| IT |

하이비젼시스템(126700.KQ)

하이비젼시스템 : Time to move High

1Q24 Review : 동사는 카메라 모듈 검사 사업에 주력하고 있으며, 비수기임에도 불구하고 1Q24 매출 482억원(YoY +30.1%), 영업이익 56억원(YoY +26.6%)의 양호한 실적을 거뒀다. 24년, 25년에도 안정적인 본업에 이은 본격적인 신사업 진출 및 자회사 실적 증가로 인한 매출 상승이 전망된다.

Investment Point 1. 카메라 모듈 검사, 본업 잘해요

동사는 주력사업인 '카메라 모듈 검사장비'에서 호조를 이어 나갈 전망이다. 주 고객사인 **Apple의 아이폰 16 폴디드 줌 적용 모델 확장**으로 동사 장비의 ASP 성장이 전망되며 이에 따른 스마트폰향 매출은 24E 1,072억원(YoY+19%)이 예상된다. 또한 **MR시장 개화**로 더 많은 카메라 센서 수요가 발생함에 따라 24E 114억원(YoY+13%)의 매출 확보가 가능하다. 동사는 국내외 공장 증설에 따른 발빠른 고객사 대응능력과 높은 연구개발비를 통해 카메라 모듈검사시장의 선도적 위치를 유지할 것으로 보인다.

Investment Point 2. 신사업 진출도 날씨 맑음

동사는 본업인 카메라 모듈장비의 기술력을 바탕으로 **2차전지/바이오/반도체 등 신사업 확장**에 힘쓰고 있다. 21년부터 개발에 착수한 2차전지 검사장비는 협력사인 '세방'으로부터의 안정적인 수주와 지속적인 수주 공정 확장으로 24E 매출 718억원(YoY+288%)이 기대된다. 바이오 사업부는 **기존 ASP의 절반 수준의 가격경쟁력**을 통해 국내사로 지속적인 수주가 예상되며, 1분기 발생한 신규수주를 이어나가 24E 90억원의 매출이 기대된다. 또한 동사는 MR시장의 고해상도 디스플레이를 겨냥한 OLEDoS에서 사용되는 AOI 장비 신규납품을 준비 중이며, **VR시장의 성장세와 고객사의 대규모 생산에 따른 신규수주**가 기대되며 24E 40억, 25E 292억의 매출이 전망된다.

Investment Point 3. 든든한 자회사

자회사 퓨런티어와 큐비콘의 든든한 성장세에 주목해야 한다. 퓨런티어는 PQC측면에서 강세를 바탕으로 구조적 성장의 시작점에 놓였다. 퓨런티어의 전장용 사업부는 전방산업 성장에 따른 지속적인 수혜가 예상되며 25E 685억(YoY+30%)의 실적이 예상된다. 큐비콘은 신제품 개발과 MOU체결을 통한 안정적인 Q확보, 고가제품으로 재구성한 라인업으로 매출성장이 기대되며 24E 75.5억(YoY+10%), 25E 88.6억(YoY+17%)의 매출이 발생할 것으로 전망된다.

Valuation : 동사의 주가 추정 기법으로는 **Peer Historical PER**을 채택했다.
이에 따라, **목표 주가 39,300원, 상승여력 67.2%, 투자의견 BUY**를 제시한다.

Investment Fundamentals (십억원, 원, 배)

FYE Dec	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	273	198	348	439	541
영업이익	43	25	59	67	83
순이익	45	25	47	54	66
EPS	2,896	1,608	3,046	3,679	4,447
PER	8.2	11.3	6.3	8.02	7.7
PBR	1.9	1.2	1.1	1.39	1.36
OPM	15.9	12.7	16.9	15.3	15.3
ROE	27.7	12.6	20.5	17.2	17.4

투자의견	BUY
목표주가	39,300원
현재주가(05.28)	23,500원
상승여력	67.2%

Stock Data

KOSPI(5/28)				2723
KOSDAQ				851
시가총액				3,511억원
발행주식수(주)				14,942,112
52주 최고/최저가(원)				28,100/16,950
외국인지분율(%)				11.20%
주요주주(%)	최두원			11.82%
	오상근			1.98%
	박상엽			1.89%
주가상승률(%)		1개월	6개월	12개월
		10.1%	15.2%	14.9%

Stock Price

Research Team 2

팀장	36기	이수정	kristal730611@gmail.com
	36기	방성원	bscw@naver.com
	37기	김민하	mhx243@naver.com
	38기	신호연	tlsghdus3639@naver.com
	38기	이충혁	yld0375@naver.com
	38기	전종은	alsdl2346@naver.com

CONTENTS

1. Intro

기업개요 ····· 1

2. 산업 분석

카메라 모듈 검사장비 시장 ····· 2

3. 투자포인트

1. 카메라 모듈 검사, 본업 잘해요

1-(1) ASP 측면 : 스마트폰 카메라 검사 장비 ····· 3
1-(2) Q 측면 : MR시장 개화에 따른 수혜 ····· 4
1-(3) C 측면 : 지속적 연구와 공장 설립 ····· 5

2. 신사업 진출도 날씨 맑음

2-(1) 2차전지 검사장비 매출 185억 -〉 24E 720억 ····· 7
2-(2) 바이오 검사장비 매출 0원 -〉 24E 90억 ····· 8
2-(3) 반도체 검사장비 매출 0원 -〉 24E 40억 ····· 8

3. 든든한 자회사

3-(1) 자회사 퓨런티어 ····· 9
3-(2) 자회사 큐비콘 ····· 10

4. Risk ····· 12

5. Estimate Logic ····· 13

6. Valuation ····· 16

1. Intro

리포트 작성 목적

본 리포트는 지속적 성장이 전망되는 검사 장비 산업에서 가장 주목해야 할 기업으로 '하이비젼시스템'을 제시한다. 동사의 1)주력 사업부인 카메라 모듈 검사장비의 **'폴디드 줌'향 성장 모멘텀은 26년까지 유효**할 전망이다. 2)24년에는 2개 신사업(바이오 · 반도체)의 매출 인식을 앞두고 있으며, 작년 매출 인식을 시작한 2차전지 검사 장비 사업부의 매출도 증가할 예정이다. 마지막으로, 3)자회사 퓨런티어/큐비콘의 견고한 매출은 동사의 성장을 뒷받침해줄 것이다. 24 ~ 25년은 실적 성장과 동시에 **동사가 '복합 장비기업'으로 거듭나는 해**가 될 것이며, 이에 대한 성장 모멘텀에 대해 서술하고자 한다.

기업개요

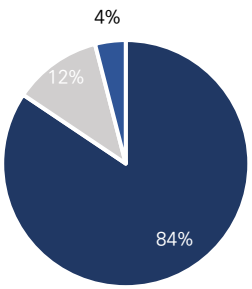
검사 장비 기술력 성장
→ 사업 범위 확대

2012년 2월 코스닥에 상장한 하이비젼시스템은 주로 스마트폰에 탑재되는 카메라 모듈과 스마트 부품에 대한 공정 및 검사 자동화 장비의 개발 및 제조를 주 사업으로 영위하고 있다. 최근에는 **2차전지, 바이오, 반도체 검사 장비사업까지 사업 범위를 확대** 중이다. 자율주행 카메라 모듈 검사 장비를 납품하는 퓨런티어, 3D프린터 제조 및 AI로보틱스와 로봇비전시스템의 핵심 부품 개발 신사업을 진행하는 큐비콘을 자회사로 두고 있다.

동사는 카메라 모듈 고객사의 모듈의 변화에 따른 새로운 검사 장비 수요가 발생해야 실적이 증가하는 사업구조를 지닌다. 현재 고객사의 스마트폰 카메라 경쟁 심화로 모듈의 고화소 및 다기능화 추세가 이어지고 있다는 점에서 동사의 장비 매출은 꾸준한 성장이 예측된다.

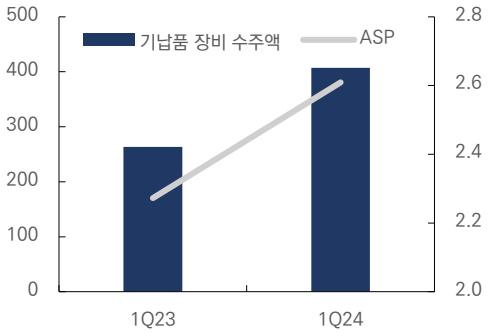
1Q24 기준 사업부문별 매출 비중은 CCM 자동화 검사장비 84%, 영상평가장치 및 기타 11%, 3D 프린트 등 4%다. **기납품 수주액은 1Q24 407억원으로 YoY 54% 성장**하였으며, **ASP도 15% 상승**한 점에서 지속적인 성장이 전망된다.

