

FS Research

박종운 연구원

admin@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(04/05)	23,850원
상승여력	-

시가총액	3,558억원
총발행주식수	14,858,157주
60일 평균 거래량	328,944주
52주 고	27,800원
52주 저	12,850원
외인지분율	4.2%
신용비율	5.5%
자본금	74억원
액면가	500원

주요주주	지분율
김보균 외	28.2%
자사주	2.9%

행사기간	미전환된 주식수
------	----------

주요 자회사	지분율
비온드아이	100.0%
넥스비	76.2%
위츠	71.3%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

반도체/디스플레이 산업 반등 사이클의 핵심 수혜주

화학기반의 전자사업을 영위하는 업체

화학사업과 전자사업을 주력으로 하는 업체이다. 화학사업은 디스플레이 식각과 케미칼 정제 유통사업을 영위하고 전자사업은 전자부품, 무선충전, 자율주행으로 구성된다.

자회사로 무선충전사업 위주인 위츠와 자율주행사업 위주인 비온드아이 등이 있다. 22년기준 매출 비중은 화학사업이 49%, 전자사업이 51%이다. 주요 고객사는 삼성전자, 삼성디스플레이, 동진세미켄 등이다.

양손에 두 개의 큰 떡을 들었다

동사의 투자포인트는 1) 반도체 소재 국산화와 미세화에 따른 EUV공정 비중 증가로 세계 최초의 EUV용 PR재료를 개발하여 그 수혜가 예상되고, 2) 3년만에 돌아온 디스플레이 투자 사이클에서 그 성장 동력이 될 중대형OLED의 핵심 공정을 수행할 수 있는 수혜가 전망되고 3) 캐쉬카우 역할을 하고 있는 무선충전, 자율주행 사업은 중장기적으로도 꾸준한 매출증가와 이익창출이 가능하다는 점이다.

향후 4년간 폭발적 이익성장으로 벨류에이션 할증 가능

동사의 올해 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 3%, 25% 증가한 6,400억원 280억원이 전망된다. 올해는 실적성장은 크지 않으나 중장기 큰 폭의 성장을 위한 수주와 투자이슈로 성장 가시성이 높아진다는 점에서 의미가 있다고 판단된다. 그러나 24년은 6세대 식각의 매출이 반영되기 시작하면서 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 13%, 68% 증가한 7,200억원, 470억원이 전망되어 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	4,035	5,300	5,634	6,210	6,400
영업이익	263	221	385	225	280
영업이익률	6.5	4.2	6.8	3.6	4.3
세전이익	197	197	343	81	241
지배주주순이익	162	170	285	60	210
PER	25.1	24.1	15.0	32.8	16.9
PBR	3.6	3.4	2.9	1.3	2.1

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

I. 기업 개요

화학기반의 전자사업을 영위하는 업체

화학사업과 전자사업을 주력으로 하는 업체이다. 화학사업은 디스플레이 식각과 케미칼 정제 유통사업을 영위하고 전자사업은 전자부품, 무선충전, 자율주행으로 구성된다.

자회사로 무선충전사업 위주인 위츠와 자율주행사업 위주인 비온드아이 등이 있다. 22년기준 매출 비중은 화학사업이 49%, 전자사업이 51%이다. 주요 고객사는 삼성전자, 삼성디스플레이, 동진세미캠 등이다.

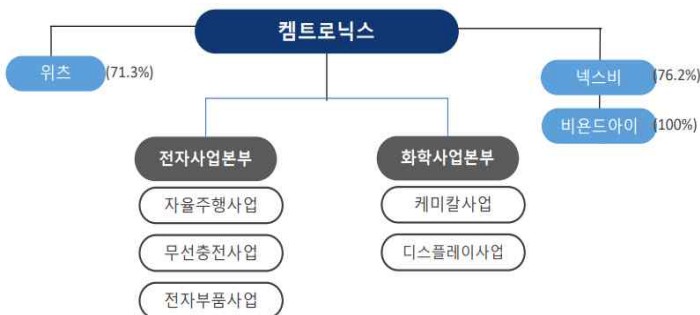
사업부별로는 화학사업 중 디스플레이는 화학제품을 기반으로 유리를 가공하는 기술을 보유하고 있어 후공정 식각 사업(HIAA포함), 글래스 코어 패키징, UTG 사업을 하는 사업부이다.

