COMPANY ANALYSIS

BUY

한국컴퓨터 (054040)

자! 이제 시작이야(내꿈을)~

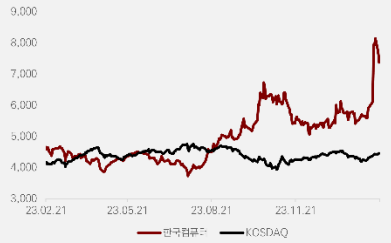
Stock Price	
목표주가	15,140원
현재주가	7,160원
상승여력	111%

Stock Information	
시가총액	1,151억원
발행주식수	1,607만주
유동주식비율	45.85%
52주 최고가	8,380원
52주 최저가	3,700원
외국인 지분율	1.22%
KOSPI	2,653.3
KOSDAQ	864.1

Valuation Wide			
Multiple	2023E	2024E	2025E
P/E	6.13	10.8	10.8
MKT P/E	6.13	3.97	3.58

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	33.85	70.2	69.6
상대주가(원)	34.0	4.01	11.48

Price Trend



KUVIC Research Team N

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 40기 Senior 김동현
팀원 40기 Senior 신의희
40기 Senior 주청미

Who We Are

KUVIC

Key Point

글로벌 OLED 시장은 지속적으로 성장하고 있으며 애플의 생태계 내에서도 OLED 디스플레이를 확장하려는 훈풍이 불고 있다. 2017년 아이폰 X에 OLED가 처음으로 탑재된 이후 6년만에 OLED가 아이패드에 들어가게 된다. 아이폰 면적의 4배에 달하는 아이패드는 동사의 매출액 급증에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 특히 SMT 공정에 있어 과점적인 지위를 차지하고 있는 동사의 밸류체인은 애플 향 OLED-PBA 매출을 지속적으로 발생시킬 수 있을 것으로 보인다. 이와 곁 정부의 밸류업 프로그램으로 인해 동사의 PBR이 개선되고 나면 충분한 상승 모멘텀을 기대해봐도 좋을 것이다.

2025E 매출액 5,370억, 영업이익 400억 전망

23년, 24년 동사의 매출액은 각각 3,930억 원(YoY, -7%), 4,950억 원(YoY, +26%) 로 전망하며 영업이익은 각각 230억, 360억으로 전망한다. 이러한 실적은 기본적으로 안정적으로 성장하고 있는 QD-LCD와 산업용 인버터향 매출과 함께하고 있다. 동시에 지속해서 커지는 EMS 시장과 동사의 밸류체인 역시 성장성을 설명해준다. 이러한 시장 속에서 동사의 EMS서비스는 보수적 추정에도 불구하고 안정적인 고객사를 확보하며 증가하고 있는 매출을 잘 설명한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '15,140원'

동사의 매출액을 상승시키는 주요 요인은 OLED 패널이 탑재되는 아이패드 시장의 성장에서 발생한다. 현재 추정한 매출액은 Base Case 기준으로 하였을 때 25년 Bear Case와 Bull Case의 평균값으로 가정한 것이다. 아이패드 에어나 일반 모델에도 OLED 패널이 탑재가 된 후 나아가 맥북에까지 적용이 될 경우 동사에 대한 사람들의 기대는 더욱 상승할 수 있을 것이다.
동사의 경우 국내 표면실장 업체들을 PEER로 선정하여 밸류에이션을 부여하였다. 또한 안정적인 다른 사업부와 정부의 밸류업 프로그램에 따라 저PBR 역시 해소가 된다면 주가상승에 충분한 기대를 걸어봐도 좋을 것이다.
이에 따라 **목표주가 15,140원(+111%), 투자의견 매수(BUY)를 제시한다**.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	194	424	393	495	537
YoY (%)	46	118	-7	26	8
영업이익 (십억원)	14	19	23	36	40
YoY (%)	36	37	24	55	11
영업이익률 (%)	7.1	4.4	5.9	7.3	7.5
당기순이익 (십억원)	15	17	19	29	32
EPS (원)	945	1,043	1,167	1,800	1,995
P/E (배)	5.43	3.93	6.13	3.97	3.58

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익
자료: KUVIC Research 4팀

CONTENTS

I. 산업분석 3
- OLED는 자연스러운 흐름 (feat. 애플) 3
- EMS 시장 현황 5

II. 기업분석 7
- 기업개요 7
- 탄탄하게 유지되고 있는Business Model 8
- 역시나 안정적인 밸류체인 8
- 주가 추이 분석 9

III. PBR 코너 10
- 들어가기 앞서 10
- 저 PBR 원인 및 해결방법 10

IV. 투자 Point 12
- 아이패드 OLED 탑재 12
- SMT 애플 생태계 내 과점적인 지위 12
- SDC의 등을 타고 13
- 정부 밸류업 프로그램 마저 동사에겐 호재 13

V. 투자 Risk 15
- 주력이었던 iPhone향 OLED-PBA와 QD-OLED 매출 하락 15

VI. Valuation 16
- 매출 추정 논리 16
- 비용 추정 논리 20
- Valuation Method 20

I. 산업분석

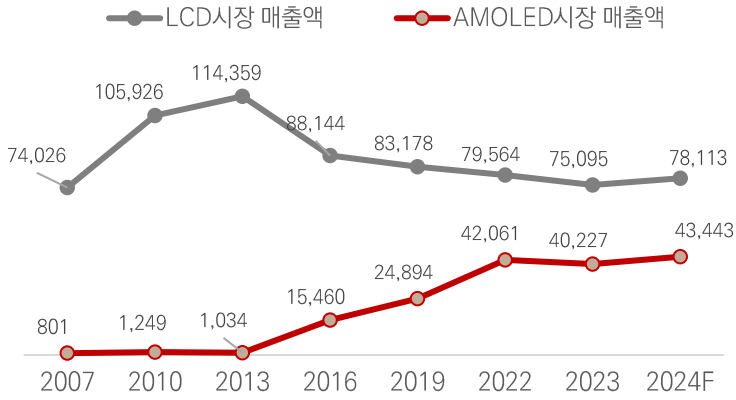
OLED는 자연스러운 흐름 (feat. 애플)

OLED가 리드하는 디스플레이 시장

커지는 OLED 시장, 작아지는 LCD 시장

디스플레이는 다양한 정보를 사람들이 볼 수 있도록 화면으로 구현하는 패널로 산업의 '눈'역할을 수행한다. 현재 많이 적용되는 패널은 유기발광 다이오드인 OLED와 액정 디스플레이인 LCD가 있는데 OLED는 조명 및 필터 층 없이 직접 빛을 발생시키기 때문에 **LCD 대비 화질, 두께, 폼팩터 등에서 우위를 차지하고 있어 시장 성장을 견인하고 있다.** 또한 **IT 시장에서 가장 큰 손이라 할 수 있는 애플이 올해 OLED를 적용한 아이패드를 시작으로 맥북, 아이맥 등 PC 제품에도 OLED 탑재 비중을 확대할 계획**을 밝힌 바가 있다. 이렇듯 OLED는 기존 주력시장인 TV, 스마트폰 이외의 IT, 차량용 등에 적용 확대되고 24년에 폴더블, LTPO등 고부가가치 모바일에 대한 견조한 수요지속, IT제품의 OLED 적용 본격화가 예상됨에 따라 23년 대비 8% 성장한 434억 불의 시장 규모가 전망되고 이는 07년 이후 연평균 26.5%로 지속 성장한 수치이다. 반면 LCD는 연평균 0.3%인 781억불로 07년도 740억불 수준으로 회귀할 것으로 전망되고 22년 이후 700억대 규모로 시장 정체를 보이고 있다. 또한 현재 애플이 주도하는 IT 제품의 OLED 적용 본격화로 **24년 OLED가 디스플레이 전체 수출에서 차지하는 비중이 최고치인 78.5%를 기록하며 디스플레이 수출의 효자 노릇을 할 것으로 전망한다.**

그림 1. 07~24년 디스플레이 시장 규모 및 전망 (단위: 백만 불)



자료: OMDIA, KDIA, KUVIC 리서치 4팀

24년은 23년에 비해 더욱 성장

21년 코로나19에 따른 언택트 수요는 전기통신제품 교체 수요 주기를 앞당겨 22년 이후 전방 세트산업 수요가 위축되는 결과를 초래했다. 이에 따라 22~23년 전자제품과 전자부품 등은 수요 회복기를 거쳐 **24년 시장 상황이 23년 대비 개선될 것으로 예상돼 OLED 분야에서 기술적 우위를 가진 국내 디스플레이 업체들이 수혜를 입을 것으로 기대**된다. 간단하게 스마트폰, TV, 태블릿PC 종류를 살펴보도록 하겠다.

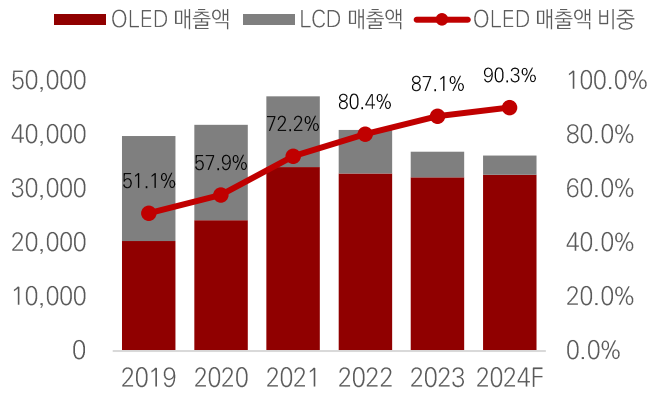
스마트폰 : 24년간 OLED 스마트폰 시장 규모는 23년 대비 1.6% 성장한 327억 달러에 달할 것으로 전망된다. 특히 폴더블, LTPO 등 고부가가치 제품 수요가 매년 꾸준히 증가하고 있어 **24년 OLED 스마트폰 시장도 스마트폰 매출의 약 90%를 차지할 정도로 성장**할 것으로 예상한다.

TV : TV는 스마트폰(1~2년)이나 태블릿(2~3년) 등에 비해 상대적으로 긴 교체 수요(4~5

년)를 가지고 있어 코로나19로 언택트 수요가 발생한 이후 22년 TV 시장이 크게 감소해 충분한 수요가 시장에 나올 때까지 회복 기간을 겪고 있는 상황이다. LCD매출이 크게 줄어든 기저효과로 OLED 매출 비중이 높아진 22년을 아웃라이어로 두게 되더라도 TV 시장 내 **OLED 비중은 꾸준히 증가하는 추세**를 보여주고 있다.

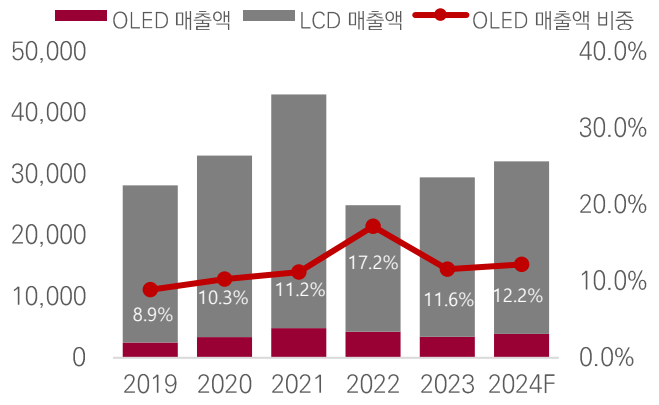
태블릿: 태블릿은 타 IT기기에 비해 OLED 적용이 빠르지만 리지드와 LTPS OLED 중심으로 채택되면서 OLED 매출 비중은 그동안 일정 수준을 유지하는 것에 그쳤지만 24년부터는 높은 성장으로 21.8%의 비중을 차지할 것으로 전망된다. 이 같은 큰 성장을 이룰 수 있었던 요인은 **아이패드 최고 라인업인 프로 모델 시리즈(11인치, 12.9인치)가 24년부터 OLED를 적용해 출시**될 예정이고, 이러한 움직임은 레노버와 같은 경쟁업체에도 영향을 미쳐 태블릿에 OLED 패널을 적용하는 상황이 본격화될 것으로 예상된다. 태블릿 시장은 여전히 LCD 패널 위주지만 OLED 채택 확대에 필요한 전제조건을 모두 갖추기 시작했다.

그림 2. 19년~24년 스마트폰 매출액 및 전망 (단위: 백만 불)



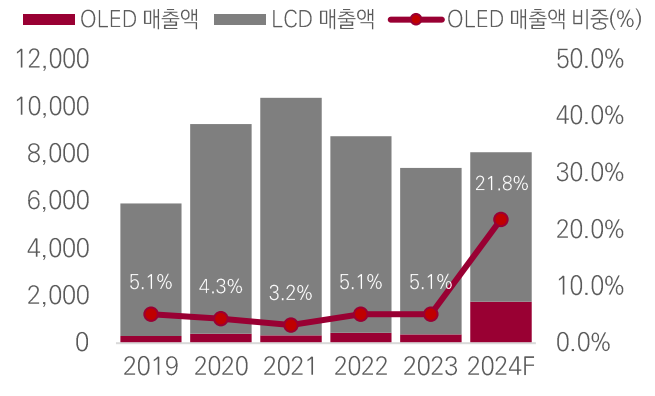
자료: 한국디스플레이산업협회, OMDIA, KUVIC 리서치 4팀

그림 3. 20~24년 TV 매출액 현황 및 전망 (단위: 백만 불)



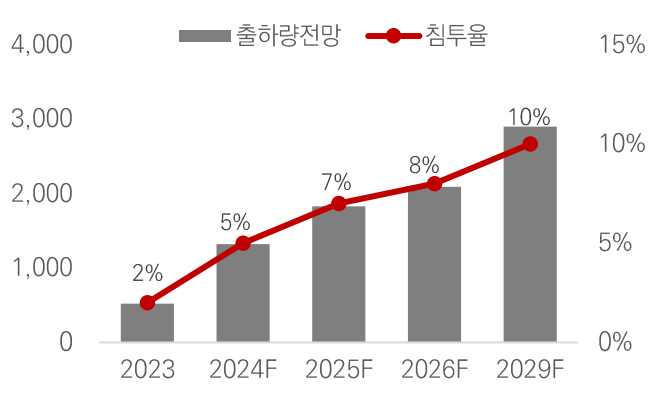
자료: OMDIA, KUVIC 리서치 4팀

그림 4. 19년~24년 태블릿 매출액 및 전망 (단위: 백만 불)



자료: 한국디스플레이산업협회, OMDIA, KUVIC 리서치 4팀

그림 5. 글로벌 OLED 태블릿 출하량 및 침투율 전망 (단위: 만 대)



자료: OMDIA, KUVIC 리서치 4팀

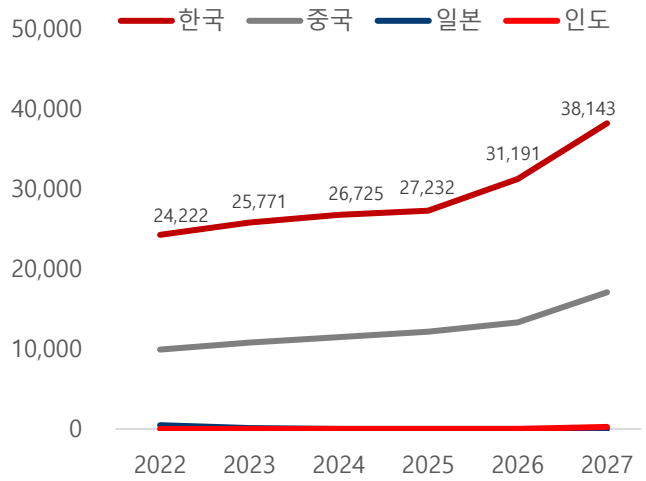
국가별 OLED 시장 전망

글로벌 1위를 유지하기 위한 국내 OLED 산업 전략이 필요

산업부는 지난 5월 '디스플레이산업 혁신전략'을 발표하면서 27년까지 OLED 시장 창출을 통해 글로벌 1위로 도약하겠다는 목표를 제시했다. 24년 IT용 OLED 시장 개화는 한국 디스플레이 산업 도약의 발판을 마련하는 한 해가 될 것으로 전망된다. 한국은 OLED 분야에서 높은 시장점유율을 차지하고 있고 양산 경험이 중국보다 경쟁우위에 있지만 빠르게

추격하고 있는 중국 디스플레이 업체 BOE는 중국 정부의 지원을 바탕으로 LCD 분야에 과감한 투자를 단행하며 대규모 물량공세로 18년 세계 LCD 시장 1위를 달리고 있는 상황이다. **하지만 글로벌 수요가 OLED로 전환되면서 중국 정부의 정책과 보조금도 기존 LCD 중심에서 OLED로 집중**된 만큼 국내 산업 경쟁력을 강화할 수 있는 제도 보완이 필요한 것으로 보인다. 애플의 OLED 적용전략 타임라인을 보면 2024년 iPad 프로 모델부터 시작하여 2026년에는 일반모델, 나아가 맥북과 아이맥에도 적용될 예정이며 이렇듯 IT기기 OLED시대가 개화될 것으로 예상한다. 따라서 국내 OLED생산은 **25년부터 공격적인 CAPA 증설**을 할 것으로 전망되고 굳건히 1위를 차지할 것으로 보인다.

그림 6. 국적별 OLED 생산 CAPA(단위: 1,000m^2)



자료: OMDIA, KDIA, KUVIC 리서치 4팀

그림 7. 애플의 OLED 패널 적용

자료: IBE Electronic, KUVIC 리서치 4팀

EMS 시장 현황

What is EMS?

EMS는 전자제품 생산 서비스라는 뜻으로 영어로는 Electronic Manufacturing Service의 줄임말이다. 외주생산 방식의 일종으로 신제품 개발 속도가 빨라지면서 기업이 설비투자의 부담을 경감하기 위해 새롭게 등장한 방식이다. 정확히는 **전자제품의 제조와 판매과정 중 생산에 전문적으로 특화되어 자사 상표 없이 수탁 생산하는 방식**을 말한다. 부품 조달과 조립 그리고 서비스 등 저 부가가치 부분은 위탁하고 위탁자 본인은 제품 개발 등 자원을 고부가가치 산업에 집중시킬 수 있다는 우위가 있고 상대적으로 노동 집약적인 사업이라고 할 수 있다. 보통 라이프사이클이 짧고 다양한 기능과 모델을 가진 컴퓨터, 스마트폰, 태블릿 등 정보통신제품이 주요대상이다. **애플이 폭스콘을 생산전문회사로 활용하는 것이 그 대표적인 예**라고 할 수 있다.

ODM vs EMS

ODM보다 포괄적인 EMS 방식

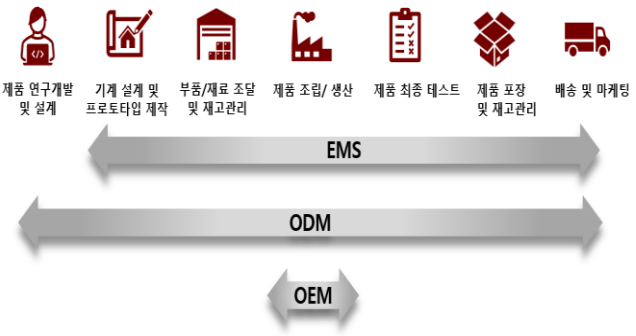
외주생산 방식으로는 크게 ODM과 EMS가 있는데 **둘의 큰 차이점은 지적재산권 소유여부에 달려있다**. 흔히 알고 있는 ODM은 제품의 디자인, 사양, 기능 등을 정의하고 EMS는 이를 바탕으로 제조과정을 수행한다. 또한 ODM의 경우 생산에 초점이 맞춰져 있는 반면 EMS는 업체들의 노하우를 습득해 제품 개발 과정부터 위탁업체와 함께 협의하는 방식으로 진행되고 있다. 전자정보제품의 제조를 **완성인도방식(Turnkey Base)**으로 위탁 받아 설

계, 부품조달, 조립완성까지 책임지고 고객의 요구에 따라 제품생산의 모든 과정을 서비스 해주는 개념인 EMS사업에서 가장 중요한 것은 무엇보다 기술력, 즉 제조능력이라고 할 수 있다.

그림 8. EMS 구조

자료: IQS Directory, KUVIC 리서치 4팀

그림 9. 제조 프로세스와 OEM/EMS/ODM의 차이



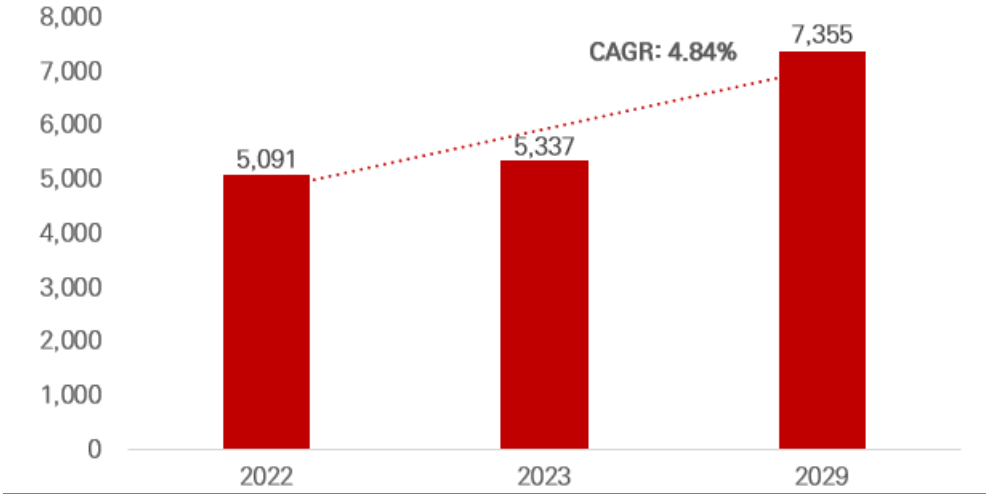
자료: KUVIC 리서치 4팀

글로벌 EMS 사업 시장 전망

EMS 연평균 4.8% 성장

EMS 산업 성장의 원동력 중 하나는 수요의 증가라고 볼 수 있다. 90년대 이후에 컴퓨터 및 인터넷의 발달과 기술의 표준화 등이 이루어져서 미국의 전자업계가 핵심역량을 R&D와 마케팅에 집중하고 부가가치가 낮은 생산을 분리하여 아웃소싱을 확대하는 과정에서 EMS기업이 만들어졌다. 2000년대에는 전세계 EMS시장은 전자기기 등 중심으로 2천억달러 넘게 성장했고 2010년대에는 IT분야 하드웨어 생산의 절반이상을 EMS가 차지하게 되었다. 글로벌 EMS 사업 시장은 2022년 5,091억 달러를 기록했고 **연평균 4.84% 성장하여 2029년에는 7,355억 달러 규모에 달할 것으로 전망된다**.

그림 10. 22~29년 EMS 시장규모 전망 (단위: 억 달러)



자료: QY Research, KUVIC 리서치 4팀

II. 기업분석

기업 개요

동사는 1994년 9월 12일에 설립되었고 전자제품 세트업체로부터 완제품의 생산을 위탁받아 생산하는 **국내 최초의 EMS (Electronic Manufacturing Service) 전문업체이다**. 동사가 담당하는 공정은 **SMT(Surface Mounting Technology) 라 불리는 공정**인데 쉽게 말해 디스플레이의 회로기판, 즉 메인보드에 납땜하여 칩 등을 부착시키는 공정이다. 주요 고객은 삼성디스플레이 등으로, 국내외 우수기업과 긴밀한 유대관계를 통해 Total 제조 서비스를 제공하고 있다.

OLED와 QD-OLED를 중심으로 하는 제품 라인

동사의 주요제품으로는 TV, Tablet-PC, 노트북, Monitor의 화면을 구동시키는 기능을 하는 QD/LCD Module용 부품, 스마트폰 화면을 구동시키는 기능을 하는 OLED-PBA제품, 산업기기용 변환기인 산업용 인버터와 정밀모터 회전제어 전력장치인 Servo Drive가 있다.

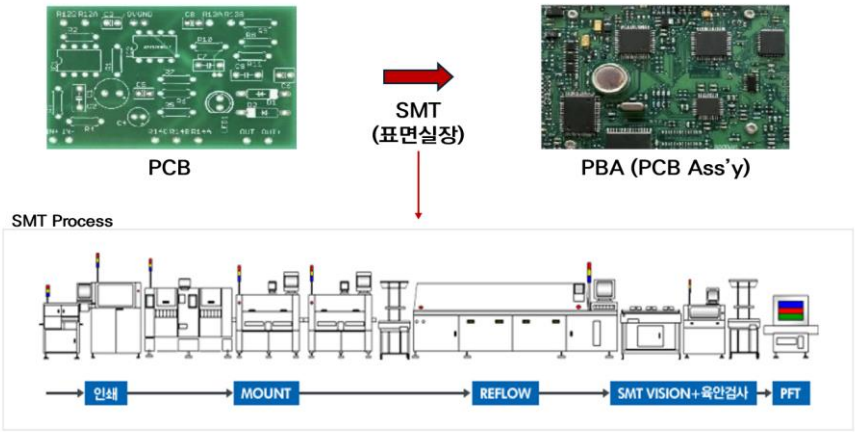
PCB(Printed Circuit Board): 인쇄회로기판이라는 뜻으로 저항기, 콘덴서, 집적회로 등 전자 부품을 인쇄배선판의 표면에 고정하고 부품 사이 구리 배선으로 연결해 전자 회로를 구성한 판으로 부품 간의 전기적인 연결을 하는 역할을 한다.

PCB를 SMT => PBA

SMT(Surface Mounter Technology): 표면실장기술을 뜻하는 것으로 전자기기 조립을 자동으로 실행하는 장치를 총칭하며 PCB보드판 위에 전자부품을 올려 납땜하는 조정이다.

PBA(Printed Board Assembly): 인쇄회로조립체라는 뜻으로 PCB에 각종 필요한 전자 부품들이 정착된 형태라고 할 수 있다. 전자제품의 핵심 부분으로 자리잡고 있으며 스마트폰, TV, 태블릿 생산에 없어서는 안 되는 구조이다.

그림 11. PCB에서 PBA로의 변화



자료: 한국컴퓨터, KUVIC 리서치 4팀

탄탄하게 유지하고 있는 Business Model

EMS 산업 깊은 노하우를 바탕으로 SDC향 제품 납품

동사의 Business Model은 EMS사업으로 간단하게 말해서 PCB나 회로, 칩 등의 부품을 위탁받아 PBA로 조립해서 넘겨주는 방식이다. 동사의 조립된 제품들은 삼성디스플레이, 비에이치, 영풍전자 등으로 공급되고 마지막으로 애플이나 삼성으로 공급되어 왔다. 또한 사업 모델 중 수작업이 필요한 공정이 많아 노동집약적이다 보니 인건비가 상대적으로 저

렴한 베트남 종속회사를 주력으로 제품을 생산하는 방식을 통해 수익성 개선에 힘쓰고 있다. 최근 경쟁이 갈수록 높아지는 시장에서 **동사의 EMS 사업은 효율성과 비용절감을 목표**로 하는 기업들 사이에서 인기를 얻고 있다. EMS사업에서 중요한 것은 다양한 제품을 제조할 수 있는 능력과 고객의 요구를 깊이 이해하는 것인데 동사는 이미 SMT, 조립라인, 다양한 테스트 장비 등을 보유하고 있으며 최신 기술인 BGA, 0402 Chip, Flip Chip 등을 포함한 다양한 제조 기술을 확보하고 있는 상황이다. **이러한 기술력을 바탕으로, 전자산업의 지속적인 성장에 발맞춰 EMS분야에서 선도적인 위치를 차지할 것으로 기대된다**.

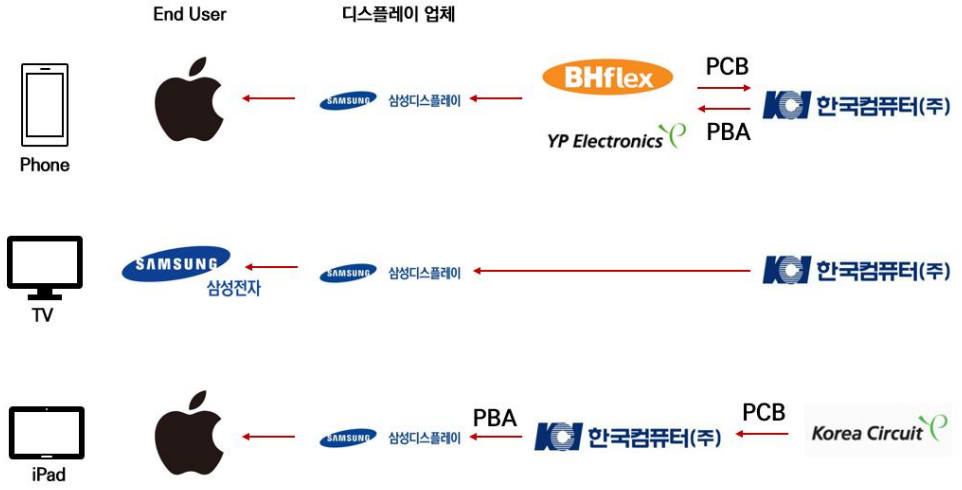
역시나 안정적인 밸류체인

한국컴퓨터
-> 비에이치/영풍
-> 삼성디스플레이
-> 애플

안정적인 밸류체인!

제작하기 시작했고 동사의 핵심 기술인 SMT를 앞세워 이듬해인 2004년부터 삼성디스플레이를 주요고객사로 스마트폰 LCD 보드를 납품하면서 본격적인 성장세에 들어가게 된다. **동사의 QD/LCD Module용 부품은 삼성디스플레이를 거쳐 최종적으로 삼성전자로 납품**되고 있고 베트남에서 2차벤더로서 1차 벤더인 **비에이치와 영풍전자**에서 PCB를 받아 SMT 작업을 하고 조립된 제품들은 다시 비에이치와 영풍전자로 공급되고 삼성디스플레이로 납품된 후 **애플의 아이폰에 탑재**된다. OLED-PBA에서 주목해야 하는 것은 올해부터 애플 iPad 프로 모델에도 OLED가 탑재되며 태블릿향 매출도 생길 것이라는 점이다. iPad향 OLED-PBA제품은 아이폰향과 달리 코리아써키트라는 PCB업체에서 위탁 받아 가공하고 삼성디스플레이에 PBA제품을 직납하여 아이패드에 탑재될 예정으로 **밸류체인이 가벼워질 것으로 전망**한다. 또한 동사는 산업용 Inverter와 Servo Drive를 LS ELECTRIC에게 위탁받아 제조 대행하여 **안정적인 매출을 창출하고 있어 가장 유사한 사업을 하고 있는 경쟁사 대비 다각화된 사업 포트폴리오를 가지고 있다**.

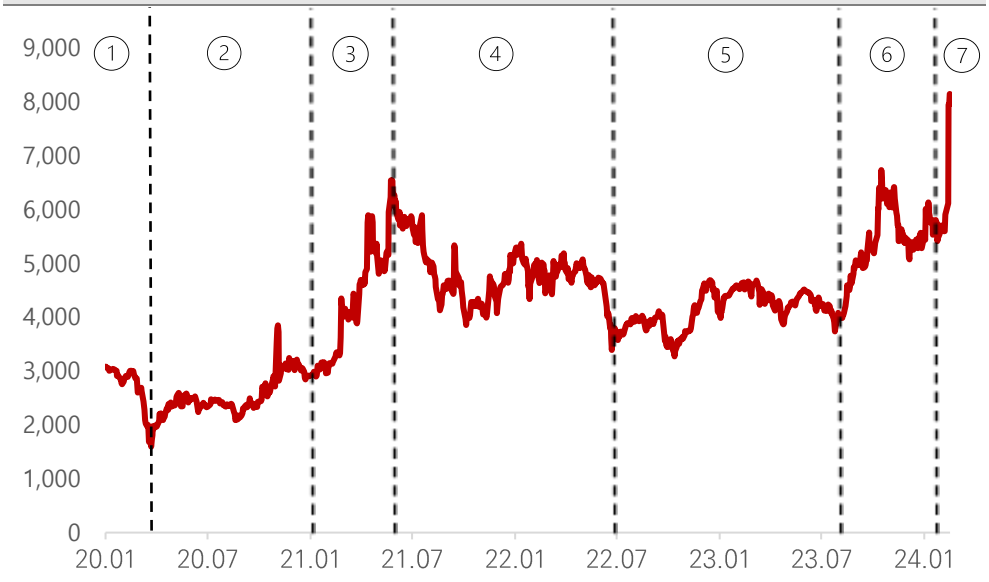
그림 12. 한국컴퓨터 제품별 밸류체인 구조



자료: KUVIC 리서치 4팀

주가 추이 분석

그림 13. 한국컴퓨터 주가추이



자료: 한국컴퓨터, KUVIC 리서치 4팀

1. **20년 1월 ~20년 3월**: 시작된 코로나 19의 영향으로 글로벌 경기 침체 우려는 전자제품 수요 감소로 이어져 당시 동사의 주요 수주처인 애플의 스마트폰 생산량 감소를 야기하여 수익성 악화로 이어져 지속적인 하방 압력을 받았다.

2. **20년 4월 ~ 20년 12월**: 비슷한 추이를 유지하다 11월에 김경수 경남지사 관련주로 부각되며 잠깐 급등한 모습을 보여주었다.

3. **21년 1월 ~ 21년 5월:** 아이폰향 동사의 수주가 증가되어 강한 실적 서프라이즈가 발생하였고 또한 한국컴퓨터지주 회사 아래 같이 묶여 있는 형제회사 한네트가 디지털화폐 시장 확대(CBDC)에 따른 수혜를 받을 종목으로 각광을 받으며 동사에게도 관심이 쏠려 지속적인 주가 상승이 견인되었다.

4. **21년 6월 ~ 22년 7월:** 미국 연준의 금리 인상과 글로벌 경기 불확실성이 증가하며 하방 압력이 지속됐다. 21년 9월에 잠깐 홍준표 관련주로 부각되어 한동안 급등했지만 대체적으로 부정적인 주가의 흐름을 이어갔다.

5. **22년 7월 ~ 23년 7월:** 22년 하반기 아이폰향 OLED-PBA매출의 대폭 증가로 실적 호재가 있었지만 시장에서 큰 관심을 받지 못한 흐름을 보여주었다.

6. **23년 8월 ~ 24년 2월:** 출시 예정인 아이패드 프로모델에 OLED가 적용될 것이라는 소식과 함께 동사의 주력이었던 OLED-PBA가 아이패드로 확장되며 향후 큰 폭의 매출 성장을 통해 2차 성장 사이클 진입에 따른 밸류에이션 리레이팅에 대한 기대감이 주가에 긍정적인 영향을 미쳤다.

7. **24년 2월 ~ 현재:** EMS사업이 다시 한번 부각이 되며 아이패드향 OLED-PBA로부터 비롯된 IT기기향 OLED-PBA매출에 대한 기대감이 주가의 상승을 다시 크게 견인하였다.

III.PBR코너

들어가기 앞서

일본 밸류업 프로그램은 성공

기업 밸류업 프로그램이 일본의 앞선 정책을 벤치마크한 것인 만큼 일본사례를 먼저 살펴보도록 하겠다. 일본의 전임수장 아베가 취임하며 일본경제를 위한 '세가지 화살'을 발표한 바가 있는데 통화정책, 재정정책에 이어 세번째가 바로 현재 이슈로 떠오르고 있는 **'밸류업 정책'**, 즉 자본시장의 생산성 향상이었다. 구체적으로 거버넌스 개혁, 소액주주 권익 보호를 위한 여러가지 정책들을 수년에 걸쳐 발표했는데, 작년에 일본거래소 차원에서 상장되어 있는 모든 기업들 중 PBR 1배 미만의 저평가된 기업들에게 기업가치 정상화를 위한 대책을 공식적으로 요구한 바가 있다. 이러한 여러가지 프로그램들로 장기간 노력을 한 끝에 닛케이지수가 재평가를 받으며 크게 상승했다. 그 뒤에는 **정부차원의 노력, 여러가지 주주캠페인, 행동주의 펀드들의 다양한 활동 등이 있었으며 종합적인 시너지를 발휘하여 얻은 결과이다**. 또한 일본의 엔저현상으로 인한 **외국인 자금 유입** 역시 유인이 되었다. 이러한 관점에서 본다면 현재 원달러 환율이 1,338원으로 코로나 시기 때 보다 높아져 있는 상황이다. 양국의 금리 차이 등 많은 요인들이 작용할 수 있겠지만 현재 환율이 외국인 자금 매수세에 크게 영향을 줄 것이라 판단하기는 어려운 상황이다. 거꾸로 환율이 외국인 자금 유입의 배경이 아닌 외국인 자금 입출강도가 오히려 환율에 영향을 주는 지표로 볼 수도 있다.

저 PBR 원인 및 해결방법

동사 역시 긍정적인 전방산업에 따른 멀티플 리레이팅 기대

우선 재무적인 관점에서 PBR=ROE*PER이기 때문에 ROE와 PER 측면으로 나눠서 보도록 하겠다. PER 관점에서 동사의 주요 전방산업은 디스플레이 시장이라고 할 수 있다. 크게 LCD와 OLED시장으로 나눠 볼 수 있는데 그동안의 디스플레이 시장은 LCD가 주력이었고 또한 인플레이션과 글로벌 IT 수요 부진으로 세트 기기의 판매가 급감한 영향을 크게 받은 상황으로 큰 성장을 이루기에는 힘들었다고 할 수 있다. 따라서 동사 기업가치의 큰 성장을 견인할만한 결정적인 요소를 찾기에 힘들었던 상황이라고 할 수 있다. 하지만 앞서 언급했듯 아이패드를 시작으로 모든 IT기기의 디스플레이에 OLED가 적용되는 **OLED 사이클이 시작되는 시점에서 동사가 주력인 OLED-PBA로 큰 수혜를 받을 것**이라 예상한다. 또한 경쟁사 대비 QD OLED, 산업용 인버터 등 다각화 된 사업을 하고 있어 **종합적인 부분들에 따라 멀티플 리레이팅이 가능할 것**이라 생각한다. 동사의 ROE는 2019년 8.4%에서 3Q23기준 15.93%까지 증가했고 순자산 규모도 2019년부터 꾸준히 증가하고 있는 추이를 보이고 있어 전방산업의 모멘텀에 힘입어 PBR이 낮은 문제 또한 개선이 될 것이라 판단한다.

다음으로 이번 밸류업 정책에서 가장 대두되는 문제가 바로 배당 성향인데 일본의 사례를 봐도 결국에는 주주환원률이 높은 기업 즉 주주환원을 할 수 있는 재원이 있는 기업, 현금이익이 많은 기업들이 차별화된 수익을 낸 바가 있다. **동사의 유보율은 3Q23기준 1,691%로 안정적인 현금자산을 가지고 있고 배당률 또한 6.1%로 경쟁사 대비 적극적인 주주환원 정책을 보이고 있다.**

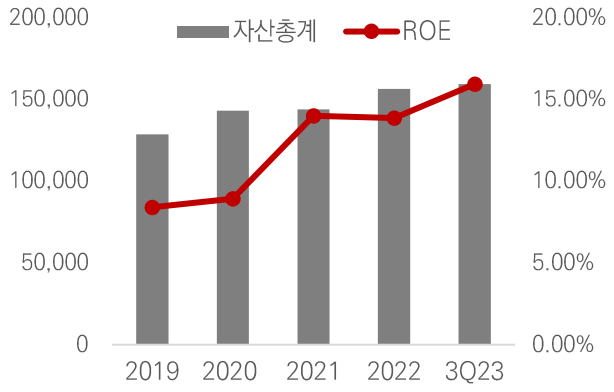
마지막으로 동사가 EMS사업을 주력으로 하는 점 또한 동사 PBR에 영향을 주고 있다. 제조조립업체 특성상 제조과정에서 사용되는 원자재와 설비의 비용이 높고 특히 동사가 진행

하고 있는 EMS사업 특성상 수작업으로 진행되는 부분이 많아 영업이익률이 낮은 경향이 있다. 이 점에 대해서는 고객사 정책 개선으로 인한 원재료 비용의 감소로 3Q23에는 10%의 영업이익률을 기록했고 현재 매출상황이 긍정적이기 때문에 점차 개선될 것으로 판단한다.

동사의 펀더멘탈, 밸류업 프로그램의 수혜 받을 것

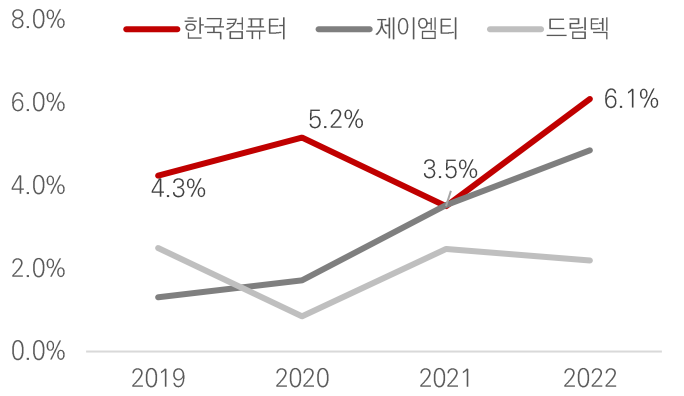
결론적으로 일본사례를 보면 기업 밸류업 정책이 시행되고 먼저 저 PBR기업, 국가가 지분을 많이 보유하고 있는 공기업들의 주가가 주도적으로 크게 상승했지만 구체적인 제도들이 정착해 나가면서 결국 다시 **펀더멘탈이 좋은, 즉 고 ROE, 현금흐름이 우량한 기업들에 관심이 쏠리고 있는 상황**이다. 국내증시에서 현재 저 PBR주들의 주가상승은 정책에 대한 기대감과 테마성의 움직임에 기인하는 것으로 보이고 있다. 이에 따라 낮은 PBR을 기록함과 동시에 펀더멘탈이 우수한 동사가 앞으로 큰 수혜를 받을 것으로 판단하는 바이다.

그림 14. 동사 자산총계 및 ROE 추이 (단위: 백만원)



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀

그림 15. 동사 및 경쟁사 배당률 추이



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀

IV. 투자 Point

아이패드 OLED 탑재

아이패드 OLED 탑재로 지속적인 성장성, 피크아웃 해소

동사는 2024년부터 아이패드 프로 OLED 탑재로 구조적인 성장 사이클을 목전에 두고 있다. 2017년 아이폰 X OLED 첫 탑재 이후, **6년만에 OLED가 아이패드에도 탑재되는 것이다**. 전 세계적으로 뻗쳐 있는 애플의 고객 충성심과 수요, 생태계 등을 고려했을 때 애플 제품의 OLED 탑재는 관련 기업에 상당한 매출 상승을 견인할 것이다. 올해 아이패드 프로 모델을 시작으로 2026년에는 아이패드 에어, 미니 모델, 2027년에는 일반 모델까지 전 라인업에 OLED를 탑재할 계획이다. 당장 에어, 미니 모델까지 확대 적용되지 않더라도 아이패드 프로 모델 출하량만으로 새로운 시장이 개척된다.

2024년 OLED가 탑재된 아이패드 프로 출하량은 약 800만대로, **아이패드 프로 11인치 모델과 12.9인치 모델에 OLED가 탑재될 예정**이다. 이는 아이패드 전체 예상 출하량 5,000만대 중 16%에 해당하는 양이다.

또한 아이폰의 평균 패널 사이즈는 약 6.5인치인데, 이번에 OLED가 탑재될 아이패드의 프로 모델이 11인치, 12.9인치이므로 이는 **아이폰 디스플레이 면적의 약 4배에 해당한다**. 즉 2024년 출시될 아이패드 프로 800만대는 탑재되는 OLED로 고려할 때 아이폰 약 3,200만대에 해당하는 물량이다. 아이폰 연간 출하량이 2024년 약 2억대인 점을 고려하면, 아이패드 프로 모델에만 OLED를 탑재하더라도 어느 정도의 파급력을 가지는 지 가늠할 수 있다.

이에 따라 본 리포트에서 추정한 2024년 아이패드향 OLED-PBA **매출은 310억원**으로 동사의 매출 성장을 견인할 것이다. 이는 끝이 아니고 시작에 불과하다. 아이패드 에어, 미니 모델까지 OLED 탑재 적용이 확대된다면 이는 디스플레이 면적 기준 약 점유율 70%에 해당한다. 2025년 아이패드 전 모델에 OLED가 도입되는 경우를 Bull Case로 놓고, 프로 모델만 OLED 도입이 유지되는 Bear Case와 평균한 Base Case에서 나오는 아이패드 OLED-PBA **매출은 약 1,010억원**이다. 동사는 지금까지 정체된 성장성으로 인해 저평가를 받아왔지만, 신규 OLED-PBA 탑재로 다시금 성장 구간으로 진입한다면 보다 높은 기업가치를 평가받을 수 있을 것이다.

맥북, 모니터 OLED 탑재는 시간 문제

뿐만 아니라 애플의 OLED 생태계는 아이패드에서 그치지 않고 맥북, 모니터까지 확장될 전망이다. 현재 맥북 OLED 탑재 시기는 2026년으로 점쳐지고 있다. 맥북 프로 모델 (14인치, 16인치)과 에어 모델 (13인치, 15인치)을 합한 전체 출하량이 23년 약 1,700만대로 예상되고, 이는 전년비 30% 정도 하락하긴 했으나 출하량이 회복된다면 아이패드 못지 않은 새로운 OLED 생태계를 구축할 것으로 예상된다.

SMT 애플 생태계 내 과점적인 지위

OLED 패널 SMT 업체 내 과점적인 지위 유지

동사는 애플향 PCB SMT에 있어 과점적인 지위를 유지할 전망이다. SMT 업체로는 한국컴퓨터, 제이엠티, 디케이티 3사가 있다. 디케이티의 경우 삼성전자의 폴더블폰용 FPCA를 공급중으로, 애플 향 매출이 아직 발생하지 않고 있다. 애플 Biz에 진입하기 위해서는 1년 이상의 연구 개발, 독립적으로 구획된 애플 Zone, 수 차례의 애플 오딧 등 업계에서 진출했다는 이야기가 돌아도 1~3년 이상이 소요된다. 그러나 디케이티의 경우 아직 아이폰, 아이패드 등으로 매출이 발생하지 않는 상황에서 **동사와 제이엠티의 OLED 표면실장 CAPA는 충분한 상**

황이다. 비슷한 EMS업을 영위하는 타사의 경우 피제이전자는 초음파진단기 등의 의료기기 부문에 집중하고 있으며, 제이엠아이의 경우에도 마찬가지로 제이엠티가 최대 주주로 있는 제이엠티 계열사로 라벨, 인쇄 등 기록매체 사업부에 집중하고 있어 PCB-SMT 신 사업에 진출할 가능성은 낮다. 결론적으로 애플 제품에 들어가는 디스플레이 PCB-SMT 기업은 국내에 한국컴퓨터와 제이엠티가 유일하게 존재하며, 최소 몇 년간은 과점적인 지위를 유지할 것이라 할 수 있다. 또한 밸류체인 앞 단에 존재하는 PCB 공급업체 비에이치와 영풍전자, 코리아써키트 간의 점유율 경쟁이 치열한 것과 별개로 **동사는 위 3사에게 모두 납품이 가능**하여 **공급업체 간 경쟁은 동사에게 무의미하다고 볼 수 있다**.

SDC의 등을 타고

SDC의 호재는 동사에게도 호재!

동사의 밸류체인 구조 내에는 현재 삼성디스플레이가 자리를 차지하고 있는 상황이다. 중소형 OLED 시장에 있어 삼성디스플레이(이하 SDC)와 LG디스플레이(이하 LGD)의 경쟁은 치열하다. 현재 중소형 OLED 시장에서 SDC의 점유율은 54%, LGD의 점유율은 17%로 SDC가 크게 앞서는 상황이다. 양보다는 **질을 선택한 SDC는 고가 라인업과 폴더블 OLED 시장 등 후발주자와 기술력 격차를 늘릴 수 있는 부분에 집중해 경쟁력을 확보**해 나갈 것으로 보인다.

이에 SDC는 23년 연간으로 매출액 약 30조, 영업이익만 5조 이상에 달하는 실적을 거두었으며 이는 LGD가 23년 3분기까지 6분기 연속 적자를 내고 있는 상황과는 정반대의 상황이다.

아이패드에 들어가는 OLED에 있어서도 기존 예상과 달리 SDC의 우위가 점쳐지고 있다. 기존 전망에선 아이패드 OLED 점유율을 SDC와 LGD가 4:6 정도로 가져갈 것으로 추측되었으나, **지난 12월 SDC는 후공정(SMT) 협력사에게 생산능력을 600만대 이상으로 확대할 것을 주문한 것**으로 파악되었다. 당초 OLED 아이패드 출하량 전망치가 1,000만대에서 800만대로 줄어든 것과 비교하여 SDC가 오히려 생산 능력을 늘리는 모습은 아이패드 향 OLED 납품에 있어 SDC의 자신감으로 보여 진다. 이러한 전방사의 호재는 동사에게 있어서도 호재로 작용한다. 기본적으로 SDC를 고객사로 하고 있는 비에이치와 영풍전자는 앞서 언급한 바와 같이 동사의 주요 고객사이기 때문에, 이러한 흐름만으로 살펴보더라도 동사의 매력도는 보다 높아진다.

정부 밸류업 프로그램마저 동사에겐 호재

건강한 재무구조, 현금성 자산 390억원 보유

정부의 밸류업 프로그램마저 동사에겐 호재로 작동한다. 동사는 건강한 영업활동을 통해 꾸준히 현금을 축적해왔으며, 최대주주가 한국컴퓨터지주로 주주환원 여력 및 의지가 높고 **자사주 비중 12.04%**로 자사주 소각도 가능하다.

23년 3분기 기준 한국컴퓨터의 자산총계는 1,593억으로 이중 부채가 217억이고 자본이 1376억으로 총 자산에서 자본 비율이 86%에 달한다. 자본 내에서도 이익잉여금이 1,261억으로 91%를 차지하는데, 이익잉여금이란 기업이 거둔 순이익 중에서 배당금을 지급하고 남는 자금이다. 이익잉여금이 많다는 것은 영업 활동으로 인한 현금 흐름이 꾸준히 쌓이고 있음을 의미한다. 실제로 **동사의 영업활동 현금흐름은 꾸준히 흑자가 나고 있고, 23년 3분기 기준 동사는 현금성자산으로 약 390억원을 보유**하고 있다.

비슷한 PCB 업체 비에이치와 비교를 해보자. 23년 3분기 기준 비에이치의 자산 총계는 약 1조 900억원인데, 이중 부채가 4,500억원, 자본이 6400억원으로 순자산 비중이 동사보다 훨

씬 낮다. 또한 비에이치는 현금성자산으로 약 740억을 보유하고 있는데, 회사 자산가치 대비 현금성자산 비중이 동사가 압도적으로 높다.

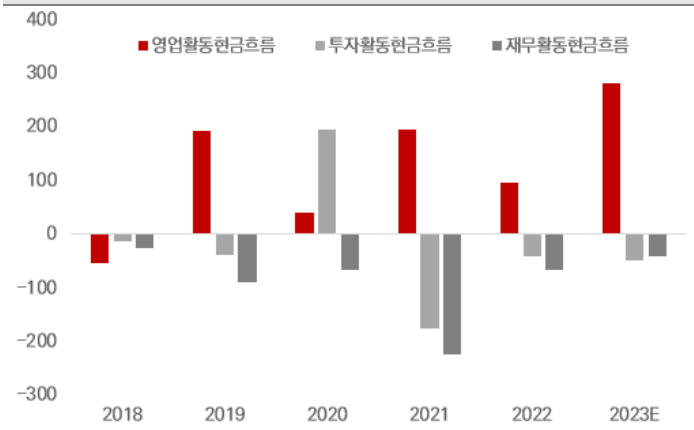
동사의 자산 구성종목을 보면 유동자산 약 920억 중 현금성자산이 390억, 매출채권 200억, 유동재고자산 290억이고 비유동자산 약 670억 중 유형자산이 366억원이고 투자부동산이 246억원이다. 비유동자산에서 유형자산 비중이 높지 않다는 것은 동사의 순자산이 토지나 건물, 기계장치 등 처분할 수 없는 고정적인 자산이 많다는 것이 아니라 실질적인 주주환원이 가능한 자산이 많다는 것을 의미한다. 또한 남는 현금 흐름을 통해 동사는 투자부동산을 이용하여 임대수익을 창출하고 있다 (23년 3분기 기준 매출 3.5억).

4% 이상의 배당률, 자사주 비중 12.04%, 주주환원 여력 충분

동사의 주주 구성을 살펴보면 **한국컴퓨터지주가 최대 주주로 지분 42.11%를 보유하고 있으며 자사주 비중은 12.04%으로, 주주환원 여력과 의지가 충분한 회사**다. 실제로 동사는 매년 시가배당율 4% 이상으로 꾸준히 배당을 시행해왔다. 저평가를 받는 기업들이 정부 밸류업 프로그램에 따라 주주환원에 적극적으로 임한다면 기업 가치는 올라갈 것인데, 동사의 경우 꾸준히 배당을 시행해온 주주환원에 적극적인 회사였다는 점을 고려했을 때 밸류업 프로그램의 수혜주라고 할 수 있다.

더군다나 주주환원이 늘어나 구조적인 저 멀티플 현상을 해소하고 주가가 상승하는 시나리오는 최대 주주가 지주사인 동사의 입장에서 원하는 바이다. 오너 일가의 증여 및 상속이 부담이 되지 않는 상황에서 동사는 주가를 부양할 의지가 충분하고, 주주환원책으로 배당률 증가 및 자사주 소각을 제시할 가능성이 높다. 현재도 배당률이 높긴 하지만 단기간의 CAPA 증설 같은 큰 자금이 필요한 상황이 아니며 동사의 누적된 현금 흐름을 고려하면 배당률을 증가할 여력은 충분하다. 또한 22년 8월, 12월, 그리고 23년 4월 세 번에 이어 자사주를 취득하였는데, 경영권 방어 목적이 아닌 이상 자사주 매입은 주주환원가치 제고 차원에서 시행한 것으로 볼 수 있다. 이러한 동사의 주주친화적 정책은 밸류업 프로그램 분위기에 힘입어 자사주 소각으로 충분히 발전할만 하며, 밸류업 프로그램의 수혜주로 동사의 주가 상승을 예상한다.

그림 16. 동사 현금흐름 추이 (단위: 백만원)



자료: 한국컴퓨터, KUVIC 리서치 4팀

그림 17. 애플의 OLED 적용 예측 타임라인

구분	Size	2024	2026	2027~
iPad(Pro)	11	Hybrid OLED LTPO RGD Tandem		
	12.9	Hybrid OLED LTPO RGD Tandem		
iPad	10.9 (일반)		Hybrid OLED LTPO RGD Tandem	
	10.86 (Air)		Hybrid OLED LTPO RGD Tandem	
	8.3 (Mini)		Hybrid OLED LTPO RGD Tandem	
Macbook (Pro)	14		Hybrid OLED Oxide RGB Tandem Touch on TFE	
	16		Hybrid OLED Oxide RGB Tandem Touch on TFE	
iMac	21.5			Hybrid OLED LTPO RGD Tandem
	27			Hybrid OLED LTPO RGD Tandem

자료: OMDIA, 언론보도, KUVIC 리서치 4팀

IV. 투자 Risk

주력이었던 iPhone향 OLED-PBA와 QD-OLED 매출 하락

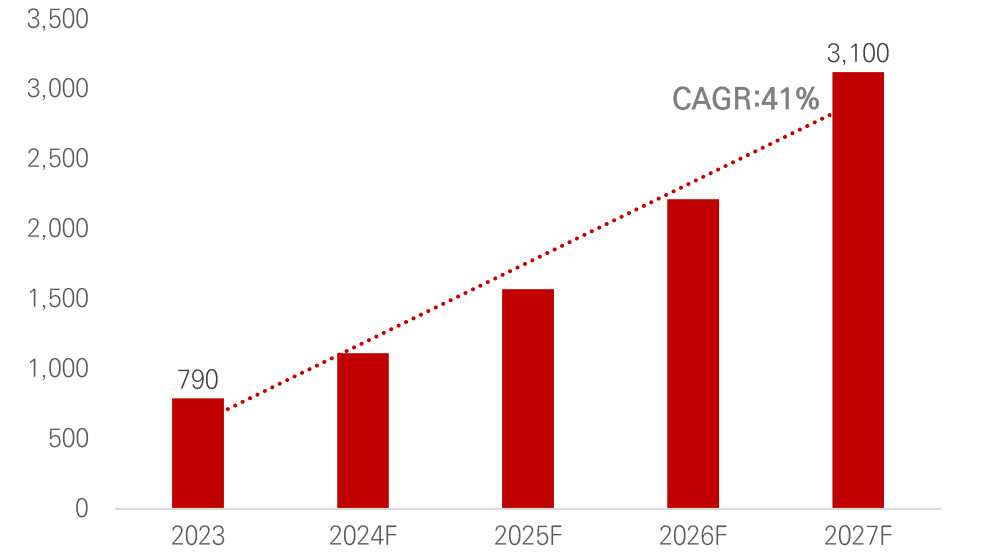
줄어드는 아이폰 출하량, QD-OLED 표면실장 2024년부터 더블 벤더화

앞서 언급했듯 동사의 OLED-PBA제품이 결국에는 아이폰에 탑재되며 End user는 애플이다. 최근 공급망 조사에 따르면 2024년 iPhone의 주요 업스트림 반도체 출하량을 약 2억 개(YoY -15%)로 줄였고 애플은 하이엔드 휴대폰 디자인의 새로운 패러다임 AI(GenAI)와 폴더블폰의 출시와 중국시장에서의 출하량 감소 지속으로 2024년 글로벌 주요 휴대폰 브랜드 중 가장 큰 하락폭을 기록할 수도 있는 구조적 난제에 직면해 있다. 따라서 아이폰 15시리즈와 차기 아이폰 16시리즈 출하량은 올해 상반기 및 하반기에 전년동기 대비 10~15% 감소할 것으로 보인다. **End User iPhone의 매출부진은 자연스럽게 동사의 OLED-PBA 매출에 영향 줄 것**으로 보인다. QD/LCD부문에서는 23년까지 동사가 삼성디스플레이의 단독 솔 벤더였지만 24년부터 경쟁업체 제이엠티와 함께 더블 벤더의 방식으로 납품하는 방식으로 진행된다. 따라서 **동사의 QD/LCD부문의 MS가 100%에서 2024년에는 75%, 2025년에는 50%까지 줄어들 것으로 예상하고 해당 매출에도 영향을 미칠 것으로 보인다.**

새로운 매출원 OLED-PBA로 성장성 유지

하지만 동사에게는 iPad향 OLED-PBA라는 새로운 매출이 새롭게 추가된 상황이고 전방사인 삼성디스플레이가 중소형 IT용 패널의 OLED 전환에 한층 힘을 실으며 시장 지배력 강화에 나설 예정이다. 최근 중소형 OLED를 탑재한 IT기기 수요 급증에 발맞춰 관련 패널의 투자를 대폭 확대하고 있고 글로벌 중소형 OLED 시장에서 50%가 넘는 점유율로 1위 자리를 유지하고 있다. 글로벌 IT용 OLED 출하량은 작년 790만대부터 2027년 3,100만대의 규모까지 연평균 41%로 확대될 예정이다. 또한 **QD-OLED 부문에서 더블 벤더로 해당 부문 MS는 감소했지만 전체 TV 디스플레이 시장으로 봤을 때 대형TV와 OLED 등 프리미엄 제품을 중심으로 회복될 것으로 전망**되며 전방사인 삼성디스플레이도 수요 대응을 위해 물량을 늘릴 것으로 분석된다. 동사의 MS가 큰 폭으로 줄어도 전방 시장이 확대됨에 따라 해당 사업부 매출이 크게 감소하지는 않을 것으로 보인다.

그림 18. 글로벌 IT용 OLED 출하량 (단위: 만 대)



자료: UBI Research, KUVIC 리서치 4팀

V. Valuation

매출 추정 논리

1. OLED-PBA

표 1. OLED-PBA 매출액

CASE	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
BEAR	77,155	134,199	271,738	191,750	283,873	268,854
YoY	41%	74%	102%	-29%	48%	-5%
BASE	77,155	134,199	271,738	191,750	283,873	268,854
YoY	41%	74%	102%	-29%	48%	0%
BULL	77,155	134,199	271,738	191,750	283,873	268,854
YoY	41%	74%	102%	-29%	48%	5%

자료: KUVIC 리서치 4팀

1.1 아이폰향

동사의 P는 공시된 금액을 활용하였으며, 내수비중과 수출비중의 매출을 고려하여 ASP를 추정하였다. 동사의 서비스는 최종적으로 아이폰에 들어가게 되어 밸류체인을 순차적으로 구분하여 Q를 추정하였다.

