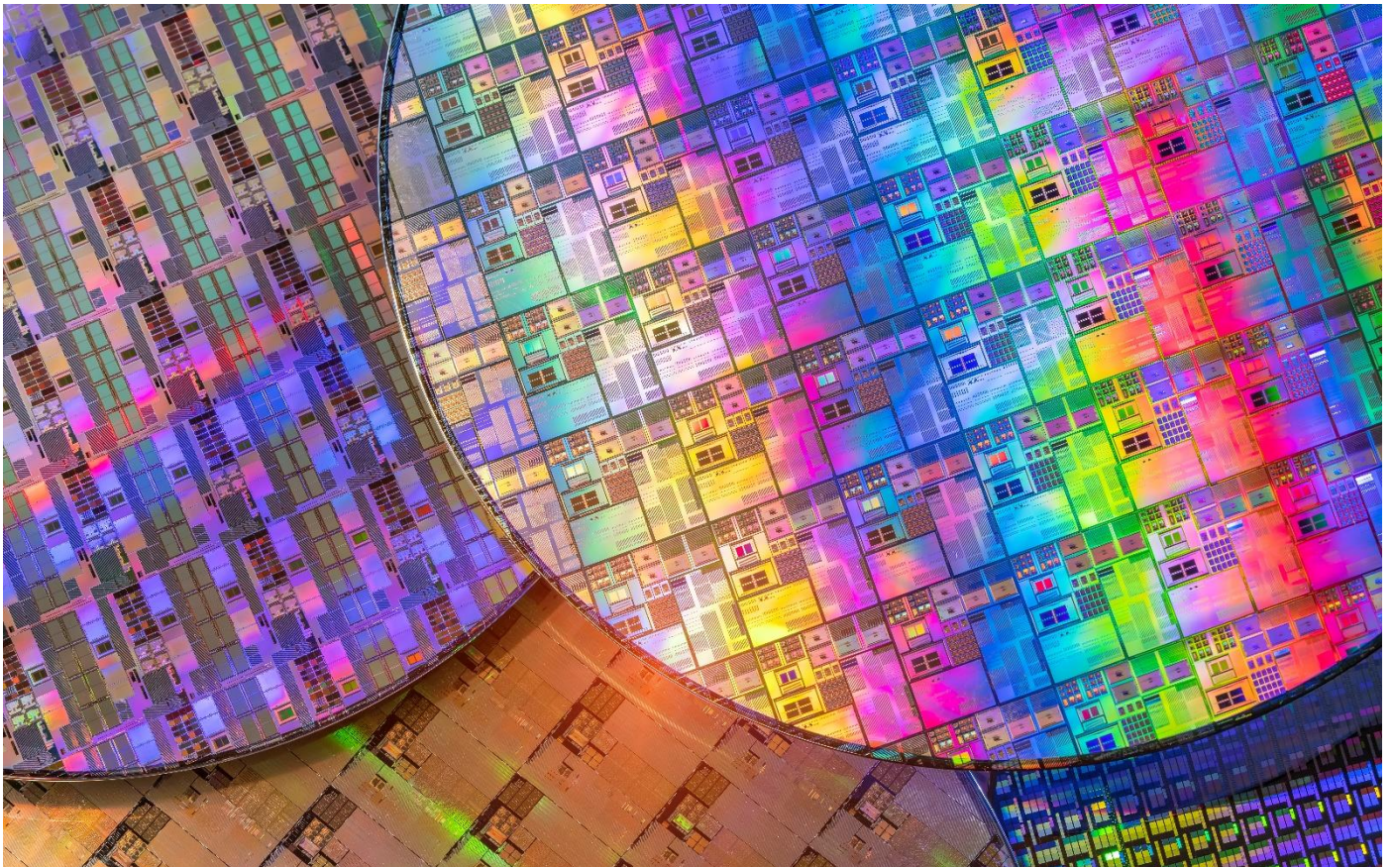


# 반도체 장비

## 기술의 한계를 넘어



- ▶ 업황 회복 시그널 가시화 → D램 중심 반도체 업황 회복
- ▶ 2024년 반도체 장비 투자 전략: D램 기술 로드맵과 함께 가는 장비사
  - ① 단기: HBM capa 증설 속도 → HBM 장비 업체 주목
  - ② 중장기: D램 Tech Migration → 선단공정 주력 장비 업체 주목
- ▶ Top Picks: 유진테크, 주성엔지니어링
- ▶ 관심종목: 한미반도체



더 많은 리포트 보기

# 반도체 장비

## 기술의 한계를 넘어



더 많은 리포트 보기

반도체 장비 Analyst 박주영  
02-6114-2920 juyoung.park@kbf.com

2023년 11월 17일

### Positive 신규

Recommendations	기준일: 2023년 11월 14일
<b>유진테크 (084370)</b> 현재주가: 43,500원	<b>Buy</b> 목표주가: 55,000원
<b>주성엔지니어링 (036930)</b> 현재주가: 34,300원	<b>Buy</b> 목표주가: 43,000원
<b>한미반도체 (042700)</b> 현재주가: 59,500원	<b>Buy</b> 목표주가: 72,000원
<b>이오테크닉스 (039030)</b> 현재주가: 158,400원	<b>Buy</b> 목표주가: 190,000원
<b>HPSP (403870)</b> 현재주가: 36,100원	<b>Buy</b> 목표주가: 45,000원
<b>파크시스템스 (140860)</b> 현재주가: 170,500원	<b>Buy</b> 목표주가: 200,000원
<b>넥스틴 (348210)</b> 현재주가: 60,000원	<b>Buy</b> 목표주가: 75,000원
<b>기가바스 (420770)</b> 현재주가: 62,200원	<b>Buy</b> 목표주가: 75,000원
<b>원익IPS (240810)</b> 현재주가: 35,600원	<b>Buy</b> 목표주가: 42,000원
<b>신성이엔지 (011930)</b> 현재주가: 1,899원	<b>Buy</b> 목표주가: 2,300원

### 반도체 장비 업종 투자 의견 Positive로 커버리지 개시

반도체 장비 업종에 대해 12개월 투자 의견 Positive로 커버리지를 개시한다. 반도체 장비 업종 10개 커버리지 기업의 합산 2023E~2025E 연평균 영업이익 성장률은 76%로, 같은 기간 KOSPI의 영업이익 성장률 37%를 크게 상회할 전망이다. 반도체 업황 회복과 반도체 제조사의 D램 투자 확대에 관련 업체들의 실적 개선이 기대된다.

### 업황 회복의 시그널이 보인다

역사적으로 반도체 시장은 경기 반등 국면마다 상승 사이클에 진입해왔다. 2019년 9월 금리 인하가 시작되기 7개월 전부터 반도체 주가는 상승하기 시작했고, 반도체 시장 규모는 2020년 반등에 성공했다. 2024년에도 반도체 시장규모 반등 (+12% YoY)이 예상되는 이유는 ① 2024년 3분기 연준의 금리인하가 예상되며, ② 과거 20년 사이클에 비추어 봤을 때 지난 10월 D램, 낸드 고정가격 동시 반등이 추세적 상승일 가능성이 높으며, ③ 2024년 스마트폰, PC 출하량이 3년 만에 반등할 것으로 전망되기 때문이다.

### 2024년 반도체 장비 투자 전략: D램 기술 로드맵과 함께 가는 장비사

2024년 D램을 중심으로 반도체 업황 회복이 예상된다. 2024년 글로벌 D램 CapEx 추정치를 기존 -12% YoY에서 +2% YoY로 상향 조정했다. SK하이닉스의 10조원 투자 발표를 시작으로 삼성전자, 마이크론도 HBM capa 증설에 속도를 내고 있기 때문이다. 글로벌 낸드와 파운드리 CapEx는 2023년에 이어 2024년에도 감소할 전망이다. 따라서 2024년에는 D램 제조사의 기술 발전 로드맵과 함께 가는 장비 업체에게 기회가 있다고 판단한다. ① 단기적으로는 HBM 장비를 납품하는 업체에 주목해야 하며, ② 중장기적으로는 D램 미세화의 한계를 극복하는 기술을 가진 업체에게 투자 기회가 있을 것으로 전망한다.

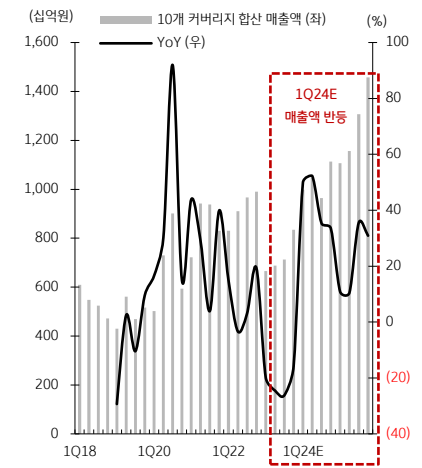
### 전공정 장비: 미세 공정의 한계를 넘어서는 기술에 주목

반도체 공정 미세화로 소자 간 거리가 짧아지면서 여러 문제가 발생하는데 그 중 하나가 누설전류다. 이를 해결하기 위해 전하 축적의 정도가 높은 High-K 물질이 도입됐고, High-K 절연막 형성을 위해 High-K ALD 장비 수요가 증가하고 있다. 향후 D램이 10nm 이하로 진입하면 셀 미세화의 물리적 한계로 3D D램으로의 구조 변화가 불가피하다. 현재 메모리 3사 모두 10nm급 공정에서 트랜지스터 두께를 일정하게 만들어주는 Epi 층 형성 공정을 추가해 사용하고 있다. 3D D램 도입 후에는 Epi Growth 공정 중요성이 더 높아질 것으로 전망한다.

### Top Picks: 유진테크, 주성엔지니어링

반도체 장비 업종 최선호 종목으로 유진테크와 주성엔지니어링을 추천한다. ① 유진테크는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 D램 선단공정 라인에 Epi 층 형성이 가능한 LPCVD 박막증착 장비를 납품하고 있다. D램 선단공정에서 더 나아가 3D D램에서도 투자 기회가 있는 기업이라고 판단한다. ② 주성엔지니어링은 커패시터용 High-K ALD를 SK하이닉스에 단독공급하고 있다. D램 미세화가 진행될수록 유전막 증착을 위한 ALD 장비 대수가 증가해 주성엔지니어링의 수혜가 예상된다.

### 반도체 장비 커버리지 기업 합산 매출액



자료: Quantwise, KB증권 추정

## Contents

<b>I. Executive Summary</b>	<b>4</b>
<b>II. Focus Charts</b>	<b>7</b>
<b>III. 투자 의견과 Valuation</b>	<b>8</b>
<b>IV. 업황 회복 시그널이 보인다</b>	<b>12</b>
1. 매크로 지표 회복: OECD 경기 선행지수 반등	12
2. 2024년 하반기 미국 금리 인하	13
3. IT 세트부품 2023년이 진짜 바닥	14
4. 10월 D램 / 낸드 고정가격 동시 반등	15
<b>V. 2024년 고객사 CapEx 전략 기반 수혜주 전망</b>	<b>18</b>
1. 2024년 CapEx는 D램 중심 집행 전망	18
2. 2024년 메모리 제조사 CapEx 전략: ① D램 Tech Migration	19
3. 2024년 메모리 제조사 CapEx 전략: ② HBM capa 증설	21
4. 삼성전자·SK하이닉스 D램 투자 로드맵	22
<b>VI. 반도체 장비: 실적 반등이 다가오고 있다</b>	<b>24</b>
1. 2024년 하반기 금리 인하 → 2024년 3월 장비 발주 재개 전망	24
2. 글로벌 반도체 장비 업계 분석: 2024년 3월 수주 증가 → 3Q24E 실적 반등	25
<b>VII. 반도체 장비: 기술 경쟁력 기반 차별화 접근 필요</b>	<b>27</b>
1. 16A-18A 사이클 때와는 다른 양상	27
2. 기술 경쟁력 갖춘 장비 업체 선별해야	28
<b>VIII. 전공정: 미세 공정의 한계를 넘어서</b>	<b>31</b>
1. High-K 적용으로 커패시터 용량 확대	31
2. D램 미세화 한계 도달 → 3D D램 논의 확대	33
3. 수율 향상 공정 ①: 어닐링	35
4. 수율 향상 공정 ②: 검사공정	37
<b>IX. 후공정: 메모리 사이클을 넘어설 HBM</b>	<b>39</b>
1. HBM 등장 서사	39
2. HBM이 왜 중요한가	41
3. HBM 시장 규모	42
4. 2024년 HBM 제조 3사 각축전 전망	44
5. HBM 관련 기술과 장비 밸류체인	47
<b>기업분석</b>	<b>50</b>
유진테크 (084370)	51
주성엔지니어링 (036930)	58
한미반도체 (042700)	64
이오테크닉스 (039030)	77
HPSP (403870)	87
파크시스템스 (140860)	93
넥스틴 (348210)	108
기가비스 (420770)	123
원익IPS (240810)	140
신성이엔지 (011930)	145

## I. Executive Summary

### 반도체 장비 업종

#### Positive로 커버리지 개시

반도체 장비 업종에 대해 12개월 투자의견 Positive로 커버리지를 개시한다. 반도체 장비 업종 10개 커버리지 기업의 합산 2023E~2025E 연평균 영업이익 성장률은 76%로, 같은 기간 KOSPI의 영업이익 성장률 37%를 크게 상회할 전망이다. 반도체 제조사들의 D램 중심 투자 확대에 관련 업체들의 실적 개선이 기대된다.

### 2024년 D램 CapEx 상향조정

2024년 반도체 CapEx는 D램 중심의 집행이 예상된다 (2024년 CapEx 전망: D램 +2%, 낸드 -11%, 파운드리 -15% YoY). 반도체 업계 설비투자 축소에도 불구하고 SK하이닉스는 2024년 10조원 규모의 CapEx를 발표했다. HBM과 DDR5 수요에 대응하기 위해 D램 CapEx를 상향 조정할 것으로 추정된다. 따라서 2024년 반도체 장비 업계 투자 기회는 D램 장비 업체에게 있다고 판단한다.

### [제조사 CapEx 전략]

#### ① D램 Tech Migration

2024년 메모리 제조사들은 수익성 개선을 위해 capa 증설보다는 Tech Migration에 집중할 것으로 전망한다. 선단공정으로 전환하게 되면 생산라인이 일시적으로 멈추고, 장비가 재배치되면서 생산량은 자연 감소할 수밖에 없다. 따라서 업황 회복 시기가 앞당겨질 것으로 전망한다. 특히 DDR5, LPDDR5, HBM3E가 2024년 전체 D램 제품의 절반 이상을 차지할 것으로 예상되는 만큼 해당 제품이 생산되는 1nm/1bnm 공정 중심의 전환 투자가 예상된다. 따라서 D램 선단공정 장비를 납품하는 업체들의 수혜가 기대된다.

### [제조사 CapEx 전략]

#### ② HBM capa 확대

2023년에 이어 2024년에도 반도체 업계 최대 화두는 HBM이 될 것으로 전망한다. HBM 가격은 2024년에도 범용 D램 제품 대비 최소 +3배 이상 높을 것으로 예상되며, 시장규모는 2027년까지 연평균 +49% 성장이 예상된다. 따라서 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 모두 HBM capa +2배 이상 증설을 발표했다. 지난 3분기부터 장비 발주가 시작된 만큼 관련 장비 업체들은 2024년 상반기부터 올해와는 다른 실적 레벨을 보여줄 전망이다.

### 한국 반도체 장비 투자 전략

#### ① 기술 경쟁력

#### ② 신규 공정에서 찾는 기회

반도체 미세화가 진행될수록 기술 격차가 벌어지면서 글로벌 Top10 장비 업체로의 쏠림 현상이 심화되고 있다 (글로벌 Top10 장비 업체 점유율: 1990년 40% → 2000년 50% → 2022년 75%). 특히 전공정은 후공정보다 기술 난이도가 높아 미국, 일본, 네덜란드 장비 업체 위주로 시장이 형성되어 있다. 따라서 한국 반도체 장비 업체 투자 제 1전략은 글로벌 장비 업체와 경쟁할 수 있는 '기술력'이다. 한국 반도체 장비 업계에서 가장 많은 R&D 투자가 이뤄지는 공정은 박막증착 공정으로, AMAT (미), TEL (일), Kokusai (일), Hitachi (일)가 장악해온 공정에서 이원화에 성공한 한국 반도체 장비 업체 (유진테크, 주성엔지니어링)에 주목해야 한다. 추가로 반도체 미세화로 새롭게 생긴 공정 장비인 레이저 어닐링 (이오테크닉스), 고압수소 어닐링 (HPSP), 산업용 원자현미경 (파크시스템스) 업체에게도 투자 기회가 있다고 판단한다.

반도체 전공정 장비: 新 공정의 시대

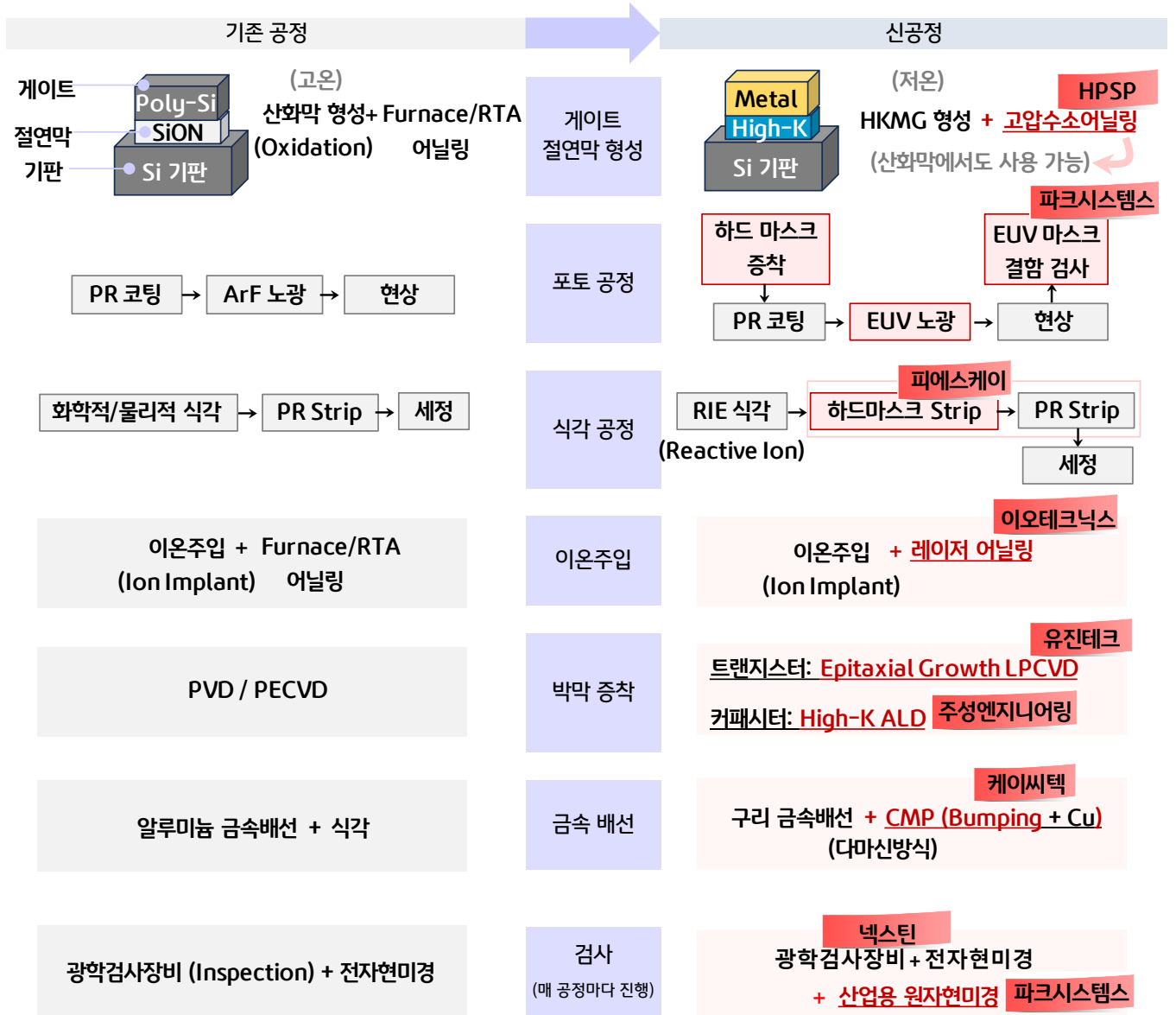
→ 반도체 미세화에 따른 신규 공정 추가 → 한국 반도체 장비 업계 기회 요인

① 박막증착: 회로 선폭이 얇아지면서 Epitaxial이 가능한 LPCVD 장비와 High-K ALD 장비 수요 증가 → 유진테크, 주성엔지니어링 수혜

② 어닐링: 웨이퍼 격자 결함 개선을 통한 수율 향상 → 이오테크닉스, HPSP 수혜

③ 검사장비: 매 공정마다 광학검사 장비를 배치해 패턴 결함을 예방 & 미세화에 따른 산업용 원자현미경 수요 증가 → 넥스틴, 파크시스템스 수혜

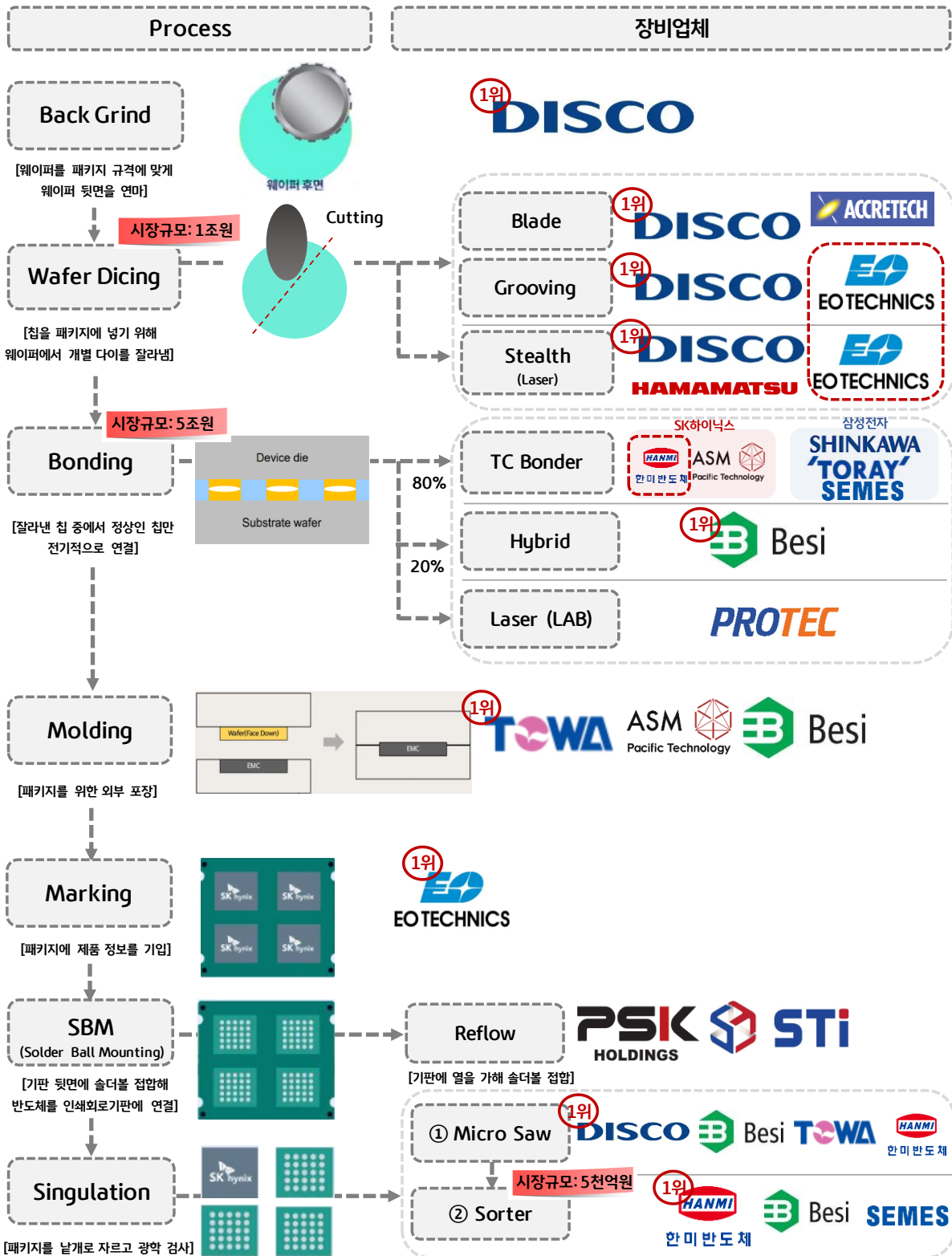
## 新공정에서 한국 반도체 장비 기회 찾기



자료: KB증권

반도체 후공정 장비: HBM 관련 장비에 주목

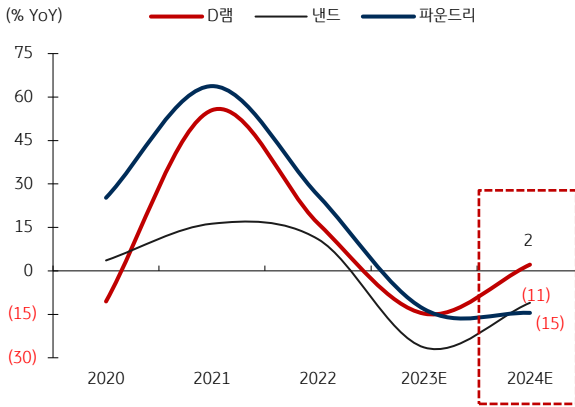
→ HBM은 8~12개 D램을 얇게 자르고 적층한 구조 → 자르는 이오테크닉스 (Stealth Dicing), 붙이는 한미반도체 (TC Bonder) 수혜



