

2023. 4. 12

Tech팀

이종욱

Senior Analyst

jwstar.lee@samsung.com

류형근

Research Associate

hyungkeun.ryu@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	29,000원	30.6%
현재주가	22,200원	
시가총액	1.8조원	
Shares (float)	81,159,000주 (57.8%)	
52주 최저/최고	10,813원/27,100원	
60일-평균거래대금	340.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
HPSP (%)	41.6	61.7	0.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	25.4	22.0	0.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	29,000	20,750	39.8%
2023E EPS	907	935	-3.0%
2024E EPS	1,336	1,312	1.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	6
Target price	77,500
Recommendation	3.8
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

HPSP (403870)

Growing up

- 기술 전환 과정 속 고압 수소 어닐링 장비 도입이 빨라지고 있는 것으로 추정.
- 단기 업황은 부진하나, 빨라지는 장비 도입 속도로 2026년 고압 수소 어닐링 장비 시장 규모는 올해 대비 3배 이상 커질 것.
- 기술 도입이 당겨지는 만큼 내년 이익에 대한 반영도도 높아져야 한다고 생각. 2023-2024년 평균 EPS를 적용하여 목표주가를 20,750원에서 29,000원으로 상향.

WHAT'S THE STORY?

투자전략: 메모리 업황 부진으로 당분간 고객사의 설비투자는 부진할 것으로 예상된다. 이는 장비 투자에 있어 부담이다. 하지만, 우리가 HPSP에 대해 매수 의견을 제시하는 배경은 단순 사이클 때문은 아니다. 기술 전환에 있어 고압 장비가 선도적인 역할을 수행할 수 있고, 기술의 도입 시점도 예상 대비 당겨지고 있는 것으로 추정된다. 기술을 기반으로 공정 변화를 선도할 수 있다는 강점만큼 장비 업계 매수 추천에 있어 좋은 근거는 없다.

1) 고압 수소 어닐링 장비의 연간 구매 TAM: DRAM 1c 도입이 본격화될 2026년 고압 수소 어닐링 장비의 구매 TAM은 올해 대비 3배 이상 늘어날 것이라 생각한다. DRAM과 NAND 모두 계면 결함 치유 효율성 확대를 위해 고압 장비를 활용해야 할 당위성이 커지고 있고, 10nm 이하 로직/파운드리 공정 투자로 장비 수요는 지속 증가할 것으로 예상된다. 스텝 수 확대 효과가 나타날 시, 추가적인 업사이드도 존재한다. 관건은 점유율이다.

2) 경쟁사 진입 가능성: 일부 업체의 진입 가능성이 제기되고 있으나, 당장의 점유율에 미칠 영향은 크지 않다. 안전인증과 쉘 테스트 기간 감안 시, 추가 고객사 확보엔 시간이 필요하다. 그만큼 장비에서의 선점효과는 깨기 어렵다. 고압과 100% 수소 농도를 컨트롤할 수 있는 기술적 기반(장비 내부 디자인, 이중 챔버 기술 등)도 HPSP의 특허로 보호되고 있기에 특허 이슈 또한 해결해야 한다. 경쟁사의 시장 진입을 무한정 막기는 어렵다. 다만, 독점 프리미엄이 깨지는 시점이 지금은 아니라 생각한다.

3) 남은 Catalyst: 고압 어닐링 장비 고객사 확대와 산화막 장비 개발이 남은 Catalyst이다.

목표주가 상향: 기술 도입 시점이 당겨지는 만큼 내년 이익에 대한 반영도도 높아져야 한다고 생각한다. 2023-2024년 평균 EPS를 적용하여 목표주가를 20,750원에서 29,000원으로 상향하고, 매수 의견 유지한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	92	159	176	267
영업이익 (십억원)	45	85	92	139
순이익 (십억원)	35	66	74	108
EPS (adj) (원)	532	903	907	1,336
EPS (adj) growth (%)	52.7	69.7	0.4	47.3
EBITDA margin (%)	50.3	54.1	64.2	58.7
ROE (%)	81.4	53.2	31.8	33.9
P/E (adj) (배)	n/a	14.8	24.5	16.6
P/B (배)	n/a	5.6	6.7	4.8
EV/EBITDA (배)	-1.1	10.4	13.7	9.2
Dividend yield (%)	n/a	0.3	0.2	0.2

자료: HPSP, 삼성증권 추정

고압 수소 어닐링 장비: 구매 TAM의 확장성과 메모리반도체 시장 진입의 가치

우리의 결론: 업황과 기술이라는 2마리 토끼를 모두 잡을 수 있는 회사라 생각한다. 향후 2-3년간 메모리반도체향 침투율 확대가 성장의 가장 큰 매개체가 될 것으로 예상된다.

