



| 디스플레이 |

토비스(051360.KQ)

토비스, 카지노 물고 전장으로 떠날가!

2024 Review

: 24년 매출액 6,238억원(YoY +39.4%), 영업이익 583억원(YoY +127.5%)을 기록했다. 주력 사업부 문인 산업용 모니터(2,698 억원, YoY +8.0%)와 전장용 디스플레이 부문(3,226억원, YoY +84.0%) 모두 가시적인 성장이 주목되었다. 특히 전장 디스플레이 부문은 1Q24 이후 턴어라운드하여 향후 지속적인 이익 성장이 전망된다.

Investment point1. 토비스는 전장으로 Double Q 준비 완

'25년 전장용 디스플레이 사업부 매출액 4,063억(YoY +25.6%), 영업이익 226억 달성을 전망한다. 동사는 LGD·현대모비스 등 기존 고객사 기반의 안정적 성장과 함께, 스텔란티스, 컨티넨탈 등 신규 글로벌 고객사 수주를 확보하며 본격적인 해외 수요 확장 기반을 마련했다. 특히, SDV 전환, 디스플레이, 수주잔고 확대 등 구조적 성장 요인이 맞물려 중장기 실적 가시성이 높아졌다. 특히 서천공장 증설 이후 1,000억 원 이상의 CAPA를 확보하며 탑라인 성장과 함께 수익성 개선이 동시에 기대된다.

Investment point2. 카지노는 캐시카우가 아니다.

'25년 산업용 모니터 사업부 매출액 2,967억(YoY +10%), 영업이익 320억 달성을 전망한다. 이는 연간 30만 대 규모의 슬롯머신 교체수요와 아시아, 북미 지역의 카지노 신설에 따른 누적 신규수요의 발상과, 이에 대응가능한 동사의 경쟁력에서 기인한다. 동사는 IGT, LNW, ATA 등 글로벌 Top4 슬롯머신 제조사에 모두 납품하며, 고객사별 60~70% 수준의 점유율을 유지 중이다. 특히 커브드 제품은 전체 매출의 50% 이상을 차지하면서 커브드 및 대형 모니터 위주의 제품 믹스 개선을 통해 ASP 상승이 지속될 것으로 전망된다. 슬롯머신 시장 내 압도적인 공급망과 프리미엄 제품 중심의 구조 전환을 바탕으로, 동사의 카지노 모니터 부문은 안정적 현금흐름을 넘어선 성장을 지속할 것으로 전망된다.

Valuation

각 부문의 상이한 사업구조와 성장성을 효과적으로 반영하기 위해, 동사의 가치평가 방식으로 SOTP Valuation을 채택하여, 목표주가 26,500원, 상승여력 47%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

추가적으로, SOTP Valuation의 타당성을 보완하기 위해, Historical PER Valuation을 병행하였다.

Investment Fundamentals

(억원, 원, 배)

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E
매출액	2634	3,282	4,474	6,238	7,457
영업이익	(9)	70	257	584	743
순이익	11	(50)	129	613	653
EPS	75	(302)	710	3,565	3,956
PER	113.55	(31.36)	23.10	5.60	7
PBR	0.71	1.32	1.26	0.80	1.32
OPM	0	2.15	5.70	9.30	10
ROE	0.68	3.62	12.74	24.47	19

투자의견

BUY

목표주가

26,500원

현재주가(04.02)

17,950원

상승여력

47%

Stock Data

KOSPI(4/1)	2,521.39
KOSDAQ	691.45
시가총액	2,899억원
발행주식수(주)	16,067,058
52주 최고/최저(₩)	24,150/15,430
외국인지분율(%)	11.89%
주요주주(%)	김용범 외 15인 15.27%
	한국투자신포지자산운용 5.07%
주가상승률(%)	1개월 -4.34%
	6개월 -9.51%
	12개월 2.53%

Stock Price



Research Team 4

팀장	39기 정예윤	junggy1234@naver.com
	39기 오승은	ose0628@cau.ac.kr
	39기 이호찬	leehc9415@naver.com
	40기 박주원	hirina0110@naver.com
	40기 신예진	tig567@naver.com
	40기 임우열	Rhim14@naver.com

CONTENTS

I . 기업분석.....	2
II . 산업분석.....	4
1.전장 산업.....	4
2.카지노 산업.....	6
III . Investment Point.....	8
1. 토비스는 전장으로 Double 준비 완.	
1-1) 기존 고객사에 신규 고객사까지 Double Q준비 완.....	8
1-2) 대중국 관세 : 위기를 기회로 !.....	10
1-3) CAPA증설로 본격 고성장궤도 진입.....	11
2. 카지노는 캐시카우가 아니다.	
2-1) 하방을 단단히 받쳐줄 교체수요.....	12
2-2) 신규수요 : 솟아나는 카지노 신설.....	13
2-3) 슬로머신 프리미엄화로 ASP 상승.....	15
IV . Appendix.....	16
V . Risk.....	17
VI . Value-Up.....	18
VII . Estimate Logic	
VIII . Valuation	

Intro

호기심에서 시작된 탐구, '토비스'를 발견하다

해외여행으로 마카오를 방문했을 때, 카지노에 들어서는 순간 보였던 수백 대의 비디오 슬롯머신은 한눈에 담을 수 없을 만큼 방대했다. 그곳에서 문득 궁금증이 생겼다. 이렇게 많은 슬롯머신을 제작하는 기업들은 과연 어디일까? 그리고 이 슬롯머신의 주요 부품인 모니터를 공급하는 회사는 어떤 기업일까?

이 작은 호기심은 자연스레 탐구로 이어졌다. 글로벌 슬롯머신 제조사를 찾는 과정에서, 그들에게 카지노 모니터를 공급하는 국내 기업 '토비스'를 발견하게 되었다. 단순한 공급업체를 넘어, 독자적인 기술력과 시장 점유율을 바탕으로 카지노와 전장이라는 쌍두마차를 타고 성장 중인 토비스가 투자 대상으로서 어떤 매력을 가지고 있는지 더 깊이 검토하고 싶어졌다.

동사는 2009년 세계 최초로 카지노용 버튼덱, 커브드 모니터를 출시하여 기술력을 입증했고, 카지노 게임 전시회 G2E에서 제품 혁신상을 수차례 받은 이력이 있었다. 동시에 신기술 기반 신제품을 고객사에게 선제하는 영업 전략을 통해 M/S를 확대하여, 현재 글로벌 Top4 기업 모두에 모니터를 공급하는 유일한 1위 기업으로 도약한 기업임을 사전 리서치 과정에서 확인했다.

본 팀은 '토비스'가 정말로 좋은 투자대상이 될 수 있는지 검증하기 위해 필립 피셔의 저서 <위대한 기업에 투자하라>에서 제시한 15가지 기준을 바탕으로 분석하였다. 피셔는 그의 책에서 “이 중 3-4가지만 충족해도 충분히 훌륭한 기업”이라고 말한 바 있다. 그렇다면, 토비스가 이 기준을 얼마나 충족하는지 살펴보자.

1) 매출액을 견인할 충분한 시장 잠재력을 갖춘 제품 : 토비스는 카지노 시장 뿐만 아니라, 최근 급성장 중인 SDV 트렌드에 맞춰 전장 디스플레이 부문에서도 높은 성장 가능성을 지니고 있다. 특히, 세계 최초로 커브드 디스플레이와 버튼덱을 개발하는 탁월한 기술력을 바탕으로 고객 맞춤형 제품을 제공하며 차별화된 경쟁력을 확보하고 있다.

2) 시장이 어려울 때 신제품 및 기술개발에 대한 경영진의 의지 : 과거 사례를 통해 토비스 경영진의 의지와 결단력을 확인할 수 있다. 한때 매출의 70%를 차지하던 핸드폰 LCD 부문이 주요 고객사의 철수로 위기를 맞았을 때, 빠르게 전장 사업으로 전환하는 결단을 내렸다. 이에 전장 부문은 '24년 흑자전환에 성공하며 고속 성장이 기대되는 새로운 성장 동력으로 자리 잡았다.

3) 평균 이상의 영업조직 : 토비스는 규모의 경제를 통해 침투하기 어려운 Niche Market에서 두각을 나타내고 있다. 기술력을 바탕으로 선제적으로 제품개발 아이디어를 제시할 수 있는 영업 조직을 통해 카지노 모니터와 전장 디스플레이 부문 모두에서 성공적으로 시장 점유율을 확대해왔다.

이러한 분석을 바탕으로, 우리는 '위대한 투자의 대가' 필립 피셔의 그물에 걸린 기업 '토비스'를 더욱 면밀히 들여다보고자 한다. 우수한 경영진과 높은 경쟁력을 갖춘 이 기업의 투자매력도를 점검해보자.

I. 기업 분석

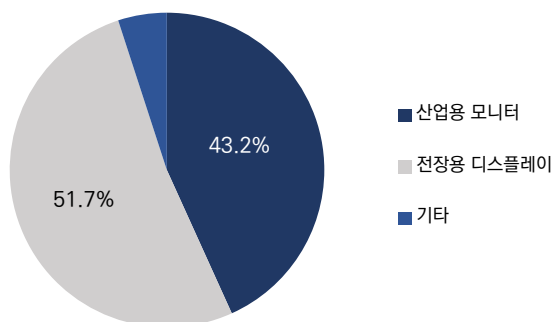
1. 기업개요

동사는 1) 산업용 모니터 사업과 2) 전장용 디스플레이 및 TFT-LCD 모듈 사업을 영위한다.

산업용 모니터 부문에서는 카지노 슬롯머신의 모니터를 생산하여 글로벌 슬롯머신 업체인 Aristocrat, IGT, L&W, Konami 등 Top 4 제조사 전체에 유일하게 모니터를 공급한다. 팬데믹으로 정체된 카지노 시장이 정상화됨에 따라 산업용 모니터 사업부문은 다시금 견조한 성장세를 보여주고 있다.

동사는 '20년 전장용 디스플레이 산업에 뛰어들며 매출 다각화를 이루어 냈다. 기존 LG 디스플레이에 스마트폰용 TFT-LCM 납품 이력을 기반으로 전장 디스플레이 산업에 진출하였으며, '24년 전장 부문 영업이 익이 흑자 턴어라운드하였다. 지속적인 고객사 확대로 현대차, 기아, 벤츠 등 글로벌 OEM 차량에 동사 제품이 적용되며 가파른 성장을 이어나가, '24년 전체 매출의 51.7%를 달성하였다.

사업부문별 매출 비중(2024년)

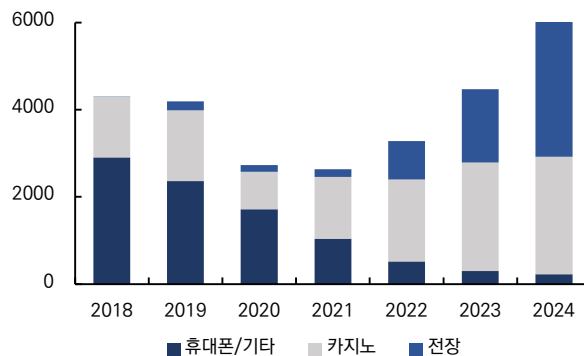


출처: 토비스, RFS Team 4

(단위: %)

사업부문별 매출 추이(2019~2024년)

(단위: 백만 원)



출처: 토비스, RFS Team 4

2. 재무분석

동사는 '21년부터 전장 사업 중심의 CAPA 증설 투자를 지속해왔으며, 이로 인해 일시적으로 차입금 부담이 증가했다. 실제로 부채비율은 '21년 85.6%에서 '23년 130.7%까지 상승하며 재무안정성에 대한 우려가 제기되기도 했다.

그러나 이후 영업현금흐름이 개선되면서 차입금 상환 여력은 충분한 것으로 판단된다. 차입금 비율은 점진적으로 하락하여 '24년 99.6%를 기록했으며, 현금성자산을 제외한 순차입금 기준으로는 같은 기간 64.8% → 31.4% 수준까지 개선되었다.

앞으로 전장 사업의 수익성 개선과 함께 영업이익 증가세가 지속될 경우, 재무구조 또한 안정적인 회복세를 보일 것으로 전망된다

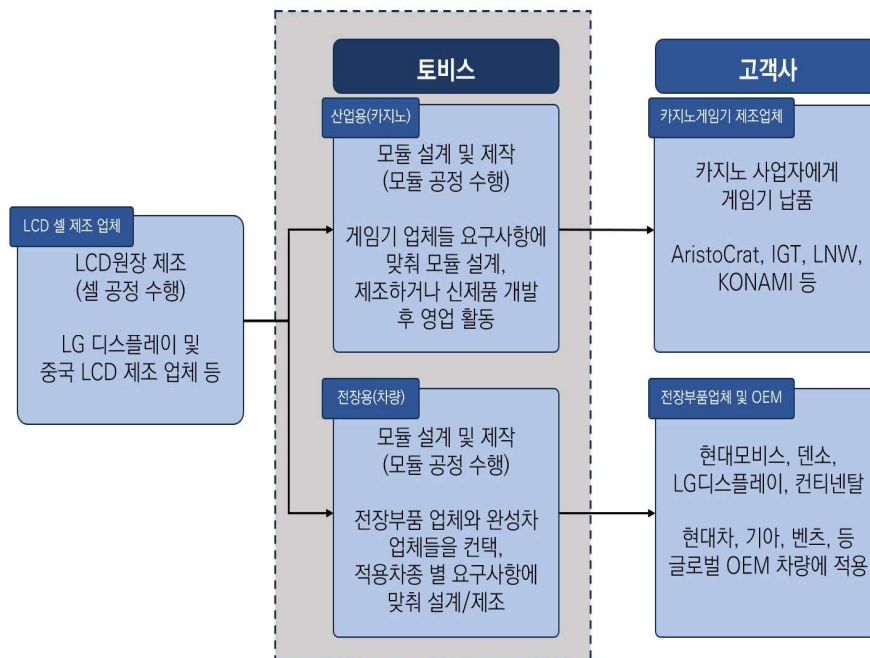
3. Business Model

TFT-LCD: 박막 트랜지스터
(TFT) 기술을 사용하여 얇아
진 액정 디스플레이(LCD)

동사는 TFT-LCD 패널을 납품 받아 모듈을 설계 및 개발한다. LG디스플레이 및 중국 LCD업체를 통해 LCD 패널을 조달하며, 이후 고객사의 요청에 따른 제품별 특성을 반영하여 모듈 제작에 들어간다. 선행개발한 기술을 고객사와 사전 협의 후 자체 LCD 공정을 통해 맞춤화하여 납품한다.

