

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	42,700원
현재주가	21,800원
상승여력	96%

Stock Information

시가총액	3,257억원
발행주식수	14,942,112주
유동주식비율	69.5%
52주 최고가	28,100원
52주 최저가	16,950원
외국인 지분율	9.71%
KOSPI	2714.21
KOSDAQ	872.29

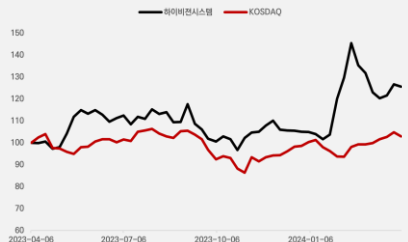
Valuation Wide

Multiple	2022	2023	2024E
P/E	11.3	6.3	6.8
MKT P/E	23.20	106.97	92.71

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	-0.65	24.25	21.21
상대주가(원)	2.13	24.91	25.62

Price Trend



KUVIC Research Team N

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	40기 Senior 최성령
팀원	40기 Senior 권오경 40기 Senior 신익희

Who We Are



하이비전시스템 (A126700)

이 기업의 고점은 어디인가

Key Point

동사는 1) 비전프로함 중장기적 매출 기대, 2) 폴디드줌 탑재 비중 증가에 따른 매출 증대, 3) 신사업 및 인도 진출로 매출 성장이 기대된다.

1) 비전프로함 중장기적 매출 기대

비전프로는 카메라 12개, 센서 5개(ToF/SL) 등 다양한 부품을 필요로 한다. 이는 동사의 검사장비 Q 증가로 이어진다. 본 리서치팀 추정치에 따르면, 26년 최대 1,100만대까지 판매될 것으로 전망된다.

2) 폴디드줌 탑재 비중 증가에 따른 매출 증대

동사의 폴디드줌 검사 장비는 1) 높은 P, 2) 증가하는 Q라는 특성을 갖는다. 핵심 고객사인 애플의 경우 2023년 아이폰 15 Pro Max를 시작으로, 2024년 출시될 아이폰 16 Pro와 16 Pro Max에 폴디드줌이 탑재될 예정이다.

3) 신사업 및 인도 진출

함께 이차전지 장비를 개발했던 세방전지의 자회사인 '세방리튬배터리'로부터 23년에 신규 수주를 받으면서 본격적인 이차전지 신사업에 진출하였다. 이 외에 바이오헬스, 반도체 신사업을 준비 중이며 인도 법인 설립도 진행 중에 있다.

2025F 매출액 5,447억, 영업이익 1,122억 전망

동사의 2024F 매출액은 Base Case 기준 4,188억 원(YoY +20%)으로 전망되고 이후 성장을 거듭하여 2025F 매출액은 5,477억 원(YoY +30%)으로 예상된다. 해당 실적은 비전프로 보급형 모델의 출시, 폴디드줌 적용 모델 확대, 신사업 매출 가시화, 그리고 생산 설비 이전 등에 기인한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '42,700원'

상승 여력 96%와 함께 2025F 목표주가 42,700원으로 매수 의견을 제시한다. XR 시장의 개화, AI 스마트폰의 등장으로 인한 스마트폰 시장 반등이 향후 지속적인 성장을 이끌 것이다.

다양한 사업을 영위하는 동사의 Valuation을 측정하기 위해 SOTP Valuation Method를 적용하였다. 동사의 카메라 모듈 검사장비, 이차전지 검사장비, 자회사인 퓨런티어와 큐비콘의 지분가치로 분류하여 멀티플을 따로 주었다. 카메라 모듈 검사장비에는 과거 신규장비 수주를 받았을 때인 21년(Active Align), 23년(폴디드줌)의 PER 평균인 5.58x를 적용하였고, 이차전지 검사장비와 퓨런티어에는 Peer PER를 적용해 각각 25.72x와 8.71x를 적용하였다. 큐비콘은 적자를 기록하고 있기에 Peer PSR을 적용하여 1.01x를 적용하였다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	272.8	197.6	348.2	418.8	544.7
YoY (%)	49%	-28%	76%	20%	30%
영업이익 (십억원)	43.5	25.1	58.8	65.6	112.2
YoY (%)	240%	-42%	134%	12%	45%
영업이익률 (%)	15.9%	12.7%	16.9%	18%	20%
당기순이익 (십억원)	43.3	24.0	49.7	65.8	91.6
EPS (원)	2,896	1,608	3,072	4,402	6,130
P/E (배)	8.2	11.3	6.3	6.8	3.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

CONTENTS

I. 산업분석	4
‘공간컴퓨팅’, 비전프로가 제시하는 새로운 패러다임	4
비전프로 vs 메타퀘스트	4
비전프로, Next 아이폰이 될 수 있을까?	6
스마트폰 시장 반등 전망	7
II. 기업분석	9
사업부문 분석	9
과거 매출 추이	10
고객사 분석	10
수주잔고 추이	11
주가추이 분석	12
III. 투자 Point	14
새로운 꿈을 실현시켜줄 ‘비전’프로	14
폴디드줌이 가져올 높은 P, Q	15
아직도 먹을 게 남아 있다니, 신사업	17
IV. 투자 Risk	20
LG이노텍의 시설투자 축소	20
XR시장, 정말 확장될 수 있을까?	21
V. Valuation	22
매출 추정 논리	22
비용 추정 논리	26
Valuation Method	27

표 1. 매출추정

(단위: 억원)	2023	2024E			2025E		
		Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
매출액	3,483	3,807	4,188	4,374	4,469	5,447	8,651
YoY(%)	76%	9%	20%	26%	17%	30%	98%
별도 매출액	3,032	3,270	3,652	3,837	3,859	4,836	8,040
CCM	2,194	2,538	2,919	3,105	2,649	3,627	6,831
YoY(%)	61%	16%	33%	42%	4%	24%	120%
Active Align	350	305	359	414	344	406	484
YoY(%)	-	-13%	3%	18%	13%	13%	17%
폴디드줌	900	1,140	1,140	1,140	1,043	1,043	1,987
YoY(%)	-	27%	27%	27%	-8%	-8%	74%
3D 센싱	550	509	586	587	529	609	610
YoY(%)	-	-7%	7%	7%	4%	4%	4%
이차전지	150	230	480	610	280	1,030	1,210
YoY(%)	-	53%	220%	307%	22%	115%	98%
XR	100	211	211	211	308	395	2,395
YoY(%)	-	111%	111%	111%	47%	88%	1038%
기타	144	144	144	144	144	144	144
YoY(%)	-	flat	flat	flat	flat	flat	flat
영상 평가장치	838	732	732	732	1,210	1,210	1,210
YoY(%)	120%	-13%	-13%	-13%	65%	65%	65%
자회사 매출액	450	537	537	537	611	611	611
큐비콘	68	75	75	75	83	83	83
YoY(%)	7%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
퓨런티어	382	462	462	462	528	528	528
YoY(%)	128%	21%	21%	21%	14%	14%	14%
매출원가	2,262	2,464	2,699	2,813	2,880	3,481	5,451
매출총이익	1,221	1,343	1,490	1,561	1,589	1,966	3,200
판매비와관리비	633	674	710	727	752	844	1,147
영업이익	588	669	780	834	838	1,122	2,053
YoY(%)	134%	20%	40%	42%	25%	45%	146%
OPM(%)	17%	14%	18%	19%	18%	20%	23%
당기순이익(손실)	497	569	658	701	689	916	1,660
YoY(%)	102%	14%	40%	41%	21%	41%	137%
NPM(%)	14%	15%	17%	16%	15%	18%	19%

자료: KUVIC 리서치 1팀

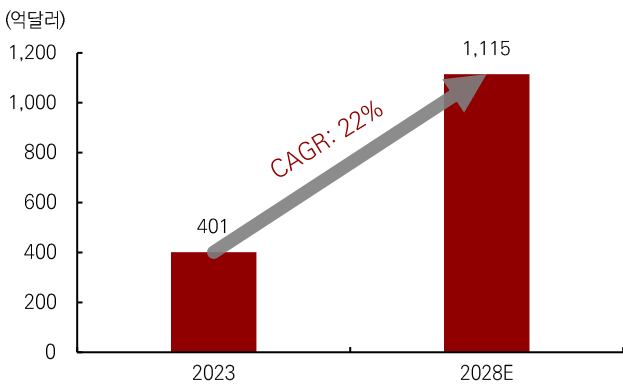
I. 산업분석

1.1.1 '공간컴퓨팅', 비전프로가 제시하는 새로운 패러다임

2024 ~ 2025년은 XR 시장 성장의 원년.

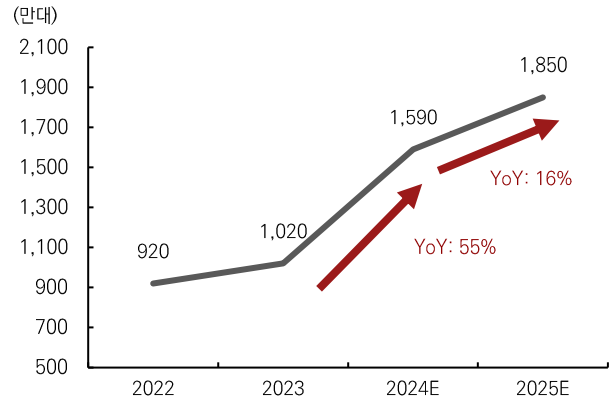
애플의 비전프로 출시와 함께 XR 시장의 새로운 문이 열리고 있다. 글로벌 XR 시장은 2023년 120억에서 2026년 365억으로 빠르게 성장할 것으로 보여, 현재 우리는 XR의 출발점에 있다고 할 수 있다. 애플, 메타, 삼성, LG 등 여러 빅테크 기업들이 XR 시장에 도전장을 내밀고 있고, 사람들은 XR 시장이 언제 대중화될지에 주목하고 있다.

그림 1. 글로벌 XR시장 규모 전망



자료: MarketsandMarkets, KUVIC 리서치 1팀

그림 2. 글로벌 XR 기기 출하량 추이



자료: Counterpoint, KUVIC 리서치 1팀

2024년 ~ 2025년은 XR 시장 성장의 원년이라 할 수 있다. 지금까지는 메타가 스마트폰 그 다음의 혁신의 패권을 갖기 위해 XR 시장을 주도해왔으나, 24년 애플이 비전프로를 통해 시장 진입을 선언하면서 XR 시장에서 양강 체제가 만들어졌다. 애플과 메타는 XR 시장의 패권을 잡기 위해 경쟁할 것이고, 이는 마치 스마트폰 시장에서 삼성과 애플이 경쟁하면서 스마트폰 시장이 성장했던 과거를 연상시킨다.

2014년 애플워치 이후 10년 만에 나온 신제품 비전프로는 애플에겐 스마트폰 다음의 혁신의 패권을 잡기 위한 도전이고, 이를 위해 '모바일 컴퓨팅'에서 한 단계 더 나아간 '공간 컴퓨팅'이라는 패러다임을 제시하였다. '공간컴퓨팅'이란 쉽게 말해 공간 혁신을 가능케 하는 컴퓨팅으로, PC 화면에 여러 개 인터넷 창을 띄우듯 정면 좌우 훨씬 더 넓은 공간에 앱을 띄워 이용하는 개념이다. 기존 XR기기가 단순 게임 콘텐츠 등을 통한 기술적 개념의 몰입감을 강조한 반면, 애플이 제시하는 패러다임은 기존 XR 기기 제조사들이 강조한 몰입감을 넘어 XR이 지향하는 그 다음 단계의 방향성이다.

