

2025. 7. 17



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	26,000 원
현재주가 (7.16)	19,060 원
상승여력	36.4%
KOSPI	3,186.38pt
시가총액	5,597억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.68%
외국인비중	10.10%
52주 최고/최저가	33,000원/14,250원
평균거래대금	24.2억원
주요주주(%)	
아케마코리아홀딩 외 1 인	54.18
국민연금공단	5.69

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	3.6	-42.2
상대주가	1.8	-17.8	-48.0

주가그래프



# PI첨단소재 178920

## 스마트폰 슬림화의 중심

- ✓ 2Q25 별도 영업이익 160억원(-9.4% YoY)로 시장 컨센서스 13.6% 하회 전망
- ✓ 세트 수요 둔화 + 슬림 모델용 초극박 필름 초기 공급량 부진 영향
- ✓ 다만 스마트폰 슬림화 확대 과정에서 초극박 필름의 적용 확대는 정해진 방향성
- ✓ 내년에는 슬림 모델 외, 프로/프로맥스, 폴더블 모델로 초극박 필름 확대 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 26,000원 제시

### 2Q25 Preview: 수요 둔화로 추정치 하향 조정

2Q25 영업이익 추정치를 기존 추정치(184억원)에서 160억원(-9.4% YoY)로 12.9% 하향한다. 현재 시장 컨센서스(186억원)을 13.6% 하회하는 수치이다. 관세로 인한 선출하의 부정적인 영향이 확인되고 있다. 북미 고객사향 방열시트는 성수기 효과에 힘입어 큰 폭의 매출 증가가 예상되나, FPCB향 매출은 예상 대비 부진할 전망이다. 또한 북미 고객사의 슬림형 신모델에 신규 적용된 초극박 필름은 예상보다 높은 ASP가 형성되었으나, 슬림 모델 자체의 생산 난이도 상승으로 인해 공급량은 제한적인 수준에 머무르고 있는 것으로 파악된다. 다만 가동률 상승과 원부자재 가격 하락 효과로 22.1%의 높은 수익성이 예상된다는 점은 긍정적이다.

### 슬림화 트렌드는 현재 진행형

사용 편의성에 대한 요구가 높아지는 가운데 슬림화가 스마트폰 하드웨어 변화의 핵심 트렌드로 자리잡고 있다는 점은 분명하다. 향후 폴더블 중심 슬림 스마트폰 모델 확대 과정에서 동사 초극박 필름이 핵심 소재로 재조명될 것으로 예상된다. 우선, 내년부터는 슬림 모델 외에도 추가적인 두께 감소를 목표로 프로 및 프로맥스 모델에서의 사용량 증가가 기대된다. 또한 현재 시장 관심이 높은 북미 고객사의 폴더블 제품에도 얇은 두께 구현을 위해 동사의 초극박 필름이 채택될 전망이다. 올해 초도 공급량은 아쉬우나, 슬림화를 위한 핵심 소재인 동사 초극박 필름의 적용 범위 확대가 이제 시작이라는 점을 상기할 필요가 있다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 26,000원 제시

하반기 북미 고객사의 신제품 수요 전망은 다소 부정적이다. 다만 연초부터 지속되어온 세트 수요 둔화 이슈는 이미 시장에 충분히 반영된 사안으로, 새로운 부담 요인은 아니다. 오히려 동사가 폴더블 중심 스마트폰 슬림화 트렌드의 중심에 있다는 점이 부각될 수 있는 시점이라 판단된다. 적정주가는 29,000원에서 26,000원으로 10.3% 하향 제시하나, 투자의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	217.6	-3.9	-1.8	-61	-103.9	10,724	-499.2	2.8	39.3	-0.5	64.5
2024	251.3	34.9	23.4	796	-1,401.9	11,507	21.2	1.5	8.2	7.2	56.1
2025E	264.6	44.7	34.8	1,183	48.6	12,340	16.1	1.5	6.8	9.9	46.6
2026E	283.8	53.1	41.2	1,404	18.7	13,394	13.6	1.4	5.9	10.9	43.2
2027E	327.7	61.3	47.9	1,630	16.1	14,674	11.7	1.3	5.0	11.6	41.5

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	72.5	73.7	-1.7%	64.1	13.0%	78.2	-7.4%	79.1	-8.4%
영업이익	16.0	17.7	-9.4%	8.9	80.2%	18.4	-12.9%	18.6	-13.6%
세전이익	16.2	17.0	-5.0%	7.9	105.4%	18.2	-11.4%	17.7	-8.7%
순이익	13.9	13.5	2.8%	6.1	128.9%	15.3	-9.5%	15.0	-7.6%
영업이익률(%)	22.1%	24.0%		13.9%		23.5%		23.5%	
세전이익률(%)	22.3%	23.1%		12.3%		23.3%		22.4%	
순이익률(%)	19.1%	18.3%		9.4%		19.6%		19.0%	

