

## FS research

황세환 연구원

smallcap0619@daum.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(3/11)	23,250원
상승여력	-

시가총액	1,761억원
총발행주식수	7,575,065주
60일 평균 거래량	215,027주
52주 고	34,800원
52주 저	15,850원
외인지분율	1.23%
신용비율	6.30%
자본금	38억원
액면가	500원

주요주주	
주광연 외	40.1

미전환된 주식수	(좌:행사기간)
----------	----------

주요 자회사	(우:지분율)
핼스프레임	51.0
PIMS HK Co., Ltd	100.0

## 휴대폰이 끝났다고 OLED가 끝난게 아니다

### 기술력으로 승부하는 OLED 부품업체

동사는 2016년에 설립된 OLED 메탈마스크 생산업체이다. OLED 생산공정 중에서 사용되는 OMM(Open Metal Mask), CVD 마스크, OMM을 업그레이드한 S-Mask, FMM 제작시 사용되는 보조용 마스크인 F-마스크를 판매하고 있다. 매출의 절반 이상이 BOE에서 발생하고 있고 국내업체들과 CSOT 등 중국업체가 나머지 비중을 차지하고 있다. 시장점유율은 업체마다 다른데 중국업체들은 동사가 거의 독점적으로 공급하고 있다.

### VR, 노트북 등 OLED 어플리케이션 확대 전망

노트북과 모니터에서도 OLED패널 탑재가 증가하고 있다. 카운터포인트에 따르면 2020년 80만대였던 노트북용 OLED패널 출하량은 2021년 530만대로 추정되고 2023년 1,560만대로 올해 대비 3배가까이 증가할 것으로 추정하고 있다. 2021년 노트북 판매량은 2.4억대 수준으로 파악되고 있어 OLED를 탑재한 노트북이 1,500만대 이상 판매되어도 아직 탑재율이 너무 낮아 충분히 달성 가능한 숫자라 파악되고 노트북용 OLED 1,500만대면 휴대폰 기준 1억대 이상이어서 OLED패널 수요는 꾸준히 증가할 가능성이 높다.

### 2022년 모든 고객사향 매출 증가는 지속된다.

동사의 2022년 매출액은 1,064.2억원(+58.6%), 영업이익은 127.7억원(+73.0%)으로 전망한다. 이유는 BOE의 애플향 물량이 크게 늘어나면서 BOE향 수주가 증가할 것으로 예상되고, CSOT, 티안마 등 기타 중국OLED 패널 업체들도 지난해도 고성장을 하였지만, 올해도 중국 휴대폰 업체들의 OLED 채용률이 상승하면서 생산량이 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 또한 지난해 처음 진입한 국내업체에서 점유율 확대가 본격화될 것으로 기대된다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2018A	2019A	2020	2021F	2022F
매출액	122.3	377.8	405.1	671.1	1064.2
영업이익	22.2	65.2	41.1	73.8	127.7
영업이익률	18.1	17.2	10.1	11.0	12.0
세전이익	22.03	64.5	36.7	80.4	127.0
지배주주순이익	18.7	55.4	49.2	74.1	104.7
PER	-	-	20.1	29.7	16.8
PBR	-	-	2.4	3.74	2.99

