

2025. 2. 21



▲ 전기전자/IT부품

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 8,000 원

현재주가 (2.20) 5,850 원

상승여력 36.8%

KOSDAQ	768.27pt
시가총액	2,164억원
발행주식수	3,699만주
유동주식비율	65.12%
외국인비중	2.07%
52주 최고/최저가	11,130원/3,835원
평균거래대금	22.2억원

주요주주(%)
홍성천 외 14 인 34.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.4	-19.4	-37.8
상대주가	0.7	-17.4	-29.9

주가그래프



파인애플 441270

2025년 회복 → 2026년 도약 기대

- ✓ 2024년은 고객사의 출하 부진에 더해진 비용 증가로 적자 전환
- ✓ 다만 2025년부터는 다시 실적 회복에 대한 기대감이 높아질 것으로 예상
- ✓ 1) 국내 고객사 라인업 확장 + 중화권 시장 공급 확대 2) 엔드플레이트 ESS향 신규 매출 발생 기대 3) 2026년 북미 세트업체의 폴더블 시장 참여를 통한 재도약 전망
- ✓ 폴더블 관련주들은 단기적인 실적 부진보다는 하드웨어 확장에 따른 멀티플 리레이팅 가능성과 2026년 출하 성장에 기반한 업사이드 요인을 고려해야 할 시점

2024년 피할 수 없던 부진

4Q24 연결 실적은 매출액 581억원(-1.8% YoY), 영업적자 144억원(적전 YoY)로 4분기 큰 폭의 손실로 인해 연간기준으로도 적자 전환하였다. 신규 투자에 따른 고정비 증가와 고객사의 폴더블 스마트폰 출하 부진, 일부 모델의 수율 저하 영향이 실적 악화의 주요 원인으로 작용했다. 또한 향후 라인업에서의 기술 변화에 대응하기 위한 경량연구개발비 증가도 실적 부담으로 작용한 것으로 파악된다.

2025년 회복 → 2026년 도약 기대

2024년의 부진은 아쉬우나, 2025년부터는 다시 실적 회복에 대한 기대감을 높일 필요가 있다. 1. 국내 스마트폰 고객사는 지난해의 기저 효과로 올해 출하량 증가가 예상된다. 특히 보급형 플립과 듀얼 폴딩 등 라인업 확장이 출하량 증가에 기여할 전망이다. 또한, 중화권 시장 내 폴더블 OLED 공급 확대도 실적 개선의 긍정적인 요소로 작용할 것으로 기대된다. 2) 전기차 시장의 침체로 인해 하반기 엔드플레이트 매출이 부진했으나, 올해는 신규 고객사향 ESS용 엔드플레이트 매출이 반영되며 성장이 예상된다. 3) 2026년에는 북미 세트업체가 폴더블 스마트폰 시장에 진입할 것으로 예상되며, 이를 통한 실적 재도약이 기대된다. 당사는 북미 세트업체의 폴더블 스마트폰 출하량을 세트 기준 1,500만 대로 예상하고 있다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 8,000원 제시

올해부터 폴더블 관련주들은 하드웨어 확장에 따른 멀티플 리레이팅 가능성과 2026년 출하 성장에 기반한 높은 실적 성장 가시성을 동시에 갖추고 있다. 단기적인 실적 부진보다는 업사이드 요인을 고려해야 할 시점이며, 투자 매력도 역시 높다고 판단된다. 적정주가는 실적 추정치 조정을 반영해 8,000원으로 하향하나, 투자의견은 Buy를 유지한다