케미칼사업은 페인트와 반도체 PR원료인 PGMEA 생산 및 유통을 한다. 1) 공업용 케미칼은 페인트 가격인상에 따른 화학사업부 실적 증가를 이루고 있으며. 주요 고객사는 KCC, 삼화페인트, 노루페인트 등 국내 주요 페인트업체이다.

또한 전자급 케미칼은 반도체 및 디스플레이용 정제 아이템으로 주요 고객사는 LG화학, 동우화인캠 등이다. 2) 전자재료 케미칼은 산업통상자원부와 함께 국산화 과제 진행했었던 포토레지스트 원재료 PMA(3N, 4N)로 국산화 기대된다.

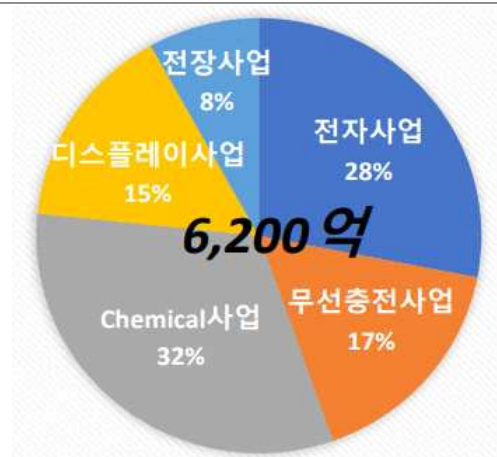
전자사업부 중 전자부품은 삼성전자 가전, 전자칠판 키오스크 ODM을 영위하고 있으며, 무선충전 사업부는 2019년 삼성전기 무선충전 및 NFC칩 코일 사업을 인수(700개 특허)하여 생산 중이다.

그림1. 사업구조



자료:캠트로닉스

그림2. 매출비중 (22년 기준)



자료:캠트로닉스

II. 투자포인트

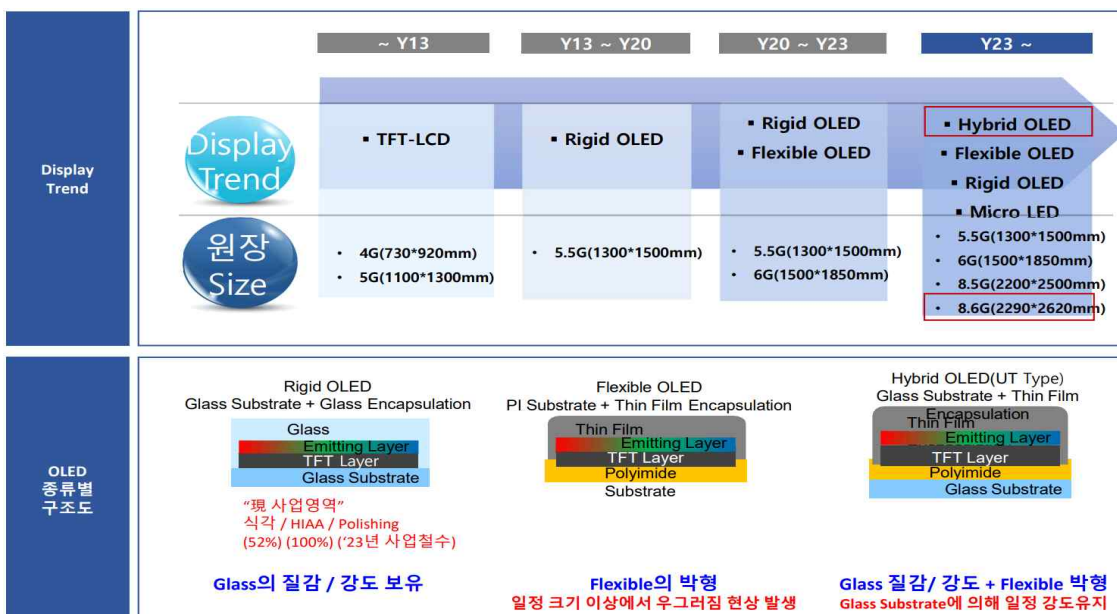
OLED의 대형화에 가장 큰 수혜업체

지난 3년간 우리나라 디스플레이 산업은 투자가 거의 없었다. 이제 향후 3년간 OLED를 기반으로 한 투자사이클이 다시 도래하게 될 것으로 예상되며 이는 기존 RGB 방식의 OLED 시장이 소형에서 중대형으로 확대되기 때문이다.