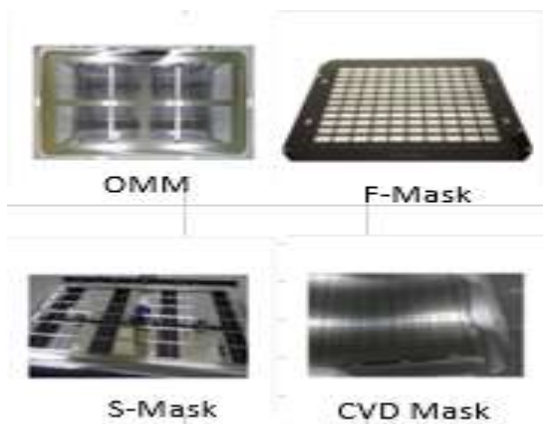
자료: FS리서치, 예상PBR의 BPS는 2021년 4분기 기준

## I. 기업 개요

### 기술력으로 승부하는 OLED 부품업체

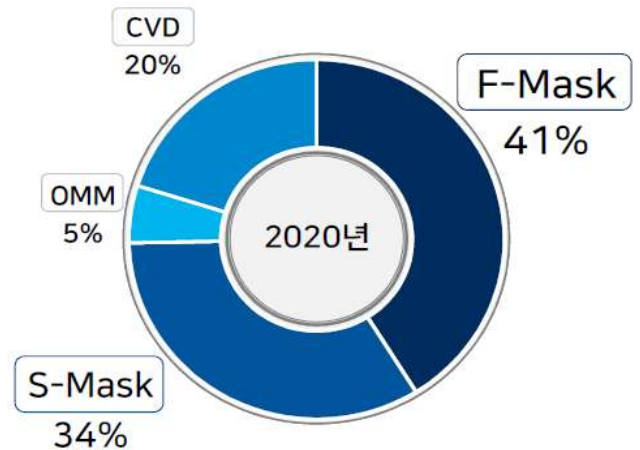
동사는 2016년에 설립된 OLED 메탈마스크 생산업체이다. OLED 생산공정 중에서 사용되는 OMM(Open Metal Mask), CVD 마스크, OMM을 업그레이드한 S-Mask, FMM 제작시 사용되는 보조용 마스크인 F-마스크를 판매하고 있다. 기본적인 토대가 되는 OMM 먼저 설명하자면, OLED 패널의 발광영역 전체에 공통층이라 불리는 HIL, HTL, ETL 등의 유기물을 증착할 때 쓰는 마스크를 말한다. RGB를 증착할 때는 빨강, 초록, 파랑을 한칸씩 증착해야해서 FMM(Fine Metal Mask)을 사용하는데 공통층은 발광영역 전체를 한번에 증착하면 되기 때문에 FMM에 비해서는 높은 기술력을 요하진 않는다. 하지만 OMM도 열팽창을 제어하고 인장을 했을 때 정렬을 위한 Align Hole을 생성하는 노하우가 필요하다. 동사는 Slight Etching이라는 자체기술을 적용한 S-Mask를 BOE에 거의 독점적으로 공급하고 있고 국내에서도 OMM은 3~4개 업체만 사업을 하고 있어 기술적인 진입장벽이 낮다고 보기는 어렵다. F-마스크는 FMM 제작시 사용되는 보조용 마스크로서 기존에 Cover 스틱과 Support 스틱을 일체화하여 공정을 단순화한 제품이다. 매출의 절반 이상이 BOE에서 발생하고 있고 국내업체들과 CSOT등 중국업체가 나머지 비중을 차지하고 있다. 시장점유율은 업체마다 다른데 중국업체들은 동사가 거의 독점적으로 공급하고 있고 삼성전자는 지난해 공급을 시작해 아직은 점유율이 미미하지만 올해부터 꾸준히 상승할 전망이다.

