2025. 2. 6

▲ 전기전자/IT부품
Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

PI첨단소재 178920

이구환신 + 스마트폰 슬림화 수혜 기대

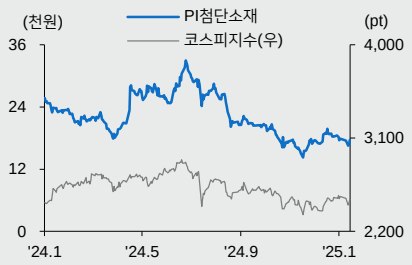
- ✓ 4Q24는 고객사 재고 조정과 조업도 손실 확대로 시장 컨센서스 대비 부진
- ✓ 다만 올해는 1) 중국 이구환신 정책 수혜 2) 스마트폰 슬림화에 따른 초극박 필름 탑재량 증가가 동사 실적 성장을 주도할 것으로 기대
- ✓ 기존 당사가 제시했던 동사의 핵심 투자 포인트였던 온디바이스AI 확산에 의한 방열시트 탑재량 증가도 여전히 유효
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 29,000원 유지

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**29,000 원**
현재주가 (7.30)	**17,620 원**
상승여력	**64.6%**
KOSPI	2,509.27pt
시가총액	5,174억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.68%
외국인비중	9.65%
52주 최고/최저가	33,000원/14,250원
평균거래대금	17.4억원
주요주주(%)	
아케마코리아홀딩 외 1 인	54.18
국민연금공단	7.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-27.2	-25.8
상대주가	-8.3	-29.2	-23.4

주가그래프



4Q24 Review: 바닥

4Q24 매출액(551억원)과 영업이익(27억원)은 각각 시장 컨센서스를 -1.7%, -45.1% 하회했다. 매출은 방열시트를 중심으로 한 고객사의 재고 조정 영향으로 부진했다. 또한 가동률 감소에 따른 조업도 손실 확대로 매출 대비 영업이익이 크게 감소했다. 다만, 올해는 조업도 손실 산정의 기준이 되는 평균 가동률의 감소가 예상되며, 작년 대비 조업도 손실 반영 폭이 축소될 것으로 기대된다.

이구환신과 스마트폰 슬림화의 수혜

최근 중국에서 시행되는 이구환신 정책의 수혜를 전망한다. 동사의 스마트폰용 필름 매출 중 약 30%가 중국 모바일 시장에서 발생하고 있기 때문이다. 동사의 자체 재고뿐만 아니라 고객사와 유통 채널의 재고 수준도 건전한 상태로 파악되며, 이구환신 정책에 따른 소비 급증으로 평년 대비 가파른 주문량 증가가 기대된다.

또한 올해부터 북미 고객사의 슬림 모델을 시작으로 동사의 초극박 필름 탑재가 본격화될 전망이다. 슬림 스마트폰은 기존 부품 구성을 유지하면서도 얇은 디자인과 효율적인 열 분산을 구현하기 위해 초극박 필름이 필요하다. 현재 해당 제품을 생산할 수 있는 업체는 동사와 일본 경쟁사에 불과하며, 기술적 난이도 상승에 따른 추가적인 ASP 상승도 기대된다. 더 나아가, 초극박 필름은 점차 얇아지는 디자인 트렌드에 따라 폴더블 스마트폰으로도 확대 적용될 가능성이 높다. 특히, 북미 고객사의 경우 2026년 폴더블 스마트폰 시장에 진출할 것으로 예상되며, 이 과정에서 동사의 초극박 필름 채택이 더욱 확대될 것으로 기대된다.

기존 당사가 제시했던 동사의 핵심 투자 포인트였던 온디바이스 AI 확산에 따른 방열시트 탑재량 증가 역시 여전히 유효하다. 앞서 언급한 다양한 모멘텀을 고려할 때, 올해 이익 성장에 대한 가시성이 높은 만큼 현재 주가는 저평가 구간에 위치해 있다고 판단된다. 투자의견 Buy와 적정주가 29,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
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	851	흑전	11,575	19.8	1.5	8.6	7.6	55.9
2025E	281.6	48.7	36.4	1,238	45.4	12,813	14.2	1.4	7.2	10.2	50.8
2026E	309.5	56.8	44.7	1,523	23.0	14,336	11.6	1.2	6.0	11.2	46.2

