사피엔반도체 (452430)

Analyst 김중배 kjb6551@hmsec.com

NDR 후기: 느슨해진 섹터에 긴장감을 불어넣다

BUY **TP 46,000원**

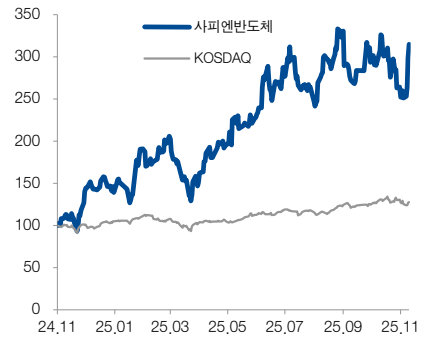
현재주가 (11/27)	31,350원
상승여력	46.7%
시가총액	258십억원
발행주식수	8,218천주
자본금/액면가	1십억원/100원
52주 최고가/최저가	33,150원/9,280원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	2.69%
주요주주 지분율	
이명희 외 1 인	32.17%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.5	12.0	41.9
상대주가(%p)	5.1	2.0	17.2

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	-180	-29	40,000
After	-591	102	46,000
Consensus	-165	596	40,000
Cons. 차이	258.2%	-82.9%	15.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- Smartglass는 예상보다 빠른 속도로 개화할 것으로 예상되며, 26년 이후로는 성장 속도가 가속화될 것. 25년은 Display를 포함한 Device가 주류는 아니지만, **26년을 기점으로 27년부터는 양안 Full-Color 고해상도 Display의 적용이 더욱 확대될 것으로 예상. 이에 따라, 동사의 매출액은 내년까지 YoY 100% 이상의 성장세를 이어갈 것이고, 27년부터는 더 큰 폭의 고속 성장을 이어갈 수 있을 것.** 디스플레이 섹터 내 가장 높은 성장세를 보일 것으로 보임. **투자의견 BUY, 목표주가 46,000원으로 상향(기존 목표주가는 26F 매출액 380억원 x Target P/S 8.6x(24-25 P/S 평균 20% Discount)로 40,000원)**

주요이슈 및 실적전망

- **1) Smartglass는 Next Smartphone**: Smartglass가 빅테크의 새로운 AI 격돌지가 될 것으로 예상됨. 특히 Meta의 Display 제품은 Waveguide Capa 제약으로 인해 보수적인 출하량을 예상하였지만, 내년에는 이러한 문제를 해결하고 제품 출하량을 확대할 것. **이러한 상황 속 Apple, Google, Amazon의 신제품이 27년 대거 출시될 것으로 예상되며 중국 업체들이 선제적으로 제품을 출시하며 시장은 예상보다 빠른 속도로 개화될 것**
- **2) LEDoS는 선택이 아니라 필수옵션**: Smartglass Display의 기술적 방향성은 명확히 LEDoS임. **이미 빅테크를 포함한 Display Module 업체는 향후 출시되는 제품의 기술적 방향성을 LEDoS로 지목하고 준비하고 있음. 현재 LEDoS의 Smartglass 내 예상 침투율은 2030년 기준 80% 수준**. 현재 LCoS가 적용된 제품은 초기 제품 출시를 위한 과정일 뿐, 기술적 한계가 명확함(응답속도, 투명도, 부피 등). LEDoS Value-Chain에 주목할 필요가 있음
- **3) LEDoS의 2.5um(pixel pitch)급 DD는 동사가 유일**: 현재 4um급 DD는 중국업체도 설계 가능하지만, 2.5um급은 동사가 유일. **글로벌 고객사는 소비전력과 고해상도 등을 고려해 2.5um급의 스펙을 요구하고 있으며, 이를 고려했을 때 동사가 글로벌 LEDoS Chipset의 독점 공급사가 될 수 있음. 특허 출원 역시 약 180건을 보유하고 있으며 IP를 고려하였을 때 견고한 진입장벽이 있어, 경쟁사 진입이 매우 어려운 분야**. 또한, 내년부터 800x600급의 LEDoS가 mainstream이 될 것이고 이 분야에 있어서도 동사는 독점적 지위에 있음

