

FS Research

이병헌 연구원

honey3079@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(4/3)	2,810원
상승여력	-

시가총액	2,200억원
총발행주식수	78,990,426주
60일 평균 거래량	1,817,000주
52주 고	2,810원
52주 저	1,635원
외인지분율	2.68%
신용비율	3.36%
자본금	394억원
액면가	500원

주요주주	
에이치비컴 외	31.4%
자사주	4.9%

행사기간	미전환된 주식수
'22.08.13~26.08.13	19,607,843주

주요 자회사	지분률
HB솔루션	21.85%
프레스토 제6호 사모 투자조합	11.98%
2021HB반도체세컨더리 투자조합	66.70%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

OLED 빅사이클로 시작하는 이어달리기

애플의 공격적인 OLED 투자 > 빅사이클의 신호탄!

애플이 아이패드 두 개 모델에 OLED 패널 탑재를 선언하며 OLED 빅사이클에 대한 기대감이 생기고 있다. 아이패드뿐만 아니라 맥북으로의 확장 역시 꺾이고 있는 상황에서 IT 선두 주자 애플이 제시하는 방향성은 후발주자인 DELL, HP, 중화권 기업 등 산업 전체에 영향을 줄 수 있다.

올해 본격적으로 시작되는 8.6세대 투자는 단발성이 아닌 연속성이 있을 것으로 전망한다. 애플은 태블릿 시장을 공략하는 것 외에도 노트북 시장 역시 점유율의 상승을 원한다. 현재 10% 내외의 점유율을 30% 이상 높인다고 가정했을 때 그 투자 규모는 엄청날 것이다. 올해 기대되는 OLED 8.6세대 15K에서 그치는 것이 아니라 애플 단독으로 더 큰 규모의 투자가 예상되며 경쟁사들 역시 시장에 뛰어들었다면 OLED 빅사이클 도래의 신호탄이 될 것이다.

OLED가 끝이 아니다! > 2차전지 장비업체로 변신!

동사는 OLED CAPEX 투자에 대한 기대감뿐만 아니라 2차전지 장비의 성장에 따른 수혜를 받으며 올해부터 2차전지 사업부의 가치 반영이 본격적으로 시작될 것이다. 작년 삼성SDI향 각종 검사 장비를 납품하며 60억 원의 매출액을 달성했으며 올해는 작년보다 2배 이상 성장한 150억 원 매출액을 전망한다. 헝가리 공장에서 쌓은 레퍼런스와 신뢰를 바탕으로 삼성SDI/스텔란티스 합작법인 수주 역시 기대된다. 이미 고객사에게 동사의 기술력을 인정받았으며 각종 외형 검사 장비뿐만 아니라 원통형 검사 장비 역시 말레이시아 공장에 납품 성공하며 삼성SDI의 미래 먹거리인 46파이 배터리 라인에 투입될 예정이다. 이에 따라 OLED에 편중된 매출구조의 다변화가 가능할 것이고 보수적 스탠스에서 바뀐 삼성SDI의 CAPEX 확대에 따른 지속적인 성장이 이어질 것이다. OLED/2차전지 모두 라인업을 넓혀가며 고객사의 신뢰를 얻고 있고 높은 기술력을 바탕으로 과거 반도체 후공정 PLP AOI까지 대응했던 것처럼 다른 산업으로의 확장성을 기대할 수 있다. 이에 따라 단순 디스플레이 장비업체를 넘어서 종합 장비 회사로의 변신이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,742	1,589	1,480	1,500	2,300
영업이익	49	-225	69	-30	220
영업이익률	1.8	-14.1	4.6	-2.0	9.6
세전이익	8	93	272	-30	220
지배주주순이익	36	115	272	-30	171
PER	10.5	N/A	5.5	N/A	12.9
PBR	1.0	1.11	0.58	1.02	1.02

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

주 : 23, 24년 PBR의 자본총계는 22년 4분기 기준

I. 기업개요

동사는 2001년 LCD 장비개발 투자를 시작으로 2003년 광학검사장비 국산화 개발에 성공하며 외산 장비가 독점하던 시장에 뛰어 들었다. 2009년 고객사와의 협력을 통해 LCD뿐만 아니라 OLED까지 장비 라인업을 확대하였다. AOI(Automated Optical Inspection)라고 불리는 광학검사장비는 디스플레이 전공정에 쓰이는 장비로 주로 BP, EVEN 공정에서 결함을 검사하는 데 사용된다. 주요 고객사는 국내 기업으로는 삼성디스플레이가 있으며 해외 기업으로는 중국의 BOE, COST, Tianma 등이 있다.