특히 전장용 LCD 모듈은 전장부품 업체와 완성차 업체들 모두에게 컨택하고, 안정성을 위해 완성차 업체에서 설계 후 동사에서 모듈을 제작하여 납품한다. 클라이언트의 요청에 따라 개별화된 공정을 거쳐 대부분 주문생산의 형태로 매출이 이루어지며 완성된 모듈은 글로벌 카지노 사업자, 전장 부품업체 및 OEM에게 납품된다. 이처럼 모듈화는 단순 조립이 아닌 고객별로 효과적으로 대응할 수 있는 개발 능력이 요구되기에 동사는 풍부한 TFT-LCD 모듈화 경험을 기반으로 고객을 확보하고 있다.

토비스 BM



출처: 토비스, RFS Team 4

II. 산업분석

1. 전장 산업

1) 미래 자동차 산업의 핵심-SDV

SDV 시장 성장 CAGR +9.15%

: '22년 2,578억 달러

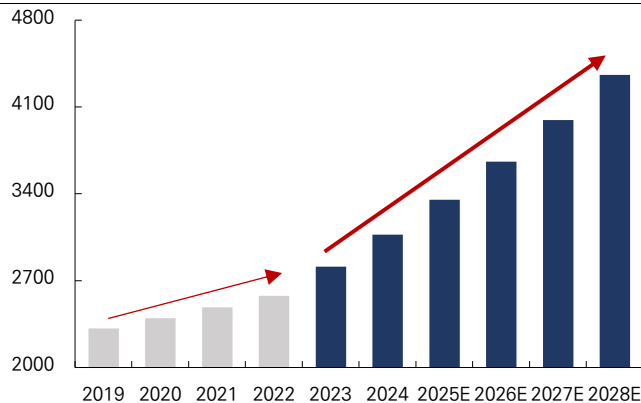
→ '28년 4,357억 달러

글로벌 SDV 시장은 CAGR 9.15%, '22 2,578억 달러 → '28E 4,357억 달러로 성장할 것으로 전망된다. 이는 자동차 산업의 패러다임이 하드웨어 중심에서 소프트웨어 중심으로의 대전환기에 놓여있음에 기인한다. 차량의 주요 기능이 소프트웨어를 통해 구현되는 소프트웨어 중심 자동차, 즉 SDV(Software Defined Vehicle) 시대가 도래한 것이다.

통합형 제어 시스템에 기반하여 동작하는 SDV의 부상은 1) 기존 시스템의 한계와 2) 사용자 만족도 향상이라는 두가지 측면에서 기인한다. 1) 기존 분산형 제어 시스템이 ①업데이트와 ②차량 연비 측면에서 보여준 한계는, 중앙집중형 또는 영역집중형 아키텍처 기반의 통합형 제어 시스템 구축 필요성을 증가시켰다.

글로벌 SDV 시장 규모

(단위: 억 달러) 아키텍처 기반 표



출처: MarketsandMarkets, RFS Team 4

구분	현재	궁극적인 지향점
E/E 아키텍처	분산형 아키텍처	중앙집중형 아키텍처
도식		

출처: 국토교통부, RFS Team 4

1) 기존 시스템 한계 보완

- ① 소프트웨어 업데이트 용이
- ② 차량 경량화 및 연비 개선

① 자율주행과 같은 차량 기술이 발전하면서 차량 내 소프트웨어 복잡성이 크게 증가했다. 기존 분산형 제어 시스템은 수십 개의 ECU (Electronic Control Unit)가 분산되어 기능을 구현하고 있기에, 한 가지 기능을 업데이트할 때마다 다수의 ECU를 함께 업데이트해야 하는 비효율적인 구조였다.

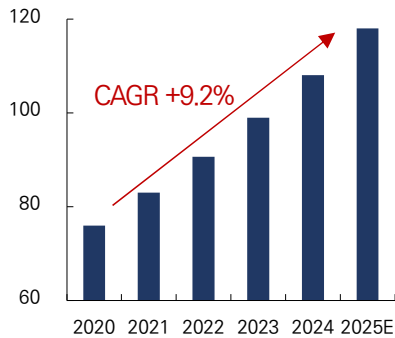
② 전장화로 인해 ECU를 연결하는 와이어 하네스(Wire harness)의 중량이 지속 증가했다. 특히 고급 승용차의 경우, 100개 이상의 ECU와 약 68kg의 와이어 하네스가 사용된다. 통합형 제어 시스템은 ECU 및 와이어 하네스를 약 40% 감소시켜 차량 경량화와 연비 개선 효과를 얻을 수 있다.

2) 사용자 만족도 향상

: 스마트 콕핏(Smart Cockpit)

2) SDV는 스마트 콕핏(Smart Cockpit)을 통해 디지털 계기판과 AI 기반 음성인식, 사용자 맞춤형 인터페이스(UI), 인포테인먼트 시스템을 제공하여, 사용자 경험(UX) 및 만족도를 향상시킨다. 이러한 글로벌 스마트 콕핏 시장은 '20년 100억 달러에서 '25년까지 CAGR +13.5%로 성장하여 190억 달러에 이를 것으로 전망되며 SDV 시장을 뒷받침한다.

2) 전장용 디스플레이 시장 대항행



SDV 시장 성장세는 소프트웨어의 보다 간편한 조작을 위한 디스플레이 시장 성장세를 이끌어내어, **전장용 디스플레이 시장은 '20 년 76 억 달러에서 '25 년 118 억 달러로 CAGR +9.2%로 성장할 전망이다**. 2010 년대 후반부터 센터페시아 화면이 커지고 계기판도 디지털 스크린으로 전환됨에 따라, 이러한 **전장 디스플레이 시장의 성장 Trend**는 ①**적용처 다변화** ②**대면적화**로 구분 가능하다.

① **차량 전반의 디스플레이 수는 평균 1.5 개에서 5 개 이상으로 늘어날 전망이다**. 디지털 계기판(Cluster), 차량용 정보 안내 디스플레이(CID), 헤드업 디스플레이(HUD), 뒷 자석용 엔터테인먼트 디스플레이(RSE) 등 차량 내 디스플레이 적용처 확산이 시장 성장을 견인하고 있다. 실제로 메르세데스 벤츠 S 클래스는 이미 물리적 버튼을 27 개 줄이고 총 5 개의 스크린을 장착한 제품을 출시한 바 있다.

② **고급화와 전기차를 중심으로 디스플레이의 대면적화가 확산되고 있는 추세이다**. 과거 차량 디스플레이의 평균 크기는 약 8 인치였으나, 현재 테슬라 S 는 17 인치 터치스크린을 장착했으며, 벤츠 신형 E 클래스는 14.4 인치 센터 디스플레이와 12.3 인치 동승자석 디스플레이를 통합한 슈퍼스크린을 탑재했다. 또한 기아의 '더 뉴 카니발' 역시 12.3 인치 풀사이즈 컬러 TFT-LCD 클러스터를 장착하였다.

한편, 전장용 디스플레이 시장 내 LCD 패널의 점유율은 '20 년 99%에서 '23 년 93%로 다소 하락했지만 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 소수의 업체들이 과점하고 있는 TV나 모바일 디스플레이 시장과 달리 전장용 디스플레이 시장은 **다수 업체들이 균형 잡힌 점유율을 유지하고 있으므로**, LCD 모듈 납품 업체들의 점유율 확대 가능성도 긍정적으로 평가된다.

전장 디스플레이 Trend

① 적용처 다변화

: '21년 평균 디스플레이 수 65% ↑

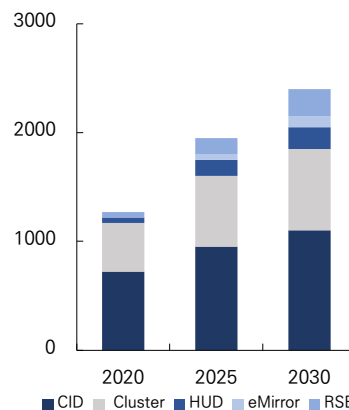
② 대면적화

→ 테슬라, 벤츠, 기아 : 10인치 이상

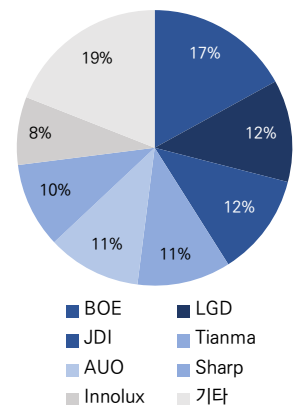
전장용 디스플레이의 종류



전장 디스플레이 출하량 전망 (단위: 만 대)



'22년 전장 시장 점유율 (단위: %)



출처: LG전자, RFS Team 4

출처: 옵디아, RFS Team 4

출처: 각사, RFS Team 4

2. 카지노 산업

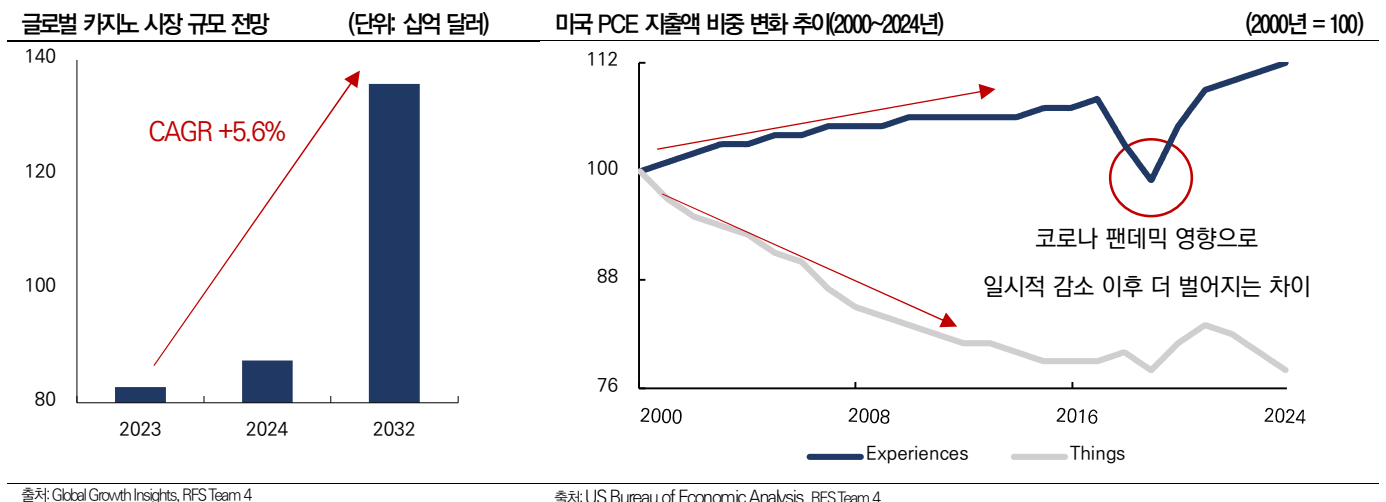
1) 카지노 재부흥의 시작

팬데믹 이후 여행 산업의 회복은 **카지노의 재부흥**을 일으키고 있다. 여행산업은 '24년을 기점으로 코로나 이전 실적을 회복하며 지속 성장 중이다. '25년 국제 관광객 수는 YoY +5% 증가가 전망되는 상황에서, 미국 소비지출(PCE) 중 경험소비의 비중이 72%로 지속 확대됨에 따라 주요 관광 콘텐츠인 카지노의 성장 기대는 더욱 커지고 있다.

글로벌 카지노 시장은 2032년까지 CAGR +5.6% 성장하여 '32E 1,357억 9천만 달러 규모를 이룰 것으로 전망되며, 특히 **1) 아시아와 2) 북미를 중심으로 산업 성장**이 주목된다.

세계 최대 규모인 북미 카지노 시장은 전체 시장 대비 가파른 성장을 통해 '30년까지 CAGR +6.48% 성장할 것으로 전망된다. 특히 CES, 나스카 경주, 대형 콘서트 등 **주요 글로벌 이벤트 및 각 주에서 발생하는 꾸준한 카지노 신규 건설**이 카지노 수요를 견인할 것으로 판단된다.