표 2. 연간 아이폰 출하량

단위: 백만 개	2023E	2024E	2025E
연간 아이폰 출하량	234.6	199.4	203.9

자료: KUVIC 리서치 3팀

25년 아이폰 출하량의 경우 24년의 출하량과 24년 대비 25년 글로벌 스마트폰 출하량 성장률을 곱해주어 추정하였다. 이후 신규 아이폰 OLED 패널 공급사별 업체 점유율을 통해 구분하였고, 이중 동사의 밸류체인에 속해 있는 **삼성디스플레이의 점유율을 도출**하였다. 아이폰에 OLED 패널을 공급하는 업체는 삼성디스플레이, LG디스플레이, BOE로 나뉘어진다. 그러나 현재 BOE의 경우 패널 수율 문제 인해 양산이 지연되고 있는 상황이며, 삼성디스플레이가 가장 큰 점유율을 차지하고 있다. 2024년 아이폰 내 패널 3사의 점유율 추정치를 사용하였으며, 향후 애플의 공급사 다변화 정책을 고려하여 25년의 경우 삼성디스플레이의 점유율 감소를 반영해 24년 추정치 범위의 최소치를 부여하였다.

표 3. 신규 아이폰 OLED 패널 공급사별 점유율

CASE	3Q23	4Q23	2024E	2025E
삼성디스플레이	86.5%	70%	62%	60%
LG디스플레이	13.5%	30%	30%	30%
BOE	0	0	8%	10%

자료: KUVIC 리서치 4팀

동사의 분기별 OLED-PBA 매출 비중을 구하였으며 아이폰의 경우 10월 경 출시함에 따라 계절성이 존재해 동사의 경우 상반기의 매출이 적은 편이었으나 전모델의 OLED 도입에 따라 분기별 편차가 감소하고 있음을 볼 수 있었으며, 23년의 경우 분기별 매출 비중이 21년에서 22년 점유율만큼 증가한다고 가정한 뒤 이후 유지될 것으로 가정하였다. 이후

업체별 신규 아이폰향 OLED 패널 수량을 도출하였으며 추정 공식은 다음과 같다.

아이폰 출하량*분기별 동사 OLED-PBA 매출 비율*패널 공급사별 업체 점유율

=분기별 공급사 패널수량

비에이치의 삼성디스플레이 내 애플 향 점유율은 언론에서 언급된 80%를 고려하여 배분하였으며, 영풍전자가 추가생산라인에 투자하지 않는다는 점을 고려해 현재의 비중을 유지할 것이라고 가정하였다.

표 4. 삼성디스플레이 내 RFPCB 공급업체별 수량

단위: 백만 개	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
비에이치	65.33	21.32	20.31	22.75	39.80	16.05	19.65	22.01	35.82	15.53
영풍전자	16.33	5.33	5.08	5.69	9.95	4.01	4.91	5.50	9.63	3.88

자료: KUVIC 리서치 4팀

이후 다시 비에이치 내 OLED PBA 공급업체별 수량을 계산하였다. 비에이치 내에서 동사 외 제이엠티 역시 참여하고 있고, **삼성디스플레이향 점유율의 경우 동사는 제이엠티와 비슷한 점유율을 차지하고 있어 같은 점유율을 부여**하여 OLED-PBA 판매량을 도출하였다.

표 5. 영풍전자 내 OLED PBA 공급업체별 수량

단위: 백만 개	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
한국컴퓨터	8.17	2.66	2.54	2.84	4.98	2.01	2.46	2.75	4.81	1.94

자료: KUVIC 리서치 4팀

영풍전자의 경우 LG디스플레이 공시를 토대로 하여 단일 공급사임을 가정하였고, LG디스플레이의 아이폰향 OLED 패널 수량과 전량 일치하다고 두어 수량을 도출하였다. 최종적으로 **비에이치와 영풍전자에서 발생하는 수량의 총합을 구한다음 Q와 P를 곱하여 아이폰에서 발생하는 매출을 추정**하였다.

1.2 아이패드향

표 6. 신규 아이패드 OLED PBA 매출

단위: 백만 원	2024E	2025E		
CASE		BEAR	BASE	BULL
매출	41,422	34,224	50,567	64,223

자료: KUVIC 리서치 4팀

동사 아이패드향에서 발생하는 ASP는 기존에 공시되었던 ASP를 활용하되, 아이폰보다 패널의 면적이 넓은 만큼 기존의 ASP에 (아이패드 인치/아이폰 인치)의 제곱을 구하여 곱해주었다.

표 7. 아이폰 & 아이패드 종류별 디스플레이 면적

아이폰	인치	아이패드	인치
일반	6.1	일반	10.9
플러스	6.7	에어	10.86
프로	6.1	미니	8.3
프로 맥스	6.7	프로	11
-		프로	12.9

자료: KUVIC 리서치 4팀

22년 기준 모델 별 점유율을 곱해 평균 패널 인치를 도출하였으며 Bear Case는 25년 프로 모델 OLED 도입 유지를, Bull Case는 25년 전 모델 OLED 추가 도입을 기준으로 평균 디스플레이 면적을 계산하였다.

표 8. 아이패드 OLED 패널 평균 디스플레이 면적

단위: 인치	2024E	2025E		
CASE		BEAR	BASE	BULL
디스플레이 면적	12.17	12.17	11.72	11.28

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 9. 2024년 신규 아이패드 OLED 패널 공급사별 수량

단위: 백만 개	1Q24		2Q24		3Q24		4Q24	
인치	11	12.9	11	12.9	11	12.9	11	12.9
삼성디스플레이	1,5		1.0	-	1.0	-	1.0	-
LG디스플레이	-	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

자료: KUVIC 리서치 4팀

2024년 아이패드에서 발생하는 Q는 OLED 패널 아이패드의 출하량 800만대 추정치를 사용하였으며, 모바일 부문과 마찬가지로 밸류체인을 역추적하여 도출하였다. 애플에 패널을 공급하는 업체는 삼성디스플레이와 LG디스플레이일 것으로 예상되며**, 삼성디스플레이에 애플이 400만대를 요구하였으나 LG디스플레이의 문제로 연초에는 삼성디스플레이가 패널 물량을 추가 배정받았다는 기사를 통해 1분기 150만대로 추측**하였다. 이후 삼성디스플레이 내 경성 PCB를 코리아써키트가 전량 수주 받을 것으로 예측되었으며 비에이치는 10월까지 투자 설비를 구축해야 하므로 제외하였다. 그후 동사와 제이엠티가 나누어 갖는다고 가정하였다.

25년의 경우 신규 케이스를 나누어 분류하였으며, Bear Case는 25년 프로 모델만 OLED 패널이 도입된 상황이 유지되는 것, Bull Case는 25년 전 모델에 OLED 패널이 도입되는 것, Base Case는 Bear와 Base의 평균값을 이용하였다. 기존 애플의 공급업체 비중을 유지한다는 가정하에 삼성디스플레이와 LG디스플레이에 4대 6의 점유율을 부여하였다. 이후 삼성디스플레이 내 경성 PCB 공급업체별 수량을 기존 모바일 부분에서 한국컴퓨터와 제이엠티가 가져간 점유율과 동일하다고 가정하여 Q를 도출하였다.

2. QD/LCD

P의 경우 23년 3분기 사업보고서 상 ASP를 기준으로 고정하였고, 23년 매출의 경우 22년 4분기의 Q 비중을 활용하여 추정하였다.

동사의 QD-PBA의 경우 곧바로 SDC 향으로 납품되는데, QD-OLED 패널의 경우 삼성전자에서 생산하는 TV와 모니터가 전부이기 때문에 TV 패널 출하량과 모니터 패널 출하량을 합한 SDC 전체 QD-OLED 패널 출하량 증가치를 기준으로 24년과 25년의 Q를 추정하였다.

24년도의 경우 TV 패널은 각종 시장 조사 기관의 출하량 예상치를 활용하였고, 모니터 패널은 SDC 홈페이지의 24년 QD-OLED 모니터 패널 생산 계획을 참고하였다.

25년도의 경우에는 TV 및 모니터 패널 모두 OLED TV, 모니터 시장 성장률을 활용하여 추정하였다.

표 10. 삼성디스플레이 QD-OLED 패널 출하량

단위: 백만 개	2022	2023	2024	2025
합계	108.7	165.2	260	322
TV 패널 출하량	95	100	130	150
모니터 패널 출하량	13.7	65.2	260	322
Yoy		51.98%	57.38%	23.85%

자료: KUVIC 리서치 4팀

2023년까지 QD-OLED 패널을 표면실장 하는 업체는 동사뿐이었다. 2024년부터 제이엠티와 함께 더블 벤더 체제가 되어 24년 점유율을 3:1, 25년 점유율을 1:1을 가정하여 추정하였다.

표 11. 삼성디스플레이 내 QD-OLED PCB 공급업체별 수량

단위: 개	2021	2022	2023	2024	2025
합계	746,187	6,225,958	7,947,540	12,508,235	15,490,968
한국컴퓨터	746,187	6,225,958	7,947,540	9,381,176	7,745,484
제이엠티				3,127,059	7,745,484

자료: KUVIC 리서치 4팀

3. 산업용 Inverter

동사의 산업용 Inverter의 전방사는 LS일렉트릭의 자동화 사업부 하나로 LS 일렉트릭의 자동화 사업부 매출과 큰 상관관계(0.98)를 보이고 있다. 현재까지 LS 일렉트릭의 4분기 매출이 나온 상황이기 때문에 4분기 동사 산업용 Inverter의 수치를 먼저 예측 모델링하여 추정하고 전 3분기와 합산하는 방식으로 23년 매출을 추정하였다. 또한 LS 일렉트릭의 자동화 사업부 Q의 경우 95%가 대리점 향이기 때문에 반도체와 자동차 대기업의 설비투자에 크게 영향(상관관계 0.98)을 받는 것으로 확인되었다. 따라서 SK하이닉스, 삼성전자, 현대차의 연도별 설비투자 전망치를 합친 증감율만큼 Q가 변한다고 판단하였고 P는 20년부터 23년의 CAGR 11%만큼 증가할 것이라고 가정했다.