표1 PI첨단소재 4Q24P 실적 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY)	3Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	55.1	53.4	3.1%	70.6	-22.0%	56.1	-1.7%	56.3	-2.1%
영업이익	2.7	1.1	145.5%	12.1	-77.8%	4.9	-45.1%	5.0	-45.9%
세전이익	2.4	-0.3	nm	8.9	-72.9%	4.2	-42.6%	2.0	21.3%
지배주주 순이익	2.0	-0.1	nm	6.4	-69.5%	2.4	-19.1%	1.5	34.4%
영업이익률(%)	4.9%	2.0%		17.1%		8.7%		8.8%	
지배주주 순이익률(%)	3.6%	-0.3%		9.1%		4.3%		2.6%	

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

표2 PI첨단소재 추정치 변경 내역

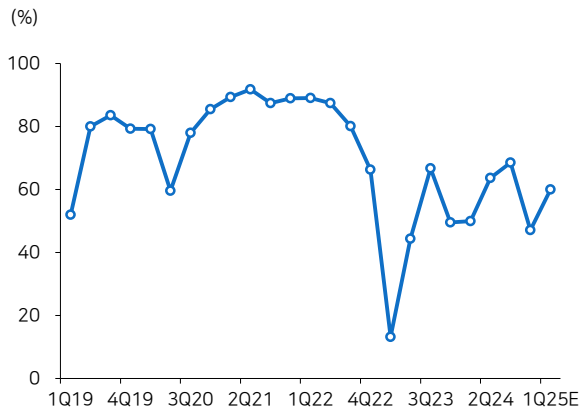
	New			Old			차이(%)		
(십억원)	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	60.8	281.6	309.5	59.3	276.0	305.1	2.5%	2.0%	1.5%
영업이익	6.9	48.7	56.8	6.5	47.7	56.4	6.2%	2.0%	0.7%
영업이익률 (%)	11.4%	17.3%	18.3%	11.0%	17.3%	18.5%			
세전이익	6.2	45.7	56.6	5.9	45.0	56.1	5.9%	1.5%	0.9%
순이익	3.9	36.4	44.7	3.6	35.8	44.4	8.7%	1.5%	0.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 PI첨단소재 실적 테이블

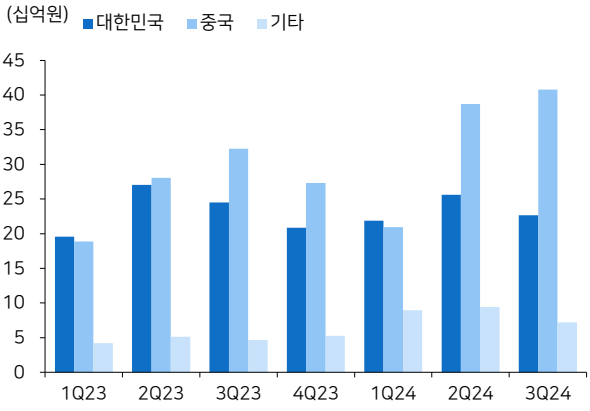
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
환율 (원)	1,320	1,370	1,359	1,390	1,440	1,410	1,390	1,360	1,306	1,360	1,400
매출액	**51.8**	**72.4**	**70.6**	**55.1**	**60.8**	**77.5**	**81.8**	**61.5**	**217.6**	**251.3**	**281.6**
(% QoQ)	-3.1%	39.8%	-2.5%	-22.0%	10.3%	27.4%	5.6%	-24.8%			
(% YoY)	21.6%	20.3%	15.0%	3.1%	17.3%	7.0%	15.9%	11.7%	-21.3%	14.8%	12.7%
FPCB용 PI	26.4	33.4	28.5	26.8	30.9	34.1	32.9	29.3	105.3	115.2	127.3
방열시트용 PI	9.3	22.5	26.6	14.6	14.2	24.9	29.5	14.3	53.5	73.1	82.9
첨단산업용 PI	14.7	16.4	14.6	12.3	14.2	14.2	15.2	12.7	52.2	58.0	56.3
PI Varnish 및 기타	1.4	1.3	0.9	1.4	1.5	2.4	2.4	2.8	6.6	5.0	9.0
영업이익	**2.5**	**17.7**	**12.1**	**2.7**	**6.9**	**14.2**	**16.9**	**10.6**	**-3.9**	**34.9**	**48.7**
(% QoQ)	125.5%	616.6%	-31.6%	-77.8%	158.4%	104.5%	18.6%	-36.9%			
(% YoY)	흑전	616.7%	185.3%	145.5%	흑전	-19.7%	39.3%	295.7%	-107.6%	흑전	39.2%
영업이익률 (%)	**4.8%**	**24.4%**	**17.1%**	**4.9%**	**11.4%**	**18.3%**	**20.6%**	**17.3%**	**-1.8%**	**13.9%**	**17.3%**