자료: 후공정 프로세스 그림은 SK하이닉스 뉴스룸 참고, KB증권

## II. Focus Charts

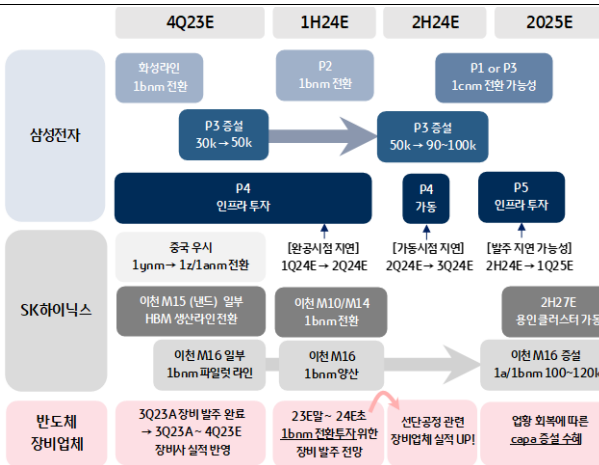
### 2024년 반도체 CapEx 전망: D램 +2% YoY



자료: Omdia, KB증권 추정

- 2024년 반도체 CapEx는 D램만 전년 대비 증가할 것으로 전망
- ① 2024년 D램 CapEx 36조원 +2.1% YoY
- ② 2024년 낸드 CapEx 33조원 -11.0% YoY
- ③ 2024년 파운드리 CapEx 61조원 -14.5% YoY
- AI 반도체 시장이 폭발적으로 성장하면서 AI 반도체에 필수 탑재되는 서버용 DDR5와 HBM3E 생산을 위한 투자 확대 전망

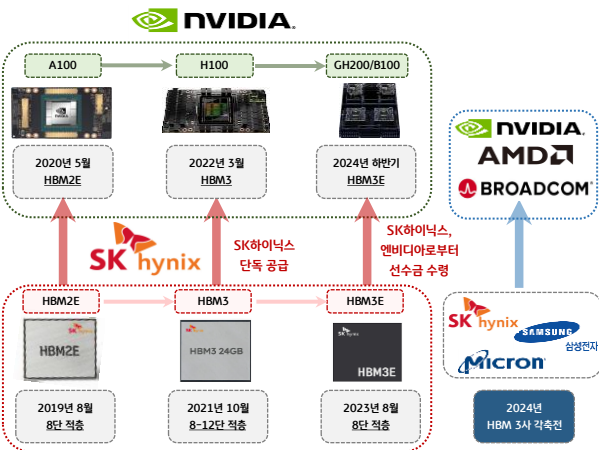
### 삼성전자 / SK하이닉스 D램 투자 로드맵



자료: KB증권

- 삼성전자와 SK하이닉스의 2024년 투자 방향성은 1nm/1bnm로의 공정 전환과 HBM capa 증설
- 삼성전자: 올 연말 화성 레거시 라인과 팹택 P2 라인의 1bnm 전환 투자 할 것으로 예상
- 삼성전자: 1nm 주력인 팹택 P3는 기존 30K에서 올 연말 50K까지 증설, 2024년 말까지 90~100K까지 증설할 전망
- 삼성전자: P4 인프라 투자 완공 시점은 2024년초에서 2024년 2분기로 지연된 것으로 파악. 따라서 가동 시점도 2024년 2분기에서 3분기로 미뤄질 전망
- SK하이닉스: 2024년 10조원 규모 투자 발표. HBM 중심 투자 집행 예상
- SK하이닉스: 청주 낸드 팹 M15에 HBM 라인 증설. 지난 8월에 장비 발주
- SK하이닉스: 중국 우수 전환 투자 (1nm → 1.2nm/1.4nm)는 예상보다 빠르게 진행되고, 물량도 많은 것으로 추정

### 2024년 HBM 제조 3사 각축전 속 관련 장비 수혜 전망



자료: KB증권

- SK하이닉스는 2022년 HBM3 세계 최초 양산 및 2023년 엔비디아에 독점 공급
- SK하이닉스 D램 매출 안에서 HBM 비중 증가세 : 3Q22 한 자릿수 → 4Q22 10% → 2Q23 20%
- HBM 가격은 초 프리미엄 수준으로 D램 수익성 개선을 위해 메모리 3사 모두 HBM capa 확대
- ① 삼성전자: 삼성디스플레이 천안 사업장 인수해 HBM 생산라인 구축
- ② SK하이닉스: HBM 생산 바늘목인 TSV 투자 집중
- ③ 마이크론: 1bnm HBM3E 생산 위해 대만 타이중시 제4공장 개설
- HBM capa 확대에 따른 관련 장비 업체 수혜 전망

### III. 투자 의견과 Valuation

#### 반도체 장비 업종

#### Positive로 커버리지 개시

반도체 장비 업종에 대해 12개월 투자 의견 Positive로 커버리지를 개시한다. 반도체 장비 업종 10개 커버리지 합산 2023E ~ 2025E 연평균 영업이익 성장률은 76%로 같은 기간 KOSPI의 영업이익 성장률 37%를 크게 상회할 전망이다. 2024년 반도체 업계는 DDR5, HBM3E 수요 증가로 D램 중심의 전환 투자가 예상된다.

#### 최선호주: 유진테크, 주성엔지니어링

#### 관심종목: 한미반도체

D램향 선단공정 장비업체인 유진테크 (Buy, TP 55,000원)와 주성엔지니어링 (Buy, TP 43,000원)을 최선호주로 제시한다. SK하이닉스는 2024년 HBM 투자 확대에 집중하고 있다. 관심종목으로 HBM TC 본더 대장주인 한미반도체 (Buy, TP 72,000원)를 제시한다.

표 1. 반도체 장비 업종 투자 의견 및 목표주가 (1/2)

(원, %)	유진테크	주성엔지니어링	한미반도체	이오테크닉스	HPSP
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	43,000	72,000	190,000	45,000
상승여력	26.4	25.4	21.0	19.9	24.7
현재주가 (11/14)	43,500	33,300	59,500	158,400	36,100
COE (A) = a + b x c	9.30	8.57	9.97	8.70	9.65
Risk Free Rate (a)	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
조정 beta (b)	1.05	0.91	1.17	0.94	1.09
Risk Premium (c = d - e)	5.41	5.41	5.41	5.41	5.41
Market (d)	8.72	8.72	8.72	8.72	8.72
Risk Free Rate (e)	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32
COD (B)	5.51	6.21	4.60	5.46	5.46
주식가치 가중치 (f)	81.7	68.4	94.1	89.4	89.9
차입금 가중치 (g)	18.3	31.6	5.9	10.6	10.1
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	8.61	7.83	9.66	8.37	8.79

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 2. 반도체 장비 업종 투자 의견 및 목표주가 (2/2)

(원, %)	파크시스템스	넥스틴	기가비스	원익PS	신성이엔지
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	75,000	75,000	42,000	2,300
상승여력	17.3	25.0	20.6	18.0	21.1
현재주가 (11/14)	170,500	60,000	62,200	35,600	1,899
COE (A) = a + b x c	7.62	10.09	8.36	8.36	11.25
Risk Free Rate (a)	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
조정 beta (b)	0.74	1.19	0.87	0.87	1.40
Risk Premium (c = d - e)	5.41	5.41	5.41	5.41	5.41
Market (d)	8.72	8.72	8.72	8.72	8.72
Risk Free Rate (e)	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32
COD (B)	5.75	5.40	5.79	4.93	11.29
주식가치 가중치 (f)	69.8	88.2	100.0	82.8	40.0
차입금 가중치 (g)	30.2	11.8	0.0	17.2	60.0
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	7.06	9.54	8.36	7.77	11.27

자료: FnGuide, KB증권 추정

표 3. 반도체 장비 커버리지 10개 기업 요약

No.	기업	기업 개요 및 투자 포인트	탐픽 여부
1	유진테크	<ul style="list-style-type: none"> <li>D램 선단공정에서 Epitaxial Layer 증착이 가능한 LPCVD를 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론에 납품</li> <li>D램 제조사들의 1bnm 공정 전환 최대 수혜주</li> <li>다양한 ALD 솔루션을 기반으로 파운드리향 ALD 고객사 쉐어 진행 중</li> </ul>	탐픽
2	주성엔지니어링	<ul style="list-style-type: none"> <li>D램 캐패시터용 High-K ALD SK하이닉스에 단독 공급</li> <li>고객사의 빠른 1bnm 공정 전환으로 장비 납품 속도</li> <li>메모리 중심에서 비메모리 (인터포저, 트랜지스터, 캐패시터) 중심으로 확장</li> </ul>	탐픽
3	한미반도체	<ul style="list-style-type: none"> <li>HBM용 TC 본더 SK하이닉스와 공동 개발 및 HBM (1세대)부터 HBM3E (5세대)까지 전부 장비 납품</li> <li>2024년 SK하이닉스 10조원 투자 발표 → HBM 중심 집행 전망</li> <li>메모리용 TC 본더 선두 업체로서 HBM 신규 고객사로의 확장 가능성 기대</li> </ul>	관심종목
4	이오테크닉스	<ul style="list-style-type: none"> <li>(전공정) 삼성전자와 레이저 어닐링 장비 공동 개발 → 삼성전자 12nm 비중 확대에 따른 장비 수요 증가</li> <li>(후공정) Disco가 독점하던 HBM향 레이저 커팅장비 (그루빙, 스텔스 다이싱) 시장 진출 전망</li> <li>레이저 마킹 장비 국내 점유율 95%, 해외 점유율 60%</li> </ul>	-
5	HPSP	<ul style="list-style-type: none"> <li>웨이퍼와 High-K 절연막 사이 경계면의 누설전류를 막아주는 고압수소어닐링 장비 글로벌 독점회사</li> <li>파운드리 중심 사업구조에서 메모리로 확장 (메모리 비중: 2023년 23% → 2024년 40%)</li> <li>3나노 이하 타겟 고압습식 산화막 장비 시장 진입 준비: 2024년 하반기 출시 예정</li> </ul>	-
6	파크시스템스	<ul style="list-style-type: none"> <li>산업용 원자현미경 시장 글로벌 점유율 80%, 선단공정에서 원자현미경 수요 증가에 따른 수혜</li> <li>EUV 마스크 리페어 장비: EUV 마스크 제조사 중심 판매에서 반도체 제조사로의 고객사 확장성</li> <li>연구용보다 마진율이 +2배 높은 산업용 원자현미경 매출 비중 확대</li> </ul>	-
7	넥스틴	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 JV 설립으로 보조금 수령 → Dark-field 광학검사장비 M/S 확대 (2023년 5.3% → 2024년 6.5%)</li> <li>메모리 신규 고객사 확보 가시화 및 중국 신규 고객사 컨택</li> <li>신제품인 EUV / 3D낸드 / HBM향 검사장비 2024년 하반기 매출 인식</li> </ul>	-
8	기가비스	<ul style="list-style-type: none"> <li>서버용 FC-BGA 기판 내층 검사장비 글로벌 1위 업체</li> <li>TSMC 패키징 기판 협력업체 (이비덴, 유니마이크론) 및 난야PCB, 삼성전기, 젠딩, 신코덴키가 고객사</li> <li>고마진 (연평균 영업이익률 35-40%) 구조 지속 및 동종 업계 대비 탄탄한 재무구조 보유</li> </ul>	-
9	원익IPS	<ul style="list-style-type: none"> <li>낸드 박막증착 장비 (PECVD) 매출 부진 및 고객사 투자 축소로 2023년 실적 바닥</li> <li>2024년 P3 D램 추가 투자와 테일러 팹 매출 인식에 따른 실적 회복 전망</li> <li>낸드 V9 / 파운드리 3나노향 장비 준비중, 고객사 쉐어 테스트 통과 시 히타치와 이원화 가능성</li> </ul>	-
10	신성이엔지	<ul style="list-style-type: none"> <li>반도체 / 디스플레이 클린룸, 2차전지 드라이룸 국내 고객사 M/S 70%</li> <li>2024년 반도체 클린룸은 해외 고객사로의 확장, 2차전지 드라이룸은 LG에너지솔루션 / SK온 매출 인식</li> </ul>	-

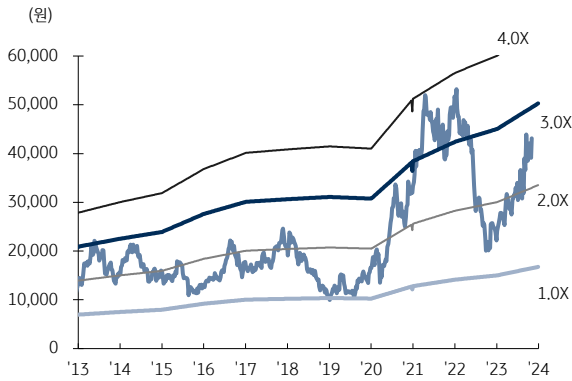
자료: KB증권

표 4. 반도체 장비 커버리지 10개 기업 모멘텀

No.	기업	선단공정	HBM	고객사 확장성	적용처 확장성	점유율 확대	시장 지배력	고객사 개파 확장
1	유진테크	○			○	○		○
2	주성엔지니어링	○		○	○			○
3	한미반도체		○	○		○	○	○
4	기가비스	○		○			○	
5	HPSP	○		○	○		○	○
6	이오테크닉스	○	○	○		○		○
7	넥스틴			○		○		
8	파크시스템스	○		○			○	
9	원익IPS	○						○
10	신성이엔지			○			○	○

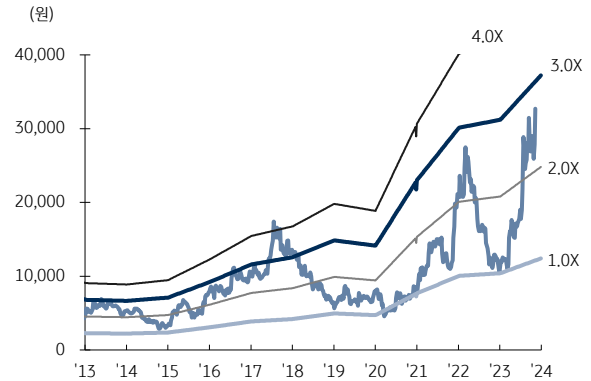
자료: KB증권

그림 1. 유진테크 12M Fwd. P/B Band



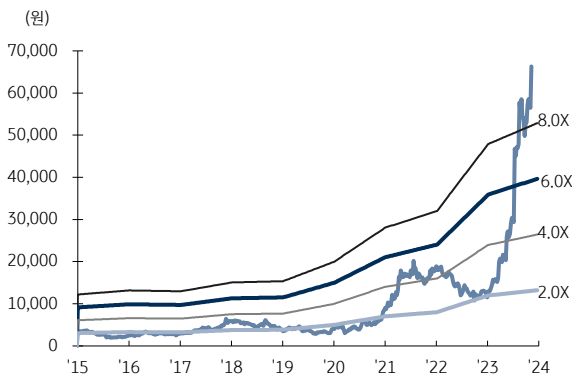
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 2. 주성엔지니어링 12M Fwd. P/B Band



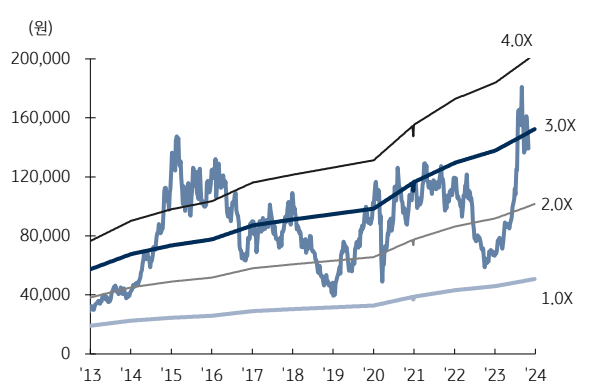
자료: Quantiwise, KB증권

그림 3. 한미반도체 12M Fwd. P/B Band



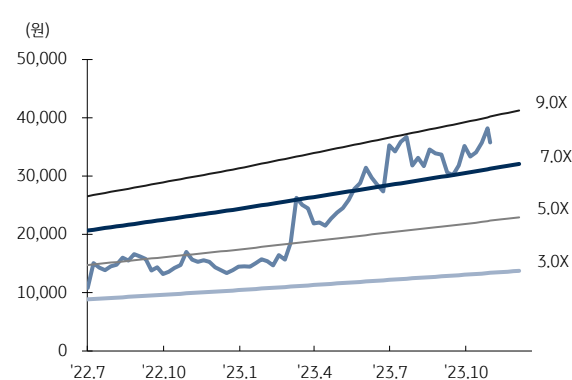
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 4. 이오테크닉스 12M Fwd. P/B Band



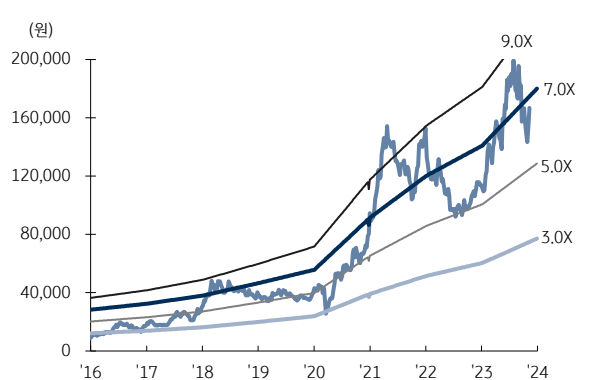
자료: Quantiwise, KB증권

그림 5. HPSP 12M Fwd. P/B Band



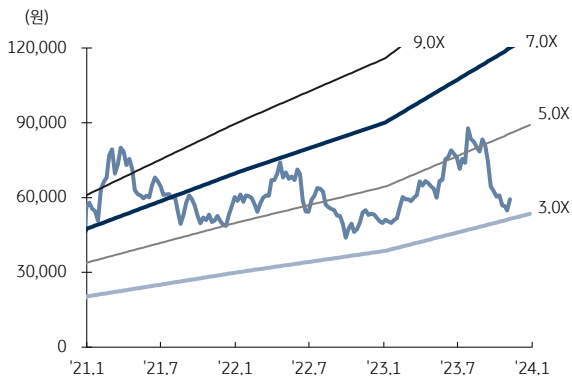
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 6. 파크시스템스 12M Fwd. P/B Band



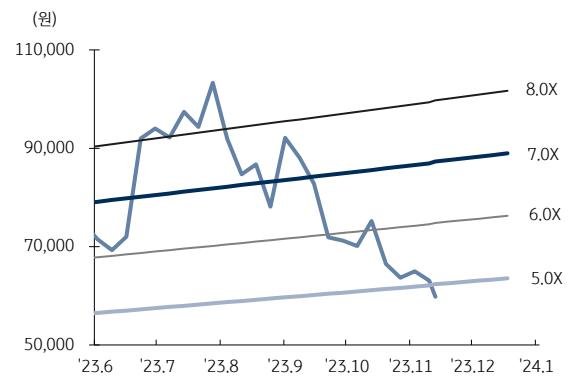
자료: Quantiwise, KB증권

그림 7. 넥스틴 12M Fwd. P/B Band



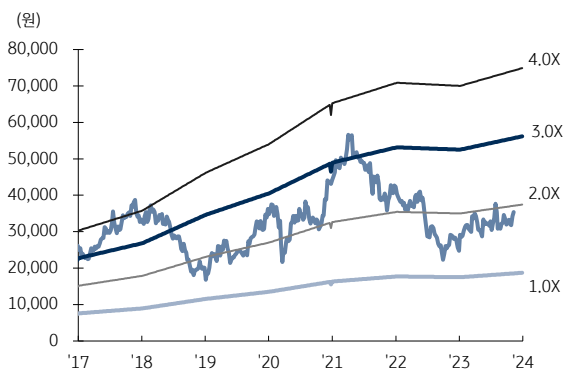
자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 8. 기가비스 12M Fwd. P/B Band



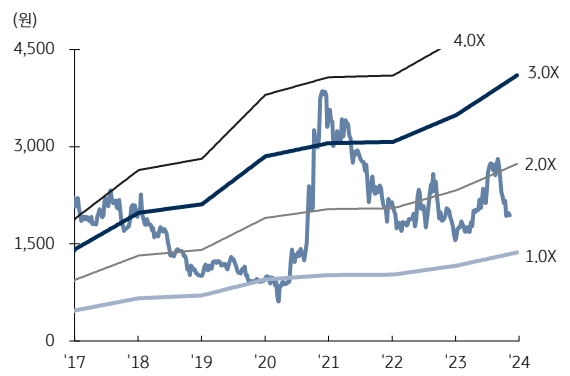
자료: Quantwise, KB증권

그림 9. 원익IPS 12M Fwd. P/B Band



자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 10. 신성이엔지 12M Fwd. P/B Band



자료: Quantwise, KB증권

## IV. 업황 회복 시그널이 보인다

### 반도체는 경기 민감주

→ 업황 회복 가시화로 반도체 반등 전망

반도체는 경기 민감주다. 역사적으로 반도체 시장은 경기 반등 국면마다 상승 사이클에 진입해왔다. 매크로 지표 회복과 금리 인하 가능성, 메모리 가격 반등이 시작된 것으로 보이는 바, 2024년 업황 회복에 따른 반도체 시장 반등이 전망된다.

### OECD 경기선행지수와

### 반도체 시장 규모 완만한 반등

#### 1. 매크로 지표 회복: OECD 경기 선행지수 반등

OECD 경기선행지수는 22년 2월을 정점으로 6개월 연속 하락하다가 22년 9월 바닥을 찍고 점진적으로 오르는 추세다. 반도체 시장규모 역시 1Q22 사상 최대치를 기록 후 4개 분기 연속 전분기 대비 하락하다가 2Q23 소폭 반등 (+4% QoQ)에 성공했다. 스마트폰, PC 고객사의 메모리 재고가 1Q23을 기점으로 피크아웃했으며, AI 서버 중심의 고사양 제품 수요 강세가 지속되고 있어 반도체 시장은 완만한 회복세에 진입할 전망이다.

그림 11. OECD 경기 선행지수 vs. 반도체 시장 성장률

반도체 시장은 경기 반등 국면에서 상승 사이클 진입

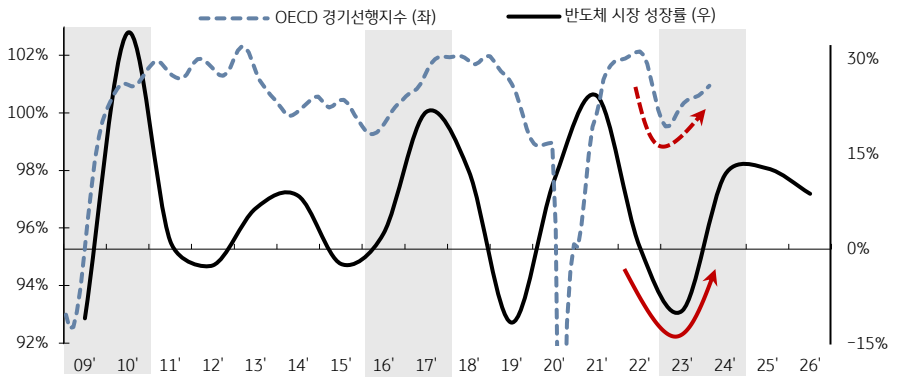
Case 1. 2009년 - 2010년

Case 2. 2016년 - 2017년

Case 3. 2023년 - 2024년

→ OECD 경기 선행지수 2022년 9월 반등

→ 반도체 시장 규모 2Q23 소폭 반등



자료: OECD, Omdia, KB증권 추정

그림 12. 반도체 시장 규모 변동 요인 분석

반도체 시장은 매크로 이벤트에 따라 큰 폭으로 변동

1985년: 일본 메모리 기업 저가 공세 → 가격 급락

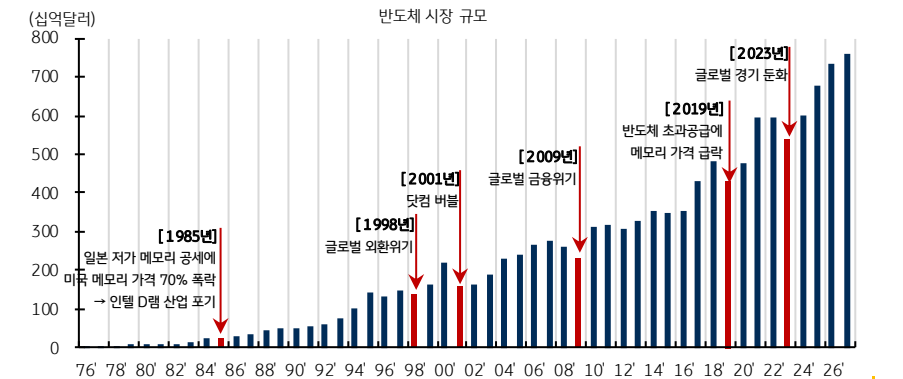
1998년: 글로벌 외환위기

2001년: 닷컴버블

2009년: 글로벌 금융위기

2019년: 반도체 초과공급 → 메모리 가격 급락

2023년: 글로벌 경기 둔화



자료: Omdia, KB증권 추정

## 2. 2024년 하반기 미국 금리 인하

2024년 하반기 금리 인하  
→ IT 세트수요 완만한 회복

KB증권은 2024년 3분기 연준이 금리인하를 시작할 것으로 전망한다 ([10/31, 권희진 외, 불안정한 안정](#)). 과거 2019년 금리 인상-인하 사이클을 돌아보면, 금리가 더 이상 오르지 않을 것이라는 기대감이 형성되자 주가는 반등하기 시작했다. 이후 실제로 금리 인하가 시작되자 IT 세트수요가 회복되며 반도체 시장규모도 반등했다. 이번 사이클에서도 유사한 흐름이 반복될 것으로 전망한다. 11월 들어 추가 금리 인상 가능성이 낮아지며 금리 인하 기대감이 주가에 반영되는 모습이다. 연준이 2024년 상반기에 경기가 둔화되는 모습을 확인한다면 2024년 3분기 금리 인하를 할 가능성이 높다고 판단한다. 단, 19년-20년에는 연준이 금리를 빠른 속도로 인하했다면, 이번에는 2년 반에 걸쳐 인하할 전망이다. 따라서 2024년 하반기 IT 세트수요의 완만한 회복을 전망한다.

