

2024. 8. 16



▲ 전기전자/IT부품

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

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 11,000 원

**현재주가 (8.14)** 7,190 원

**상승여력** 53.0%

KOSDAQ	776.83pt
시가총액	2,659억원
발행주식수	3,699만주
유동주식비율	65.12%
외국인비중	1.78%
52주 최고/최저가	11,130원/6,700원
평균거래대금	56.0억원

**주요주주(%)**

홍성천 외 14 인 34.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.9	-26.6	-13.6
상대주가	-14.5	-19.3	0.3

**주가그래프**



# 파인엠텍 441270

## 수익성은 아쉬우나 탑라인 성장은 지속

- ✓ 2Q24 매출액(1,548억원)은 컨센서스를 상회했지만 영업이익(45억원)은 -56.8% 하회
- ✓ 일회성 연구개발비가 지속 반영되고 있고, 공급 물량 축소로 인해 외장인지 생산 법인인 VINA CNS의 적자가 확대되었기 때문
- ✓ 2024년 매출액 4,494억원(+18.3% YoY), 영업이익 155억원(-25.7% YoY)을 전망
- ✓ 올해 국내 고객사 폴더블 흥행 실패로 상고하저의 실적 흐름 예상
- ✓ 고객사 확장에 대한 기대감은 유효. 투자 의견 Buy, 적정주가 11,000원 제시

### 2Q24 Review: 탑라인 성장 달성, 아쉬운 수익성 기록

2Q24 연결 매출액(1,548억원)은 컨센서스를 +9.5% 상회했지만 영업이익(45억원)은 -56.8% 하회했다. 중화권 업체의 공급망 합류로 인한 생산 물량 축소로 외장인지 생산을 담당하는 VINA CNS 생산법인의 고정비 부담이 심화되었기 때문이다. 주 고객사와의 신규 과제 진행으로 인한 연구개발비 부담(1Q23 9억 → 1Q24 31억 → 2Q24 29억원) 또한 지속되고 있다. 긍정적인 부분은 조기 출시로 인한 폴더블용 내장인지 선행 생산, 버즈3용 크래들 힌지 신규 양산 효과로 기대 이상의 매출액을 시현하였다. 엣박자의 흐름은 아쉬지만 탑라인 성장은 지속되고 있다.

### 올해는 아쉬운 판매부진. 고객사 확대를 기다리자

2024년 매출액 4,494억원(+18.3% YoY), 영업이익 155억원(-25.7% YoY)을 전망한다. 2분기 실적 부진과 올해 국내 고객사 폴더블 신작의 흥행 부진을 반영, 영업이익 기준 기존 추정치 대비 -57.4% 하향했다. 올해 출시된 국내 고객사 폴더블 신작의 경우 폴드는 전작대비 판매량이 늘었으나 플립의 판매량이 급감, 8월부터 재고조정이 시작된 것으로 파악된다. 당사는 이를 반영해 올해 국내 고객사의 폴더블 출하량(신모델+래거시)을 기존 1,050만대(+5.0% YoY) → 850만대(-15.0% YoY)로 하향한다. 2분기 선행생산을 진행했기 때문에 동사 입장에서 상고하저의 실적 흐름이 불가피하다. 다만 중화권향 내장인지 공급 물량 증가, EV Module Housing의 공급 물량 확대로 2024년 연간 매출액은 YoY 성장 달성이 가능할 전망이다.

단기 실적 부진은 아쉽다. 다만 당사는 중장기적으로 파인엠텍이 폴더블 적용 제품 확대, 그리고 북미 세트사의 폴더블 시장 참여로 고성장할 가능성이 높다고 판단한다. 시점의 문제일 뿐 다가올 미래임은 분명하다. 밸류에이션 대상을 12MF에서 '25년 연간 EPS로 변경, 11,000원의 적정주가와 함께 투자 의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	116.4	5.4	-7.5	-710		3,447	-8.7	1.8	30.2	-6.7	91.2
2023	380.0	20.3	10.5	299	흑전	4,075	30.2	2.2	12.0	8.0	66.4
2024E	449.4	15.5	13.0	351	23.7	4,637	20.5	1.6	10.0	8.1	56.8
2025E	574.6	39.2	33.9	917	153.3	5,554	7.8	1.3	5.4	18.0	51.2
2026E	698.0	42.5	36.6	989	7.9	6,543	7.3	1.1	4.6	16.4	50.2