표 12. 산업용 Inverter 매출

단위: 백만 원	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ls 일렉트릭/자동화	282,199	335,100	409,600	392,400	408,715	481,927
한국컴퓨터/산업용 Inverter	24,642	32,160	40,086	45,613	40,014	47,848
3사 CAPEX	52,348,538	63,913,075	72,455,658	69,705,131	65,245,000	69,135,263

자료: KUVIC 리서치 4팀

4. Servo Drive

Servo Drive의 전방사 또한 LS메카피온 하나다. 하지만 LS메카피온의 매출은 LS일렉트릭의 기타 사업부에 해당되고 해당 부문 매출이 동사의 Servo Drive부문 매출과 큰 상관관계(0.967)를 보이고 있어 LS일렉트릭의 기타사업부 매출에 따라 예측 모델링하였다. 하지만 기타사업부가 LS 일렉트릭 매출액의 미미한 부분을 차지하고 있기 때문에 LS 일렉트릭 총매출에서 차지하는 퍼센티지의 3개년 평균으로 추정하였다.

표 13. Servo Drive 매출

단위: 백만 원	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ls 일렉트릭/기타	246,520	404,327	509,745	542,640	542,640	542,640
한국컴퓨터/Servo Drive	7,788	8,877	13,852	9,277	10,857	11,481

자료: KUVIC 리서치 4팀

5. PCB(상품 등) & 기타 임대수익

해당 매출의 경우 비중이 매우 미미하여 5개년 평균치를 적용하였다.

비용 추정 논리

표 14. 비용 추정

단위: 백만 원	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	133,687	194,529	423,660	392,561	495,505	537,132
YoY(%)	*21%*	*46%*	*118%*	*-7%*	*26%*	*8%*
매출원가	118,267	173,661	395,430	360,293	449,164	485,849
% of sales	*88%*	*89%*	*93%*	*92%*	*91%*	*90%*
매출총이익	15,420	20,868	28,231	32,268	46,341	51,283
매출총이익률	12%	11%	7%	8%	9%	10%
판매비와관리비	5,323	7,101	9,406	8,933	10,058	10,925
% of sales	*4%*	*4%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
영업이익	10,097	13,767	18,825	23,335	36,283	40,358
OPM(%)	*8%*	*7%*	*4%*	*6%*	*7%*	*8%*
법인세비용차감전순이익(손실)	8,982	16,306	19,610	24,053	37,080	41,103
당기순이익	8,745	15,185	16,768	18,761	28,922	32,060

자료: KUVIC 리서치 4팀

매출원가의 경우 변동비와 고정비로 구분하였으며, 기본적으로 매출액에 연동하여 금액을 추정하였다. 23년의 경우 22년도 매출액이 급증함에 따라 상대적으로 감소하였으나, 이후 아이패드의 매출이 발생함에 따라 회복할 것으로 추정하였다. 비용 추정 시 특정 연도에서

아웃라이어가 존재하지 않는 한 5개년 평균을 적용하였고, 최근 비중이 급증하였거나 과거에 비하여 금액적 차이가 유의미한 경우 5개년 내의 비중을 적용하였다. 또한 감가상각비 및 무형자산상각비와 투자부동산감가상각비의 경우 사업보고서에 기재되어 있는 정액법을 활용하여 내용연수에 따라 상각하였다.

표 15. 연도별 최저임금 인상률

단위: 원	2020	2021	2022	2023E	2024E
최저임금	8,590	8,720	9,160	9,620	9,860
% of growth	*2.9%*	*1.5%*	*5.0%*	*5.0%*	*2.5%*
상승률 평균			3.4%		

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 16. 사내 직원 수

단위: 명	2020	2021	2022	3Q23
직원 수	88	88	94	95
% of growth	*7.3%*	*0.0%*	*6.8%*	*1.1%*
증가율 평균			3.8%	

자료: KUVIC 리서치 4팀

동사의 판매비와 관리비에 포함되는 급여와 퇴직급여는 5개년 동안 최저임금의 인상률과 직원 수의 증가율 평균을 고려하여 산출하였다. 법인세의 경우 과세표준 구간별 법인세율을 적용하여 당기순이익을 도출하였다.

Valuation Method

동사의 경우 타 경쟁업체들과 달리 애플향 밸류체인이라는 강점을 보유하고 있다. 동사는 OLED-PBA 매출액 비중을 높이고 있다. 이러한 OLED-PBA매출액은 아이폰과 아이패드에 도입되는 만큼 필수적으로 상승하며, 패널의 면적이 증가함에 따라서도 증가하는 구조를 보이고 있다. 특히 동사는 이번 아이패드 프로에 OLED 패널의 도입에 따른 실적상승이 예상된다. 또한 **후에 OLED패널이 아이패드의 전 모델에 도입되었을 경우와 맥북에도 적용되는 상황이 펼쳐질 경우 동사의 매출에 대한 기대치는 매력적으로 잡을 수 있을 것이다**. 뿐만 아니라 대표적 전방사인 비에이치의 경우, 아이패드향 매출의 불확실성으로 인하여 높은 멀티플을 받고 있지 못하고 있는 상황임에 반해, 동사의 경우 비에이치와 코리아써키트 둘 중 어느 곳에서 아이패드향 매출이 인식되던 간에 나오는 물량을 모두 커버할 수 있다고 판단하는 바이므로 보다 높은 멀티플을 적용하게 되더라도 무방할 것으로 보인다. 이와 함께 동사가 진행하고 있는 QD-LCD사업부와 산업용 인버터와 같은 다른 안정적인 사업부문들은 동사가 꾸준히 성장하며 안정적인 수익을 창출해낼 수 있는 캐시카우가 될 것이다. 성장과 더불어 동사는 **정부의 밸류업 프로그램에서 저PBR 정책의 수혜주 역시 될 수 있다**. 따라서 두가지의 멀티플을 제공하여 CASE를 분류하였다.

PEER PER

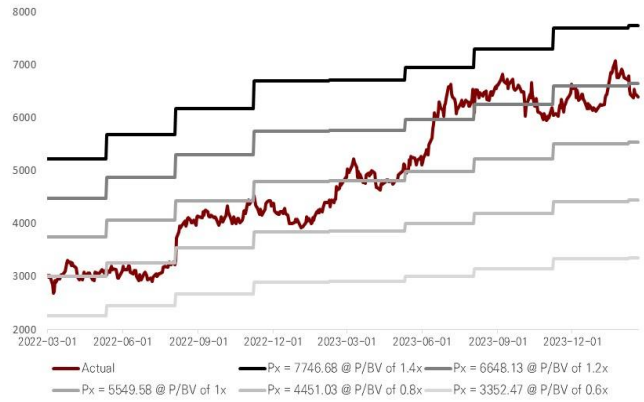
동사와 동일한 BM을 가진 업체는 제이엠티와 디케이티로, 양사 모두 디스플레이 모듈 표면실장을 영위하는 업체이다. 현재일 기준 4Q 실적이 나오지 않은 상태에서 컨센서스와 본 리포트 추정을 바탕으로 한 양사의 2023E PER는 각각 3.58, 11.6으로 평균을 PEER

PER로 산정하여 7.59의 멀티플을 적용한다. **7.59의 멀티플을 적용한 동사의 Target Price로 15,140원(+111%)을 제시한다.**

Historical PBR

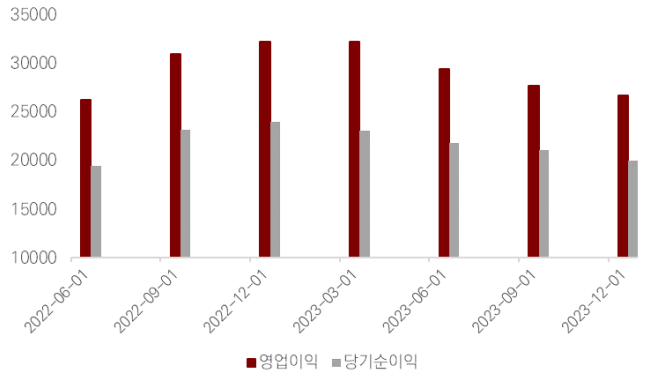
동사는 저PBR 정책에 영향을 받을 기업 중 하나로, 기업 가치를 높이기 위한 정책을 시작하게 되었을 경우 수혜를 입을 수 있다. 이와 관련한 사례를 알아보기 위해 동사와 같은 EMS사업을 영위한 기업 중 일본 내에 소재한 기업을 조사하였다. 그 결과, 가가전자가 동사와 같은 사업군에 속해 있음을 파악할 수 있었고 정책 시행의 기점인 23년 3월 이전과 이후의 PBR 변화분을 고려하였다.

그림 19. 가가전자 PBR Band (단위: 엔)



자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 4팀

그림 20. 가가전자 영업이익 및 당기순이익 (단위: 백만 엔)



자료: Fintel, KUVIC 리서치 4팀

가자전자의 경우 23년 3월 이전 0.8배에서 1배 미만의 수준에서 머물고 있었으나 정책 이후 가파르게 증가하여 1.2배 안팎으로 증가하였다. 23년 1분기 당시의 영업이익과 당기순이익이 22년 수준으로 감소하고 있는 추세임에도 불구하고 PBR을 유지하며 밸류업 정책의 효과성을 보여주고 있다. 이처럼 동사 역시 밸류업 정책의 수혜와 성장가능성을 고려할 경우, PBR의 성장가능성을 기대하고 있다. 따라서 2017년 11월 아이폰 X의 출시일을 기점으로 한 동사의 **PBR 1.08x의 멀티플을 부여하는 것은 앞으로 있을 정책과 가가전자의 사례를 참고하였을 때 무리가 없다**고 판단한다.

단기적인 관점으로 보았을 때 한국컴퓨터는 저 PBR정책의 수혜를 받을 수 있으며, Historical PBR에 충분히 도달할 수 있는 여력이 있다고 판단한다. 또한 장기적인 관점으로는 본 레포트에서 제시하는 PER 역시 동사의 안정적인 사업 하에 충분히 도달할 가능성이 있을 것이다.

이에 목표주가 **Historical PBR 1.08 기준 9,900원(+38%)**과 25년 아이패드 프로만 OLED 패널도입을 유지한다고 가정할 경우 **25년 Base Case 가정 Peer PER 7.59 기준 15,140원(+111%), BUY를 제시**하는 바이다.

표 17. Valuation – Historical PER (2025E)

2025E 당기순이익 (단위: 원)	32,060,282,847
유통주식수	16,071,290
2025E EPS (단위: 원)	1,995
Target Multiple	7.59
현재주가	7,160
목표주가	15,140
상승여력	111%

자료: KUVIC 리서치 4팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.

- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.