중형OLED는 태블릿과 노트북이 중심이 될 것이며 애플과 삼성이 그 성장을 이끌 것으로 전망된다. 특히 중형부터는 리지드 타입과 플렉서블 타입 OLED를 믹스한 하이브리드 OLED라고 하는 새로운 OLED 구조로 양산할 것으로 보이며 하이브리드 OLED 제조의 주요공정 중 하나가 식각과 검사가 될 것으로 보여진다. 동사는 이러한 공정에서 혁신을 이뤄내, 핵심 역할을 할 수 있을 것으로 판단되어 큰 폭의 성장이 기대된다. 이 공정 혁신을 통해서 동사는 장기 독점 공급 계약을 맺은 것으로 알려졌다.

동사의 주요 고객사인 삼성디스플레이는 애플로부터 6세대에서 아이패드 2개 모델을 수주 받은 것으로 보여지고 하이브리드 OLED로 양산할 것으로 예상된다. 애플의 아이패드 연간 판매량 감안 시 37.5K/월 (수율 90%수준 기준) 정도의 Capa에서 양산 가능한 물량으로 보여진다. 현재는 샘플 수준의 양산이 진행되고 있으며 내년1분기부터 본격 양산이 기대된다.

그림3. 하이브리드 OLED로 중형 시장을 열 것



자료: 켄트로닉스

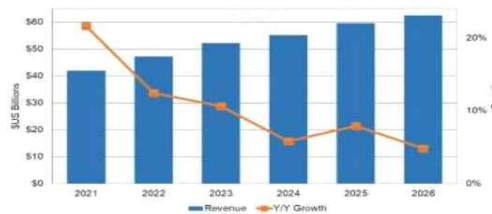
II. 투자포인트

여기에 최근 애플이 아이패드에서 이어 맥북까지 OLED 적용을 할 것으로 예상되며, 이를 위해 삼성디스플레이에서는 8.6세대 신규라인에 대한 투자를 할 것으로 보여진다. 8.6세대 역시 하이브리드 OLED가 될 것으로 보여진다. 8.6세대 라인 25년초부터 가동이 전망된다. 8.6세대 역시 15K/월 물량부터 시작할 것으로 보이며, 올해 2월 6일의 6세대 시설투자공시에서 보듯이, 이 부분도 동사의 대규모 시설투자가 이어질 전망이다. 또한 맥북을 포함한 노트북의 OLED 변화는 이미 시작된 상태이다. 이 부분에 대한 OMDIA의 27년 전망에 따르면 4,880만대가 OLED로 변화가 예상되는 것으로 추정 시 8.6세대는 적어도 100K/월 이상의 물량이 필요한 상황이다. 또한 아이패드 등 6세대 역시 100K/월이상 예상되는 상황이다. 이에 따라서 후공정 식각 및 검사 분야에서 장기 독점에 따른 지속적인 성장이 예상된다.

이에 동사는 주요 고객사인 삼성디스플레이에서 식각 공정 수주를 받을 것으로 전망된다. 하이브리드 OLED 구조에서는 기존 플렉서블 OLED 공정에서 발생했던 LLO 이후 Pi기판 가장자리가 우글쭇글하게 되는 현상을 없애기 위해 서브스트레이트에 글라스가 더 있어야 한다. 동사는 유리기판을 식각할 때, 패널을 셀 단위로 절단(스크라이빙)하는 공정이 함께 진행되는 기술을 개발하여 원가도 절감시키고 유리두께도 개선시켰기 때문에 수주가 가능한 것으로 보여진다. 이에 하이브리드 OLED 공정에서 기존의 식각 외에 동사의 추가적인 매출 확대가 기대된다. 여기에 패널원가 절감을 위해 후공정의 검사공정까지 일원화 될 수 있다면 더 큰 폭의 매출성장도 기대할 수 있다. 또한 후공정의 대부분을 동사가 하게 됨에 따라 규모의 경제 효과로 수익성 개선도 예상된다.

표1. OLED는 중대형 시장이 성장을 이끌 것

DSCC has released its latest OLED market forecast, and the company forecasts a **8% CAGR revenue growth with the market reaching \$64 billion in revenue in 2026**. The growth will be fueled by high demand for laptop, monitor and tablet displays. The smartphone and OLED TV market will also continue to grow.