주가전망 및 Valuation

- **글로벌 Smartglass의 지속적인 출시와 더불어 글로벌 고객사의 지속적인 수주 등으로 모멘텀은 충분한 상황. 26년 추가 고객사 확보로 인한 매출 성장과 더불어 27년 제품 매출 비중 확대로 인한 턴어라운드, 이후 본격적인 시장 개화에 따른 이익의 가파른 성장 등을 고려했을 때, 지속적인 비중확대 의견제시.** 목표주가는 26F 매출액 380억원에 Target P/S 10x(최근 2개년 P/S Band 하단값으로 보수적 적용)하여 46,000원 제시. 기존에는 Smartglass에 대한 시장 우려(Meta 신제품 출시 이후 실망) 등을 반영하여 당시 평균 대비 20% 할인하였으나, 이러한 시장 우려는 해소(신제품 판매 호조, 글로벌 빅테크 참여 가속화)되어 최근 2개년 평균 수준의 Multiple(10x-12x Range의 하단)을 적용하는 데 무리가 없다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	3	-7	-13	-6	-2,017	적지	N/A	N/A	N/A	-45,024.0	N/A
2024	8	-3	-17	-3	-2,146	적지	N/A	7.0	N/A	-125.2	0.0
2025F	19	-4	-5	-3	-591	적지	N/A	20.6	N/A	-33.5	0.0
2026F	38	1	1	2	102	흑전	307.8	19.3	106.8	6.5	0.0
2027F	81	15	15	16	1,798	1,665.1	17.4	9.2	14.1	71.4	0.0

* K-IFRS 개별 기준

NDR 주요 내용 정리

Smartglass 시장 동향

Meta의 Ray-ban Smartglass 출시 이후 시장 반응은 매우 좋음. 특히 이번 'Meta Connect 2025'에서 발표한 Neural Band를 활용한 Meta Rayban Display의 경우 품귀 현상까지 나오고 있음. 제품 출하가 제한적인 이유는 Waveguide에서의 Shortage가 강함. 다만 이러한 Bottleneck을 해결하기 위해 Lumus에서 Meta와 협의 진행 중인 것으로 파악. 이로 인해 내년부터 제품 출하가 큰 폭으로 개선될 것으로 예상되며, Orion이 전문가용으로 27년 출시 이후로부터 Smartglass의 빠른 시장 개화를 예상

Apple, Amazon, Google 역시 제품 출시를 준비하고 있음. Amazon은 자사 배송 기사들을 위한 제품에 집중하고 있고, Apple과 Google은 소비자용 Smartglass를 준비하고 있음. 강력한 AI Platform이 소비자의 선택 요건이 될 것으로 보임

북미 빅테크에 앞서 중국 업체들의 공격적인 제품 출시를 예상. 현재 북미 지역에서는 Alibaba 등 Platform 회사가 시장 진출에 적극적인 모습. 중국 업체들의 Smartglass 출시로 인해 시장은 빠른 속도로 개화할 것

LEDoS CMOS Backplane(DDI) 고객사와의 진행 상황

현재 북미, 중국, 일본, 유럽 고객사향으로 NRE 진행 중이고 내년에도 추가적인 프로젝트를 수주하여 진행할 예정. 동일 고객사에서 신규 제품군에 대한 논의되는 부분도 있고, 신규 고객사에서 의뢰하는 경우도 있음. 고객사인 OEM/ODM, Micro Display Module 업체가 2.5um Pixel Pitch, 800x600 이상의 High Resolution 기반의 LEDoS 칩으로 기술적인 요구를 하고 여기에 대응할 수 있는 회사가 없다보니, 글로벌 고객사들의 수요가 지속되고 있는 상황. 다만, 동사의 Design Capa(제조업 내의 생산 Capa 개념, 연구개발을 위한 인력)가 한정적이다 보니 모든 프로젝트에 대응하기에는 한계가 있음. 이로 인해 올해도 20명 이상의 R&D인력(NRE 참여 인력)을 충원하였고 내년에도 비슷한 규모의 인력을 확보하여 고객사에 대응할 예정. 고객사는 1) OEM/ODM, 2) Micro Display Module Supplier로 크게 나뉨. 특히 전자의 경우, Supply-Chain상 직납받는 구조가 아님에도 불구하고, 직접 동사와 계약하는 구조이고 이러한 수가 예상보다 많은 상황