1. 업황: 빨라지는 기술 도입 시점

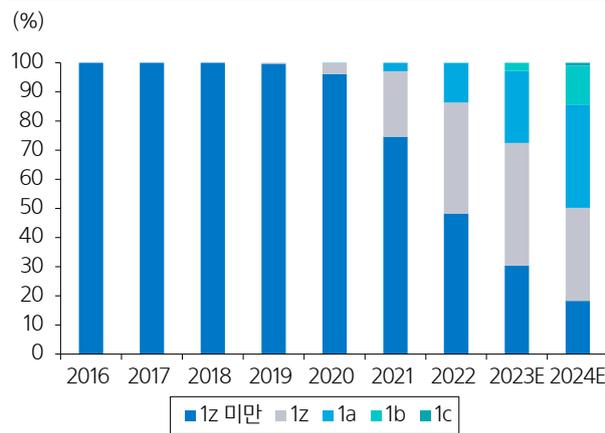
당장의 업황은 어렵고, 고객사 Capex cut 영향으로 2023년 메모리반도체향 매출액은 전년대비 45% 하락할 것으로 예상된다. 역사적 다운사이클의 여파로 메모리 공급업계의 재고는 역사적 고점을 상회하고 있고, 높아진 재고 부담을 소화하는데 과거 대비 오랜 시간이 소요될 것이라 생각한다. 그렇다면, 내년 Capex의 회복 가시성만을 믿고 장비주에 대한 투자 의사결정을 내리긴 쉽지 않다.

다만, 1위 업체의 감산으로 사이클의 전환시점이 앞당겨질 가능성은 여전히 유효하다. 이 경우, 2024년 Capex는 적어도 올해 대비 개선되는 방향으로 나아갈 수 있다고 생각한다. 고압 수소 어닐링 장비는 DRAM과 NAND 최선단공정에서 활용되고 있기에 전환투자에 따른 매출 반등 가시성이 높다는 판단이다. 고객사 확대 및 Step 기여 분 증가 가시성이 높아지고 있는 만큼 내년 Capex의 Bottom out 시점에 시장 성장을 Outperform하는 Fundamental이 마련될 것이라 생각한다.

2. 기술: 고객사 확대 + 스텝 증가 가시성

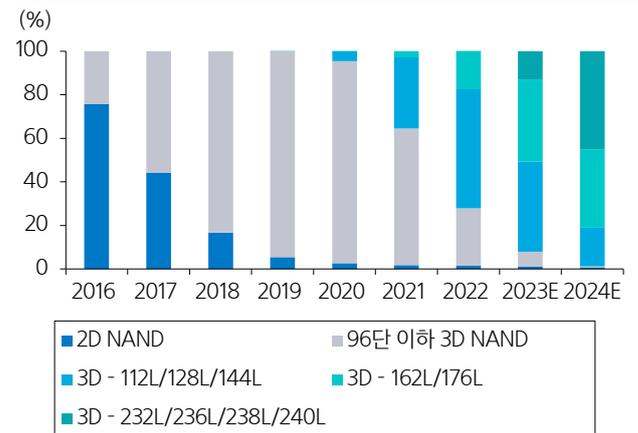
- **스텝 증가 가능성:** 현재 DRAM과 NAND 모두 1개 고객사에서 활용하고 있으며, 10K당 1.5대의 장비가 납품되고 있는 것으로 추정된다. 고객사와 기여 스텝 수 모두 증가할 가능성이 높다. NAND의 경우, 적층 단수가 200단 이상으로 확대되며, 층 간 간격이 보다 미세화되고 있고, 칩의 신뢰성 향상을 위해 전공정 끝단뿐 아니라 중간 지점에서 계면 결함을 치유해야 할 필요성이 커지고 있는 것으로 추정된다. DRAM의 경우, High-K가 적용되는 Capacitor로의 스텝 확대 가능성이 존재한다.
- **고객사 확대 가능성:** NAND를 시작으로 고객사 확대가 나타날 개연성이 높다는 생각이다. 유전체 간의 접점 영역에서 발생하는 Defect가 칩의 신뢰성 저하 이슈로 이어질 수 있으며, 품질 개선을 위해 고압 수소 어닐링 장비를 활용하려는 움직임이 일부 있는 것으로 추정된다.