1Q24 사업부문별 매출 비중 (단위 : %)



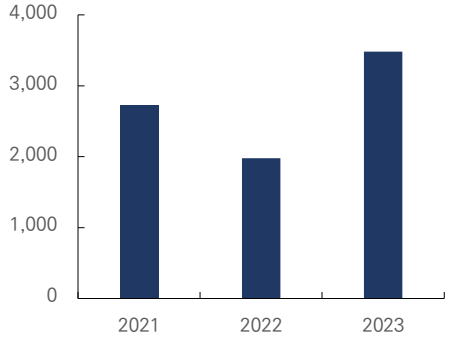
출처 : 하이비젼시스템, RFS Team 2

수주잔고 및 ASP 추이 (단위 : 억원)



출처 : 하이비젼시스템, RFS Team 2

매출액 추이 (단위 : 억원)



출처 : 하이비젼시스템, RFS Team 2

2. 산업 분석

카메라 모듈 검사장비 시장

카메라 모듈 검사장비 GOOD
→ 1) 폴디드 줌 성장
2) MR 시장 개화
3) 전장용 카메라 성장

검사 장비는 수율 개선 · 품질 향상 · 업무 효율화의 핵심으로, 23년 16.1억 달러에서 30년 23.8억 달러(CAGR+5.7%)로 성장할 전망이다. 그 중, 동사의 주 사업부인 카메라 모듈 검사장비 산업은 **단기적 성장 모멘텀과 중장기적 성장 모멘텀이 모두 존재**하는 시장이다. 해당 모멘텀은 1)폴디드 줌 카메라 확대 2)MR 시장의 개화 3)전장용 카메라 시장의 성장이다.

(1) 폴디드 줌↑→ P, Q ↑

스마트폰 시장은 역성장을 지속했지만, 프리미엄 스마트폰 시장은 성장세를 기록 중이다. 이러한 **스마트폰 프리미엄화의 포인트는 '카메라' 고성능화**에 있다. 프리미엄 스마트폰의 약 70%를 차지하는 Apple은 작년 처음으로 '최대 5배 광학 줌이 가능한' 폴디드 줌 탑재 스마트폰을 출시했다. 해당 기술은 23년 1개 모델 -> 26년 4개 모델로 확대 적용이 예상된다. Apple의 폴디드 줌 확대 적용으로 인한 카메라 검사장비 시장의 성장세는 26년까지 견조할 전망이다.

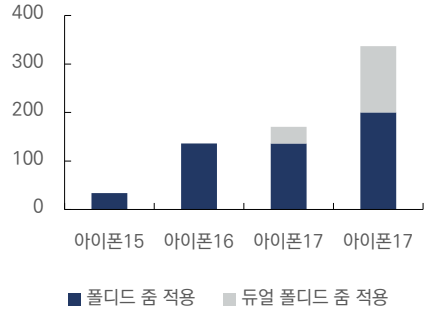
(2) MR 시장의 개화 → Q 확대

스마트폰 대비 3~4배의 카메라를 필요로 하는 **MR 시장의 개화는 카메라 검사장비 산업의 중장기적 모멘텀**으로 작용할 예정이다. 1H24 애플이 '비전 프로'를 출시하며 MR 시장에 진출하였고, 애플 진입에 따라 MR 시장도 본격적 성장 궤도에 오를 전망이다. MR기기의 경우 기능 효율화를 위해 스마트폰 대비 더 많은 카메라 및 3D 센싱 모듈을 탑재해야 하며, 검사 항목도 스마트폰 대비 약 3배 높다. 따라서, MR 시장 성장으로 인한 카메라/센서 검사장비 시장의 확장을 기대할 수 있다.

(3) 전장용 카메라 시장의 성장 → P, Q ↑

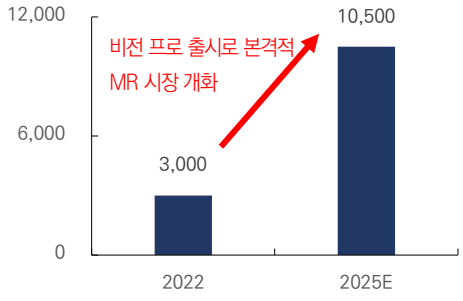
전장용 카메라 모듈 시장 규모는 **23년 31억달러에서 30년 85억 달러로 CAGR +13.8%로 성장**할 전망이다. 단기적으로, 2H24 유럽의 ADAS 의무 탑재 법안 시행에 따른 카메라 탑재량 증가(1개 → 5개)가 시장 성장을 이끌 예정이다. 자율 주행 기술 발전은 전장 카메라 기능 개선을 통해 이뤄지기 때문에 장기적으로는, 자율주행 기술 발전에 따른 전장용 카메라 검사 장비의 PQ도 증가할 전망이다.

폴디드 줌 적용 확대 (단위 : 백만대)



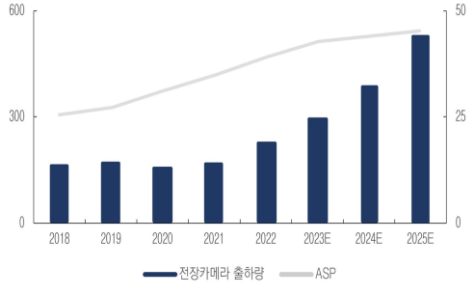
출처 : IDC, RFS Team 2

글로벌 MR 기기 출하량 (단위 : 만대)



출처 : Business Research, RFS Team 2

글로벌 전장카메라 출하량과 ASP (단위 : 백만개, 달러)



출처 : 업계 자료, RFS Team 2

3. 투자포인트

Investment Point 1. 카메라 모듈 검사, 본업 잘해요

동사 매출의 약 40%를 차지하는 '카메라 모듈 검사 장비'에서의 성장은 멈추지 않을 예정이다. 주 고객사인 Apple의 신제품 출시에 따라, 카메라 모듈 검사 장비 단독 벤더인 동사가 얻게 될 **믹스 개선으로 인한 ASP 상승 · Q 성장 모멘텀 · C 측면에서의 경쟁력**에 주목하고자 한다.

1-1) ASP 측면 : 스마트폰 카메라 검사 장비

동사의 스마트폰 후방카메라 매출은 **24E 1,072억원(YoY+19%), 25E 1,224억원(YoY+8%)으로 증가**할 전망이다. 이는 스마트폰 카메라 경쟁으로 인한 1)폴디드 줌 적용 확대, 2)듀얼 폴디드 줌 적용에 기인한다.

(1) 24년 폴디드 줌 적용 모델 확대

24년 폴디드 줌 확장 → 믹스 개선

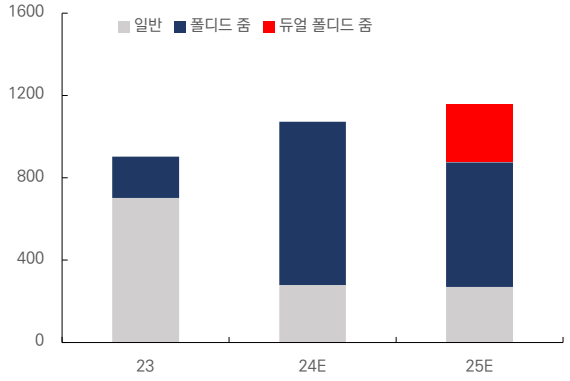
2H24 출시 예정인 아이폰16 시리즈에서는 **폴디드 줌 탑재 모델 확장(Pro Max → Pro)**이 이뤄진다. 아이폰15에서는 프로맥스(판매비중 17%)에만 폴디드 줌 모듈이 탑재되었다. 그러나, 2H24 출시될 아이폰16에서는 프로/프로맥스(판매비중 68%)로 확대 적용될 예정이다. 이에 따라, 본 리서치팀에서는 **24년 하이엔드 카메라 검사 장비 수주 비중 증가로 인한 ASP 19% 성장**을 전망한다. 완성 휴대폰 업체는 물량 확보 및 위험 분산을 위해 약 3~4개의 카메라 모듈 업체를 벤더로 두지만, 검사 장비의 경우 카메라 모듈의 품질 균일성 · 수율 관리를 위해 하나의 기업과 독점 거래하는 경향이 있다. Apple도 동사를 유일 검사 장비 벤더로 두고 14년간 협력하고 있기에 ASP 하락 가능성은 낮다.