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	264.6	251.3	5.3%	284.3	-6.9%	282.9	-6.5%
영업이익	44.7	34.9	27.9%	54.9	-18.6%	52.3	-14.5%
세전이익	43.4	30.1	44.2%	52.7	-17.5%	50.2	-13.4%
지배주주 순이익	34.7	23.4	48.6%	42.1	-17.5%	39.6	-12.1%
영업이익률(%)	16.9%	13.9%		19.3%		18.5%	
세전이익률(%)	16.4%	12.0%		18.5%		17.7%	
순이익률(%)	13.1%	9.3%		14.8%		14.0%	

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 -13.6% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -14.5% 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율 (원)	1,320	1,370	1,359	1,390	1,453	1,404	1,390	1,400	1,360	1,412	1,420
매출액	51.8	73.7	70.7	55.1	64.1	72.5	70.0	58.1	251.3	264.6	283.8
(% QoQ)	-3.0%	42.3%	-4.2%	-22.0%	16.3%	13.0%	-3.4%	-17.1%			
(% YoY)	21.5%	22.4%	15.1%	3.2%	23.7%	-1.7%	-0.9%	5.3%	15.5%	5.3%	7.3%
FPCB용 PI	26.4	33.4	28.5	26.8	31.8	32.6	30.6	27.8	115.1	122.9	137.3
방열시트용 PI	9.3	22.5	26.6	14.6	17.9	24.2	22.8	13.6	73.0	78.5	63.3
첨단산업용 PI	14.7	16.4	14.6	12.3	12.5	11.4	12.4	11.3	58.0	47.7	57.7
PI Varnish 및 기타	1.4	1.3	0.9	1.4	1.9	2.4	2.4	2.9	5.0	9.5	13.5
영업이익	2.5	17.7	12.1	2.7	8.9	16.0	14.6	5.1	34.9	44.7	53.1
(% QoQ)	125.5%	616.7%	-31.8%	-77.7%	231.0%	80.2%	-8.9%	-65.1%			
(% YoY)	흑전	616.8%	184.6%	145.5%	흑전	-9.4%	21.1%	89.9%	흑전	27.9%	18.9%
영업이익률 (%)	4.8%	24.0%	17.1%	4.9%	13.9%	22.1%	20.9%	8.8%	13.9%	16.9%	18.7%

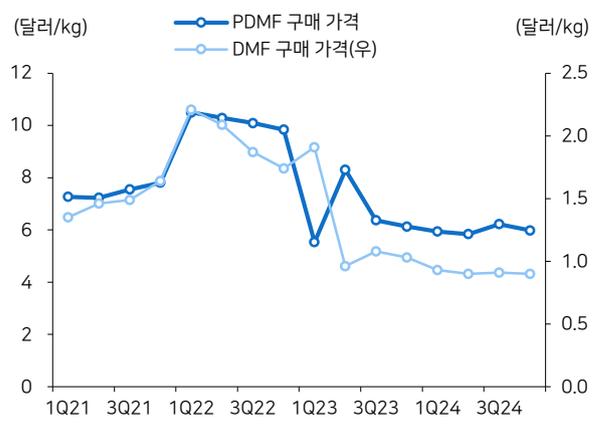
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI첨단소재 가동률 추이 및 전망



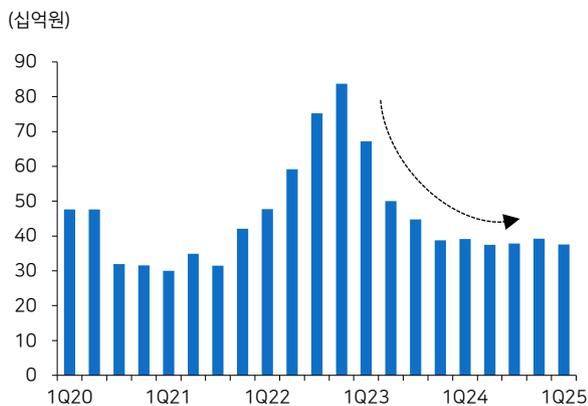
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림4 PI첨단소재 주요 원재료 구매 가격 추이



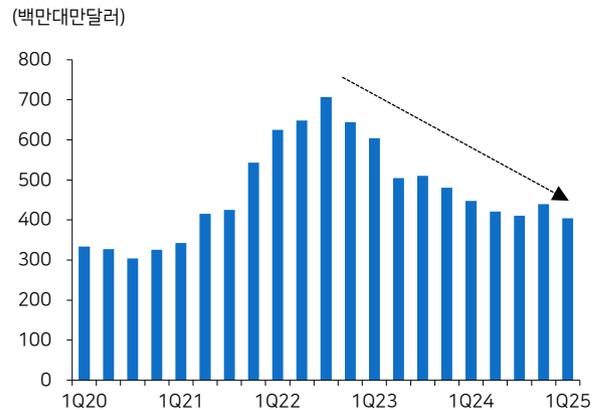
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PI첨단소재 재고자산 추이