그림1. 제품 라인업



자료:핌스

그림2. 2020년 기준 제품별 매출비중



자료:핌스

## II. 투자포인트

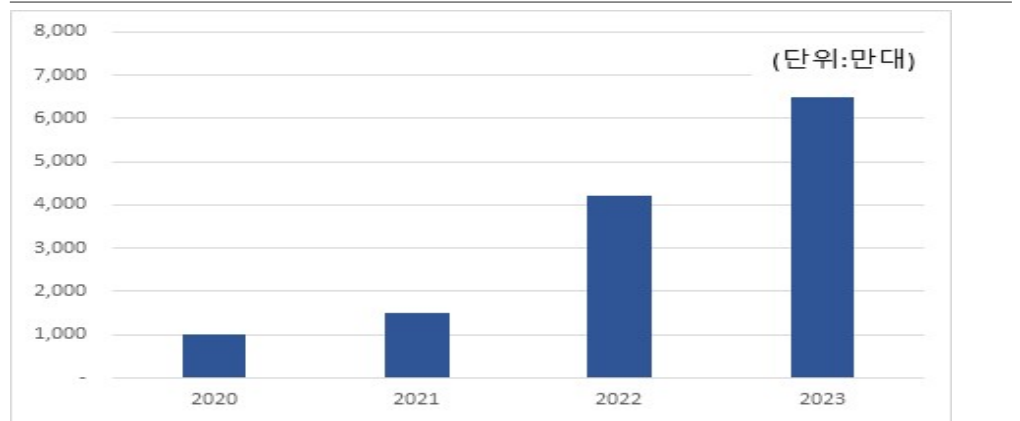
### 1) BOE의 애플 점유율 확대에 따른 수혜 기대

BOE는 2020년 말 아이폰12 리퍼브용 OLED 패널을 승인을 받으면서 애플에 OLED 패널 공급을 시작하였고, 아이폰12 판매용 제품 승인을 받은뒤에, 2021년 9월 아이폰13용 OLED 패널까지 승인을 받았다. 2021년에는 아이폰 12,13용 OLED패널을 공급하였지만, 올해는 아이폰14까지 공급할 것으로 예상된다. 업계에서는 BOE가 2021년 약 1,500~1,600만대 OLED 패널을 애플에 공급한 것으로 추정하고 있고, 올해는 약 4,000만대를 공급할 것으로 전망하고 있다.

BOE는 B7과 B11라인에서 아이폰용 OLED패널을 생산해왔는데, 올해 가동을 시작하는 B12도 내년 모델인 아이폰14에 공급을 위해 준비중인 것으로 알려져있다. 따라서 올해에 이어 BOE의 아이폰 물량은 내년까지도 성장할 수 있을 것으로 예상되고 이는 동사의 실적에 긍정적인 영향이 예상된다.

동사 매출의 절반 이상이 BOE에서 발생하고 있기 때문에 BOE의 애플 물량 증가는 동사한테 미치는 영향이 크다. 특히 BOE에는 자체 개발한 S-마스크가 공급되기 때문에 수익성에도 긍정적인 것으로 기대된다.