향후 매출 비중의 변화(제품 매출, NRE 매출)

NRE 매출의 비중이 25년 기준으로 80%를 상회하고, 26년 기준으로도 60-70% 수준이 될 것으로 전망(아직까지 제품 매출 인식 시점에 따른 Range가 존재). 동사의 800x600에 대한 고객사(중국, Micro Display 모듈)의 수요가 있고, 내년에는 이 제품이 동사의 제품 매출의 큰 비중을 차지할 것으로 예상

27년 이후에는 제품 매출의 비중이 확대되고 장기적으로는 제품 매출: NRE 매출 =8:2 수준을 고려하고 있음. NRE 매출은 내년 수준에서 크게 늘어나지는 않을 것. 27년부터 Type 2, Type 3 제품 출시가 본격화됨에 따라 동사의 제품 매출 비중은 급속도로 증가할 것으로 예상됨. 제품 매출이 본격화됨에 따라 수익성에 대한 기여도가 높아질 것

기술적인 해자와 경쟁업체의 진입 가능성

기술적인 해자는 동사의 LEDoS CMOS Backplane 설계 능력임. 현재 주류 기술은 640x480 VGA Resolution급임. 다만, 동사는 800x600 이상의 High Resolution이 구현 가능하고, 이후 FHD, 2K 이상급까지 확장 가능. High Resolution을 구현함과 동시에 Micro Display 특성상 소형화가 필수적. 이를 위해서는 Pixel Pitch를 줄여야 함. 동사는 Pixel Pitch가 경쟁사(4um) 대비 매우 낮은 수준(2.5um)으로 이 정도 수준을 구현할 수 있는 회사는 글로벌 내 동사가 유일함. 특히, Type 3 Smartglass에서 LEDoS가 주류가 되고 그 중 이 정도 수준의 스펙을 고객사가 요구하는 상황 속, 유일하게 대응 가능함. 빠르게 개화하는 Smartglass 시장에서의 기술 경쟁력을 기반으로 큰 폭의 성장이 가능할 수밖에 없음

이에 중국 업체 및 글로벌 업체의 경쟁 우위에 대해서는 향후 최소 3년 이상의 기술격차가 벌어질 것. 특히 특허를 출원하는 데 가장 집중하고 있으며, 이미 180건 이상의 기술 특허 보유. 여기에는 MIP라는 동사만의 기술력을 포함하고 있고, 파생된 특허 역시 보유. MIP 공법으로 인해 동사의 DDI는 소비전력 절감 등 기술적 해자를 쌓게 되고 여기에 더해 동사의 설계 노하우 등으로 글로벌 기술 요구에 대응할 수 있는 유일의 회사가 됨. 잠재적인 경쟁업체가 특허를 우회하여 기술 개발하는데 상당 시간이 소요될 것으로 예상

Smartglass 외 추가적인 성장 모멘텀

처음부터 AR Glass를 타겟하고 기술 개발한 것이 아니라 LCD, OLED 이후의 차세대 디스플레이인 Micro Display에 대한 기술 개발을 진행해왔음. 이러다 보니, Micro Display의 주요 응용처인 HUD, 디지털 사이니지, 초대형 TV 등의 시장 개화를 기다리고 있었음. 다만 수율 문제 등으로 인해 Micro LED 기술이 개화되는 시점은 2030년 정도를 예상. 다만, Smartglass 시장이 Micro LED 기술을 예상보다 빠르게 개화시켰고, 이에 따라 현재 주요 성장 포인트가 되었음. 다만, 여전히 HUD, 초대형 TV 등은 동사의 중장기적인 기대 응용처임. Smartglass로 급격한 시장 성장 이후 Micro LED가 확산됨에 따라 높은 성장세를 이어갈 것