그림1 PI첨단소재 가동률 추이 및 전망



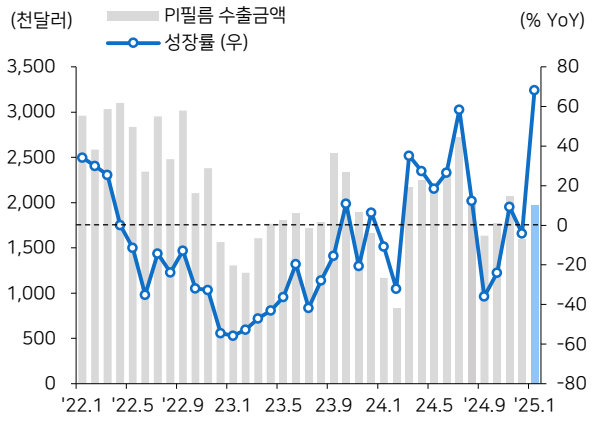
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림2 PI첨단소재 지역별 매출액 추이



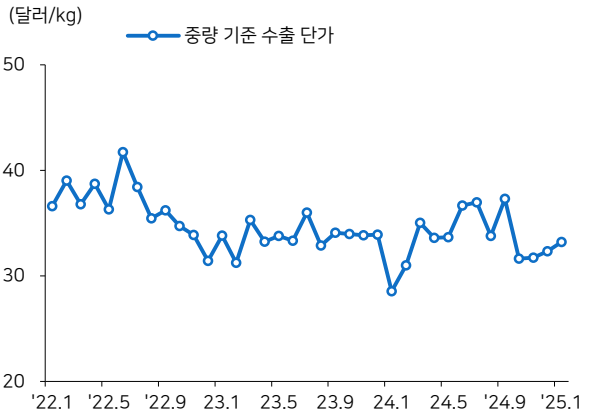
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림3 PI필름 수출금액



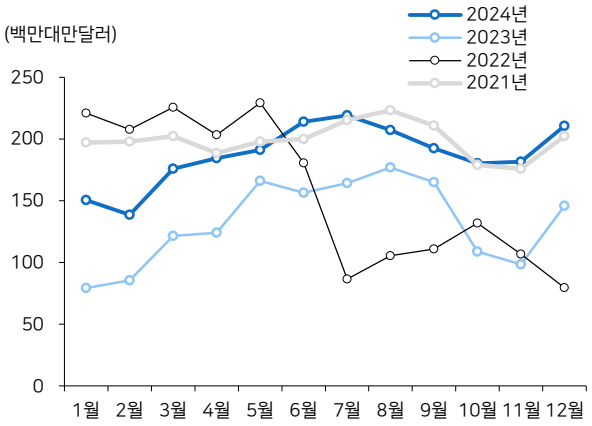
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중량 기준 PI필름 수출단가 추이



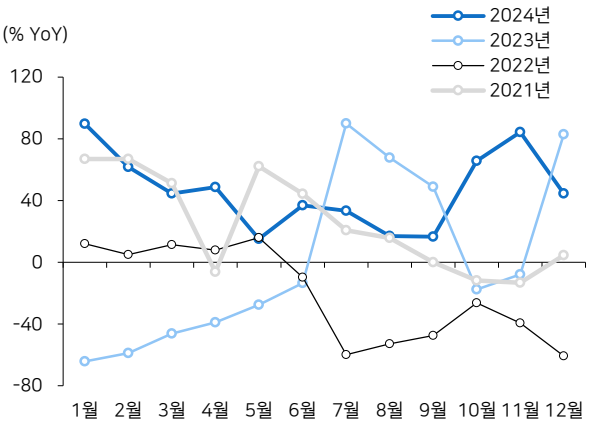
자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만 경쟁사 Taimide 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Taimide YoY 성장률