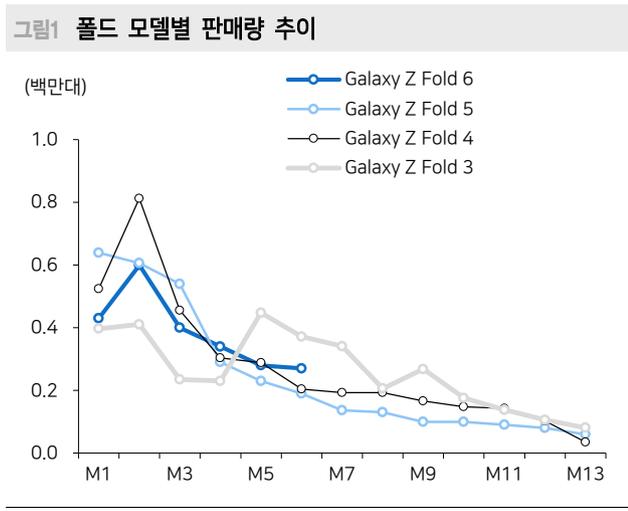
(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	380.0	20.3	10.5	299	흑전	4,075	30.2	2.2	12.0	8.0	66.4
2024P	382.0	7.6	-15.6	-284	적전	4,003	-18.6	1.3	10.5	-7.0	59.8
2025E	433.0	22.9	18.0	486	흑전	4,488	12.0	1.3	6.6	11.4	52.3
2026E	595.7	43.6	37.6	1,017	109.3	5,505	5.8	1.1	4.0	20.3	53.0
2027E	658.2	55.7	43.0	1,163	14.4	6,668	5.0	0.9	2.8	19.1	47.4

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	58.1	59.1	-1.8%	99.6	-41.7%	56.1	3.6%	59.6	-2.5%
영업이익	-14.4	-1.9	nm	1.0	nm	-1.9	nm	0.7	nm
세전이익	-11.4	-4.1	nm	-15.6	nm	-0.9	nm	0.4	nm
순이익	-7.6	-3.2	흑전	-14.2	nm	-1.0	nm	2.5	nm
영업이익률(%)	-24.8%	-3.2%		1.0%		-3.3%		1.2%	
순이익률(%)	-13.1%	-5.4%		-14.3%		-1.7%		4.2%	

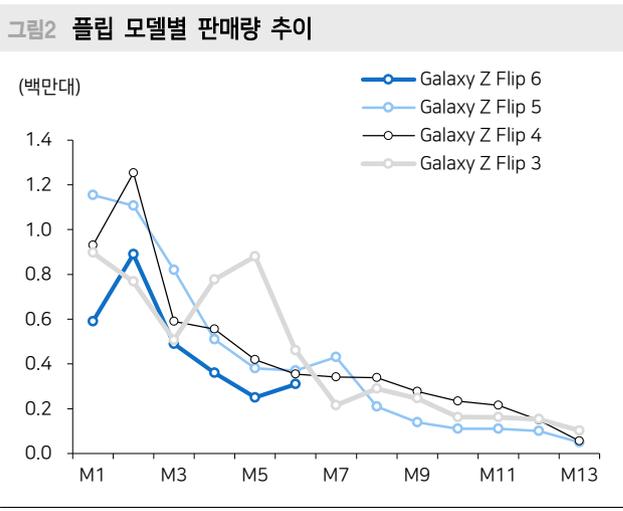
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
환율(원/달러)	1,320	1,370	1,359	1,397	1,440	1,410	1,390	1,360	1,305	1,362	1,400
매출액	69.5	154.8	99.6	58.1	51.1	214.6	99.0	68.3	380.0	382.0	433.0
(%, QoQ)	17.6%	122.5%	-35.6%	-41.7%	-12.1%	320.1%	-53.9%	-31.0%			
(%, YoY)	36.1%	41.2%	-37.8%	-1.8%	-26.5%	38.7%	-0.6%	17.5%	-8.9%	0.5%	13.3%
백플레이트	66.3	136.6	90.1	35.3	47.2	204.8	84.4	52.1	374.2	328.3	388.4
외장хин지	0.2	3.3	3.0	2.8	0.8	1.1	4.3	4.9	0.3	9.3	11.1
자동차부품	10.5	12.2	5.2	13.4	9.0	9.9	11.3	14.9	14.5	41.3	45.0
기타 및 내부거래	-7.4	2.7	1.3	6.6	-5.9	-1.2	-0.9	-3.5	-9.0	3.2	-11.6
영업이익	1.1	4.5	1.0	-14.4	1.0	14.8	5.4	1.8	20.3	-7.8	22.9
(%, QoQ)	흑전	304.9%	-77.7%	적전	흑전	1408.6%	-63.7%	-66.0%			
(%, YoY)	-29.6%	-40.9%	-92.3%	적확	-12.4%	226.4%	432.3%	흑전	-35.4%	-138.1%	-395.7%
영업이익률	1.6%	2.9%	1.0%	-24.8%	1.9%	6.9%	5.4%	2.7%	5.4%	-2.0%	5.3%
세전이익	3.1	5.4	-15.6	-11.4	0.9	14.7	5.3	1.8	10.7	-18.6	22.7
순이익	1.8	1.6	-14.6	-7.6	0.0	13.1	4.1	0.8	10.5	-15.6	18.0
순이익률(%)	2.6%	1.1%	-14.7%	-13.1%	-0.1%	6.1%	4.2%	1.1%	2.8%	-4.1%	4.2%