DRAM: Tech node별 비중 (Bit base)



자료: Omdia, 삼성증권

NAND: Tech node별 비중



자료: Omdia, 삼성증권

고압 수소 어닐링 장비 시장은 얼마나 커질 수 있을까?

메모리 시장 진입 가치 산출을 위해 DRAM 1c 도입이 본격화될 2026년에 대한 시나리오 분석을 진행했다. 아직은 1개 고객사에 불과하나, 추가적인 미세화에 따라 DRAM에서의 기술 도입 가시성도 높아질 것이라 생각한다. 2026년 장비 단가는 CR을 감안하여 2023년 대비 10% 하락할 것으로 가정했다.

1) DRAM TAM

- 1a, 1b: 기존 고객사만 활용한다고 가정했다.
- 1c: DRAM 3사가 모두 장비를 활용하는 시점은 DRAM 1c부터 일 것으로 가정했다.

2) NAND TAM: 2024년 1개 고객사가 추가될 것으로 예상된다. 보수적 추정을 위해 2개 고객사향으로만 2026년까지 진입을 할 것으로 가정했다.

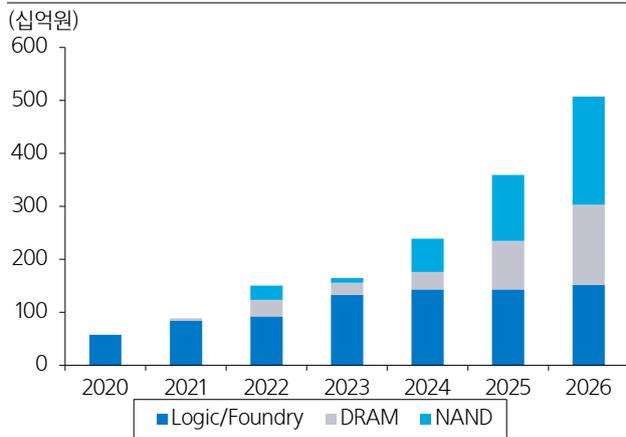
3) Logic/Foundry: 메모리반도체 대비 성장성은 다소 떨어진다고 생각한다. 10nm 이하 미세공정 투자 확대에 따른 수혜가 지속 나타날 것으로 예상되나, 추가 고객사 확보 가능성은 추정에서 배제했다.

4) 고압 산화막 장비: 2023년 상반기 On Site 테스트 진행 후, 2024년부터 매출이 발생할 것으로 예상된다. 10K당 장비 수요는 기존 고압 수소 어닐링 장비와 유사할 것으로 예상되며, 3nm 이하 미세공정향 대응 라인업의 확대로 단위투자당 매출액이 2배 이상 커질 것으로 예상된다.

5) 기타 가정

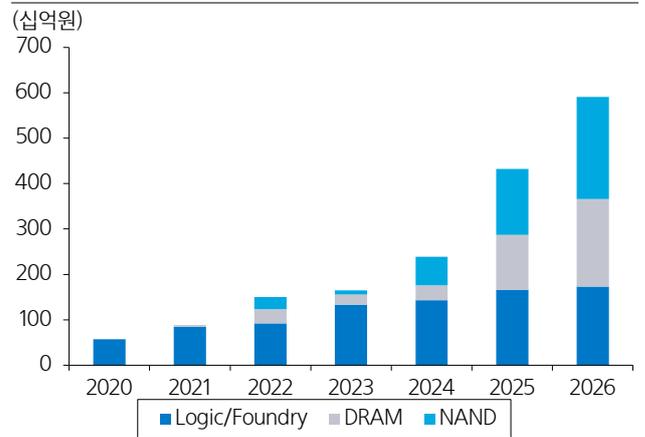
- 기타 매출액 (부품/서비스): 전체 장비 매출의 7% 수준
- 2026년 영업이익률 45%, 법인세율 20%, 연 Discount rate 10% 적용

