고 당사는 공격적인 설비 증설에 나선다. PI필름의 경쟁사들 CAPA는 당사와 비교하였을 때, 한참 못 미치는 수준이며 당사의 생산 CAPA는 올해 광학용(CoF, Foldable) 8호기를 증설하여 5,250톤을 달성한 후, 2023년 전기차(모터, 배터리)의 9호기를 추가로 더해 6,000톤으로 확대할 전망이다. 이로써 PI첨단소재는 높은 시장 점유율과 함께 가동률 및 업계 최고의 규모의 생산 효율성 수준을 갖추었다.

Valuation

PI첨단소재의 2023년도 매출액 3732억원 당기순이익 766억원을 제시한다. 2018~19년 스마트폰 수요 둔화의 시기의 동사와 경쟁사 Taimide의 2018년 평균 PER과, 현재 시장 PER 고평가에 대한 할인율을 적용하여 15.2배의 배수를 적용하였다.

목표가는 **40,000원** 상승여력은 **34%**를 제시하여 투자 의견 **BUY**를 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

40,000원

현재주가(09.29)

29,850원

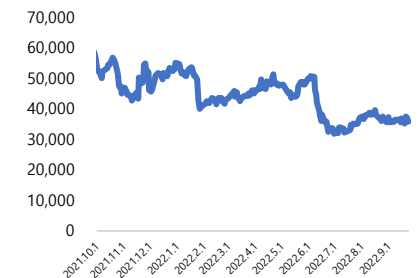
상승여력

34%

Stock Data

KOSPI(9/29)	2155
KOSDAQ	673
시가총액	8,766억 원
발행주식수(주)	29,366,322
52주 최고/최저가(원)	57,300/30,200
외국인지분율(%)	9.29%
주요주주(%)	코리아파이어 홀딩스 54.07%
	김태림 0.08%
	국민연금공단 8.39%
주가상승률(%)	1개월 -17.88%
	6개월 -33.96%
	12개월 -46.51%

Stock Price



Research Team 1

팀장	34기 김세영	keug1@naver.com
	33기 서제덕	tjwpejr07@naver.com
	34기 지유성	yousungstar707@naver.com
	35기 신동석	shinkaaaaa@naver.com
	35기 이웅기	9ung9@daum.net
	35기 전유나	j2163250@naver.com

기업 개요

세계 최대 PI필름 기업, PI첨단소재

PI첨단소재는 2008년 6월 PI(Polyimide) 필름 및 가공제품의 연구개발, 생산 및 판매를 주목적으로 설립한 기업이며, 2014년 기업공개를 통해 코스닥시장에 주권을 상장한 뒤 2021년 유가증권시장으로 이전 상장하였다. 당사는 PI필름과 PI바니쉬 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있으며, 사업부문은 FPCB용, 방열시트용, 첨단산업용 3개의 부문으로 구분된다. 2Q22기준 매출은 사업부문별 FPCB용 42%, 방열시트용 34%, 첨단산업용 24%으로 구성된다. 모든 사업부문에서 주요 매출을 책임지고 있는 PI필름은, 당사가 세계 최대 PI필름 판매량 및 생산능력을 바탕으로 2014년부터 8년 연속 글로벌 PI필름 시장에서 1위를 지키고 있다. 주요주주로는 (주)코리아피아이홀딩스(54.07%), 국민연금공단(8.39%)이 있으며, 현재 서울사무소/연구소, 진천공장/연구소, 구미공장에 사업장을 두고 있다.

필름부터 가루까지, 3대 영역 갖춘 유일한 기업

폴리이미드(Polyimide)란?

일반적인 플라스틱보다 높은 강도와 열적 안정성을 가짐으로써 금속을 대체하거나 전기 전자 분야와 같은 공업적 용도에 적용할 수 있는 플라스틱을 엔지니어링 플라스틱이라고 한다. 폴리이미드란 엔지니어링 플라스틱 중에서도 내한성과 내열성이 가장 우수한 슈퍼 엔지니어링 플라스틱으로 분류되며, 뛰어난 유연성과 절연성을 갖고 있어 다양한 전방산업으로 확장 적용되고 있는 고기능 핵심소재이다.

상용화된 플라스틱 중 가장 우수한
고기능 핵심소재

1) PI 필름(PI Film)

폴리이미드(PI)를 고체 필름 형태로 제조한 PI 필름은 상용화된 플라스틱 필름 중에서 가장 뛰어난 물성을 갖고 있다. 특히 약 -269℃부터 400℃까지의 온도 구간에서 사용이 가능한 내한, 내열성을 가장 큰 특징으로 하며, 외부의 물리적, 열적 자극에도 형태와 치수를 유지하는 치수 안정성, 전기적 특성, 내화학성 등을 기반으로 한 뛰어난 내구성으로 장기간 사용시에도 높은 수준의 신뢰성을 보여준다. 최초에는 1960년대 우주, 항공 용도에 적용하기 위해 개발된 소재였으나, 1990년대 들어 FPCB(연성회로기판)의 상업화에 따라 PI 필름의 적용 범위가 크게 확대되었다. 이후 최근에는 PI 필름을 적용한 방열시트(인조 그래파이트 시트) 시장이 급격하게 증가하는 등 PI 필름의 적용 분야는 점점 더 확대되고 있다.

2) PI 바니쉬 (PI Varnish)

폴리이미드(PI)의 모든 특성을 유지하며, 필름 형태가 아닌 액체 상태로 가공한 PI 바니쉬는 높은 내열성과 우수한 저장 안정성 및 전기 절연 특성을 바탕으로 EV모터에 사용되는 에나멜 전선 케이블의 코팅 소재로 사용되고 있으며 구동모터의 경량화와 고출력화를 통해 고속충전까지 지원하고 있다. 또한 전장용 반도체 패시베이션(Passivation) 소재로 그 사용 영역이 계속해서 확대되고 있다.

용도에 맞게 고체, 액체, 가루로
가공되는 폴리이미드

3) PI 파우더 (PI Powder&Mold)

폴리이미드(PI) 파우더 성형품은 PI를 분말 형태로 만든 뒤, 압축 성형해서 판재, 봉재 및 각종 부품 형태로 가공해 완성하는 제품이다. 액체상태인 PI 바니쉬와 다르게 고체 상태인 것이 특징이다. 각종 부품 형태로 가공하다 보니, 여러가지 산업에 사용되고 있다. 특히 항공우주 반도체, 자동차 분야에 소켓 실링 롤러 같은 공정용 부품에서 내열을 견뎌야 하는 부분에 사용된다. 특히 2차전지에 과열과 관련한 사고를 방지하고자, 전지 내 고온을 견딜 수 있는 소재로 PI파우더 성형품이 주목받고 있다.

폴리이미드의 기술 난이도



출처: RFS Team 1

용도별 생산 가능 영역

	방열	2차전지	FPCB	Foldable	5G	CoF
PI 첨단소재	V	V	V	V	V	V
Kaneka	V	V	V		V	
Dupont- Toray	V	V	V		V	V
Taimide Tech	V	V	V			

출처: RFS Team 1

사업부문별로 뜯어보아도
무수한 성장 요인

실적 및 재무 현황

1) 실적 현황

2021년 말 기준 매출액은 3,019억원(YoY +15.3%), 영업이익은 759억원(YoY +26.4%), 당기순이익은 640억원(YoY +53.4%)을 기록하였다. 매출 성장 요인으로서는 FPCB용 사업부문에서는 OLED용 고부가가치소재 비중이 늘어나고, 차량전장용 FPCB 매출이 지속적으로 증가한 점을 꼽을 수 있다. 방열시트용 사업 부문에서는 장기공급계약에 따른 계획 생산으로 매출이 안정화되고, 방열 특성 향상에 따른 고객 수요가 증가하였으며, 고후도 방열시트의 생산 및 판매가 개시되었다. 마지막으로 첨단산업용 사업부문에서는 EV, 2차전지용 소재 수요 증가에 따라 매출이 증가하고, 반도체의 수요 증가가 패키지 공정용 소재 매출 성장을 견인하였으며, Foldable, Chip on Film 등 디스플레이용 소재 매출이 증가하였다.