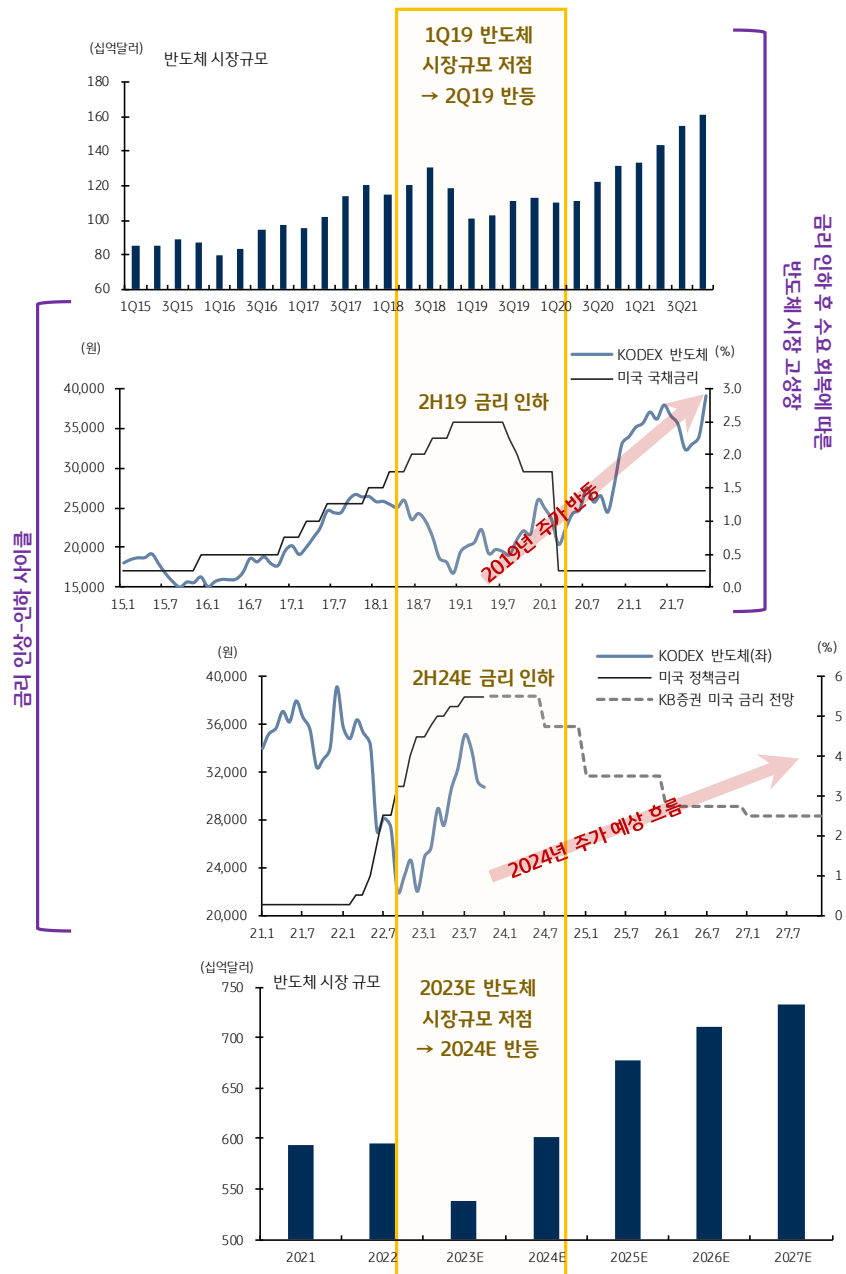
그림 13. 금리 인상-인하 사이클

**[19A-20A 사이클]**

- 19년 1월 금리 고정 기대감에 주가 반등 시작 (금리 인하 7개월 전)
- 19년 8월 금리 인하
- 20년 1분기 IT 세트수요 회복으로 반도체 시장 반등

**[24E-25E 사이클]**

- 23년 11월 금리 고정 기대감이 주가 반영 (금리 인하 약 10개월 전)
- 24년 3분기 금리 인하 전망
- 24년 하반기 IT 세트수요 점진적 회복 전망



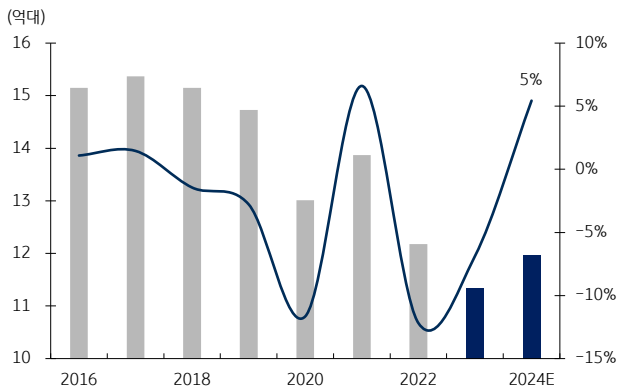
자료: Quantwise, Omdia, KB증권 추정

### 3. IT 세트부품 2023년이 진짜 바닥

#### 24E 스마트폰/PC 3년 만에 반등

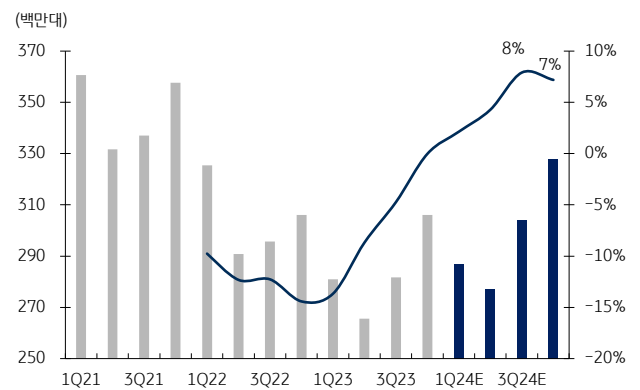
KB증권은 스마트폰 출하량이 2023년 11.34억대로 (-6.9% YoY) 저점을 찍고 2024년 11.96억대 (+5.4% YoY)로 반등 및 2024년 하반기 중화권을 중심으로 스마트폰 시장 회복을 전망한다. 글로벌 PC 시장은 2025년 윈도우 10 지원 종료 예정으로 2024년부터 기업용 PC 교체 수요 발생이 예상된다. 서버의 경우 올 연말까지 고객사의 재고조정이 마무리되고, 2024년 AI 서버와 함께 일반 서버 수요도 증가할 전망이다. 따라서 PC 출하량과 서버 출하량 역시 올해 바닥을 찍고 2024년 각각 +5%, +9% YoY 회복될 것으로 예상된다.

그림 14. 24E 스마트폰 출하량 +5% YoY



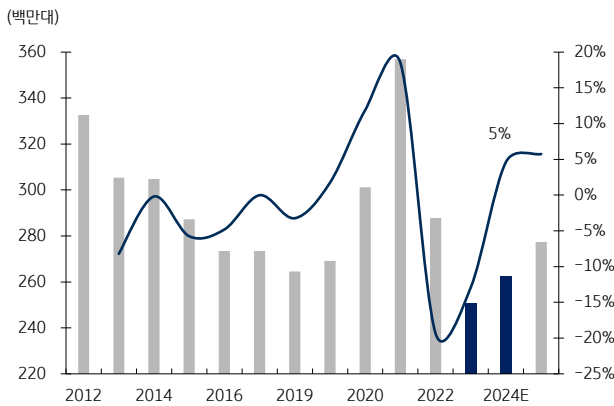
자료: KB증권 추정

그림 15. 2H24E 스마트폰 출하량 반등



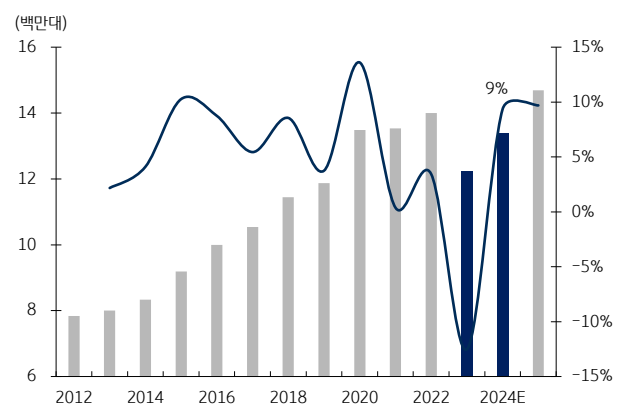
자료: KB증권 추정

그림 16. 24E 글로벌 PC 출하량 +5% YoY



자료: Omdia, KB증권 추정

그림 17. 24E 서버 출하량 +9% YoY



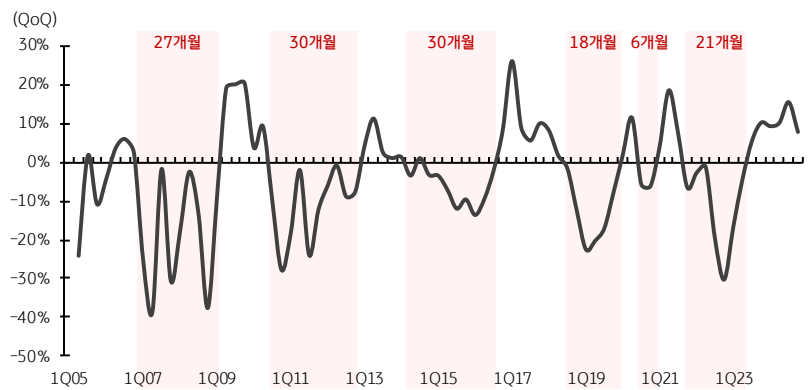
자료: Omdia, KB증권 추정

#### 4. 10월 D램 / 낸드 고정가격 동시 반등

과거 20년 사이클 대입 시  
10월 반등은 추세적일 가능성이 높아

지난 10월 D램, 낸드 고정가격은 동시 반등에 성공했다. 가격 반등은 메모리 시장이 바닥을 통과했다고 볼 수 있는 중요 지표다. D램 하락 사이클 지속 기간은 2010년 중반까지는 약 30개월이었으며, 2018년 반도체 다운사이클 때는 18개월로 그 기간이 점차 짧아지고 있다. 약 20년간의 D램 가격 하락 지속 기간을 계산해보면 평균 22개월이다. 최근 D램 가격은 2021년 3분기를 정점으로 하락한 지 21개월 만에 반등했는데, 과거 하락기간의 평균(22개월)과 유사한 기간이다. 따라서 D램 가격 사이클 주기를 고려한다면 이번 반등은 단기 상승이 아닌 추세적 상승일 가능성이 높은 것으로 판단한다.

그림 18. D램 가격 하락 지속 기간 분석



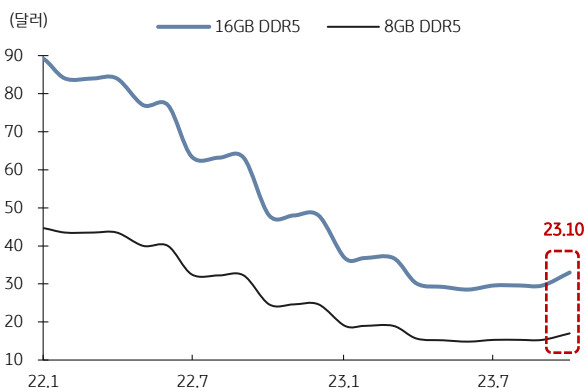
자료: Omdia, KB증권 추정

표 5. 메모리 가격 상승 / 하락 기간 분석

가격 하락지속 기간	상승 반전 시점	가격 상승지속 기간	가격 정점 시점
9개 분기	2Q09	5개 분기	2Q10
10개 분기	1Q13	5개 분기	1Q14
10개 분기	4Q16	7개 분기	2Q18
6개 분기	1Q20	2개 분기	2Q20
2개 분기	1Q21	3개 분기	3Q21
7개 분기	3Q23	최소 6개 분기	-
평균 7.3개 분기		평균 4.7개 분기	
<b>평균 22개월</b>		<b>평균 15개월</b>	

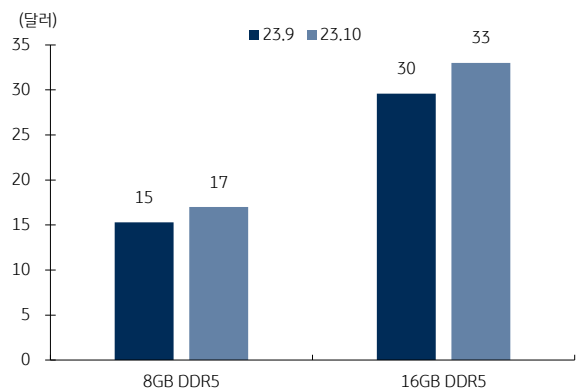
자료: KB증권 추정

그림 19. DDR5 10월 고정가격 첫 반등



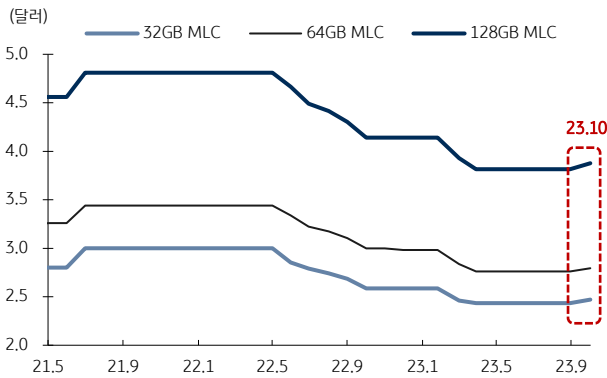
자료: Dramexchange, KB증권

그림 20. DDR5 9월 가격 vs. 10월 가격



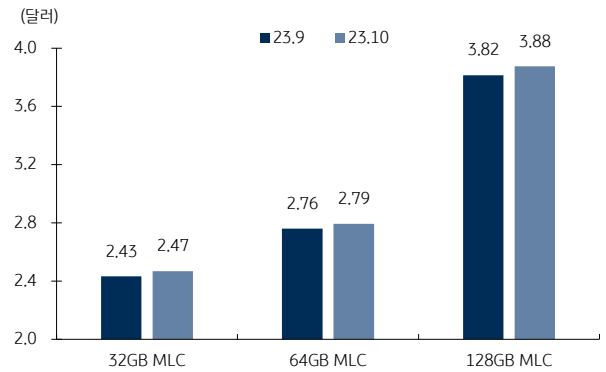
자료: Dramexchange, KB증권

그림 21. 낸드 10월 고정가격: 1년 6개월 만에 반등



자료: Dramexchange, KB증권

그림 22. NAND 9월 가격 vs. 10월 가격



자료: Dramexchange, KB증권

가격 반등 이유

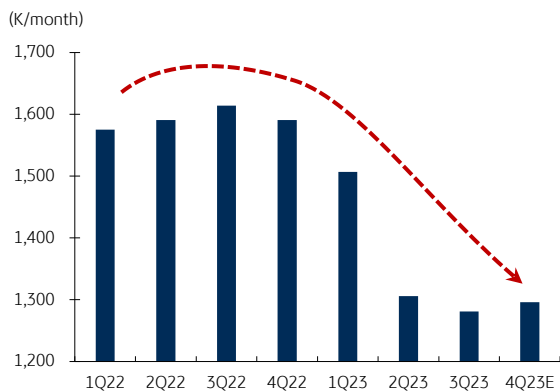
① (공급) 메모리 제조사 감산 지속

메모리 가격 반등 이유는 수요와 공급 관점에서 2가지로 볼 수 있다. 첫째, 2022년 하반기부터 시작된 메모리 제조사의 강도 높은 감산이다. 메모리 제조사는 재고 감소를 위해 최대 50% 수준의 감산을 진행하고 있고, 4Q23E D램, 낸드 capa는 전년 대비 각각 19%, 20% YoY 축소될 것으로 예상된다.

② (수요) HBM 수요 급증

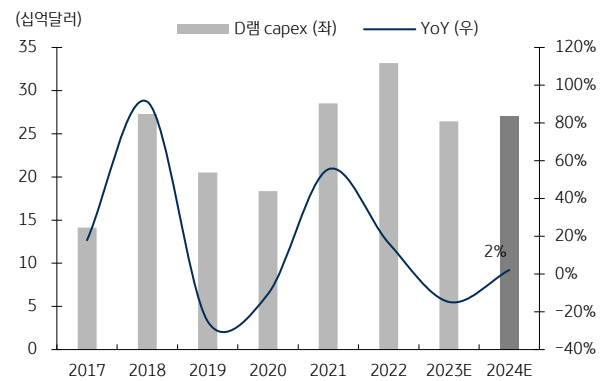
둘째, AI 반도체에 필수 탑재되는 HBM 수요가 폭발적으로 성장하고 있다. D램 가격 폭락으로 HBM은 기존 D램 대비 ASP가 최대 +7배 높아졌고, D램 안에서 HBM 비중 증가는 D램 ASP의 빠른 상승 전환을 이끌었다. 따라서 메모리 3사 중 HBM 매출 비중이 가장 높은 SK하이닉스가 지난 2분기에 가장 먼저 D램 흑자전환에 성공할 수 있었다.

그림 23. 4Q23E D램 글로벌 capa -19% YoY



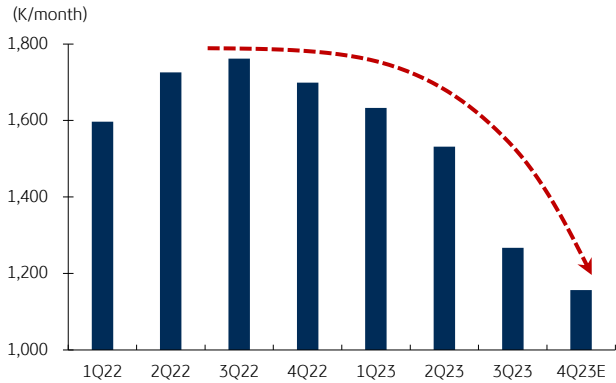
자료: Trendforce, KB증권

그림 24. D램 CapEx: 23E -15% / 24E +2% YoY



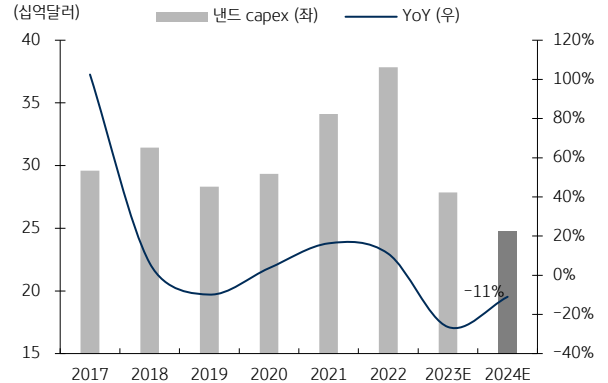
자료: Omdia, KB증권

그림 25. 4Q23E 낸드 글로벌 capa -32% YoY



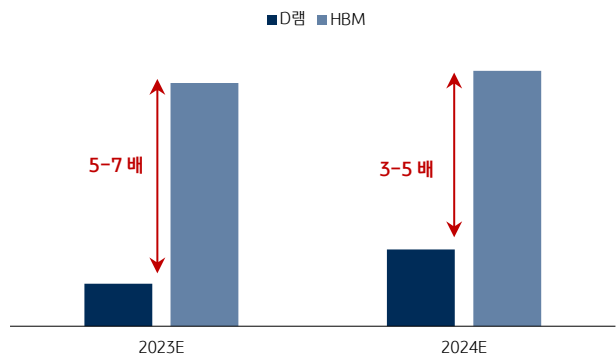
자료: Trendforce, KB증권

그림 26. 낸드 CapEx 23E -26% / 24E -11% YoY



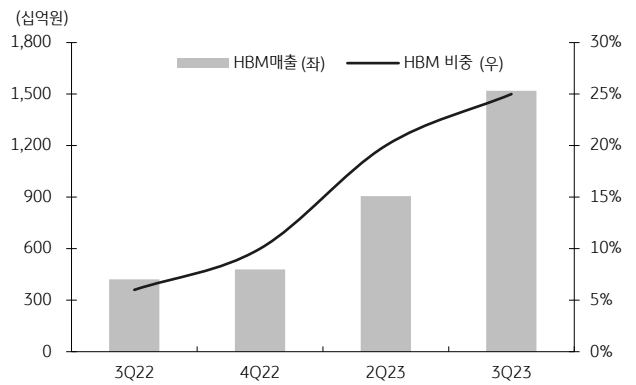
자료: Omdia, KB증권

그림 27. HBM vs. D램 ASP 차이: 최대 7배



자료: Omdia, KB증권

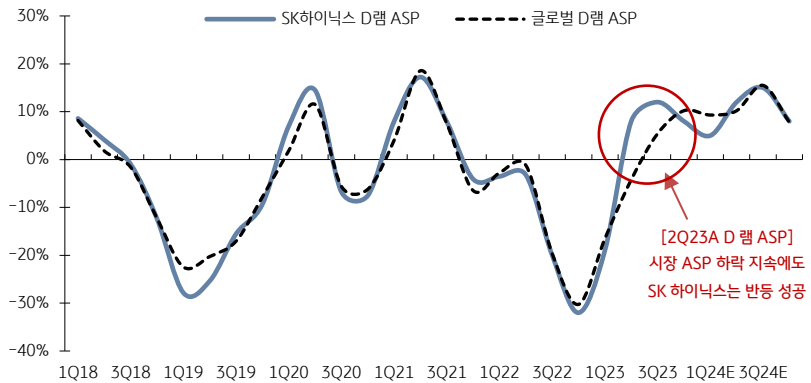
그림 28. SK하이닉스 HBM 및 그래픽 매출



자료: SK하이닉스, KB증권 추정

그림 29. D램: SK하이닉스 ASP vs. 시장 ASP

2Q23A SK하이닉스 HBM 판매 비중 증가로 SK하이닉스 D램 ASP는 시장보다 1개 분기 빠른 반등 성공



자료: KB증권 추정

## V. 2024년 고객사 CapEx 전략 기반 수혜주 전망

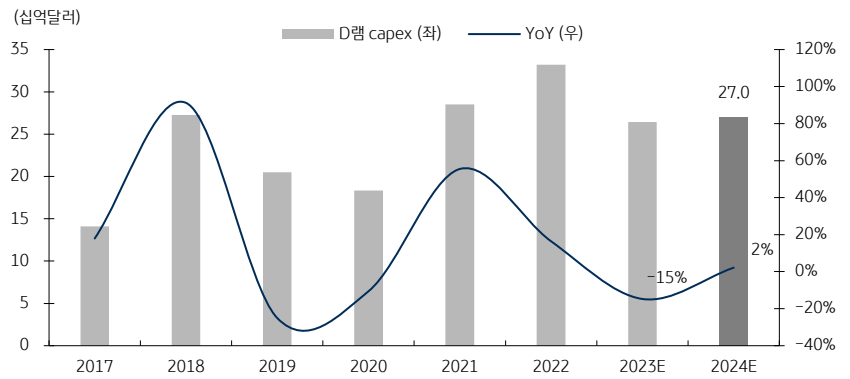
### 1. 2024년 CapEx는 D램 중심 집행 전망

**24E 반도체 CapEx 전망**  
**: D램 +2% / 낸드 -11% /**  
**파운드리 -15% YoY**

2024년 반도체 CapEx는 D램 270억 달러 (+2% YoY), 낸드 248억 달러 (-11% YoY), 파운드리 454억 달러 (-15% YoY) 투자가 예상된다. 낸드와 파운드리는 업황 회복 지연에 따른 CapEx 축소가 불가피하며, D램은 HBM과 공정 전환 중심의 투자가 이뤄질 전망이다.

그림 30. D램 CapEx 전망

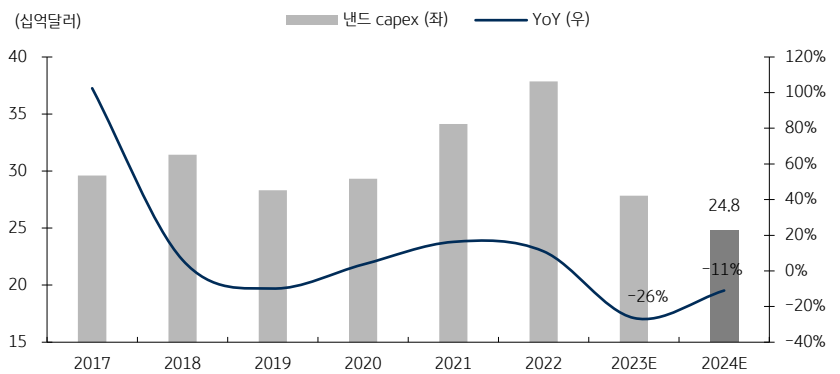
[D램 CapEx 성장률]  
 23E -15% YoY  
 24E +2% YoY



자료: Omdia, KB증권 추정

그림 31. 낸드 CapEx 전망

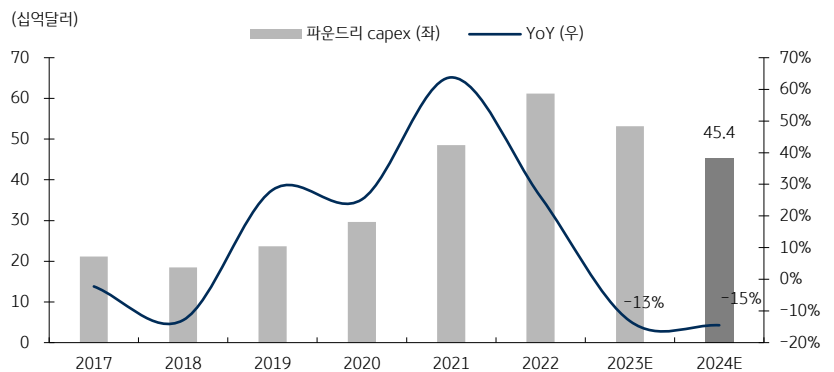
[낸드 CapEx 성장률]  
 23E -26% YoY  
 24E -11% YoY



자료: Omdia, KB증권 추정

그림 32. 파운드리 CapEx 전망

[파운드리 CapEx 성장률]  
 23E -13% YoY  
 24E -15% YoY



자료: Omdia, Bloomberg Consensus, KB증권 추정

## 2. 2024년 메모리 제조사 CapEx 전략: ① D램 Tech Migration

### 2024년 CapEx 전략: Tech Migration

삼성전자와 SK하이닉스의 2024년 CapEx 전략은 첫째, Tech Migration이다. Tech Migration이란 반도체 제조사가 선단공정으로의 전환을 통해 원가절감과 칩 성능 향상을 꾀하는 것을 의미한다. D램은 트랜지스터 크기를 작게 하거나 회로 선폴을 줄이는 방향으로 공정 전환이 이뤄지며, 낸드는 적층수를 늘리면서 용량 증가와 원가 절감을 하고 있다.