그림3. BOE의 애플향 OLED 패널 공급량

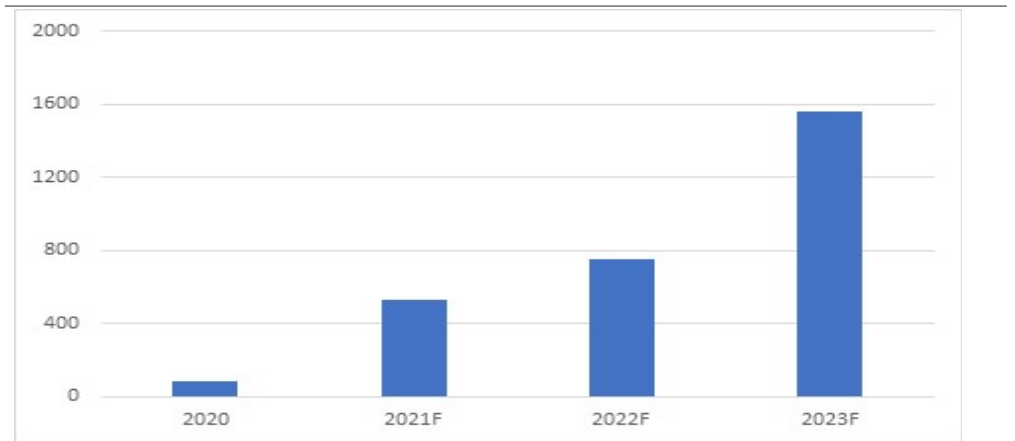


자료: FS Research

## 2) VR, 노트북 등 OLED 어플리케이션 확대 전망

향후 메타버스와 NFT 시장이 개화함에 따라 VR시장도 크게 성장할 것으로 예상된다. 그동안 VR은 게임에서의 몰입감을 높이기 위해 주로 사용되었기 때문에, 판매량이 증가하는데 있어서 제한적일 수 밖에 없었다. 하지만 메타버스 시대가 도래한다면 사용자 저변이 단순 게임을 하던 사람들에서 훨씬 더 확대될 수 있기 때문에 VR시장이 꾸준히 성장할 것으로 기대된다. 2021년 오쿨러스의 판매량이 1,000만대 이상으로 X박스의 판매량인 800만대를 넘어설 정도로 빠르게 성장하고 있다. 시기를 확산시키는 어렵지만 애플이 VR 기기를 출시한다는 얘기는 계속해서 회자되고 있고 동사의 주요 고객사인 BOE는 2021년 3분기부터 VR에 사용되는 마이크로 OLED를 생산하고 있다. BOE는 수년간 마이크로OLED를 연구개발해왔고 2020년부터 파일럿 라인을 구축했으며, 화웨이, 샤오미, JDI 등과 계약논의를 진행하고 있다. 메타버스 시대의 도래, 애플의 VR시장 진출에 따른 OLED 패널의 수요는 증가할 전망이다고 이는 동사의 실적에도 긍정적 영향이 예상된다. 노트북과 모니터에서도 OLED패널 탑재가 증가하고 있다. 카운터포인트에 따르면 2020년 80만대였던 노트북용 OLED패널 출하량은 2021년 530만대로 추정되고 2023년 1,560만대로 올해 대비 3배가까이 증가할 것으로 추정하고 있다. 2021년 노트북 판매량은 2.4억대 수준으로 파악되고 있어 OLED를 탑재한 노트북이 1,500만대 이상 판매되어도 아직 탑재율이 너무 낮아 충분히 달성 가능한 숫자라 파악되고 노트북용 OLED 1,500만대면 휴대폰 기준 1억대 이상이어서 OLED패널 수요는 꾸준히 증가할 가능성이 높다.

그림4. OLED 노트북 판매량



자료: 시그메인텔

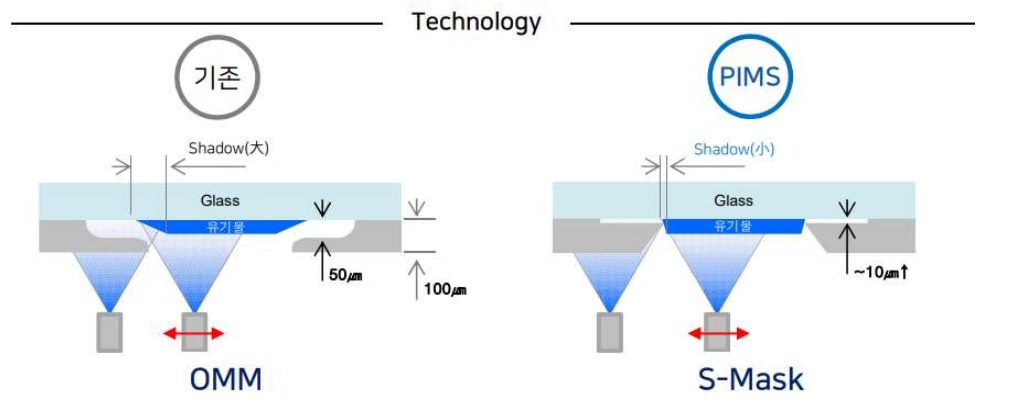
### 3) 높은 기술력으로 점유율 확대

동사는 주로 BOE 등 중국 디스플레이업체에 제품을 공급하며 성장해왔다. 하지만 경쟁사대비 뛰어난 기술력을 기반으로 국내업체에 진입했다. 국내업체향 매출은 올해부터 본격화될 것으로 기대되고 이는 동사의 기술력을 입증하는 요인이기 때문에 향후 중국업체로부터 협상력이 강화되어 안정적인 매출이 예상된다.