**표1 파인애플 2Q24 실적 Review**

(십억원)	2Q24	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	154.8	109.6	41.2%	69.5	122.6%	141.5	9.4%	156.2	-0.9%
영업이익	4.5	8.2	-44.7%	1.1	307.9%	10.5	-56.8%	11.9	-62.0%
세전이익	4.7	1.9	151.6%	3.1	52.2%	12.4	-62.3%	12.5	-62.6%
지배주주순이익	1.8	-0.1	흑전	1.8	0.7%	9.9	-81.8%	10.7	-83.2%
영업이익률(%)	2.9%	7.5%		7.6%		7.4%		7.6%	
지배주주순이익률(%)	1.2%	-0.1%		6.9%		7.0%		6.9%	

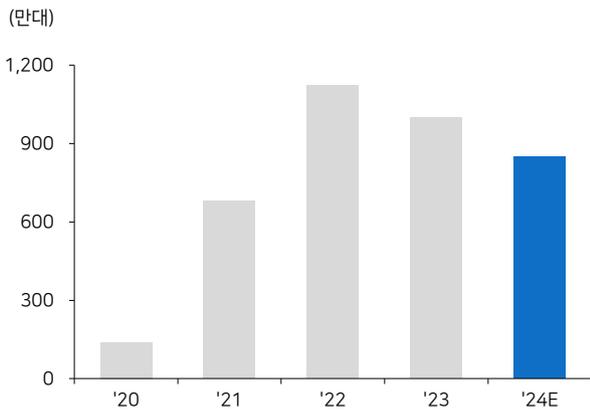
자료: 파인애플, 메리츠증권 리서치센터

**표2 파인애플 실적 테이블**

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
환율(원/달러)	1,276	1,315	1,300	1,320	1,325	1,370	1,374	1,375	1,288	1,303	1,361
매출액	51.1	109.6	160.2	59.1	69.5	154.8	138.3	86.8	417.1	380.0	449.4
(%, QoQ)	-18.4%	114.5%	46.2%	-63.1%	17.6%	122.6%	-10.6%	-37.3%			
(%, YoY)	-31.0%	34.6%	-19.6%	-5.5%	36.1%	41.2%	-13.6%	46.7%		-8.9%	18.3%
영업이익	1.6	8.2	13.0	-1.9	1.1	4.5	6.5	3.4	31.5	20.9	15.5
(%, QoQ)	91.4%	415.5%	58.9%	적전	흑전	307.9%	43.9%	-48.5%			
(%, YoY)	-70.0%	-3.7%	-23.0%	적전	-30.1%	-44.7%	-49.9%	흑전		-33.7%	-25.7%
영업이익률	3.1%	7.5%	8.1%	-3.2%	1.6%	2.9%	4.7%	3.9%	7.5%	5.5%	3.4%

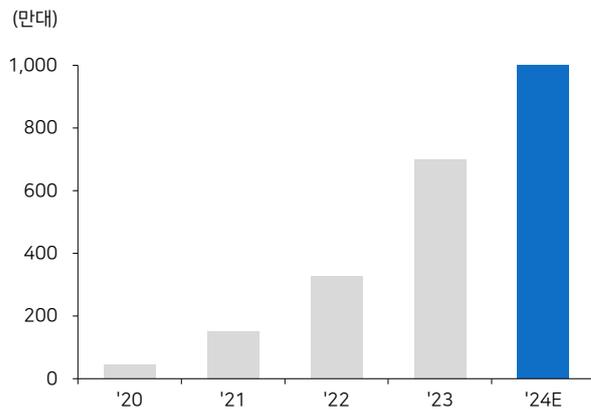
자료: 파인애플, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 삼성전자 폴더블 출하량 추이 및 전망**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림2 중화권 세트업체 폴더블 출하량 추이 및 전망**