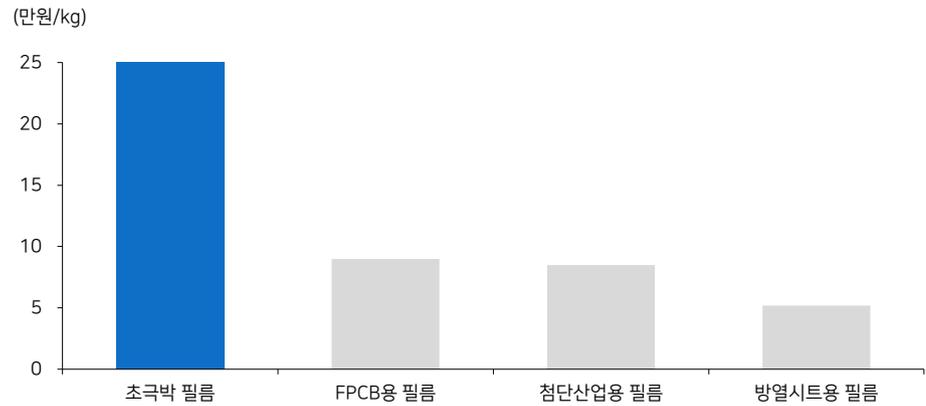
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 대만 경쟁사 Taimide 재고자산 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 제품별 ASP 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 아이폰 에어 모델 예상(1)



자료: 9to5mac

그림9 아이폰 에어 모델 예상(2)



자료: 9to5mac

그림10 PI첨단소재 초극박 필름



자료: PI첨단소재

표4 PI첨단소재 적정주가 산정표

	Fair Value	비고
EPS (원)	1,306	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	19.6	적자였던 2023년을 제외한 2018~2024년 저점 평균 멀티플
적정가치 (원)	25,638	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>26,000</b>	
현재주가 (원)	19,060	
상승여력 (%)	36.4%	

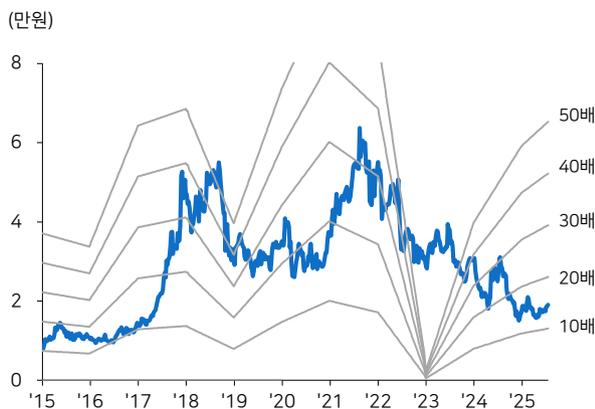
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
<b>주가 (원)</b>									
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	
<b>확정치 기준 PER</b>									
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	1,183
EPS Growth (%)	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-103.9	흑전	48.6
<b>컨센서스 기준 PER</b>									
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	1,347
EPS growth (%)	80.2	22.8	-33.5	143.5	41.3	-21.3	-96.6	흑전	60.0

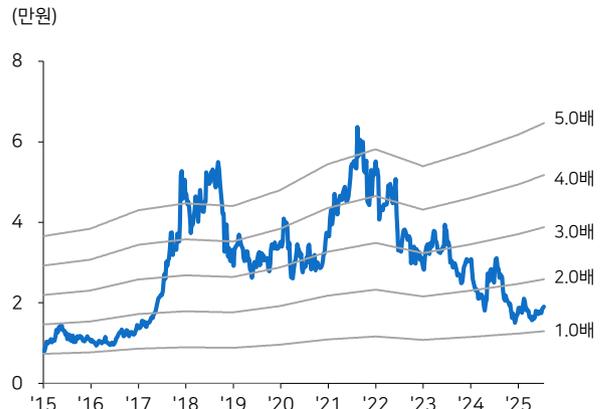
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 PI첨단소재 12개월 선행 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 PI첨단소재 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## PI 첨단소재 (178920)

### Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>217.6</b>	<b>251.3</b>	<b>264.6</b>	<b>283.8</b>	<b>327.7</b>
매출액증가율(%)	-21.3	15.5	5.3	7.3	15.5
매출원가	192.3	187.3	191.3	197.4	228.0
매출총이익	25.3	64.0	73.4	86.4	99.8
판매관리비	29.2	29.0	28.7	33.3	38.4
<b>영업이익</b>	<b>-3.9</b>	<b>34.9</b>	<b>44.7</b>	<b>53.1</b>	<b>61.3</b>
영업이익률(%)	-1.8	13.9	16.9	18.7	18.7
금융손익	-2.7	-4.8	-4.7	-2.7	-1.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.0	3.4	1.1	0.1
세전계속사업이익	-6.7	30.1	43.4	51.6	59.8
법인세비용	-4.9	6.8	8.7	10.3	12.0
<b>당기순이익</b>	<b>-1.8</b>	<b>23.4</b>	<b>34.8</b>	<b>41.2</b>	<b>47.9</b>
지배주주지분 손이익	-1.8	23.4	34.8	41.2	47.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>60.0</b>	<b>55.1</b>	<b>71.0</b>	<b>77.8</b>	<b>80.4</b>
당기순이익(손실)	-1.8	23.4	34.8	41.2	47.9
유형자산상각비	27.5	30.1	39.3	38.3	36.4
무형자산상각비	1.8	2.3	2.0	1.6	1.3
운전자본의 증감	35.9	-8.8	-1.5	-2.2	-5.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-52.4</b>	<b>-13.4</b>	<b>-26.7</b>	<b>-29.0</b>	<b>-20.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-52.2	-13.2	-30.0	-30.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>32.5</b>	<b>-15.9</b>	<b>-33.4</b>	<b>-12.8</b>	<b>-9.9</b>
차입금의 증감	56.1	-15.0	-23.2	-2.6	0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	40.0	26.4	10.9	36.0	50.3
기초현금	16.4	56.4	82.8	93.7	129.7
기말현금	56.4	82.8	93.7	129.7	180.0

### Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>128.1</b>	<b>159.8</b>	<b>174.9</b>	<b>216.7</b>	<b>280.5</b>
현금및현금성자산	56.4	82.8	93.7	129.7	180.0
매출채권	31.7	35.7	37.6	40.4	46.6
재고자산	38.8	39.2	41.3	44.3	51.1
<b>비유동자산</b>	<b>389.8</b>	<b>367.7</b>	<b>356.5</b>	<b>346.7</b>	<b>329.2</b>
유형자산	366.6	345.0	335.7	327.4	311.0
무형자산	12.7	10.8	8.8	7.2	5.9
투자자산	0.7	1.2	1.2	1.3	1.5
<b>자산총계</b>	<b>518.0</b>	<b>527.5</b>	<b>531.3</b>	<b>563.4</b>	<b>609.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>88.0</b>	<b>74.9</b>	<b>61.1</b>	<b>60.7</b>	<b>66.3</b>
매입채무	10.1	9.1	9.6	10.3	11.9
단기차입금	53.4	24.4	20.0	25.0	25.0
유동성장기부채	0.0	18.9	7.7	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>115.1</b>	<b>114.7</b>	<b>107.9</b>	<b>109.3</b>	<b>112.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	100.1	96.1	88.4	88.4	88.4
<b>부채총계</b>	<b>203.0</b>	<b>189.6</b>	<b>169.0</b>	<b>170.0</b>	<b>178.7</b>
<b>자본금</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.7</b>
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	238.1	269.0	306.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>314.9</b>	<b>337.9</b>	<b>362.4</b>	<b>393.3</b>	<b>430.9</b>

### Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,411	8,557	9,011	9,665	11,160
EPS(지배주주)	-61	796	1,183	1,404	1,630
CFPS	1,019	2,316	2,841	3,116	3,320
EBITDAPS	863	2,293	2,926	3,168	3,372
BPS	10,724	11,507	12,340	13,394	14,674
DPS	0	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.0	2.1	1.8	1.8	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-499.2	21.2	16.1	13.6	11.7
PCR	29.9	7.3	6.7	6.1	5.7
PSR	4.1	2.0	2.1	2.0	1.7
PBR	2.8	1.5	1.5	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	25.4	67.3	85.9	93.0	99.0
EV/EBITDA	39.3	8.2	6.8	5.9	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-0.5	7.2	9.9	10.9	11.6
EBITDA 이익률	11.6	26.8	32.5	32.8	30.2
부채비율	64.5	56.1	46.6	43.2	41.5
금융비용부담률	1.6	2.0	2.0	1.4	1.2
이자보상배율(x)	-1.1	6.9	8.3	13.4	15.6
매출채권회전율(x)	7.0	7.4	7.2	7.3	7.5
재고자산회전율(x)	3.6	6.4	6.6	6.6	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)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-39.0	-24.5	
2025.07.17	기업브리프	Buy	26,000	양승수	-	-	