자료: 파인애플, 메리츠증권 리서치센터

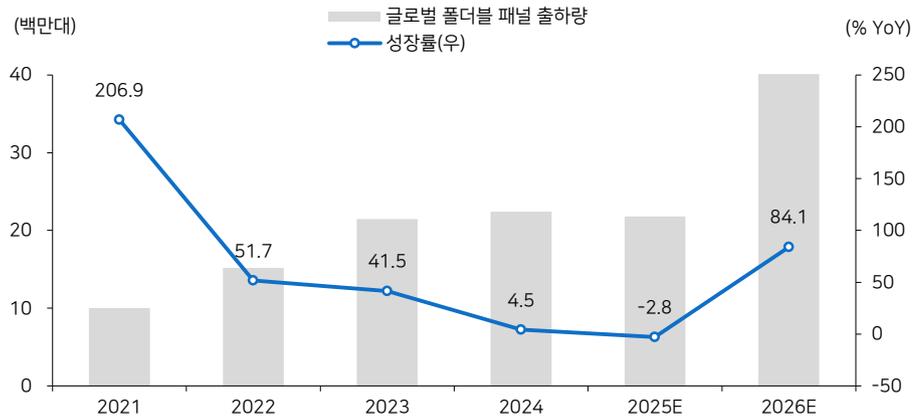


자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 폴더블 패널 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 과거 삼성디스플레이가 공개한 '플렉스G'