2) 재무 현황

2022년 2분기 말 기준 자산총계 5,020억원, 자본총계 3,185억원, 유동비율 146%, 부채비율 58%로 우수한 재무 건전성을 유지하고 있다. 부채비율은 작년 말 기준 45%에서 다소 상승하였지만 이는 파우더 성형품 설비 등 신규 투자 재원 확보를 위한 차입금 증가에 기인한다. 또한 Capa 확대를 위한 증설 투자가

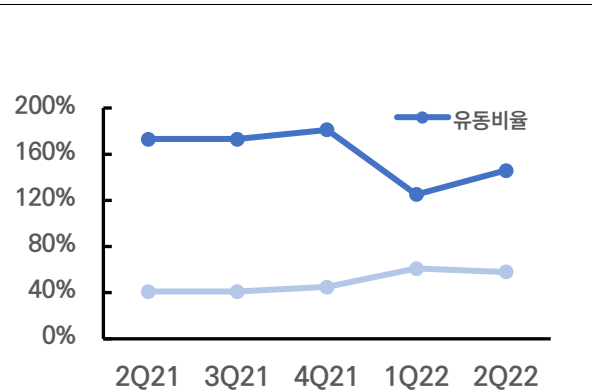
지속됨에 따라 유형자산이 증가하고 있고 투자활동 현금흐름 지출이 크게 증가하였다. 한편 전기까지 장부에 존재하던 대손충당금이 전기말에 모두 환입 되고, 당기 초에는 매출채권에 대해 발생할 것으로 예상되는 손실이 포착되지 않아 추가적인 대손충당금을 설정하지 않았다. 이는 당사와 마찬가지로 거래처 또한 재무 건전성이 양호하고, 향후 매출관련 현금 회수 측면에서도 이상이 없을 것이라 판단된다.

연간 손익 (2021년 말 기준)

	2019	2020	2021
매출	2,237	2,618	3,019
FPCB	969	1,105	1,211
방열시트	749	937	1,062
첨단산업	519	576	746
EBITDA	525	815	996
EBITDA율	23.5%	31.1%	33.0%
영업이익	336	600	759
영업이익률	15.0%	22.9%	25.1%
당기순이익	177	417	640
당기순이익률	7.9%	15.9%	21.2%
가동률	79.3%	75.6%	89.4%
판매량	3,055	3,715	4,437

출처 : PI 첨단소재 IR 자료, RFS Team 1

유동비율 & 부채비율 (2022년 2분기말 기준)



출처 : PI 첨단소재 IR자료, RFS Team 1

Investment Point

1. 전방산업의 PI 수요 증대

앞서 다룬 내용처럼 동사는 스마트 디바이스, 차량 전장용 반도체 및 배터리 등 전방산업에 자사의 PI소재 제품을 생산해 납품한다. PI는 물리적·기계적·열적 특성이 뛰어난 고성능 폴리머로, 다른 폴리머보다 고온과 절연에서 우수해 광범위한 온도에서의 작업이 가능하다. 이러한 장점으로 PI소재 제품은 여러 산업에서 선호되고 있다. 동사는 해당 수요를 만족시키기 위해 광범위한 제품 포트폴리오를 구축했다. 전방산업과 관련해 동사가 생산하는 제품에는 FPCB용, 방열시트용 필름 등이 있다. 관련 산업의 규모는 점점 커지고 있으며 이에 따른 PI소재 제품의 수요도 증가할 것으로 예상된다.

FPCB를 등에 업고

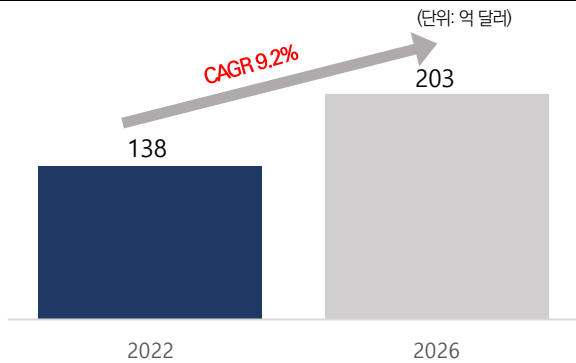
글로벌 리서치 회사 ResearchAndMarkets에 따르면 2022년 세계 연성인쇄회로기판(FPCB) 시장 규모는 138억 달러이다. 또 2026년까지 9.2%의 CAGR로 성장해 203억 달러 규모에 이르게 될 것이라고 예측된다. 시장 성장을 가속하는 요인으로서는 폴더블 스마트폰 시장의 확대, 5G 보급에 따른 스마트폰 교체 수요 등이 꼽힌다. 또한 IT기기의 고성능 슬림화 추세에 따라, 기존 PCB 대비 얇은 두께와 유연성을 가지며 설계의 자율성이 높은 FPCB의 적용이 확대되고 있다. 동사의 PI필름은 FPCB의 후방산업에 속하는

PI필름의 최대 수요처

IT 기기의 고성능화에 따라 더 커진다

FCC(연성적충동판), Coverlay, 보강판 용도로 사용된다. FPCB 시장의 확대에 힘입어 동사는 올해 2분기 매출액 751억을 기록하며 역대 최대 2분기 매출을 경신했다.

세계 FPCB 시장 규모 전망



출처: ResearchAndMarkets, RFS Team 1

FPCB용 동사 제품



출처: PI첨단소재, RFS Team 1

더욱 커질 방열시트 시장

PC, 자동차 등
새로운 수요를 기대하며

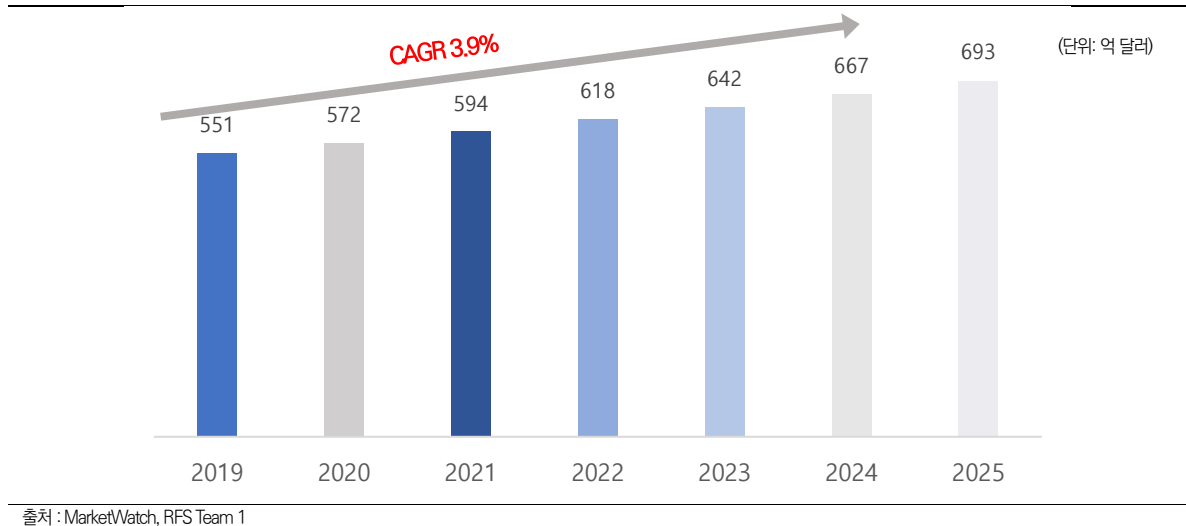
소형 전자기기가 점점 고성능화, 고집적화 되고 있다. 이에 따라 고성능 모바일 기기의 수요가 증가하면서 발열에 의한 오작동 및 기기 수명 단축 문제가 발생했다. 따라서 발열 문제를 어떻게 극복할 지에 대한 논의가 대두됐다. 이에 대한 해결책으로 고성능 방열 소재가 제시됐고 PI 필름에 대한 관심이 증가했으며 수요 또한 급격히 늘어났다. 2014년 동사는 미래의 방열시트 수요를 위해 6호기를 증설하는 등 꾸준히 선제적 대응을 해왔다. 2014년부터 2017년까지 동사를 제외한 방열시트용 PI필름 제조 업체들의 생산능력은 증가하지 않은 것으로 추정된다. 2018년이 되어서야 뒤늦게 경쟁사들이 생산능력 증가 계획을 발표했지만 의미 있는 출하량 증가는 2020년부터 가능했기 때문에 이미 동사와 격차가 많이 벌어진 상태였다. 그동안 동사의 시장점유율이 눈에 띄게 증가했으며 현재도 우위를 점하고 있다.