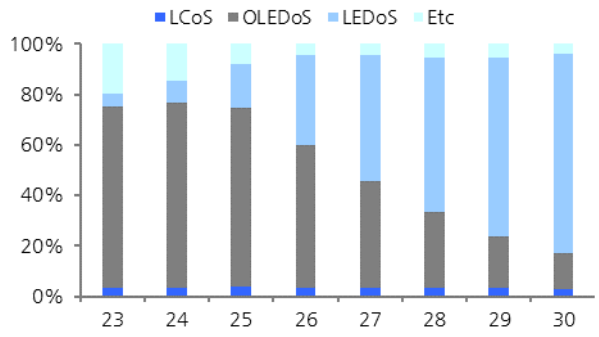
Micro LED의 서버향 통신 모듈로의 확장 가능성에도 주목. 아직까지 단계 논의 중이지만 기존의 레이저 기반의 광통신모듈은 가격이 비싸다는 한계점이 존재. 서버간 통신거리가 짧으면, Micro LED 기반의 광통신모듈 역시 적용할 수 있음. 시장 성장이 가장 두드러지는 영역인만큼 빠른 속도로 이 분야에서의 성과를 기대

차량용 HUD 및 군사용 고글은 이미 납품 논의 중이며 특히 군사용 고글은 유럽 고객사와 이미 논의를 마친 상황. Smartglass 대비 부피에 대한 제약이 낮아 이른 시점 내 공급할 수 있을 것으로 예상

추후 자금 조달 가능성

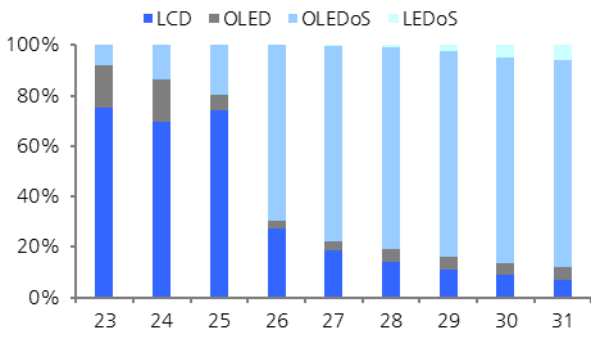
아직까지 구체적으로 계획하고 있는 바 없음. 다만, 현재 상황을 고려했을 때 대규모의 자금이 필요하지 않다는 판단. 현재 운영 구조 역시 NRE 매출에서 상당부분을 고객사에게 선제적으로 입금받아 활용하여 운영현금흐름에도 문제가 없음. 또한, 동사의 비즈니스 모델이 결국 Fabless이고 설계 이후 DDI Chipset 양산은 외부 파운드리에 맡기는 구조이기 때문에 시설에 대한 Capex가 별도로 필요하지 않음. 이에 따라, 아직까지 대규모 자금 조달에 대해서는 고려하고 있지 않음