### 공급자 중심 시장으로 전환 기대

그렇다면 반도체 제조사는 왜 하필 2024년에 Tech Migration에 집중할까? 팹 안에서 새로운 공정을 도입하면 생산라인이 일시적으로 멈추기도 하고, 장비를 재배치하거나 새롭게 추가하면서 생산량이 자연적으로 감소할 수밖에 없다. 즉, 공급을 감소시켜 공급자 우위의 시장으로 빠르게 전환시키려는 목적이다.

### D램 1bnm 공정 전환에 집중 → 유진테크, 주성엔지니어링 수혜

2024년에는 1a/1bnm 공정 적용 DDR5와 HBM3/3E가 D램 시장을 견인할 전망이다. AI 반도체 시장이 폭발적으로 성장하면서 AI 반도체에 필수 탑재되는 서버용 DDR5와 HBM3E 시장 성장이 전망되기 때문이다. 따라서 1a/1bnm 중심의 전환 투자가 예상되며, 해당 공정에 박막증착 장비를 납품하는 유진테크 (Single type LPCVD)와 주성엔지니어링 (High-K ALD)의 수혜를 전망한다.

그림 33. 2024년 D램 시장 제품별 매출 비중

2024년 D램 시장은  
DDR5, LPDDR5, HBM 시장이 주도

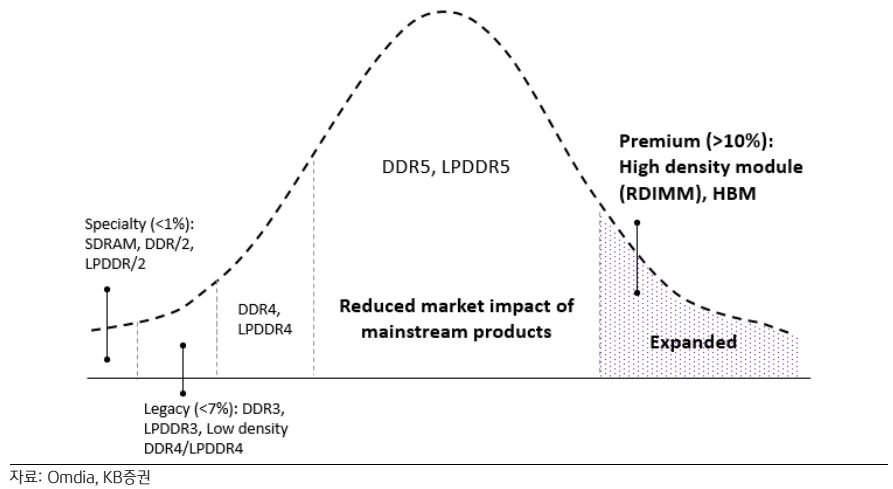
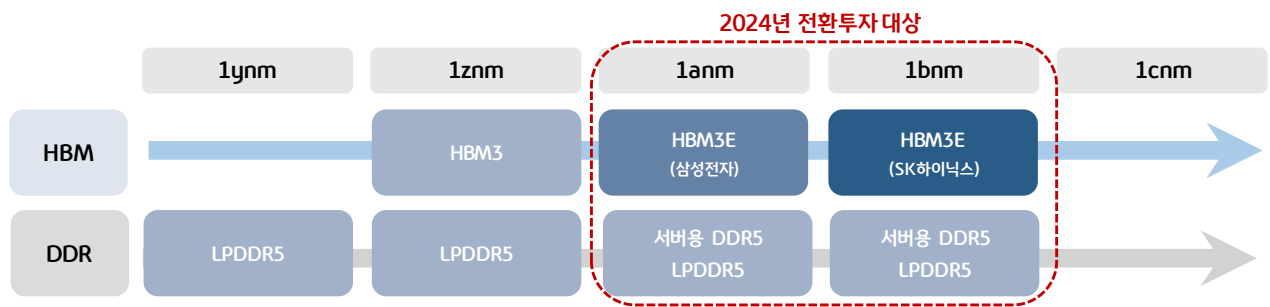


그림 34. D램 노드별 HBM3 / HMB3E / DDR5 제품

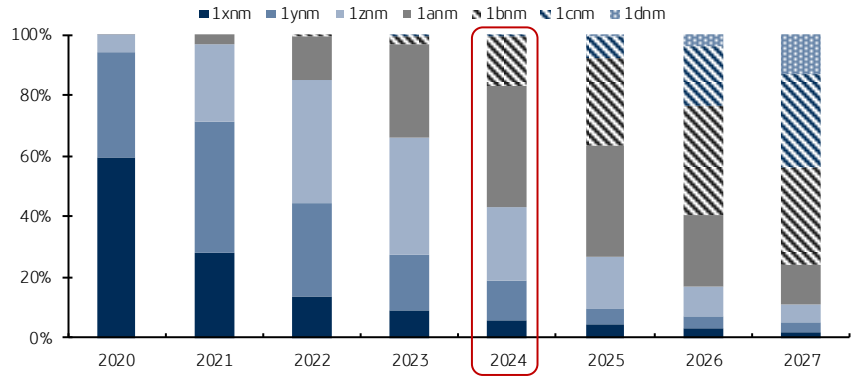


D램 Tech Node 비중

23E: 1x 8%, 1y 17%, 1z 36%, 1a 28%, 1b 3%

24E: 1x 5%, 1y 12%, 1z 23%, 1a 38%, 1b 15%

그림 35. D램 Tech Node 비중



자료: Omdia, KB증권 추정

유진테크 주요 고객사

: 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론

주성엔지니어링 주요 고객사

: SK하이닉스, CXMT, YMTC

그림 36. 1a/1bnm 공정 전환투자 수혜주



자료: KB증권

### 3. 2024년 메모리 제조사 CapEx 전략: ② HBM capa 증설

#### HBM capa 증설에 집중

메모리 3사의 CapEx 전략 두 번째는 HBM capa 증설이다. HBM3 가격은 일반 D램 대비 5배 이상 높게 형성되어 있고, HBM 시장은 향후 2027년까지 연평균 +49% 성장할 것으로 전망된다. 따라서 HBM 시장을 선점하면 메모리 수익성 개선을 앞당길 수 있어 메모리 3사 모두 HBM capa 증설에 집중할 전망이다.

#### 삼성전자

: SDC 천안공장 인수 → capa 2배 확대

삼성전자는 지난 10월 31일 삼성디스플레이의 천안 사업장 인수를 공시했다. 인수금액은 105억원으로 HBM 생산라인을 구축할 예정이다. 이미 지난 7월 천안 패키징 공장 (기존 삼성디스플레이 LCD 라인)내 HBM capa 증설을 위해 최대 1조원 규모의 장비를 발주한 것으로 추정된다. 삼성전자는 HBM3 8단 / 12단 제품 모두 고객사에 공급을 시작했고, HBM3E의 경우 8단 제품을 고객사에 샘플 공급했다. 고객사 주문 물량을 소화하기 위해 삼성전자는 지속적으로 HBM capa 확장에 집중할 전망이다.

#### SK하이닉스

: 청주 M15 증설 / CapEx 2배 확대

SK하이닉스는 HBM 생산의 가장 큰 바틀넥인 TSV 패키징 투자에 집중하고 있다. 낸드 팸인 청주 M15에 TSV라인을 증설하고 있는 것으로 추정되며, 한미반도체는 9월초 SK하이닉스에 TC 본더 장비 납품 계약을 체결해 장비 반입에 속도를 내고 있다. SK하이닉스는 2024년 10조원 규모의 CapEx 집행을 발표했는데, HBM 중심의 투자 확대가 기대된다.

#### 마이크론

: 대만 타이중 4공장서 HBM3E 생산

마이크론은 11월초 대만 타이중시에서 제4공장을 개설했다. 1bnm 공정 기반 HBM3E을 생산할 예정으로 엔비디아 공급을 목표로 하고 있다. 마이크론 CEO는 2024년 연간 HBM 매출액을 9천억원으로 제시했다. 2024년 HBM 시장 규모는 13조원으로 추정되어 마이크론의 2024년 점유율은 7% 수준에 그칠 것으로 전망한다.

그림 37. 메모리 3사 HBM capa 증설 현황



삼성디스플레이  
천안사업장



청주 M15  
낸드라인 일부



대만 타이중  
4공장

자료: 언론사 종합, KB증권 추정

#### 4. 삼성전자·SK하이닉스 D램 투자 로드맵

##### 삼성전자

- 전환투자: 화성/P2 → 1bnm
- 증설투자: P3 증설 예정대로 진행, P4 공급조절 위해 건설지연

삼성전자의 2024년 투자 방향성은 1a/1bnm 선단공정 투자와 HBM capa 증설이다. HBM3E는 1anm 적용, LPDDR5와 서버용 DDR5는 1bnm 공정 적용이 예상된다. 따라서 HBM과 DDR5 수요를 대응하기 위해 올해 연말까지 화성 팹의 1bnm 전환이 예상되며, 1anm가 주력인 평택 P3는 기존 30K에서 50K까지 증설할 것으로 추정된다. 1a/1bnm 공정을 대응하는 장비사들은 지난 3분기부터 해당 물량에 대한 매출 인식을 시작했다.

2024년에는 평택 P2 라인 1bnm 전환 투자와 평택 P3라인 1anm capa 확대가 전망된다. 따라서 1a/1bnm 공정 대응이 가능한 장비사들의 실적은 2024년 하반기부터 큰 폭으로 개선될 전망이다. 수혜 종목은 D램 선단공정 박막증착이 가능한 유진테크로 전망한다.

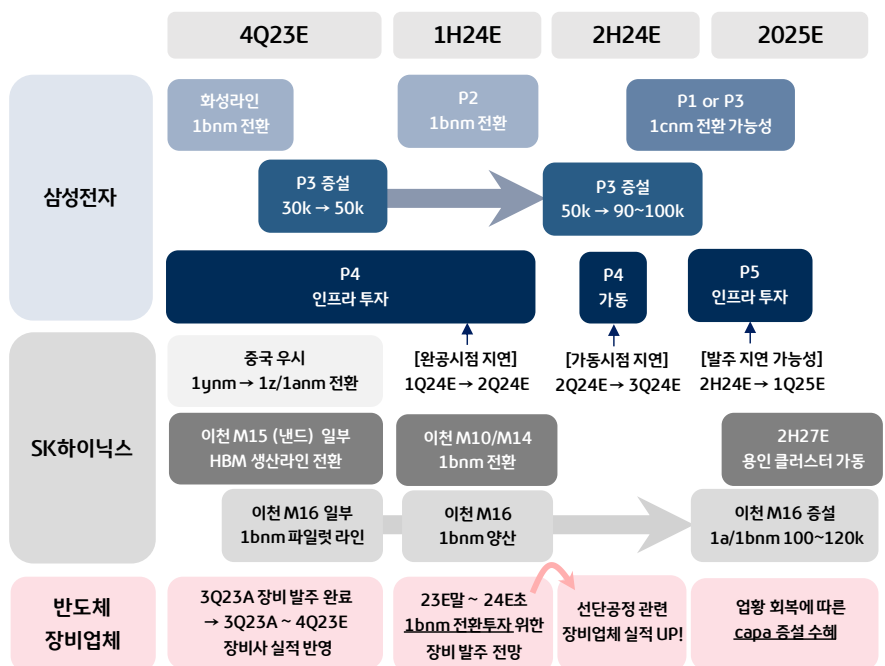
평택 P4 인프라 투자 완공시점은 2024년 초에서 2Q24로 지연된 것으로 파악된다. 따라서 가동 시점도 2Q24에서 3Q24로 미뤄질 것으로 예상되고, 평택 P5 인프라 투자 시점 역시 2H24에서 1Q25로 지연될 것으로 예상한다. 삼성전자 클린룸 업체인 신성이엔지의 P4 매출 인식 역시 기존 1Q24에서 최대 3Q24까지 지연될 가능성이 있다고 본다.

##### SK하이닉스

- 24E D램 CapEx +33% YoY
- HBM3E향 1bnm 전환투자 집중
- 우시 전환투자 예상보다 빠르게 진행

SK하이닉스는 2024년 10조원 설비투자 집행을 발표했다. D램은 6.9조원 (+33% YoY)으로 추정되며, HBM 중심 투자 집행이 예상된다. 2024년 SK하이닉스의 D램 생산라인 중 HBM capa는 100K ~ 120K로 추정되며, 이 중 60%가 HBM3 / HBM3E 생산에 투입될 것으로 예상된다. 하지만 고객사에 납품하기로 한 HBM3E 물량을 소화하기에는 capa가 부족하다. 따라서 SK하이닉스는 청주 낸드 팹 M15에 HBM 라인을 증설하고 있고, 지난 8월부터 장비 발주를 시작한 것으로 추정된다. HBM향 TC 본더를 납품하는 한미반도체의 수혜가 예상된다. 추가로 중국 우시 1z/1anm 전환 투자의 경우 지난 3분기부터 빠르게 진행되고 있는 것으로 파악된다. SK하이닉스에 D램향 ALD장비를 납품하는 주성엔지니어링의 실적이 다른 전공정 장비 업체에 비해 빠르게 개선될 것으로 예상된다.

그림 38. 삼성전자·SK하이닉스 D램 투자 로드맵



자료: KB증권 추정

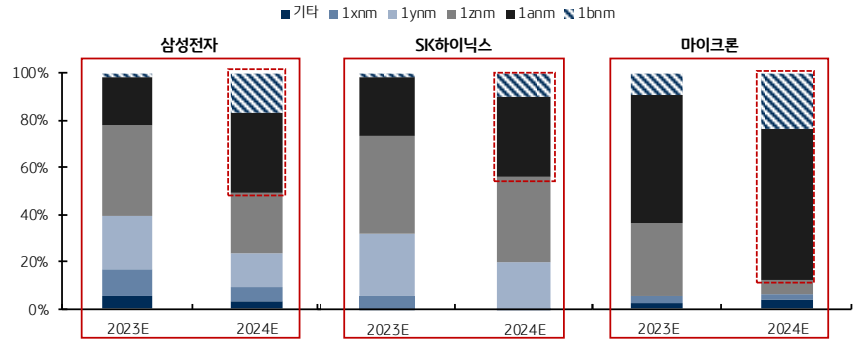
그림 39. 1bnm 공정 업체별 비중

[1anm/1bnm 합산 비중]

삼성전자: 23E 21% → 24E 51%

SK하이닉스: 23E 26% → 24E 44%

마이크론: 23E 62% → 24E 87%



자료: Omdia, KB증권 추정

그림 40. 삼성전자: D램 Tech Roadmap



자료: 삼성전자 Memory Tech Day, KB증권

## VI. 반도체 장비: 실적 반등이 다가오고 있다

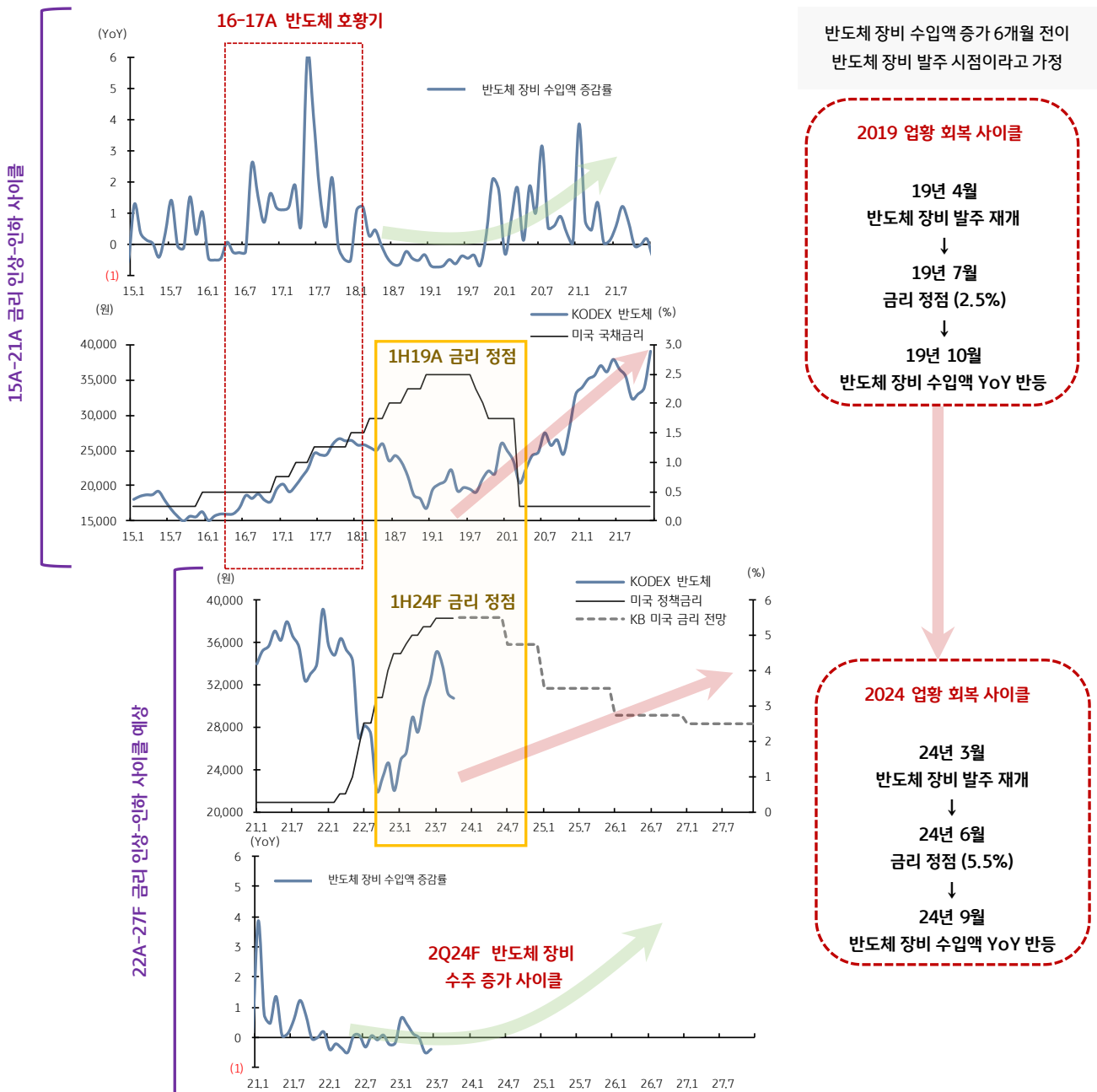
### 1. 2024년 하반기 금리 인하 → 2024년 3월 장비 발주 재개 전망

#### 금리 인하 3개월 전부터 장비 발주 재개

D램 업계의 투자 확대 시그널은 명확해졌다. 그렇다면, 반도체 장비 업계 투자자 입장에서 가장 궁금한 것 중 하나는 ‘고객사의 장비 발주 재개 시점’이다. 금리 인상-인하 사이클과 장비 발주 재개 시점을 종합해보면 금리 정점 3개월 전부터 고객사의 반도체 장비 발주가 재개될 것이라고 전망한다.

그림 41. 과거: 15-21년 금리 인상-인하 사이클 당시 금리 정점 3개월 전부터 반도체 장비 발주 재개

→ 과거 사이클 기반 2024년 반도체 장비 발주 재개 시기를 예측해보면 **24년 3월이 반도체 장비 발주 재개 시점이라고 판단**



자료: 관세청, Quantwise, KB증권 추정

### 2. 글로벌 반도체 장비 업계 분석: 2024년 3월 수주 증가 → 3Q24 실적 반등

#### 반도체 장비 업계

: 수주 받고 매출 인식까지 6개월 소요

**반도체 장비 수주는 2024년 3월 재개되어 6개월 뒤인 3Q24 실적부터 반영될 전망이다.**

반도체 장비 업계는 보통 설치 시점에 매출을 인식하며, 수주를 받고 설치까지 통상 6개월이 소요된다. 반도체 장비 업계 매출 인식 프로세스는 다음과 같다.

[1] 고객사로부터 P/O (Purchase Order) 받고 장비사에서 자재 발주 및 입고 (3-4개월)

[2] 장비 조립 (3-4주)

[3] 조립한 장비를 실제 Fab과 유사한 환경에서 테스트 하고 설치 (2-3주)

#### 글로벌 반도체 장비 Top10

: 3Q24 실적 반등 전망

2024년 금리인하와 고객사의 선단공정 및 HBM 투자 확대로 3Q24 글로벌 반도체 장비 업계 실적은 다시 반등할 전망이다. 글로벌 반도체 장비 업계의 매출액 추이를 보면 4Q19부터 1Q23까지 13개 분기 연속 YoY 성장을 지속했다. 코로나로 인한 강한 IT 수요와 이에 따른 고객사의 capa 확장으로 반도체 장비 업계는 호황기를 보낼 수 있었다. 하지만 22년말부터 진행된 고객사의 강도 높은 재고조정과 CapEx 축소로 2Q23 반도체 장비 업계는 역성장의 길로 접어들었으며, 1Q24까지 실적 약세는 지속될 전망이다. 하지만 금리인하, 고객사의 선단공정 및 HBM 투자 확대에 따라 3Q24 글로벌 반도체 장비 업계 실적 반등이 전망된다.

그림 42. 글로벌 반도체 장비 Top10 매출액 추이

글로벌 반도체 장비 업계 매출액 상승 원인 분석

[1] 2Q16-2Q18

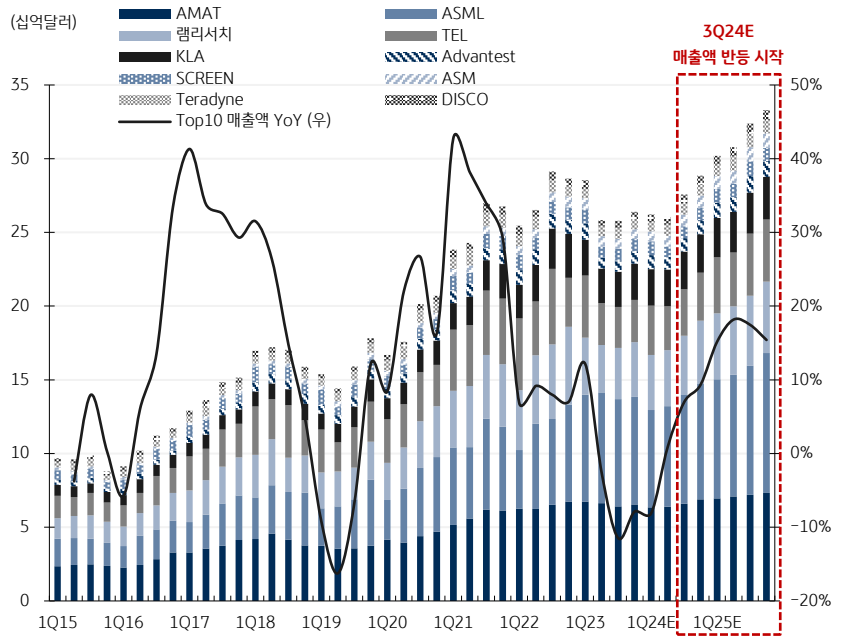
: 공급 부족에 따른 반도체 가격 급등이 시장 성장 원인

[2] 3Q20-3Q22

: 코로나19에 따른 IT 기기 수요 급증

[3] 3Q24E 이후

: D램 선단공정, HBM 중심 투자 확대



자료: Bloomberg Consensus, KB증권

**한국 반도체 장비 업체**  
: 기저효과로 1Q24 실적 반등 전망

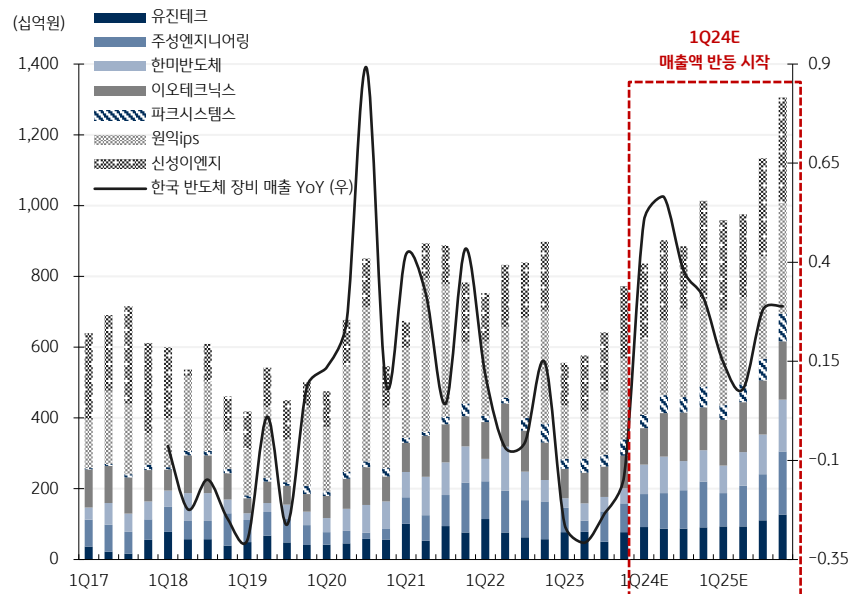
2023년 해외 장비 업체 합산 매출액이 전년 대비 3% 하락할 것으로 예상되는 것에 비해 한국 반도체 장비 업체 합산 매출액은 23% 하락이 전망된다. 따라서 기저효과에 따라 해외 장비 업체보다 2개 분기 빠른 1Q24에 실적 반등이 전망된다.