스마트폰 업체들의 스펙이 증가하며 방열시트 적용 면적이 더욱 증가하고 있다는 점 또한 호재이다. 스마트폰 부품 중 방열시트 요구량이 증가하는 부분은 디스플레이 패널, 배터리, 카메라, 후면 유리 등이 있다. 애플만 하더라도 최근 프로형과 기본형의 격차를 더욱 늘리고 있다. 저가 모델 생산 비중을 줄이고 프로와 프로 맥스로 고스펙 모델의 생산이 늘어나고 있다. 고가 라인 모델의 큰 디스플레이(기본형 세로 146.7mmx가로 71.5mm, 플러스형 세로 160.8mmx가로 78.1mm, 프로 맥스 세로 160.7mmx가로 77.6mm)은 방열시트의 면적 확대에 이어진다. 뿐만 아니라 아이폰 14 프로맥스의 배터리 용량은 4,323mAh, 기본형의 배터리 용량은 3,279mAh이다. 배터리 용량과 디스플레이가 커지며 발열을 최소화하기 위해 스마트폰 내 방열시트의 면적 점유율이 점점 증가할 수 밖에 없다.

투자 전문 매체인 MarketWatch에 따르면 전자부품용 방열소재 분야 세계시장 규모는 2019년 551억 달러 규모에서 3.9%의 CAGR로 성장할 전망이다, 2025년 약 693억 달러의 시장을 형성할 것으로 추정된다. 또한 동사의 PI필름은 방열시트의 필수 소재로 사용되는 만큼 현재 적용되는 모바일 전자기기뿐 아니라 발열 관리가 필요한 데스크탑, 자동차 전장용 등 PI필름의 사용 범위가 확대될 것으로 기대된다.

세계 전자부품용 방열 소재 분야 세계 시장 규모 전망

스마트폰 스펙 증대는 곧
방열시트의 증대



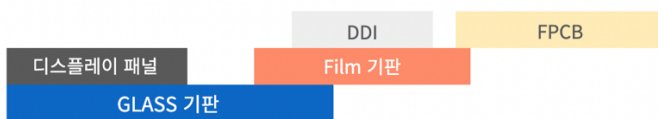
디스플레이 변화 흐름에 몸을 맡기다

새롭게 도약할 CoF용 시장

CoF(Chip on Film)는 디스플레이를 구성하는 부품 중 하나다. 4K, 8K의 발전과 OLED의 등장으로 높은 해상도를 지원하기 위한 CoF의 적용이 증가하고 있다. PI필름에 DDI(Display Driver IC)칩을 설치한 형태로 패널과 FPCB를 연결해 디스플레이의 영상 신호를 디스플레이 패널에 전달하는 구동회로 역할을 한다. PI 필름 위에 DDI칩을 부착해 말거나 접을 수 있어 전자기기 패널부의 배젤을 최소화하는 등 기기의 두께나 크기를 줄이는 유연한 설계가 가능하다.

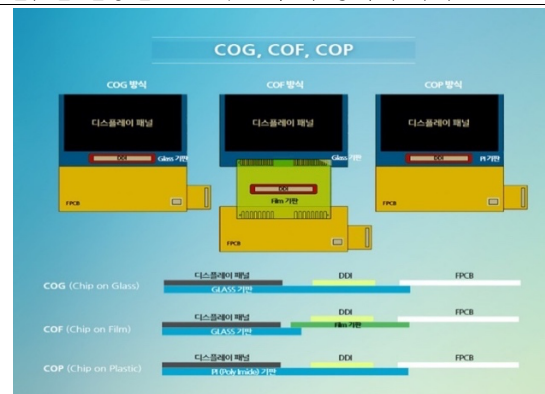
현재 모바일용 CoF에 들어가는 PI필름은 공급 중에 있다. 여기에 더해 대형 디스플레이에도 당사의 제품이 투입될 예정이다. TV와 같이 대형 디스플레이 CoF에 쓰이는 필름은 2분기에 고객사(삼성전기, LG이노텍) 인증을 완료했고 하반기부터 양산에 들어갈 예정이다. 평균적으로 스마트폰의 크기를 6인치, TV의 크기를 50인치라고 가정했을 때 대형 디스플레이에 필요한 필름의 양이 모바일 기기에 비해 적어도 6배 이상은 될 것이다.

CoF 방식 구조



출처 : 삼성디스플레이, RFS Team 1

PI필름을 활용한 CoF 구조와 타 방식의 차이

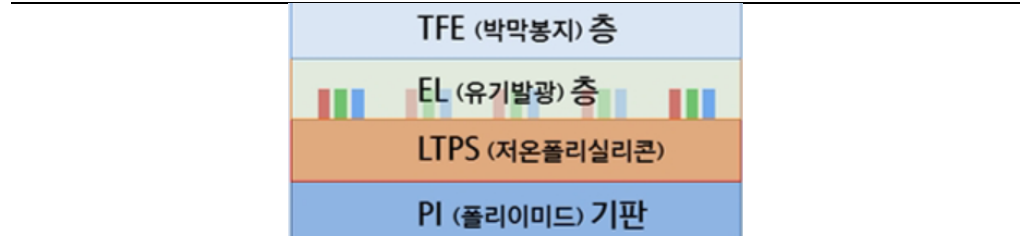


출처 : 삼성디스플레이, RFS Team 1

사실 CoF용 시장은 디스플레이 시장의 성장세 둔화로 수년간 침체된 상태였다. 하지만 2017년 이후 4K, 8K 기술이 점점 발전하고 최근에는 LCD에서 OLED로 디스플레이 패널 기술이 변화하며 높은 해상도를 지원하기 위한 CoF의 적용이 급속히 증가하고 있다. 또한 폴더블폰에 쓰이는 Flexible OLED Display 패널

에서 유리를 대체하는 substrate 소재로 PI바니쉬가 적용되고 있다. 변화하는 디스플레이 시장 흐름에 맞춰 CoF용 PI필름과 바니쉬의 수요도 자연스럽게 늘어날 것이다.

유리를 대체할 PI 기판(Flexible OLED 구조)



출처 : 삼성디스플레이, RFS Team 1

2. 첨단산업까지 더한 포트폴리오 다각화

전기차에 더 이상 없어서는 안 될 존재

전기차 발열부터 무게까지

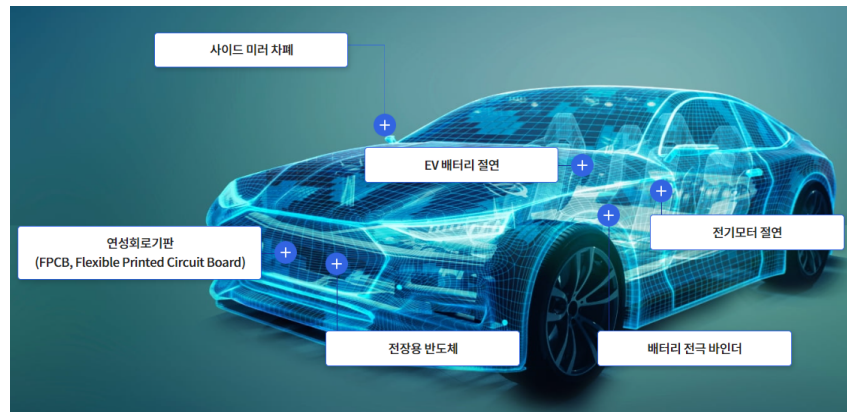
우리가 잡는다

기존 IT 모바일에 이어 전기차 시장에서도 PI필름 및 PI바니쉬의 수요가 늘고 있다. EV 배터리의 주요 부품 발열량 증가로 인한 전기차 화재사고가 연이어 발생하면서 전기차 배터리에 대한 효율적인 열관리가 중요해지고 있기 때문이다. 배터리의 셀이나 케이싱에 감싸는 테이프의 용도로 활용되는 PI필름은 고내열성 및 내화학성이 요구되는 EV 배터리에 가장 적합한 소재로 여겨진다. 또한 기존의 와이어링 하네스를 PI필름을 활용한 테이프로 대체하면 20% 정도의 무게 경량화가 가능하다는 장점이 있다. 가벼워져야 하는 전기차 니즈에 부합한 것이다. EV 배터리 절연용 PI필름은 지난 3년간 매년 50% 이상의 성장률을 보였고, 이외에도 전기차 시장에서는 액체상태인 PI 바니쉬의 비중 또한 커지고 있다.