자료: 삼성디스플레이

그림5 CES2025에서의 ThinkBook Plus 6 Rollable



자료: Lenovo

그림6 파인애플 제품 포트폴리오 현황

보유기술

다양한 기구부품·모듈을 공급할 수 있는 융복합 제조기술 보유



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 주요 스마트폰 제조사별 폴더블 전략 비교

기업	주요 제품 및 출시 예정 제품	폴더블 전략
삼성전자	갤럭시 폴드/플립 7 갤럭시 플립 7FE 갤럭시 G 폴드	- 슬림화 트렌드에 대응하기 위해 디지털이저를 제외하고 10mm 내외의 폴드 출시 예상 - 화웨이 Mate XT 에 이어서 두 번 접는 트리플 폴드폰 '갤럭시 G 폴드' 하반기 출시 전망. 9.9 인치의 듀얼 인폴딩 OLED 와 6.5 인치의 외부 서브디스플레이를 활용할 것으로 추정
화웨이	Mate XT(tri-fold), Mate X6, Pocket 3	- 세계 최초로 트리플 폴더블 출시하며, 폴더블 시장 주도권 확보를 위해 가장 적극적인 전략 채택 중 - 채택하는 스크린 수가 증가하면서, 두께에 큰 비중을 차지하는 UTG 와 배터리의 소형화 및 경량화를 위해 중국 기업들과 협력 강화 - 아울러, 운영체제에서도 동사의 HarmonyOS 4.2 를 적용하며 화웨이 생태계 구축을 위한 움직임 본격화
아너	Magic V Flip 2, Magic V4	- 2025 년 Magic V4 부터 UTG 기술을 채택할 것으로 예상되며, 선두 업체보다 앞선 신제품 출시와 공격적인 바이럴 마케팅을 통한 시장 침투 전략 구사 중
모토로라	razr 50, razr 50 ultra	- 클램셸 제품으로 엔트리/울트라 제품을 함께 출시하며 시장 점유율 확보 성공. 중국 디스플레이 제조사인 Tianma 와 UTG 제조업체인 Seed 에 2024 년과 동일한 제품군으로 대규모 발주 진행
오포	Find N5	- 1Q25 폴더블 신제품인 Find N5 출시 전망. 기존 제품들 중 가장 얇은 Honor MagicV3 보다 얇은 두께를 구현 - 클램셸 제품군은 가격 탄력성 부족과 발열 문제로 사업 철수
비보	X Fold 4	- 1Q25 폴더블 신제품인 X Fold 4 출시 예상, 전작인 X Fold 3 와 동일한 스펙 유지. 오포와 마찬가지로 가격 탄력성 부족과 발열 문제로 클램셸 제품 철수
테크노 모바일	PHANTOM V Fold 2	- 중국 기업 임에도 내수보다는 신흥국(아프리카, 동유럽, 중동, 인도) 시장 공략 중. 2025 년 신규 모델을 출시하지 않을 것으로 예상되며, 기존 제품을 활용하여 시장 확장에 힘쓸 것으로 전망
샤오미	Mix Fold 3, 4, Mi Flip 2	- 기존 폴드 제품 업그레이드 계획은 없는 것으로 보이며, 2025 년 중반 클램셸(플립) 형태인 Mi Flip 2 출시 예정
애플	2026 년 폴더블 제품 출시 예정	- 2026 년 하반기 폴더블 제품 출시를 위해 1H25 까지 밸류체인 선정 예상. 3Q26 제품 양산 전망 - 아울러, 폴더블 노트북과 태블릿 제품도 출시할 것으로 전망되나, OLED iPad Pro 의 부진으로 하이엔드 폴더블 태블릿을 재고 중이며, MacBook 으로 전환할 가능성도 있음

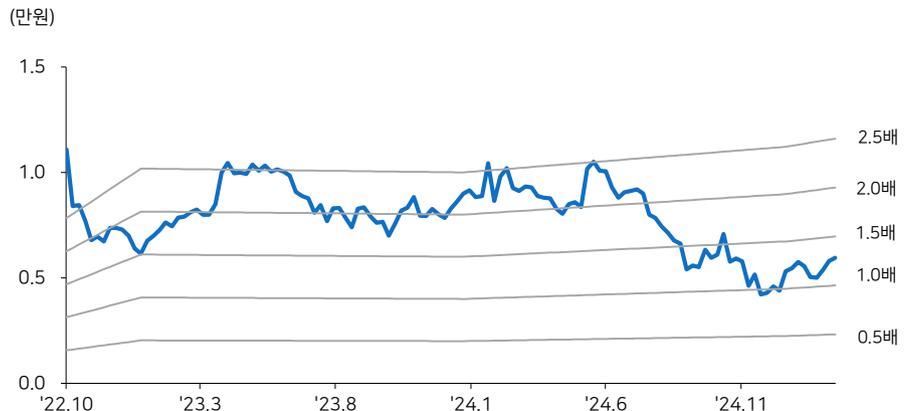
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 파인애플 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	619	12MF EPS
적정배수 (배)	12.3	22~23년 저점 평균 멀티플 부여
적정가치	7,605	
적정주가	8,000	
공모주가 (5.11)	5,850	
상승여력 (%)	36.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 파인애플 인적분할 이후 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