**23E 매출액**  
: 해외 -3% vs. 국내 -23% YoY  
→ 중국의 ASML 노광장비 사재기 영향

2023년 해외 장비 업체와 국내 장비 업체의 매출 하락폭이 차이 나는 이유는 해외 반도체 장비 Top10 매출액 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 ASML (23E 기준 비중 28%) 매출액이 전년 대비 33% 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 이는 미국의 중국 반도체 제재에 따라 2024년 1월부터 중국의 ASML DUV 노광장비 수입이 제한되면서 2023년 중국내 ASML 노광장비 수입이 급증한 것에 기인한다 (중국의 對 네덜란드 수입: 9월 +1,850%, 10월 +29.5% YoY). 따라서 다른 해외 주요 장비 업체들의 실적 하락을 상쇄하는 모습을 보일 전망이다.

**그림 43. 한국 반도체 장비 커버리지 기업 매출액 추이**

2023년 기저효과로 1Q24 매출액 YoY 반등 전망



자료: Quantwise, KB증권 추정  
주: 커버리지 기업 중 HPSP, 넥스틴, 기가비스는 상장한 지 5년이 안돼 차트에서 제외

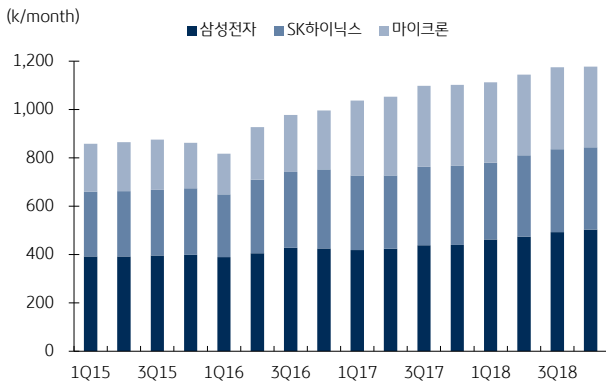
## VII. 반도체 장비: 기술 경쟁력 기반 차별화 접근 필요

### 1. 16-18년 사이클 때와는 다른 양상

#### 16-18년 capa 증설 vs. 23E-24E Tech Migration

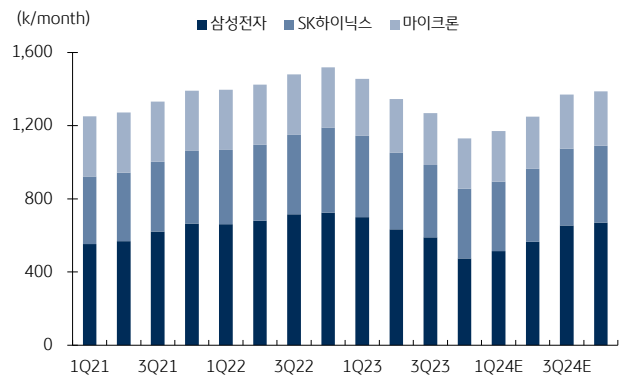
2024년에는 반도체 업황 회복에도 불구하고 16A-18A 반도체 호황기 때와는 다른 전략이 필요하다. 16A-18A 때는 메모리 3사 모두 capa를 증설해 반도체 장비 업계는 고른 수혜를 받았다. 하지만 2024년에는 capa 증설이 아닌 (HBM 제외) 공정 전환에 집중할 것으로 예상된다.

그림 44. D램: 16-18년 capa 증설



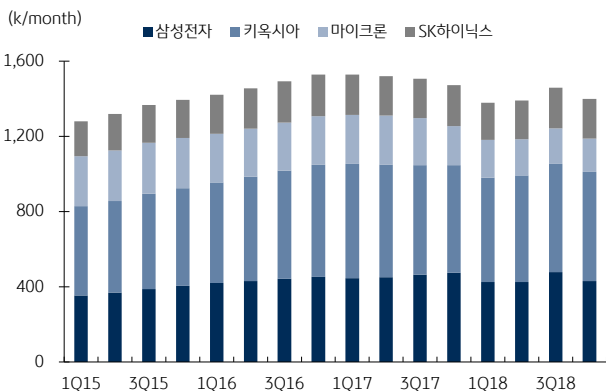
자료: Omdia, KB증권

그림 45. D램: 23E-24E capa 축소



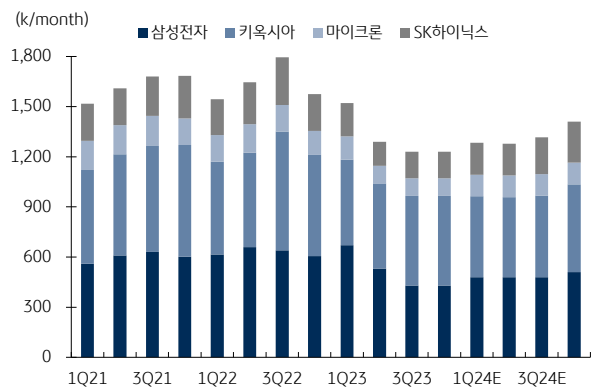
자료: Omdia, KB증권

그림 46. 낸드: 16-18년 capa 증설



자료: Omdia, KB증권

그림 47. 낸드: 23E-24E capa 축소



자료: Omdia, KB증권

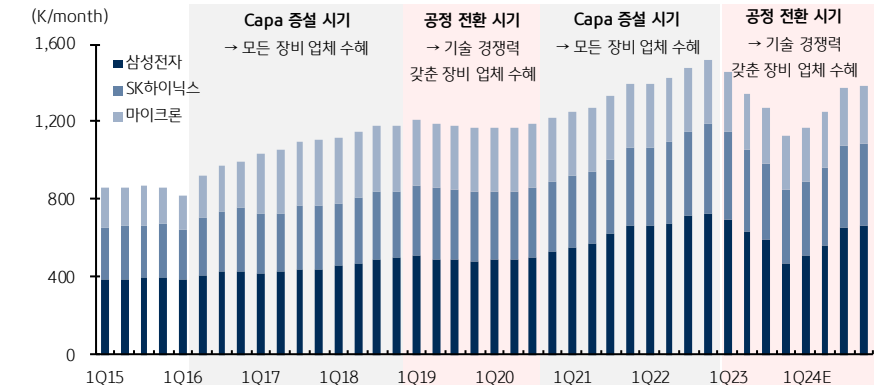
Capa 증설 시기 (2Q16-4Q18, 4Q20-4Q22)

: 모든 장비 업체 수혜

공정 전환 시기 (1Q19-3Q20, 1Q23A~)

: 기술 경쟁력을 확보한 장비 업체 수혜

그림 48. D램 3사 capa 추이별 장비 업종 투자 전략



자료: Omdia, KB증권 추정

2. 기술 경쟁력 갖춘 장비 업체 선별해야

글로벌 반도체 장비 Top10 M/S 심화

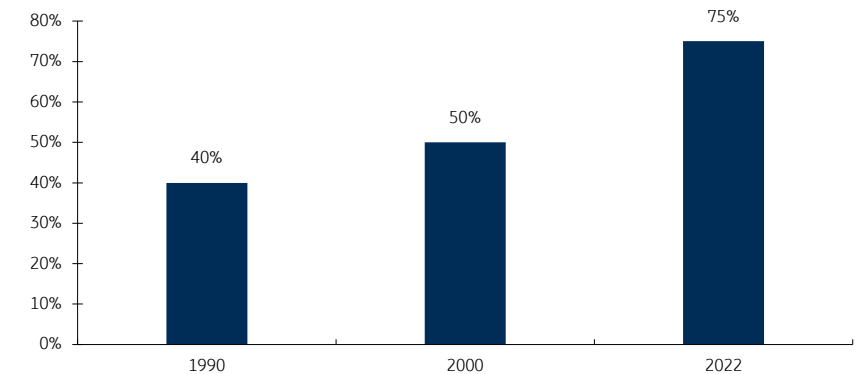
2024년에는 기술 경쟁력을 갖춘 업체가 수혜를 입을 것으로 예상된다. 글로벌 반도체 장비 시장은 반도체 미세화가 진행될수록 업체 간 기술 격차가 심화되고 있다. 글로벌 Top10 기업은 미국, 일본, 네덜란드 업체로 형성되어 있는데 이들의 시장 점유율은 과거 30년 동안 점차 높아지고 있다 (1990년 40% → 2000년 50% → 2022년 75%). 특히 전공정은 후공정보다 기술 난이도가 더 높아서 해외 업체 쏠림 현상이 더 심하다. 따라서 한국 반도체 장비 시장에 투자하기 위해서는 글로벌 장비 업체와 경쟁이 가능할 정도의 기술력을 갖춘 업체를 선별해야 한다.

선단공정으로 갈수록 글로벌 Top10 반도체 장비 업체 쏠림 현상 강화

2022년 기준 Top10 장비 업체 리스트

: Applied Materials (미국), ASML (네덜란드), 램리서치 (미국), TEL (일본), KLA (미국), 어드반테스트 (일본), 스크린홀딩스 (일본), ASM (네덜란드), 고쿠사이 (일본), 테라다인 (미국)

그림 49. Top10 반도체 장비 업체 시장 점유율



자료: Tech Insight, KB증권

## R&amp;D 가장 열심히 하는 기업: 유진테크

2024년은 기술 경쟁력을 갖춘 장비 업체 중심의 수혜가 예상된다. R&D 투자를 지속해온 업체가 기술 경쟁력을 갖출 확률이 높다. 2022년 기준 매출액 대비 연구개발비용에 대한 커버리지 대상 장비 업체별 순위는 유진테크 (26%) > 주성엔지니어링 (16%) > 원익IPS (15%) > 파크시스템스, 기가비스 (9%) > 넥스틴, 한미반도체, 이오테크닉스 (6%) > HPSP (3%) > 신성이엔지 (1%)다.

[2022년 기준 매출액 대비 연구개발비용]

유진테크 26%

주성엔지니어링 16%

원익IPS 15%

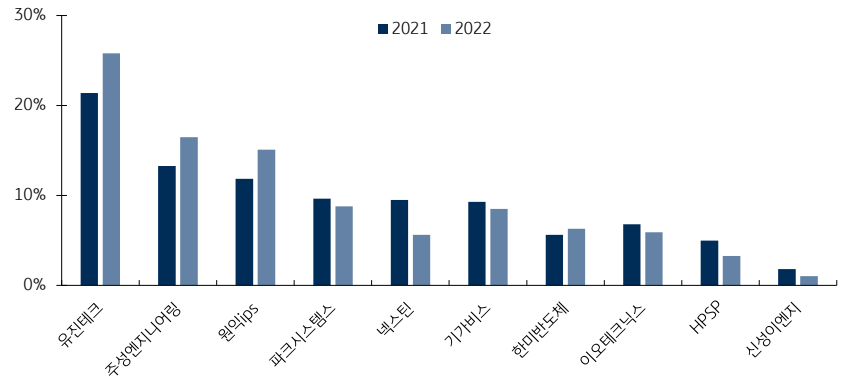
파크시스템스, 기가비스 9%

넥스틴, 한미반도체, 이오테크닉스 6%

HPSP 3%

신성이엔지 1%

그림 50. 매출액 대비 연구개발비용



자료: Dart, KB증권

주: 2023년은 반도체 장비 업계 매출액의 큰 감소로 매출액 대비 연구개발비용 비중이 과대계상 될 수 있어 제외

**박막증착: 국산화 가장 활발하게 진행**  
→ 유진테크, 주성엔지니어링

유진테크 (LPCVD)와 주성엔지니어링 (High-K ALD)은 기술 경쟁력을 기반으로 박막증착 장비 시장에서 해외 기업과 경쟁하고 있다. 2023년 기준 전공정·후공정 장비를 합한 반도체 전체 시장에서 박막증착 장비 시장 규모는 노광장비 시장 다음으로 높은 21%를 기록할 것으로 예상된다. 박막증착 공정은 Applied Materials가 점유율 1위를 기록하고 있다.

**레이저 다이싱: DISCO 독점 시장을 깨다**  
→ 이오테크닉스

DISCO가 독점해왔던 레이저 다이싱 시장에 이오테크닉스의 진입이 예상된다. 고객사의 벤더 이원화 수요와 이오테크닉스의 레이저 기술력이 합쳐진 결과다. 이오테크닉스의 그루빙 장비 (블레이드로 웨이퍼를 커팅하기 전 미리 레이저로 절반을 파내는 장비)는 2024년 상반기 고객사의 양산라인 진입이 예상된다. 레이저 스텔스 커팅 장비 (웨이퍼 내부에 레이저를 가하고, 웨이퍼 뒷면에 부착된 테이프에 압력을 가해 커팅)는 고객사 쉘 테스트를 완료해 2024년 하반기 매출 발생이 기대된다.

**메모리용 TC 본더 1위 업체**  
→ 한미반도체

한미반도체는 SK하이닉스와 HBM용 TC 본더를 공동 개발해 HBM (1세대)부터 HBM3E (5세대)까지 전부 장비 납품에 성공했다. 2024년 메모리 3사 모두 HBM capa 증설을 발표했다. 메모리용 TC 본더는 한미반도체가 가장 잘 하고 있기에 고객사 확장성이 크다고 판단한다.

**글로벌 1위 기업**  
→ HPSP, 파크시스템스, 기가비스

한국 반도체 장비 업체 중 특정 공정에서의 글로벌 1위 업체도 주목해야 한다. HPSP는 고압 수소 annealing 장비 글로벌 독점 기업이다. 파크시스템스는 산업용 원자현미경 1위 업체로 M/S가 80%로 추정된다. 기가비스는 서버용 FC-BGA 광학검사장비 (AOI)와 리퍼어 장비 (AOR) 1위 업체다.

표 6. 반도체 장비 국산화 수혜주

공정 및 장비		국내 장비 기업	해외 장비 기업	적용처	중요도
전공정	박막증착: LPCVD	유진테크	Applied Materials (미)	메모리	★★★
	박막증착: ALD	유진테크	Tokyo Electron (일), Kokusai (일)	메모리 / 파운드리	★★
	박막증착: High-K ALD	주성엔지니어링	특정 고객사 독점공급	메모리	★★★
	박막증착: ALD	원익IPS	Hitachi (일)	파운드리	★★
	박막증착: PE-CVD	원익IPS	Hitachi (일)	메모리	★
	Etch: Bevel	피에스케이	Lam Research (미)	메모리 / 파운드리	★
	CMP: Bumping	케이씨텍	Applied Materials (미), EBARA (일)	메모리	★
	광학검사: Dark-field	넥스틴	KLA (미), Hitachi (일)	메모리 / 파운드리	★★
후공정	Laser Dicing: Grooving	이오테크닉스	Disco (일)	파운드리	★★★
	Laser Dicing: Stealth	이오테크닉스	Disco (일)	메모리	★★★

자료: KB증권

표 7. 반도체 장비 공정별 1등 기업

공정 및 장비		국내 장비 기업	해외 장비 기업	적용처	중요도
전공정	고압 수소 Annealing	HPSP	글로벌 독점	메모리 / 파운드리	★★★
	Laser Annealing	이오테크닉스	고객사와 공동개발 및 독점공급	메모리	★★
	산업용 원자현미경	파크시스템스	Bruker (미)	메모리 / 파운드리	★★★
	PR Strip	피에스케이	KLA (미), Hitachi (일)	메모리 / 파운드리	★★
후공정	Bonding: TC Bonder	한미반도체	고객사와 공동개발	메모리	★★★
	서버용 FC-BGA 광학검사 (AOI, AOR)	기가비스	KLA (미)	패키징 기판	★★★
	Laser Marking	이오테크닉스	국내 점유율 95%	메모리 / 파운드리	★

자료: KB증권 (1등 기준은 시장 점유율)

## Ⅷ. 전공정: 미세 공정의 한계를 넘어서

### 1. High-K 적용으로 커패시터 용량 확대

#### 주성엔지니어링: High-K 수혜주

커패시터 박막증착에 High-K 물질이 도입되면서 ALD 수요 증가에 따른 주성엔지니어링의 수혜를 전망한다.

#### 소자 미세화는 누설전류 문제 야기

반도체 공정 미세화로 소자 간 거리가 짧아지면서 여러 문제를 야기했는데 그 중 하나가 누설전류다. 10나노 이하에서는 SiO<sub>2</sub> (실리콘옥사이드) 절연막이 제 역할을 못하면서 유전율이 높은 High-K 물질이 도입됐다.

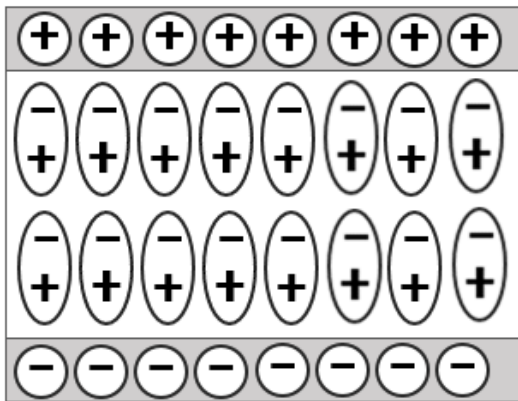
#### 유전율 높을수록 더 많은 전하 축적

유전율 (Permittivity)이란 전기가 가해졌을 때 해당 물질이 전기를 얼마나 축적할 수 있는지를 의미한다. (+) 전압을 가해주면 절연막 구성물질 중 원자가 타원형으로 늘어나면서 원자핵 (+)과 전자 (-)가 분리되는 분극현상이 나타나는데, 유전율이 클수록 분극이 잘된다. 분극이 잘 될수록 절연막 아래 더 많은 전하를 모아둘 수 있다.

#### 커패시터에 유전율 높은 High-K 물질 도입

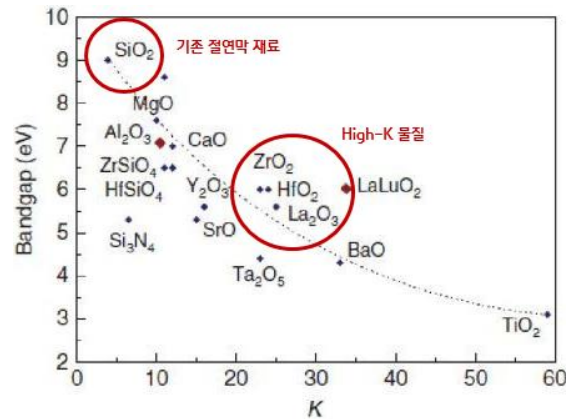
D 램 메모리 셀에서 전하를 모아두는 곳은 커패시터다. 커패시터의 전하 저장 정도는 유전율과 면적에 비례하며, 유전체 간의 거리가 반비례한다. 따라서 반도체 집적도가 상승할수록 면적과 유전체 간 거리가 짧아져 전하 저장 정도가 감소하기에 유전율을 높여주는 High-K 물질 도입은 선택이 아닌 필수가 됐다. SiO<sub>2</sub>는 약 3.9의 유전율을 가지는데 SiO<sub>2</sub>보다 높은 유전율을 가지면 High-K로 분리된다.

그림 51. 유전 분극 현상



자료: KB증권

그림 52. High-K 물질



자료: 산업자료, KB증권

**High-K 절연막 증착은 ALD로**

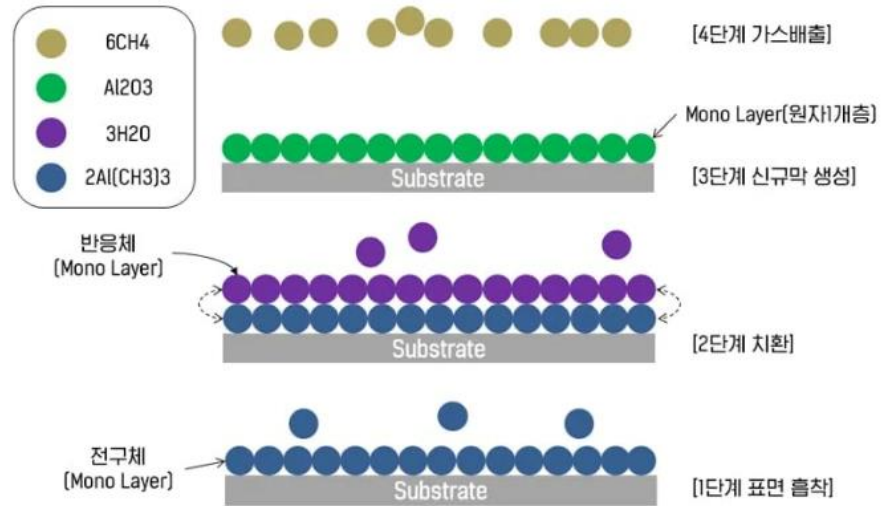
기존 SiO<sub>2</sub> 절연막은 열을 이용해 실리콘 표면을 변형시키는 방식으로 생성이 가능했다. 하지만 High-K 절연막은 커패시터 표면에 얇게 형성되어야 하기 때문에 ALD (Atomic Layer Deposition)를 이용해야 한다. ALD는 나노미터 단위급을 한 층 한 층 쌓을 수 있어서 얇은 막 형성에 용이하고, 증착하는 면에도 잘 붙는 특성을 갖고 있다.

ALD 증착 원리

- : 1단계 표면 흡착
- 2단계 치환
- 3단계 원자 단위의 신규막 생성
- 4단계 가스 배출

위 사이클 한 번 반복 시 원자층 1개가 생성되고  
여러 사이클 반복 시 원하는 두께의 막을 형성

**그림 53. ALD 증착 원리**



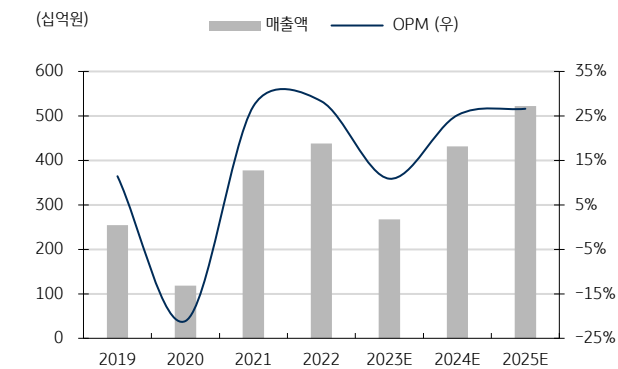
자료: SK하이닉스 뉴스룸, KB증권

**주성엔지니어링**

: SK하이닉스에 High-K ALD 단독 공급

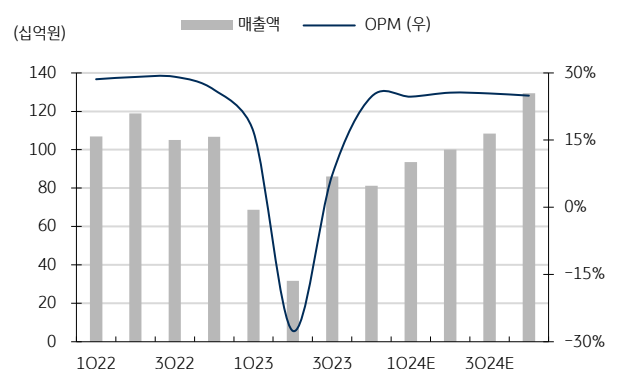
주성엔지니어링은 커패시터용 High-K ALD를 SK하이닉스에 단독공급하고 있으며, 2022년 기준 주성엔지니어링의 ALD 시장 점유율은 10%다. ALD의 가장 큰 단점은 Throughput (처리량)이 낮다는 점인데, 주성엔지니어링은 처리량을 개선시킨 시공간 분할 방식 ALD 양산에 성공해 고객사로부터 기술력을 인정받고 있다. D램 미세화가 진행될수록 유전막 증착을 위해 필요한 ALD 장비 대수도 증가해 주성엔지니어링의 수혜를 전망한다 (D램 15K 당 설치되는 ALD 장비 대수 추정: 1xnm 5대 → 1ynm 7대 → 1znm 9대 → 1anm 11대 → 1bnm 13대).

**그림 54. 주성엔지니어링 연간 실적 전망**



자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

**그림 55. 주성엔지니어링 분기 실적 전망**



자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

## 2. D램 미세화 한계 도달 → 3D D램 논의 확대

### D램 10nm 이하 3D 구조로 변화 불가피

D램 미세화에 따라 커패시터의 중횡비를 늘리는게 물리적 한계에 도달하면서 3D D램에 대한 논의가 확대되고 있다. 지금의 D램은 한정된 면적에 수평 방향으로 최대한 많은 트랜지스터를 집적했다면 3D D램은 기존 D램을 옆으로 넓혀 수직 방향으로 적층하는 구조다. 2025년 3D D램에 대한 소재와 구조가 구체화될 것으로 예상된다. 3D D램 상용화 시 회로 선풍을 줄이는 부담은 줄면서 용량을 증가시킬 수 있을 것으로 전망한다.