현대차가 아이오닉 5에서 800V 충전 시스템을 적용함에 따라 고압을 견딜 수 있고 내열성이 더 좋은 PI 바니쉬가 높은 가격에도 불구하고 사용되고 있다. 향후 현대기아차의 E-GMP 플랫폼 기반 전기차 모두 800V 시스템 적용이 예상되는 만큼 현대기아차의 전기차 라인업 확대에 따라 PI 바니쉬로의 강한 교체 수요가 예상된다. 또한 바니쉬는 전기차 창문에 들어가는 투명 디스플레이 소재로도 사용되는데, 유리만큼 투명해야 하고 480도의 고온에서도 치수 변형이 없어야 하는 매우 어렵고 진입 장벽이 높은 기술로 평가 받는다.

이처럼 계속 되는 수요 증가에, PI첨단소재는 780억원을 투자하여 EV에 쓰일 전용 차세대 고사양 PI필름 생산을 위한 설비 증설에 들어갔다. 750톤 규모의 생산라인이며 '메탈 프리'(Metal-Free) 라인으로, 필름의 생산 단계부터 금속성 불순물이 제품에 혼입될 가능성을 원천 차단한다는 특징을 지닌다. 이차전지는 신뢰성과 안전성 확보를 위해 고순도 절연성이 필요하다는 점에서 해당 라인의 증설은 높은 경쟁력을 가져다 줄 것이다. 전기차에서의 PI 사용 영역이 늘어날수록 EV 전용 생산라인을 갖춘 당사의 성장으로 직결될 수밖에 없는 이유이다.

전기차 내의 PI 사용영역

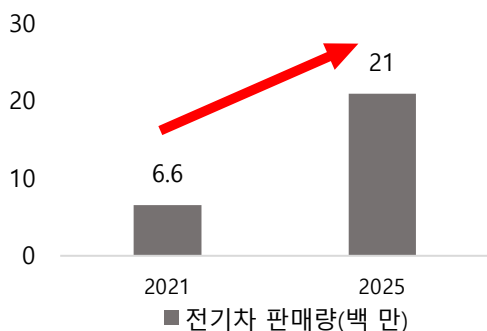


출처 : PI첨단소재 IR 자료, RFS Team 1

EV 배터리의 성장과 함께 간다

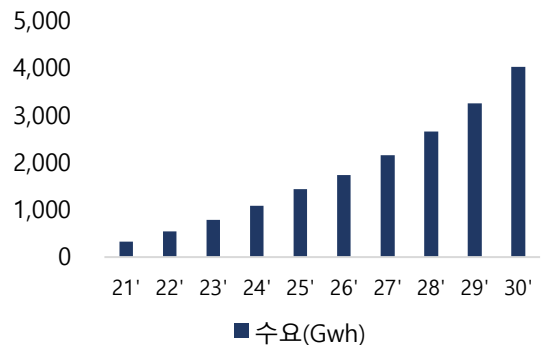
그렇다면 앞으로 글로벌 EV의 전망은 어떠한가? IEA(국제에너지기구)는 올해 1분기 전기차 판매량이 이미 200만 대를 넘어서면서 지난해 같은 기간보다 75% 증가했다고 밝혔다. 전기차 수요가 급증하면서 전기차 배터리와 관련된 시장도 동반 성장하고 있다. 전 세계 전기차 배터리 시장 규모는 연평균 36.7%씩 성장해 왔고, SNE리서치에 따르면 2020년 304억 달러에서 2030년 3047억 달러로 시장 규모가 10배 이상 커질 것으로 예상된다. 당사의 EV배터리 관련 매출액 증가율이 11.5%에서 33.18%로 1년 사이에 약 3배가 증가한 것을 봤을 때, 앞서 언급한 앞으로의 전기차 배터리 수요 증가와 EV전용 생산라인 가동이 더해진다면 PI필름과 PI바니쉬의 성장성은 기하급수적이다.

글로벌 EV시장 전망



출처 : RFS Team 1

글로벌 EV 배터리 수요 전망



출처 : RFS Team 1

PI파우더까지 확대, 미래 수요에 대한 선제적 대응 완료

2021년에 자체 연구개발역량으로 PI파우더 개발을 완료했고, 성형품 판매를 개시한 후부터 수요가 계속 늘어나고 있다. PI파우더 성형품은 PI를 분말 형태로 제조한 뒤 압축성형 공정을 거쳐 산업용 내구재인 판재, 봉재 및 각종 부품 형태로 가공해 완성된다. PI파우더는 일반 기계 산업부터 극한의 물성이 요구되는 항공우주, 반도체, 자동차까지 적용범위가 확대되고 있으며, 각종 소켓, 실링, 롤러, 베어링 등과 같은 공정용 부품으로 사용되고 있다. 따라서 당사는 올 2분기에 PI파우더 생산라인을 증설하기로 결정했고, 현재 진행

PI파우더까지 합세,

3대 영역 모두 접수

중에 있다.

이로써 글로벌 회사 중 3대 영역에 대해 자체 생산 역량을 모두 갖춘 회사는 당사가 유일하다. 당사는 현재 증설 중인 2개의 신규 P필름 생산라인(8,9호기)을 포함해 P필름 생산라인 총 9기, P바니쉬 생산라인 1기, P파우더 성형품 생산라인 1기까지 총 11기의 생산 역량을 확보하게 되며, 이는 세계 최대 규모이다.

3. 수익성 개선을 위한 발판은 모두 갖추었다

DMF 가격 인상으로 악화되었던 수익성

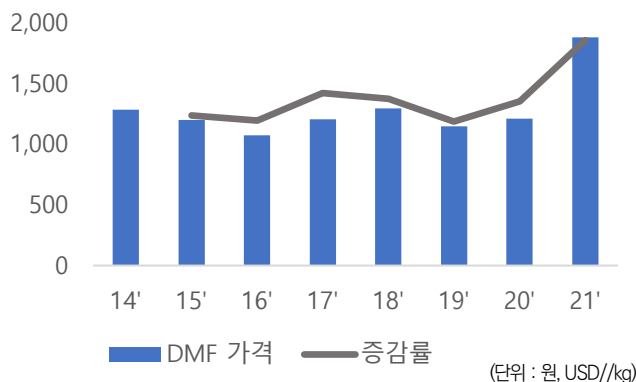
원재료 가격 상승으로 시장 전반적으로 악화된 수익성

PI 필름의 원재료인 디메틸포름아마이드(이하 DMF)의 가격이 2020년 기준 1,209원에서 2021년 기준 1,881원으로 55% 급등했다. DMF의 주 생산국인 중국의 환경 규제 강화로 인해 공급량이 부족해지며 가격이 급등한 것이다. 반면, 당시 PI 필름의 가격은 70,690원/(kg)에서 70,860원/(kg)으로 원재료 상승폭에 비해 미미했다. 이에 따라 당사의 지난해 3분기 영업이익률은 5.2%p 하락했고, 매출원가율은 67%로 증가했다.

경쟁사들의 상황도 마찬가지였다. PI 필름 제조업체들은 수익성 악화를 피하지 못했고, 이를 대응하기 위해 점차 가격을 인상시키고 있다. 원재료 부담으로 인해 수익성이 악화되자 동종 3위 업체인 대만의 타이마이드테크가 가장 먼저 PI필름 판가를 올렸고, 뒤이어 2위 업체인 카네카가 15% 상승시켰다. 당사는 역시 올해 1분기 77,112원/(kg)으로 상승시켰고, 상반기 말에는 79,653원/(kg)으로 전년 대비 12% 판가를 상승시켰다. 공급업체 전반적으로 판가를 상승하는 모습을 보이고 있어 당사의 가격 인상은 수익 개선으로 직결될 것이다. 또한 스마트폰 수요 둔화 우려에도 불구하고 판가 상승에 성공한 것으로 보아 전방 업체들에 PI 필름 시장은 전방 세트에 필수적인 요소로써 수요 둔화의 타격에서 벗어난 것을 알 수 있다.