고압 수소 어닐링 장비: TAM 분석 (10K당 1.5대 사용 가정)



자료: 삼성증권 추정

고압 수소 어닐링 장비: TAM 분석 (10K당 2대 사용 가정)



자료: 삼성증권 추정

민감도 분석: 점유율에 따른 목표 시가총액의 변화 (10K당 사용량 1.5대 가정, 단위: 십억원)

Target P/E (배)	12	14	16	18	20	22
점유율 (%)						
10	341	397	454	511	568	624
30	702	818	935	1,052	1,169	1,286
50	1,062	1,240	1,417	1,594	1,771	1,948
70	1,423	1,661	1,898	2,135	2,372	2,610
90	1,784	2,082	2,379	2,677	2,974	3,271
100	1,965	2,292	2,620	2,947	3,275	3,602

자료: 삼성증권 추정

민감도 분석: 점유율에 따른 목표 시가총액의 변화 (10K당 사용량 2대 가정, 단위: 십억원)

Target P/E (배)	12	14	16	18	20	22
점유율 (%)						
10	370	432	494	555	617	679
30	791	922	1,054	1,186	1,318	1,449
50	1,211	1,413	1,615	1,816	2,018	2,220
70	1,631	1,903	2,175	2,447	2,719	2,991
90	2,052	2,394	2,735	3,077	3,419	3,761
100	2,262	2,639	3,016	3,393	3,770	4,147

자료: 삼성증권 추정

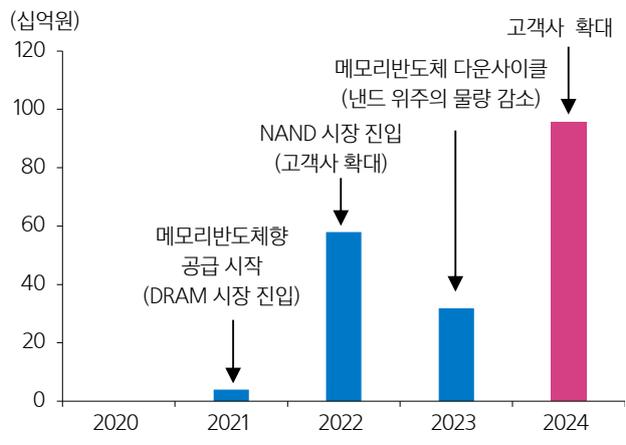
목표주가 산출

(원)	2023E	비고
EPS*	1,229	2023년 추정 EPS 25%, 2024년 추정 EPS 75% 반영
Target P/E	23.3	파크시스템스*, 티씨케이**의 멀티플을 적용
목표주가	29,000	
현재 주가	22,200	
상승 여력 (%)	30.6	

참고: *2020-2023년 평균 12m Fwd P/E **독점적 지위가 유지되던 2021년의 평균 12m Fwd P/E

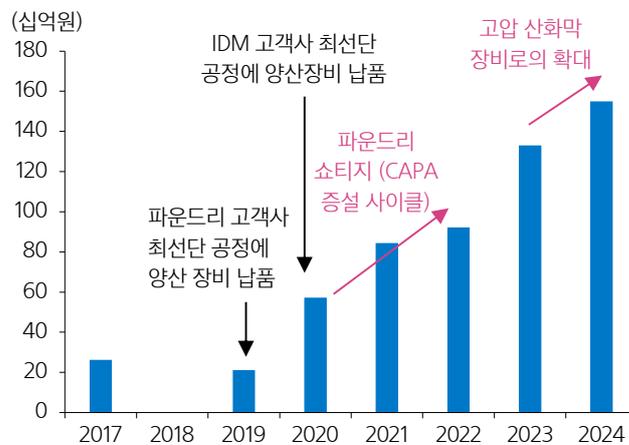
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