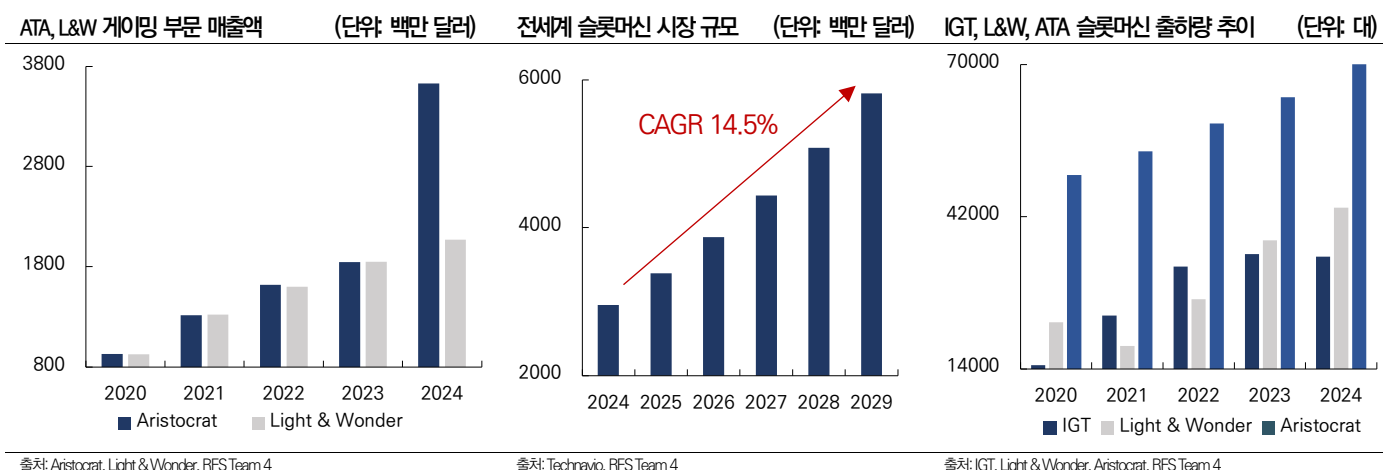
아시아 카지노 시장은 마카오 규제 강화로 인한 신흥 시장의 부상으로 큰 변화의 흐름을 맞이하고 있다. 마카오는 중국 정부의 규제 강화로 인해 입지가 흔들리고 있다. 이에 BIG6 카지노 기업들은 주변국으로의 진출 및 MICE산업으로의 다각화를 추진함에 따라 **태국, 일본 등 신규 카지노 시장이 부상**하고 있다.



2) 카지노 호황, 그 다음은?

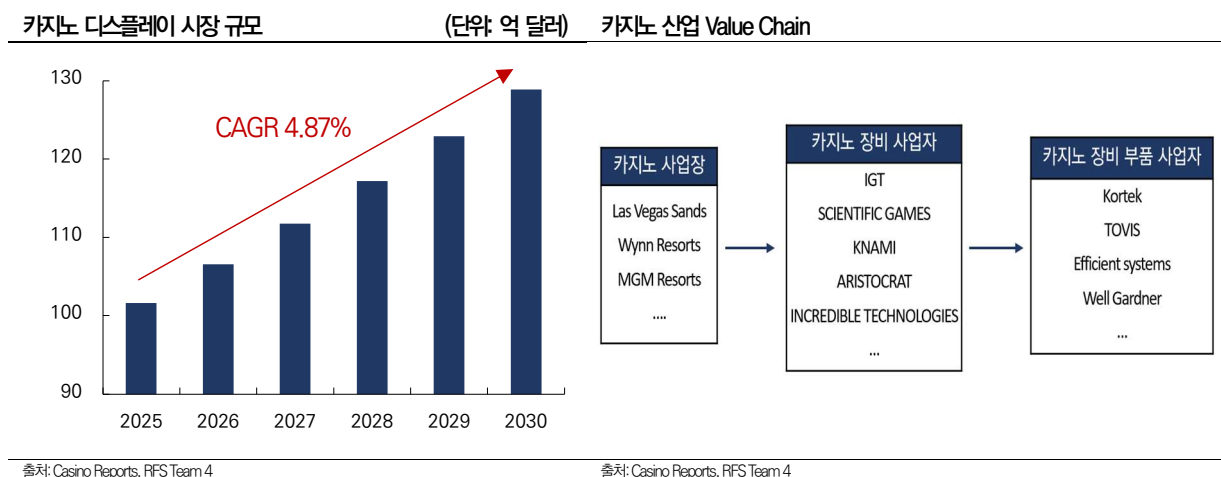
이와 같은 카지노 산업 호황은 카지노 장비 및 기술에 대한 수요 증가로 이어짐에 따라, **카지노 게임사의 직접적 수혜**가 전망된다. 글로벌 카지노 게임사인 IGT, ATA(Aristocrat), L&W(Light & Wonder) 등은 전 세계적인 게임기 수요 증가에 따라 팬데믹 회복 이후 지속적으로 실적 성장이 유지되고 있다. ATA와 L&W의 경우 '20년 대비 3배 이상 매출 성장을 보이고 있다.

특히 카지노 게임기의 80% 이상을 차지하는 **슬롯머신 시장의 성장세**에 주목한다. 팬데믹 이후 카지노 고객층이 VIP에서 Mass중심으로 전환되면서, 1) 상대적으로 낮은 베팅 단가와 2) 다양한 엔터테인먼트 요소를 갖춘 슬롯머신 선호현상이 Mass 고객 중심으로 나타나고 있다. 이처럼 슬롯머신 수요가 지속 증가함에 따라 주요 슬롯머신 제조사의 제품 출하량도 3년간 50% 이상 증가하였다. 이에 글로벌 슬롯머신 시장은 '29년까지 CAGR +14.5% 성장하여 58억 1,450만 달러까지 확대될 것으로 전망된다.



3) 게임기에 필요한 부품을 다오.

향후 슬롯머신 산업 성장이 지속될 것으로 전망되는 상황에서, 카지노 산업 특성상 매체의 몰입감과 시각적 효율성에 중요한 역할을 하는 부품인 **디스플레이의 수요가 증가**하고 있다. 이에 카지노 디스플레이 시장은 CAGR +4.87% 성장하여 '30년 128.9억 규모 달성할 것으로 전망된다. 카지노 디스플레이 시장은 코텍과 토비스가 글로벌 M/S 합산 80%를 차지하여 시장을 주도하고 있는 과점시장이며, 슬롯머신 제조사들과의 협업을 통해 안정적인 수요를 확보하고 있다. 이는 카지노용 디스플레이가 고신뢰성·고화질 기준을 요구하기에 진입장벽이 높다는 점에 기인한다. 카지노 산업의 성장은 단순히 운영사뿐만 아니라 후방의 모든 밸류체인에 걸쳐 긍정적 영향을 미칠 것이며, 특히 **슬롯머신 수요가 증가하는 현 시점에서 슬롯머신 제조 관련 기업의 수혜가** 전망된다.



III. Investment Point

Investment Point1. 전장부문 고속성장

'25년부터 본격화될 완성차 기업들의 SDV전환 흐름 속에서, 동사는 1) 다양한 대형 고객사向 수주확대, 2) 대중국 관세로 인한 반사수혜, 3) CAPA 증설 통한 수요대응을 통해 중장기적으로 높은 Top-Line 성장을 전망하며 '25E 동사 전장 디스플레이 부문 매출 4,063억원(YoY +25.9%)를 전망한다.

1. 팽창한 고객사

동사는 1) 기 확보된 대형 고객사에 따른 안정적 성장 동력을 기반으로, 최근 2) 글로벌 기업 '스텔란티스', '콘티넨탈'과 신규 계약을 맺었다. 동사는 국내 완성차량 Q확보와 함께, 본격적인 미국/유럽 완성차량 Q확대 저변을 마련하였고, 이는 동사의 Q증가 및 탑라인 성장에 크게 기여할 것이라 전망한다.

1-1) 기존 고객사: LG디스플레이, 현대모비스, 덴소의 안정적 성장

'25년부터 기존 고객사 3사를 기반으로 안정적인 Q성장을 이어나갈 것이라 전망한다. 이는 ①'25년부터 본격화되는 완성차 업체들의 SDV전환과 ② 완성차 모델의 세대주기가 길다는 점에 기인한다.

① 현대, 기아, 벤츠 등 주요 완성차 업체들의 전장 디스플레이 도입 확대에 따라 동사의 고객사인 LGD, 현대모비스, 덴소向 수주가 지속 확대되고 있다. 동사는 고객사로부터 수주 후 제품을 개발하는데 1~1.5년이 소요되며, 개발 이후 제품 양산을 시작한다. '23년 LGD와 현대모비스의 수주잔고는 19.5조원, 13.4조원으로, '20년 대비 각각 2배, 4배 증가하였다. 이에 **23년 대량의 신규 수주분이 1H25부터 본격적으로 양산할 것으로 판단되며, 이에 따른 전장 부문 매출 성장이 이어질 것으로 전망한다.**

② 기존 모델의 성능 및 외관을 교체하는 페이스리프트(F/L)와 풀체인지 주기는 각각 3년, 8년이다. 즉, 한 차종에 대한 3~8년의 세대주기가 존재하여, 동사는 현 납품하는 차종에 대해 세대교체 이전 지속 수주에 따른 수익 창출이 가능하다. 예를 들어, '23년 기아차는 4세대 '더 뉴 쏘렌토' F/L를 출시하며, 클러스터와 내비게이션을 합친 대형 커브드 디스플레이로 교체하였다. 해당 차종에 동사 제품이 장착된 것으로 추정되며, 세대주기를 고려할 때 **최소 26년까지 쏘렌토向 매출은 안정적일 것으로 전망된다.** 현재 공급하고 있는 여타 모델에 대해서도 동일한 논리로서, **기존 고객사 모델을 기반으로 향후 중기적 관점에서 안정적 매출이 담보되었다고 판단된다.**

23년 대량 수주 1H25 양산 시작

고객사 수주 → 제품개발 1~1.5년

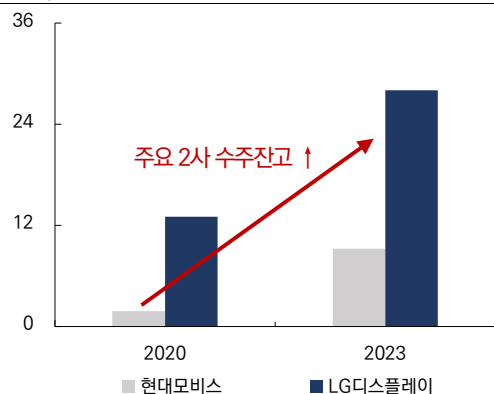
→ 제품 양산 시작

세대주기: F/L(3년), 풀체인지(8년)

기존 차종은 세대교체 전 지속 납품

LGD, 현대모비스 수주잔고

(단위: 조 원) 기아, 벤츠 F/L 및 풀체인지 주기



회사명	제품명	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년
기아	쏘렌토	4 세대 F/L (확보)			
	카니발	4 세대 F/L	5 세대 풀체인지 (확보)		
	K5	3 세대 F/L	5 세대 풀체인지 (확보)		
벤츠	E-클래스	11 세대 풀체인지 (확보)			

출처: 각사, RFS Team 4

출처: 각사, RFS Team 4

1-2) 신규 고객사 : 스텔란티스, 콘티넨탈은 미래 성장 동력원

동사는 기존 고객사의 글로벌 레퍼런스를 기반으로, '24년 신규 글로벌 거래선인 **스텔란티스, 콘티넨탈**을 수주를 확보했으며, 이를 기반으로 **해외 고객사를 더욱 확대해나갈 것으로 전망**한다.

글로벌 신규 고객사 확보 : 스텔란티스, 콘티넨탈

스텔란티스는 '23년 연간 639만대를 판매하며 세계 자동차 M/S 9%를 기록한 글로벌 4위 완성차 기업이며, GM·Ford와 함께 미국 Big 3 기업이다. **콘티넨탈**은 주 고객사인 폭스바겐, 벤츠, 포드, BMW를 포함해 총 26개 글로벌 완성차 기업에 모듈을 납품하는 세계 5대 부품사이다.

기존 고객사는 모두 완성차 업체에 차량 모듈을 납품하는 부품사로, 현대, 기아와 중국 내수공급용 벤츠 모델 등이 최종 도달점이었다. 동사는 탁월한 경쟁력을 바탕으로 지속적으로 고객사를 확대하고 있으며, 이번 **스텔란티스의 경우 첫 완성차 고객사**이다.