파인애플 (441270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
매출액	380.0	382.0	433.0	595.7	658.2
매출액증가율(%)	226.6	0.5	13.3	37.6	10.5
매출원가	332.5	338.4	375.9	502.3	547.5
매출총이익	47.5	43.6	57.1	93.3	110.7
판매관리비	27.2	36.0	34.2	49.8	55.0
영업이익	20.3	7.6	22.9	43.6	55.7
영업이익률(%)	5.3	2.0	5.3	7.3	8.5
금융손익	-4.6	-3.9	-0.5	1.7	-0.7
중속/관계기업손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-22.3	0.3	2.2	0.0
세전계속사업이익	14.6	-18.6	22.7	47.5	55.0
법인세비용	-0.1	-2.8	3.9	8.1	9.9
당기순이익	10.8	-15.6	18.8	39.4	45.1
지배주주지분 순이익	10.5	-15.0	18.0	37.6	43.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
유동자산	82.2	71.3	74.9	120.5	173.4
현금및현금성자산	22.7	13.8	9.7	30.9	74.3
매출채권	23.2	21.0	23.8	32.8	36.2
재고자산	20.1	20.2	22.9	31.5	34.8
비유동자산	207.3	202.0	214.3	230.4	231.2
유형자산	168.2	163.5	176.1	192.0	193.0
무형자산	7.3	6.7	6.2	5.8	5.4
투자자산	23.2	23.2	23.4	24.0	24.2
자산총계	289.5	273.4	289.2	350.9	404.6
유동부채	99.6	86.4	83.0	104.1	112.2
매입채무	31.5	31.7	35.9	49.4	54.6
단기차입금	22.5	32.5	22.5	22.5	22.5
유동성장기부채	23.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.9	15.9	16.3	17.6	18.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
부채총계	115.5	102.3	99.3	121.6	130.2
자본금	18.4	19.0	19.0	19.0	19.0
자본잉여금	129.2	137.0	137.0	137.0	137.0
기타포괄이익누계액	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	3.2	-7.3	10.7	48.3	91.3
비지배주주지분	23.9	23.0	23.9	25.7	27.8
자본총계	174.0	171.0	189.9	229.3	274.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	41.8	25.4	34.0	51.3	63.7
당기순이익(손실)	10.8	-11.4	18.8	39.4	45.1
유형자산상각비	11.8	16.1	17.4	19.0	19.0
무형자산상각비	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
운전자본의 증감	7.8	2.3	-0.7	-2.1	-0.8
투자활동 현금흐름	-49.5	-29.2	-28.2	-30.5	-20.4
유형자산의증가(CAPEX)	-53.5	-25.0	-30.0	-35.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-4.4	-0.0	-0.2	-0.6	-0.2
재무활동 현금흐름	-6.0	-5.0	-9.9	0.4	0.1
차입금의 증감	-20.4	-13.5	-9.9	0.4	0.1
자본의 증가	31.5	8.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-15.1	-8.9	-4.1	21.2	43.5
기초현금	37.8	22.7	13.8	9.7	30.9
기말현금	22.7	13.8	9.7	30.9	74.3

Key Financial Data

	2023	2024P	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,793	10,337	11,706	16,104	17,795
EPS(지배주주)	299	-284	486	1,017	1,163
CFPS	1,057	623	1,104	1,705	2,030
EBITDAPS	935	657	1,104	1,705	2,030
BPS	4,075	4,003	4,488	5,505	6,668
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	-18.6	12.0	5.8	5.0
PCR	8.5	8.5	5.3	3.4	2.9
PSR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.3
PBR	2.2	1.3	1.3	1.1	0.9
EBITDA(십억원)	32.9	24.3	40.9	63.1	75.1
EV/EBITDA	12.0	10.5	6.6	4.0	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	-7.0	11.4	20.3	19.1
EBITDA 이익률	8.7	6.4	9.4	10.6	11.4
부채비율	66.4	59.8	52.3	53.0	47.4
금융비용부담률	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	4.5	2.2	8.3	19.1	24.2
매출채권회전율(x)	17.8	17.3	19.3	21.0	19.1
재고자산회전율(x)	20.4	19.0	20.1	21.9	19.9

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	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

파인애플 (441270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