(2) 25년 듀얼 폴디드 줌 적용

25년 듀얼 폴디드 줌 변화 → 장비 수주 및 ASP 상승

25년 듀얼 폴디드 줌으로의 아이폰 카메라 모듈 변화가 진행되며, 동사의 검사 장비 매출도 25E 1,224억(YoY+8%)으로 증가할 전망이다. 삼성 갤럭시 S23는 최대 10배 광학 줌을 제공하고 있지만, 아이폰의 광학 줌 범위는 5배다. 또한, 삼성은 20년 폴디드 줌 도입 · 21년 듀얼 폴디드 줌을 도입했지만, Apple은 23년 폴디드 줌을 뒤늦게 도입한 상황이다. 25년에는 Apple이 듀얼 폴디드 줌 도입을 실시할 것으로 예상되는데, 이는 1)경쟁사 대비 카메라 스펙이 떨어진다는 점 2)과거 제품 출시 2년 이내 스펙업을 진행했던 사례에 기인한다. 따라서, Apple의 단독 카메라 검사 장비 벤더인 동사는 25E 추가적인 검사 장비 수주와 **ASP 8% 성장**이 전망된다.

폴디드 줌 확대로 믹스 개선 (단위: 억원)



출처: 하이비젼시스템, RFS Team 2

아이폰 세대별 카메라 스펙 비교

	아이폰 14	아이폰 15	아이폰 16
Pro Max	48MP Main	48MP Main	48MP Main
	12MP Ultra Wide	12MP Ultra Wide	48MP Ultra Wide
	12MP 3x Telephoto	12MP 5x Telephoto	12MP 5x Telephoto
		(Folded zoom)	(Folded zoom)
Pro	48MP Main	48MP Main	48MP Main
	12MP Ultra Wide	12MP Ultra Wide	48MP Ultra Wide
	12MP Telephoto	12MP Telephoto	12MP 5x Telephoto
			(Folded zoom)
기본	12MP Main	48MP Main	48MP Main
	12MP Ultra Wide	12MP Ultra Wide	12MP Ultra Wide

출처: Apple, 언론종합, RFS Team 2, *볼드체는 전작 대비 향상된 스펙

1-2) Q 측면 : MR 시장 개화에 따른 수혜

23년 AR/VR향 신규 매출이 약 100억원 발생했으며, **MR시장의 본격 개화에 따른 24년 114억원(YoY +13%)의 MR 매출** 달성이 전망된다. 이는 1)Vision Pro 출시에 따른 MR 시장의 성장 가속화와, 2)모바일 기기 대비 3배 높은 MR 검사 장비 수요, VR -> MR 변화에 따라 2배 증가하는 검사 장비 수요에 기인한다.

(1) Vision Pro 출시에 따른 성장 가속화

MR 시장의 지속적 성장
→ Vision Pro의 미국 외 국가 출시가 트리거

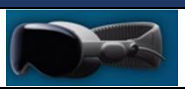
MR(혼합 현실) 시장은 미국 외 국가의 Vision Pro의 출시에 따라 성장세가 가속화될 전망이다. 애플의 Vision Pro는 24년 1월 미국 내에서 출시되었다. 미국 내에서 한화 약 470만원의 높은 가격임에도 주목할 만한 판매량을 보였다. 23년 글로벌 VR 시장의 크기는 한화 약 40조원(CAGR +13%)으로, 매년 꾸준하게 성장할 것으로 예상된다. 블룸버그에 따르면 미국 외 비전 프로 출시 국가로 대한민국을 포함한 독일, 프랑스, 호주, 일본, 싱가포르, 중국이 언급되었으며, 중국은 24년 말 출시가 확정되었다. 각 국에 Vision Pro가 출시됨에 따라 Vision Pro가 이끄는 MR 성장은 가속화될 것으로 예상되며, 애플 벤더인 동사가 수혜를 입을 전망이다.

(2) 카메라 탑재량 증가

24E MR향 매출 114억
→ VR기술 발전에 따른 수혜

가상의 VR 기기 → 현실과 가상을 혼합한 MR 기기로의 변화로 더 많은 카메라와 센서가 필요할 것으로 예상되며, 이에 따라 **동사의 Q 상승은 가속화될 전망**이다. 이전 고해상도의 화면만을 집중하던 것과 달리 현실에 기반한 컨텐츠의 증가로 현실 공간을 관찰하기 위한 외부 카메라와 센서가 추가적으로 필요하기 때문이다. 가령 VR 기능을 강조한 메타퀘스트 3에는 6개의 메인 카메라가 탑재되었으나, 혼합현실을 기능을 가진 Vision Pro에는 총 13개의 카메라가 탑재된다. 향후 현재 공급 중인 카메라 검사 장비의 공급 증가와 더불어 제품의 성능 개선 및 기능 업그레이드를 통한 다양한 장비의 수요가 발생할 것으로 예상된다. 동사는 북미향 납품 레퍼런스를 바탕으로 AR/VR향 매출을 확대해 나갈 것으로 기대된다.

주요 AR/VR 기기의 디스플레이 스펙

	Vision Pro	Quest 3	Quest Pro	PSVR2	Pico 4
제품 사진					
제조사	Apple	Meta	Meta	Sony	Pico
가격	470만원	68만원	130만원	75만원	54만원
디스플레이	OLEDoS	LCD	QLED	OLED	LCD
카메라 / 센서 개수	13개 / 5개	6개 / 5개	5개 / 10개	6개 / 3개	5개/ 3개
픽셀당 화소	4000ppi	1218ppi	1058ppi	800ppi	1200ppit
주사율	90Hz	120Hz	90Hz	120Hz	90Hz

출처 : 각 사, RFS Team 2

1-3) C 측면 : 지속적 연구와 공장 설립

동사는 1)경쟁사 대비 높은 연구개발비 재투자 2)국내외 공장 설립으로 C 측면에서 강점을 가질 수 있었고, CCM 분야의 선도적 업체로써 차별화된 기술을 보유할 수 있었다. 또한, 공장 효율화가 진행됨에 따라 높은 영업이익률과 견고한 매출 성장을 이어갈 것으로 예상된다.

(1) 지속적인 연구개발비 투자

경쟁사 대비 높은 연구개발비 사용으로 경쟁력 高

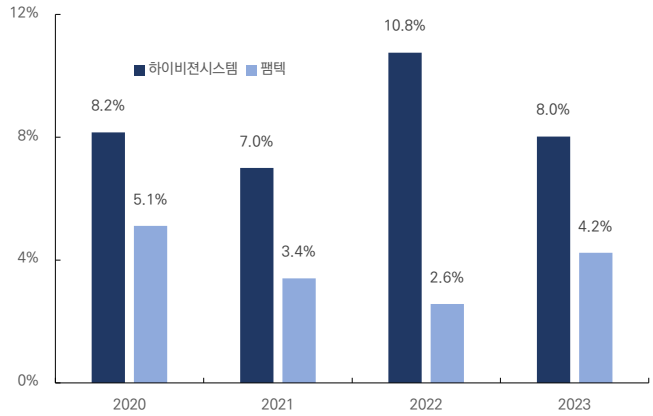
경쟁사 대비 높은 연구개발비 투자로, 빠르게 변화하는 카메라 검사 장비 시장에서 선도적인 위치를 유지할 것으로 예상된다. 동사는 매출의 10% 내외를 연구개발비에 사용하고 있다. 동사의 매출액 대비 연구개발비는 동일한 CCM 장비 사업을 하고 있는 경쟁사인 팸텍**(연평균 3.8%)**에 비해 상당히 높은 편이다. 경쟁적으로 카메라 스펙을 고도화하고 있는 핸드셋 시장 환경에서 연구개발에 대한 지속적인 투자는 동사의 경쟁력을 높인다. 핸드셋 최종 고객사는 카메라 모듈의 품질 균일성 · 수율 관리를 위해 동일한 장비를 취급하는 경향이 있다. 애플 협력사인 LG이노텍에 10년간 장비 납품을 지속하며 레퍼런스가 쌓여 있고, 이를 통한 매출이 검사 장비 R&D 투자로 이어지면서, 기술적 진입장벽의 강화로 이어지는 선순환이 기대된다. 앞으로도 높은 연구개발 투자를 통해 개발한 검사 장비를 납품하여, 최종 고객사의 니즈에 맞추며 협력 관계를 유지할 것으로 전망된다.

(2) 국내외 공장 설립

공장 설립으로 고객사에 대한 빠른 대응 및 A/S

동사는 주요 매출처인 중국 현지와 국내에 생산공장 설립을 통해 장비 수요에 대한 신속한 대처가 가능할 것으로 전망된다. 동사는 협력회사를 통한 외주생산으로 CCM 장비를 생산해왔다. 22년 말 중국 법인이 현지공장의 설립을 투자하였다. 매출액 상승에도 동사의 중국 수출 물량**(비중 56%)**에 대한 외주가공비 및 운반비는 유지될 전망이다. 특히, 1) 지속적인 A/S가 필요한 검사 장비의 기술지원과 2) CCM 검사 장비 수요에 따른 대응도 가능할 것으로 예상된다. 국내의 경우에도 동사는 LG이노텍 공장이 있는 구미에 약 30억원을 투자하여 1,000평대의 공장을 신규로 매입하였다. 고객사 장비 제작, 개조 및 기술지원에 적극 대응하고 있을 것으로 판단된다. 특히 신규 인력의 교육과 공장 효율화가 진행됨에 따라 공장의 생산 효율은 더욱 높아질 것으로 기대된다.

CCM 기업 연구개발비 비중



출처 : 하이비젼시스템, 팸텍, RFS Team 2

중국 하이스 정밀 유한공사

출처 : 하이비젼시스템, RFS Team 2

Investment Point 2. 신사업 진출도 날씨 맑음

투자 포인트1에서 서술하였듯, 동사는 스마트폰향과 핸드셋향 실적을 모두 잡아, '카메라 모듈 검사 장비' 기업으로서 괄목할만한 성과를 이루었다. 이제는 신사업 진입에 따른 Q 확장을 보여줄 차례다. **본 리서치 팀은 2H24 2차전지 · 바이오 · 반도체 부문에서의 매출 인식 본격화로, 동사의 주가 Re-rating**이 이뤄질 것이라 전망한다.

2-1) 2차전지 검사장비 매출 185억 -> 24E 720억

2차전지 검사 장비

→ 24E 매출 718억
25E 매출 1125억

21년부터 지속적 노력을 기울인 2차전지 사업의 성과로 **24E 718억원(YoY+288%), 25E 1125억원(YoY+56%)의 매출 달성**이 기대된다. 동사는 1)단일 시장 매출 의존도 감소와 2)사업 다각화를 위해 21년 배터리 검사장비 사업에 착수했고, 23년 185억원의 2차 전지 매출 확보에 성공했다. 향후에도 ▲배터리 산업의 성장과 ▲주 협력사의 전방산업 침투율 증가에 따른 실적 성장이 기대된다.

(1) 안정적 수주 확보 : 세방

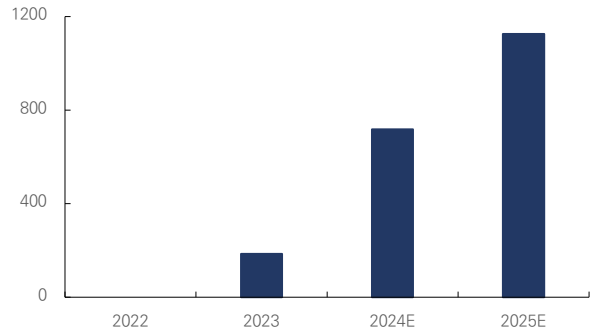
24년 주 협력사인 '세방리튬배터리' 향 매출 400억원 발생이 전망된다. 현재 '세방리튬배터리'와 생산라인 신규수주 계약과 추가 투자 계약을 맺어 총 180억의 수주 잔고를 확보한 상태다. 추가적으로, '세방전지'에 차량용 보조 배터리 · 전기차향 검사 장비 공급 계약으로 인한 약 220억원의 매출 인식이 기대된다. 세방리튬배터리는 23년 매출 1,780억(YoY + 343%)을 달성했고, 24E 매출 3,000억 발생이 예상되는 주 협력사다. 또한 모회사인 세방전지는 프리미엄 배터리/제품 개발에 집중할 계획임을 밝혔는데, 모회사의 전폭적인 지원을 업은 세방리튬배터리의 성장에 따라 동사의 2차전지향 매출도 가파르게 성장할 것으로 예상된다.

(2) 수주 공정 확장

단일공정 -> 생산라인 전체로 수주확장

동사의 적극적 수주 공정 확장은 매출 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다. 동사는 패키징과 셀 검사 등 단일 장비 납품에서 현재는 '전체 생산라인'으로 수주 범위를 확장했다. 이는 1)검사와 조립 동시 수행이 가능한 장비 수주 진행, 2)극판 Vision 검사장비의 국내 고객사 확보로 24년 100억원 수주 예상, 3)ESS 패키징에서 대규모 수주 계약이 진행 중인 것으로 확인되며, 적극적인 수주확장으로 올해 1분기 이미 23년 수주총액을 넘어섰다. 24년에도 기존 공정(전극 · 팩 공정)을 넘어 신규 공정(조립 · 활성화 공정)까지 수주 규모를 확대하며, 배터리 공정에서의 매출 성장(YoY+250%)을 이룰 전망이다.

2차전지 매출 추정치 (단위 : 억원)



출처 : 하이비젼시스템, RFS Team 2

세방그룹향 공급계약

년도	계약업체	계약내용
2022	세방전지	셀 생산공정에 사용되는 Vision 검사장비 개발 및 수주,
2022	세방전지	이차전지 보조 배터리 패캐징 검사장비 개발 및 수주
2023	세방리튬배터리	패키징 생산라인 장비 수주
2024	세방리튬배터리	패키징 생산라인 장비 수주, 추가 1 개라인 투자의향서 입수
2024	세방전지	차량용 보조배터리와 전기차 검사장비 공급계약

출처 : 하이비젼시스템 & 세방그룹, RFS Team 2

2-2) 바이오 검사장비 매출 0원 -> 24E 90억

바이오 검사 장비

→ 24E 매출 90억
25E 매출 120억

1Q24 중견 바이오 기업 P사와 계약했던 시약이물 검사 장비 초도 수주분 매출 **인식으로 3Q24 30억원의 바이오 검사 장비 매출이 신규 발생**할 전망이다. 이는 1)시약 검사 장비의 ASP가 20~40억이라는 점 2)ASP가 높은 장비의 초도 수주분의 경우, 보통 1~2대의 장비 계약이 이뤄진다는 점을 고려한 값이다.

아직까지 바이알 검사장비는 외산 제품만 존재하며, ASP가 40~60억인 고가 장비다. 대부분의 제약회사는 해당 장비 구입에 부담을 느껴 수공업으로 검사를 진행 중이다. 그러나, 기존 ASP의 1/2인 동사의 검사 장비 출시 이후 **실제 바이오 대기업에서 러브콜이 왔다**는 점에 주목해야 한다. 해당 기업에 검사 장비 공급으로 인한 4Q24 약 60억원의 매출 인식도 기대된다. 또한, 아직 수공업으로 검사를 진행하는 대부분의 국내 바이오 회사에서의 신규 수주를 받을 수 있을 것으로 보인다. 이에 따라, 바이오 검사 장비 매출은 25년에도 견조할 전망이다.

2-3) 반도체 검사장비 매출 0원 -> 24E 40억

새로운 성장동력, OLEDoS

→ 24E 매출 40억
25E 매출 292억

OLEDoS 웨이퍼 검사 장비 납품으로 24년 40억원, 25년 292억원의 신규 매출 발생이 전망된다. 이는 1)OLEDoS AOI 시장 규모는 24년 4,011억으로, 성장(CAGR 21.37%)하고 있으며, 2)3D AOI 장비 초기 도입시기에 반도체 검사장비 기업들은 평균적으로 10%의 시장 점유율을 나누어 가진다는 점에 기인한다.

현재 AOI 시장은 외산 장비가 높은 비중을 차지하고 있으며, 수율 유지 등의 이유로 기존 장비 기업의 M/S 탈취는 어렵다. 이에 따라, 동사는 빠르게 성장 중인 MR시장의 고해상도 디스플레이 시장을 겨냥한 신규 수주를 목표로 하고 있다. 해상도는 가상현실 기기의 몰입도에 매우 중요한 요소이다. 높은 해상도를 위해서 기존 유리기판 증착 방식이 아닌 실리콘 웨이퍼를 사용한 공정(OLEDoS)이 사용된다. 동사는 이 과정에 필요한 반도체 웨이퍼의 불량을 검사하는 AOI 장비의 납품을 준비하고 있다. MR 시장은 개화기에 있으며, 시장이 커짐에 따라 애플, 메타 등의 본격 생산으로 동사의 AR/VR 향 웨이퍼 검사 장비의 납품의 기대된다. OLEDoS 시장의 성장은 동사의 새로운 성장 동력이 될 것이다.

바이오 검사장비 매출 추정 **(단위 : 억원, 대)**

	2023	2024E	2025E	단위
ASP	-	30	30	(억원)
총 장비 계약	-	3	3	(대)
대기업	-	2	2	(대)
중견기업	-	1	1	(대)
매출액	-	90	90	(억원)

출처 : RFS Team 2 추정 *인텍플러스의 검사장비 계약 Q 참고

반도체 검사장비 매출 추정 **(단위 : 조, 억원)**

	2024E	2025E	2026E	(단위)	(비고)
OLEDoS 시장규모	21.8	25.1	28.9	(조)	매년 15% CAGR 상승 전망
OLEDoS AOI 시장	4,011	-	-	(억원)	반도체 시장 중 1.84% 비중
AOI 시장	4,011	4,868	5,909	(억원)	CAGR 21.37%
시장점유율	2%	6%	10%	(%)	최종 점유율 10%
매출 반영(3Q24)	**40**	**292**	**591**	(억원)	24 년 3 분기부터 반영

출처 : 스페리컬 인사이트, RFS Team 2 추정

Investment Point 3. 든든한 자회사

견고한 본업과 성공적인 신사업 진출에 이어 자회사 퓨런티어/큐비콘의 든든한 성장세에 주목해야 한다. 올해 **P, Q 성장 모멘텀을 확보한 1)퓨런티어의 전장용 카메라 검사장비 사업과 2)큐비콘의 3D프린트 사업은 매출액 성장을 뒷받침**해줄 전망이다. 이로써 본업, 신사업, 자회사 세 박자가 모두 어우러져 동사가 복합 장비 기업으로 성장할 기반은 모두 마련되었다.

3-1) 자회사 퓨런티어

동사는 **자회사인 퓨런티어를 통해 전장용 카메라 검사장비 사업에서도 두각을 드러낼 전망**이다. 퓨런티어는 전장용 카메라 센서장비와 핵심부품 전문업체로 삼성전기, LG이노텍 등에 검사 장비를 납품 중이다. 향후에도 1)기술적 우위와 2)원재료 자체 생산을 통한 가격 경쟁력 확보를 바탕으로 **안정적 공급 레퍼런스와 높은 M/S 유지**가 가능할 전망이며, 전방산업 성장에 따른 지속적 수혜가 기대된다.

(1) 구조적 성장의 시작점 : 글로벌 전장카메라 P,Q 동반 성장

PQC 측면에서 성장세 기대

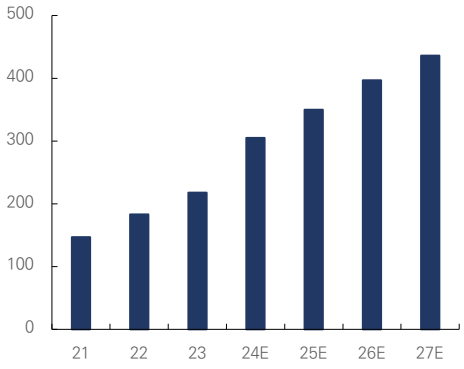
Q 측면 : 1)자동차 전후방 센서범위 확장(Q), 2)자율주행 레벨 상승에 따른 카메라 탑재량 증가(Q)로 전장용 카메라 시장은 **25년까지 CAGR +25%로 성장**할 예정이다. 또한, 3)안전을 강조하는 자율주행 기술 트렌드에 따른 고성능 검사장비 수요 증가(Q)도 기대된다. 최근 정밀 센싱 능력 중요성 부각에 따른 고성능 센싱 카메라와 검사 장비로 수요가 집중되고 있는데, 이는 퓨런티어의 Active Align과 EOL 장비 수주 증가로 이어질 예정이다.

P 측면 : **센싱 카메라 수요 증가에 따른 전장용 카메라 ASP 상승세도 주목**할만 하다. 단순 인식 수준의 뷰잉 카메라에서 고화소/고화각을 가진 센싱 카메라로의 전환이 도래하며, 동사 센싱 카메라 장비 수요가 급증했다. 실제 동사 매출은 23년 265억(YoY+73%)으로 급증했는데, 전방 카메라 구조적 성장이 지속되는 한 동사의 매출 성장세도 지속될 것으로 보인다.

생산시설에 따른 비용X
-> 영업레버리지 극대화

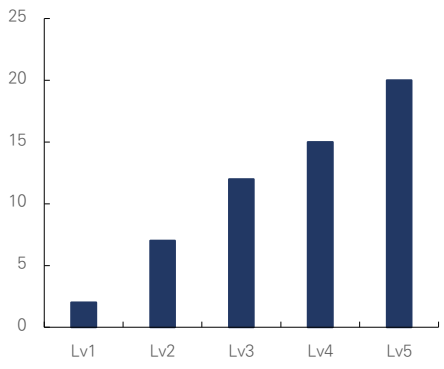
C 측면 : **동사는 수주 장비 전량을 외주로 생산하기에 비용(C)에서 이점**을 가진다. 대규모 투자설비에 따른 비용과 성수기 & 비수기 차이에 따른 상각비, 시설 비용이 전무하다. 고정비 분기점만 넘긴다면 영업레버리지효과가 극대화된다는 강점을 갖고 있으며, 이를 바탕으로 높은 수익 발생이 가능했다.

글로벌 전장카메라 출하량 (단위: 백만개)



출처 : 메리츠증권 리서치센터, RFS Team 2

자율주행 레벨 별 카메라 탑재 수 (단위: 개)



출처 : LG이노텍 ,RFS Team 2

전장용 카메라 ASP 변화 전망 (단위: 달러)

출처 : 메리츠증권 리서치센터, RFS Team 2

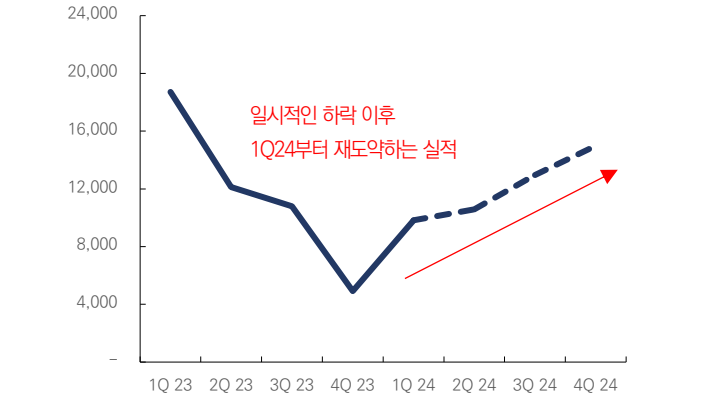
(2) 재도약의 24년 – 중장기적 방향성 GOOD!

내실을 다지는 상반기
-> 본격적인 수주 확대가 시작될 하반기

1H24 실적 감소가 전망되지만, 이는 단기적일 것으로 판단된다. 1)글로벌 완성차 수요 둔화 및 투자 감소와 2)북미 신규공장향 대규모 공급 지연으로 인한 실적 감소는 예정되어 있다. 실제 전장용 장비 매출의 85%를 차지하는 테슬라의 투자 축소 결정으로, 1Q24 동사의 실적은 98억원(YoY-47%)을 기록했다.

그러나, **2H24 이후로는 본격적 수주 확대가 기대되며 25E 685억원(YoY+30%)의 매출 확보가 가능**할 것이다. 퓨런티어는 ADAS/자율주행 시장 내 핵심 솔루션 장비를 공급하기에, 중장기적 성장성은 유효하다. 또한, 올해 테슬라향 북미 모듈업체와 공급 계약을 논의 중인데, 해당 계약 성사 시 테슬라향 6개의 모듈업체로부터 수주 독점이 가능해진다. 이에 따라, 내년 공장 증설에 따른 대규모 수주도 기대할 수 있다.

퓨런티어 분기별 매출 (단위: 백만원)



출처 : 퓨런티어, RFS Team 2

공급계약체결 이력 (단위: 억원)

계약업체	금액	판매/공급지역
ECMMS PRECISION	21.4	미공개
미공개	38.6	미공개
미공개	98.2	미공개
LG 이노텍	32.3	멕시코
Primax electronics	60.1	중국
미정	미정	북미

출처 : 퓨런티어, RFS Team 2

3-2) 자회사 큐비콘

3D프린트

→ 24E 매출 75.5억
25E 매출 88.6억

동사 매출의 약 4%를 차지하고 있는 **큐비콘의 매출액은 24년 75.5억원(YoY+10.5%), 25년 88.6억원(YoY+17.3%)으로 성장**할 전망이다. 큐비콘은 미래 유망 기술 '3D프린트' 전문 업체이며, 1)신제품 출시에 따른 Q 증가 2)고가 라인업 확대에 따른 P 상승으로 매출 성장이 기대된다.

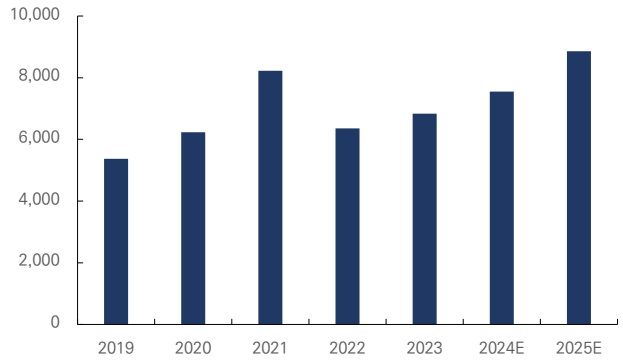
(1) 신제품 개발 · MOU 체결 : Q 확보

3D 프린트는 다양한 산업에 적용되고 있으며, 해당 트렌드에 맞춰 동사도 **여러 산업에 적용 가능한 신제품을 매년 1개 이상 출시**하고 있다. 실제 바이오 · 로봇산업 등에서 활용 가능한 산업용 'Style NEO' 모델을 출시한 이후, 21년 매출액은 YoY + 32% 증가했다. 한편, 로봇/바이오/금속 등 다양한 산업에 속한 기업과의 MOU 체결은 23년 하반기 이후 가속화되고 있으며, 이는 동사의 기술력 강화와 매출 상승으로 이어질 전망이다.

1) 신제품 출시
2) MOU 체결
→국내 시장 장악

동사의 신제품 개발 및 MOU 체결 현황은 경쟁사 '캐리마' 대비 우수하다. 현재 3D 프린트의 핵심은 '다양한 산업에서의 적용 가능성'이다. 캐리마는 19년 이후 제품 출시가 없지만, 동사는 19-23년 다양한 산업에서 적용 가능한 신제품 4개를 출시했다. 또한, 캐리마가 현재까지 확보한 MOU 계약은 단 1개로, 동사 7개보다 적다. 국내 3D프린트 시장은 아직 초입 단계로 기술격차가 크지 않고, 성장여력이 높기에 다양한 산업에서 활용 가능한 신제품 출시 · MOU 계약 확보가 중요하게 작용한다. 이에 따라, 두 가지를 모두 만족하는 동사의 국내 3D프린트 시장 장악이 기대된다.

3D 프린트 매출액 추이 및 전망 (단위:백만원)



출처 : 하이비젼시스템, RFS Team 2

기업간 MOU 체결 현황

날짜	기업	내용
2016.12	조광페인트	3D 프린터용 레진 개발 협력
2020.04	뉴트리진	바이오 3D 프린터 및 소재 개발
2020.08	로보라이즌	기술 융합으로 신사업 발굴
2023.07	한솔코에버	산업 3D 프린팅 및 스마트팩토리 솔루션 협력
2023.09	VF 스페이스	금속 3D 프린팅 기술 협력
2023.11	링코우	산업용 로봇 개발 협력
2024.01	라온메디	덴탈케어 소프트웨어 및 AI 치아교정 협력

출처 : 큐비콘, RFS Team 2

(2) 고가 라인업 확대 : P↑

3D프린트 ASP

→ 24E 3.1백만
25E 3.3백만

동사의 3D 프린트 라인업은 점차 고가 제품으로 채워지고 있으며, **ASP는 24E 3.1백만(YoY+24%) -> 25E 3.3백만(YoY+6.45%)으로 상승할 전망**이다. 이는 1)FFF 제품라인 내에서 P 상승이 이뤄지고 있다는 점 2) 고가 산업용 모델 매출이 본격화되고 있다는 점에 기인한다.

FFF 제품라인 P 상승 : 동사의 FFF 제품라인 P는 17-19년 평균 2.7백만원에서 20년 4.4백만원 -> 21년 7.7백만원 -> 22년 13.2백만원으로 상승 중이다. 특히 FFF 중 Style NEO 모델은 리뉴얼 이후 1년만에 75%의 가격 상승률을 보였다는 점에서 동일 모델 내에서도 P 상승이 이뤄지고 있음을 알 수 있다. 이처럼, 향후에도 신제품/리뉴얼 제품의 P 상승은 지속될 전망이다.

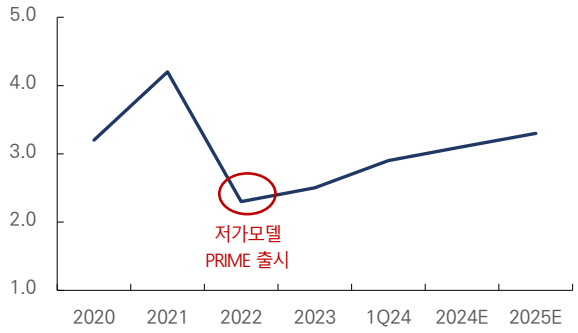
고가 산업용 모델 매출 인식 본격화 : 22년 기존 제품 대비 8배 저렴한 입문자용 모델 PRIME 출시에 따라 ASP는 45% 하락했었다. 그러나, 23년부터 고가 산업용 모델 매출 인식이 본격화되며 ASP는 증가 추세를 보이는 중이다. 앞으로도 3D프린트 제품들의 P, Q 상승을 토대로 매출 성장을 기대할 수 있다.

큐비콘 FFF 제품라인 (출시순)

제품명	가격	용도
Dual Plus S30i	13,200,000	산업용
PRIME-M22Z	489,000	입문자용
Style NEO-A31C	7,700,000	산업용
Style NEO-A22C	4,400,000	산업용
Style Plus- A15CR	1,980,000	소형 데스크탑
Single Plus-320C	3,520,000	데스크탑
Style Plus - A15D	2,530,000	덴탈용

출처 : 큐비콘, RFS Team 2

3D프린터 ASP 추이 및 전망 (단위: 백만원)



출처 : RFS Team 2 추정

4. Risk

스마트폰 카메라 모듈 개발 둔화

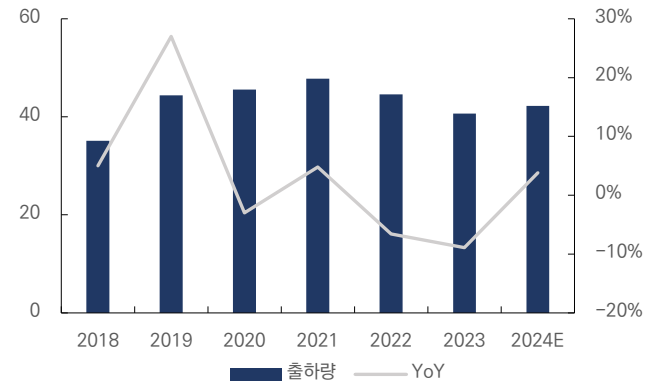
RISK. 카메라 모듈 개발 침체
→ 온디바이스 AI
사업 다각화로 해소

동사 매출의 핵심은 지속적인 카메라 모듈 개발에 따른 카메라 고성능화다. 그러나, 스마트폰 수요 및 개발이 정체기에 돌입하며 카메라 모듈 개발 침체에 대한 우려가 발생 중이다. 실제 스마트폰 카메라 생산량은 작년 40.7억(YoY-8.9%)으로 감소했으며, 스마트폰 업체들은 카메라 탑재량을 감소/모듈 생산량 축소의 움직임을 보이고 있다. 이에 따른 카메라 모듈 검사장비 수요 둔화 우려는 동사의 리스크이다.

그러나, 본격화된 AI 스마트폰 경쟁으로 스마트폰 카메라 모듈 개발의 반등이 예상되며 해당 리스크는 해소될 전망이다. 스마트폰 시장의 새로운 성장 동력이 '온디바이스 AI'로 변화하며 AI 카메라 모듈 개발이 활성화되고 있다. 삼성전자의 갤럭시 S24는 AI 기반의 카메라 성능 개선이 진행 중이며, 애플은 아이폰16에 고사양 잠만경 렌즈 적용을 확대하고 있다. 이처럼 온디바이스 AI향 모듈 개발은 지속될 것으로 예상된다. 실제 올해 스마트폰 카메라 모듈 출하량은 3.8% 상승 반등이 전망되며, 동사의 카메라 모듈 검사장비 사업 또한 지속적으로 성장할 수 있을 것이다.

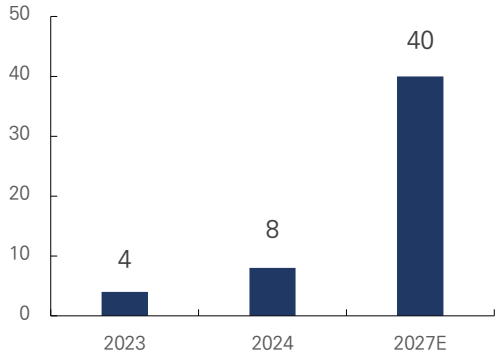
뿐만 아니라, 신사업 확대를 바탕으로 카메라 장비 의존 문제를 해결하기 위해 노력 중이며, 실제로 신사업 부문에서 유의미한 실적이 발생 중이다. 따라서 스마트폰 카메라 모듈 개발이 침체되더라도 동사에게 미치는 영향은 미미할 것으로 판단된다.

스마트폰 카메라 모듈 출하량 추이 (단위: 1억)



출처 : 트렌드포스, RFS Team 2

글로벌 스마트폰 시장 생성형AI폰 점유율 (단위: %)



출처 : 카운터포인트리서치, RFS Team 2

5. Estimate Logic

매출 추정 논리

CCM 검사장비, 영상평가장치, 자회사로 구분해 추정하였다. 각 사업부별 매출 공시 자료에 한계가 있어 연도별 추정을 진행하였다.

하이비젼시스템 매출 추정 **(단위 : 억원)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E
총 매출액	2,729	1,977	3,483	4,396	5,412
CCM 검사 장비	1,706	1,227	2,005	2,773	3,535
후면카메라	60	38	903	1,072	1,156
3D 센싱	396	344	500	573	656
2 차전지	-	-	185	718	1,125
바이오	-	-	-	90	90
OLEDoS	-	-	-	40	292
MR	-	-	100	114	129
기타	1,251	845	317	166	87
영상평가장치	719	418	944	1,021	1,103
자회사	304	333	534	602	773
큐비콘	82	64	68	75	89
퓨런티어	222	269	465	527	685

출처 : RFS Team 2

1. CCM 검사 장비

(1) 후면 카메라

24E: 아이폰 15 시리즈 모델별 판매량 비중을 적용하여 폴디드 줌 카메라 검사장비와 일반 카메라 검사장비 점유율을 67%와 33%로 적용하였다. 애플의 독점적인 카메라 검사 장비업체로 카메라 모듈 가격 인상 수혜를 그대로 받을 수 있을 것이라 판단하여 폴디드 줌 모듈 ASP 상승률인 40%를 적용하였다.

25E: 듀얼 폴디드 줌 모듈이 프로맥스 모델에 탑재될 것으로 예측됨에 따라 아이폰 15 시리즈 모델별 판매량 비중을 적용하여 듀얼 폴디드 줌 카메라 검사장비, 폴디드 줌 카메라 검사장비, 일반 카메라 검사장비 점유율을 17%, 51%, 32%로 적용하였다. 듀얼 폴디드 줌 검사장비 ASP는 일반 검사장비 대비 폴디드 줌 검사장비 ASP 상승률이였던 40%를 적용하였다.

(2) 3D 센싱

3D 센싱 검사 장비는 3D센싱 장비 생산에 있어 필수다. 앞으로도 MR 시장 개화 등과 같은 이유로 지속적인 3D 센싱 시장의 성장이 예상된다. 23년 약 500억의 매출이 발생하였고, 향후 사업연도는 전 세계 3D 센싱 시장의 성장률(CAGR 14.5%)을 통해 매출을 추정하였다.

(3) 2차 전지

24E : 세방배터리향 매출은 이미 확보한 93억원에 추가생산라인 투자의향서를 입수했다는 점을 반영해 23 매출의 2배로 추정하였고, **세방향 전기차검사장비**는 23년 매출 미인식분 20억과 올해 400억원의 수주규모에서 배터리향 매출을 제한 210억을 더해 추정하였다. **극판 vision 검사장비**는 100억원 수주규모 중 동사 IR자료를 참고해 60억 매출만 인식하였다. **타공정의 생산라인** 매출은 패키징 생산라인 규모와 같은 90억으로 추정하였다. **ESS패키징**은 현재 수주중인 1개라인의 매출과 성장세를 고려해, 24E 수주규모 300억중 2개라인에 대한 수주분만 매출로 반영하였다.

25E : 세방향 매출은 배터리시장의 성장률(CAGR 27%)을 적용해 추정하였다. **배터리생산라인 장비와 극판 vision검사장비**는 1)배터리시장의 성장세에 따른 장비 수주 증가와 2)검사장비의 유효기간 3~5년을 고려해 전년도와 비슷한 매출세를 기대할 수 있다고 가정하였다. **ESS패키징**은 24E 매출 미인식분과 ESS시장 성장률(CAGR 14%)을 적용해 추정하였다.

(4) 바이오

P : 동사의 검사 장비 ASP는 20~40억 사이로 밝혀졌기에 **평균값인 30억원을 ASP**로 가정했다.

Q : 과거 인텍플러스의 사례를 참고하였다. 19년 인텍플러스는 삼성디스플레이와의 첫 계약으로 OLED 검사장비 2대를 대당 20억 가격으로 공급했던 적이 있다. 대기업(삼성디스플레이)의 초도 물량이 2대였다는 점을 고려, 중견 기업의 초도 물량은 1대로 가정한다.

매출 인식 : 1Q24 계약한 중견 바이오 기업 P사의 초도 물량 1대는 3Q24 매출 인식될 예정이다. 바이오 대기업 초도 물량은 4Q24 매출 인식 가능할 전망이다. 25년에도 24년과 동일한 수주가 가능할 것이라 보수적으로 가정하였다.

(5) OLEDoS

마이크로 디스플레이(OLEDoS) 산업은 기존의 **반도체 산업과 유사성**이 있다고 판단했다. 기존 유리기판에 박막트랜지스터(TFT)을 증착하는 방식으로 화소 밀도를 증가시키기에는 한계가 있다. 해결책으로 제시된 CMOS 기술을 사용하기 위해서는 실리콘 반도체 웨이퍼를 사용한 반도체 공정을 사용하게 된다. 따라서 기존 반도체 산업 중 반도체 AOI(자동광학검사기)의 비중**(1.84%)**을 통해 2024년 OLEDoS향 AOI검사 장비 시장 규모를 추정했다. 또한 2013년 3D AOI 기술의 도입 초기 때, 검사 장비 업체들은 평균적으로 10%의 점유율을 가지고 있었으므로, 이를 적용해 동사의 24년 OLEDoS AOI 장비 매출을 산출하였다.

(6) MR

MR향 카메라 검사 장비는 카메라 모듈 생산에 필수적인 장비이다. 앞으로도 글로벌 기업의 신제품 출시로 지속적인 MR 시장의 성장이 예상된다. 23년 약 100억의 매출이 발생하였고, 향후 사업연도는 전 세계 VR 및 AR 시장의 성장률(CAGR 13.72%)을 통해 매출을 추정하였다.

(7) 기타

Active Align 등의 매출로 구성되어 있다. 개별 매출 추정이 어렵기 때문에 22년, 23년 매출 감소 추세를 반영해 추정하였다.

2. 영상평가장치

영상진단장치는 영상장비 생산에 필수적인 장비이다. 23년 약 944억의 매출이 발생하였고, 향후 사업연도는 글로벌 영상진단장치 시장의 성장률(CAGR 8.1%)을 통해 매출을 추정하였다.

3. 자회사

(1) 퓨런티어

장비사업부 : 전장용 장비는 전년도 매출액에서 전방카메라 성장률 25%를 적용한 후, 북미향 수요둔화와 신규공장향 공급 감소분을 빼서 추정하였다. **모바일용 장비** 매출은 모바일향 매출의 감소세와 전장향 매출의 급증세를 고려해 전년도 매출규모를 유지할 것으로 가정하였다.

부품사업부 : 퓨런티어의 부품사업부 매출의 대부분은 하이비젼시스템향으로, 모회사의 성장률에 따라 부품사업부 매출도 성장세를 이어갈 것으로 가정하였다. **산업용pc** 매출은 모회사로 향하는 매출이 많기에 성장세가 이어질 것이라고 가정했으며 과거 2개년 추세(CAGR 44%)을 사용해 산출했다. **LED 광원** 부 매출은 감소세를 반영해 과거 2개년 추세(CAGR -28%)를 반영하였다. **FA컴포넌트와 기타매출**은 전년과 같은 매출을 흐름세를 기대할 수 있다고 가정해 23년과 동규모의 매출을 적용하였다.

(2) 큐비콘

3D프린트 매출액 동향은 동사 3D프린터 제품 중 판매량이 가장 많은 동시에 가격이 가장 낮은 PRIME 제품 출시(2022) 전후로 구분된다. 때문에 1)PRIME 제품 2)PRIME 제외 제품으로 구분하여 추정하였다.

Q : PRIME 제품과 전체 제품 Q상승률은 국내 3D프린트 시장 연평균 성장률 10.5%를 반영하였다. 한편 PRIME 제외 제품 Q는 두 값을 빼 추정하였다. PRIME 제품의 3D프린트 판매량 비중은 55%이므로 22년 PRIME 첫 수량은 1515개로 잡았다.