HPSP: 메모리반도체향 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성증권 추정

HPSP: 로직/파운드리향 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성증권 추정

HPSP: 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6.6	20.4	20.2	44.6	37.1	30.8	47.6	43.9	42.3	43.4	44.6	46.1	91.8	159.3	176.4	267.3
장비	5.8	19.8	19.4	43.5	35.2	29.6	44.3	41.1	39.6	40.6	41.7	43.1	88.4	150.2	164.9	250.6
기타	0.9	0.6	0.8	1.1	2.0	1.2	3.3	2.7	2.8	2.8	2.9	3.0	3.4	9.2	11.5	16.7
영업이익	1.9	10.2	10.5	22.7	21.1	16.6	28.6	18.9	22.1	23.0	23.1	23.8	45.2	85.2	92.0	138.9
세전이익	2.6	10.1	10.5	22.6	22.1	16.6	34.6	10.3	22.8	23.7	23.5	23.9	46.7	86.9	93.9	140.3
순이익	2.0	7.7	8.5	17.1	16.9	15.0	26.1	7.9	18.0	18.5	18.4	18.7	35.3	66.0	73.6	108.4
이익률 (%)																
영업이익	28.3	49.9	52.2	50.8	56.9	53.8	60.2	43.0	52.2	53.0	51.7	51.8	49.3	53.5	52.2	52.0
세전이익	38.9	49.8	52.0	50.7	59.6	53.7	72.7	23.4	53.8	54.5	52.8	52.0	50.9	54.5	53.2	52.5
순이익	30.1	38.0	42.1	38.4	45.6	48.8	54.9	18.1	42.5	42.6	41.2	40.7	38.5	41.4	41.7	40.6

자료: HPSP, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	61	92	159	176	267
매출원가	25	30	49	57	89
매출총이익	37	62	110	119	178
(매출총이익률, %)	59.8	67.2	69.1	67.7	66.7
판매 및 일반관리비	9	16	25	27	39
영업이익	28	45	85	92	139
(영업이익률, %)	45.8	49.3	53.5	52.2	52.0
영업외손익	-1	1	2	2	1
금융수익	0	0	0	1	1
금융비용	0	0	0	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-1	2	2	2	1
세전이익	27	47	87	94	140
법인세	6	11	21	20	32
(법인세율, %)	22.1	24.3	24.1	21.6	22.7
계속사업이익	21	35	66	74	108
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	21	35	66	74	108
(순이익률, %)	34.2	38.5	41.4	41.7	40.6
지배주주순이익	21	35	66	74	108
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	28	46	86	113	157
(EBITDA 이익률, %)	46.5	50.3	54.1	64.2	58.7
EPS (지배주주)	349	532	903	907	1,336
EPS (연결기준)	349	532	903	907	1,336
수정 EPS (원)*	349	532	903	907	1,336

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	31	38	82	96	133
당기순이익	21	35	66	74	108
현금유출입이없는 비용 및 수익	1	16	34	41	49
유형자산 감가상각비	0	1	1	21	18
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	1	15	32	20	31
영업활동 자산부채 변동	9	-6	-4	1	7
투자활동에서의 현금흐름	-1	-0	-79	-45	-52
유형자산 증감	-1	-0	-9	-38	-15
장단기금융자산의 증감	0	-1	-64	-7	-37
기타	-0	1	-5	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-7	-20	72	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	2	1	0	1
자본금의 증가(감소)	0	5	77	0	0
배당금	-8	-20	0	-2	-3
기타	0	-8	-6	0	0
현금증감	23	18	76	49	79
기초현금	13	36	54	130	180
기말현금	36	54	130	180	258
Gross cash flow	22	51	100	115	158
Free cash flow	30	38	73	58	118