1.1.2. 비전프로 vs 메타퀘스트

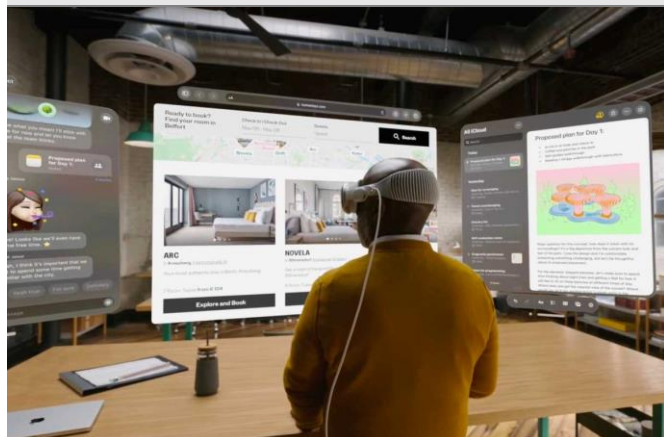
퀘스트가 집중한 콘텐츠 몰입감을 넘어 공간에의 몰입을 강조한 비전프로

XR 시장을 이해하기 위해선 먼저 메타의 XR 사업에 대한 이해가 선행되어야 한다. XR 시장을 선도하고 있던 메타는 23년 9월 27일 퀘스트 3을 정식 출시했다. 메타는 퀘스트3에 대해 몇 가지 특징을 강조했다는데, 먼저 MR과 VR 기기로서 몰입감을 강조했다. 이는 애플과는 다른 방식으로, 기존에 정의해 온 제품 카테고리를 그대로 유지하며 아직은 공간에 대한 몰입보다는 콘텐츠 자체의 몰입에 집중하고 있다. MR을 위해서 듀얼 RGB 카메라를

활용해 컬러 패스투를 구현하고 또 몰입감에 중요한 몰입형 3D 사운드를 채택하였다. 또한 게임을 강조했는데, 그 이유는 콘텐츠 자체에 몰입하는데 게임만큼 더 좋은 것이 없기 때문이다. 메타 퀘스트는 애플 비전프로의 1/7에 불과한 합리적인 가격으로 대중시장을 목표하고 있다

이에 반해 애플은 최초 공간 컴퓨팅 자리 매김을 위해서 해상도와 픽셀을 중요시하며 콘텐츠 몰입감을 넘어 공간감과 공간에의 몰입에 더 집중했다. 그리고 컴퓨팅 기기이기 때문에 가격도 \$3,499.99로 출시할 수 있었다. 애플이 새롭게 제시한 공간 컴퓨팅은 가상현실(VR)에 집중됐기 보다는 확장현실(XR)에 가깝다. 기존 XR 기기는 콘텐츠를 즐기기 위한 몰입이 중심이며 앱 조작용을 위해서는 별도의 컨트롤러가 필요하다. 그러나 애플은 공간의 혼합과 직관적인 UI·UX에 중점을 두었다. 일례로 애플이 비전프로를 설명하며 홍보한 영상을 보면, 사용자는 헤드셋을 착용해도 시각적·공간적 변화 없이 디지털 콘텐츠와 실제 현실과의 상호작용이 가능한 모습이다. 간단한 손가락 동작만으로 업무 처리가 가능하며, 눈동자의 움직임만으로도 앱을 작동할 수 있다.

그림 3. 비전프로를 통한 업무환경



자료: Apple, KUVIC 리서치 1팀

그림 4. 비전프로로 본 현실과 디지털 공간



자료: Apple, KUVIC 리서치 1팀

비전프로를 착용한 상태에서 현실감을 느끼기 위해선 물리적 공간의 벽을 허무는 것이 중요한데, 애플은 비전프로의 디스플레이, 컴퓨팅 및 카메라와 마이크를 통해서 몰입감 이상의 공간 컴퓨팅을 최대한 경험할 수 있도록 구성했다. 이는 현존하는 양산 가능한 기술을 적용해 디지털과 물리적 공간의 구분을 최소화할 것이다.

디스플레이 측면에서 듀얼 4K를 통해서 8K처럼 보일 수 있도록 했다. 알려진 바에 따르면 16K 영상은 해상도가 너무 높아서 사람의 눈에는 오히려 역효과이며, 8K가 가장 눈에 근접하다고 한다. 실제 눈과 디지털 시각 접점인 디스플레이 간 격차를 최소화한 것이다.

컴퓨팅에서 몰입감을 넘어 해당 공간에 있는 것처럼 느끼려면 즉각적인 반응이 중요한데 이를 위해 실시간 처리 전용 칩셋인 R1을 별도로 추가했다. 소통, 정보교환 또는 다양한 활동 등이 디지털 공간에서 발생할지라도 마치 물리적 공간에서 느꼈던 반응성을 그대로 구현하고자 하였다.

12개의 카메라와 6개의 마이크를 통해서 물리적 공간의 시각과 청각을 그대로 디지털 공간으로 가져오기 위해 노력하였다. 12개의 카메라는 눈과 비전프로 밖의 세상을 촬영하여 디지털과 물리적 공간의 벽을 없애고, 6개의 마이크는 공간감을 소리에 담기 위함이다. 이처럼 애플은 비전프로를 디지털과 물리적 공간의 차이를 최소화할 수 있도록 하드웨어적으로 구성했다.

1.1.3. 비전프로, Next 아이폰이 될 수 있을까?

애플이 꿈꾸는 ‘비전’을 실현시켜 줄 ‘비전프로’

비전프로는 콘텐츠 경험이 손에 짚 수 있는 디스플레이에 제한되지 않고, 들여다보는 것에서 손의 자유로움을 만들 수 있다.

애플 CEO 팀쿡은 “맥이 우리에게 개인용 컴퓨터를, 아이폰이 모바일 컴퓨팅을 소개한 것처럼, 애플 비전프로는 공간 컴퓨팅 시대를 열게 될 것”이라며 애플의 수 십년 경험을 바탕으로 제작된 비전프로는 이전 제품과는 비교할 수 없을 정도로 앞서 있음을 강조했다. 맥북, 아이폰, 아이패드, 애플워치 등 수많은 혁신을 거듭하며 하드웨어 부문에서 시장 선두자를 지켰던 애플이 2015년부터 개발을 시작하여 약 9년 만에 내놓은 비전프로가 우리의 일상에 어떠한 혁신을 다시 가져올지 기대되는 부분이다.

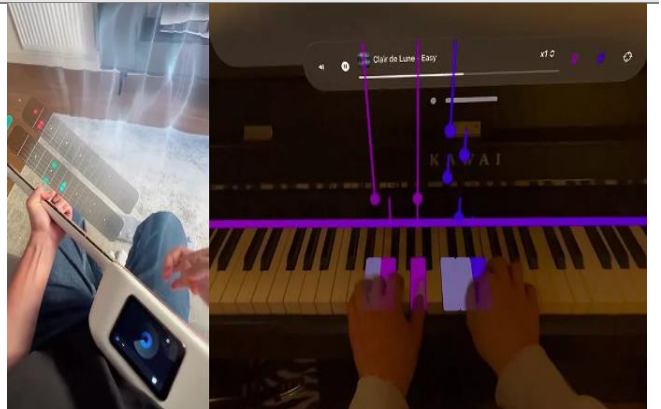
실제로 24년 출시된 비전프로는 1세대 초기 제품임에도 불구하고 다수의 찬사가 쏟아지고 있다. 비전프로 후기를 살펴보면 “지금까지 착용해 본 제품 가운데 최고의 웨어러블 디스플레이이다.”, “아직 개선할 점은 있지만, 지난 몇 년 동안 사용해 본 제품 중 가장 재미있는 신제품이고, 새로운 컴퓨팅 방식이 될 것임을 보여주는 가장 좋은 예다.”라는 평이 이어졌다. 특히 선명한 디스플레이와 충만한 내장 스피커, 이로 인한 콘텐츠에 대한 몰입감, 자연스러운 패스스루 카메라 등에 대한 칭찬이 주를 이뤘다.

그림 5. 비전프로 영화 감상



자료: Apple, KUVIC 리서치 1팀

그림 6. 비전프로 악기 연주



자료: Apple, KUVIC 리서치 1팀

물론 1세대 제품인만큼 한계성도 명확하다. 리뷰어들은 주로 무겁다, 비싸다, 배터리 용량이 작다, 구체적 용도가 없다 등의 단점을 언급하며 종합적인 점을 고려했을 때 기술 자체에 대해서는 깊은 인상을 받았으나 구매를 추천할 의사는 없다고 하였다. 그러나 돌이켜보면 아이폰이 출시된 초창기에도 저용량 배터리, 비싼 가격, 한정된 어플리케이션 수 등 위와 같은 문제는 존재하였고, 애플은 이를 차근차근 극복하는 데 성공했다.

2008년 7월 10일 출시 당시 500개 미만의 앱만 존재했던 앱 스토어는 스마트폰 보급률 증가와 함께 급격하게 성장하여 출시 이후 18개월 누적 30억 건의 다운로드 건수를 기록하였고, 현재 200만 개 이상의 앱을 보유하며 전 세계적으로 사랑받는 플랫폼으로 자리매김하였다. 배터리 용량 역시 아이폰 6S는 1715mAh 배터리를 탑재했지만, 모델마다 용량이 점점 증가하여 아이폰 14 Pro Max는 4352mAh 배터리를 탑재하였다.

애플의 행보를 살펴보면 항상 대중 시장에서 완성도 높은 혁신 제품으로 죽음의 계곡을 넘어 시장을 혁신, 확대시키는 데 성공하였다. 이제는 비전프로를 통해 궁극적으로 완전히 새로운 패러다임으로 전환되고, 사용자는 고정된 컴퓨터를 완전히 벗어날 수 있게 될 것이다. 애플이 꿈꾸는 새로운 미래는 최종적으로 공간 컴퓨팅이고, 비전프로는 애플의 새로운

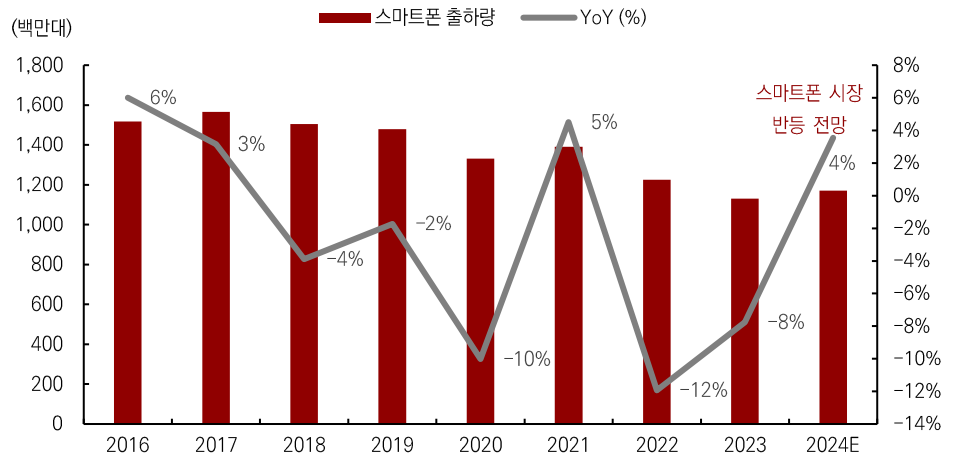
꿈을 실현시켜 줄 ‘비전’이 될 것이다.

온디바이스 AI 및 인도 시장 성장에 따른 스마트폰 시장 반등

1.2.1 스마트폰 시장 반등 전망

2024년에 글로벌 스마트폰 시장의 반등이 예상된다. 지난 22년과 23년의 스마트폰 시장은 둔화 기조를 보였다. 그 배경으로는 **글로벌 경기 위축, 교체주기 장기화** 등이 있다. 한 마디로 사람들은 새로운 스마트폰을 구매할 동기도, 구매력도 부족했다고 할 수 있다.

그림 7. 글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: Canalsy, KUVIC 리서치 1팀

한동안 침체되어 왔던 스마트폰 시장에도 다시 봄이 오기 시작했다. **1) 인도, 동남아 등 신흥 국가의 판매량 견인, 2) AI 스마트폰 수요 증가**, 크게 이 두 가지 배경으로 스마트폰 시장의 반등이 기대된다.