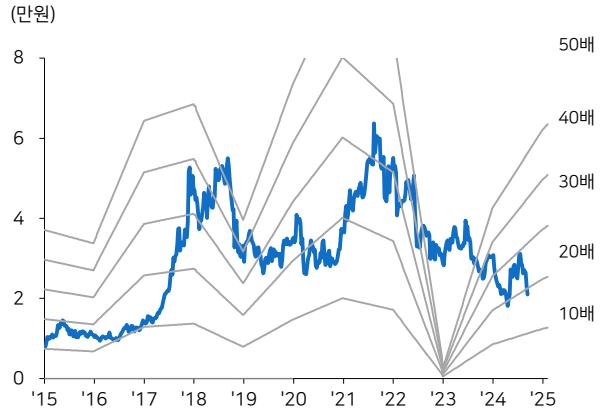
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

표4 PI첨단소재 적정주가 산정표

	Fair Value	비고
EPS (원)	1,254	12개월 선행 EPS
적정배수 (배)	23.5	2020~2022년 평균 멀티플
적정가치 (원)	29,464	
적정주가 (원)	**29,000**	
현재주가 (원)	17,620	
상승여력 (%)	64.6%	

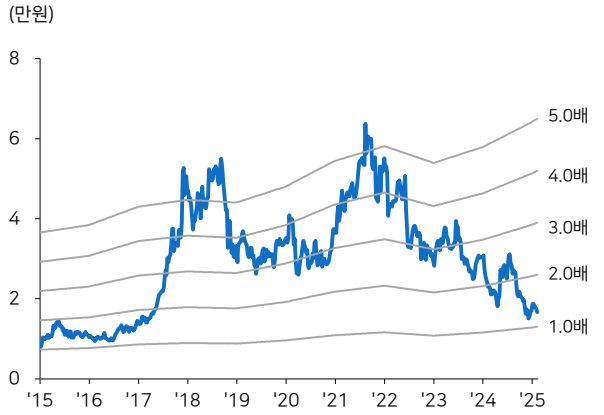
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 PI첨단소재 12개월 선행 PER 밴드



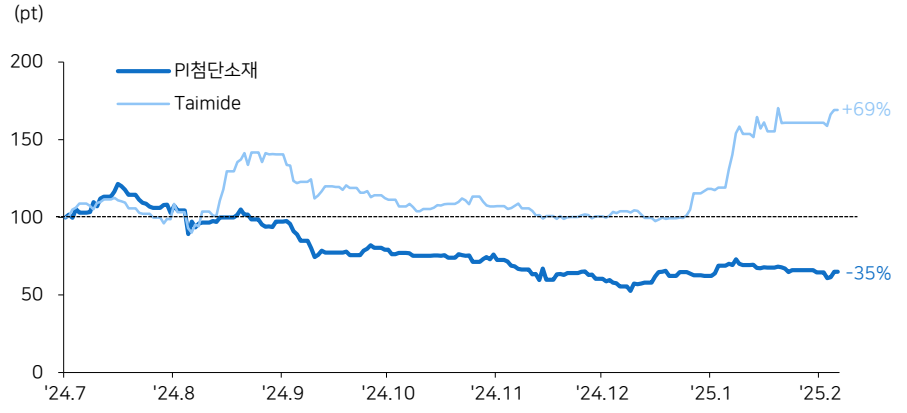
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PI첨단소재 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 PI첨단소재 · Taimide 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI 첨단소재 (178920)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**276.4**	**217.6**	**251.3**	**281.6**	**309.5**
매출액증가율(%)	-8.4	-21.3	14.8	12.7	9.9
매출원가	196.9	192.3	187.3	200.5	216.5
매출총이익	79.6	25.3	67.3	81.1	93.0
판매관리비	27.4	29.2	28.7	32.4	36.2
영업이익	**52.1**	**-3.9**	**34.9**	**48.7**	**56.8**
영업이익률(%)	18.9	-1.8	13.9	17.3	18.3
금융손익	-0.0	-2.7	-3.4	-2.8	-1.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	-0.0	-2.9	-0.2	1.5
세전계속사업이익	54.0	-6.7	30.1	45.7	56.6
법인세비용	8.3	-4.9	7.5	9.4	11.9
당기순이익	**45.7**	**-1.8**	**23.4**	**36.4**	**44.7**
지배주주지분 순이익	45.7	-1.8	25.0	36.4	44.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**17.4**	**60.0**	**54.8**	**64.0**	**72.4**
당기순이익(손실)	45.7	-1.8	25.0	36.4	44.7
유형자산상각비	23.5	27.5	28.6	29.7	31.1
무형자산상각비	2.4	1.8	1.6	1.4	1.2
운전자본의 증감	-46.1	35.9	-3.3	-3.7	-3.2
투자활동 현금흐름	**-97.8**	**-52.4**	**-48.0**	**-30.3**	**-28.6**
유형자산의증가(CAPEX)	-107.8	-52.2	-45.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	**5.1**	**32.5**	**-20.1**	**-5.4**	**-2.5**
차입금의 증감	37.9	56.1	-20.1	-5.4	-2.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-74.1	40.0	-13.3	28.2	41.3
기초현금	90.5	16.4	56.4	43.2	71.4
기말현금	16.4	56.4	43.2	71.4	112.6