P : FFF모델 P는 출시 기준 P를 반영했고 SLA 제품은 글로벌 SLA 산업용 3D프린터 ASP를 벤치마킹했다. PRIME 제외 추정 ASP는 1)각 제품 출시 년도와 2)판매량 순위를 참고하여 당년 제품들의 평균을 구하였다. 한편 보수적인 추정을 위해 Dual Plus 제품 P에는 할인율을 적용하였고 신제품 출시에 따른 ASP 상승은 고려하지 않았다.

비용 추정 논리

하이비젼시스템 비용 추정 **(단위 : 억원)**

계정명	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
매출액(수익)(*)	2,729	1,977	3,483	4,396	5,412
매출원가(*)	1,881	1,256	2,262	2,892	3,561
매출총이익(손실)	848	721	1,221	1,503	1,851
판매비와관리비(*)	413	470	633	829	1,019
인건비(*)	143	165	218	291	358
유무형자산상각비(*)	16	20	21	26	31
연구개발비	191	213	280	378	465
관리비(*)	54	63	76	108	133
판매비(*)	1	-3	22	7	9
물류비용(*)	3	4	4	4	4
기타(*)	-2	-7	18	3	4
기타(*)	8	12	16	20	24
영업이익(손실)	435	251	588	674	832
금융수익(*)	6	19	21	23	25
금융원가(*)	6	14	24	31	40
기타수익(*)	100	79	58	58	58
기타비용(*)	13	76	61	50	62
지분법손익(*)	14	8	21	14	14
법인세비용차감전계속사업이익	536	267	602	688	826
법인세비용	82	21	105	138	166
당기순이익(손실)	453	246	497	550	660

출처 : RFS Team 2

(1) 매출원가, 인건비, 연구개발비, 관리비

매출액 대비 매출원가율(65.8%), 인건비율(7%), 연구개발비율(9%), 관리비율(2%)를 적용해 추정했다.

(2) 유무형자산상각비, 기타(판관비), 금융수익, 금융원가

최근 3~4년간 증가 추세를 보이고 있기에, 증가 추세를 반영해 추정해주었다.

(3) 물류비용(판매비), 기타수익

물류비용은 국내외 공장 설립으로 인한 flat 전망, 기타비용은 감소 추세를 반영해 flat 전망하였다.

(4) 기타(판매비), 기타비용, 지분법손익

경향성이 없어 3개년 이동평균을 사용하였다.

(5) 법인세비용

4년 평균 법인세율 20.1%를 적용하였다.

6. Valuation

Valuation 선정 논리 – Peer Historical PER

동사는 현재 '카메라 모듈 검사 장비'를 넘어 '2차전지 · 바이오 · 반도체 검사 장비'까지 사업을 확장하며 복합 장비 기업으로 성장 중이다. 과거의 주가 모멘텀을 살펴보았을 때, 올해 모멘텀을 완벽히 반영할 수 있는 Historical Data가 존재하지 않는다. 따라서 동사와 유사한 성장 모멘텀을 보였던 **Peer 그룹의 Historical Data를 사용**하고자 한다.

'에스에프에이'는 11년 디스플레이용 장비 전문 업체에서 반도체 및 태양전지산업으로 시장 영역을 확대하며 **전공정 복합 장비업체**로 도약하고자 했다. 이는 동사가 24년 카메라모듈 장비 전문 업체에서 2차전지 · 바이오 · 반도체 검사 장비로 시장 영역을 확대하며 **복합 장비 기업**으로 성장하고자 하는 상황과 비슷하다.

10년 당시 에스에프에이의 매출액은 4.3백억원이고 23년 동사의 매출액은 3.4백억원이므로 차이를 반영해 당시 에스에프에이 PER에 25%할인을 적용해주었다.

이에 따라 2011 평균 PER 12.34에 25% 할인을 진행한 **9.25를 24년 Target PER**로 제시한다. 또한, 평균 PER 11.88에 25% 할인을 적용한 **8.91를 25년 Target PER**로 선정하였다.

25년 목표 주가 39,300원, 상승여력 67.2%, 투자의견 BUY를 제시한다.

하이비젼시스템 Valuation **(단위 : 억원, 배)**

Valuation Table				
구분	2024E	2025E	단위	비고
당기순이익	549.8	660.2	(억원)	(A) 추정
Target P/E	9.255	8.91	(배)	(B)
적정 기업가치	5,089	5,882	(억원)	(C)=(A)×(B)
유통주식수	14,942,112		(주)	(D)
적정주가	34,056	39,367	원	(E)=(C)÷(D)
목표주가	34,100	39,300	원	12 개월 목표주가
현재주가	23,500		원	
상승여력	45.1	67.2	%	

출처 : RFS Team 2

예상 포괄손익계산서 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	198	348	440	541
매출원가	126	226	289	356
매출총이익	72	122	150	185
매출총이익률(%)	36.5	35.1	34.0	34.0
판매비와 관리비	47	63	83	102
영업이익	25	59	67	83
영업이익률(%)	12.7	16.9	15.3	15.4
비영업손익	2	0	0	0
순금융손익	1	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업이익	27	60	69	84
세전계속사업이익률(%)	13.5	17.3	15.7	15.5
계속사업법인세	2	12	13.8	16.8
계속사업이익	25	47	55	67
중단사업이익	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0
당기순이익	25	47	55	67
순이익률(%)	12.4	13.4	12.5	12.3
지배주주	24	46	52	-
지배주주귀속 순이익률(%)	12.2	13.1	14.4	-
비지배주주	1	1	1	-
총포괄이익	24	47	54	-
지배주주	23	45	52	-
비지배주주	1	1	2	-
EBITDA	28	61	84	103

예상 재무상태표 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	223	319	379	459
현금및현금성자산	60	12	58	97
매출채권 및 기타채권	84	148	155	176
재고자산	62	110	115	130
비유동자산	86	96	95	97
장기금융자산	15	16	16	17
유형자산	49	47	45	44
무형자산	2	1	1	1
자산총계	309	414	474	555
유동부채	85	145	152	171
단기금융부채	1	3	3	3
매출채권 및 기타채권	35	63	66	74
단기충당부채	9	16	17	19
비유동부채	2	1	1	2
장기금융부채	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1
부채총계	86	146	153	173
지배주주지분	200	244	295	356
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	32	32	32	32
기타자본구성요소	-21	-21	-21	-21
자기주식	-21	-21	-21	-21
이익잉여금	183	227	278	338
비지배주주지분	23	24	25	27
자본총계	223	268	320	383
부채와자본총계	309	414	474	555

예상 현금흐름표 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-29	9	50	48
당기순이익(손실)	25	47	54	64
비현금성항목등	18	14	13	15
유형자산감가상각비	2	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	16	12	9	11
운전자본감소(증가)	-63	-58	-7	-19
매출채권및기타채권의감소(증가)	-31	-64	-7	-21
재고자산의감소(증가)	-40	-47	-5	-15
매입채무및기타채무의증가(감소)	23	27	3	9
기타	-15	26	2	8
법인세납부	-7	-12	-9	-11
투자활동현금흐름	34	-12	-1	-4
금융자산의감소(증가)	40	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-6	0	0	0
기타	0	-12	-1	-4
재무활동현금흐름	18	-0	-1	-1
단기금융부채의증가(감소)	-4	1	0	0
자본의증가(감소)	8	0	0	0
배당금지급	-2	-2	-2	-2
기타	16	1	1	1
현금의 증가(감소)	14	-47	45	39
기말현금	60	12	58	97
FCF	-34	-9	49	47

예상 주당가치 및 valuation (십억원)	2022	2023	2024E	2025E
성장성(%)				
매출액	-27.6	76.1	26	23
영업이익	-42.3	134.4	14.7	23.3
세전계속사업이익	-50.1	120.7	14.2	21.5
EBITDA	-39.0	120.1	38	23
EPS	-44.5	89.4	105.4	21.5
수익성(%)				
ROA	8.9	12.9	11.6	12
ROE	12.6	20.5	17.2	17.4
EBITDA마진	14.1	17.6	19	19
안정성(%)				
유동비율	264.1	219.8	249.3	268.4
부채비율	38.7	54.6	47.8	45.2
순차입금/자기자본	-30.1	-7.0	-20.0	-26.9
EBITDA/이자비용(배)	509.4	1,282.2	1,101.0	1,212.4
주당지표(원)				
EPS(계속사업)	1,608	3,046	3,679	4,471
BPS	14,846	17,785	21,191	25,259
주당 현금배당금	120	120	120	120
Valuation지표(배)				
PER	11.3	6.3	8.02	7.7
PBR	1.2	1.1	1.39	1.36
EV/EBITDA	8.2	4.8	5.3	3
배당수익률	0.7	0.6	0.4	0.3