<그림1> 글로벌 AR 기기 내 Micro Display 기술 M/S



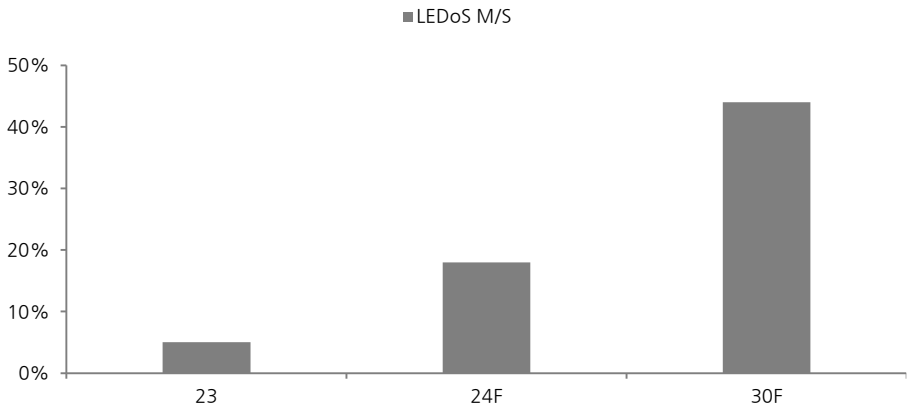
자료: 산업자료, 현대차증권

<그림2> 글로벌 VR 기기 내 Micro Display 기술 M/S



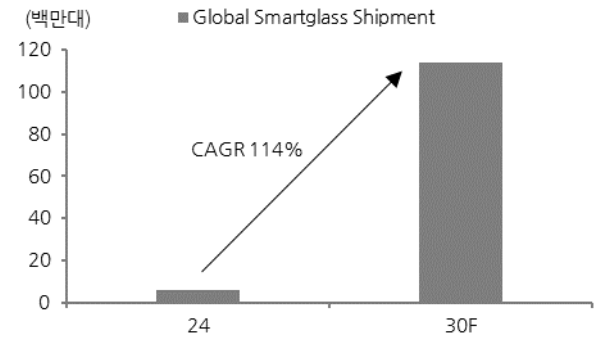
자료: 산업자료, 현대차증권

<그림3> 글로벌 AR Device 내 LEDoS 점유율 전망



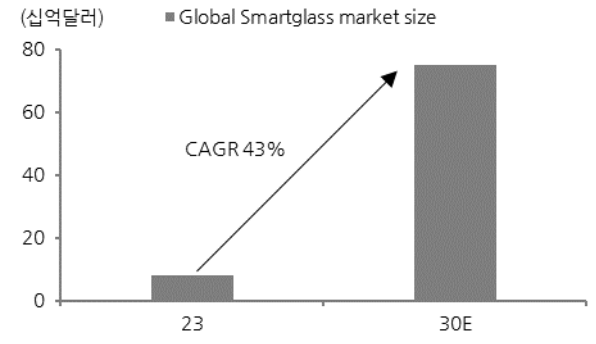
자료: Trendfroce, 현대차증권

<그림4> 글로벌 Smartglass 출하량 전망



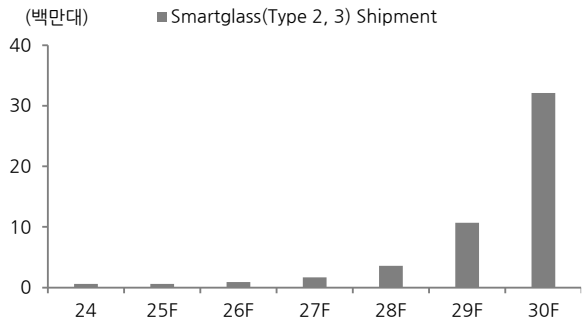
자료: ABI Research, 현대차증권

<그림5> 글로벌 Smartglass 시장규모 전망



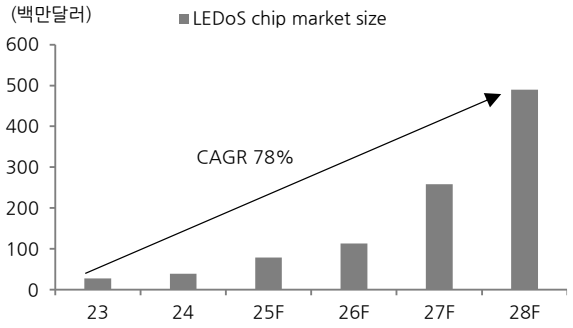
자료: Grandview Research, 현대차증권

〈그림6〉 글로벌 Smartglass(Type 2, 3) 출하량 전망



자료: Trendforce, 현대차증권

〈그림7〉 글로벌 LEDoS Chip 시장규모 전망



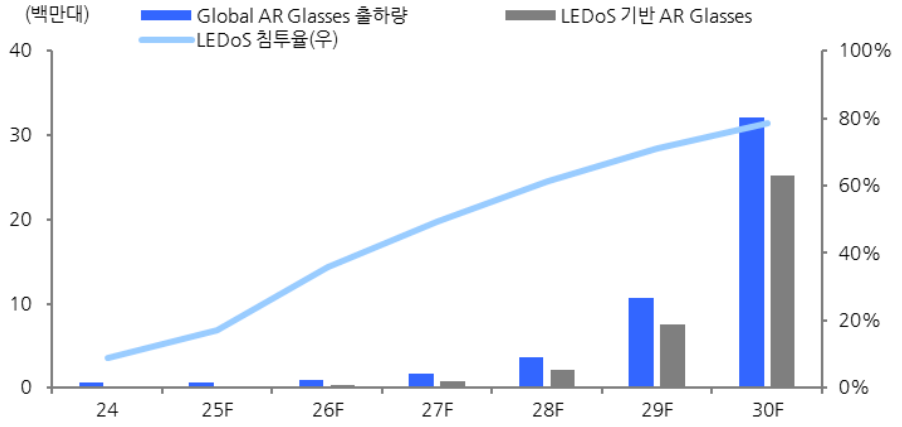
자료: Trendforce, 현대차증권

〈표1〉 글로벌 Smartglass Micro-LED, OEM Supply Chain

부품/세트	종류	주요 공급사
Optics & Waveguides	Waveguides, diffractive optics, coatings	WaveOptics (Snap), Lumus, DigiLens, Hoya
Micro Display	MicroLED, LCoS, OLED-on-silicon	Sony, Himax, Kopin, JBD, Porotech
모듈 조립	PCB, flex, optics assembly, thermal management	Foxconn, Goertek, Luxshare, Pegatron
최종 조립	EMS/ODM (Foxconn, Luxshare, Goertek)	Foxconn, Goertek, Pegatron
브랜딩 및 유통	Meta, Apple, Google, Amazon, EssilorLuxottica	EssilorLuxottica, Meta, Apple, Google

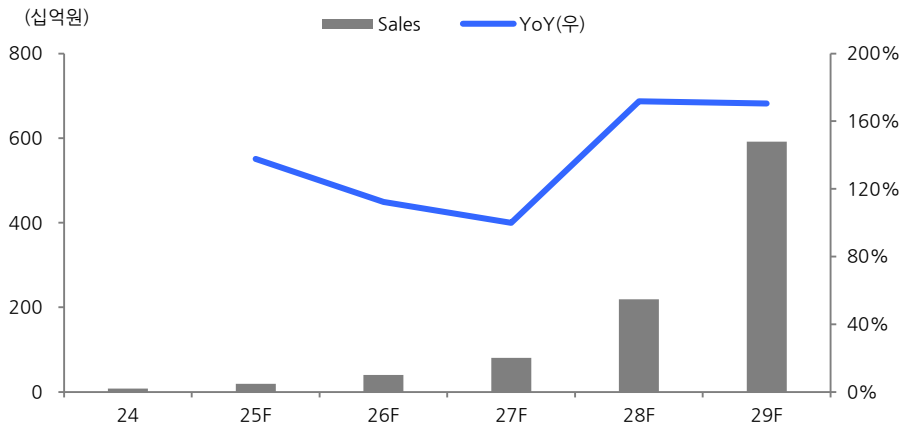
자료: 현대차증권

〈그림8〉 글로벌 AR Glasses(LEDoS) 출하량 전망



자료: Trendforce, 현대차증권

〈그림9〉 사피엔반도체 실적 전망



자료: 현대차증권 추정