2003년부터 삼성디스플레이의 협성회 회원으로 활동하며 돈독한 관계를 유지해 왔는데, 기존 시장에서 높은 점유율을 자랑하던 이스라엘의 오보텍이 기술 유출 이슈로 고객사에서 새로운 파트너를 찾았고, 그때 이후로 동사는 A3 기준 삼성디스플레이 내 점유율 90%를 달성하였다. 이후 Q1 라인에서는 동사의 장비가 AOI, Repair 모두 수주하면서 고객사 내에서 높은 시장지배력을 보여줬고, Repair 장비까지 수주하며 제품 라인업을 확대하였다.

디스플레이 산업에 국한되지 않고 새로운 성장동력으로 각형 검사장비를 삼성SDI에 납품하기 시작했다. 삼성그룹과 돈독한 관계를 유지하며 기존 고객사인 삼성디스플레이(SDC)와 더불어 삼성SDI의 헝가리/천안 공장에 납품하기 시작하였고 향후 고객사의 추가적인 투자에 따라 검사장비 매출의 증가를 기대할 수 있게 되었다. 헝가리 공장 내 점유율은 50% 내외이며 신규 스텔란티스 합작법인 수주에 따른 외형 성장으로 2차전지 장비업체로의 성장을 꾀하고 있다. 각형뿐만 아니라 원통형 외관 검사 역시 대응할 수 있고 말레이시아 공장 수주에 성공하였다. 뛰어난 검사 기술을 바탕으로 고객사가 원하는 다른 품목으로의 확장 역시 기대된다.

그림1. OLED AOI 장비



그림2. PCB AOI 및 2차전지 외관검사장비



자료 : HB테크놀러지

자료 : HB테크놀러지

II. 투자포인트

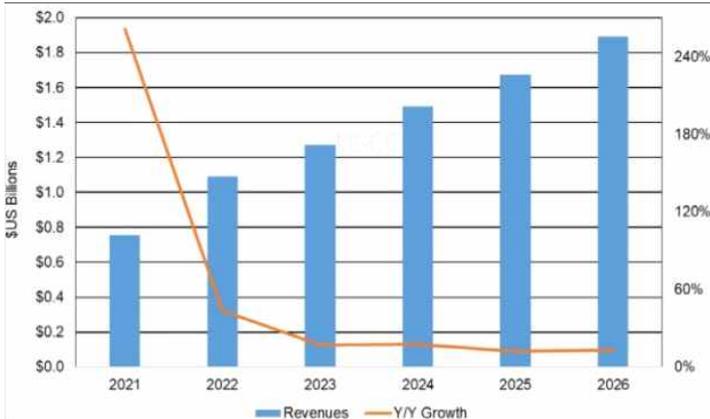
OLED 사이클은 기승전 ‘애플’이다!

프리미엄 휴대폰 시장을 연 것도 애플, 무선 이어폰의 시대를 연 것도 애플, IT업계에 생태계의 중요성을 알린 것도 애플이다. 그야말로 애플은 선두 주자로서 업계의 방향성을 제시하는 역할을 하기에 그들의 움직임에 주목해야 한다. 이번 아이패드 OLED 탑재를 비롯한 IT 라인 OLED 투자는 이들이 제시하는 새로운 방향성이다.