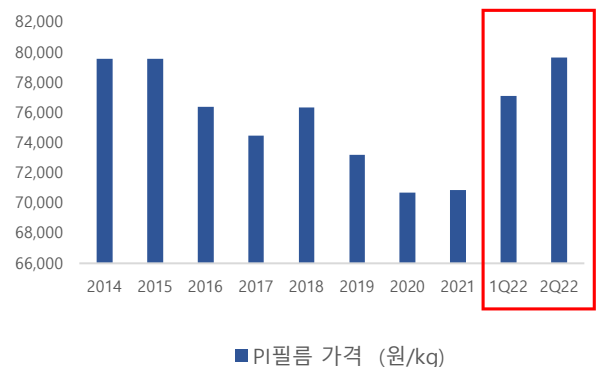
2023년 DMF 가격에 대한 전망 역시 밝다. DMF 업계 1위인 중국의 산동화로항성화학은 15만 톤의 DMF 생산력을 갖춘 징저우 기지 1기 프로젝트를 2023년 말 완공할 것이라 밝혔다. 원재료 다량 공급은 DMF 가격 하락으로 이어질 것이고, 이는 당사의 수익성 개선으로 이어진다.

DMF 가격 변동 추이



출처: 전자공시 DART, RFS Team 1

PI 필름 가격 추이



출처: RFS Team 1

재활용 생산설비를 통해 수익성과 환경보호 한번에 잡는다

앞서 언급했다시피, 공급업체들은 10~15% 수준에서 PI필름의 판가 상승에 성공했다. 하지만 이는 원재료 상승폭에 한참 못 미치는 수준이다. PI 필름 생산업체들의 체질 개선이 필요한 이유이다. 당사는 재활용 생산설비를 통해 체질을 대폭 개선한다. 원재료 재활용 설비 증설 규모가 커질 경우 가격 변동에 따른 수익성 편차를 완화시킬 수 있고, 단가를 하락시켜 경쟁력을 확보할 수 있다. 당사는 지난해 11월 기준 경북 구미 공장에서 DMF 월간 사용량 3,000톤 중에서 1,200톤을 재활용해 사용하고 있다. 나아가 기존의 재활

원재료 경쟁력이 곧 가격 경쟁력

환경 보호의 목적까지 일석이조

용 생산설비를 증대 시켜 재활용 비율을 기존 40%에서 70%로 늘릴 전망이다. 2022년 내에 RDMF(Recycled DMF)사용량을 대폭 늘려 폐 DMF 1,000톤 중 버려지는 양을 200톤 미만으로 유지하려고 한다. 재활용율을 100%까지 높이면 연간 비용을 영업이익 기준 50억에서 70억까지 절감할 수 있다.

전년도에 급격하게 상승한 DMF가격의 상승은 중국의 환경 규제에서 원인을 찾을 수 있다. 환경에 대한 관심이 커지며 앞으로의 DMF 가격에 대해서도 안심할 수 없다. 재활용설비를 늘려 안정적인 수익성을 확보하는 것은 당사의 큰 경쟁력으로 자리잡을 것이다. 뿐만 아니라 당사 자체적으로도 폐기물 배출을 줄여 환경을 보호하는 목적도 있다. 인체 유해 화학물질인 DMF 폐기를 최소화하기 위해 이를 회수해 다시 사용한다. 이로 인해 ESG 관점에서도 당사의 매력도는 높아졌다.

4. 업계 1위에 쐈기를 박는다

PI 필름 전 세계 1위, 그럼에도 공격적인 증설

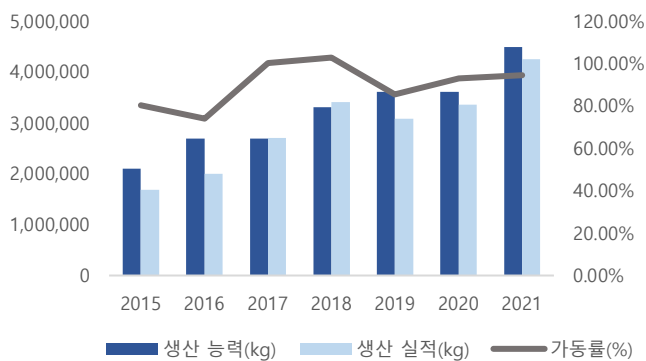
2014년 이후 FPCB 시장이 정체기를 겪자 경쟁사들은 생산설비 증설에 주춤했다. 그러나 이 시기 당사는 꾸준한 생산설비 증설을 통해 글로벌 점유율을 높였다. 여기에 높은 가동률을 더해 당사의 점유율을 확고히 하고 있다. 599 톤의 생산능력을 증대시켰던 2016년 당사의 점유율은 21%에서 24%로 소폭 증가했다. 또 한 차례 617톤의 생산능력을 증대시켰고 2017년 28%의 점유율을 기록했다. 점유율 1위에 나아가 PI 필름 시장의 성장성을 확신한 당사는 887 톤의 생산능력을 더해 2020년 이후 PI필름 시장의 31.2%를 달성했다. 당사는 PI 필름 생산 능력을 꾸준히 확대할 전망이다. 올해 광학용(CoF, Foldable) 8호기를 증설하여 5,250톤을 달성한 후, 2023년 전기차(모터, 배터리)의 9호기를 추가로 더해 6,000톤으로 확대할 전망이다. 경쟁사들의 생산 설비는 한발 늦은 2020년이 되어서야 증대되었다.

규모의 경제효과 극대화,

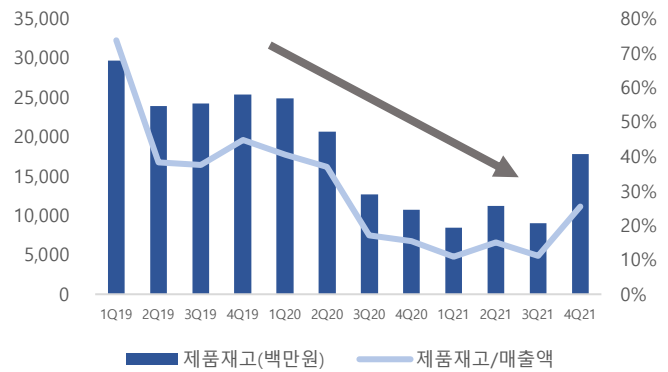
고객사 신뢰도 확보

높은 가동률, 그리고 줄어드는 제품재고

당사는 경쟁사 대비 높은 Capex와 함께 높은 가동률을 자랑한다. 2018년, 2019년에 가동률이 100%를 상회했고, 2020년 이후에도 90%를 상회하고 있다. 2022년 올해 세트 수요 둔화에도 불구하고 비슷한 수준의 가동률을 기록할 것으로 예상된다. 높은 가동률에도 불구하고, 오히려 제품 재고가 하락 추세인 점은 주목할 만하다. 특히 20년도 3분기 당사의 매출액이 33% 증가했음에도 불구하고 제품재고는 62% 감소했다. 이러한 추세가 21년도 3분기까지 이어지며 당사는 재고를 끌어 담아 판매하는 상황이 나타났다. 동 시기 당사의 영업이익률은 20%를 육박했고 21년도 2분기에는 29%를 달성했다. 제조업체에서 찾아보기 힘든 영업이익률을 기록한 것이다. 당사의 제품이 빠른 속도로 판매되고 있다는 것을 보여준다. 당사는 업계 1위로 다변화된 고객과 많은 물량을 확보하고 있고, 이는 매력적인 가격을 기반으로 하여 빠르게 제품이 판매되는 선순환으로 이어지고 있다. 다만 2022년 들어 증가하고 있는 제품 재고는 당사가 빠르게 해결해야 할 과제이다.



출처 : 전자공시 DART, RFS Team 1



출처 : Dataguide, RFS Team 1

경쟁사 분석

자라나는 PI필름 시장과 경쟁사

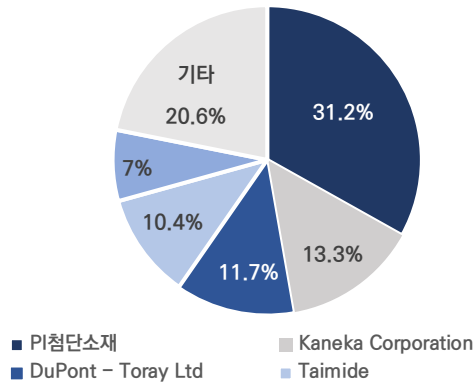
PI필름 시장이 쑥쑥,
PI첨단소재도 덩달아
쑥쑥

전 세계 PI필름 시장은 2017년 14억 8,000만 달러에서 연평균 성장률 9.65%로 증가하여, 2022년에는 23억 4,606만 달러에 이를 것으로 전망된다. 우리나라의 PI필름 시장은 2018년 7,140만 달러에서 연평균 성장률 12.3%로 증가하여, 2022년 1억 2,720만 달러에 이를 것으로 추정된다. 계속적으로 증가하는 PI시장 속에서 세계 PI필름 시장의 주요 기업은 PI첨단소재, Kaneka Corporation(일본), Dupont-Toray Ltd(미국), Taimide Tech Inc(대만) 등이 있다.