〈표2〉 사피엔반도체 최종 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
26F 매출액(①) (십억원)	38	
Target P/S(②) (배)	10	24-25 년 FY1 P/S Band 하단값(10x-12x)
① x ② (십억원)	380	
유동주식수 (주)	8,212,081	
목표주가 (원)	46,000	
현재주가(원)	31,350	
상승여력(%)	47	

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3	8	19	38	81
증가율 (%)	-57.1	166.7	137.5	100.0	113.2
매출원가	3	7	15	26	55
매출원가율 (%)	100.0	87.5	78.9	68.4	67.9
매출총이익	0	1	4	12	26
매출이익률 (%)	0.0	12.5	21.1	31.6	32.1
증가율 (%)	-100.0	N/A	300.0	200.0	116.7
판매관리비	7	5	8	10	11
판관비율(%)	233.3	62.5	42.1	26.3	13.6
EBITDA	-6	-3	-3	2	16
EBITDA 이익률 (%)	-200.0	-37.5	-15.8	5.3	19.8
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	700.0
영업이익	-7	-3	-4	1	15
영업이익률 (%)	-233.3	-37.5	-21.1	2.6	18.5
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	1,400.0
영업외손익	-6	-14	-1	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	6	1	1	0	0
기타영업외손익	0	-13	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-13	-17	-5	1	15
세전계속사업이익률	-433.3	-212.5	-26.3	2.6	18.5
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	1,400.0
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업이익	-13	-17	-5	1	15
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	-17	-5	1	15
당기순이익률 (%)	-433.3	-212.5	-26.3	2.6	18.5
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	1,400.0
지배주주지분 순이익	-13	-17	-5	1	15
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-13	-17	-5	1	15