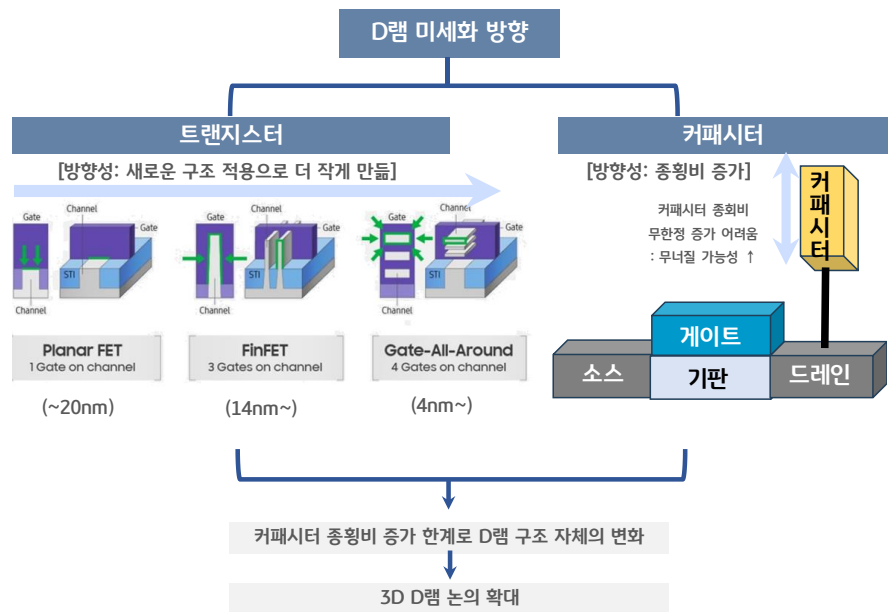
D램 미세화 방향: 트랜지스터와 커패시터로 구분 가능

트랜지스터는 새로운 구조 적용 (FinFET, GAA)에 따른 트랜지스터 구조 미세화

커패시터는 중횡비 증가에 따른 정전용량 확대

하지만 커패시터 중횡비 증가가 물리적 한계에 다다르면서 D램 구조 자체를 바꾼 3D D램 논의 확대

그림 56. 3D D램 미세화 방향에 따른 3D D램 논의 확대



자료: 삼성전자 뉴스룸, KB증권

그림 57. 2025년 3D D램 본격 논의 전망

[D램 미세화 로드맵]

- 2017A 20nm
- 2019A 17nm
- 2012A 15nm
- 2023E 13nm
- 2025E 11nm / 3D D램

Year of first production	Node (nm)	Cell capacitance (fF)	Periphery gate length (nm)	Key inflections
2017	20	13	100-115	Lattice for capacitor
2019 ~	17	10	75-90	SAQP <sup>1</sup>
2021 ~	15	7	65-80	DDR5, More SAQP, EUV, HKMG <sup>2</sup>
2023 ~	13	5	50-60	Commodity DRAM HKMG <sup>2</sup>
2025 ~	11	3	45-55	Low resistance metal
2025 +	3D DRAM	4+	New CMOS	Layered high mobility channel <sup>3</sup>

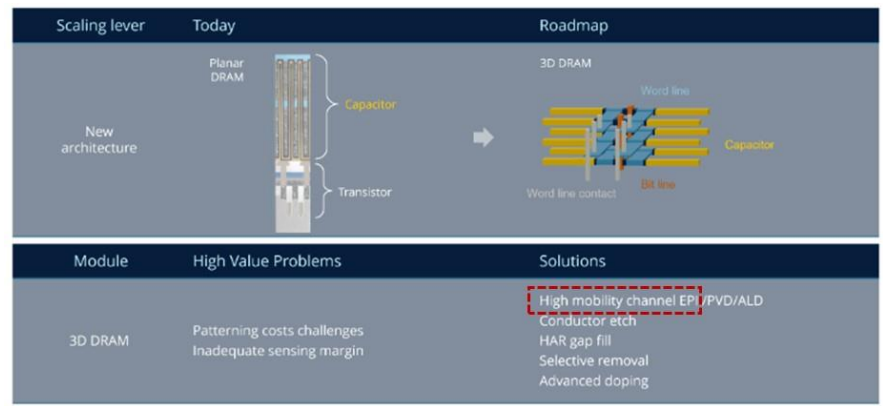
자료: Applied Materials, KB증권

**3D D램에서 주목해야할 공정 : Epitaxial Growth**

3D D램 제작 시 Epitaxial Growth 박막증착 공정이 주목받을 것으로 예상된다. Epi란 극초순수층을 위 방향으로 쌓는 것을 의미하며, Epitaxial growth는 트랜지스터의 위에 박막을 균일하게 만들어 주는 공정이다. 트랜지스터 두께가 일정해야 전류 손실 없이 일정한 스피드로 데이터를 주고받을 수 있어 D램 선단공정에 도입된 공정이다. 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 모두 Epi 층을 추가해 10nm급 선단공정 D램을 제작하고 있다. 따라서 3D D램에서도 사용될 가능성이 높다고 전망한다. Epi 층 형성을 위해 Single Type LPCVD 장비가 사용되는데, Applied Materials와 유진테크만이 해당 장비를 납품하고 있는 것으로 추정된다. 따라서 3D D램 도입이 본격화될 경우 유진테크의 수혜를 전망한다.

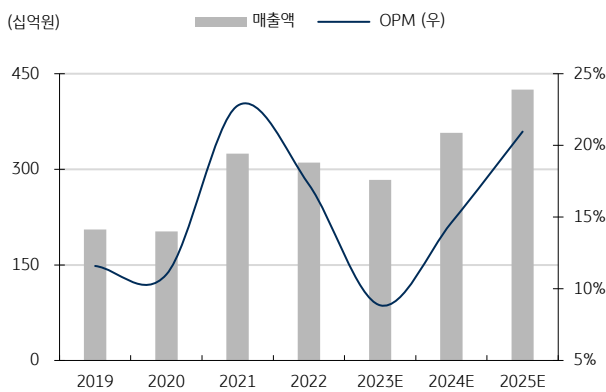
현재 D램 구조는 플래너 구조 (2D 평면)인데, 향후 3D D램으로 변화 시 EPI/PVD/ALD/식각/갭필/도핑 공정 중요성 증가

**그림 58. 3D D램 관련 공정**



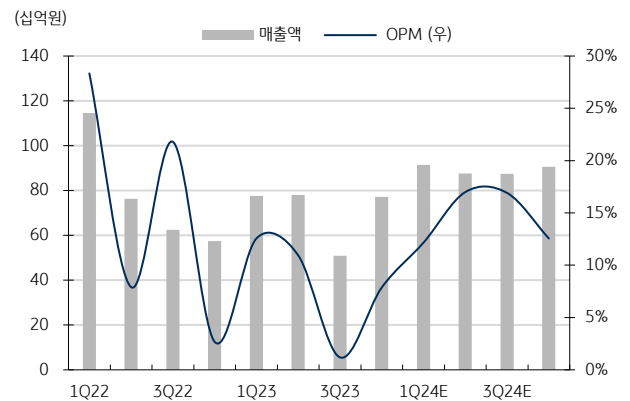
자료: Applied Materials, KB증권

**그림 59. 유진테크 연간 실적**



자료: 유진테크, KB증권 추정

**그림 60. 유진테크 분기 실적**



자료: 유진테크, KB증권 추정

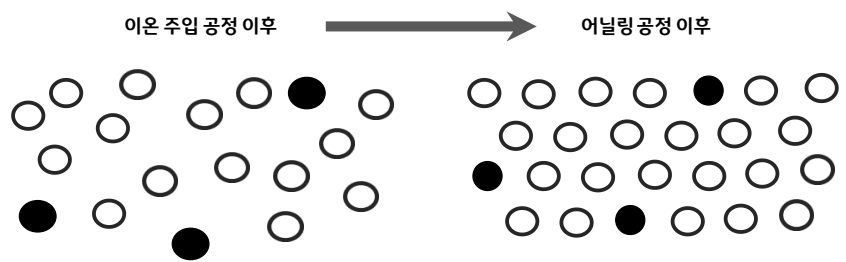
### 3. 수율 향상 공정 ①: 어닐링

**어닐링: 웨이퍼 계면 결함 개선 → 수율 향상**

어닐링 (Annealing)이란 확산 (Diffusion), 증착 (Deposition)과 같이 웨이퍼에 데미지를 입히는 열처리 공정 이후 발생하는 웨이퍼의 계면 결함 (Interface Defect)을 개선하는 공정이다. 확산공정인 이온주입 공정을 거치게 되면 웨이퍼의 결정 구조가 흐트러지게 된다. 따라서 어닐링을 통해 ① 웨이퍼의 결정 구조를 재정렬함으로써 계면 결함이 감소하고, ② 전자 이동이 저하되는 문제가 개선되며, ③ 트랜지스터의 성능도 향상시킬 수 있다. 즉, 어닐링 장비는 반도체 성능을 개선해 수율을 향상시키는 데 기여한다.

이온 주입 공정 직후 웨이퍼 결정 구조가 흐트러지게 되는데, 어닐링 공정을 통해 결정 구조를 재정렬할 수 있음

**그림 61. 어닐링 공정 효과**



자료: KB증권

**고온: RTA에서 레이저 어닐링으로 발전**

초기 어닐링 장비로는 Furnace Annealing과 RTA (Rapid Thermal Process)가 있는데, 공정 소요 시간이 비교적 짧은 RTA 장비가 주로 사용되며, RTA 주요 업체로는 TEL과 고쿠사이가 있다. RTA는 텅스텐 할로겐 램프에서 발생하는 적외선 복사광선을 이용해 약 90초라는 짧은 시간 동안 웨이퍼의 온도를 높이고 낮추는 방식으로 진행된다. 하지만 RTA 방식은 고열로 인해 웨이퍼의 뒤틀림과 단층이 발생하는 단점을 갖고 있다. 따라서 열로 인한 뒤틀림을 방지하고, 고단층 반도체에 사용하기 위해 레이저 어닐링이 등장했다.

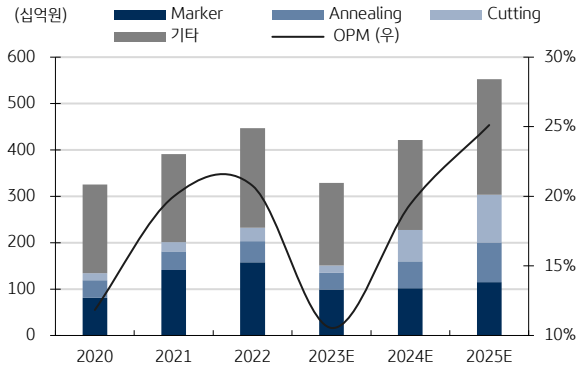
**이오테크닉스, 메모리용 레이저 어닐링 강자**

레이저 어닐링은 웨이퍼 전체에 열을 가하지 않고 특정 부분만 선택적으로 열을 가해 실리콘 격자의 재정렬을 유도한다. 따라서 반도체 미세화에 따라 선단공정에서는 레이저 어닐링 장비가 RTA를 대체하고 있다. 레이저 어닐링 업체로는 VEECO와 이오테크닉스가 있는데, VEECO는 로직 반도체향, 이오테크닉스는 메모리 반도체에 특화되어 있다. 이오테크닉스는 삼성전자와 공동 개발해 D램 1znm 공정부터 장비를 독점 납품하기 시작했다. 삼성전자는 2024년 D램 공정 전환과 HBM capa 확장에 집중할 것으로 예상돼 이오테크닉스의 레이저 어닐링 장비 수요 증가를 전망한다.

**저온: 고압수소 어닐링의 등장 → HPSP 독점**

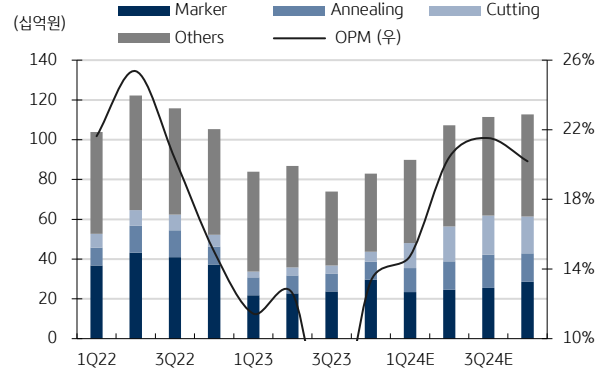
RTA와 레이저 어닐링이 웨이퍼 표면의 격자 결함을 개선해준다면, 고압수소 어닐링은 표면이 아닌 웨이퍼와 high-K 절연막 사이 경계면에 생기는 결함을 해소해준다. 따라서 RTA/레이저 어닐링과 고압수소 어닐링은 경쟁하는 시장이 아니다. 고압수소 어닐링 업체는 HPSP가 유일하며, 7nm 이하 로직 반도체를 생산하는 모든 고객사에 독점 공급하고 있다. HPSP 최소 5년간 독점적 지위를 유지할 것으로 예상되며, 로직 반도체를 넘어 메모리 고객사들의 고압수소 어닐링 장비 도입에 따른 수혜가 전망된다.

그림 62. 이오테크닉스 연간 매출액 전망



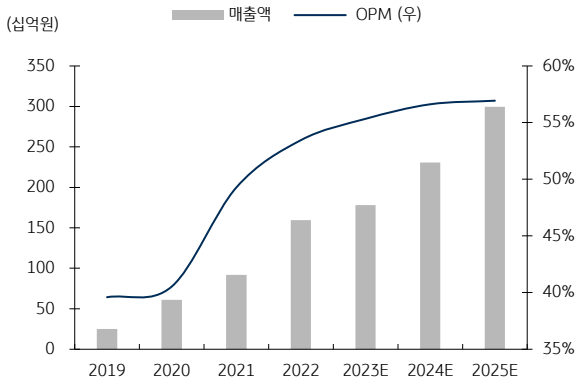
자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

그림 63. 이오테크닉스 분기 매출액 전망



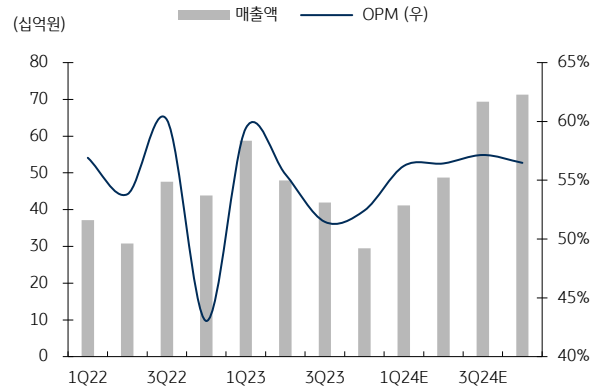
자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

그림 64. HPSP 연간 실적 전망



자료: HPSP, KB증권 추정

그림 65. HPSP 분기 실적 전망



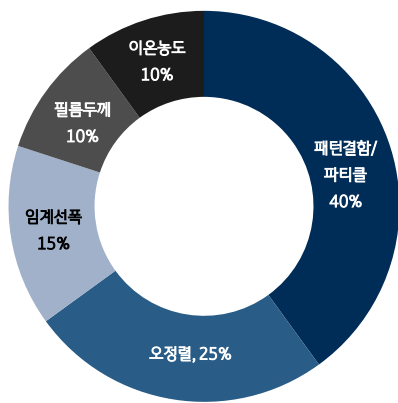
자료: HPSP, KB증권 추정

#### 4. 수율 향상 공정 ②: 검사공정

##### 수율 확보 위해 검사 장비 수요 증가

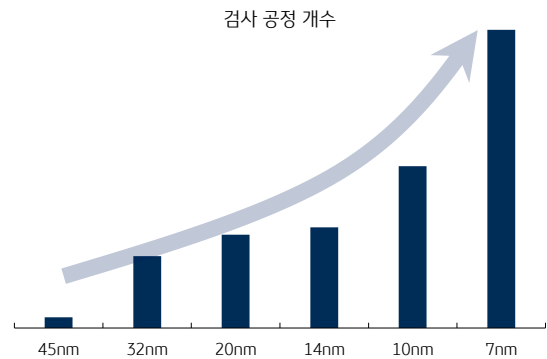
공정이 미세화될수록 수율 확보가 어려워지고 있다. 수율 저하 원인은 다양한데, 패턴결함과 파티클에 의한 결함이 40%, 오정렬 25%, 임계선폭 15%, 필름 두께 10%, 이온농도 10%가 주된 이유다. 이 중에서 패턴 결함은 공정 개선을 통한 예방이 어려워 전공정에서 패턴이 형성되는 초기 단계부터 매 공정마다 패턴 결함 검사장비를 배치해 수율을 높이고 있다. 반도체 전공정에서 MI (Measurement & Inspection) 공정은 약 30%라는 높은 비중을 차지하고 있다. 검사 공정은 반도체 공정 미세화로 공정 개수가 증가하는 구조적인 성장이 예상된다.

그림 66. 반도체 수율 감소 원인



자료: 넥스틴 IR자료, KB증권 추정

그림 67. 회로선폭 미세화 될수록 검사 공정 개수 증가



자료: 넥스틴 IR자료, KB증권

##### 과정: 1차 Inspection → 2차 Review

전공정 검사 공정 프로세스는 1차 검사 Inspection과 2차 검사 Review 단계로 구성된다. Inspection은 공정을 진행하고 있는 웨이퍼의 오류 여부를 판단하는 것으로 E-beam 장비와 광학 현미경 (시장규모: 6조원)으로 진행된다. E-beam 장비는 검사 속도가 느려 보통 연구용으로 사용되며, 광학 검사장비는 검사 속도가 빠르고 대면적 검사에 용이해 산업용에 주로 쓰인다. 1차 검사를 통해 웨이퍼의 오류 여부를 판단하면, 2차 검사인 Review 단계에서 전자 현미경 또는 원자 현미경을 활용해 어떤 오류인지 정밀 분석에 들어간다. Review 단계에서 기존에는 전자 현미경이 쓰였는데, 반도체 공정의 미세화로 나노 단위의 패턴 검사가 요구되면서 원자 현미경 수요가 증가하고 있다.

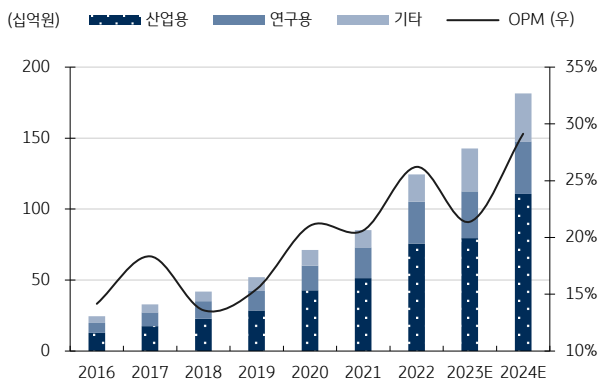
##### [광학 검사장비] 넥스틴 점유율 확대 기대

광학 검사장비는 Bright-field, Dark-field, Macro 검사장비로 이뤄져 있다. 이 중 넥스틴은 30nm 이상의 결함을 검출하는 Dark-field 장비를 주력으로 하고 있다. Dark-field 장비 업체는 KLA (점유율 92%), 히타치 (3%)가 있으며, 넥스틴은 SK하이닉스 생산라인에서 히타치 장비를 대체하면서 점유율을 끌어올리고 있다. 넥스틴은 중국 JV 설립을 준비하고 있으며, 중국에서 고객사가 장비 구매 시 최대 50%의 보조금으로 받을 수 있을 것으로 예상된다. 넥스틴 장비 가격은 KLA 대비 40% 이상 낮은 것으로 추정되는데, 보조금 확정 시 가격 경쟁력을 기반으로 중국 시장 내 점유율을 더욱 빠르게 높여나갈 것으로 전망한다.

**[원자 현미경] 파크시스템스가 절대 강자**

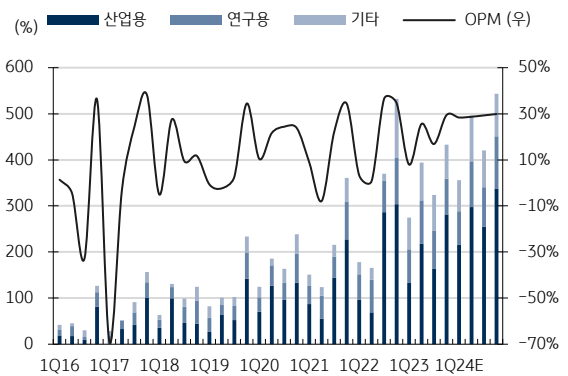
파크시스템스는 전공정 리뷰 검사장비 (산업용 원자 현미경) 글로벌 1위 업체다 (산업용 원자 현미경 점유율 80%). 파크시스템스는 완전한 비접촉식 원자 현미경을 유일하게 생산하고 있으며, 2021년 초미세공정인 EUV 마스크 결함 측정 장비 시장에 진출했다. 주요 고객사는 마스크 제조사이며, 반도체 제조사로의 고객사 확장이 기대된다. 반도체 회로 선폭 미세화에 따라 EUV 공정 시장은 꾸준하게 성장할 것으로 전망되는 만큼 파크시스템스의 EUV 검사장비 수혜를 전망한다.

**그림 68. 파크시스템스 연간 매출액 전망**



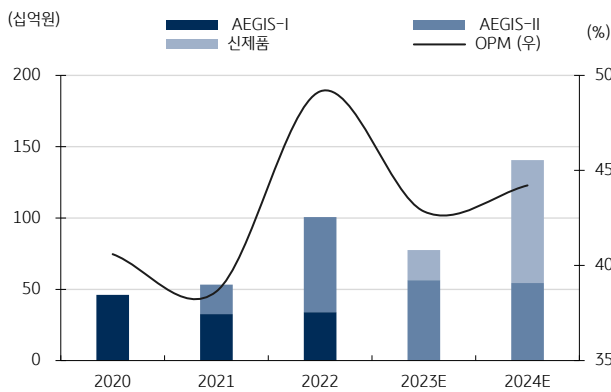
자료: 파크시스템스, KB증권 추정

**그림 69. 파크시스템스 분기 매출액 전망**



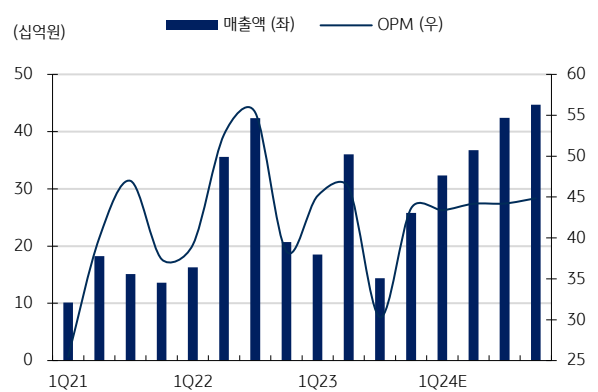
자료: 파크시스템스, KB증권 추정

**그림 70. 넥스틴 연간 매출액 전망**



자료: 넥스틴, KB증권 추정

**그림 71. 넥스틴 분기 실적 전망**



자료: 넥스틴, KB증권 추정

## IX. 후공정: 메모리 사이클을 넘어설 HBM

### 1. HBM 등장 서사

#### 일반 서버와 AI서버 차이: AI 가속기 유무

2022년 11월 30일은 반도체 시장의 판도가 바뀐 날이다. 바로 Chat GPT 출시일이다. Chat GPT는 AI 서버 시장의 폭발적인 성장을 가져왔다. AI 서버와 일반 서버와의 차이점은 AI 서버에는 AI 가속기가 탑재된다는 점이다. AI 가속기는 인공지능만을 위한 독자적인 하드웨어이다. 컴퓨터의 주연산장치인 CPU만으로는 방대한 인공지능 언어 처리에 무리가 생기면서 AI 가속기가 등장했다. AI 가속기의 형태는 CPU, GPU, ASIC, FPGA, SoC가 있는데 대표적으로는 GPU (그래픽 처리 장치)가 쓰이며, CPU와 병렬로 연결돼 CPU의 데이터 처리 능력을 향상시킨다.

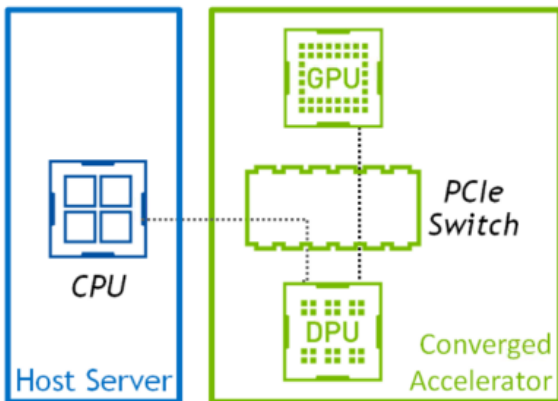
#### AI 가속기의 한계 GDDR로 넘어서

시간이 지나면서 AI 가속기 사용에도 불구하고 처리해야 하는 데이터의 양이 한계를 넘어서면서 GDDR (D램)이 등장했다. GDDR은 GPU 주변을 둘러싸는 형태로 탑재되는 D램으로 GPU의 속도를 향상시킨다. GDDR의 장점은 속도다. 삼성전자의 GDDR7은 32Gbps로 1초당 320억개의 디지털 신호를 전송할 수 있다. 삼성전자의 서버용 DDR5 속도가 7.2Gbps임을 고려하면, GDDR 속도가 매우 빠르다는 것을 알 수 있다.

#### GDDR의 한계 HBM으로 극복

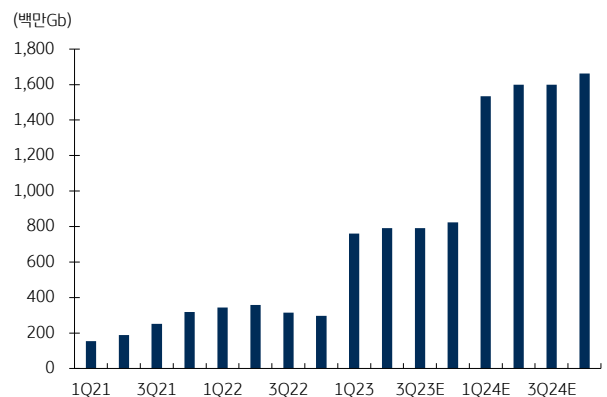
하지만 GDDR의 단점은 데이터가 오고가는 I/O (출입 통로) 수가 32개라는 점이다. I/O가 32개뿐이어서 AI 데이터를 처리할 때 프로세서의 연산 결과를 제때 전송하지 못해 병목 현상이 발생하기 쉽다. 또한, GDDR은 용량이 작다는 단점이 있다. 이에 따라 대규모 데이터 처리가 가능한 고성능 메모리의 필요성이 증대됐다. 이것이 바로 고대역폭 초고속 메모리 HBM (High-Bandwidth Memory)의 등장 배경이다.

그림 72. CPU를 보조하는 AI 가속기



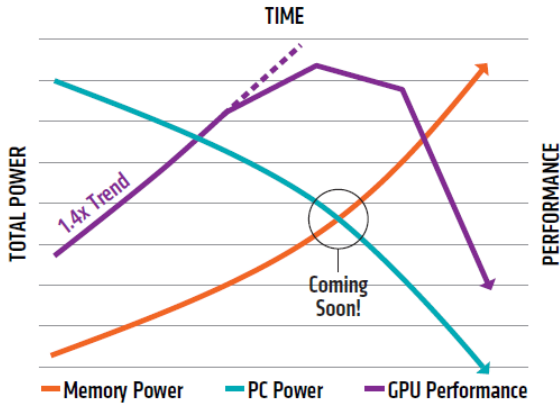
자료: NVIDIA, KB증권

그림 73. AI 가속기 수요 Bit



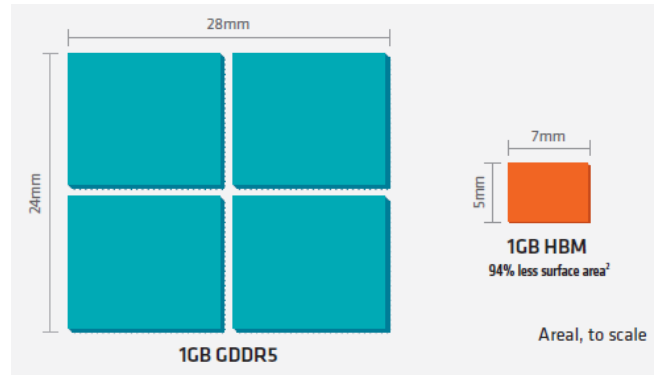
자료: Omdia, KB증권

그림 74. GDDR5 소비전력 증가는 GPU 성능 감소 야기



자료: AMD, KB증권

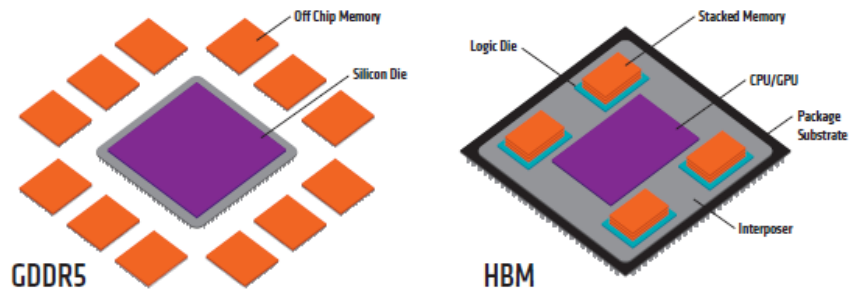
그림 75. GDDR5 대비 HBM 사용 시 탑재 공간 감소



자료: AMD, KB증권

그림 76. GDDR5 vs HBM 탑재 형태 비교

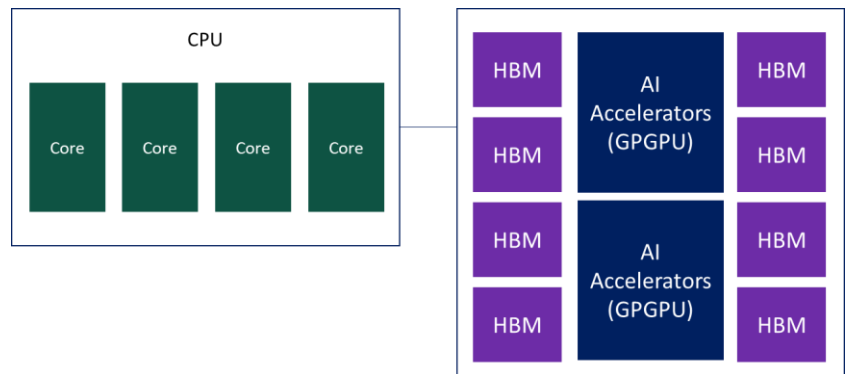
GDDR5보다 HBM 사용 시 정보 전달 길이 감소



자료: AMD, KB증권

그림 77. CPU, AI 가속기, HBM 탑재 구조

AI 가속기 (GPGPU)는 CPU와 병렬로 탑재되며, HBM이 AI 가속기를 둘러싸는 형태



자료: Omdia, KB증권

## 2. HBM이 왜 중요한가

### 칩 적층 TSV 적용 → HBM: 압도적인 핀 개수

AI 반도체 시장이 커지면서 칩 하나당 처리해야 하는 데이터 양이 증가했고, 기존 메모리 반도체와 로직 반도체의 성능을 넘어서는 수준이 요구되고 있다. 따라서 칩 적층 (Chip Stack) 패키지를 통해 처리할 수 있는 데이터 용량을 증가시켰고, 이 때 등장한 첨단 패키지 형태가 TSV (Through Si Via, 실리콘 관통 전극)다. TSV는 칩을 수직으로 적층하고자 칩에 구멍 (Via Hole)을 뚫어 전기가 통하는 물질 (금속 등)을 넣어 연결하는 기술이다. TSV의 장점 중 하나는 반도체의 핀의 개수를 증가시킨다는 점인데, HBM은 TSV를 적용해 무려 1,024개라는 핀 개수를 갖게 됐다.

### 핀 개수 (= 처리 가능한 데이터 수) : HBM3 1,024개 vs. GDDR6 32개

HBM (High Bandwidth Memory)은 고대역폭 메모리로 한 번에 처리 가능한 데이터의 수 (=대역폭)가 압도적인 D램이다. 반도체에서 한 번에 처리할 수 있는 정보의 양은 '핀당 속도 X 핀 개수'로 계산할 수 있다. 여기서 핀의 개수는 I/O (Input/Output)의 개수이며, 핀의 개수가 1개이면 한 번에 처리 가능한 정보가 1bit가 된다. 따라서 HBM3의 메모리 대역폭은 핀당 속도 6.4Gbps 곱하기 핀 개수 1,024bit, 추가로 bit를 Byte로 환산해주면 (8bit = 1Byte) 819GB/s다. 이는 GDDR6와 DDR5보다 약 13배-16배 높은 수치다. 따라서 AI 반도체에서 HBM이 쓰일 수밖에 없는 이유는 처리 가능한 데이터의 수가 압도적이기 때문이다.

그림 78. GDDR5 vs. HBM 성능 비교

[Bus Width = 핀 개수]

GDDR5 32개 vs. HBM 1,240개

[Clock Speed = 핀당 속도]

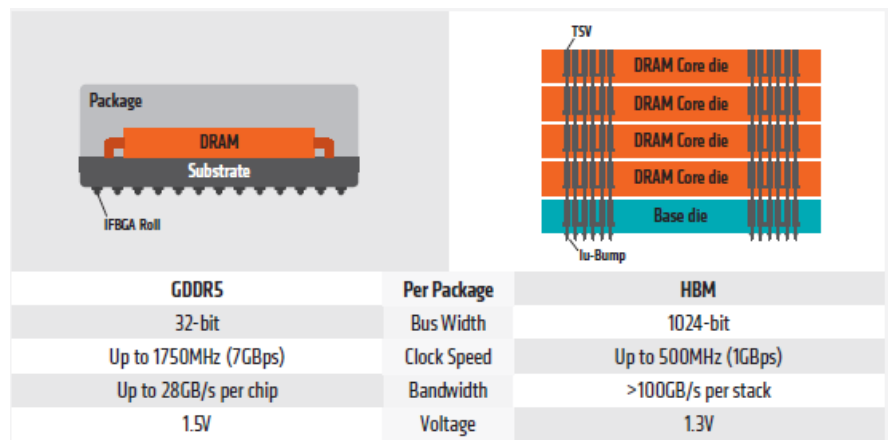
GDDR5 1,750MHz vs. HBM 500MHz

[Bandwidth = 메모리 대역폭]

GDDR5 25GB/s vs. HBM (100 x 적층수)GB/s

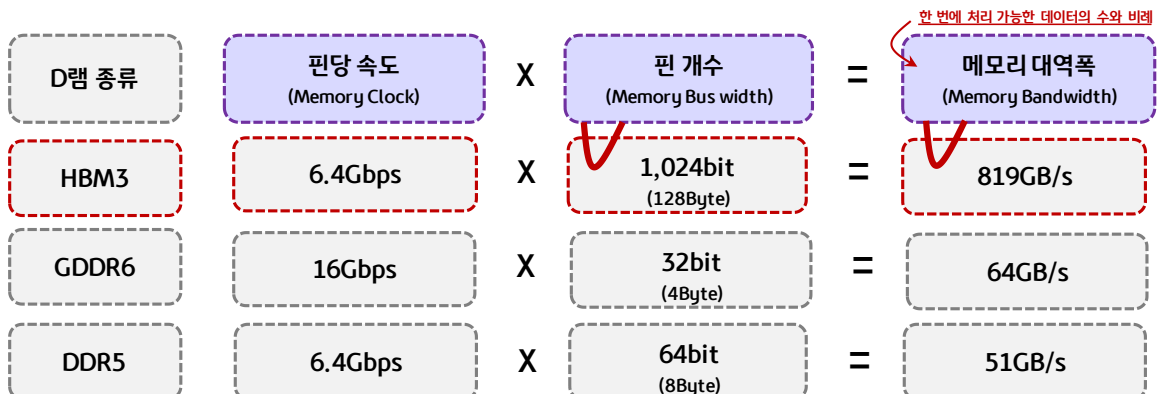
[전압]

GDDR5 1.5V vs. HBM 1.3V



자료: AMD, KB증권

그림 79. HBM: 1,024개라는 압도적인 핀 개수 덕분에 반도체 정보 처리량 획기적으로 증가



자료: KB증권 추정

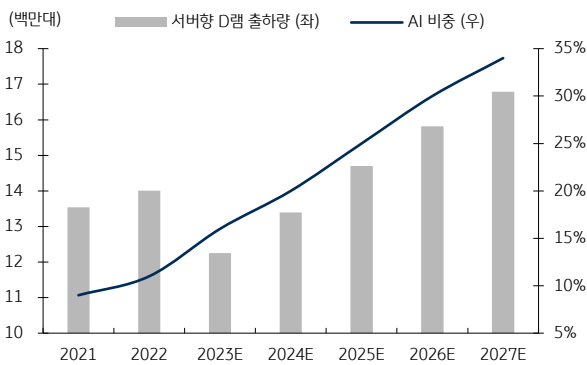
주: HBM은 4개, GDDR은 12개같이 최종 패키징되는 총 칩의 개수는 고려하지 않음

### 3. HBM 시장 규모

**HBM 시장규모 성장률**  
: 23E-27E CAGR +49%

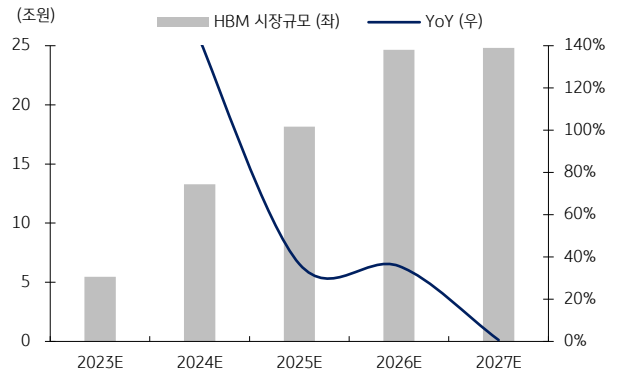
2024년 HBM 시장규모는 13.3조원으로 전년 대비 143% 성장할 전망이다. 서버용 D램 시장 시장내 AI 비중이 2023년 16%에서 2027년 34%로 증가함에 따라 HBM 시장규모는 2027년까지 연평균 49% 성장이 예상된다.

그림 80. 24E 서버용 D램 출하량 내 AI 비중 20%



자료: Omdia, KB증권 추정

그림 81. 24E HBM 시장규모 13조원 +143% YoY

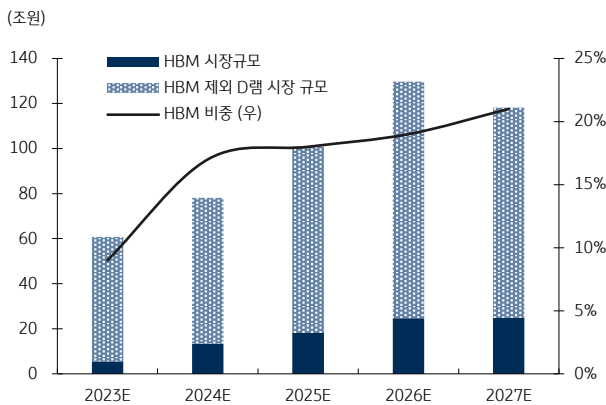


자료: Omdia, KB증권 추정

**2024년 D램 시장 내 HBM 비중**  
: capa 16%, 시장규모 17%

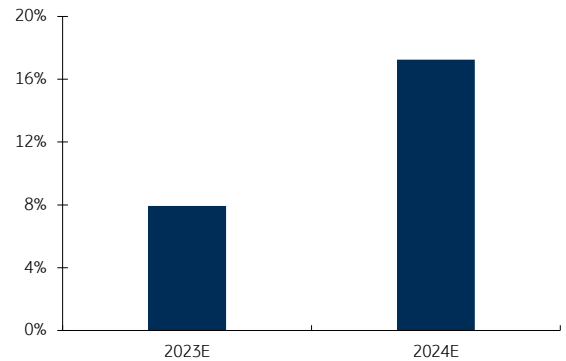
2024년 D램 시장 전체 capa를 월 155만장, 삼성전자와 SK하이닉스 모두 2024년 HBM capa를 전년 대비 +2배 이상 올린다고 가정 시 2024년 HBM capa 비중은 17%로 추산된다. 2023년은 SK하이닉스 독식의 해였으나, 삼성전자와 마이크론이 공격적으로 HBM capa 증설에 뛰어들면서 2024년은 3파전이 진행될 것으로 예상된다.

그림 82. 24E D램 시장 내 HBM 비중 17%



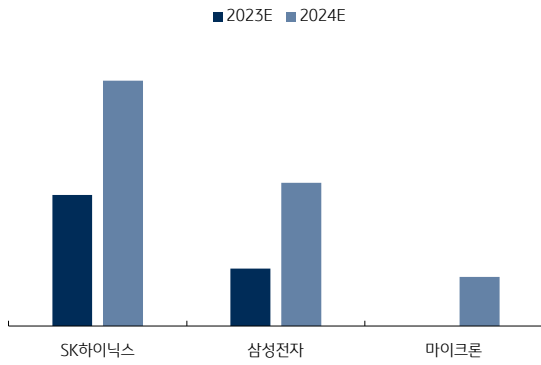
자료: Omdia, KB증권 추정

그림 83. D램 capa 내 HBM 비중



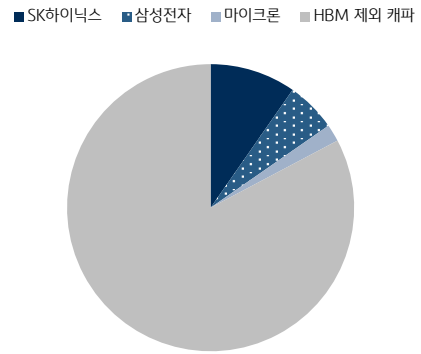
자료: KB증권 추정

그림 84. 제조사별 HBM capa 추정



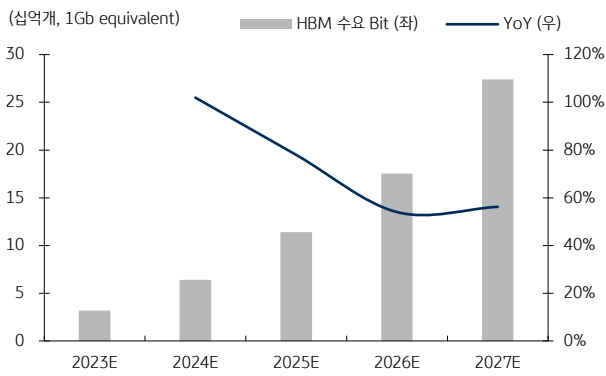
자료: KB증권 추정

그림 85. 24E 글로벌 D램 capa 중 HBM 비중 추정



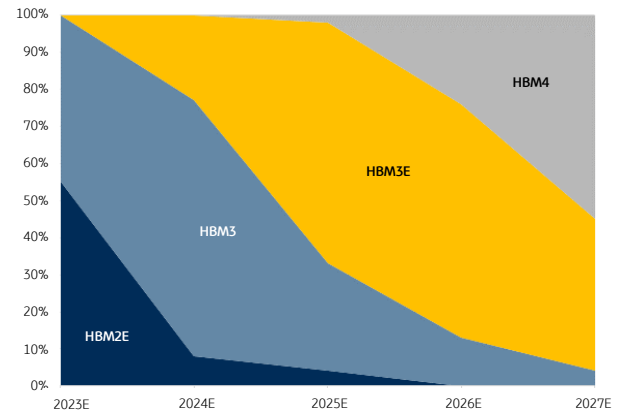
자료: KB증권 추정

그림 86. 24E HBM 수요 Bit +102%YoY



자료: Omdia, KB증권 추정

그림 87. HBM 세대별 비중



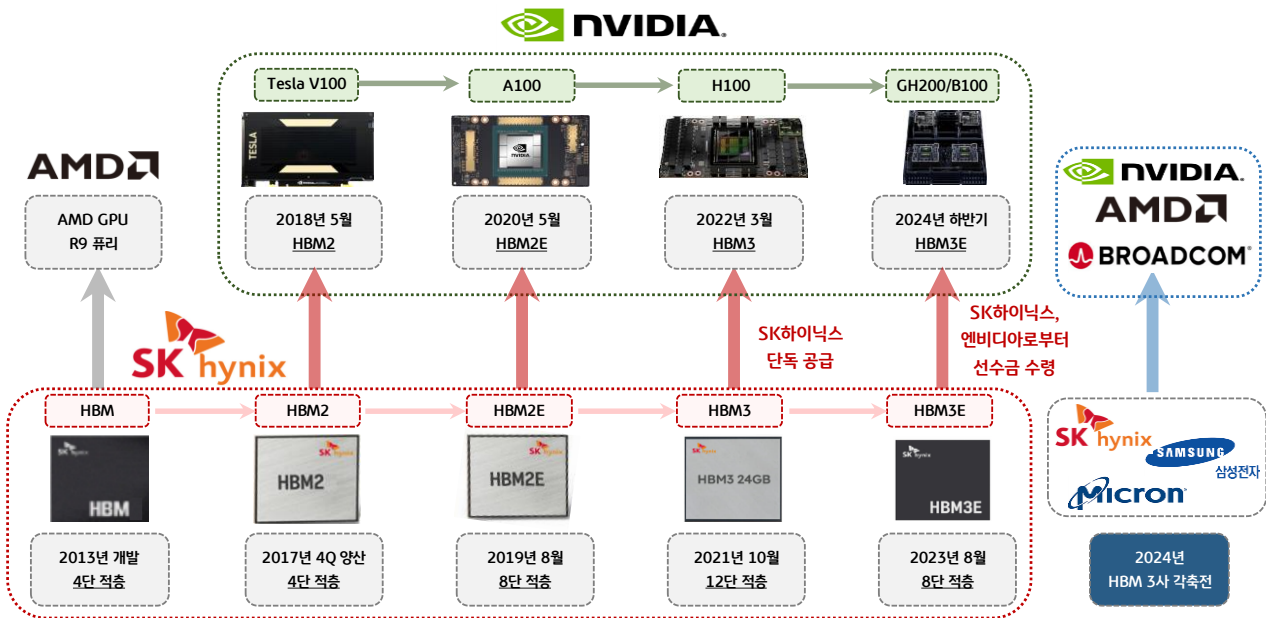
자료: Omdia, KB증권 추정

### 4. 2024년 HBM 제조 3사 각축전 전망

#### SK하이닉스가 HBM 시장 선두

SK하이닉스는 2022년 HBM3 세계 최초 양산, 2023년 HBM3를 엔비디아에 독점 공급한 것으로 추정된다. SK하이닉스는 2023년 CapEx를 전년 대비 50% 이상 축소했음에도 불구하고 HBM 투자는 오히려 늘렸다. 2024년에도 SK하이닉스는 HBM 중심의 투자 확대가 예상되고, 엔비디아로부터 받은 선수금을 활용해 낸드 팹인 청주 M15에 HBM 생산라인을 신설할 것으로 추정된다. SK하이닉스는 D램 매출 안에서 HBM 비중은 3Q22 한 자릿수에서, 4Q22 10%, 2Q23에는 20%를 돌파했다. HBM 가격은 초프리미엄 수준으로 HBM 매출 비중이 올라가면서 D램 ASP가 개선되고 있다. 메모리 제조사가 HBM에 사활을 거는 이유가 여기에 있다.

그림 88. SK하이닉스 중심의 HBM 시장



자료: KB증권 추정

그림 89. SK하이닉스 HBM 로드맵

	HBM2	HBM2E	HBM3	HBM3 (12Hi) / HBM3E	HBM4
Stacking Tech.	TC-NCF	MR-MUF	Advanced MR-MUF	Advanced MR-MUF	TBD
Remark	Thermo-compression w/High Stress NCF ✓ World 1st TSV chip stack	Low Stress Air ✓ Low bond force & Robust joints: Higher Bump portion (thermal dissipation ↑)	Low Force & thermal Air ✓ More Enhanced thermal dissipation Lower gap height & thermal resistance ↓	Advanced MR-MUF	Advanced MR-MUF Hybrid Bonding
Achievable Stack Height	4Hi / 8Hi	4Hi / 8Hi	8Hi / 12Hi	8Hi / 12Hi	12Hi / 16Hi
Thermal R (Relative)	○ (1.0)	○ (0.65)	○ (0.55)	◎ (0.5)	◎ (0.4 ~ 0.5)

자료: SK하이닉스, KB증권

2024년 메모리 3사 HBM 시장 참전

메모리 3사 모두가 HBM 투자를 확대하고 있다. HBM 시장은 P와 Q가 성장하는 시장이기에 1위 업체가 되면 메모리 수익성 개선을 앞당길 수 있기 때문이다. 따라서 다음과 같은 이유로 2024년 메모리 3사 모두 HBM 투자에 집중할 것으로 예상된다.

① Q: 시장 고성장

HBM 시장은 2023년-2027년 연평균 +49% 성장할 것으로 전망된다. D램 전체 시장이 동일 기간 +21% 성장이 예상되는 것과 비교해 HBM 시장은 +2배 이상 성장하는 것이다. AI 수요가 현재는 Chat GPT 형태에 머물고 있는데, 향후 다양한 형태의 AI 개발이 예상되며, 엔비디아와 AMD 등 빅테크 기업들의 자체 칩 개발로 HBM 수요는 증가할 전망이다.

② P: 초프리미엄 가격

HBM3 가격은 일반 D램 대비 최대 7배까지 높게 형성되어 있다. 이렇게 가격 차이가 많이 나는 이유는 ① HBM 초과수요 지속과 ② D램 가격이 2021년 3분기 이후 50% 이상 하락했기 때문이다. 22년 중반만 해도 HBM과 일반 D램 가격 격차는 3.5배 수준이었다. 하지만 지난 10월 DDR5 고정가격 반등이 시작된 만큼 2024년에는 지금과 같은 가격 격차를 유지하기는 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 HBM은 기존 모바일 / 서버 DDR 대비 신제품 주기가 빠르고, 신제품 출시 때마다 가격이 상승하는 시장 특성상 일정 수준의 가격 격차는 유지될 전망이다. 2024년 HBM과 일반 D램과의 가격 격차는 +3 ~ +5배로 전망한다.

③ 적정 마진을 확보

HBM은 로직 칩과 함께 패키지 형태로 만드는 SiP (System in Package) 제품이다. SiP란 완제품을 하나로 모아 만든 패키지 상품으로 HBM 제조사는 개발 초기부터 R&D 비용과 투자 규모를 고객사와 함께 계획한다. 따라서 제품 가격은 HBM 제조사가 적정한 마진을 가져갈 수 있는 가격으로 선정된다.

④ 변동성 큰 메모리 사이클이 아닌 안정적인 로직 사이클 기대

또한, 한 번 신뢰를 형성하면 GPU 신제품 로드맵에 따라 지속적인 수주가 가능한 비즈니스다. 기존 D램은 매크로 환경에 따른 실적 변동성이 컸다면, HBM은 메모리임에도 불구하고 시스템반도체 시장과 맞물려 비교적 안정적인 매출을 기대할 수 있다.