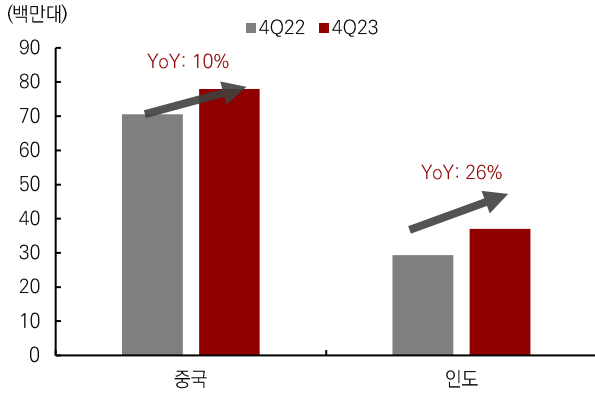
인도는 신규 수요 창출처라는 점에서 세계적으로 가장 매력적인 스마트폰 시장이다. 국내는 스마트폰 침투율이 80%인 반면 인도는 여전히 스마트폰 침투율이 70% 전후인 것으로 파악된다. 시장조사기관에 따르면 23년 인도 스마트폰 시장은 약 1억 5200만대 규모로 중국에 이어 세계 두 번째로 크다.

낮은 침투율, 높은 프리미엄 폰 선호도를 가진 인도 시장

특히 **인도 소비자들은 수익성 높은 프리미엄 폰을 선호**하는데, 14억명이라는 인구와 맞물려 가장 강력한 스마트폰 신흥시장으로 급부상하고 있다. 인도 내에서 프리미엄 스마트폰 (600달러 이상) 비중은 6%가 안 되는 상황으로, 프리미엄 스마트폰 중심의 성장여력이 남아있다. 23년 4분기 인도 스마트폰 시장 성장률은 25%로 글로벌 스마트폰 시장이 둔화 기조를 보인 것에 반해 크게 성장했음을 알 수 있다. 지난 해 **인도 내 아이폰 출하량은 처음 1000만대를 넘었고, 고가의 프리미엄 라인 중심으로 매출 1위**를 차지하기도 했다. 24년 1월 인도 스마트폰 판매량은 1,177만대(YoY+10%)를 기록하며 작년에 이어 지속적인 성장을 보여주고 있다.

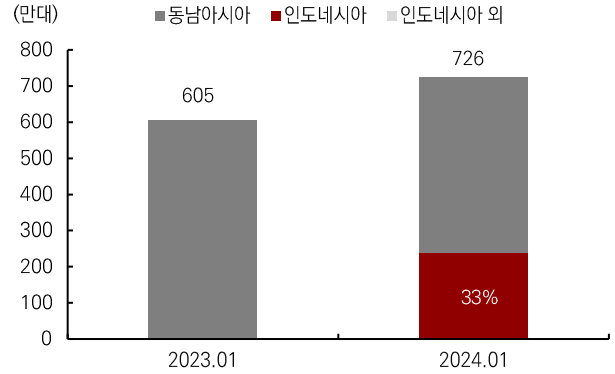
동남아 시장 역시 스마트폰 시장 반등에 기여하고 있다. 동남아 지역 내 상위 5개 국가, **인도네시아·말레이시아·필리핀·태국·베트남의 스마트폰 출하량은 726만대로 전년 동기 대비 20% 증가**했다. 5개국 중에서는 인도네시아의 판매량이 가장 많아 올 1월 동남아 시장 출하량의 38%가 인도네시아에 집중됐고, 필리핀, 태국, 베트남, 말레이시아 등 순서로 스마트폰이 많이 팔렸다.

그림 8. 중국, 인도 4분기 스마트폰 출하량 추이



자료: IDC, KUVIC 리서치 1팀

그림 9. 동남아시아 1월 스마트폰 출하량 추이



자료: Canlays, KUVIC 리서치 1팀

갤럭시 S24로 불붙은
온디바이스 AI 스마트폰 시장의
성장

스마트폰은 신규 수요보다는 교체 수요가 더 많은 시기로 진입했는데, 스마트폰의 교체주기가 길어졌던 이유는 기존 모델과 신규 모델의 성능 차이가 크게 없어졌기 때문이다. 과거 스마트폰 시장의 개화시기를 보면 시리즈마다 성능이 빠르게 향상되었고, 이에 따라 스마트폰 교체주기도 길지 않았다. 그러나 하드웨어 스펙이 좋아지면서 오히려 기술 발전 속도가 둔화되고 단가가 높아지면서 결국 스마트폰 수요가 감소하는 결과를 맞이하였다.

하지만 이러한 교체주기 장기화와 수요 둔화는 온디바이스 AI라는 새로운 하드웨어 스펙 성장으로 극복될 전망이다. 24년부터 온디바이스 AI 기능이 탑재된 ‘AI 스마트폰’ 시장이 본격 개화할 전망이며 빅테크 기업인 애플, 구글, 삼성이 그 문을 열고 있다. AI 스마트폰은 기존 모델들에 비해 시리즈마다 성능 차이가 유의미할 것이고, 소비자들의 수요를 충분히 끌어올릴 것이다.

2024년은 갤럭시 S24에 온디바이스 AI 기능이 탑재되면서 온디바이스 AI 하드웨어 시장이 본격화되는 원년이라고 할 수 있다. 화면에 동그라미를 그리면 구글에 검색을 해주는 ‘Circle to Search’ 기능이나 실시간 통화 번역, 생성형 AI 같은 기능이 최초로 탑재되었다. 국내 판매량은 출시 8일만에 100만대를 넘기면서 갤럭시 S 시리즈 중 최단 기간 100만대 돌파 기록을 세웠고, 이는 S23에 비해 약 3주 빠른 속도이다. 삼성전자는 기존 1Q24 판매량 목표치를 1,200만대에서 1,300만대로 상향하였다. 올해 S24 전체 판매량 전망치는 약 3,600만대로, 2017년 S8 시리즈 판매량을 8년만에 상회하는 수치이다.

애플 역시 아이폰 16 시리즈부터 AI를 탑재한다고 밝히면서, 본격적인 AI 스마트폰 전쟁이 시작되었다. AI 탑재 이후의 갤럭시 판매량 추이를 보았을 때, 올해 아이폰 16 시리즈 판매량에 대해서도 충분히 기대할 수 있다.

표 2. 기업별 생성형AI 모델

기업	AI모델	탑재모델	내용
삼성	가우스	갤럭시 S24 시리즈	1) 양방향 순차 통화 통역 서비스 '실시간 통역' 2) '삼성 키보드' 기반 문자 번역 서비스 '챗 어시스트' 3) 음성 녹음 앱의 '텍스트 변환'
구글	제미나이	픽셀8 프로	1) 인터넷에 연결없이 대화와 인터뷰 음성 녹음을 요약 2) 글의 맥락을 알고 적절한 답변을 해주는 답장 기능 지원
애플	에이잭스	아이폰 16 시리즈	1) 사용자의 질의에 보다 정확하고 자연스럽게 답함 2) 자동생성 애플뮤직 플레이 리스트 제공 3) 페이지 앱에 문장 작성 도우미 기능 탑재

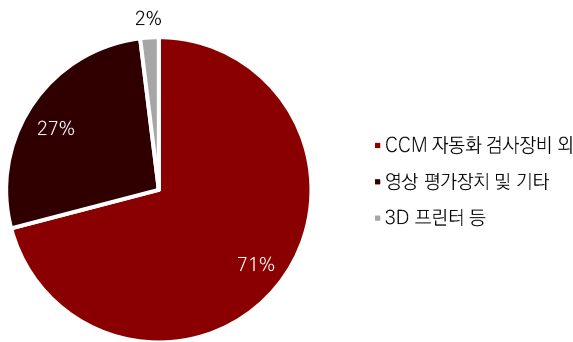
자료: 각 사, KUVIC 리서치 1팀

II. 기업분석

2.1. 사업부문 분석

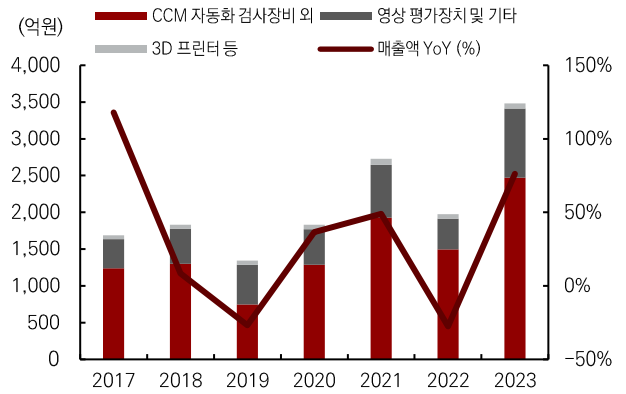
동사의 사업부문은 크게 CCM (자동화검사장비 외), 영상평가장치 (및 기타), 3D 프린터로 구성된다. 쉽게 정리하면, CCM 매출은 ‘장비 매출’, 영상평가장치 매출은 ‘서비스 및 툴킷 매출’이다. 23년 기준 CCM 매출이 71%, 영상평가장치 매출이 27%로 동사는 장비로 벌어들이는 매출이 대부분이다. 3D 프린터 매출은 동사의 자회사인 ‘큐비콘’의 매출로 볼 수 있다.

그림 10. 하이비전시스템 사업부문별 매출비중



자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

그림 11. 하이비전시스템 사업부문별 매출액 추이



자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

CCM 자동화검사장비

동사가 주력하는 장비는 **Active Align, 3D 센싱 검사장비, 폴디드줌 검사장비** 등이 있다. 이 장비들은 주로 고가형으로 알려져 있는 장비들이며 이외에도 focusing, final test 등 중저가형의 검사장비들도 다양하게 납품하고 있다. 사업방식은 외주 생산 후 납품하는 형태이다. 이차전지, 바이오헬스, 반도체 등 동사가 준비하고 있는 신사업 역시 장비 형태의 매출은 모두 CCM 매출에 포함된다. 따라서 CCM 매출비중은 앞으로 더 높아질 것으로 보인다.

영상평가장치

영상평가장치는 앞서 나간 장비들을 업그레이드해주는 역할을 한다. 스마트폰 신모델을 출시할 때 카메라 사양이 크게 변화하면 새로운 장비가 필요하다. 그러나 크게 사양이 변화하지 않거나 유사할 경우, 고객사들은 굳이 새로운 장비를 필요로 하지 않고 부분적인 업그레이드만 원할 수 있다. 이 때 서비스 및 툴킷 형태로 납품되는 것이 영상평가장치 매출이다. 따라서 앞서 납품된 장비들의 판매량, 스마트폰 신모델의 카메라 변화 정도 등이 영상평가장치 매출에 영향을 미친다.

표 3. 하이비전시스템 검사장비 설명 정리

장비	종류	내용
Active Align	카메라 모듈 검사장비	- 이미지 센서와 렌즈의 초점이 정확히 일치하도록 이미지센서와 광축을 정렬 - Lens AA, Dual AA로 구분
Focusing	카메라 모듈 검사장비	- 카메라 모듈의 초점 조정 및 관련 성능 검사를 통해 이상 유무를 판단 - 정상적인 기능을 갖춘 카메라 모듈을 UV로 고정
Calibration	카메라 모듈 검사장비	- Left pixel/Right pixel로 구분된 위상차자동초점 기술을 통해 성능 개선과 불량 구분을 진행 - 렌즈의 왜곡을 조정하여 표준에 맞게 보이도록 하는 작업
Final Image Test	카메라 모듈 검사장비	- 제품의 완성도를 위해 lens에 대한 이물 검출 및 해상력 검사 진행
SL(Structured Light)	3D 센서 카메라 검사장비	- 특정 패턴을 갖는 광원을 이용하여 거리를 측정하는 방식 - 전면 카메라
ToF(Time of Flight)	3D 센서 카메라 검사장비	- 피사체에서 반사된 빛을 직접 분석하여 거리로 환산하는 방식 - SL 대비 장거리 인식 가능 - 후면카메라

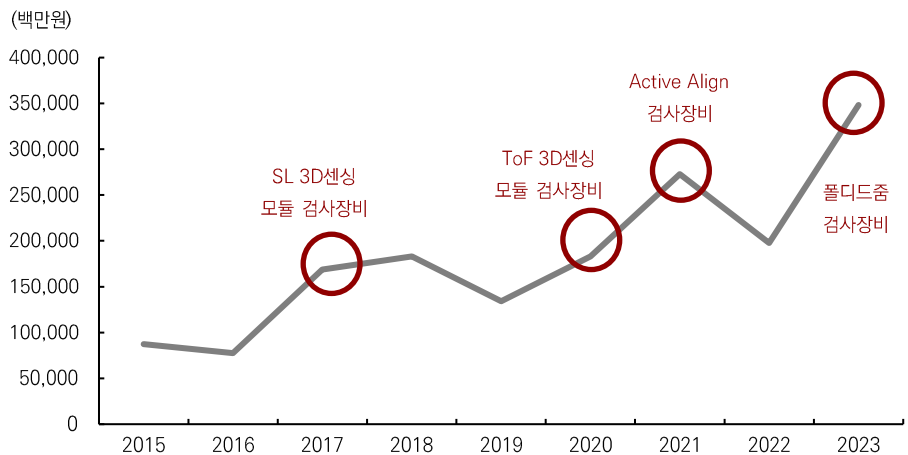
자료: 동사 홈페이지, KUVIC 리서치 1팀

2.2. 과거 매출 추이

과거 동사는 크게 **4번의 매출 상승**을 경험하였다. 17년, 20년, 21년, 23년이 매출상승을 크게 이룬 연도이다. 동사는 아이폰 판매량에도 영향을 받지만, **무엇보다 카메라의 기술적 변화에 따라 신규 검사장비에 대한 수요가 생기면 매출이 급증한다**는 특징을 갖는다.

2017년부터 동사는 다양한 센싱 모듈 검사 장비, 공정 장비로 아이টে를 확대하는 모습을 보여주었다. **2017년에는 SL 3D 센싱 모듈 검사장비를, 2020년에는 ToF 3D 센싱 모듈 검사 장비를** 신규로 납품한 것이 매출을 견인하였다. 이후 **2021년에는 Active Align, 2023년에는 폴디드줌 검사장비를** 신규로 납품하였다.

그림 12. 하이비전시스템 매출 추이



자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

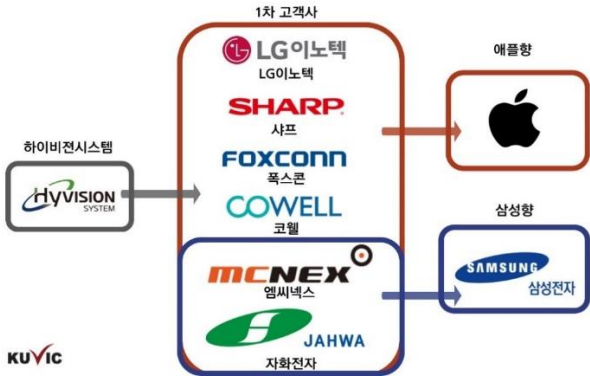
2.3. 고객사 분석

동사는 다수의 1차 고객사들을 거쳐 최종적으로 애플과 삼성에 장비 및 서비스를 납품한다. 그 중 **애플향과 삼성향의 비중은 각각 90%, 10%** 정도이다. 애플향으로 나가는 비중이 압도적으로 높긴 하지만, 동사가 애플에 대한 의존도가 높다고 볼 필요는 없다. 글로벌

리 다양한 1차 고객사를 보유하고 있으며 삼성향 비중도 점차 늘려갈 여력이 충분하기 때문이다.

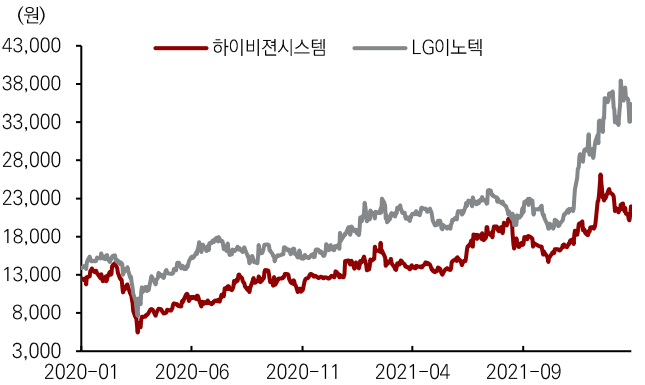
애플향 1차 고객사는 LG이노텍, 코웰, 폭스콘, 샤프, 자화전자, 엠씨넥스가 있고, 이 중 자화전자와 엠씨넥스는 삼성향 고객사이기도 하다. 이중 주된 고객사는 LG이노텍이다. LG이노텍과의 관계성은 매우 깊다. 동사와 LG이노텍은 주가나 CAPEX 추이에서 유의미한 상관관계를 보인다.

그림 13. 하이비전시스템 고객사 정리



자료: KUVIC 리서치 1팀

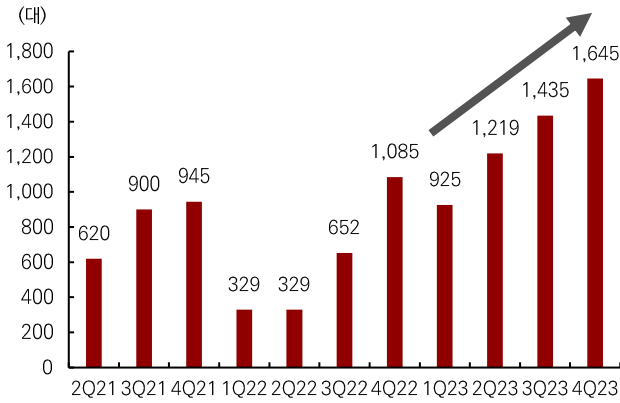
그림 14. 하이비전시스템, LG이노텍 주가 추이



자료: KRX, KUVIC 리서치 1팀

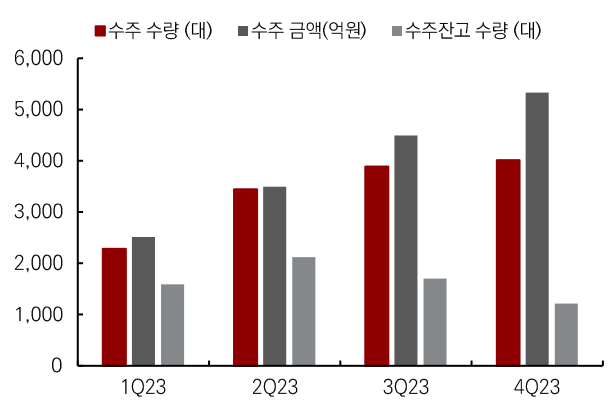
2.4. 수주잔고 추이

그림 15. CCM자동화 검사장비 수주 수량



자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

그림 16. 하이비전시스템 합계 수주 추이



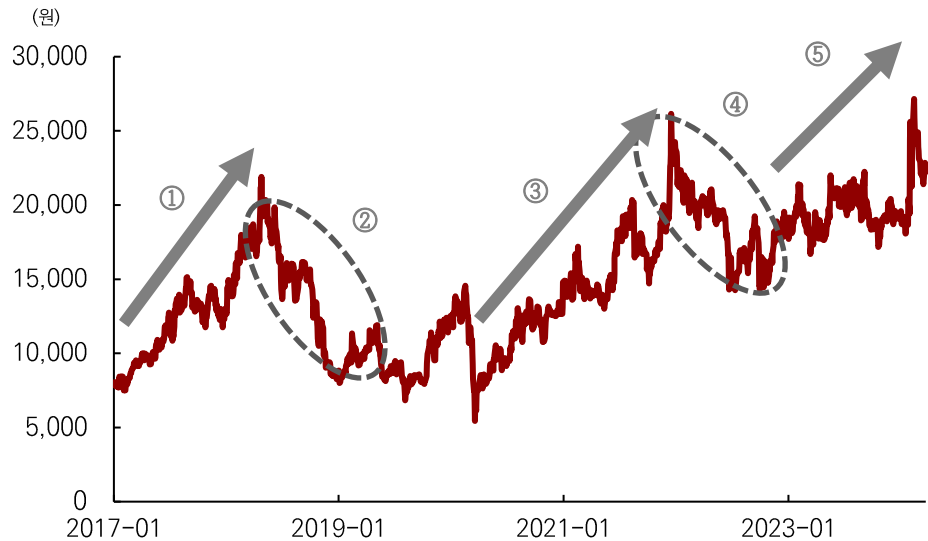
자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

동사는 수주 형태로 사업을 영위하고 있어, **얼마나 많은 수주를 확보했고, 확보할 것인지가 매우 중요하다.** 작년부터 동사의 수주 수량과 수주 금액은 꾸준히 증가하고 있다. 특히 수주 수량에 비해 금액이 증가하는 속도가 더 빠른 것은 수주 단가의 증가로 해석된다. 이는 **고가의 플리드즘 장비 신규 수주와 이차전지 생산라인 수주**에 따른 결과이다.

내년까지 동사는 1) **바이오 헬스 등 신규 장비 수주**, 2) **비전프로 등 XR향 장비 수주**로 수주규모를 꾸준히 늘려 나갈 계획이다. 특히 카메라 모듈 스펙 변화가 장기화되면서 신규 장비 수주가 부재할 것이라는 우려는 이로 인해 해소될 수 있다. ASP 20억을 목표로 하는 동사의 시약검사장비 신규 수주(24년 하반기 예상)와 비전프로 보급형 출시에 따른 수주(25년)가 수주잔고 증가의 핵심 모멘텀으로 작용할 것이다.

2.5. 주가추이 분석

그림 17. 주가 추이



자료: KRX, KUVIC 리서치 팀

1) 2017.01~2018.04

2017년에 아이폰의 듀얼카메라 및 SL 3D센싱 모듈 채택은 동사의 검사장비 수주 증가로 이어졌다. 신규 수주 증가로 17년 매출은 가파르게 상승하였다. 또한 17년 4분기에 전세계 스마트폰 매출액의 절반을 애플이 차지하면서, 삼성을 제치고 점유율 1위를 달성하였다. 애플의 출하량과 동사의 실적 호조로 주가는 큰 폭으로 상승하였다.

2) 2018.01~2020.03

2018년에 스마트폰 시장이 사상 첫 역성장을 하면서 19년까지 흐름이 이어졌다. 2019년에 애플 출하량은 5년 만에 최저치를 기록하기도 하였다. 이에 따라 동사의 실적 상황도 좋지 않았고 19년에 매출이 27% 하락하였다. 스마트폰 시장의 침체와 동사의 실적 저하는 주가에 부정적인 영향을 끼쳤다.

3) 2020.03~2021.12

동사는 2020년에 ToF 3D센싱 모듈 검사장비를, 2021년에 Active Align를 신규 납품하면서 매출 성장을 크게 이루었다. 또한 본격적인 신사업 준비를 시작하면서 21년 8월에 2차 전지 사업부문 조직을 만들었다. 코로나로 인한 경기침체에도 불구하고 신규 수주로 실적을 개선하고 신사업에 대한 기대감을 주면서 동사의 주가는 꾸준히 상승했다.

4) 2021.12~2022.11

2022년에 동사의 가장 단가가 비싼 Active Align 장비 수요가 감소하면서 실적 감소를 피할 수 없었다. 또한 22년 하반기 글로벌 스마트폰 출하량은 전년보다 12% 감소하였다. 최근 10년 중 가장 많이 하락한 수치였다. 스마트폰 시장의 침체와 동사의 실적 저하, 그리고 별다른 신규 수주 모멘텀이 부족하여 주가는 하락세를 보였다.

5) 2022.11~현재

2023년에 폴디드줌 검사장비를 신규로 납품하면서 매출이 크게 성장하였다. 또한 비전프로 출시 예정 등으로 XR 시장 개화에 대한 기대감이 형성되었다. 침체되던 스마트폰 시장

의 반등 기대감까지 형성되면서 동사의 수혜가 예상되어 주가는 상승세를 보였다.