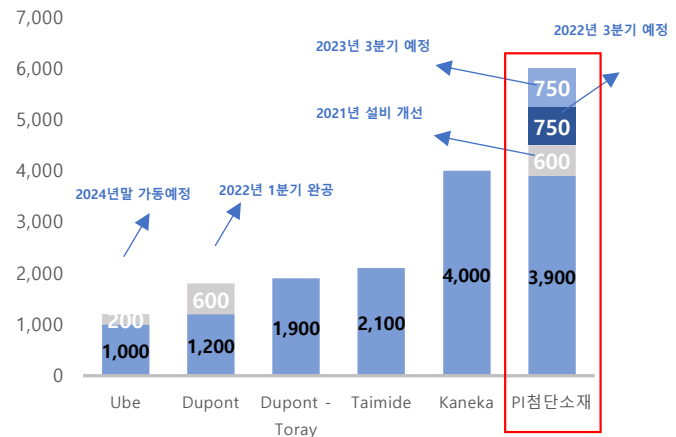
당사는 2014년 이후 글로벌 PI필름 시장점유율 1위를 유지해 오고 있다. 당사의 판매점유율은 31.2%를 차지하며 다음으로 Kaneka Corporation이 13.3%, Dupont-Toray Ltd가 11.7%, Taimide가 10.4%로 큰 차이를 보이고 있다. PI필름 경쟁사들의 CAPA는 당사에 한참 못 미치는 수준이며 Kaneka(4,000톤), Taimide(2,100톤), Dupont-Toray(1,900톤)인 것으로 추정된다. 앞으로 경쟁사들이 신규 투자를 한다 하더라도 완전 가동까지 약 2년의 시간이 소요되기 때문에, 현재까지도 활발한 설비투자를 단행하고 있는 당사의 CAPA를 경쟁사들이 단기간 내에 따라잡기는 쉽지 않을 것이다. 당사의 생산 CAPA는 올해 광학용(CoF, Foldable) 8호기를 증설하여 5,250톤을 달성한 후, 2023년 전기차(모터, 배터리)의 9호기를 추가로 더해 6,000톤으로 확대할 전망이다. 일본 주요 경쟁사들 중 가장 규모가 큰 Kaneka Corporation의 경우 CAPA가 약 4,000톤 규모이며 PI필름 경쟁사들의 생산 설비는 당사에 비해 한발 늦은 2020년이 되어서야 증대되었다. 따라서 높은 시장 점유율과 함께 가동률 및 생산 효율성 수준은 당사가 업계 최고의 규모이다.

글로벌 PI필름 시장 점유율

PI필름 경쟁사 현황(24' 기준 CAPA 증설 계획 전망)



출처: RFS Team 1



출처: RFS Team 1

Kaneka Corporation

Kaneka Corporation은 식품용 합성수지 및 화학물질을 제조 및 유통하는 기업으로 사업 분야에는 기능성 수지, 전자분야, 식료품 분야, 화학제품 분야, 생명과학 제품 분야 등이 포함된다.

당사의 다양한 사업부문 중 매출액과 영업이익 측면에서 보았을 때 PI필름 및 기능성 필름 실적이 속해 있는 Quality of Life Solution Unit 부문의 매출액은 전체 매출액의 23%이며 영업이익에서는 전체 대비 37%를 차지했다. 더 나아가, Quality of Life Solution Unit의 순매출의 증가율(YoY), 영업이익의 증가율(YoY)을 보았을 때, 각각 10.1%, 0.3%로 나타난 결과 상대적으로 다른 타 사업부문과 비교해서 수익 증가 실현이 그다지 높지 않음을 파악할 수 있다.

2022년 1분기 사업부문별 순매출액 및 영업이익

	Net sales		Operating Income	
	FY2021 1Q	FY2022 1Q	FY2021 1Q	FY2022 1Q
Material SU	69,967	88,819	9,311	10,756
Quality of Life SU	40,856	45,000	4,586	4,600
Health Care SU	13,220	16,623	2,310	3,856
Nutrition SU	39,753	41,879	1,429	806
Others	308	316	177	186
Adjustment	-	-	(5,967)	(7,994)
Total	164,106	192,739	11,848	12,212

출처: RFS Team 1

Taimide Tech Inc

Taimide Tech는 주로 PI필름의 제조 및 유통을 담당하는 대만 회사이다. 20년 기준 매출 부문에 따르면 99.6%로 압도적인 Taimide 필름 매출을 보여주며 21년에 들어와서는 100%로 오직 PI필름만을 제조할 수 있다. 지역별 수출을 보았을 때 당사는 중국, 대만, 한국 일본 등으로 PI필름을 수출하며 20년 기준으로 가장 많이 수출한 국가는 대만 49.6%로 가장 많았다. 그러나 21년 기준 중국이 50%로 올라서면서 가장 많이 수출하는 국가가 되었다.

PI첨단소재의 주요 영업 국가는 국내와 중국으로 구성되어 있다. 22년 반기 보고서에 따르면, 당 반기 수익

PI필름 시장, 수익 실현이 부족한
Kaneka

Taimide, 한 번 거둬 볼 수도 있겠는데?

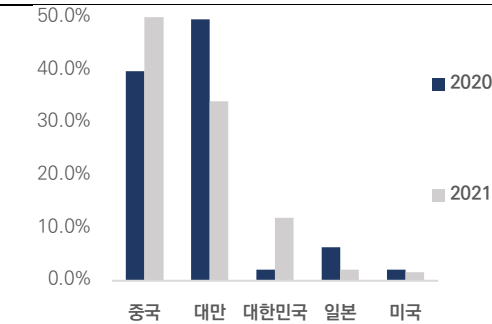
과 전반기 수익 모두 각각 중국이 약 832억원, 약 839억원으로 가장 많았으며 다음으로 국내가 약 551억원, 567억원으로 가장 많았다. 이를 통해 중국 시장에 대한 수요가 대부분 이루어지고 있음을 알 수 있으며 이는 동시에 같은 중국 수출 비중 1위 Taimide Tech 기업과의 경쟁구도를 발생시킬 수 있음을 예상할 수 있다.

Taimide Tech 부문당 매출(단위: 백만 TWD)

	2020		2021	
PI 필름	2006.59	99.6%	2390.18	100%
기타	7.27	0.4%	0.95	-

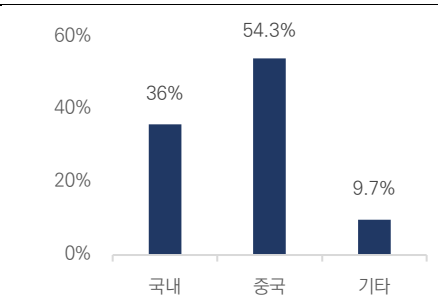
출처: RFS Team 1

Taimide Tech 수출 국가 비중



출처: RFS Team 1

PI첨단소재 수출 비중



출처: RFS Team 1

Dupont – Toray Ltd

Dupont-Toray Ltd는 1802년에 설립된 미국의 화학회사인 Dupont과 1926년 설립된 일본의 섬유화학회사인 Toray의 합작회사이다. 일본 시장에 진출하고 싶었던 Dupont과 일본 국내점유율을 높이고 싶었던 Toray의 합의로 인하여 Dupont이 기술을 제공하고 Toray가 개발, 판매를 담당하기로 하여 지분 50:50 비율로 Dupont-Toray 합작회사가 출범하게 되었다. Dupont과 Toray 모두 대형 기업이며 각각의 사업부문이 단순히 필름 사업 뿐만 아니라 건설자재, 식품 및 식품 첨가물, 포장재, 의료기기 및 소재 등 다양하고 앞서 언급한바와 같이 현 시장 점유율과 CAPA 증설 현황 및 계획 전망으로 봤을 때 비중이 높지 않은 것으로 보아 동사 PI첨단소재와 동종 업계 Peer group으로 삼기에는 다소 어려움이 있어 보인다.

RISK

M&A 이슈 – 비싼 가격에 팔린다고 모두 좋은 것은 아니야

매력적 사업인 만큼

주인이 자주 바뀌었다.