DSCC sees a **31% CAGR shipment growth for laptop displays**, to reach around \$2.4 billion in 2026, and a **95% CAGR unit growth for monitor OLED displays**, which will reach \$1.3 billion in 2026 (up from \$200 million in 2022). This is fast growth for monitor OLED displays, but slower than DSCC previously estimated, due to competition for miniLEDs, rigid OLED capacity that will be used for laptops and tablets and lower demand to mirroring display monitors.

Tablet OLED displays will see a 49% CAGR shipments growth until 2026. Apple is expected to introduce its first OLED iPad in 2024, which will increase demand for tablet displays by 126% in 2024.

자료: 캠트로닉스, DSCC

II. 투자포인트

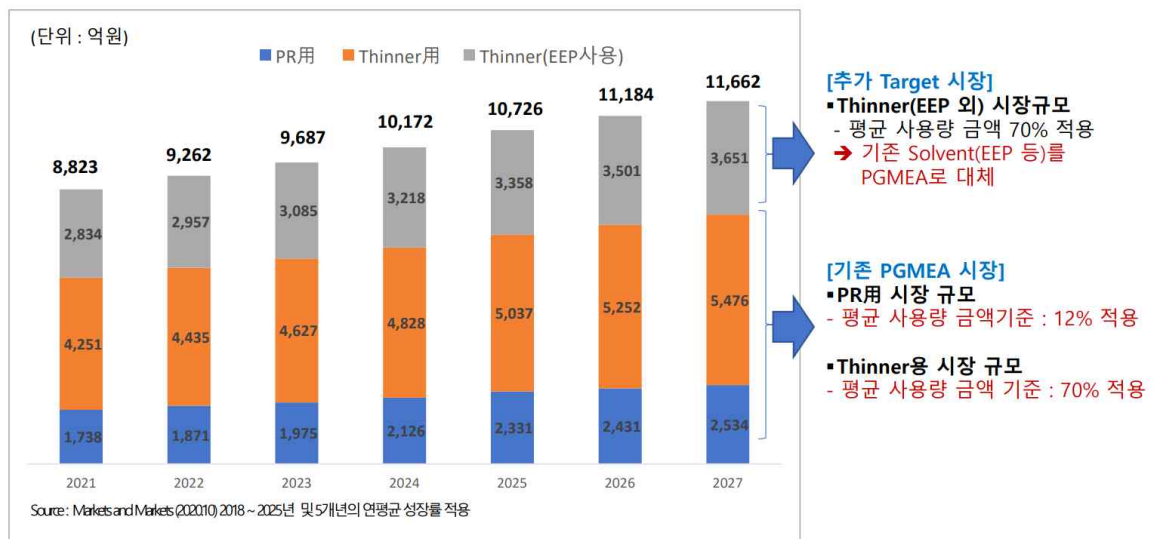
반도체 소재 국산화와 EUV 장비 확대의 큰 수혜 기대

동사의 케미칼 재료는 크게 공업용과 전자재료용으로 구분되며, 과거 일본의 반도체 소재공급 중단 이슈와 관련되어 있는 PR은 전자재료 케미칼과 관계가 있다. 현재는 일본에서 수입해서 일정 가공만 진행하고 있고 하반기부터 직접 생산 예정이다. 2차전지 박막 소재로도 쓰이기 때문에 삼성SDI에 직납도 고려 중이다. 동진세미캠 동우화인캠, TOK 등에도 니즈가 많다. 글로벌 1조 시장이다.

반도체용 PR을 국내에 납품하는 Major업체는 JSR, 신에츠, 스미토모 등이 80% 이상을 점유하고 있고 국내회사로는 동진세미캠이 있다. 이중 EUV용 PR공급업체는 신에츠, JSR, TOK 등이다.

동사의 경쟁사인 PR 원료업체공급업체는 오사카유기화학, KH네오캠, ADEKA, 동양합성공업 등이다.

표2. PR 시장 규모 추이 및 전망



II. 투자포인트

PGMEA는 페인트나 접착제 같은 일반 제품뿐 아니라 반도체, 액정표시장치(LCD), 유기발광다이오드(OLED) 등 전자제품 생산에도 사용되는 대표적인 용제이다. 다우와 라이온델 정도만 자체 기술로 PGMEA를 생산한다. 초고순도 PGMEA는 2019년 7월 일본이 한국 수출을 제한한 3대 재료·기술 중 하나인 EUV PR의 핵심 원료다. 그동안 일본과 중국에서 PGMEA를 수입하면 동사가 정제 작업을 진행해 국내 기업들에 납품해왔다. 이번에 동사가 PGMEA의 초고순도화에 성공하여 세계 최초로 5나인(Nine-99.999%)급 초고순도 PGMEA 기술을 확보하였다. 본격적인 양산이 가능해지면 반도체 EUV용 소재 국산화가 거의 이루어지지 않은 현실에서 동사는 대표적인 국내 반도체용 소재 업체로 자리잡을 수 있을 것으로 판단된다.