애플은 충성심 높은 고객층을 바탕으로 아이폰이 그랬던 것처럼 아이패드와 맥북 역시 제품군에서 차별화 전략을 진행하기 위해 OLED 패널을 채택할 예정이다. 24년 아이패드 양산을 위해 올해 상반기부터 8.6세대 15K 투자가 예상되며, 빠르면 25년 출시를 기대하는 맥북까지 고려해보면 24년 역시 올해 이상의 투자가 집행되어야 한다. 애플의 이러한 공격적인 행보는 경쟁사들로 하여금 위기의식을 느끼게 할 것이다. 이에 따라 DELL, HP, 중화권 기업들까지 OLED 패널 탑재에 가담한다면 SDC뿐만 아니라 BOE, LGD 역시 투자를 집행할 것이다.

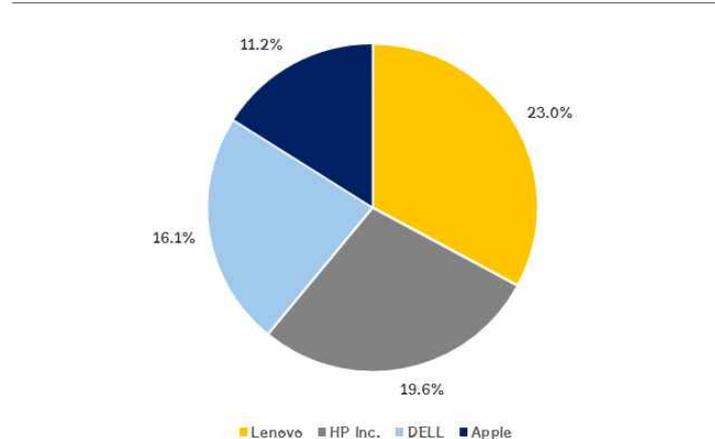
이는 SDC와 중화권 기업 모두를 고객사로 보유하고 있는 동사에게 수혜가 될 것이다. 특히 BOE의 경우 전통적으로 SDC의 움직임을 보고 후발적으로 투자해왔지만, 그 규모는 상당했음을 고려하면 8.6세대 SDC의 공격적인 투자에 이어 BOE의 이어달리기가 가능하다고 판단한다.

그림3. 노트북용 OLED 패널 시장규모



자료 : DSCC

표1. 2022 4Q 노트북 시장 점유율



자료 : 언론사 종합, FS리서치

II. 투자포인트

2차전지 장비업체로의 부각, 종합 장비 회사로 변신!

동사는 삼성그룹과의 든든한 관계를 바탕으로 삼성SDI에 각종 외형 검사 장비 납품에 성공했다. 작년 매출액은 60억 원 내외로 2차전지 사업부는 소폭 적자를 기록했을 것으로 추정하나 올해는 매출액 150억 원을 전망한다. 기존까지 삼성SDI는 경쟁사들과 비교했을 때 보수적인 투자 행보를 보여왔다. 그러나 계속해서 커지는 시장 규모와 경쟁사들의 과도한 투자 집행으로 자금 여력에 문제가 생기자 이들이 원하는 수익성 중심의 수주를 받을 수 있는 환경이 조성되었기 때문이다.

삼성SDI 헝가리 공장, 천안 공장에 각종 외관 검사기, 빗감김 검사기를 공급한 레퍼런스를 바탕으로 고객사 내 주력 벤더로 자리잡았다. 이는 스텔란티스, 말레이시아 공장을 비롯한 삼성SDI의 투자에 따른 수주 기대감을 불러일으킨다. 각종 외관 검사기의 가격은 10~15억 원 내외로 추정하며 라인당 2대가 필요한 장비임을 감안하면 8라인 30GW 기준 160~240억 원의 매출액이 나올 수 있다. 동사의 장비는 경쟁사 대비 ASP가 30~40% 높음에도 고객사에서 채택할 정도로 기술력을 입증하는 데 성공했다.