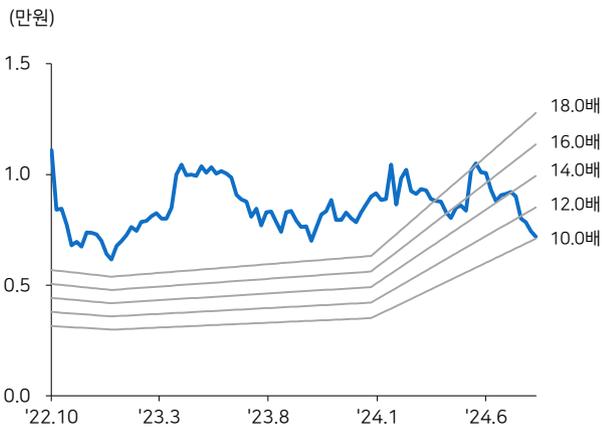
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 파인애플 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	917	2025년 EPS
적정배수 (배)	11.7	23년 평균 멀티플 부여
적정가치	10,698	
<b>적정주가</b>	<b>11,000</b>	
공모주가 (5.11)	7,190	
상승여력 (%)	53.0%	

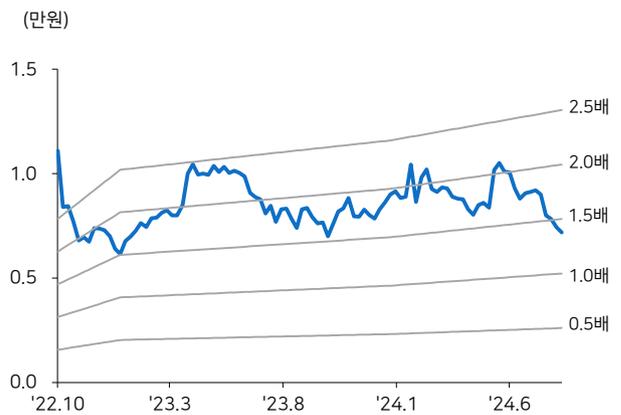
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 파인애플 인적분할 이후 PER 밴드



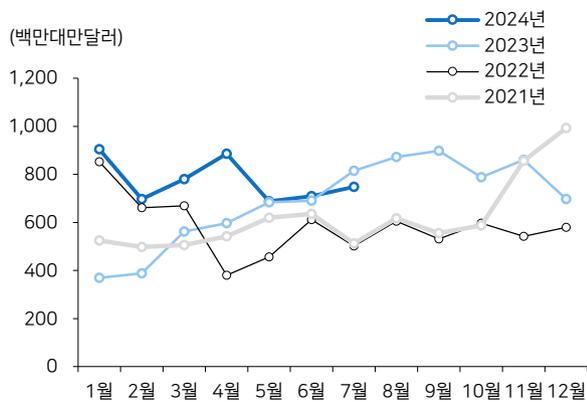
주: 2022년 EPS는 분할 기일(22년 9월 1일) 이전 실적 합산 반영  
 자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 파인애플 인적분할 이후 PBR 밴드



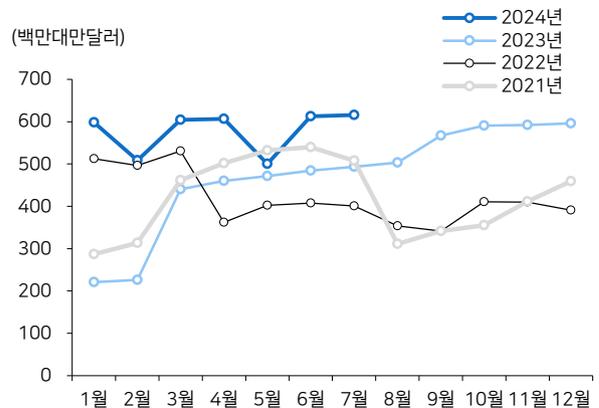
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 화웨이 외장인지 벤더 Jallytec 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 화웨이 외장인지 벤더 Fositek 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