24년, 25년에 폴디드줌 탑재 비중이 높아질 것이라는 점, 비전프로 보급형 출시 등 XR시장에 대한 기대감이 더해질 것이라는 점, 이차전지 등 신사업이 본격적으로 확장할 것이라는 점에서 **현 시점을 매력적인 매수 시점으로 제시한다.**

III. 투자 Point

3.0. 기존 사업의 성장과 신사업 추진의 조화

신사업을 통한 피크아웃 극복

동사는 카메라 모듈 검사장비 업체로서 묵묵히 성장해왔다. 이제는 복합 검사장비 업체라는 타이틀을 얻고자 다양한 신사업을 준비해가고 있다. 최근에 기존 제품 포트폴리오 확대 등으로 안정적으로 매출 성장이 이어지고 있는 가운데, 23년 창사 이래 최고 매출액과 영업이익을 달성하였다. 아직 시장에서는 피크아웃 우려도 일부 존재하지만, 동사는 신사업을 통해 이를 벗어나고 있다

또한 시장의 트렌드가 모두 동사의 매출에 기여하는 방향으로 흘러가고 있다. XR시장의 개화, 스마트폰 시장의 반등, 폴더드뷰 탑재 비중의 증가 등으로 동사가 받을 수혜는 상당하다. 동사는 이 기회를 놓치지 않고 발빠르게 사업을 확대해 가고 있다.

이에 따라 1) 비전프로향 중장기적 매출 기대, 2) 폴더드뷰 탑재 비중 증가에 따른 매출 증대, 3) 신사업 및 인도 진출을 투자포인트로 제시한다.

3.1. 새로운 꿈을 실현시켜줄 '비전'프로

26년 비전프로 최대 1,200만대 생산 전망

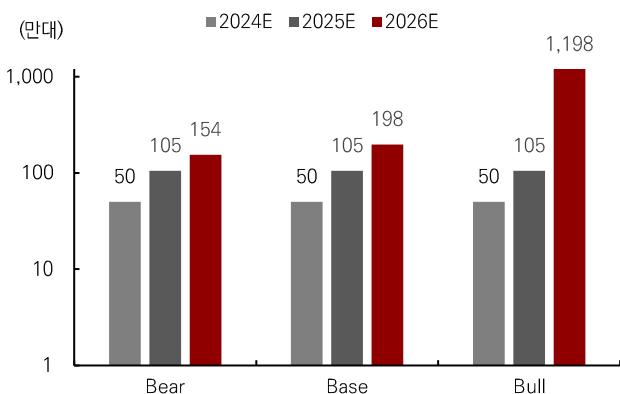
동사는 비전프로의 출하량에 따라 중장기적으로 엄청난 매출을 기대할 수 있다.

24년 애플에서 비전프로를 출시하면서 50만대의 물량을 생산하였고, 동사는 23년 비전프로향으로 100억 내외의 매출을 기록했다. 출하량이 그리 많지 않았던 것에 반해 매출이 유의미하게 인식된 것은 비전프로에 들어가는 카메라, 센서 수에 기인한다.

비전프로는 카메라 12개, 센서 5개(ToF/SL) 등 다양한 부품을 필요로 한다. 아이폰의 카메라가 2~3개, 센서가 1개인 것과 비교했을 때, 비전프로 한 대당 필요로 하는 검사장비가 몇 배 더 많을 것으로 추정된다. 이는 동사의 검사장비 Q 증가로 이어진다.

올해 출시된 비전프로 출하량은 다소 아쉬웠으나, 25년 하반기에 출시 예정인 보급형 모델에 대한 기대감은 높은 편이다. 본 리서치팀 추정치에 따르면, 26년 최대 약 1,200만대까지 판매될 것으로 전망된다.

그림 18. 애플 비전프로 출하량 전망



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 4. 애플 비전프로 세부 사양

부품	내용
칩셋	Apple M2 + Apple R1 processor
디스플레이	Micro OLED 3552 x 3840 (4K)
카메라	12개
센서	5개 (TrueDepth, LiDAR)
배터리	Tethered External(외장 배터리), 2시간
사운드	Spatial Audio(Dual-driver Audio)
마이크	6개
렌즈 간격 조정	자동
OS	Vision OS

자료: Apple, KUVIC 리서치 1팀

23년 기준 스마트폰 시장에서 애플의 글로벌 점유율은 20.1%이고, 판매량 1위부터 7위까지 모두 아이폰 모델들이 차지했다. **애플 고객들의 특징은 충성도가 높다는 것이다.** 스마트폰의 경우 애플은 87%, 삼성은 74%의 충성도를 보인다. **애플의 충성도가 높은 이유는 애플의 높은 기기 호환성 때문이다.** 에어팟, 애플워치, 맥북 등 애플은 기기 간 호환성이 매우 좋은 편에 속하는데, 비전프로도 마찬가지이다. 맥북과 연결하여 가상 모니터처럼 사용할 수도 있고, 아이폰과 연결하여 상대방과 화상통화도 할 수 있다. 이런 호환성을 바탕으로 대량 생산된 보급형 모델은 **전 세계에 분포한 아이폰 생태계에 용이하게 침투할 수 있을 것으로 예상된다.**

표 5. 기업별 XR기기 정리

기업	대표 기기	출시일	가격	사진
메타	퀘스트3	2023.10	69만원~89만원	
소니	플레이스테이션 VR2	2023.02	79만원	
애플	비전프로	2024.02	467만원	
애플	비전프로 보급형	2025 하반기	230만원~330만원 (미정)	-
삼성	구글, 퀄컴과 XR기기 개발 중	2024.06	134만원~267만원 (미정)	-
LG	메타와 XR 시장 진출 협력	2025	미정	-

자료: KUVIC 리서치 1팀

XR 시장이 아직 개화하는 과정에 있다는 점과, 2015년 애플워치 출시 이후 애플이 처음으로 출시하는 하드웨어라는 점에서 **폼팩터의 정형화된 표준을 정하는 경쟁이 충분히 이루어질 것으로 보인다.** 그리고 그 과정에서 동사는 고객사 내에 견고한 입지를 바탕으로 신수요 창출이 기대된다. XR 시장 개화와 동시에, 동사의 XR향 매출은 기존 스마트폰 성장의 수혜 정도를 크게 상회하며 중장기 성장 동력으로 작용할 전망이다.

3.2. 폴디드줌이 가져올 높은 P, Q

애플 프리미엄 수혜의 직격타, 폴디드줌

23년 동사의 역대 최고 실적을 기록하게 한 것은 바로 폴디드줌 장비 신규 수주였다. 이는 폴디드줌이 가진 1) 높은 P, 2) 증가하는 Q라는 특성에 기인한다.

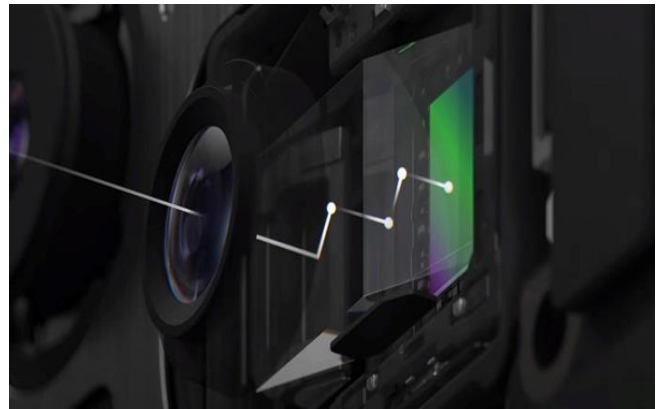
23년 아이폰 15 Pro Max에 처음 폴디드줌이 탑재되면서, 동사는 폴디드줌 장비 매출액으로 8~900억을 기록하였다. IR에 따르면 폴디드줌 검사장비는 동사의 CCM 장비 중에서도 단가가 가장 높은 고가형 기기이기에 매출액 성장에 크게 기여할 수 있었던 것으로 보인다. 폴디드줌 검사장비의 단가가 높은 것은 폴디드줌 자체의 P가 높은 것에 따른다. 외신에 따르면 아이폰 15시리즈에 적용된 폴디드줌의 가격은 전작과 비교할 때 4배가량 더 비싼 것으로 추정된다. 동사의 폴디드줌 프로젝트 장비는 세 종류이고, 전공정 장비도 매우 많다.

표 6. 폴디드줌 관련 정리

분류	내용
기술 설명	<ul style="list-style-type: none"> - 광학식 연속줌 카메라 모듈로 프리미엄 스마트폰의 차별화된 기술 - 프리즘으로 빛을 꺾어 이미지센서에 전달하기 때문에 고배율 촬영에 필요한 초점거리를 확보할 수 있음.
장점	<ul style="list-style-type: none"> - 4~9배 구간에서 렌즈를 직접 이동시켜 피사체를 확대하는 광학줌 촬영이 가능해 고화질이 유지됨. - 디자인 측면에서는 스마트폰 후면 '카툰튀'를 최소화
애플/삼성 비교	<ul style="list-style-type: none"> - 폴디드줌의 기술 원리는 동일. - 애플은 이미지센서 부에서, 삼성은 렌즈 부에서 손떨림방지(OIS) 기능을 지원한다는 점에서 차이.

자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 19. 아이폰 15 Pro Max에 적용된 폴디드줌



자료: IT WORLD, KUVIC 리서치 1팀

높아지는 폴디드줌 수요는 프리미엄 폰 시장과 관련이 있다. 23년 전체 스마트폰 출하량이 8% 감소한 것에 반해, 프리미엄 폰 시장은 6% 성장하며 역대 신기록을 세웠다. 22년과 23년에 팔린 스마트폰 5대 중 1대는 프리미엄 폰이었다. 이러한 시장상황은 소비자들의 구매 패턴이 변화한 것에 기인한다. 스마트폰 교체주기가 길어진 만큼, 소비자들은 더 오래 사용할 고품질 스마트폰에 더 많은 비용을 지불할 의향이 충분해졌다.

애플은 프리미엄 폰 시장에서 압도적인 점유율로 1위를 차지하고 있다. 23년 기준, 애플의 프리미엄 폰 시장 점유율은 71%이었고, 그 다음은 삼성전자가 17%를 차지하여 애플이 압도적인 우위를 차지하고 있음을 알 수 있다.

23년 프리미엄 폰 시장의 트렌드는 '카메라 성능 경쟁'이었다. 먼 거리의 사물을 더 또렷하게 카메라에 담고자 하는 소비자들의 니즈가 커지면서 '폴디드줌' 장착이 대세로 떠올랐다. 폴디드줌은 줌 배율이 높아질수록 카메라 모듈의 두께가 두꺼워지는 문제를 해소할 수 있기 때문이다. 이에 따라 신규 모델의 폴디드줌 탑재 비중은 높아졌다.

동사의 핵심 고객사인 애플의 경우 2023년 아이폰 15 Pro Max를 시작으로, 향후 2024년 출시될 아이폰 16 Pro와 16 Pro Max에 폴디드줌이 탑재될 예정이다. 또한 2025년에 출시될 아이폰 17의 경우 전 모델에 폴디드줌이 탑재될 가능성도 있다고 한다. 이제 스마트폰의 카메라 성능은 스마트폰의 경쟁력과 다름이 없기에, 한번 폴디드줌이 탑재되면 다음

표 7. 폴디드줌 탑재 모델

연도	모델
2020	Galaxy S20 Ultra P40 Pro+
2021	Galaxy S21 Ultra P50 Pro++
2022	Galaxy S22 Ultra P60 Pro+
2023	Galaxy S23 Ultra Iphone 15 Pro Max
2024	Galaxy S24 Ultra Iphone 16 Pro(예정) Iphone 16 Pro Max(예정)

자료: KUVIC 리서치 1팀

시리즈에도 계속 탑재되는 것이 거의 유력하다. 따라서 이에 따른 동사의 폴디드줌 검사장비 Q의 증가를 기대할 수 있다.

동사의 주요 1차 고객사인 LG이노텍이 받는 물량도 동사의 장비 Q와 연관이 깊다. **23년 아이폰 15 Pro Max에 탑재된 폴디드줌 모듈은 LG이노텍이 단독 공급했다.** 올해부터 자화 전자도 함께 물량을 받지만, 애플은 자화전자보다 LG이노텍의 생산수율 확보가 용이하다고 판단하여 LG이노텍의 물량이 2배 정도 많은 것으로 알려져 있다. **애플 물량에 대한 LG이노텍의 점유율 상승은 동사에게도 수혜로 이어질 것이다.**

2023년을 시작으로 매년 폴디드줌 시장은 더 커지고 있고, 침투율 상승세가 진행되고 있다. 이에 따라 동사의 관련 장비 공급 수혜도 지속될 것으로 기대되며 기술 업그레이드에 따른 교체 수요가 더해지며 후면 카메라랑 장비 수주 증가세는 향후 2~3년 간 지속될 것으로 판단된다.