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	6	15	15	22	40
현금성자산	5	8	4	5	20
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	0	6	9	15	17
재고자산	0	0	0	1	1
기타유동자산	0	1	1	2	2
비유동자산	16	16	15	14	13
유형자산	15	15	14	13	13
무형자산	0	1	1	1	0
투자자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	1	0	0	0	0
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	22	31	30	37	54
유동부채	1	5	15	20	22
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	2	4	6	7
유동성장기부채	0	0	7	7	7
기타유동부채	1	3	4	7	8
비유동부채	10	10	3	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	9	2	2	2
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	2	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11	15	18	23	25
지배주주지분	11	16	12	13	28
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	34	57	58	58	58
자본조정 등	2	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-25	-42	-47	-46	-32
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	11	16	12	13	28

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	-4	-4	-4	0	15
당기순이익	-13	-17	-5	1	15
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	0	-2	-1	-2	-1
기타	8	14	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-14	7	-0	-0	-0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-0	-0	0	0
기타	0	7	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	22	0	1	0	0
차입금의 증가(감소)	9	-0	-7	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	34	23	1	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-21	-23	7	0	0
기타현금흐름	0	0	-0	0	0
현금의증가(감소)	3	3	-4	0	15
기초현금	1	5	8	4	5
기말현금	5	8	4	5	20

(단위: 원, 배, %)

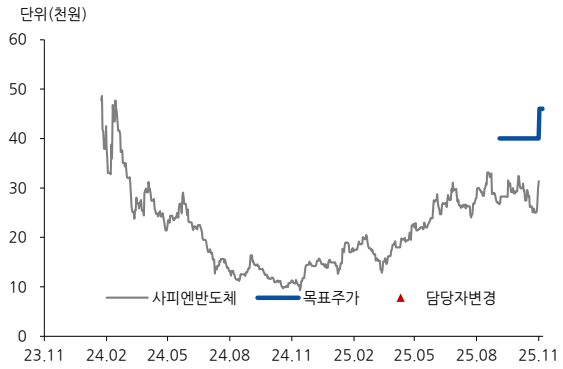
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	-2,017	-2,146	-591	102	1,798
EPS(지배순이익 기준)	-2,017	-2,146	-591	102	1,798
BPS(자본총계 기준)	1,389	2,031	1,519	1,621	3,418
BPS(지배지분 기준)	1,389	2,031	1,519	1,621	3,418
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	307.8	17.4
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	N/A	307.8	17.4
P/B(자본총계 기준)	N/A	7.0	20.6	19.3	9.2
P/B(지배지분 기준)	N/A	7.0	20.6	19.3	9.2
EV/EBITDA(Reported)	N/A	N/A	N/A	106.8	14.1
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	적지	흑전	1,665.1
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	적지	흑전	1,665.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-45,024.0	-125.2	-33.5	6.5	71.4
ROE(지배순이익 기준)	-45,024.0	-125.2	-33.5	6.5	71.4
ROA	-95.3	-64.7	-15.8	2.5	32.7
안정성 (%)					
부채비율	99.0	90.0	141.6	176.1	90.6
순차입금비율	44.0	8.7	41.1	35.7	순현금
이자보상배율	NA	NA	NA	3.1	38.9

** K-IFRS 개별 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.09.30	BUY	40,000	-27.89	-18.88
2025.11.28	BUY	46,000		

▶ 최근 2년간 사피엔반도체 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김종배의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.3%
보유	17건	10.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.