## 파인애플 (441270)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>116.4</b>	<b>380.0</b>	<b>449.4</b>	<b>574.6</b>	<b>698.0</b>
매출액증가율(%)		226.6	18.3	27.8	21.5
매출원가	102.9	332.5	396.4	494.1	602.1
매출총이익	13.4	47.5	53.0	80.5	95.9
판매관리비	8.0	27.2	37.5	41.3	53.4
<b>영업이익</b>	<b>5.4</b>	<b>20.3</b>	<b>15.5</b>	<b>39.2</b>	<b>42.5</b>
영업이익률(%)	4.7	5.3	3.4	6.8	6.1
금융손익	-14.8	-4.6	0.6	1.2	1.7
중속/관계기업손익	-0.1	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	-0.6	2.9	2.9	2.6
세전계속사업이익	-7.2	14.6	19.0	43.3	46.8
법인세비용	-0.2	-0.1	4.0	7.8	8.4
<b>당기순이익</b>	<b>-7.0</b>	<b>10.8</b>	<b>14.0</b>	<b>35.5</b>	<b>38.4</b>
지배주주지분 손이익	-7.5	10.5	13.0	33.9	36.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>9.0</b>	<b>41.8</b>	<b>26.2</b>	<b>46.0</b>	<b>50.5</b>
당기순이익(손실)	-7.0	10.8	14.0	35.5	38.4
유형자산상각비	3.3	11.8	17.1	18.0	19.0
무형자산상각비	0.1	0.8	0.5	0.5	0.5
운전자본의 증감	1.0	7.8	1.0	-1.7	-1.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-18.3</b>	<b>-49.5</b>	<b>-34.0</b>	<b>-24.4</b>	<b>-25.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-10.1	-53.5	-40.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-19.4	-4.4	-0.3	-0.5	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>14.0</b>	<b>-6.0</b>	<b>-4.9</b>	<b>-9.7</b>	<b>0.3</b>
차입금의 증감	84.7	-20.4	-13.3	-9.7	0.3
자본의 증가	116.1	31.5	8.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	3.7	-15.1	-12.7	11.8	25.6
기초현금	34.1	37.8	22.7	10.0	21.8
기말현금	37.8	22.7	10.0	21.8	47.5

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>106.1</b>	<b>82.2</b>	<b>78.1</b>	<b>108.8</b>	<b>153.1</b>
현금및현금성자산	37.8	22.7	10.0	21.8	47.5
매출채권	19.5	23.2	25.1	32.1	39.0
재고자산	17.1	20.1	23.7	30.3	36.9
<b>비유동자산</b>	<b>166.5</b>	<b>207.3</b>	<b>229.9</b>	<b>241.9</b>	<b>252.8</b>
유형자산	131.1	168.2	191.1	203.1	214.1
무형자산	10.2	7.3	6.7	6.2	5.8
투자자산	19.4	23.2	23.4	23.9	24.3
<b>자산총계</b>	<b>272.6</b>	<b>289.5</b>	<b>308.0</b>	<b>350.7</b>	<b>406.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>88.5</b>	<b>99.6</b>	<b>95.1</b>	<b>101.3</b>	<b>117.3</b>
매입채무	28.4	31.5	37.3	47.7	57.9
단기차입금	8.0	22.5	32.5	22.5	22.5
유동성장기부채	3.5	23.5	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>41.6</b>	<b>15.9</b>	<b>16.4</b>	<b>17.4</b>	<b>18.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	35.8	13.0	13.0	13.0	13.0
<b>부채총계</b>	<b>130.1</b>	<b>115.5</b>	<b>111.6</b>	<b>118.7</b>	<b>135.6</b>
자본금	16.3	18.4	19.0	19.0	19.0
자본잉여금	99.9	129.2	137.0	137.0	137.0
기타포괄이익누계액	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	-7.1	3.2	16.2	50.1	86.7
비지배주주지분	30.4	23.9	24.9	26.6	28.3
<b>자본총계</b>	<b>142.6</b>	<b>174.0</b>	<b>196.4</b>	<b>232.0</b>	<b>270.3</b>

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	11,071	10,793	12,161	15,534	18,872
EPS(지배주주)	-710	299	351	917	989
CFPS	890	1,057	861	1,561	1,677
EBITDAPS	834	935	896	1,561	1,677
BPS	3,447	4,075	4,637	5,554	6,543
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-8.7	30.2	20.5	7.8	7.3
PCR	6.9	8.5	8.3	4.6	4.3
PSR	0.6	0.8	0.6	0.5	0.4
PBR	1.8	2.2	1.6	1.3	1.1
EBITDA(십억원)	8.8	32.9	33.1	57.7	62.0
EV/EBITDA	30.2	12.0	10.0	5.4	4.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-6.7	8.0	8.1	18.0	16.4
EBITDA 이익률	7.5	8.7	7.4	10.0	8.9
부채비율	91.2	66.4	56.8	51.2	50.2
금융비용부담률	1.1	1.2	0.8	0.5	0.4
이자보상배율(x)	4.1	4.5	4.4	14.0	17.0
매출채권회전율(x)	6.0	17.8	18.6	20.1	19.6
재고자산회전율(x)	6.8	20.4	20.5	21.2	20.8

**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 하시기를 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	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**파인애플 (441270) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