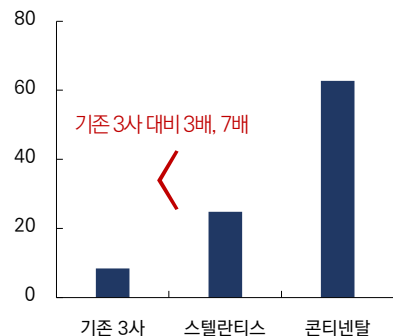
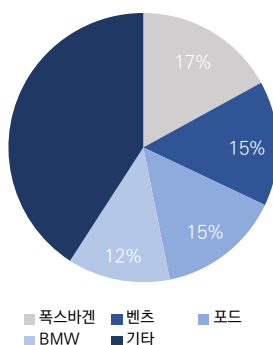
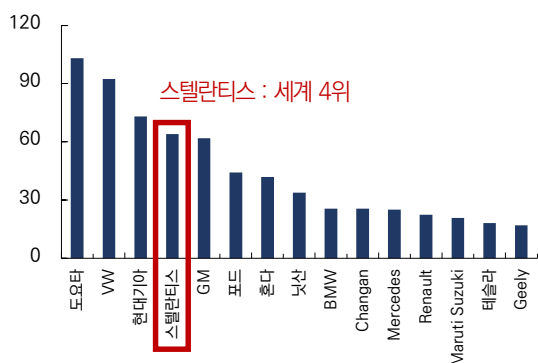
동사는 이번 신규 고객사를 통해 **본격적으로 해외 완성차 업체에 진출**하여, 글로벌 자동차 시장에 전장 디스플레이 기업으로서 **더욱 두터운 레퍼런스를 확보**할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 두 고객사 모두 기존 고객사 대비 매출 규모가 각각 3배, 7배 높아, **현재 수주물량을 통한 Top-Line 성장** 뿐 아니라 지속적인 고객관계 유지를 통해 향후 **동사의 강력한 외형성장의 동력으로 작용**할 수 있을 것이라 전망한다.

글로벌 15개 완성차 기업 판매대수(2023년)

(단위: 십만 대)

콘티넨탈 고객사 비중 (단위: %)

기존 3사 VS 스텔란티스 VS 콘티넨탈 (단위: 십조 원)



출처: 언론 종합, RFS Team 4

출처: Bloomberg, RFS Team 4

출처: 각 사, RFS Team 4

2. 대중국 관세 : 위기를 기회로!

2-1) 트럼프 자동차 관세 부과, 그럼에도 불구하고

트럼프 25% 관세 → 동사 영향 無

- 1) '25년 수주잔고 기 확보
- 2) 미국 내 스텔란티스 CAPA 有

트럼프 정부는 지난 3월 미국 자동차 산업 경쟁력 제고를 위해, **수입자동차와 핵심부품에 대한 25% 관세 정책**을 발표하였다. 이러한 관세 조치에도 불구하고 동사의 '25년 실적 가시성은 확보된 상황이다. 동사는 '25년 수주잔고 기준으로 주요 고객사로부터 충분한 물량을 이미 확보한 상태이다.

또한 전장 디스플레이 경쟁사 대부분이 일본, 대만, 중국 기업이므로, 특별히 관세회피 가능한 기업은 없을 것으로 판단된다. 특히 중국의 경우 PNTR(항구적 정상 무역관계)지위 박탈 등 **대중국 규제를 추진 중**으로, 글로벌 전장 시장 선두에 위치한 BOE, Tianma에 이중 악재로 작용할 것으로 판단된다.

2-2) 미국의 대중국 규제 : ① 관세 20%부과 ② 국방부 블랙리스트 등재

산업 규제 : '25년 2월, 미국은 글로벌 LCD 시장 M/S 70% 이상을 차지하는 중국기업의 과점을 우려, 총 2차에 걸쳐 모든 중국산 수입품에 대해 관세 20%를 부과하였다.

국가 안보 : '24년 9월, 미 하원에서는 BOE, Tianma를 MCF기업으로 간주해 두 기업을 국가 안보 위협요소로 판단, 국방부 블랙리스트에 올려 미국향 디스플레이 수출을 전면 금지할 것을 국방부에 요청하였다.

이러한 대중국 규제 강화는 중국산 디스플레이에 대한 의존도를 줄이려는 **완성차 업체들의 수요 재편을 유도**할 가능성이 크며, 결과적으로 비중국계 업체인 동사에게 기회로 작용할 수 있다.

2-3) 수혜는 한국 디스플레이의 몫

특히, a-Si LCD에서 LTPS LCD로의 프리미엄 디스플레이 전환이 가속화되는 가운데, 본 리서치팀은 동사의 주 고객사 LGD만이 국내서 유일하게 프리미엄 LTPS LCD패널을 생산한다는 점에 근거하여, 동사의 대중국 규제 수혜를 전망한다. LGD는 틈새시장이었던 프리미엄 디스플레이 시장을 공략하며, Tesla의 CID용 LTPS LCD 패널 1위 공급사로 등극, 미국에서 그 기술력을 입증받았다. '29년까지 글로벌 LTPS LCD 패널 출하량은 연평균 +13% 성장할 것으로 전망되는 바, LGD Q증가에 따른 수혜를 누릴 것이라 전망한다.

MCF(Military-Civil Fusion)

: 첨단 기술 활용해,

중국군 현대화를 지원하는 기업

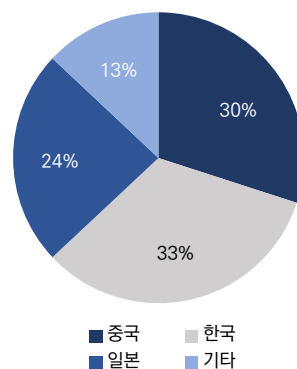
LTPS LCD로의 전환 수혜

→ 국내서 유일 LTPS LCD 생산

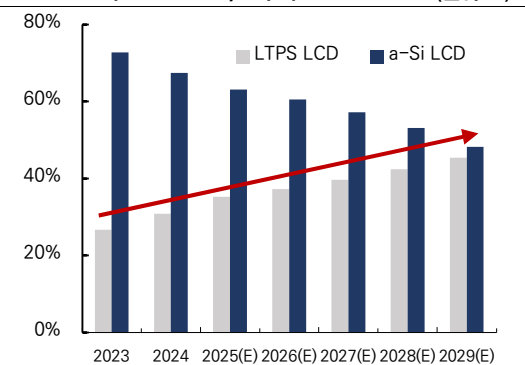
미국의 대중국 규제

산업 규제	'25년 2월 4일	중국 수입품 10% 관세 부과
	'25년 2월 27일	중국 수입품 10% 추가 관세 부과
국가 안보	'24년 9월	BOE, Tianma를 국방부 블랙리스트에 등재 요청

프리미엄 차량용 디스플레이 M/S



LTPS LCD와 a-Si LCD M/S 추이



출처: 기획재정부, RFS Team 4

출처: Ombia, RFS Team 4

출처: Ombia, RFS Team 4

3. CAPA 증설로 본격 고성장궤도 진입

동사는 '25년부터 본격화되는 전장 수요 증가에 대응하기 위해 생산시설 증설분의 신규가동이 예정되어있으며, 현 공장부지 내 추가 증설 가능성도 충분하다.

1Q25: 스텔란티스向 물량 생산

3Q25: 신규 수주 물량 생산

4Q25: 콘티넨탈向 물량 생산

지난 1월 서천공장 1층 3라인 신규 가동을 통해 스텔란티스向 물량 생산을 시작하여 1Q25부터 매출인식될 것으로 판단되며, 4Q25 대련공장을 통해 콘티넨탈向 물량을 생산할 예정으로 4Q25부터 매출인식될 것으로 판단된다. 또한 동사는 고객사 요청으로 신규 물량 대응을 위해 '25년 7월 서천공장 2층 1라인 가동 예정되는 만큼, 신규 라인 가동을 통한 25년도 전장 부문 호실적이 전망된다.

특히 '25년 7월 가동 예정인 서천 2층 1라인은 기 확보된 고객사의 신규 수주 Q대응을 위한 것이라 판단되며, 1) CAPA증설에 따른 지속적 성장과, 2) 높은 Capex 효율성에 따른 전장 부문 실적 성장을 전망한다.

고객사 요청 → 증설

→ 즉각 가동 → 빠른 실적 연결

동사의 경우 고객사가 확보된 후 요청에 의해 증설하는 경우가 대부분이기에, **CAPA 증설이 실적으로 빠르게 연결되는 경향**을 파악할 수 있다. 실제로 '23년 6월 서천공장 가동 이후, ① 자산회전율은 '23년 YoY 1.3배, '24년 YoY 2배의 성장세를 보여줬으며, ② 2Q24 전장 매출은 YoY +47% 증가했다. 이에 따라 '24년 전장 부문 영업이익은 +5% 흑자전환에 성공하였다. 따라서 현재 예정되어있는 신규 증설분의 가동은 동사의 가파른 매출 성장을 견인할 것이라 판단된다.

기존부지 활용한 높은 Capex 효율

2개 라인 추가 증설 가능성

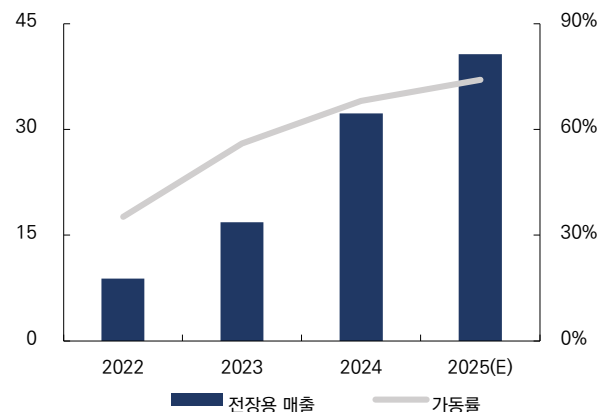
뿐만 아니라 동사는 서천공장 증설 시 **85억을 투자해 연간 1000억원 이상의 CAPA가 창출될** 것으로 판단된다. 이번 증설의 경우 기존 공장 부지를 활용하여 건물 내부에서 생산 라인을 증설함으로서, 적은 비용으로 높은 효과를 기대할 수 있을 것으로 확인된다. **현재 서천공장 내 2개 라인을 추가 증설할 수 있는 공간이 남아있어,** 향후 고객사 주문 대응에 따른 추가 증설 시에도 높은 Capex효율을 보일 것으로 전망한다.

전장 디스플레이 CAPA 현황

서천공장			
	Line1	Line2	line3
1 층 3Line	쏘렌토,카니발,K5 향	쏘렌토,카니발,K5 향	1Q25
총 CAPA 2000 억			스텔란티스 향
2 층 1Line	3Q25, 신규 물량		
총 CAPA 1000 억			
대련공장			
총 CAPA 3000 억	벤츠, 포드, 제네시스 향 + 4Q25 콘티넨탈 향		

전장 부문 가동률 및 매출액

(단위: 백억 원, %)



출처: 토비스, RFS Team 4

출처: 토비스, RFS Team 4

Investment Point2. 카지노는 캐시카우가 아니다

카지노 모니터 부문은 안정적 현금흐름을 제공해주는 **캐시카우 그 이상**이다. 동사는 후방 산업임에도 높은 경쟁우위를 바탕으로, 1) 팬데믹 이후 다시 늘어나는 교체수요와 2) 아시아, 북미에서의 카지노 건설로 인한 막대한 신규수요로 발생하는 Q 상승의 수혜를 오롯이 받을 것으로 전망한다. 이에 **'25E 산업용 모니터 부문 매출 2967억 원(YoY +10.0%)**을 전망한다.

1. 하방을 단단히 받쳐줄 교체수요

1) 슬롯머신 교체수요 증가

2) 주요 제조사 높은 점유율

→ 안정적 매출 성장

약 30만대 이상의 교체가 꾸준히 발생하는 슬롯머신 교체수요에 따라, 동사의 카지노 부문은 안정적이고 지속적인 매출 성장이 전망된다. 슬롯머신의 교체수요와 신규수요는 8:2 비율로 신규수요보다 교체수요가 지배적이다. 이는 슬롯머신 시장이 이미 성숙한 대형 시장으로, 기설치된 슬롯머신 수가 절대적으로 많기 때문이다.

또한 슬롯머신은 24시간 365일 가동 특성 상, 교체주기는 3~3.5년으로 잦은 교체가 필요하기에 계절성을 가지기보다는 꾸준한 교체수요가 발생한다. 특히 팬데믹으로 지연되었던 슬롯머신 교체수요가 22년부터 지속적으로 대량 발생하고 있으며, 카지노 시장 확대에 따른 신규 설치 또한 향후 교체수요로 누적됨에 따라 교체 수요량은 지속 증가할 전망이다.

글로벌 슬롯머신 전체 대수는 '24년 기준 약 155만대이며, 연간 약 30만대 이상의 슬롯머신 교체수요가 발생하는 것으로 파악된다. 이 중 글로벌 슬롯머신 시장의 상위 4개 기업인 IGT, ATA, L&W, Konami가 전체시장의 87.9%를 점유하는 가운데, 동사는 이들 모든 기업에 카지노 모니터를 공급하고 있다. 특히 ATA와의 협력에서 60% 이상의 점유율을 확보하고 있으며, L&W와 Konami에서는 각각 70% 이상의 높은 점유율을 유지하고 있다.