3.3. 아직도 먹을 게 남아 있다니, 신사업

3.3.1. 이차전지 검사 장비

동사의 이차전지 신사업은 ‘부업’ 수준이 아닌 ‘본업’ 매출을 견인할 만큼의 역할을 해줄 것이다. 21년 8월 이차전지 팀을 신설하면서 동사는 이차전지 사업에 본격적으로 진출했다. 자회사 ‘큐비콘’의 핵심 주주인 ‘세방전지’와 협력하여 이차전지 장비를 개발했으며, **셀 검사장비와 배터리 패키징 장비를 보유하고 있다.**

타라인 성장을 이끌 이차전지 검사장비

동사는 이차전지 분야 중에서도 조립, 검사 분야에 진출하였다. 크게 ‘**모듈/팩 Packaging**’ 과 ‘**극판 Vision 검사**’로 구분할 수 있다. 함께 이차전지 장비를 개발했던 세방전지의 자회사인 ‘세방리튬배터리’로부터 23년에 신규 수주를 받으면서 본격적인 이차전지 수주 잔고를 확보하게 되었다. 이 수주는 동사의 **기존 사업 영역인 검사장비를 포함해 공정 및 조립 장비, 자동화설비 등을 모두 포함한 패키지 라인을 담당한다는 점에서 큰 의미를 갖는다.** 동사가 이차전지 신사업을 이제 막 시작했음에도 불구하고 수주를 안정적으로 확보할 수 있던 비결은 ‘**고난이도 검사장비로 쌓은 레퍼런스**’에 있다. **동사가 영위해왔던 카메라 모듈 검사장비는 높은 기술력을 요하는 사업이다.** 이차전지 검사장비는 그에 비해 상대적으로 난이도가 쉬운 편에 속한다. 이차전지 사업에 뛰어들 것은 얼마되지 않았지만, 지난 수년간 카메라 모듈 검사장비 사업을 통해 **동사의 기술력은 업계에서 충분히 증명 받았다.**

장비 개발부터 함께 해오며 고객사가 된 세방전지와는 앞으로도 무리없이 협업을 이어 나갈 것으로 보인다. 동사는 이 협업을 통해 이차전지 검사장비 관련 업력과 노하우를 빠르게 쌓고자 한다. **이차전지 관련 레퍼런스를 쌓을수록 동사가 확보할 고객사 및 수주는 현재보다 훨씬 더 많아질 것이다.**

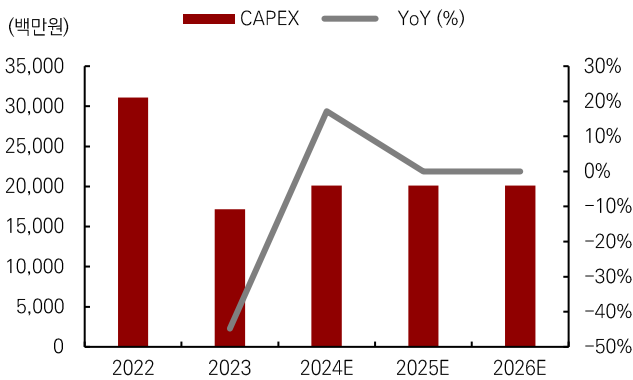
동사가 23년에 받은 수주는 크게 ‘세방향 생산라인’과 ‘SDI향 셀 검사장비’으로 구분된다. **세방에게 받는 생산라인은 본라인 100억원으로 알려져 있고, SDI향 셀검사장비 단가는 공개되지 않고 있다.** 간담회에서 일부 공개된 동사의 수주 단가는 다양하지만, 그 중에서도 **ESS 생산라인의 수주 단가가 매우 높은 편이다.** ESS 생산라인은 현재 프로젝트 중이며 일부는 거의 확정이 되었다고 하는데, 이 수주들이 확보될 경우 동사의 매출은 23년 대비 엄청난 성장률을 기록할 것이다.

표 8. 이차전지 수주 단가 정리

수주 내용	수주당 단가 (억)
세방향 본라인	100
SDI향 셀 검사장비 (23년)	50
SDI향 셀 검사장비 (24년)	80 (추정)
E사 ESS 중국향 파일럿라인	100
E사 ESS 중국향 본라인	300
E사 ESS 애리조나향 본라인	300

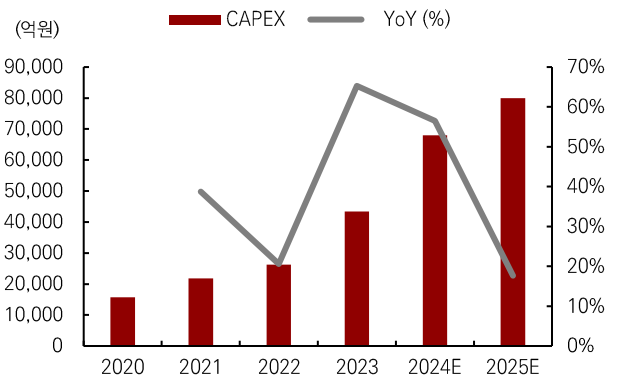
자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 20. 세방전지 CAPEX 추이 및 전망



자료: 세방전지, KUVIC 리서치 1팀

그림 21. 삼성SDI CAPEX 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, KUVIC 리서치 1팀

23년 이차전지 장비 수주는 200억, 매출은 100억 중반대 정도를 기록하였다. 현재 언론에 보도된 24년 이차전지 수주는 180억 이상이다. 아직 이차전지 관련 고객사를 다양하게 확보하지 않았음에도 유의미한 매출이 인식되고 있어 기대되는 사업부문이다. **24년은 1600억원의 수주를 목표로 하고 있다.** 동사가 현재 진행 중인 프로젝트를 모두 성공시켰을 때 나오는 숫자이므로, 절대 불가능한 수치는 아니다. **매출도 최소 500억에서 최대 1000억까지 인식 가능할 것으로 가이던스를 제시하고 있다.**

3.3.2. 바이오 헬스케어 및 반도체 검사 장비

높은 ASP와 확정된 미래 수익원, 바이오 및 반도체 검사 장비

동사는 ‘바이오헬스’와 ‘반도체’ 시장까지 진출하고자 한다. 두 사업은 아직 준비 중이며 보수적으로 내년에서 내후년부터 매출이 인식될 것으로 보인다. 이차전지 사업을 영위하는 방식을 볼 때, 바이오헬스와 반도체도 사업이 안정적으로 자리잡으면 빠르게 수주를 확보해 나갈 것으로 보인다.

바이오헬스 사업을 통해 동사는 ‘시약 검사 장비’ 시장에 진출할 예정이다. 이전에는 40억에서 50억원 사이의 비싼 외산 장비에 의존하고 있었는데, **현재 ASP 20억원 수준의 장비를 직접 준비 중이다.** 시약 검사기 테스트 단계를 진행하고 있으며, 고객사(제약사)와 본격적 논의를 통해 시장 진출을 추진하고 있다. **셀트리온 등 여러 바이오 기업들에 납품하고자 컨택 중인 것으로 알려져 있다.** 올해 6월 내외로 현장에서 사용할 수 있는 프로토타입을 도입한 후 수주를 통해 매출 가시화를 목표로 하고 있다. **장비의 마진율은 30~40%로 예상되어 수익성 개선에 기여할 것으로 기대된다.**

또한, 자체 개발한 AOI(Automatic Optical Inspection) 장비를 통해 반도체 시장 진출 예정이다. AOI장비는 반도체 웨이퍼 표면의 이물질을 검사하는 장비로, 이미지센서 웨이퍼

검사장비 역시 그 동안 외산장비에 의존하고 있었다. **비용절약을 위해 이를 국산화하고, 검사 소요시간을 최소화하기 위해 분산처리·병렬처리 기술을 구현했다.** 현재는 글로벌 주요 후공정 전문 기업들과 컨택하며 반도체 웨이퍼 검사장비 공급을 추진하고 있다. 이는 OSAT과 같은 미드유저를 고객을 대상으로 생산하는 것이며, **현재 데모장비까지 만들어 놓은 상태라고 한다.** 반도체 장비는 25년에 매출이 발생하는 것을 목표로 하고 있다.

3.3.3. 인도법인을 통해 진출 준비 중

새로운 공장, 새로운 검사 장비

동사는 23년 8월 미국 법인에 이어 11월 싱가포르 법인을 설립하면서 글로벌 네트워크 확대를 준비하고 있다. **인도법인 설립을 통해 내년부터 생산이 시작되며 애플향 인도 매출이 발생할 것으로 보고 있다.**

표 9. 하이비전시스템 해외법인 설립 연혁

국가	종류	설립 날짜
베트남	해외법인 / 신공장	2017.03
미국	해외법인	2023.08
싱가포르	해외법인	2023.11
인도	해외법인	2025 (생산 예정)

자료: 동사, KUVIC 리서치 팀

인도 시장으로의 진출은 애플의 인도, 동남아 사업 확장 움직임에 기인한다. 애플은 2022년부터 기존에 거의 100% 중국에서 생산해오던 아이폰을 인도나 베트남 등의 곳으로 생산기지를 이전하고 있다. 이는 팬데믹 기간에 중국 정부의 과도한 방역 정책으로 공장 가동을 하지 못한 점과 미국과 중국 간의 국제 사회에서의 경쟁 및 힘싸움으로 인한 지정학적 리스크 회피, 그리고 인도라는 거대한 시장의 개화에서 비롯된다.

애플의 인도 공장 이전은 동사에게 굉장한 호재로 작용한다. 검사 장비를 중국에서 인도로 전부 이동시키는 시간은 굉장히 오래 걸릴 것이고, 인도 및 동남아에서의 폭발적인 수요를 감당하기 위해 결국엔 애플은 새로운 검사 장비를 주문할 것으로 예상된다.

JP Morgan에 따르면, 2023년 인도 생산기지에서 생산된 아이폰 물량은 12~14%였는데, 2025년까지 이 비율이 25%까지 상승할 것으로 전망된다. **애플이 인도향 매출에 힘을 주는 만큼 동사도 그에 따라 움직일 것이다.** 스마트폰 시장 침체기인 작년과 재작년에 보여준 인도 시장의 잠재력은 충분히 유의미했다.

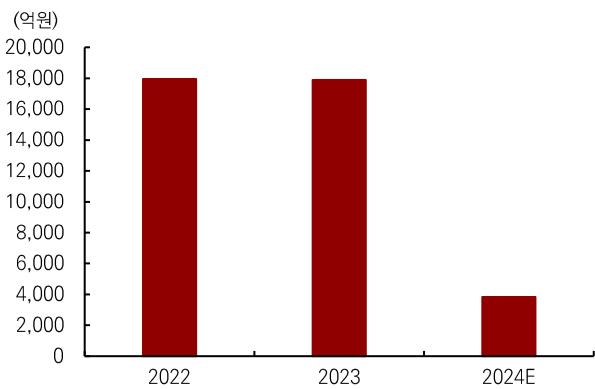
IV. 투자 Risk

4.1. LG이노텍의 시설투자 축소

이노텍 CAPEX 보단 최종 고객사 향방에 집중!