동사가 신규로 국내업체에 진입할 수 있었던 요인은 독자 기술로 개발한 S-마스크의 기술력 때문으로 파악된다. 전술한 바와 같이 S-마스크는 Slight Etching 이라는 동사의 자체 기술이 적용되었다. Slight Etching 기술은 모바일 OLED용 OMM에 적용되고 있고, 슬림 베젤이나 Shadow 영역을 대폭 축소시켜줄 수 있는 기술이다. 그림에서 보는 바와 같이 박막층 표면과 개구부의 사이즈 결정라인이 기존 대비 이격거리가 작고, 박막층 가장자리에 원하는 부위에만 증착을 시켜 불량이나 shadow 현상을 최소화할 수 있는 기술이다. 이와 같은 높은 기술력은 고객사 입장에서 수율 개선 및 생산성 상승을 가져왔을 것으로 생각되고 이는 현재 고객사 뿐만 아니라 추가로 신규업체의 진입을 기대해보게 한다.

향후 수년간 성장이 예상되는 OLED 시장에서 경쟁사를 압도하는 기술력은 꾸준한 실적 성장과 높은 이익률을 보여주는 근간이 될 것으로 예상된다.

그림4. 핌스의 Slight Etching 기술



자료: 핌스

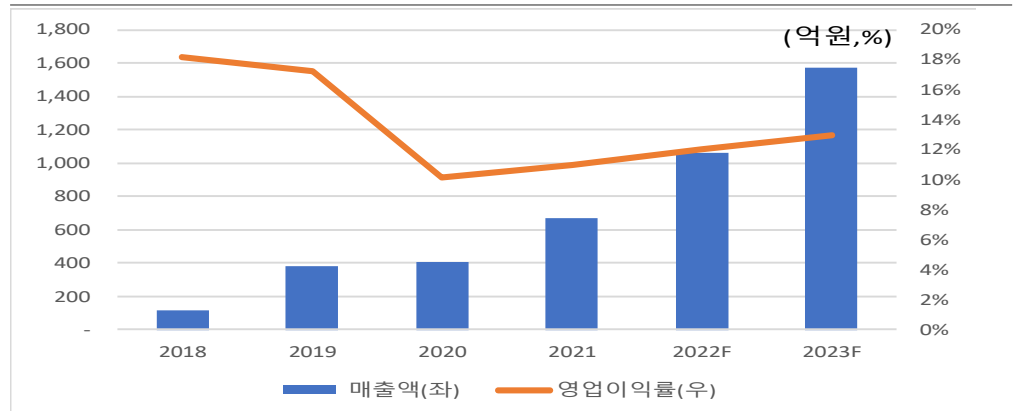
### III. 실적 전망

#### 2022년 모든 고객사향 매출 증가는 지속된다.

동사의 2022년 매출액은 1,064.2억원(+58.6%), 영업이익은 127.7억원(+73.0%)으로 전망한다. 이유는 전술한바와 같이 BOE의 애플향 물량이 크게 늘어나면서 BOE향 수주가 증가할 것으로 예상되고, CSOT, 티안마 등 기타 중국OLED 패널 업체들도 지난해도 고성장을 하였지만, 올해도 중국 휴대폰 업체들의 OLED 채용률이 상승하면서 생산량이 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 또한 지난해 처음 진입한 국내업체에서 점유율 확대가 본격화될 것으로 기대된다. 기존 제품 대비 수율개선과 베젤 축소에 효과적인 동사의 S-Mask의 우수성으로 인해 고객사의 채용 니즈가 높은 것으로 판단된다.

2023년에도 22년과 비슷한 추세는 지속될 것으로 예상된다. 휴대폰의 경우 사실상 OLED로의 전환이 많이된 것이 사실이어서 소형OLED 패널로는 성장률이 높지않은 것은 사실이다. 하지만 2023년이 되어도 전망치 기준으로 노트북 및 모니터의 OLED 탑재율이 10%가 되지 않기 때문에 본격적으로 전환이 시작되면 대규모 투자가 시작될 수 있고 동사에게도 새로운 기회가 마련될 것으로 판단된다.

그림6. 실적 추이



자료: FS Research

## ▶ Compliance Note

---

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
  - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
  - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
-