동사는 창립 이래 총 2번 지배주주가 변경되었다. 동사의 전신은 SKC코오롱PI이다. 2008년 SKC와 코오롱인더스트리가 각사의 PI 필름 사업을 떼어내 50대 50 지분율로 합작사를 세웠다. 이후 2014년 코스닥 기업공개로 진행하였다. IPO에서 구주매출과 신주모집의 비율을 9대 1로 책정하였고, 공모가는 8000원으로 결정했다. SKC와 코오롱인더스트리는 IPO를 통해 각각 절반의 지분을 처분하였다. 이후 2019년 12월 각사의 모든 지분(54.07%)을 글랜우드 PE가 인수하였다. 주당 38,219원에 인수하여 총 매각대금 6080억을 지불하였다. 이후 2021년 8월 코스피로 이전상장 하였다.

글랜우드PE는 기업의 비주류 계열사 혹은 사업부를 인수하는 Carve-out을 바탕으로 짧은 기간을 보유하고 Exit를 진행한다. 글랜우드PE는 회사의 재무 상태를 이용한 배당 보다는, 설비 투자에 적극적이다. 글랜우드PE의 딜은 CJ올리브영(Pre-IPO), 제원한 모든 딜이 Buyout(컨소시엄 포함) 형식이다. 글랜우드PE의 투자회수기간은 평균 2년 1개월으로, 모든 딜이 4년 이내의 기간이 소요되었다. 일반적으로 PEF의 투자

기간은 약 4년인 것을 보았을 때, 빠른 매각을 선호하고 있다.

이번 PI첨단소재 또한 보유기간 2년 7개월 만에 매각을 확정하였다. 베어링PEA에게 지분 54.07%를 1조 2750억에 매각하기로 합의하였다. 주당 80,300원으로 계약일 종가 대비 60%의 경영권 프리미엄이 책정되었다. 칼라일과 한화솔루션은 예비입찰 후 인수전에서 이탈하였고, 본입찰 시기 롯데케미칼, KCC글라스, 프랑스 알케마, 벨기에 솔베이가 참가하였다. 거래가 과열 입찰 양상을 보였다. 하지만, 베어링 PEA에게 매각 공시 후 주가는 빠르게 하락하였다. 투자자들은 인수 회사와의 시너지효과를 기대하였지만 PE에 매각된 것에 대한 실망한 것으로 추측되고 있다. 현재 주가는 계약 공시일의 종가 대비 약 38%하락한 상태이다. 베어링PEA의 주당 인수가의 38% 수준이다. 다행히 베어링PEA가 외국계 PEF인 만큼, 환차익을 통해 손해를 조금 만회한 것으로 추정된다. 또한, 최근 급격한 금리 인상으로 인해 자금 조달 비용도 크게 올라 베어링PEA의 부담은 한층 더해졌다. 현재 베어링 PEA는 인수금융 공동 주선사로 우리은행과 미래에셋증권을 선정하여 자금확약서를 확보하였다.

따라서 현재 베어링PEA에서 인수를 포기하여, PI첨단소재의 딜 클로징이 어려울 것이라는 시각도 존재한다. 현재 기업결합신고 절차를 밟고 있는데, PI첨단소재는 중국 내에서도 사업을 진행해, 중국 정부의 기업결합 승인을 받아야 한다. 중국의 승인이 아직 나지 않아, 구체적인 일정이 미뤄지고 있다. 첫 공시에 따른 거래종결일은 9월 30일이 있었으나, 29일 공시 상 12월 30일로 미뤄지게 되었다. 매각 일자와, 증시 상황이 다른 결과를 낼 수 있다. 본 리포트에서 매각 향방에 따른 각 시나리오 별 영향을 제시한다.

글랜우드PE 주요 투자 내역

투자 기업	내역
동양매직	14년 3000 억 투자/16년 SK 네트워크에 6100 억 매각
해양에너지 서라벌 도시가스	18년 6160 억 투자/20년 맥쿼리에 7980 억에 매각
한국유리공업	19년 3100 억 투자/ 21년 LX에 6000 억에 매각
한라시멘트	16년 베어링 PEA와 컨소시움 6300 억 투자 /17년 베어링 PEA에게 매각 IRR 14% 달성

출처 : 한국경제신문, RFS Team 1

PI첨단소재 주식

	내용
08년 08월	SKC코오롱PI 으로 창립
주요주주	SKC 50: 50 코오롱인더스트리
↓	
14년 8월	코스닥 시장 상장
주요주주	SKC 27 : 27 코오롱 인더스트리
↓	
20년 3월	글랜우드PE 매각
사명 변경	PI첨단소재
주요 주주	글랜우드 PE 54.07%
↓	
이전 상장	유가증권 시장

PI첨단소재 매각 개요

	내용
매도인	코리아피아이홀딩스(글랜우드PE)
매수인	Plasma, L.P(베어링 PEA)
대상 주식	보통주 15,877,400주(54.07%)
매매 대금	1조 2750억(주당 80,300원)
주관사	JP Morgan
거래 종결일	9월 30일 → 12월 30일
공시 당시 주가	50,500원

출처 : 전자공시, RFS Team 1

출처 : 전자공시, RFS Team 1

1) 베어링PEA 인수 포기 시

가능성이 낮은 시나리오지만, 주가가 하락한 상황에서 베어링PEA는 위약금 지불 후 인수포기의 가능성이 있다. 베어링PEA가 인수 포기 시 글랜우드 PE는 빠른 EXIT 기조에 따라 즉시 재매각 시도에 나설 것으로 보인다. 매각 시기까지 최소 6개월에서 1년까지 소요될 것으로 전망된다. 현 주가에 따라 계약 규모는 최대 절반까지 하락할 수 있다. 글랜우드 PE는 배당 보다는 재투자에 집중하는 PEF이지만, 내부수익률을 높이기 위해 다음 분기에는 배당을 높일 가능성이 존재한다. 그 사례로, 지난 2017년 글랜우드PE가 한라시멘트의 지분 매각 시기, 배당을 통해 1148억의 현금 중 상당부분을 챙겨 나갔다. 많은 배당을 위해서 CAPEX가 올해 4분기 및 23년 1분기에는 크게 줄어들 가능성이 크다. 앞선 2분기의 CAPEX와 배당률에 따라 단기적인 주가 영향이 예상된다. 또한 장기적 CAPA 증설 계획에 차질이 예상된다. 긍정적인 신호로는, 재매각 대상자와의 시너지 효과와 매각 대금, 인수자의 CAPA 투자 의지에 따라, 기대감에 따른 주가 상승 여력이 있다.

2) 베어링PEA 인수 시

가능성이 높은 시나리오이다. 더 나아가 베어링PEA의 인수 후 지분 공개매수를 단행하는 방식이 예상된다. 베어링PEA는 올해 초 스웨덴 발렌베리 가의 PEF인 EQT AB가 인수하였다. 인수 이후 결성된 85억달러(11조원) 규모의 블라인드 8호 펀드의 첫 인수 대상인 만큼 자금력은 풍부하다. 평균매입가가 8만 300원 인 만큼 장내매수를 통해 매입가를 낮추려 들 것으로 보인다. 이는 주가 흐름에 긍정적인 시그널이다.

극단적으로 본다면, 자금력으로 공개매수로 지분을 매입하여 자진 상장폐지를 시도할 수 있다. 최근의 KLN파트너스의 맘스터치의 자진 상장폐지 사례가 있다. 이를 통해, 베어링은 많은 배당을 통해 투자금 회수를 극대화할 수 있다. 하지만 자진 상장폐지는 8.3%남짓의 지분을 보유한 국민연금의 동의가 필요하고, 매수가를 위한 주주간 갈등도 예상되어 성사가 힘들 것으로 보인다.

베어링의 최근 Buyout 딜을 고려하였을 때, 기업의 크기와 시장점유율을 키우기 보다는, 회사의 개편을 통해 영업이익률을 높이고, 회사의 자본조정을 통해서 투자자금을 회수해 왔다. 투자한 회사들은 대부분 적정 분야의 시장 점유율 및 현금흐름이 양호한 기업에 투자하여, LBO와 리캡을 빠른 투자금 회수를 진행하였다.

첫 사례로는 한라시멘트 인수 건이다. 베어링PEA의 효율적 경영을 통해 한라시멘트의 영업이익률은 16%에서 21%까지 성장하였다. 하지만, 빠른 투자금 회수에서 기업 안정성에 문제를 만들었다. 한라시멘트의 경우 인수 전 무차입 상태에 1500억원의 순 현금을 유지할 정도로 매우 우량한 기업이었다. 하지만, 베어링PEA가 인수 특수목적회사를 통해 차입매수(LBO)를 통해 재원을 마련하였다. 이를 통해 컨소시엄에 있던 글랜우드 PE의 지분을 모두 인수하여 지배력을 확장하였다. 게다가, 2000억원을 대규모 차입을 한 뒤 배당을 통해 투자금을 회수(자본재조정-Recapitalization)하였다. 한라시멘트는 피인수 당시 부채비율 584%까지 올라갔다. 차입금 의존도는 53%까지 증가하였다.

두번째 사례로는 로젠택배 인수건이다. 경영 효율화를 통해 타 택배사들이 출혈 경쟁을 통해 영업 적자를 보였지만, 로젠택배는 6년연속 영업 흑자를 기록하는 긍정적인 모습을 보였다. 하지만 외형 확장 보다는 빠른 투자금 회수를 위해 노력하였다. 로젠택배는 2014년에 143억원, 2015년 172억원 규모의 유상감자

를 실시하였다. 매각 직전에도 2020년도에도 500억원의 유상감자를 진행했다. 또한 베어링PEA는 자본재 조정을 통해서 투자금을 회수하였다. 2014년에는 1050억 리파이낸싱을 거쳤고, 2020년까지 3차례의 리파이낸싱을 통해 차입금을 2000억원 대로 늘렸다. 이는 로젠텍배의 안정적인 영업 흑자 덕분에 회수전략이 통했다. 하지만, 큰 성장은 이루지 못하였다. 시장 점유율은 2015년 8.5% 였던 시장 점유율은 제자리 걸음을 하였다.

동사 인수 건 또한 앞선 한라시멘트와 로젠텍배의 절차를 밟아 나갈 것으로 전망된다. 베어링PEA의 효율적 경영은 이루어질 것으로 기대되나, 리캡을 통해 투자금 회수를 하려고 시도할 것이며 부채비율은 증가할 것으로 보인다. 현재 동사의 부채비율은 40% 내외로 안정적인 모습이나, 미래에는 부채비율에 대한 우려를 제시한다. 또한 앞선 사례들이 100% 지분 인수 및 비상장사였기 때문에, 주가의 영향을 예상하긴 어려우나, 베어링PEA의 EXIT 전략이 단기적인 보유 주주에게는 긍정적인 효과를, 성장 및 확장을 바라보는 장기적 보유 주주에게는 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망할 수 있다.

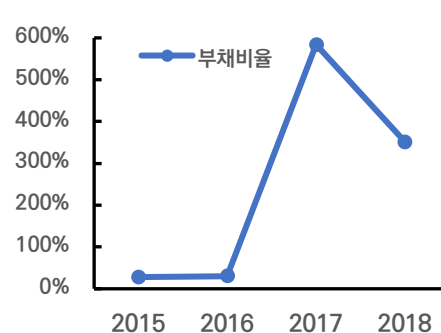
맘스터치 자진 상장폐지 사례

	내용
공개매수가(2.15)	6200원
공시 증가(1.20)	5200원 (프리미엄-19.2%)
매수 비율	주식 총수의 15.8%
실 소유주	KLN파트너스

베어링 PEA의 한국 내 투자 내역

	투자년도	투자 상황
교보생명	2012	보유중(소송중)
로젠텍배	2013	매각 완
한라시멘트	2016	매각 완
애뉴온금융그룹	2019	보유중

한라시멘트 인수(2016) 후 부채비율 변화



출처 : 전자공시, RFS Team 1

출처 : 매일경제, RFS Team 1

출처 : 더벨, RFS Team 1

Valuation

부문별 매출 추정

당사는 기초 소재를 제조하는 기업으로, 그 특성상 시장의 변화에 민감하게 반응한다. 따라서 당사가 공시한 사업 부문별 매출액을 토대로 당사가 속한 시장의 성장률과 점유율을 기반으로 매출을 추정하였다. 다만, 부문별 매출액이 공시되어 있는 지난 3개년으로 앞으로 1개년을 예측한다는 한계를 지닌다.

1. FPCB 사업부

당사의 FPCB 부문 매출액과 FPCB 시장 전체의 매출액의 상관관계가 0.77로 유의미하다 판단했다. 스마트폰 시장 침체 우려로 인해 역사상 성장률이 저조하였던 2018년의 성장률을 reference 하였다. 또한 4분기의 매출액이 감소하는 당사의 매출 추세를 반영하기 위해 직전 분기가 아닌 직전 연도에 11%의 성장을 반영하였다.

2. 방열시트 사업부

당사가 속해 있는 그래파이트 방열시트 시장과 당사의 매출액의 상관관계는 0.96으로 매우 높은 관계를 보였다. 또한 당사의 매출액은 꾸준히 전체 시장의 3%를 차지하고 있다. 가트너의 추정치에 따라 2022년도의 기존 예측치에 7% 역성장을 가정했다. 그럼에도 당사의 1, 2분기 방열시트향 실적은 예측치에 17% 하회했다. 이는 중국 봉쇄, 스마트폰 수요 둔화 등의 영향으로 보인다. 때문에 3, 4분기에 동일한 할인율을 적용하여 보수적인 예측을 하였다.

3. 첨단소재 사업부

첨단소재 부문의 PI 필름 중 많은 부분은 EV 배터리 셀이나 케이싱에 담는 테이프로 활용되는 것으로 보인다. 또한 대다수가 국내 배터리 셀업체에 납품된다는 당사의 자료를 참고해 배터리 셀 업체의 출력량과 당사의 매출의 상관관계를 검증하였고 유의미하다고 판단된다. 시장전망치에 대한 추세식으로 도출하였다.

매출 원가 추정

당사의 주요 원재료는 PDMA와 DMF이다. 당사가 공시를 통해 제시한 PDAM의 가격과 구입액을 통해 구입량을 산출하였다. 매출액과 주요 원재료의 구입량은 상관관계는 유의미한 수치를 기록하여, 구입량을 원재료의 투입량으로 판단할 수 있었다. 매출액과의 관계식 도출을 통해 이후 6개 분기의 PDMA 구입량을 산정하였다. PDMA의 경우 전량 수입하므로 최근 4개년 평균가에 환율 상승분을 반영해 주었다. DMF의 경우 당사가 가진 재활용 설비 투입 분을 반영하였다. IR 당시 밝힌 상반기 40%, 하반기 50% 다음해 70%를 부분 반영하여 재활용 투입량을 달리 산정하였고, DMF는 매출액 성장률을 반영하여 구입량을 산정하였다. DMF의 경우 현재 가격 안정화가 진행 중이다. 내년 2분기까지 가격 안정분을 반영하였다.

또한 주요 원재료의 비중은 최근 4개년 평균 매출원가의 56.7%였다. 하지만 현재 DMF의 가격 인상으로 인해 주요 원재료의 비중이 급격히 증가하였다. 비율이 DMF 가격 하락 비중과 동일하게 산정하였으며, 3분기의 경우 재활용 설비의 가동 때문에, DMF 구입량의 계절성을 반영해 주었다. 이를 통해 역수를 취해

줌으로써 매출원가를 산정하였다.

Valuation

현 시장 상황에 많은 영향을 받는 동사의 경우, 시기별로 매출액과 영업이익의 성장세가 급격히 달라진다. 글로벌 경기 둔화가 전망되고 스마트폰 시장의 성장이 의심되고 있다. 2018년의 중화권 스마트폰 생산 침체와 비슷한 상황이라고 할 수 있다. 따라서 동사의 Target P/E는 동사와, 대만의 Taimide의 2018년 평균 Historical PER인 17.5배에, 현재 대비 2018년의 KOSPI 시장의 PER을 반영하여 12%를 할인하여 계산해 주었다. 따라서 동사의 2023년 Target P/E는 15.2x 를 선정하였다.

PI 첨단소재 P/E Valuation			
구분	단위		비고
23E			
당기순이익	76,636	(백만원)	(A)
Target P/E	15.20	(배)	
적정 기업가치	1,164,875	(백만원)	(C)=(A)×(B)
유통주식수	29,366,322	(백만주)	(D)
적정주가	39,667		(E)=(C)÷(D)
목표주가	40,000		12 개월 목표주가
현재주가	29,850		22.09.31 기준 종가
상승여력	34.0	%	