각종 외형 검사 장비뿐만 아니라 원통형 역시 대응 가능하다는 점을 주목하자. 삼성SDI는 말레이시아에서 차세대 배터리인 46파이 배터리 양산을 준비하고 있고 이곳을 시작으로 동사의 원통형 외관 검사 장비 역시 늘어날 전망이다. 삼성SDI는 테슬라뿐만 아니라 GM을 신규 고객으로 확보하였고 이들의 합작법인은 25년 초 가동을 목표로 최대 50GWh로 규모의 증설에 나서고 있다. 고정비가 높은 장비 사업의 특성상 영업레버리지가 나타나며 150~200억 원 내외의 매출을 올린다면 두 자리 초반의 영업이익률도 가능하다. 올해부터 2차전지 장비가 전사 매출과 이익에 본격적으로 기여하며 디스플레이 장비만 단독으로 생산하는 업체 대비 프리미엄 요인으로 작용할 것이다.

표2. 삼성SDI 각종 CAPA 추정치

삼성SDI CAPA 추정치	(단위: GWh)				
	2022	2023	2024	2025	2026
총대형 각종	51	99	139	163	187
울산	9	9	9	9	9
중국	10	10	10	10	10
헝가리 1	32	40	48	56	64
헝가리 2		40	48	56	64
미국(스텔란)			24	32	40

자료 : 언론사 종합, FS리서치

그림4. 원통형 배터리



자료 : 삼성SDI

III. 실적 전망

23년은 수주잔고 증가, 24년부터 수주와 실적 동반 질주

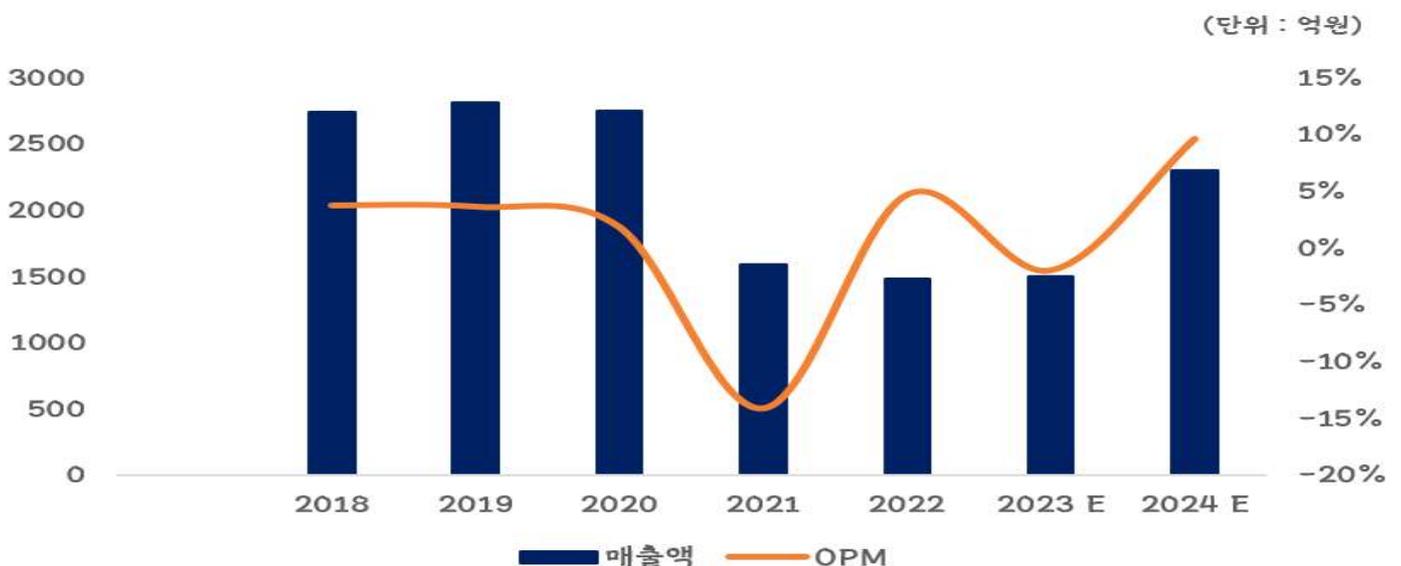
동사의 올해 매출액은 1,500억 원(+1.4%, yoy), 영업이익은 -30억 원(적자전환)을 전망한다. 장비 사업의 특성상 수주를 받고 인식하기까지 시간이 소요되는 만큼 올해는 큰 폭의 매출 성장이 어렵다. 그러나 매출보다 수주잔고에 선행하여 움직이는 주가를 고려하면 SDC 8.6세대 및 중화권 패널 업체의 수주가 기대되는 지금 주목해야 한다고 생각한다.