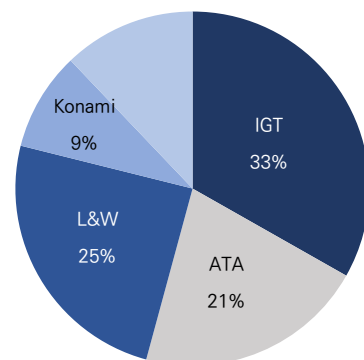
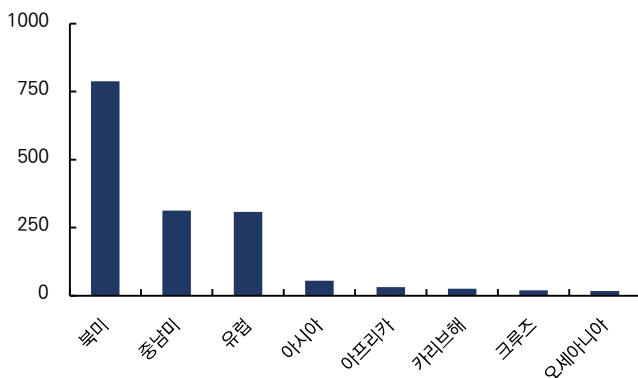
이처럼 카지노 모니터 시장에서 압도적인 공급망을 확보하고 있는 동사는 글로벌 슬롯머신 교체수요를 흡수하여 연간 약 11.8만대의 슬롯머신에 모니터를 공급할 것으로 판단되며, 슬롯머신 한 대에 모니터가 평균 2~3대 설치됨에 따라 **연간 최소 29.6만대의 모니터를 공급할 것으로 전망한다.**

글로벌 슬롯머신 수 현황(2024년)

(단위: 천 대)

글로벌 슬롯머신 제조사 및 토비스 M/S

(단위: %)



출처: Statista, RFS Team 4

출처: Eilers&Krejek, 토비스, RFS Team 4

2. 신규수요 : 솟아나는 카지노 신설

1) 아시아 지역의 신규 카지노 건설

2) 북미의 신규 카지노 건설

→ 슬롯머신 신규수요

전 세계는 다발적인 카지노 신규건설에 따라 **3년 간 최소 12만대 이상 슬롯머신 신규수요**가 발생할 것으로 전망한다. 신규수요는 일시적인 수주 뿐 아니라, 향후 축적되는 교체수요 증가를 수반한다는 점에서 매우 중요하다. 카지노 시장은 1) 마카오 규제를 전후로 격동하는 아시아와 2) 꾸준한 북미가 중요한 두 축으로 자리하고 있다. 이에 당사는 글로벌 Top4 제조사에 모두 모니터를 공급하는 1위 기업으로서, 슬롯머신 수요의 상승의 수혜를 오롯이 받을 것으로 전망한다.

1) 아시아 : 갈곳 잃은 카지노 고객은 주변국으로!

마카오 규제를 전후로 1) 일본, UAE, 태국의 카지노 합법화와 2) 기존 카지노의 시설 확충을 통해 슬롯머신의 신규수요가 증가하여, 동사의 고객사인 슬롯머신 제조사의 실적 상승으로 이어질 것으로 전망된다.

일본 Konami사 슬롯머신 70%

토비스 모니터 사용

‘18년 합법화되었던 **일본**은 팬데믹으로 인해 지연되었던 대규모 복합리조트(IR) 개발을 재개함에 따라 오사카IR 개장 시 2,000대 이상 슬롯머신을 배치할 것으로 판단된다. 특히 슬롯머신 시장 점유율 4위를 기록하고 있는 일본의 Konami사 제품이 주로 배치될 것으로 전망되는 상황에서, **Konami 제품의 70% 이상 모니터를 공급**하는 동사의 직접적인 수혜가 이루어질 것으로 판단된다. **UAE와 태국**은 지난 반년간 카지노 합법화를 시행하며 카지노 개발이 활발히 이루어지고 있다. 이에 따라 ‘29년까지 최소 9곳 이상의 카지노가 개장할 것으로 판단되며, 신규 개장으로 인한 슬롯머신 신규수요는 최소 1만대 이상 발생할 것으로 전망한다.

싱가포르: 카지노 독점운영권 연장

필리핀: 신규 카지노 오픈

중국 인접국가의 기존 카지노는 시설확장 및 추가 게임기 배치를 통해 카지노 수요에 대응하고 있다. **싱가포르**의 대형IR ‘마리나베이 샌즈’와 ‘센토사 리조트’는 카지노 독점운영권을 ‘30년까지 연장한 이후 신규 시설 및 머신 확충에 투자하여 슬롯머신을 두 카지노 합산 1,800대 추가할 것으로 판단된다. **필리핀 민영 카지노** 역시 ‘24년부터 5년간 60억 달러를 투자를 계획하여 연 1곳 이상의 신규 카지노 오픈을 계획하고 있다. 단, 민영 카지노의 경우 규모가 크지 않아 복합리조트보다는 신규수요 증가폭이 덜할 것으로 판단된다.

이처럼 합법화로 인한 신규 국가의 진입과 기존 카지노의 시설 확대를 통해 **아시아 시장에서 슬롯머신은 2028년까지 연평균 5,005대의 신규수요**가 발생할 것으로 전망된다. 또한 해당 수요의 대부분을 합산 M/S 약 87%를 보유한 4대 제조사가 공급할 것으로 판단되며, 이들 모두에 슬롯머신 모니터를 납품하는 동사의 수혜가 전망된다.

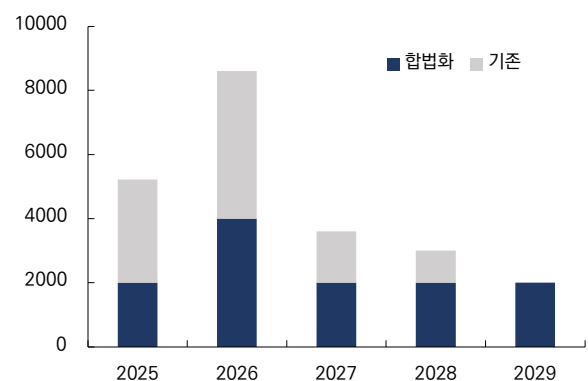
아시아 신규 IR 산업 계획

국가	지역	건설예산	개장시기(예정)
일본	오사카	15조	’30년
UAE	아부다비	7조	’27년 상반기
태국	방콕차양마이푸켓 등	23조	’29년
필리핀	마닐라-케손-세부-클락 등	5000억~2조	’30년
싱가포르	베이프런트-센토사	20조	’31년
베트남	꽝남성	3조	’32년

출처: 언론 보도 종합, RFS Team 4

아시아 슬롯머신 신규수요 추이 전망

(단위: 대)



출처: 언론 보도 종합, RFS Team 4

2) 북미 : 카지노 본고장에서의 꾸준한 수요

전 세계 슬롯머신의 50% 이상 설치되어 있는 북미 또한, '26년까지 최소 17곳의 카지노가 오픈할 예정이다. 이에 따른 **약 44,750대의 슬롯머신 신규수요 발생**은 동사의 Q 증가로 이어질 것으로 전망한다.

북미에서 또한 아시아와 마찬가지로 대형 카지노를 선호하는 트렌드가 지속됨에 따라, 높은 매출을 기록하는 테이블과 진입장벽이 낮은 슬롯머신 모두의 수요가 증가할 예정이다. 또한 북미의 경우, 슬롯머신 비율이 86%로 높아, 북미 카지노의 신규 건설은 동사의 Q 상승을 더욱 이끌 것으로 전망된다.

①일리노이주 카지노 성장

②캘리포니아 인디언 카지노 중심 성장

일리노이주는 '19년 도박 확장법 통과 이후 미국 내 카지노가 가장 빠르게 성장하여, 26년까지 전체 신규오픈의 30%가 해당 지역에서 개장할 예정이다. 특히 '25년 하반기에는 일리노이주 역대 최대 규모인 Bally's Chicago 개장을 위해 3,400대 슬롯머신이 배치되는 등 26년까지 10,700대 슬롯머신 신규수요가 발생할 것으로 전망된다.

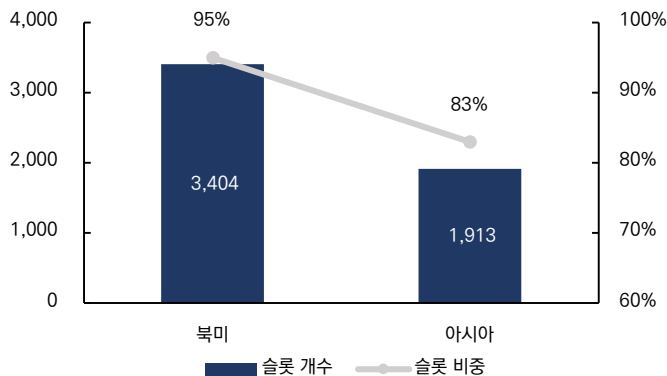
상업 카지노가 법적으로 금지되어 있는 캘리포니아주는 인디언(Tribal) 카지노를 중심으로 슬롯머신 수요 증가가 전망된다. 인디언 카지노는 상업 카지노와 별도로 규제되며, 미국 원주민에 의해 소유 및 운영된다. 캘리포니아주는 인디언 카지노만으로 네바다주 다음으로 슬롯머신 수가 높은 대형 시장으로, '26년까지 4곳의 카지노 신규개장을 통해 12,550대의 슬롯머신 신규수요가 발생할 것으로 전망된다.

북미 3,400대 > 아시아 1,900대

북미 대형 카지노의 경우 평균 3,400대의 슬롯머신이 배치되어 있어, 아시아 평균 대비 1,500대 가량 많이 배치하는 경향성을 띤다. 이에 꾸준한 신규 카지노 건설이 예상되는 북미 카지노 시장에서는 아시아에 비해 더욱 높은 신규수요 발생이 예상되며, 향후 5년간 연평균 44,750대 이상의 신규수요가 발생할 것으로 전망한다.

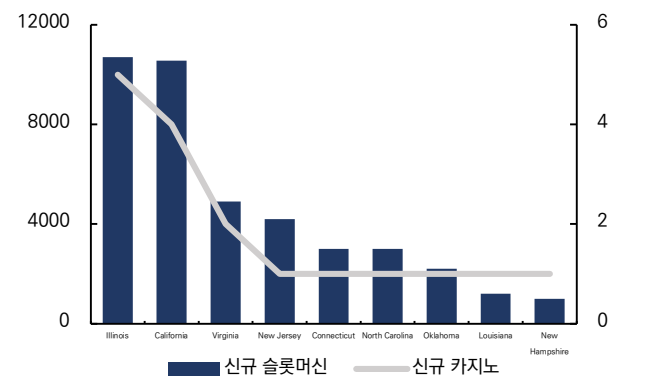
지역별 대형 카지노 내 슬롯머신 대수 및 비중

(단위: 대, %)



북미 지역별 신규 카지노 및 슬롯머신 수요

(단위: 대, 곳)



출처: 각 사, RFSTeam 4

출처: WorldCasinoDirectory, RFSTeam 4

3. 슬롯머신 프리미엄화로 ASP 상승

Reel Slot 중심에서 Video Slot으로 넘어간 슬롯머신 시장은 다시금 1) 모니터의 대형화, 2) 커브드 모니터 도입을 통한 고급화를 통해 큰 변화를 겪고 있다. 동사는 세계 최초 커브드 디스플레이 제조사로서, 높은 경쟁우위를 바탕으로 **P 상승을 통한 Top-Line(P×Q) 상승이 지속될 것으로 전망한다.**

고마진 대형 디스플레이 공급 ↑

→ 제품 Mix 개선으로 ASP ↑

슬롯 머신의 Main 디스플레이를 대형화하여 시각적 몰입감을 극대화하는 산업 트렌드에 따라, 동사는 20인치부터 40, 50, 75인치 등 대형 모델 납품 비중이 증가하였다. 특히 동사는 23년 49인치 이상 대형 디스플레이 공급을 급격하게 확대함에 따라 **제품Mix 개선으로 ASP 상승을 통해 매출 상승을 견인하고 있다.**

커브드 모니터 → 프리미엄화

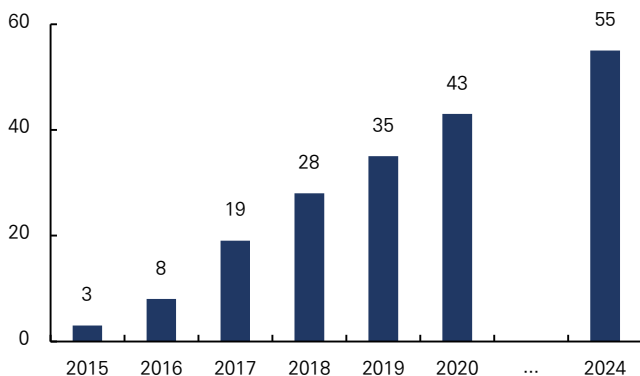
→ VIP 유치 효과

특히 슬롯머신의 커브드 모니터 도입은 **고급 슬롯머신이라는 인식 하에 VIP(고액 배팅 고객) 유치에 효과적**이다. VIP는 주로 테이블 게임을 이용하며 슬롯머신을 사용하는 경향이 낮은 편이나, 커브드 모니터 도입으로 인한 프리미엄화는 VIP의 인식 개선을 통해 슬롯머신 사용을 촉진할 수 있다. 이에 주요 게임슬롯 제조사는 커브드 도입을 적극 확대함에 따라, 커브드 도입 머신 수가 **3종에서 55종으로 CAGR +38.1%** 빠르게 늘어나가고 있다.

해외 리테일 사이트를 통하여 시장에서 공급되는 카지노 모니터의 ASP 확인 결과, 동일한 크기 대비 커브드 모니터 ASP는 **1.5~2.1배** 높고, 대형 모니터는 일반 대비 **1.6배~2.3배** 높다. 동사는 세계 최초 커브드 디스플레이를 개발한 높은 기술력을 바탕으로, 22년 하반기 표준화된 45인치보다 커진 49인치 커브드 모니터를 IGT에 최초로 납품하면서 업계에 새로운 표준을 제시했으며, 현재 커브드 모니터는 매출 비중의 50% 이상 차지하고 있다. 이처럼 카지노 부문에서 **대형, 커브드 모니터를 통한 제품 Mix 개선으로 ASP 상승을 통해 Top-Line 확대해나갈 것으로 전망한다.**

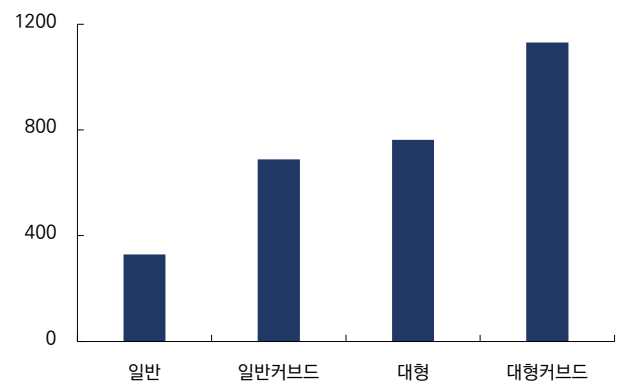
글로벌 커브드 도입 슬롯머신 수 추이

(단위: 대)



슬롯머신 모니터 종류별 리테일 가격 현황

(단위: 달러)



출처: 코텍, 각사, RFS Team 4

출처: szrCloud, RFS Team 4

IV. Appendix: 글로쿼드텍

'23년 5월, 동사는 전기차 충전기 컨트롤러 EVCC, SECC를 주력으로 하는 글로쿼드텍을 자회사로 편입했다. 국내 최초로 SECC 상용화에 성공한 글로쿼드텍은 '24년 전기차 과충전 자동 방지 기능이 추가된 스마트제어 완속(AC) 충전기의 SECC를 양산하여 지속적인 Top-Line 성장을 보여왔다. 글로쿼드텍은 1)전기차 충전 인프라 확대 기조 수혜를 통한 매출성장이 기대되며, 2) NPM 45%의 고마진 사업으로 동사 마진을 개선에 기여할 것으로 판단된다.

1) Q ↑ : 전기차 충전 인프라 확대

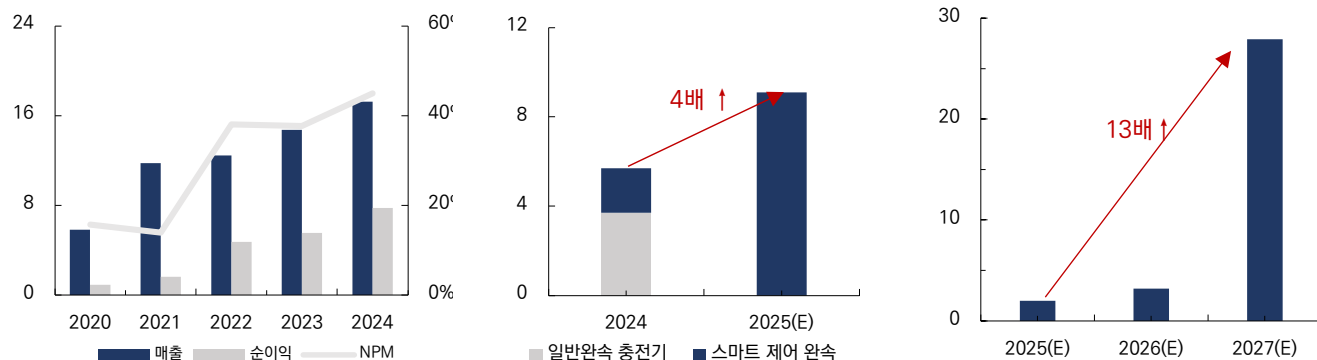
국내 전기차 충전기 인프라 투자 확대에 따른 Top-Line 성장을 전망한다. '24년 8월 정부는 기존 AC충전기에 PLC모뎀 탑재를 의무화하는 정책을 발표했다. 기 확보된 스마트제어 AC충전기로의 교체물량은 '25년부터 '27년 이후까지 각각 2만기, 3.2만기, 27.9만기로, 동사 교체 수요는 '27년 이후까지 중장기적으로 확보되어 있다. 이에 따라 동사의 스마트 제어 AC충전기 수요 확대가 전망된다.

2) 모기업과의 시너지 수혜, 수익성 개선으로 갇는 은혜

글로쿼드텍은 동사와의 시너지를 통해 실적 성장을 가속화하며, 이는 곧 동사의 마진을 개선에 기여할 것으로 판단된다. 글로쿼드텍은 동사의 고객망을 활용하여 LG전자와의 계약을 체결하였으며, 이를 통해 본격적으로 북미 시장에 진출하였다. '24년 6월, LG전자는 미국 충전소 운영 M/S 60% 점유한 '차지포인트'를 신규 고객사로 확보하였기에 이를 통한 미국국 매출 증가가 기대된다. 또한 동사의 기존 공장부지를 활용해 제품생산 내재화를 이뤄 수익성을 더욱 개선하였다.

이러한 글로쿼드텍의 실적 성장은 동사의 수익성 개선을 동반한다. 글로쿼드텍의 '24년 OPM과 NPM은 각각 39%, 45%로, 자회사 성장에 따라 연결실적의 수익성이 지속 개선될 것으로 전망한다.

글로쿼드텍 실적 추이(2020~2023년) (단위: 십억 원) 스마트제어 AC충전기 신규수요 (단위: 만 기) 스마트제어 AC충전기 교체수요 (단위: 만 기)



출처: 글로쿼드텍, RFS Team 4

출처: 기획재정부, RFS Team 4

출처: 국토교통부, RFS Team 4

V.Risk: OLED vs LCD

1) OLED가 대세 아니야?

OLED는 1) 저전력 소비, 2) 높은 안정성이라는 장점으로 **SDV부문에서의 성장 잠재력이 충분히 존재한다**. SDV는 인포테인먼트 등 다양한 기능을 수행해야 하기 때문에 각 기능에 소모되는 전력의 최소화가 요구되며, 이는 디스플레이에도 적용된다. 디스플레이에 사용되는 OLED패널은 LCD패널과 달리, 원하는 픽셀만 밝힐 수 있어, LCD 대비 2배 이상의 전력 절감이 가능하다. 또한 저온의 극한환경에서 OLED는 LCD대비 24배 빠른 반응 속도를 가지고 있어, 외부환경에 관계없이 원활히 동작하는 안정성을 확보하고 있다. 이와 같은 OLED의 성장은 동사의 LCD모듈 사업부문에 대한 위협 요인으로 작용할 수 있다.

2) OLED, 토비스 Can do it

동사의 LCD모듈 수요가 장기간에 걸친 성장의 지속가능성 우려가 존재하지만, 동사는 이미 충분히 준비되어 있다. 이는 1) LG전자향 OLED모듈 납품 이력과 2) 동사의 위기 대응 역량에 근거한다.

1) 동사는 LG전자에 OLED모듈을 납품한 이력이 있다. '19년·'20년 12%, '21년 11%의 GOLED원재료 매입 내역을 통해, **실제 동사가 OLED모듈 공정을 진행했고, 이에 따라 OLED모듈 공정 노하우를 확보하고 있음**을 파악할 수 있다. IR 문의 결과, 동사는 충분한 기술력을 보유하고 있음에도 고객사의 요청이 없어 별도 양산하지 않고 있으며, 요청에 따라 개발 및 양산할 준비가 되어있다.

2) 동사는 OLED모듈 양산 노하우를 기반으로, **고유의 위기 대응 능력과 결단력을 통해, 향후 OLED시장으로 본격 전환되는 시기에도 신속하게 대응 가능할 것이라 판단**한다. 동사는 '21년 LG전자 스마트폰 사업부와의 계약 종료에 선제적으로 대비하여, '20년 340억원을 투자해 전장 디스플레이 전용 공장을 증설하였다. 또한 동사는 '22년 자동차 산업 불황에도, 중장기적 관점에서의 전장산업 호황을 예측하며 348억원 규모의 서천공장 전장 CAPA를 추가 증설하는 등 적극적으로 Capex투자에 전념하였다.

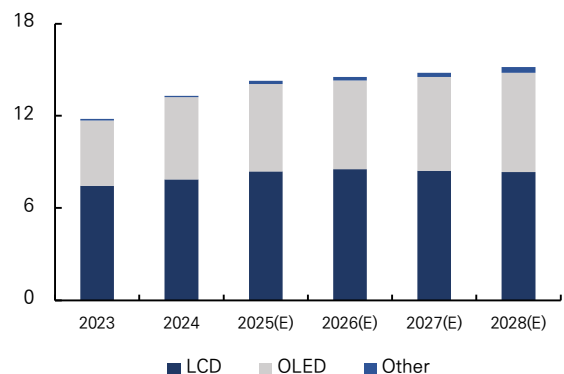
아직 **시장 내 LCD의 지배력은 여전하다**. 전장 디스플레이 시장에서 LCD 사용비중이 97%로 단가가 높은 OLED의 도입비중은 낮다. 향후 OLED로의 전환이 일어날 경우에도, 동사는 **기 확보된 OLED기술력을 기반으로 신속하게 산업 흐름에 합류할 수 있을 것이라 판단**한다.

OLED VS LCD 성능 비교

특성(조건)	OLED	LCD
전력 소모 (12.3")	4.0W	11.0W
반응 속도 (영하 30°C)	Max. 19 ms	Max. 450 ms

산업 내 디스플레이 종류별 규모

(단위: 백억 달러)



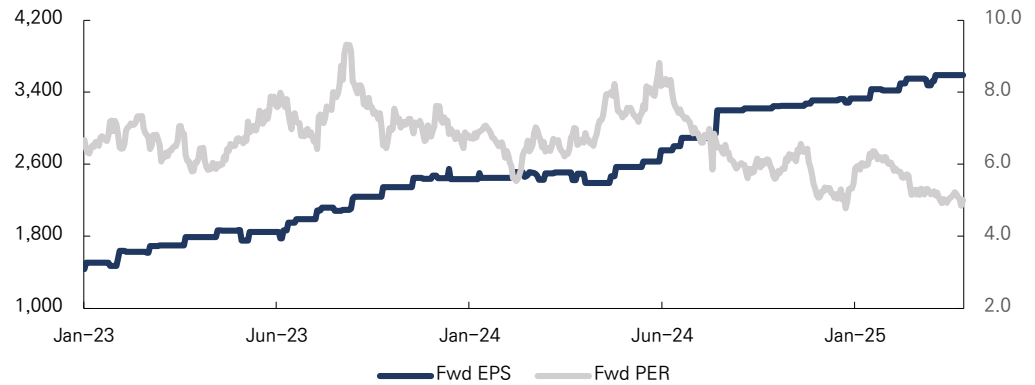
출처: 기획재정부, RFSTeam 4

출처: 한국디스플레이산업협회, RFSTeam 4

VI. Value-Up

토비스 FwdEPS-FwdPER 추이(2023년~현재)

(단위: 원, 배)



출처: KRX, RFS Team 4

동사의 주가는 '24년 말 급등 후 조정을 거쳤으나, PER 5.04배 수준으로 여전히 실적 성장성 대비 극단적인 저평가 상태에 머물러 있다고 판단된다. 과거 동사의 저평가 요인으로는 1) 신사업 실적 부진 2) 수익성 부진 3) 적대적 M&A 등 외부적 요인으로 지적되었으나, 본 리서치팀은 해당 요인들이 대부분 해소되었다고 판단하였으며, 충분한 밸류업 가능성을 제시한다.

1) 신사업 실적 부진 → 턱어라운드 후 견고한 성장 : 동사는 과거 주력 사업이었던 휴대폰 디스플레이 부문의 쇠퇴를 겪으며 실적 부진과 주가침체를 경험했다. 이에 '18년 전장용 디스플레이 부문 진출 이후 포트폴리오 전환을 거쳐, 현재 **전장 부문 매출은 3,226억 원(YoY +84.0%)으로 첫 흑자를 기록했다.** 카지노 부문의 안정적 실적 성장까지 더해지며 성장성과 이익체력 모두 입증된 상황이다.

2) 수익성 부진 → OPM 10% 가시화 : 동사의 '24년 OPM은 9.4%로, 전장산업의 낮은 OPM(5.8%)이 고마진을 내는 카지노 사업부 OPM(11.9%)을 희석시키는 상황이다. 그러나 '25년에는 카지노 부문의 견고함과 함께, 전장부문의 마진율 개선을 바탕으로 **OPM 더블 달성이 가능할 것으로 전망된다.**

3) 경영권 리스크 해소 → 경영 안정성 회복 : 과거 동사는 경쟁사 코텍의 모회사인 아이디스의 지분 매입으로 적대적 M&A우려가 존재했으나, 현재 **관련 리스크는 사실상 해소되었으며** 이와 관련한 시장 우려도 약화된 상황이다.

+) 주주가치 제고 활동 : 동사는 '21년부터 별도 기준 당기순이익의 약 25%를 주주환원 재원으로 활용한다는 정책을 수립하고, 실제로 이를 지속 이행해왔다. '22년 적자 상황에서도 15.2억 원의 배당을 집행했고, '24년에는 45.7억 원 규모의 배당과 32억 원 상당의 자사주를 매입 및 소각하였다. 이에 과거 주가는 7,180~9,400원 박스권에 머물렀으나, **주주환원 정책 발표 이후 반등세로 전환된 바 있다. 동사는 향후에도 주주친화적인 기조를 유지할 방침이며, 이에 따른 주가 상승 기대감 또한 유효하다.**

결론적으로, 실적 및 수익성 회복, 경영권 리스크 해소, 주주가치 제고 등을 통해 기존 발생한 우려를 해소함으로써, 현재는 **동사가 본격적인 재평가 구간에 진입할 시점으로 판단된다.**

VII. Estimate Logic

매출 추정 논리 – 사업부별 추정

전체 매출(연간)								
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
전체 매출(연간)	328,219	447,392	623,781	179,522	180,562	192,277	193,346	745,707
카지노	188,098	249,712	269,767	72,611	73,650	74,705	75,774	296,740
전장	88,415	168,279	322,616	96,249	96,249	106,910	106,910	406,318
휴대폰	33,299	7,028	-	-	-	-	-	-
자회사 및 기타	18,407	22,371	31,397	10,662	10,662	10,662	10,662	42,649

2-1) 산업용 모니터 매출 추정

산업용 모니터 매출 P 추정

동사는 다품종 소량생산을 기반의 사업모델을 영위하고, 슬롯머신 제조사에 제품을 공급하는 B2B 사업을 수행하고 있어 개별 제품의 단가 산정이 어렵다. 따라서 **사업부문 생산실적과 매출액을 고려하여 ASP를 추정**하였다. 또한 슬롯머신용 모니터의 대형화 및 고급화에 따라 P 상승이 지속된다는 점을 반영하기 위해, 향후 3개년도 ASP 연평균 상승률을 고려하여 추정치를 산출하였다.

산업용 모니터 매출 Q 추정

산업용 모니터 Q는 슬롯머신의 신규수요와 교체수요로 구분하여 산출하였다. 본 리서치 팀은 투자포인트에서 언급한 바와 같이, 1) 3년 주기로 도래하는 슬롯머신 교체수요 2) 마카오 규제에 의한 아시아向 신규수요 3) 꾸준히 증가하는 미국向 신규수요를 바탕으로 Q 성장이 지속될 것이라 판단한다.

교체수요의 경우, **[글로벌 슬롯머신 교체수요량] × [Top4 제조사 합산 점유율 반영한 토비스 M/S] × [슬롯머신 당 모니터 개수 평균]**을 계산하여 산출했다. 업계에서 알려진 글로벌 교체수요량은 연간 약 30만대이며, 그 중 Top4 제조사의 합산 M/S는 87.9%로 파악된다. 또한 슬롯머신 1 대당 평균 2~3대의 모니터가 탑재된다는 점을 고려하여 교체수요에 따른 Q를 추정하였다.

또한 신규수요의 경우, 위와 동일한 방식으로 적용하였다. 신규수요 산출 시 '26년 오픈 또는 확장예정인 카지노들의 슬롯머신 설치 물량이 통상 1년 내외로 제조사를 통해 공급된다는 점을 고려하였다.

산업용 모니터 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
전체 매출(연간)	63,963	67,359	73,050	65,395	72,611	73,650	74,705	75,774
ASP(천 원)	831	831	831	831	843	855	867	880
교체수량(대)	61,577	68,899	74,720	66,890	74,081	74,081	74,081	74,081
신규수량(대)	15,394	12,159	13,186	11,804	12,063	12,063	12,063	12,063

2) 전장용 디스플레이 매출 추정

전장용 디스플레이 P 추정

전장용 디스플레이의 ASP 또한 **사업부문 생산실적과 매출액을 기반으로 추정**하였다. 전장용 디스플레이의 ASP는 '22년에서 '24년까지 꾸준한 증가세를 보이는데, 이는 '24년 벤츠 11세대 디스플레이 공급 등고급 차량향 납품 증가에 기인한 것으로 판단된다. 다만, 25년 이후에는 ASP 상승과 관련한 추가적인 내러티브가 존재하지 않으므로, 25 ASP를 flat 적용하는 것이 합리적 및 보수적 가정이라고 판단하였다..

산업용 모니터 매출 Q 추정

서천공장 CAPA 증설분은 3Q25부터 본격 반영될 것으로 전망된다. 이에 따라, 대련공장 증설 직후인 '22년 CAPA 가동률을 참고하여 기존 CAPA와 증설 CAPA 각각에 대해 별도 가동률을 적용하고, 이를 바탕으로 생산실적을 산출하였다.

전장용 매출(분기)								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
전장용 매출(연간)	69,336	87,434	83,160	82,686	96,249	96,249	106,910	106,910
전장용 ASP(원)	244,953	325,967	286,010	295,356	295,356	295,356	295,356	295,356
생산실적(개)	283,058	268,229	290,759	279,953	325,875	325,875	361,969	361,969
기존 CAPA	412,500	412,500	412,500	412,500	412,500	412,500	412,500	412,500
가동률	69%	65%	70%	68%	79%	79%	79%	79%
CAPA 증설분							103,125	103,125
가동률							35%	35%

3) 휴대폰 및 기타 매출

휴대폰 사업부 매출은 '24년 완전히 소멸된 것으로 판단되며, 현재 해당 부문에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 자회사 글로쿼드텍이다.

동사는 '23년 자회사 글로쿼드텍을 인수하였으며, 그 매출액은 3Q23부터 연결 실적에 반영되었다. 이를 고려할 때, '23년 대비 '24년 자회사 및 기타 매출 증가분은 전적으로 글로쿼드텍의 매출 확대에 기인한 것으로 추정된다. 글로쿼드텍은 생산실적 및 CAPA 관련 정보가 부재하여 PxQ 방식의 접근이 어려운 바, 글로벌 완속충전기 시장의 CAGR을 반영하여 매출을 추정하였다.

휴대폰 및 기타 매출(연간)				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025E
휴대폰	33,299	7,028	-	-
자회사 및 기타	18,407	22,371	31,397	42,649
글로쿼드텍 매출	-	7,362	17,237	28,489
기타	18,407	15,009	14,160	14,160

비용 추정 논리 – 사업부별 추정

매출원가 추정								
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출원가	264,475	351,923	482,573	137,681	138,679	147,187	148,997	572,544
원재료 및 상품의 사용	194,561	270,393	389,312	107,282	107,903	114,904	115,543	445,632
<i>%of sales</i>	<i>59.28%</i>	<i>60.44%</i>	<i>62.41%</i>	<i>59.76%</i>	<i>59.76%</i>	<i>59.76%</i>	<i>59.76%</i>	<i>59.76%</i>
인건비	32,750	37,265	49,686	12,832	13,085	13,338	14,208	53,463
<i>%of sales</i>	<i>9.98%</i>	<i>8.33%</i>	<i>7.97%</i>	<i>7.15%</i>	<i>7.25%</i>	<i>6.94%</i>	<i>7.35%</i>	<i>7.17%</i>
감가상각 및 무형자산상각비	11,787	6,597	9,365	2,628	2,660	2,866	3,072	11,226
<i>%of sales</i>	<i>3.59%</i>	<i>1.47%</i>	<i>1.50%</i>	<i>1.46%</i>	<i>1.47%</i>	<i>1.49%</i>	<i>1.59%</i>	<i>1.51%</i>
외주가공비	19,202	25,593	31,551	9,951	10,008	10,658	10,717	41,334
<i>%of sales</i>	<i>5.85%</i>	<i>5.72%</i>	<i>5.06%</i>	<i>5.54%</i>	<i>5.54%</i>	<i>5.54%</i>	<i>5.54%</i>	<i>5.54%</i>
지급수수료	4,885	9,240	12,478	4,066	4,096	4,434	4,465	17,060
<i>%of sales</i>	<i>1.49%</i>	<i>2.07%</i>	<i>2.00%</i>	<i>2.26%</i>	<i>2.27%</i>	<i>2.31%</i>	<i>2.31%</i>	<i>2.29%</i>
기타	1,291	2,835	-9,819	922	927	987	993	3,829
<i>%of sales</i>	<i>0.39%</i>	<i>0.63%</i>	<i>-1.57%</i>	<i>0.51%</i>	<i>0.51%</i>	<i>0.51%</i>	<i>0.51%</i>	<i>0.51%</i>

판매관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
판매관리비	56,704	69,814	82,836	23,763	24,006	25,164	25,858	98,791
인건비	16,071	23,126	26,869	7,438	7,585	7,732	8,236	30,991
<i>%of sales</i>	<i>4.90%</i>	<i>5.17%</i>	<i>4.31%</i>	<i>4.14%</i>	<i>4.20%</i>	<i>4.02%</i>	<i>4.26%</i>	<i>4.16%</i>
연구개발비	18,330	23,846	29,164	9,329	9,383	9,992	10,048	38,752
<i>%of sales</i>	<i>5.58%</i>	<i>5.33%</i>	<i>4.68%</i>	<i>5.20%</i>	<i>5.20%</i>	<i>5.20%</i>	<i>5.20%</i>	<i>5.20%</i>
지급수수료	4,604	4,664	4,080	1,112	1,112	1,112	1,112	4,449
<i>%of sales</i>	<i>1.40%</i>	<i>1.04%</i>	<i>0.65%</i>	<i>0.62%</i>	<i>0.62%</i>	<i>0.58%</i>	<i>0.58%</i>	<i>0.60%</i>
물류비	8,714	7,378	8,984	1,595	1,605	1,709	1,718	6,627
<i>%of sales</i>	<i>2.66%</i>	<i>1.65%</i>	<i>1.44%</i>	<i>0.89%</i>	<i>0.89%</i>	<i>0.89%</i>	<i>0.89%</i>	<i>0.89%</i>
감가상각 및 무형자산상각비	3,048	3,679	4,593	1,375	1,392	1,500	1,607	5,875
<i>%of sales</i>	<i>0.93%</i>	<i>0.82%</i>	<i>0.74%</i>	<i>0.77%</i>	<i>0.77%</i>	<i>0.78%</i>	<i>0.83%</i>	<i>0.79%</i>
세금과공과	1,276	1,482	1,789	602	606	645	649	2,502
<i>%of sales</i>	<i>0.39%</i>	<i>0.33%</i>	<i>0.29%</i>	<i>0.34%</i>	<i>0.34%</i>	<i>0.34%</i>	<i>0.34%</i>	<i>0.34%</i>
기타비용	4,661	5,640	7,356	2,310	2,323	2,474	2,488	9,595
<i>%of sales</i>	<i>1.42%</i>	<i>1.26%</i>	<i>1.18%</i>	<i>1.29%</i>	<i>1.29%</i>	<i>1.29%</i>	<i>1.29%</i>	<i>1.29%</i>

투자포인트에서 주요하게 제시하고 있는 항목들인 원재료 및 상품의 사용 및 감가상각비와 상대적으로 금액적 중요성이 나타나는 인건비와 지급수수료, 물류비는 별도 추정하였다. 상관계수 측정을 통해 변동비 및 고정비로 분류하였다. 따라서 상관계수가 0.95 초과하는 외주가공비, 세금과 공과, 연구개발비 등의 항목을 변동비로 추정하였으며, 합리적 추정이 어려운 기타비용의 경우 %of sales를 보수적으로 average flat 하여 추정하였다.

원재료 및 상품의 사용액 추정

동사의 원재료비는 매출원가에서 가장 큰 비중을 차지하며, '22~'24년 기준 원재료비의 주요 항목은 LCD 패널이다. LCD 패널 가격 변동과 무관하게 안정적인 가격에 LCD 패널을 매입해 왔으며, 그 외 항목들도 안정적인 흐름을 보인다.'25년 LCD 패널 가격의 소폭 하락이 전망되는 바, 이에 따라 전체 매출액 대비 원재료비의 비중을 반영하여 추정하였다.

물류비

동사의 주요 수출 시장인 북미와 아시아는 모두 해상운송 의존도가 높은 지역이므로 해상운임비는 동사의 물류비에 중요한 영향을 미친다. 본 리서치팀은 SCFI 지수가 선박 과잉 공급 및 과세부과로 인한 수요 부진으로 인해 하향 안정화될 것으로 판단한다. 이에 따라 SCFI 지수가 비교적 안정화되었던 2Q24의 매출액 대비 물류비 비중을 반영하여 추정하였다.

인건비 추정

인건비는 임직원의 수와 인당 급여로 분리하여 추정하였다. CAPA 증설에 따라 임직원 수 또한 확연한 증가세를 보인다. 특히, 3Q23기준 임직원이 약 72명 증가하였는데, 이는 3Q23부터 연결로 인식된 글로벌텍의 직원수(25명)를 포함한 것으로 보인다. 3Q25 증설될 CAPA 약 1000억원을 고려하여 인력증가분을 추정하였고, 이를 기반으로 인건비를 계산하였다.

감가상각비

감가상각비는 사업부문 별로 생산설비를 구분한 후, 이에 대한 감가상각비를 별도 계산하였다. 산업용 모니터 사업부는 추가적인 capa 증설 없이 '24년 수준 유지가 예상되어 기존 감가상각 흐름을 반영하였다. 전장용 디스플레이 사업부의 경우 '21년 말 완공된 대련 공장 향 감가상각비는 일정한 흐름을 보이나, 서천 공장 향 감가상각비는 '23년 증설 이후 증가 추세가 지속되고 있다. '25년 capa 추가증설을 위해 공시된 투자금액은 총 85억 원으로, 기계 장치 내용연수 평균 8년을 고려하여 감가상각비 추가분을 계산하였다.