TOK는 TSMC의 EUV용 PR Main 공급사로 시장점유율 46%(22년 기준 500억 매출)로 인천송도에 PR공장이 있어 이미 한국시장에 안정적인 공급을 하고 있다. 현재 다이토케믹스에서 원료를 공급받고 있으나 동사에 5N을 요청한 상태이다.

현재 국내 PGMEA 시장 규모는 연간 2,400억원 수준이다. 향후 반도체 미세화 비중이 더 진행되어 EUV 사용비중이 증가하면 1조원까지 시장이 확대될 것으로 보고 있다. 동사는 올해 정제 타워 2대(200억 추가 투자)를 건설할 예정이다. 이렇게 되면 연간 2만톤 수준의 캐파를 5-6만톤 수준으로 확대할 수 있다

그림4. EUV급 PR용 주재료 국산화

Biz. Area		공업용	전자용/반도체용	EUV 반도체용
유통		BC / BDG / PM 등 KCC NOROO SAMHWA JEVISCO	BDG / MDG / EDG DONGJIN LG화학	
✓ 제조	정제 (Distill)	3N PGMEA (99.9%)	4N PGMEA (99.99%) # β-isomer free MERCK ShinEtsu DUPONT SAMSUNG 삼성SDI	5N PGMEA (99.999%) # β-isomer free DONGJIN ENF DONGWON FINE-CHEM tok
	합성		<ul style="list-style-type: none"> LCD/OLED Siloxane Polymer Screen Printing Paste Display向 기능성 코팅액 OLED向 고굴절 Polymer 	

자료: 캠트로닉스

II. 투자포인트

전자사업은 (무선충전, 자율주행 솔루션) 꾸준히 성장하며 캐쉬카우 역할을 할 것
 동사의 전자사업 중 무선충전 사업은 삼성전기의 무선충전사업부 인수(특허 700개)하여 꾸준한 성장을 보이고 있다.

1) 핸드셋용은 갤럭시 S, 버즈, 와치에 M/S 1위 수준으로 납품 중이다. 주요 고객인 삼성전자의 핸드셋 판매량 저조로 작년 내내 힘든 과정을 겪었으나 현재는 삼성전자 핸드셋 제품에 공급량이 늘어나고 있는 추세로 올해로Z Flip 5 물량을 대부분 동사에서 대응할 것으로 전망된다.

2) 전장용은 삼성전자와 현대차/기아간 전장용 고속충전 솔루션을 개발하는데 단독으로 협력 중이다. 삼성 시스템LSI사업부에서 칩을 개발하고 동사 자회사 위츠로 공급해서 15W급 고속충전 모듈을 제작하여 독점 공급할 것으로 예상된다. 25년부터 현기차향 매출 200억원으로 본격 성장이 [위츠에 초고속 보완 인증 칩 국내 독점 판매권 부여]

3) KG모빌리티(쌍용)와는 9W 전장용 무선충전 솔루션을 개발 중으로 '23년 11월 신차에 적용하여 연간 10만대 규모의 적용(4년간 160억원 수준)이 기대된다.

4) 여기에 2021년 무선충전 공급사는 8개에서 2022년 3개(캠트로닉스, 아모텍, 한솔테크닉스)로 산업의 구조조정 효과도 기대된다. 정부 국책과제로 유무선 통합 모듈 개발 사업을 진행중이다

그림5. 전장용 무선충전 시장 삼성전자+현기차와 협력하여 진행 중





II. 투자포인트

자율주행사업의 경우 자회사 비온드아이(가) ADAS에 필요한 서라운드 뷰 시스템이나 카메라 모듈 제작한다. 에프터 마켓 목표로 성장하고 있는 가운데 르노삼성차나 볼보, 쌍용차 고객사로 보유 중이다.

C-V2X(기존 이동통신사 기지국 이용방식) 방식 or Wave-V2X(전용 노변기지국을 세워야 하는 방식) 방식으로 하든지 상관없는 하이브리드 제품을 개발 완료하고 서울시 자율주행 인프라 C-ITS 납품하였다. 한국도로공사가 발주하고 SKT 컨소시엄이 수주한 경부선·수도권 구간(815km) 고속도로 차세대 지능형교통시스템(C-ITS) 사업에 V2X 제품, 2024년 초까지 V2X 통신 방식을 선정할 것으로 기대된다.

새만금 상용차 자율주행 테스트베드 사업에도 V2X 공급 사업을 수주(1,100억원 규모)했다. 현대오트모터 새만금 자율주행 테스트베드 사업에 차량 통신 부품 솔루션 차량사물통신(V2X) 부품을 공급하였다.

그림6. 캠트로닉스의 자율주행 사업

	V2X 사업	ADAS 사업	전장부품
핵심 기술	RSU/OBU 설계/제조 ↓ Software Platform - Autotalks V2X App. SDK - 지역별 S/W Architecture 개발	DMS/CMS 등 카메라 Base 제품 ↓ Solution Base OEM 진입 - SVM 알고리즘 Solution化 - Valles社 MIPI A-PHI 등	After Blow / BMS, ETCS, SKMS ↓ 핵심역량 기반의 부품사업 - Cyber 통합보안(CGW) - 무선충전 Set
Before Market			
After Market			

자료: 캠트로닉스

III. 실적 전망 및 벨류에이션

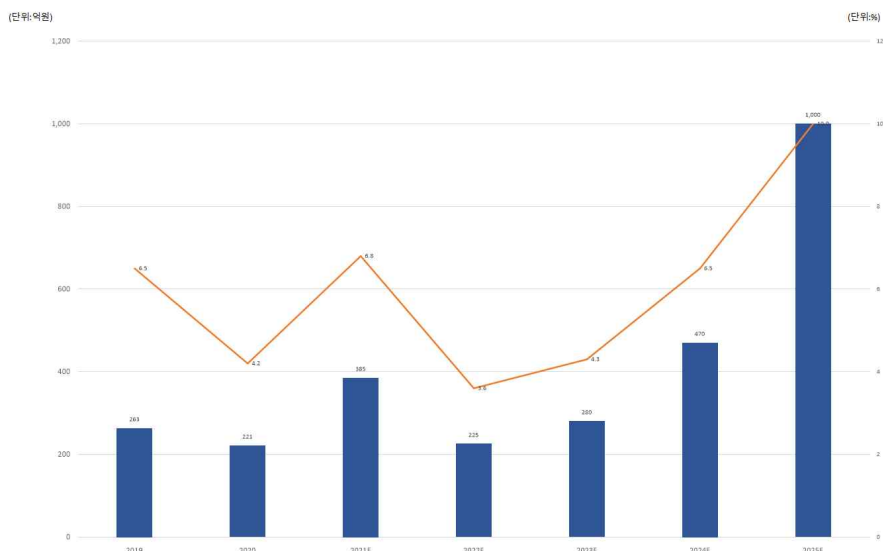
향후 4년간 폭발적 이익성장으로 벨류에이션 할증 가능

동사의 올해 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 3%, 25% 증가한 6,400억원 280억원이 전망된다. 올해는 실적성장은 크지 않으나 중장기 큰 폭의 성장을 위한 수주와 투자이슈로 성장 가시성이 높아진다는 점에서 의미가 있다고 판단된다. 그러나 24년은 6세대 식각의 매출이 반영되기 시작하면서 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 13%, 68% 증가한 7,200억원, 470억원으로 큰 폭의 수익성 개선이 기대된다.

25년은 매출액 1조원에 영업이익 1,000억원 수준의 실적 성장이 예상되는데, 주목할 것은 25년부터 8.6세대 중형 OLED 식각과 EUV용 PR재료의 본격 양산에 따라 수익성이 더 좋아진다는 점이다.

이것은 향후 큰 폭의 성장이 기대되는 중대형 OLED 시장과 EUV용 소재 시장에서 동사가 핵심 역할을 담당한다는 의미이며, 실적 성장에 대한 가시성이 높다는 점까지 감안하면 동사 주가의 벨류에이션 할증의 요인이 될 수 있다고 판단된다.

표3. 캠트로닉스 영업이익/영업이익률 추이 및 전망



자료: 캠트로닉스

▶ 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.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-