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: HPSP, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	47	87	245	307	451
현금 및 현금등가물	36	54	130	180	258
매출채권	1	6	2	2	3
재고자산	8	18	34	38	57
기타	2	9	79	88	133
비유동자산	2	5	16	33	30
투자자산	0	1	0	0	0
유형자산	1	1	10	27	24
무형자산	0	0	0	0	0
기타	1	3	5	5	5
자산총계	49	92	261	340	481
유동부채	15	36	63	70	106
매입채무	2	2	3	3	5
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	13	34	61	67	101
비유동부채	0	3	2	2	2
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	3	2	2	2
부채총계	15	39	66	72	109
지배주주지분	34	53	195	267	373
자본금	2	8	10	10	10
자본잉여금	10	8	84	84	84
이익잉여금	22	30	96	168	273
기타	0	6	5	5	5
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	34	53	195	267	373
순부채	-36	-52	-192	-248	-363

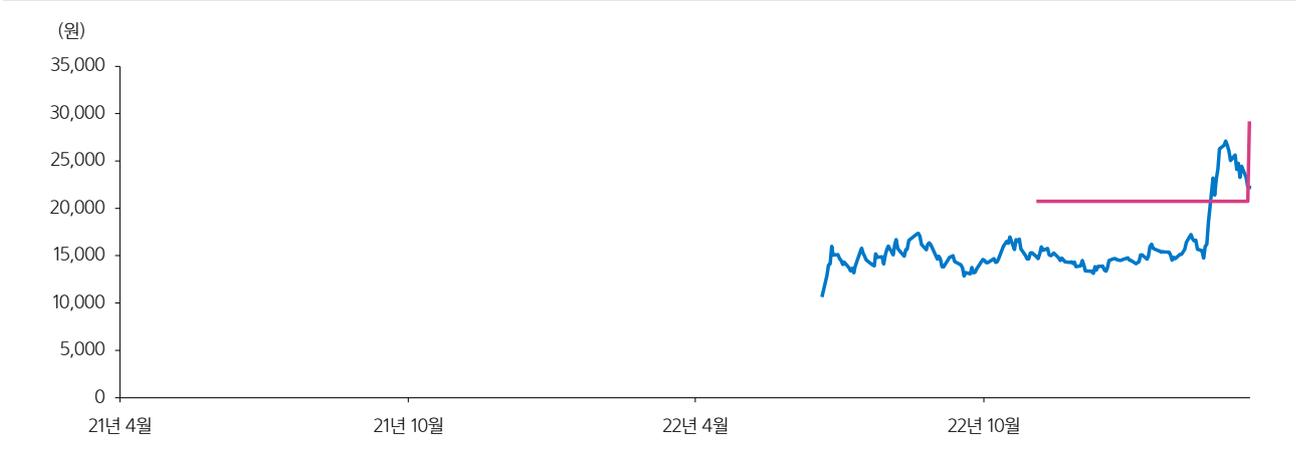
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	143.6	50.0	73.7	10.7	51.5
영업이익	181.8	61.3	88.4	8.0	51.0
순이익	153.2	68.9	86.8	11.5	47.3
수정 EPS**	35.8	52.7	69.7	0.4	47.3
주당지표					
EPS (지배주주)	349	532	903	907	1,336
EPS (연결기준)	349	532	903	907	1,336
수정 EPS**	349	532	903	907	1,336
BPS	514	789	2,407	3,292	4,590
DPS (보통주)	302	0	38	38	38
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	14.8	24.5	16.6
P/B***	n/a	n/a	5.6	6.7	4.8
EV/EBITDA	-1.3-	-1.1-	10.4	13.7	9.2
비율					
ROE (%)	76.9	81.4	53.2	31.8	33.9
ROA (%)	55.4	50.1	37.4	24.5	26.4
ROIC (%)	744.2	-30,241.8	2,227.8	589.5	684.6
배당성향 (%)	95.6	0.0	2.7	4.1	2.8
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	0.3	0.2	0.2
순부채비율 (%)	-106.9	-98.2	-98.1	-92.8	-97.4
이자보상배율 (배)	n/a	261.6	485.6	463.9	633.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 4월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 4월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/11/29	2023/4/12
투자의견	BUY	BUY
TP (₩)	20750	29000
과리율 (평균)	-19.71	
과리율 (최대or최소)	30.60	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.03.31

매수(78.1%) 중립(21.9%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA