

2025. 5. 14



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **29,000 원****현재주가 (5.13)** **17,010 원****상승여력** **70.5%**

KOSPI 2,608.42pt

시가총액 4,995억원

발행주식수 2,937만주

유동주식비율 45.68%

외국인비중 8.70%

52주 최고/최저가 33,000원/14,250원

평균거래대금 19.5억원

주요주주(%)

아케마코리아홀딩 외 1 인 54.18

국민연금공단 7.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	5.0	-37.2
상대주가	-0.6	-2.7	-34.4

주가그래프

PI첨단소재 178920

주변과 다른 계절

- ✓ 1Q25는 별도 매출액과 영업이익 각각 시장 컨센서스 +4.5%, +26.8% 상회
- ✓ 기대 이상의 재고 축적 수요 + 초극박 필름 납품으로 인한 ASP 상승 효과 영향
- ✓ 초극박 필름의 경우 기존 제품 대비 약 3배 수준 ASP가 상승한 것으로 파악
- ✓ 올해 다른 북미 밸류체인과 달리 P,Q 증가의 동시 수혜가 가능한 구간에 진입
- ✓ 상대적인 투자 매력도가 높다고 판단하며 투자 의견 Buy, 적정주가 29,000원 유지

1Q25 Review: 영업이익 기준 컨센서스 +26.8% 상회

1Q25 매출액(641억원)과 영업이익(89억원)은 시장 컨센서스를 각각 +4.5%, +26.8% 상회했다. 이구환신과 관세 영향으로 당초 예상보다 강한 재고 축적 수요가 발생했고, 3월부터 초극박 필름 납품이 본격화되면서 ASP가 크게 상승했기 때문이다. 이번 북미 고객사 신제품부터 적용되는 초극박 필름은 기존 제품 대비 약 3배 수준 ASP가 상승한 것으로 파악된다.

2Q25 Preview: 이익률 정상화 구간 진입

2Q25 별도 실적은 매출액 782억원(+6.1% YoY), 영업이익 184억원(+4.1% YoY)을 전망한다. 1) 2분기에는 초극박 필름 효과가 온기 반영되며, 8월까지도 높은 물동량이 유지될 것으로 예상된다. 이는 해당 필름이 에어(Slim) 모델뿐 아니라 프로 및 프로맥스 모델에서도 일부 기존 필름을 대체하며 적용 범위를 넓히고 있기 때문이다. 또한 PI 필름의 주요 원재료는 전량 중국에서 생산되며, 현재 경쟁사는 이를 중국에서 수입해 미국에서 가공하는 구조로, 원가 경쟁력 측면에서 불리한 상황이다. 이에 따라 동사의 점유율이 추가 확대될 가능성도 열려 있다. 2) 2분기부터 방열 시트 공급이 본격화되며, 올해 장기공급계약 물량은 전년 대비 25% 증가한 것으로 파악된다. 스마트폰 내 AP 성능 향상과 메모리 탑재량 증가 등으로 방열의 중요성이 부각되고 있는 점을 고려할 때, 전체 공급량 역시 전년 대비 확대될 가능성이 높다. 특히 방열 시트 내에서도 고후도 및 고성능 제품의 비중이 지속적으로 늘고 있어, 제품 믹스 개선에 따른 수익성 향상도 기대된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 29,000원 유지

올해 북미 고객사의 상황이 녹록치 않다. 그럼에도 동사는 여타 밸류체인과 달리 P(초극박 필름 공급)과 Q(방열 시트 채택량 증가) 증가의 동시 수혜를 기대할 수 있는 구간에 진입한 것으로 판단된다. 북미 밸류체인 내에서 상대적인 투자 매력도가 부각될 것으로 기대하며, 투자 의견 Buy와 적정주가 29,000원을 유지한다.

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2023	217.6	-3.9	-1.8	-61	적전	10,724	-499.2	2.8	39.3	-0.5	64.5
2024	251.3	34.9	23.4	796	흑전	11,507	21.2	1.5	8.2	7.2	56.1
2025E	284.3	54.9	42.1	1,435	80.3	12,592	11.9	1.4	5.4	11.9	46.7
2026E	309.2	63.6	46.8	1,592	10.9	13,834	10.7	1.2	4.6	12.0	43.1
2027E	357.0	73.4	54.8	1,866	17.2	15,349	9.1	1.1	2.4	12.8	40.9

표1 PI첨단소재 1Q25P 실적 Preview

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	64.1	51.8	23.7%	55.1	16.3%	60.3	6.3%	64.9	-1.3%
영업이익	8.9	2.5	260.3%	2.7	231.0%	6.7	33.4%	8.3	6.8%
세전이익	7.9	1.8	333.0%	2.4	227.6%	6.4	22.7%	8.5	-7.9%
순이익	6.1	1.5	307.5%	2.0	207.8%	5.9	3.5%	5.9	2.4%
영업이익률(%)	13.9%	4.8%		4.9%		11.1%		12.8%	
세전이익률(%)	12.3%	3.5%		4.4%		10.6%		13.2%	
순이익률(%)	9.4%	2.9%		3.6%		9.7%		9.1%	

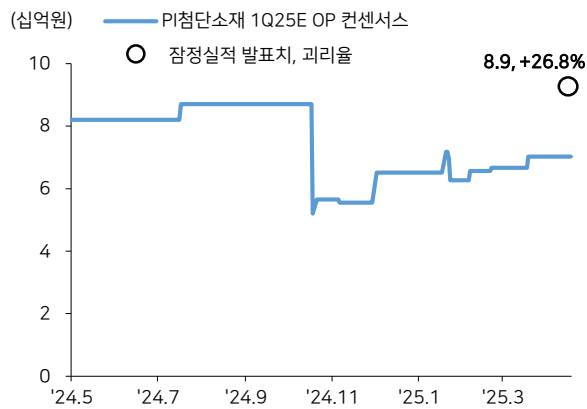
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	284.3	251.3	13.1%	281.7	0.9%	279.8	1.6%
영업이익	54.9	34.9	57.0%	50.4	8.8%	47.5	15.5%
세전이익	52.7	30.1	74.9%	51.3	2.8%	45.4	16.1%
지배주주 순이익	42.1	23.4	80.3%	40.7	3.4%	36.2	16.3%
영업이익률(%)	19.3%	13.9%		17.9%		17.0%	
세전이익률(%)	18.5%	12.0%		18.2%		16.2%	
순이익률(%)	14.8%	9.3%		14.5%		13.0%	

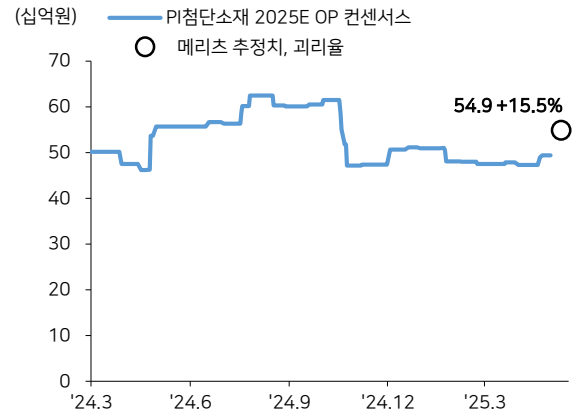
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 +26.8% 상회



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +15.5% 상회 전망



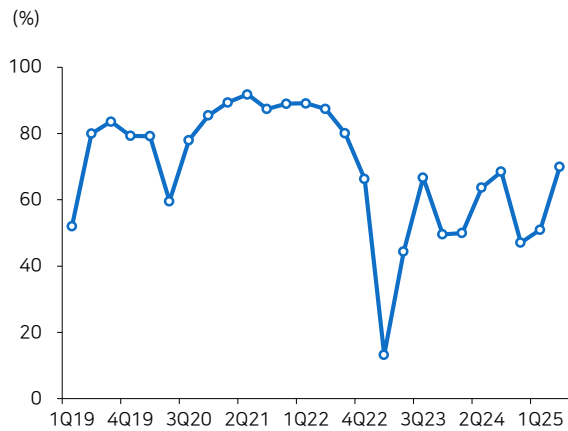
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율 (원)	1,320	1,370	1,359	1,390	1,453	1,420	1,400	1,400	1,360	1,418	1,380
매출액	51.8	73.7	70.7	55.1	64.1	78.2	80.4	61.6	251.3	284.3	309.2
(% QoQ)	-3.0%	42.3%	-4.2%	-22.0%	16.3%	22.0%	2.7%	-23.4%			
(% YoY)	21.5%	22.4%	15.1%	3.2%	23.7%	6.1%	13.7%	11.7%	15.5%	13.1%	8.8%
FPCB용 PI	26.4	33.4	28.5	26.8	31.8	37.4	34.1	30.2	115.1	133.5	138.0
방열시트용 PI	9.3	22.5	26.6	14.6	17.9	24.5	29.0	14.3	73.0	85.7	87.7
첨단산업용 PI	14.7	16.4	14.6	12.3	12.5	12.2	13.1	11.8	58.0	49.6	58.3
PI Varnish 및 기타	1.4	1.3	0.9	1.4	1.9	2.4	2.4	2.9	5.0	9.5	13.2
영업이익	2.5	17.7	12.1	2.7	8.9	18.4	18.7	8.8	34.9	54.9	63.6
(% QoQ)	125.5%	616.7%	-31.8%	-77.7%	231.0%	107.0%	1.6%	-53.0%			
(% YoY)	흑전	616.8%	184.6%	145.5%	흑전	4.1%	55.1%	227.4%	흑전	57.0%	0.0%
영업이익률 (%)	4.8%	24.0%	17.1%	4.9%	13.9%	23.5%	23.3%	14.3%	13.9%	19.3%	20.6%

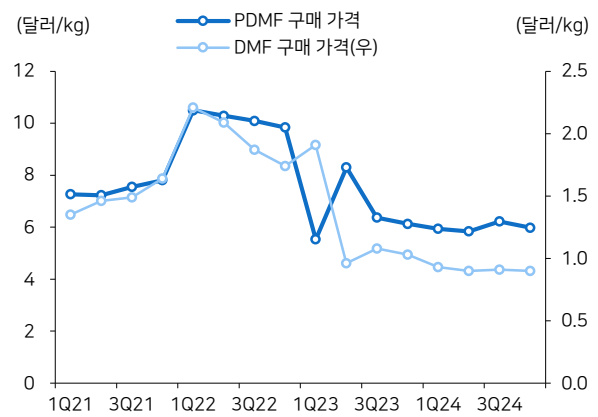
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI첨단소재 가동률 추이 및 전망



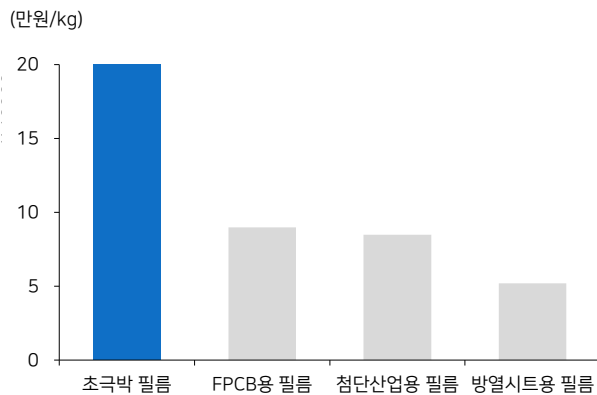
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI첨단소재 주요 원재료 구매 가격 추이



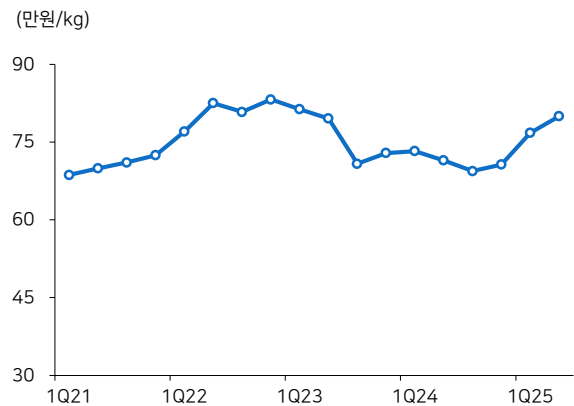
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PI첨단소재 제품별 ASP 추정



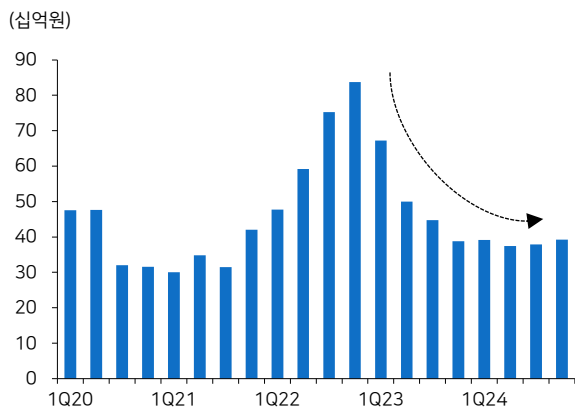
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PI첨단소재 Blended ASP 추이 및 전망



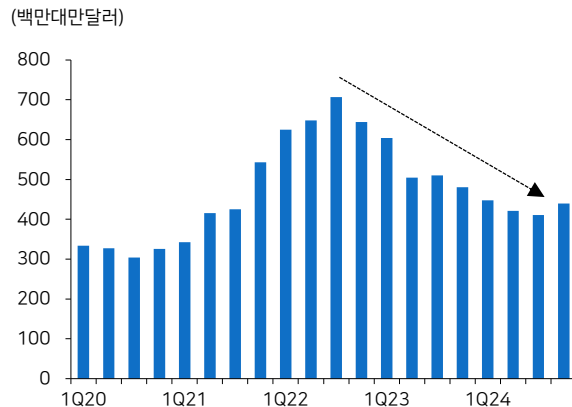
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 재고자산 추이



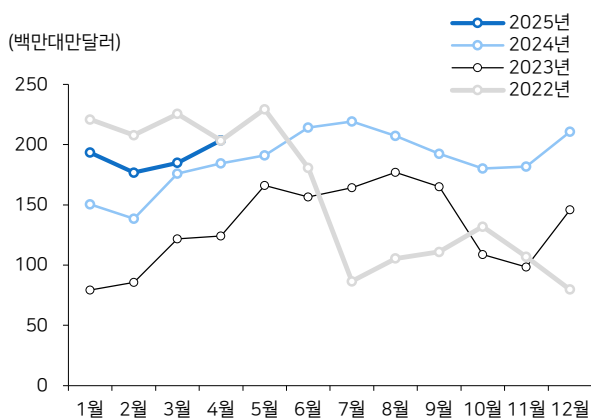
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 대만 경쟁사 Taimide 재고자산 추이



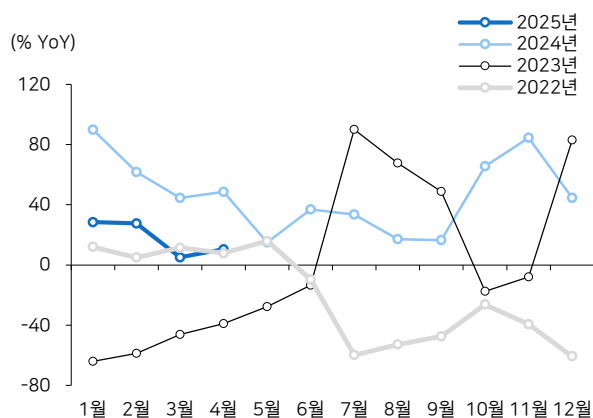
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 대만 경쟁사 Taimide 월별 매출액



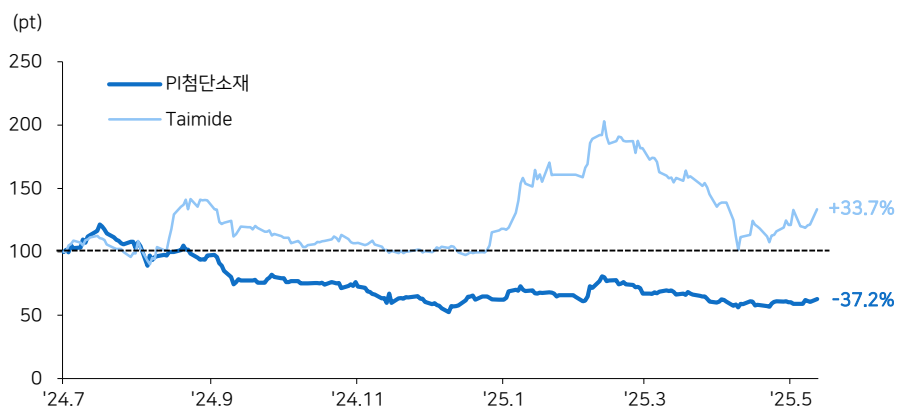
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Taimide YoY 성장률



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림11 PI첨단소재 vs Taimide 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 적정주가 산정표

	Fair Value	비고
EPS (원)	1,495	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	19.6	적자였던 2023년을 제외한 2018~2024년 저점 평균 멀티플
적정가치 (원)	29,356	
적정주가 (원)	29,000	
현재주가 (원)	17,010	
상승여력 (%)	70.5%	

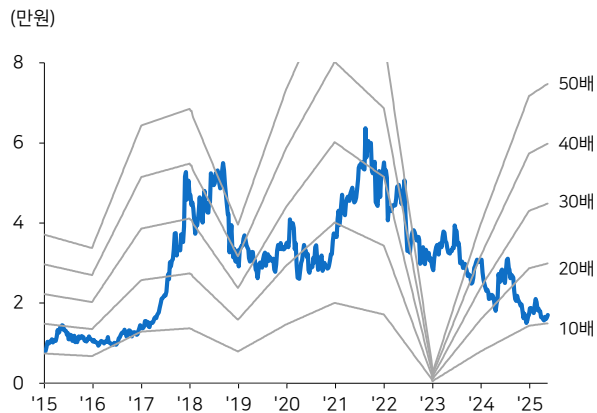
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
주가 (원)									
High	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000	44,950	34,350	
Low	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200	24,300	14,250	
Average	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377	31,882	23,166	
확정치 기준 PER									
High	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0	nm	43.2	
Low	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1	nm	17.9	
Average	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3	nm	29.1	
EPS (원)	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	-61	796	1,435
EPS Growth (%)	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-103.9	흑전	80.3
컨센서스 기준 PER									
High	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6	848.1	40.8	
Low	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4	458.5	16.9	
Average	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9	601.5	27.5	
EPS (원)	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	53	842	1,287
EPS growth (%)	80.2	22.8	-33.5	143.5	41.3	-21.3	-96.6	흑전	52.9

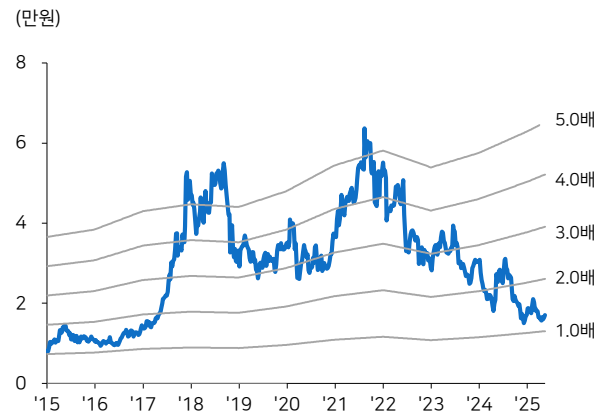
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 PI첨단소재 12개월 선행 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 PI첨단소재 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	217.6	251.3	284.3	309.2	357.0
매출액증가율(%)	-21.3	15.5	13.1	8.8	15.5
매출원가	192.3	187.3	198.2	209.1	241.5
매출총이익	25.3	64.0	86.1	100.1	115.5
판매관리비	29.2	29.0	31.2	36.5	42.1
영업이익	-3.9	34.9	54.9	63.6	73.4
영업이익률(%)	-1.8	13.9	19.3	20.6	20.6
금융손익	-2.7	-4.8	-4.6	-2.5	-0.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.0	2.5	-1.9	-3.4
세전계속사업이익	-6.7	30.1	52.7	59.2	69.4
법인세비용	-4.9	6.8	10.5	12.4	14.6
당기순이익	-1.8	23.4	42.1	46.8	54.8
지배주주지분 순이익	-1.8	23.4	42.1	46.8	54.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	60.0	55.1	77.1	85.7	135.9
당기순이익(손실)	-1.8	23.4	42.1	46.8	54.8
유형자산상각비	27.5	30.1	39.3	38.3	81.9
무형자산상각비	1.8	2.3	2.0	1.6	1.3
운전자본의 증감	35.9	-8.8	-3.8	-2.9	-5.5
투자활동 현금흐름	-52.4	-13.4	-27.8	-32.1	-23.8
유형자산의증가(CAPEX)	-52.2	-13.2	-30.0	-30.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	32.5	-15.9	-33.3	-12.8	-9.8
차입금의 증감	56.1	-15.0	-23.0	-2.5	0.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	40.0	26.4	16.1	40.8	102.3
기초현금	16.4	56.4	82.8	98.9	139.7
기말현금	56.4	82.8	98.9	139.7	242.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	128.1	159.8	186.0	234.5	351.4
현금및현금성자산	56.4	82.8	98.9	139.8	242.0
매출채권	31.7	35.7	40.4	44.0	50.8
재고자산	38.8	39.2	44.4	48.3	55.7
비유동자산	389.8	367.7	356.6	346.8	283.8
유형자산	366.6	345.0	335.7	327.4	265.6
무형자산	12.7	10.8	8.8	7.2	5.9
투자자산	0.7	1.2	1.3	1.4	1.6
자산총계	518.0	527.5	542.6	581.3	635.2
유동부채	88.0	74.9	63.5	63.9	70.0
매입채무	10.1	9.1	10.3	11.2	13.0
단기차입금	53.4	24.4	20.0	25.0	25.0
유동성장기부채	0.0	18.9	7.7	0.0	0.0
비유동부채	115.1	114.7	109.3	111.1	114.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	100.1	96.1	88.4	88.4	88.4
부채총계	203.0	189.6	172.9	175.0	184.5
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	190.8	213.6	245.5	281.9	326.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	314.9	337.9	369.8	406.2	450.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	7,411	8,557	9,680	10,528	12,156
EPS(지배주주)	-61	796	1,435	1,592	1,866
CFPS	1,019	2,316	3,187	3,473	5,281
EBITDAPS	863	2,293	3,273	3,525	5,333
BPS	10,724	11,507	12,592	13,834	15,349
DPS	0	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	-499.2	21.2	11.9	10.7	9.1
PCR	29.9	7.3	5.3	4.9	3.2
PSR	4.1	2.0	1.8	1.6	1.4
PBR	2.8	1.5	1.4	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	25.4	67.3	96.1	103.5	156.6
EV/EBITDA	39.3	8.2	5.4	4.6	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.5	7.2	11.9	12.0	12.8
EBITDA 이익률	11.6	26.8	33.8	33.5	43.9
부채비율	64.5	56.1	46.7	43.1	40.9
금융비용부담률	1.6	2.0	1.9	1.3	1.1
이자보상배율(x)	-1.1	6.9	10.1	16.0	18.6
매출채권회전율(x)	7.0	7.4	7.5	7.3	7.5
재고자산회전율(x)	3.6	6.4	6.8	6.7	6.9

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.12	기업브리프	Buy	44,000	양승수	-23.6	-10.2	
2023.06.16	기업브리프	Buy	47,000	양승수	-35.4	-16.2	
2023.11.02	기업브리프	Hold	27,000	양승수	5.7	15.7	
2024.02.07	기업브리프	Hold	24,000	양승수	-2.8	18.3	
2024.07.01	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-7.3	3.1	
2024.07.31	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-31.0	-23.2	
2024.09.10	산업분석	Buy	36,000	양승수	-42.9	-38.2	
2024.11.06	산업분석	Buy	29,000	양승수	-	-	