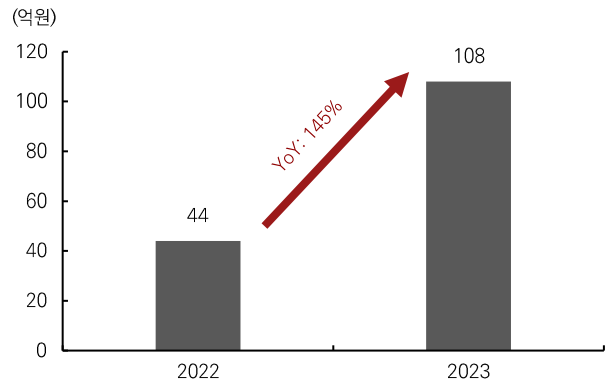
동사의 주 고객사 중 하나인 LG이노텍은 지난 몇 년간 시설투자를 과도하게 늘려왔는데, 24년부터 시설투자를 줄일 계획을 발표하였다. 또한 작년 7월에는 수익성 악화로 인해 중국 카메라 모듈 공장을 단계적으로 철수하고 베트남 공장을 증설해 이를 대체하기로 결정했다. LG이노텍의 CAPEX 감소는 동사의 매출에 악영향을 줄 것이라는 우려로 이어진다.

그림 22. LG이노텍 시설투자 규모 전망



자료: LG이노텍, KUVIC 리서치 1팀

그림 23. 하이비전시스템 중국 법인 매출



자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

그러나 LG이노텍의 CAPEX 감소는 지난 몇 년간 과도하게 늘려온 시설투자의 일시적인 조정이다. 특히 중국 공장 철수는 현재 중국향 애플 출하량 감소에 따른 스탠스이며, 멕시코 증설에 전장 투자를 2배 확대한다는 계획을 통해 LG이노텍이 전략적인 시설투자를 집행하고 있음을 알 수 있다.

동사는 LG이노텍이 주요한 고객사인 것은 맞으나 글로벌리 다양한 고객사를 보유하고 있다. LG이노텍에 대한 의존도가 과도하지 않다는 점과, 사업부문을 넓혀가고 있다는 점에서 동사의 매출이 큰 영향을 받지 않을 것으로 보인다. 23년 LG이노텍의 중국 공장 철수에도 불구하고 동사의 중국 법인 매출은 전년 대비 145% 증가했다는 점도 이를 증명하고 있다.

4.2. XR 시장, 정말 확장될 수 있을까?

대기업들의 차세대 먹거리, XR 시장

본 리포트에서 언급한 바와 같이 애플의 비전프로는 New Paradigm으로 넘어가는 서막이다. 새로운 변화와 혁신은 기존 기술에 익숙하던 이들에게 당연히 일정한 반감을 일으키기도 하고, ‘공간컴퓨팅’과 친근하지 않은 우리들이 새로운 컴퓨팅 기술에 익숙해지는 데도 꽤 시간이 걸릴 수 있다. 더구나 비전프로는 꽤 고가라는 점과 장시간 착용하기 무겁다는 점은 현실적인 측면에서 상용화 가능성에 대한 의문을 제기한다.

그럼에도 불구하고 본 리포트 산업 분석에서 언급했듯이 애플은 항상 대중 시장에서 완성도 높은 혁신 제품으로 죽음의 계곡을 넘으며 시장을 혁신, 확대시키는 데 성공하였다. 또한 XR 생태계는 애플과 메타뿐만 아니라 삼성과 구글, 퀄컴, LG 등 여러 대기업이 진출하

고자 하는 시장이다. 일례로 삼성은 작년 2월 ‘갤럭시 언팩 23’ 행사에서 퀄컴, 구글과 손 잡고 MR과 VR, AR을 총망라한 XR 생태계를 구축하겠다는 계획을 발표하였다. 삼성은 첫 XR기기 생산시점을 올해 12월로 확정하고 초도 생산 물량을 3만대라고 밝혔다. **이에 퀄컴은 올해 1월 XR 관련 기기에 탑재할 칩을 공개하여 MR과 VR 경험을 제공하는 ‘스냅드래곤 XR 2+ 2세대 플랫폼’을 개발했다고 밝히며,** 삼성, 구글, 퀄컴 연합은 XR 생태계 확장을 위해 긴밀한 협력을 지속하고 있다.

LG전자 역시 최근 메타와 CEO간 만남을 통해 XR 사업 협력에 대해 논의했다. **LG전자는 메타로부터 XR 헤드셋 관련 하드웨어 핵심 기술을 공유받는 대신, 이후 출시할 LG전자 XR 헤드셋에 ‘메타퀘스트 OS’를 탑재하는 방향을 추진하기로 하였다.** 메타는 이를 통해 스마트폰 시대의 안드로이드 자리를 자사 OS가 차지하는 것을 노리고 있다. LG전자 역시 메타로부터 소비자 데이터를 공유받아 XR 시장을 대비할 수 있는 역량을 갖추게 되었고, **LG전자 조주완 사장은 메타와 협력한 MR기기의 구체적 모습은 2025년에 볼 수 있다고 언급하였다.**

이렇듯 XR 시장은 비단 애플과 메타뿐 아니라 여러 대기업들이 시장 확대를 위해 시너지를 내고 있는 상황이다. 이는 **대기업들이 기존의 스마트폰이나 TV 등의 하드웨어에서 XR 헤드셋이라는 새로운 하드웨어를 차세대 먹거리로 선정했음을 의미한다.** 화웨이 역시 최근 올해 말 출시를 목표로 XR 헤드셋을 개발 중임을 밝혔다. XR 시장의 확장은 거부할 수 없는 흐름이며, 우리의 일상 생활을 변화시킬 매개체가 될 것이다.

V. Valuation

5.1. 매출 추정 논리

표 10. 매출추정 (Bear)

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,830	1,342	1,831	2,728	1,976	3,482	3,807	4,469
YoY (%)	8%	-27%	36%	49%	-28%	76%	9%	17%
별도 매출액	1,754	1,219	1,705	2,545	1,745	3,032	3,270	3,859
자회사 매출액	76	123	126	183	231	450	537	611

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 11. 매출추정 (Base)

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,830	1,342	1,831	2,728	1,976	3,482	4,188	5,447
YoY (%)	8%	-27%	36%	49%	-28%	76%	20%	30%
별도 매출액	1,754	1,219	1,705	2,545	1,745	3,032	3,652	4,836
자회사 매출액	76	123	126	183	231	450	537	611

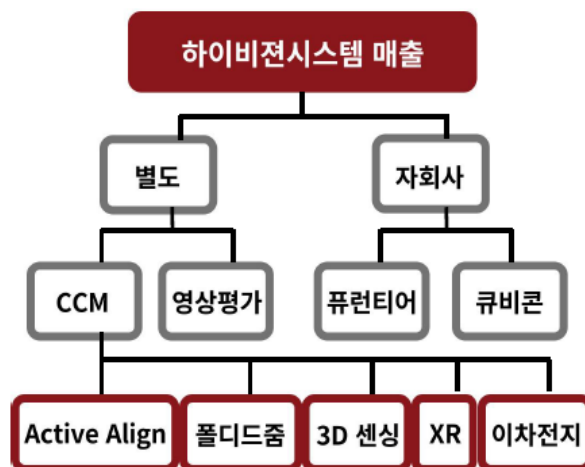
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 12. 매출추정 (Bull)

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,830	1,342	1,831	2,728	1,976	3,482	4,374	8,651
YoY (%)	8%	-27%	36%	49%	-28%	76%	26%	98%
별도 매출액	1,754	1,219	1,705	2,545	1,745	3,032	3,837	8,040
자회사 매출액	76	123	126	183	231	450	537	611

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 24. 매출추정 방식 설명



자료: KUVIC 리서치 1팀

동사의 매출은 크게 **별도 매출과 자회사 매출로 구분하여 추정하였다**. 자회사 매출은 큐비콘 매출과 퓨런티어 매출을 추정하였고, 별도 매출은 CCM 매출과 영상평가장치 매출을 추정하였다. 동사는 CCM 자동화 검사장비의 세부 매출구성을 별도로 명시하지 않고 있다. 보다 정교한 추정을 위해 밝혀진 정보를 모아 **주력장비 + 기타장비로 분류하여 새롭게 범주화** 하였다. 주력 장비는 **Active Align 장비, 플디드줌 검사장비, 3D 센싱 검사장비, XR 향 검사장비**로 구성하였고 추가로 신사업인 **이차전지 검사장비**까지 포함하였다. 별도 매출은 **Bear, Base, Bull case**를 분류하였고, 자회사 매출은 case를 따로 분류하지 않았다.

5.1.1. CCM 자동화 검사장비 외 매출

표 13. CCM 매출추정 (Bear)

(단위: 억원)	2023	2024E	2025E
CCM 자동화 검사장비 외	2,194	2,538	2,649
Active Align 장비	350	305	344
플디드줌 검사장비	900	1,140	1,043
3D 센싱 검사장비	550	509	529
이차전지	150	230	280
XR	100	211	308
기타	144	144	144

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 14. CCM 매출추정 (Base)

(단위: 억원)	2023	2024E	2025E
CCM 자동화 검사장비 외	2,194	2,919	3,627
Active Align 장비	350	359	406
플디드줌 검사장비	900	1,140	1,043
3D 센싱 검사장비	550	586	609
이차전지	150	480	1,030
XR	100	211	395
기타	144	144	144

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 15. CCM 매출추정 (Bull)

(단위: 억원)	2023	2024E	2025E
CCM 자동화 검사장비 외	2,194	3,105	6,831
Active Align 장비	350	414	484
플디드줌 검사장비	900	1,140	1,987
3D 센싱 검사장비	550	587	610
이차전지	150	610	1,210
XR	100	211	2,395
기타	144	144	144

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.1.1.1. Active Align 장비

P 추정 논리

Active Align은 동사가 가장 주력하는 검사장비이다. 고가형으로 알려져 있으며, 동사는 고

가형 장비가 4~5억가량 된다고 밝힌 바가 있다. 범위 내에서 추정하고자 장비 가격은 **4.5억으로 가정하였다.**

Q 추정 논리

Active Align의 Q는 애플 카메라 모듈 출하량을 따라간다고 가정하였다. 추정 식은 **(애플 카메라 모듈 출하량)=(스마트폰 카메라 모듈 출하량)*(애플 M/S)**이다. 그 중 애플 M/S를 case를 분류하여 추정하였다.

표 16. 애플 M/S 추정 논리

(단위: %)	2024E	2025E	논리
Bear	17%	18%	24년: 16년, 23년의 애플 M/S 평균 / 25년: 24년에 5개년 CAGR
Base	20%	22%	24년: 23년 애플 M/S 유지 / 25년 24년에 5개년 CAGR
Bull	23%	26%	24년: 19년 대비 20년 M/S 성장률 / 25년: 4개년 CAGR

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.1.1.2 폴디드줌 검사장비

P 추정 논리

동일한 논리로 **4.5억으로 가정하였다.**

Q 추정 논리

폴디드줌 검사장비의 Q는 폴디드줌 탑재 모델 출하량을 따라간다고 가정하였다. 그 중 실질적으로 당해연도 검사장비가 필요한 아이폰 출하량을 추출하여 증가율을 계산하였다. 추정 식은 **(24년 아이폰 15 Pro Max 출하량)=(23년 아이폰 15 Pro Max 출하량)*(22년 대비 23년 아이폰 14 Pro Max 출하량 증가율)**이다. 25년 Bull case에는 전 모델에 폴디드줌이 탑재될 가능성을 반영하였다.

표 17. 폴디드줌 탑재 모델 출하량 추정 (Base)

(단위: 만대)	2023	2024E	2025E
아이폰 15 Pro Max	1,957	3,024	-
아이폰 16 Pro + Pro Max	-	3,829	6,530
신 모델	-	-	3,829
소계	1,957	6,854	10,360
당해연도 폴디드줌 검사장비가 필요한 아이폰 출하량			
출하량 (만대)	3,024	3,829	3,506
YoY (%)	-	26.6%	-8.4%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.1.1.3. 3D 센싱 검사장비

P 추정 논리

동일한 논리로 **4.5억으로 가정하였다.**

Q 추정 논리

3D 센싱 검사장비 Q는 아이폰 판매대수를 따라간다고 가정하였다. 검사장비에 들어가는 아이폰 모델을 기존 모델과 신규모델을 구분하여 추정하였다. 24년의 기존 모델은 아이폰 15시리즈, 신규 모델은 아이폰 16시리즈이다. 아이폰 판매대수는 전년도 모델 점유율 증감율과 스마트폰 시장 성장률을 반영하였다.