신규수주의 변동을 고려하여 Base 시나리오 신규수주는 1,500억 원이다. SDC의 8.6세대 투자, SDC의 6세대 추가 투자, 중화권 패널 업체의 투자, 삼성SDI 스텔란티스 합작법인향 2차전지 수주가 이유이다. 따라서 수주가 매출로 반영되는 2024년에는 2,300억 원의 매출액, 220억 원의 영업이익을 추정한다. 해당 신규수주는 15K 기준으로, 만약 30K를 한꺼번에 수주받는 데 성공한다면 영업레버리지가 발생하는 장비 산업의 특성상 더 높은 매출 성장과 마진을 확보할 수 있다.

그동안 디스플레이 장비업체로만 평가받았다면 이제는 종합 장비 기업으로 변모할 준비를 마쳤다고 판단한다. 디스플레이/2차전지 사업부 모두 경쟁사 대비 높은 기술력을 인정받고 수주를 따내고 있다. 이제는 OLED 업사이클에 따른 탄탄한 실적을 바탕으로 2차전지 장비 사업부 역시 유의미한 매출이 발생하는 기업으로 변신에 성공했다. 따라서 과거 17년 LCD 업황 호조에 따른 디스플레이 업사이클 당시 밸류에이션 PBR 2배까지도 충분히 접근 가능하다.

또한 자회사들을 통해 보유하고 있는 8%의 HPSP 지분가치(시가총액 2조 원 기준 1,600억 원), HB솔루션 지분 21.85% (시가총액 2,800억 기준 610억 원) 등 핵심 자회사 가치 역시 반영이 필요하다. HPSP 지분 매각 시 발생하는 대금은 향후 M&A 및 R&D 투자가 기대됨에 따라 모멘텀으로 작용할 것이다.

표4. 사업부별 매출액 전망



자료 : HB테크놀로지, FS리서치

표4. 사업부별 매출액 전망

(단위: 억원)

사업부별 매출액 전망	2021	2022	2023 E	2024 E	
디스플레이	장비	933	590	600	1,300
	부품/소재	655	781	750	750
2차전지		60	150	250	
금융투자수입		50			
합계	1,588	1,481	1,500	2,300	

자료 : HB테크놀로지, FS리서치

표5. 신규 수주 시나리오

(단위: 억원)

신규 수주	Bear	Base	Best
8.6세대	650	750	900
6세대	350	400	450
중화권	100	150	200
2차전지	150	200	250
합계	1,250	1,500	1,800

자료 : FS리서치

표6. 고객사별 매출 분류

(단위: 억원)

매출액		2017	2018	2019	2020	2021	2022
장비사업	삼성계열	1,505	229	591	969	277	340
	기타	405	950	555	762	656	309
	소계	1,910	1,179	1,146	1,731	933	649
부품소재사업	삼성계열	887	1,505	1,615	990	619	749
	기타	54	52	43	20	36	32
	소계	941	1,557	1,658	1,010	655	781

자료 : HB테크놀로지, FS리서치

표7. 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)

매출액		2017	2018	2019	2020	2021	2022
장비사업	검사장비	1,901	1,029	812	1,449	793	429
	용역매출		140	305	266	119	150
	기타	8	10	29	16	20	70
	소계	1,909	1,179	1,146	1,731	932	649
부품소재사업	BLU소재	925	1,519	1,635	996	640	760
	기타	16	40	23	14	16	21
	소계	941	1,559	1,658	1,010	656	781
금융업	투자수익						50
합계		2,850	2,738	2,804	2,741	1,588	1,480

자료 : HB테크놀로지, FS리서치

▶ 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.
-