산업용 모니터 유형자산 감가상각비

(단위: 천 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
기계장치	193,684	296,555	312,733	299,437	302,908	302,908	302,908	302,908
차량운반구	8,179	8,282	8,846	7,818	8,315	8,315	8,315	8,315
공구와기구	639,322	660,304	733,814	910,933	910,933	910,933	910,933	910,933
비품	106,486	124,219	129,923	118,584	124,242	124,242	124,242	124,242
계	947,671	1,089,360	1,185,316	1,336,772	1,346,399	1,346,399	1,346,399	1,346,399

전장용 디스플레이 유형자산 감가상각비

(단위: 천 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
대련 공장	1,654,241	1,672,113	1,676,886	1,661,028	1,666,067	1,666,067	1,666,067	1,666,067
서천 공장	404,148	459,305	505,278	548,175	596,184	644,193	957,827	1,271,461
		55,157	45,973	42,897	48,009	48,009	313,634	313,634
계	2,058,389	2,131,418	2,182,164	2,209,203	2,262,251	2,310,260	2,623,894	2,937,528

영업외비용 추정

영업외 비용의 경우 특별한 경향성이 없는 경우 4개 분기 이동평균을 통해 추정하였다. 금융수익의 경우, 2Q24 외화금융자산 241억 증가 후 유지됨에 따라 외환이익 변동성이 증가된 것으로 판단되며 이를 반영하여 추정하였다. 기타수익의 분기별 변동성은 1Q24,4Q24의 자산처분이익으로 인한 것으로 판단되기에, 이를 제외 후 4분기 이동평균을 수행하였다.

추정 손익계산서								
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	328,219	447,392	623,781	179,522	180,562	192,277	193,346	745,707
YoY(%)	25%	36%	39.4%	29%	11%	18%	22%	20%
매출원가	264,475	351,923	482,573	137,681	138,679	147,187	148,997	572,544
매출총이익	63,744	95,469	141,208	41,842	41,882	45,090	44,349	173,163
GPM(%)	19%	21%	22.6%	23%	23%	23%	23%	23%
판매비와 관리비	56,704	69,814	82,836	23,763	24,006	25,164	25,858	98,791
영업이익	7,040	25,656	58,372	18,079	17,876	19,926	18,491	74,372
OPM(%)	2%	6%	9.4%	10%	10%	10%	10%	10%
금융수익	14,601	14,597	25,466	6,708	7,243	8,748	7,566	30,265
금융비용	24,318	22,983	23,948	5,987	6,044	5,991	5,567	23,589
기타수익	1,857	1,927	16,922	249	227	303	317	1,096
기타비용	1,105	2,219	658	165	191	223	222	801
관계기업투자손익	(400)	(1,291)	(860)	(215)	(172)	(142)	(198)	(727)
법인세비용 차감 전 순이익	(2,326)	15,687	75,294	18,669	18,939	22,622	20,387	80,615
법인세비용	2,633	2,791	13,990	3,527	3,578	4,278	3,853	15,237
당기순이익	(4,959)	12,896	61,304	15,142	15,360	18,343	16,533	65,378
NPM(%)	-2%	3%	10%	8%	9%	10%	9%	9%

VIII. Valuation

SOTP Valuation

동사의 가치평가 방식으로 **SOTP Valuation 방식**을 채택하였다. 동사는 산업용 모니터 및 전장용 디스플레이를 공급하는 기업으로 카지노, 전장 두 가지의 전방 산업이 존재하기에, 유사한 사업 구조를 가진 Peer 선정이 어렵다. 이에 따라 각 사업부별 Peer을 선정해 영업가치를 비교하는 EV/EBITDA Valuation방식이 적합하고 판단하였다.

앞서 언급한 사업부별 추정 논리를 바탕으로 **'25년 Total EBITDA 83,495백만 원, 사업부별 Target EV/EBITDA를 적용해, 목표주가 26,500원 상승여력 47%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

이에 본 리서치팀이 사업부별로 선정한 Peer Group은 다음과 같다.

- ▶ 산업용 모니터: 국내 상장사인 코텍을 선정하였으며, Gardener 등 이외 기업은 모두 비상장기업으로 PEER에서 제외하였다.
- ▶ 전장용 디스플레이: '21년 10인치 이상 차량용 디스플레이 M/S 상위 4개사 LGD, BOE, 샤프, AUO를 PEER로 선정하였다.
- ▶ 전기차 통신 컨트롤러: 국내에서 활약하고 있는 EVCC 핵심 기업인 LG이노텍, 그리드위즈를 PEER로 선정하였다.

토비스 SOTP Valuation		
구분	단위	비고
산업용 모니터 EBITDA	40,966 백만 원	(A1)
Target EV/EBITDA	2.6 (배)	(B1)
전장용 디스플레이 EBITDA	33,754 백만 원	(A2)
Target EV/EBITDA	6.8 (배)	(B2)
글로벌쿼드텍 EBITDA	8,765 백만 원	(A3)
Target EV/EBITDA	5.2 (배)	(B3)
영업가치	379,565 백만 원	(C) = (A) × (B)
자기자본	264,555 백만 원	(D)
순차입금비율	31.4% 백만 원	(E)
순차입금	83,176 백만 원	(G) = (D) × (E)
비지배지분	24,335 백만 원	(H)
기업가치	438,406 백만 원	(I) = (C) - (G) - (H)
발행주식수	16,527,174 주	(J)
적정주가	26,526 원	(K) = (I) ÷ (J)
목표주가	26,500 원	12개월 목표주가
현재주가	17,980 원	25.04.01. 기준 종가
상승여력	47 %	

Historical PER Valuation

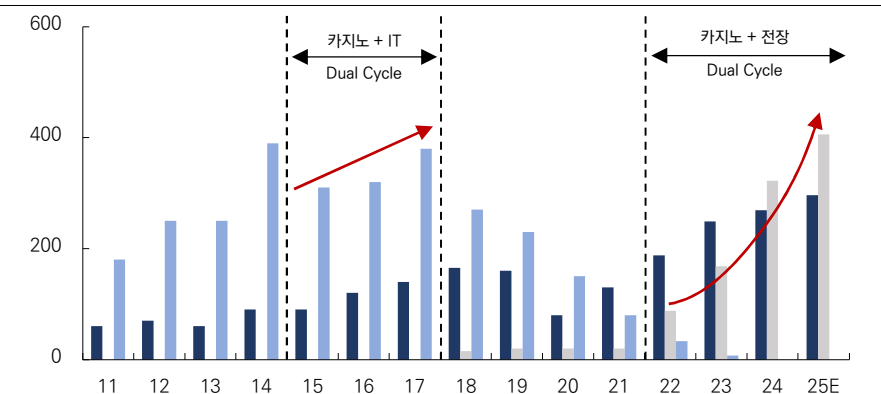
앞서 진행한 SOTP Valuation 방식은 각 사업부의 특성을 반영하여 가치를 평가할 수 있다는 장점이 있지만, 각 부문에 대한 적절한 멀티플을 부여하는 데 주관성이 개입 가능하고, 주주이익 왜곡이 가능하다는 우려가 지적된다. 이에 본 리서치팀이 실시한 SOTP Valuation에 대하여 보충적 검토를 위해 추가적인 밸류에이션을 실시하였다.

이를 위한 적절한 밸류에이션 방법으로 **Historical PER Valuation**을 채택하였다. 동사는 산업용 모니터 부문의 안정적인 성장과 전장 디스플레이 부문의 높은 성장이 전망되는 **Dual Cycle**에 진입해 있다. 이러한 상황이 카지노 + IT(휴대폰) 부문의 매출 동반성장으로 인한 기대감이 반영되던 과거와 유사하다고 판단된다. 이에 동사의 **16~17년 평균 PER인 6.3**을 **Target PER**로 선정하였다.

'25년 EPS 3,956원, Target PER 6.3배를 적용하여, **목표주가 24,800원**, **상승여력 38%**, 투자 의견 **BUY**를 제시한다.

토비스 P/E Valuation			
구분		단위	비고
25F 당기순이익	65,378	백만원	(A)
발행주식수	16,527,174	주	(B)
25F EPS	3,956	원	(C) = (A) ÷ (B)
Target P/E	6.3	(배)	(D) 16~17년 PER 평균
적정주가	24,764	원	(E) = (C) × (D)
목표주가	24,800	원	12개월 목표주가
현재주가	17,980	원	25.04.01. 기준 종가
상승여력	38	%	

부문별 매출 추이에 따른 성장 사이클



출처: 토비스, RFS Team 4

예상 포괄손익계산서 (요약) (억 원)	2022	2023	2024	2025E
매출액	3,282	4,474	6,238	7,457
매출원가	2,645	3,519	4,826	5,725
매출총이익	637	955	1,412	1,731
판매비와관리비	567	698	828	987
조정영업이익	70	257	584	743
영업이익	70	257	584	743
비영업손익	-	-	-	-
금융손익	(97)	(84)	16	66
관계기업등 투자손익	(4)	(13)	(9)-	(7)-
세전계속사업손익	(23)	157	753	806
계속사업법인세비용	26	28	140	152
계속사업이익	(50)	129	613	654
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	(50)	129	613	680
지배주주	(50)	116	577	610
비지배주주	0	13	36	60
총포괄이익	(47)	127	577	563
지배주주	(48)	115	542	513
비지배주주	0	12	35	57
EBITDA	227	433	799	884
FCF	(564)	(159)	599	397
EBITDA 마진율 (%)	6.92	9.68	12.81	11.8
영업이익률 (%)	2.14	5.73	9.36	9.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	(1.52)	2.59	9.26	6.8

예상 현금흐름표 (요약) (억 원)	2022	2023	2024	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	(54)	349	610	993
당기순이익	(50)	129	613	653
비현금수익비용가감	156	176	215	170
유형자산감가상각비	140	157	193	155
무형자산상각비	16	19	22	15
기타	-	-	-	-
영업활동으로인한자산및부채의변동	(244)	(9)	(146)	(220)
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	(74)	(234)	(294)	(190)
재고자산 감소(증가)	(53)	(109)	65	(230)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(81)	371	203	200
법인세납부	(40)	(57)	(55)	(16)
투자활동으로 인한 현금흐름	(656)	(442)	(480)	(169)
유형자산처분(취득)	(627)	(536)	(166)	(250)
무형자산감소(증가)	5	(9)	(3)	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-	-	-	-
기타투자활동	(17)	41	293	500
재무활동으로 인한 현금흐름	547	156	(545)	(441)
장단기금융부채의 증가(감소)	610	50	(100)	(150)
자본의 증가(감소)	6	-2	0	0
배당금의 지급	(15)	(15)	(25)	(20)
기타재무활동	87	0	0	0
현금의 증가	(164)	62	184	187
기초현금	323	159	222	51
31기말현금	159	222	405	42

예상 재무상태표 (요약) (억 원)	2022	2023	2024	2025E
유동자산	2,086	2,721	3,068	3,940
현금 및 현금성자산	159	222	405	420
매출채권 및 기타채권	623	873	1,213	1,270
재고자산	1,016	1,170	1,105	1,580
기타유동자산	64	70	81	127
비유동자산	1,909	2,168	2,214	2,260
관계기업투자등	22	14	33	40
유형자산	1,516	1,737	1,763	1,840
무형자산	219	281	274	250
자산총계	3,995	4,889	5,281	6,200
유동부채	1,426	2,345	2,437	2,650
매입채무 및 기타채무	412	859	1,039	1,340
단기금융부채	960	1,400	1,380	1,130
기타유동부채	32	48	48	48
비유동부채	666	419	199	170
장기금융부채	670	420	320	170
기타비유동부채	-	-	-	-
부채총계	2,092	2,764	2,636	2,830
지배주주지분	1,800	1,910	2,440	3,030
자본금	84	84	84	84
자본잉여금	407	414	415	415
이익잉여금	1,387	1,473	2,010	2,590
비지배주주지분	108	211	243	340
자본총계	1,903	2,125	2,646	3,370

예상 주당가치 및 valuation (요약)(억 원)	2022	2023	2024	2025E
P/E (x)	(31.36)	23.1	5.6	7
P/CF (x)	14.61	9.16	4.08	3.8
P/B (x)	0.81	1.32	1.26	0.8
EV/EBITDA (x)	12.85	9.83	5.38	13.9
EPS (원)	(302)	710	3,565	3,956
CFPS (원)	649	1,791	4,896	2,455
BPS (원)	11,480	12,193	15,410	19,941
DPS (원)	100	160	300	300
배당성향 (%)	-	21.20	7.90	3.06
배당수익률 (%)	1.05	0.98	1.50	1.1
매출액증가율 (%)	125	136	139	119
EBITDA증가율 (%)	99.43	90.61	84.50	106.3
조정영업이익증가율 (%)	흑전	264.44	127.52	127.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	401.87	110.9
매출채권 회전율 (회)	5.58	6.09	6.07	4.50
매입채무 회전율 (회)	10.28	9.62	8.14	4.27
재고자산 회전율 (회)	3.32	4.09	5.48	3.62
ROA (%)	1.8	5.8	11.5	10.5
ROE (%)	3.6	12.7	24.5	7.7
ROIC (%)	5.59	6.75	14.50	31
부채비율 (%)	109.91	130.07	99.64	83.97
유동비율 (%)	146.29	116.04	125.87	148.4
순차입금/자기자본 (%)	66.01	64.80	31.44	-
조정영업이익/금융비용 (x)	-	-	-	-