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	131.7	128.1	125.2	163.8	214.3
현금및현금성자산	16.4	56.4	43.2	71.4	112.6
매출채권	30.0	31.7	36.1	40.7	44.7
재고자산	83.7	38.8	44.5	50.2	55.2
비유동자산	367.3	389.8	404.7	403.7	401.4
유형자산	342.9	366.6	383.0	383.3	382.2
무형자산	14.0	12.7	11.0	9.6	8.4
투자자산	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
자산총계	**499.0**	**518.0**	**529.9**	**567.5**	**615.6**
유동부채	64.5	88.0	65.7	72.7	74.5
매입채무	13.3	10.1	11.8	13.3	14.7
단기차입금	20.2	53.4	18.0	20.0	25.0
유동성장기부채	3.3	0.0	7.7	7.7	0.0
비유동부채	93.0	115.1	124.3	118.5	120.2
사채	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
장기차입금	73.0	100.1	102.3	94.6	94.6
부채총계	**157.5**	**203.0**	**190.0**	**191.2**	**194.6**
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	217.4	190.8	215.8	252.2	296.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**341.5**	**314.9**	**339.9**	**376.3**	**421.0**

Key Financial Data

	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	9,414	7,411	8,510	9,588	10,540
EPS(지배주주)	1,557	-61	851	1,238	1,523
CFPS	2,848	1,019	2,348	2,717	3,036
EBITDAPS	2,654	863	2,348	2,717	3,036
BPS	11,627	10,724	11,575	12,813	14,336
DPS	779	0	0	0	0
배당수익률(%)	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.6	-499.2	19.8	14.2	11.6
PCR	10.1	29.9	7.2	6.5	5.8
PSR	3.1	4.1	2.0	1.8	1.7
PBR	2.5	2.8	1.5	1.4	1.2
EBITDA(십억원)	78.0	25.4	69.0	79.8	89.2
EV/EBITDA	12.0	39.3	8.6	7.2	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	-0.5	7.6	10.2	11.2
EBITDA 이익률	28.2	11.6	27.6	28.3	28.8
부채비율	46.1	64.5	55.9	50.8	46.2
금융비용부담률	0.3	1.6	1.9	1.5	1.4
이자보상배율(x)	74.0	-1.1	8.1	11.2	13.5
매출채권회전율(x)	7.4	7.0	7.4	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	4.4	3.6	6.0	5.9	5.9

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 (2023 년 8 월 4 일부터 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)

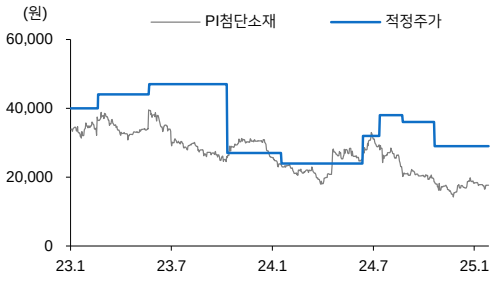
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

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

PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.01.10	기업브리프	Buy	40,000	양승수	-16.0	-6.4
2023.03.17	기업브리프	Buy	44,000	양승수	-21.5	-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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이