표 18. 연도별 아이폰 판매대수 추정

(단위: 백만대)	Bear	Base	Bull
24년 기존모델 (아이폰 15시리즈)	94	109	108
24년 신규모델 (아이폰 16시리즈)	55	62	63
25년 기존모델 (아이폰 16시리즈)	93	107	106
25년 기존모델 (아이폰 17시리즈)	62	70	72

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.1.1.4. XR향 검사장비

XR향 검사장비 Q는 비전프로 출하량에 1년 선행한다고 가정하였다. 추정 식은 **(비전프로 출하량)=(글로벌 XR 헤드셋 출하량)*(애플 M/S)**이다. 비전프로의 M/S는 2010년 당시 스마트폰 시장의 아이폰 M/S를 활용하였다. Bull case에서는 비전프로 보급형 2,000만대 출하를 가정하여 아이폰 13 Pro Max와 보급형인 SE3의 스펙을 비교하여 보급형 스펙을 반영하였다.

표 19. 비전프로 출하량 추정

(단위: 만대, %)	2024E	2025E	2026E	논리
Bear	50	105	154	10년,11년 블랙베리 OS 점유율 반영
YoY (%)	-	111%	47%	
Base	50	105	198	10년,11년 아이폰 점유율 반영
YoY (%)	-	111%	88%	
Bull	50	105	1198	아이폰 13 Pro Max와 아이폰 보급형 SE 3 스펙 반영하여
YoY (%)	-	111%	1038%	26년 Base 출하량 + 1,000만대

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.1.1.5. 이차전지 검사장비

이차전지는 IR통화, CEO 간담회 등에서 밝혀진 수주 계획을 바탕으로 추정하였다. 또한 주 고객사인 세방전지와 SDI CAPEX를 참고하여 추정하였다. 24년 동사의 이차전지 수주 목표는 1,500억, 매출은 500억~1,000억임을 반영하였다.

표 20. 24년 이차전지 매출 추정

(단위: 만대)	Bear	Base	Bull
세방향 본라인	150	200	250
SDI 셀검사장비	80	80	160
E사 중국향 본라인	-	150	150
E사 중국향 파일럿라인	-	50	50
소계	230	480	610

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 21. 25년 이차전지 매출 추정

(단위: 만대)	Bear	Base	Bull
세방향 본라인	200	300	400
SDI 셀검사장비	80	80	160
E사 중국향 본라인	-	150	150
E사 중국향 파일럿라인	-	50	50
E사 애리조나향 본라인	-	450	450
소계	280	1,030	1,210

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.1.2. 영상 평가장치 및 기타 매출

표 22. 영상 평가장치 및 기타 매출추정

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
영상 평가장치 및 기타	470	512	466	691	381	838	732	1,210
YoY (%)	19%	8.9%	-9.0%	48.4%	-44.9%	120.2%	-12.6%	65.2%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

영상 평가장치 매출은 서비스 및 톨킷 매출로 앞서 판매된 장비들을 업그레이드하거나 완제품이 아닌 장비 부품을 판매하여 발생한다. 따라서 영상평가장치 매출은 CCM 매출에 후행 할 것이라고 판단하였다.

2017년 분기별 CCM 매출과 2019년 영상평가장치 매출, 그리고 2021년 분기별 CCM 매출과 2023년 영상평가장치 매출의 상관계수를 확인한 결과 각각 0.87, 0.8의 상관계수를 도출하였다. 이에 따라 24, 25년 영상평가장치 매출 증가율에 22, 23년 CCM 매출 증가율을 적용하였다.

5.1.3. 자회사 큐비콘, 퓨런티어 매출

표 23. 큐비콘 3D 프린터 매출추정

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
3D 프린터 등	57	54	62	82	64	68	75	83
YoY (%)	6.7%	-5.1%	16.1%	32.0%	-22.7%	6.9%	10.5%	10.5%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

3D 프린터 종류는 FFF와 SLA로 나뉘고, 매출 비중은 8.5:1.5 정도이다. FFF의 경우 국내 3D 프린터 시장 성장률을 매출 성장률에 적용하였고, SLA의 경우 글로벌 산업용 3D 프린터 시장 성장률을 매출 성장률에 적용하였다.

표 24. 퓨런티어 매출추정

(단위: 억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
퓨런티어	19	69	64	101	167	382	462	528
YoY (%)	-	256.5%	-8.1%	58.2%	66.2%	128.2%	20.8%	14.3%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

전장용 장비와 산업용PC 등 부품을 주력으로 판매하는 자회사 퓨런티어는 전방 산업의 성장에 따라 매출도 따라서 성장하는 구조이다. 전장용 장비 매출의 경우 국내 ADAS 시장 규모 성장과 2019~2023년까지의 상관계수를 확인하였고, 부품사업부 매출은 대부분이 모회사 하이비전시스템 향으로 하이비전시스템 CCM 매출과 2019~2023년까지의 상관계수를 확인하였다. 모두 0.93이라는 높은 상관계수가 도출되어 각각 국내 ADAS 시장 및 하이비전시스템 CCM 매출의 24, 25년 성장률을 적용하였다.

5.2. 비용 추정 논리

비용 추정의 경우 특별한 사항 없이 변동비와 고정비로 나누어 추정하였다. 변동비는 최근 3개년 평균 % of Sales를 활용하였고, 고정비 역시 최근 3개년 평균을 적용하였다.

표 25. 비용추정 (Base)

(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,832	2,729	1,977	3,483	4,188	5,447
YoY (%)	40%	49%	-27%	76%	20%	30%
매출원가	1,339	1,881	1,256	2,262	2,699	3,481
변동비	988	945	692	1,164	1,439	1,871
고정비	351	936	564	1,098	1,260	1,610
매출총이익	493	848	721	1,221	1,490	1,966
판매비와관리비	365	413	470	633	710	844
변동비	164	209	235	306	396	515
고정비	201	203	235	327	314	329
영업이익	128	435	251	588	780	1,122
OPM(%)	7%	16%	12%	17%	18%	20%
당기순이익(손실)	98	453	246	497	658	916

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

5.3. Valuation Method

동사의 Valuation은 SOTP Valuation Method를 적용하였다. 하이비전시스템의 카메라 모듈 검사장비 사업부문 가치, 이차전지 검사장비 사업부문 가치, 퓨런티어 지분가치, 큐비콘 지분가치로 분류하여 각각 Multiple을 따로 주었다.

하이비전시스템 카메라 모듈 검사장비 사업부문 가치에는 Historical PER을 적용하였다. 동사는 카메라모듈 검사장비 기업이지만 다양한 검사 사업을 영위하고 있어 Peer 기업을 산출하는데 어려움이 있다. 과거 신규장비 수주를 받았을 때의 기대감과 현재를 비교해보는 것이 유의미하다고 판단하였다.

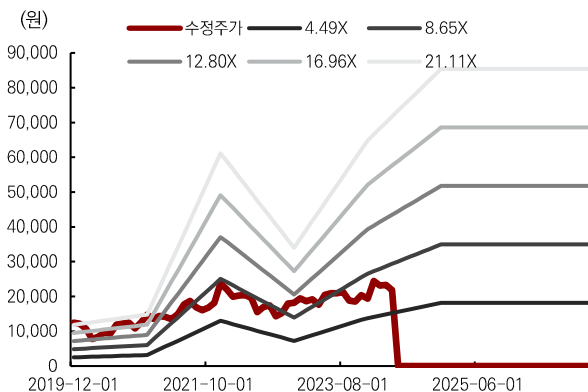
동사는 20년 ToF 3D 센싱 모듈 검사장비, 21년 Active Align 장비, 23년 폴디드줌 검사장비의 신규수주로 당해연도 높은 매출을 달성하였다. 25년에 동사는 이차전지 등 신사업이 제대로 자리잡고, XR 시장의 개화로 비전프로함 매출이 기대된다. 20년은 코로나 상황 등으로 PER가 상대적으로 높기 때문에 앞선 세 연도에 받았던 기대감과 25년에 받을 기대감이 유사하다고 판단하여 21년, 23년의 PER 평균인 5.58x배를 적용하였다.

표 26. 하이비전시스템 별도 가치 Target Multiple

(단위: 배)	2021	2023	Target Multiple
PER	5.73	5.43	5.58

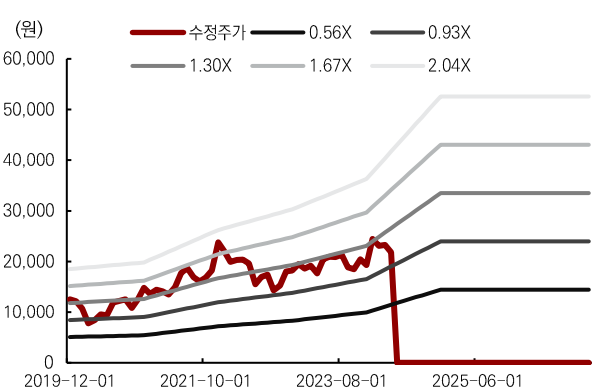
자료: 동사, KUVIC 리서치 1팀

그림 25. PER Band



자료: Fnguide, KUVIC 리서치 1팀

그림 26. PBR Band



자료: Fnguide, KUVIC 리서치 1팀

이차전지 검사장비 사업부문과 퓨런티어에 대해서는 **Peer PER**를 적용하였다. 각각 유사한 사업을 영위하는 기업을 Peer로 선정하였다. 이차전지 검사장비는 23년에 적자기업인 원익피앤이를 제외한 이노메트릭스와 엔시스의 **23년 PER의 평균인 25.72x배를 적용**하였다. 퓨런티어는 전장용 카메라 모듈 사업을 영위하는 기업으로 Peer을 선정하였다. 파트론, 엠씨넥스, 세코닉스, 삼성전기, LG 이노텍의 **25F PER 평균인 8.71x를 적용**하였다.

퓨런티어와 큐비콘의 지분가치에는 **Peer PSR**를 적용하였다

표 27. 이차전지 검사장비 사업부문 Target PER

(단위: 배)	23 PER
이노메트릭스	14.67
엔시스	36.76
Target PER	25.72

자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 1팀

표 28. 퓨런티어 Target PER

(단위: 배)	24F PER	25F PER
파트론	10.13	9.03
엠씨넥스	11.72	9.90
세코닉스	6.96	4.70
삼성전기	18.87	13.86
LG이노텍	7.10	6.05
Target PER	-	8.71

자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 1팀

큐비콘은 글로벌 3D 프린터 시장의 상위 기업으로 Peer을 선정하였다. Stratasys, 3D Systems, Materialise NV, Hewlett Packard Enterprise의 **25F PSR 평균인 1.01x를 적용**하였다.

표 29. 큐비콘 지분가치 Target PSR

(단위: 배)	24F PSR	25F PSR
Stratasys Ltd.	1.27	1.17
3D Systems, Inc.	1.21	1.13
Materialise NV.	1.01	0.98
Hewlett Packard Enterprise Company.	0.77	0.74
Target PSR	-	1.01

자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 1팀

결과적으로 **25년 목표 시가총액 6,374억원으로 목표주가 42,700원, 현재 주가 21,800원 상승여력 96%의 투자의견 Buy**를 제시한다.

표 30. Valuation – SOTP valuation (2025E)

SOTP Valuation (단위: 원)	2025E (Base)
25년 당기순이익 (카메라 모듈 검사장비))	73,181,070,064
Target PER	5.58
적정 가치	408,350,370,957
25년 당기순이익 (이차전지 검사장비))	8,341,152,390
Target PER	25.72
적정가치	214,492,733,706
25년 당기순이익 (퓨런티어)	8,873,055,355
Target PER	8.71
하이비전 지분율	40.45%
할인율	60%
적정 가치	12,501,730,383
25년 매출 (큐비콘)	8,305,606,700
Target PSR	1.01
하이비전 지분율	41.11%
할인율	40%
적정 가치	2,058,904,253
목표 시가총액	637,403,739,300
발행주식 수	14,942,112
목표 주가	42,700
현재 주가	21,800
Upside	+96%

자료: KUVIC 리서치팀 1팀 추정

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.