표 8. 메모리 3사 HBM 양산 로드맵

제품	기업	2022				2023				2024E				2025E				2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	
HBM2E	삼성전자	8/16GB																
	SK하이닉스	8/16GB																
	마이크론	16GB							중단									
HBM3	삼성전자								16GB	24GB								
	SK하이닉스				16GB					24GB								
	마이크론																	
HBM3E	삼성전자											24GB						
	SK하이닉스											24GB						
	마이크론												24GB					
HBM4	SK하이닉스/삼성														36GB			

자료: Trendforce, KB증권 추정

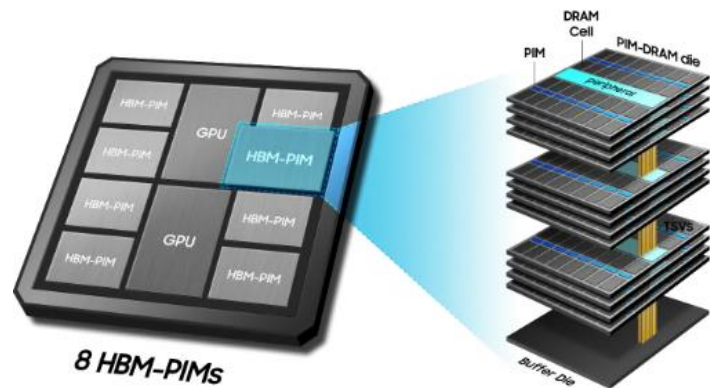
### 삼성전자: HBM-PIM으로 차별화, 향후 메모리 생태계의 AI 가속기 역할 전망

추가로 삼성전자는 HBM에 PIM을 최초로 적용해 HBM 시장에서 차별화 전략을 꺾고 있다. PIM (Processing-in-Memory)이란 메모리 코어에 PCU (Programmable Computing Unit)를 추가함으로써 메모리에서도 연산처리 기능을 구현한 차세대 AI 전용 반도체 솔루션이다. AI 기술 발전으로 처리해야할 데이터가 증가함과 동시에 프로세서만 연산 처리를 하게 되면 프로세서와 메모리 간 I/O 차이로 데이터 처리 병목 현상이 발생한다. 이를 극복하기 위해 병렬 프로세싱을 가능하게 하는 PIM이 만들어졌다.

### PIM: 메모리 생태계의 AI 가속기 역할

PIM 기술 적용 시 기존 HBM보다 음성인식 기반 AI 챗봇 성능은 +2배 이상 증가, 전력은 70% 이상 절감할 수 있다. AMD는 이미 GPU MI-100에 삼성전자의 HBM-PIM을 탑재했다. PIM의 가장 큰 장점은 기존 메모리 시스템 변경 없이 사용 가능하며, LPDDR과 GDDR에도 적용이 가능하다는 점이다. 따라서 PIM은 향후 메모리 생태계에서 AI 가속기로서의 확장성이 크다고 판단한다.

### 그림 90. 삼성전자 HBM-PIM 구조



자료: 삼성전자, KB증권

## 5. HBM 관련 기술과 장비 밸류체인

### [TSV] (식각) AMAT, 램리서치, (CMP) AMAT, EBARA

TSV 공정은 칩에 구멍 (Via Hole)을 뚫어 전기가 통하는 물질 (금속 등)을 넣고 연결하는 기술로 전공정 장비가 필요하다. Via Hole을 뚫는 식각 장비와 Via Hole에 채워진 물질을 평탄하게 하는 CMP (Chemical Mechanical Planarization) 장비가 메인 장비다. 식각 장비 업체인 **AMAT (미국)**과 **램리서치 (미국)**, CMP 장비 업체인 **AMAT (미국)**과 **EBARA (일본)**의 수혜가 예상된다.

### [그라인딩] DISCO

HBM을 더 얇게, 더 많이 쌓기 위해서는 웨이퍼를 패키지 규격에 맞춰 깎아내는 그라인딩 기술이 요구된다. 그라인딩 장비는 **Disco (일본)**가 독점하고 있다.

### [다이싱] DISCO, 이오테크닉스

다이싱은 웨이퍼를 패키지에 넣기 위해 칩을 절단하는 공정이다. 웨이퍼가 얇아질수록 데미지에 쉽게 취약해지면서 기존 블레이드 다이싱 중심에서 비접촉 방식인 레이저 다이싱 비중이 증가할 전망이다. Dicing 장비 역시 **Disco (일본)**가 M/S 1위다. **이오테크닉스**는 삼성전자향 스텔스 다이싱 (레이저) 쉘 테스트 마지막 단계를 진행중이며, 2024년 하반기 시장 진입이 예상된다.

### [본딩] 한미반도체, BESI

HBM 생산을 위해서는 칩을 기판에 붙이고 전기적으로 연결해주는 본딩 장비가 필수이다. HBM 1위 업체인 SK하이닉스는 2024년 D램 CapEx를 전년 대비 33% 증가시킬 것으로 예상되며, HBM 생산을 위한 본딩 장비 발주를 지속하고 있다. 관련 장비업체인 **한미반도체 (TC Bonder)**의 경우 메모리용 TC 본더 1위 업체로서 SK하이닉스 이외의 다른 고객사로의 확장 가능성이 크다고 판단한다. 한미반도체는 TC 기반 NCF와 MR-MUF용 본딩 모두 대응이 가능하기 때문이다. 추가로 HBM4부터는 칩과 칩을 범프 없이 연결해주는 하이브리드 본더 장비도 일정 부분 도입이 예상된다. 따라서 하이브리드 본더 업체인 **BESI (Hybrid Bonder)**의 수혜를 전망한다.

### [인터포저] TSMC, UMC

HBM은 단독으로 사용되는게 아닌 인터포저를 통해 로직과 함께 병렬로 연결된 2.5D 패키지 형태로 사용된다. 따라서 메모리 업체가 제작한 HBM을 파운드리 업체에서 HBM과 로직 칩을 인터포저 위에 붙이고, 인터포저를 패키징 기판위에 붙인다. 인터포저를 사용하는 이유는 HBM과 로직칩의 I/O 범프수가 매우 많은 (HBM의 I/O 개수는 1,024개) 반면에 패키징 기판에는 I/O와 대응되는 패드 (전기적 신호가 들어오고 나갈 수 있도록 하는 것)가 부족하기 때문에 인터포저를 통해 HBM과 로직칩의 I/O를 대응하기 위함이다. 2.5D 패키지에서 인터포저는 없는 전기적 신호 연결이 불가능하다. 인터포저를 만드는 **TSMC (대만)**와 **UMC (대만)**의 수혜를 전망한다.

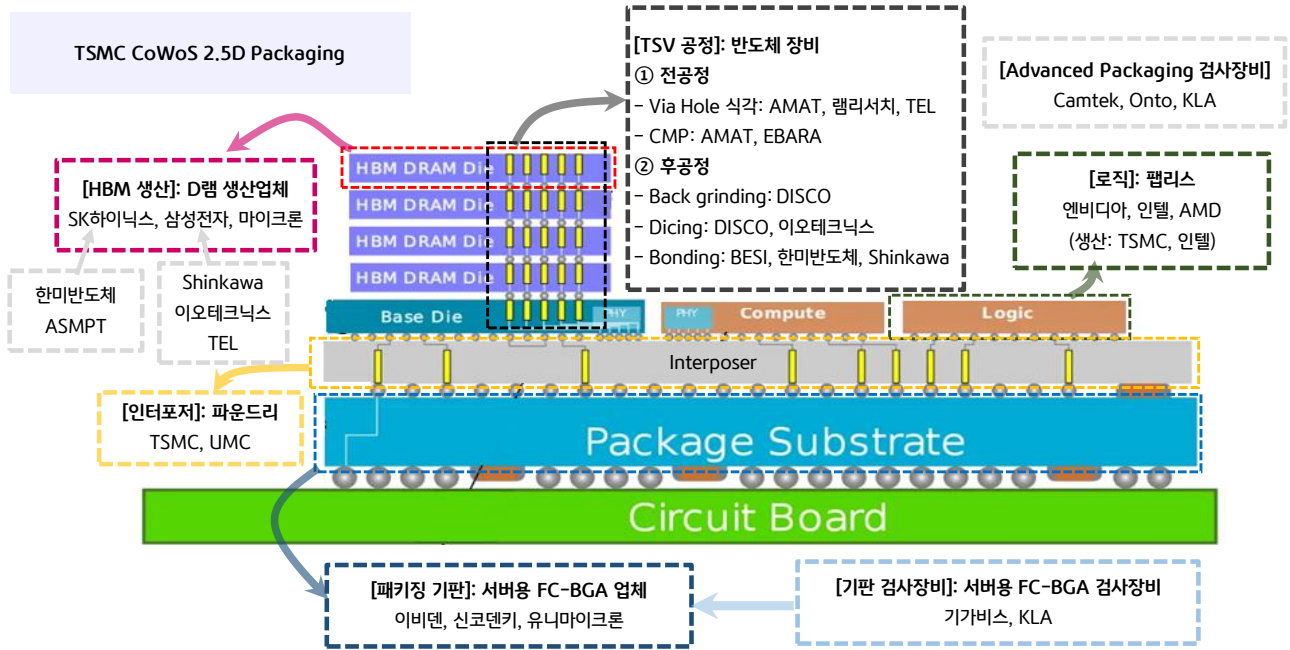
### [패키징 기판] IBIDEN, Sinko Denki, Unimicron

Advanced packaging을 구현하기 위해서는 고부가 패키징 기판 (=IC Substrate)이 필요하다. 따라서 서버용 FC-BGA가 AI 반도체용 패키징 기판에 사용되고 있다. 관련 서버용 FC-BGA 업체는 **IBIDEN (일본)**, **Sinko Denki (일본)**, **Unimicron (대만)**이 있다.

### [패키징 기판 검사] 기가비스, KLA

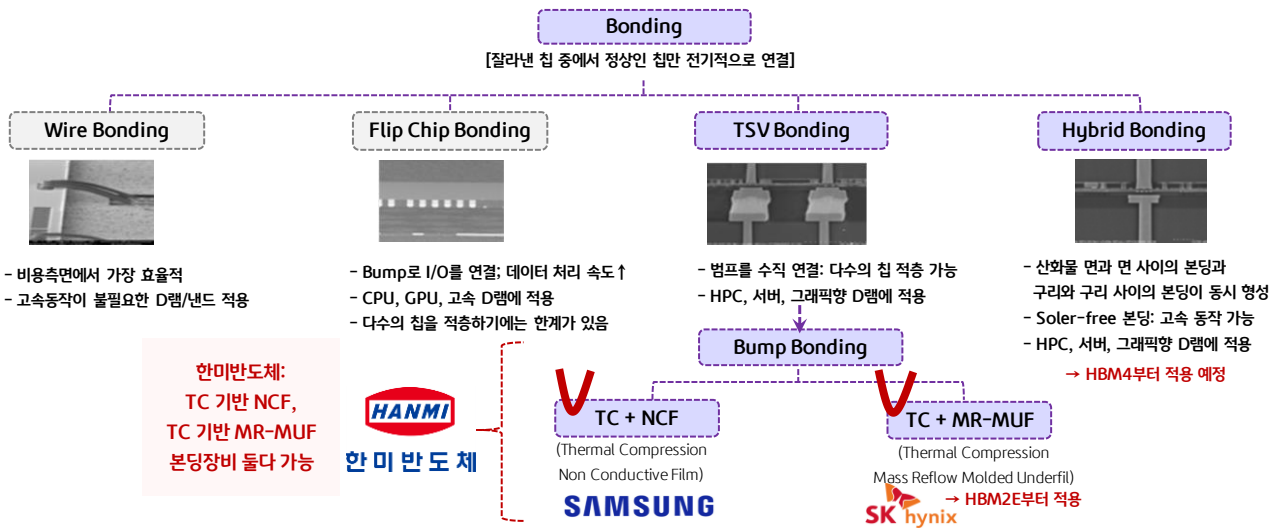
서버용 FC-BGA는 고속 동작에 대응하기 위해 제품 면적이 PC용 기판보다 +4배가 넓고, 내부 층수도 +2배 높아서 FC-BGA 제조 라인당 패키징 기판 검사장비 수도 증가할 전망이다. 관련 업체로는 **기가비스**와 **KLA (미국)**가 있다.

그림 91. HBM 장비 밸류체인



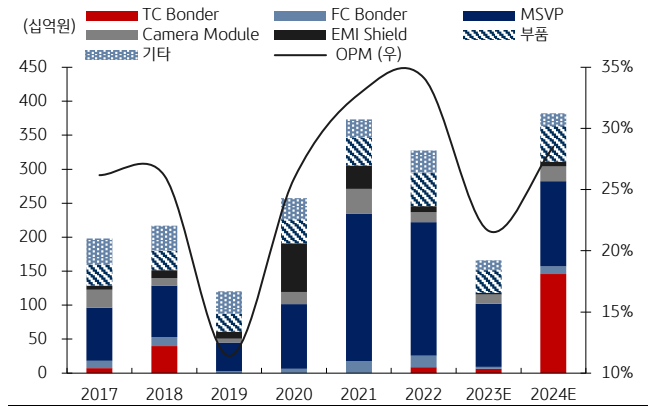
자료: KB증권

그림 92. 한미반도체 TC 본더는 NCF와 MR-MUF 전부 가능



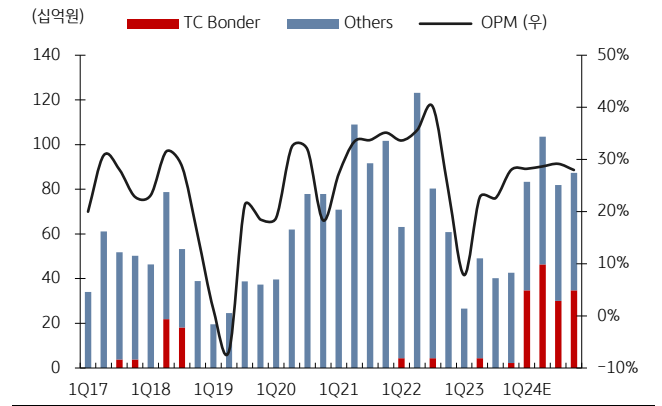
자료: SK하이닉스 뉴스룸, 한미반도체, KB증권 추정

그림 93. 한미반도체 연간 매출액 전망



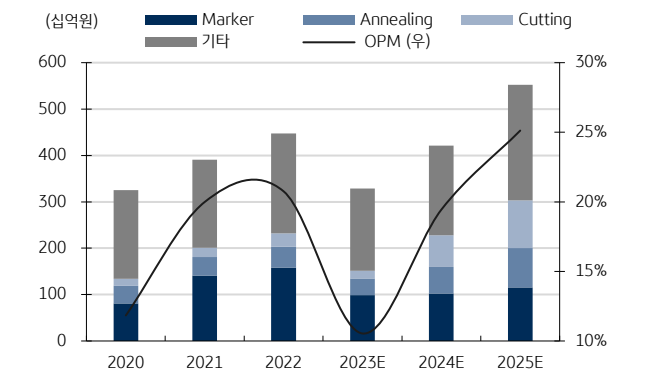
자료: 한미반도체, KB증권 추정

그림 94. 한미반도체 분기 매출액 전망



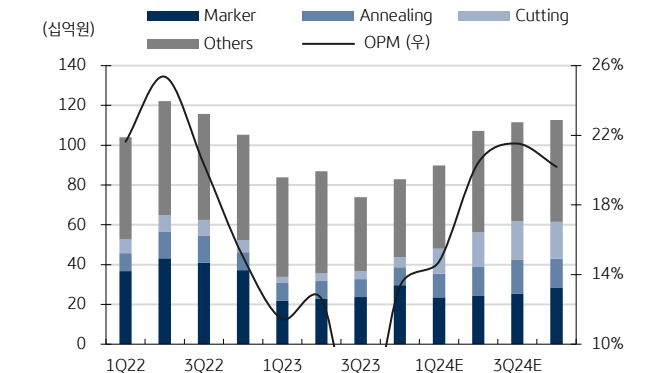
자료: 한미반도체, KB증권 추정

그림 95. 이오테크닉스 연간 매출액 전망



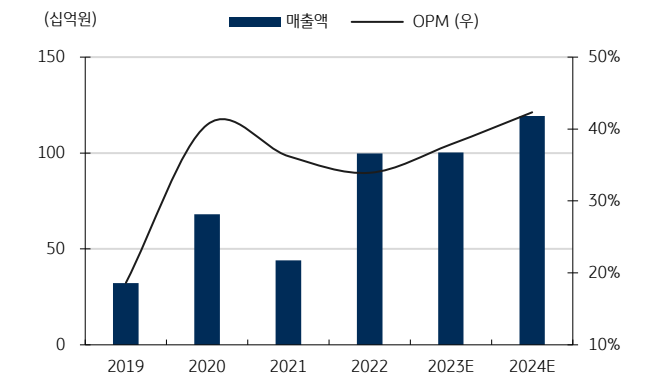
자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

그림 96. 이오테크닉스 분기 매출액 전망



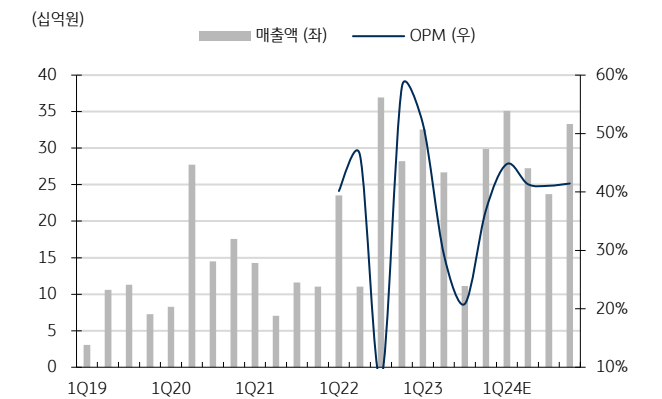
자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

그림 97. 기가비스 연간 실적 전망



자료: 기가비스, KB증권 추정

그림 98. 기가비스 분기 실적 전망



자료: 기가비스, KB증권 추정

## 기업분석

유진테크 (Buy, 55,000원)

주성엔지니어링 (Buy, 43,000원)

한미반도체 (Buy, 72,000원)

이오테크닉스 (Buy, 190,000원)

HPSP (Buy, 45,000원)

파크시스템스 (Buy, 200,000원)

넥스틴 (Buy, 75,000원)

기가비스 (Buy, 75,000원)

원익IPS (Buy, 42,000원)

신성이엔지 (Buy, 2,300원)



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 유진테크 (084370)

## 선단공정 절대강자: HBM3E/DDR5 수혜주

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbfq.com

투자 의견 Buy,  
목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

유진테크에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 55,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했다 (WAC 8.61%, 영구성장률 2.2%). KB증권 추정치 기준 유진테크 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 3.4배이며, 11월 14일 종가 기준 상승여력은 26%다.

주력 장비: D램 1nm 이하 박막증착 LPCVD

유진테크의 주력 제품은 반도체 전공정 박막증착에 사용되는 Single type LPCVD (Low Pressure Chemical Vapor Deposition) 장비다. LPCVD 장비는 저압 고온 공정에서 박막 증착이 이뤄지며, Step Coverage (단차 균일성)가 우수하다. 특히 유진테크의 Single Type LPCVD 장비는 D램 선단공정에서 Epitaxial Growth가 가능하다. Epitaxy란 Si웨이퍼 위에 고순도의 저결함 박막을 쌓는 것을 말한다. 유진테크는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론에 Epitaxial Growth용 LPCVD 장비를 납품하고 있는 것으로 추정된다.

HBM3E/DDR5 모두 1nm 공정 적용  
→ 유진테크 LPCVD 장비 수혜

2024년 삼성전자와 SK하이닉스의 CapEx 방향성은 테크 마이그레이션이다. 메모리 초과공급 상황에서 capa를 확장시키는 것보다 테크 마이그레이션을 통해 하이엔드 제품 비중을 늘려 가격을 올리려는 계획이다. 특히 1nm 공정을 적용한 HBM3E, DDR5 (LPDDR5, 서버용 DDR5 2세대)가 수요를 견인할 것으로 예상돼 메모리 제조사들은 1nm향 테크 마이그레이션에 집중할 것으로 전망한다. 따라서 D램 1nm 박막증착 장비를 보유한 유진테크의 수혜가 예상된다.

3Q23 잠시 쉬고, 2024년 성장 가동

3Q23 실적은 고객사의 장비 설치 지연으로 매출액 503억원 (-19% YoY), 영업이익 7억원 (-95% YoY, OPM 1.4%)을 기록했다. 하지만, 2024년 고객사의 1nm 공정 전환 수혜가 예상되고, 다양한 ALD (Atomic Layer Deposition) 솔루션을 기반으로 파운드리향 ALD도 준비하고 있는 만큼 2024년 본격적인 성장 가도 진입이 예상된다. 따라서 2024년 매출액은 3,571억원 (+26%YoY), 영업이익 522억원 (+108% YoY, OPM 15%)을 기록할 전망이다.

## Buy 신규

목표주가 (원) 55,000

Dividend yield* (%)	0.6
Total return (%)	27.0
현재가 (11/14, 원)	43,500
Consensus target price (원)	48,667
시가총액 (억원)	9,968

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

### Trading Data

Free float (%)	60.6
거래대금 (3m, 십억원)	12.6
외국인 지분율 (%)	25.4
주요주주 지분율 (%)	업평용 외 14인 36.4

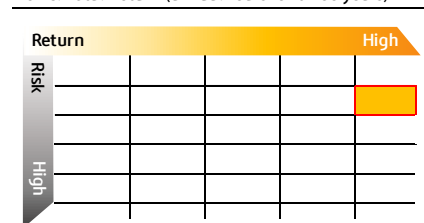
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	42.2	58.2	80.3
시장대비 상대수익률	7.0	61.4	63.7	64.4

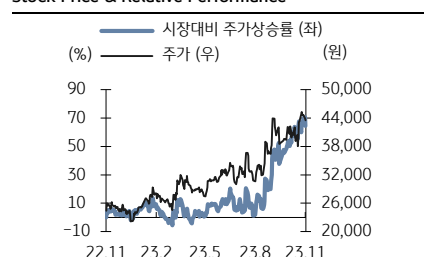
### Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	311	283	357	425
영업이익 (십억원)	54	25	52	73
지배주주순이익 (십억원)	38	26	42	64
EPS (원)	1,655	1,133	1,842	2,793
증감률 (%)	-37.2	-31.5	62.6	51.6
P/E (x)	13.4	38.4	23.6	15.6
EV/EBITDA (x)	5.4	20.6	11.8	8.4
P/B (x)	1.6	2.9	2.6	2.3
ROE (%)	12.3	7.8	11.7	15.6
배당수익률 (%)	1.2	0.6	0.7	0.7

### Risk & Total Return (annualized over three years)

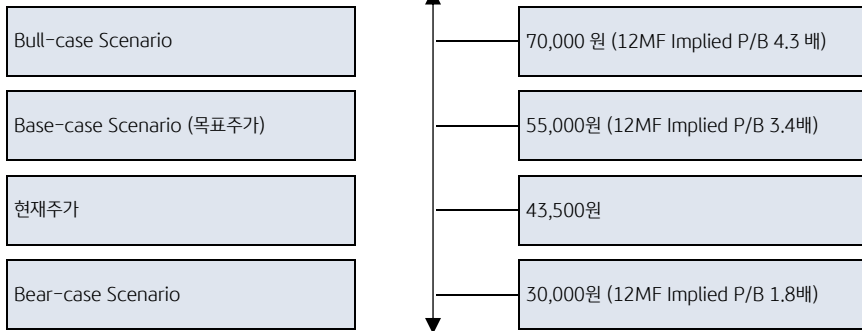


### Stock Price & Relative Performance



자료: 유진테크, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 4Q24F D램 고객사 1bnm 비중 11% ~ 13%
- 2) 2024년 D램 가격 +38 ~ +42% YoY

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 4Q24F D램 고객사 1bnm 비중 13% 상회
- 2) 2024년 D램 가격 +42% YoY 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 4Q24F D램 고객사 1bnm 비중 11% 하회
- 2) 2024년 D램 가격 +38% YoY 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	283	357	-	-
영업이익	-	-	25	52	-	-
지배주주순이익	-	-	26	42	-	-

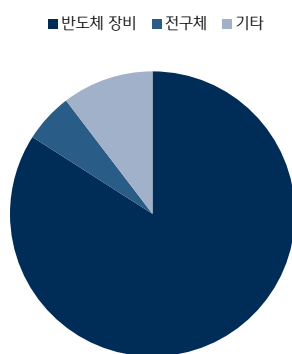
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	283	357	274	344	3.6	3.7
영업이익	25	52	24	67	3.4	-21.6
지배주주순이익	26	42	25	54	4.7	-21.6

자료: Quantwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 유진테크, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
유진테크	997	38.4	23.6	2.9	2.6	20.6	11.8	7.8	11.7	0.6	0.7
AMAT	166,094	18.9	19.1	7.9	7.5	15.3	15.8	39.6	53.6	0.8	0.9
Lam Research	117,683	23.9	19.2	11.0	10.3	18.9	15.5	73.7	72.6	1.2	1.2
TEL	95,751	34.8	26.7	6.5	5.8	22.8	17.9	26.3	37.4	1.4	1.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 유진테크는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 8.61%, 영구성장을 2.2% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

70,000원 ~ 30,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

24E P/B 3.3배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+1.3	+1.1
금리 1%p 상승 시	+4.0	+2.7

표 9. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	311	283	357	425	489	552	616	677	735	786	830	865	884	893
영업이익	54	25	52	73	72	83	96	109	122	135	147	158	167	174
<b>NOPLAT</b>	40	19	39	55	54	62	72	82	92	101	110	118	125	130
감가상각비	15	15	14	14	14	14	14	14	15	15	16	16	17	17
<b>총 현금흐름</b>	56	33	53	69	67	76	86	96	106	117	126	135	142	147
운전자본 증감	44	-25	19	21	20	20	20	20	18	16	14	11	7	3
Capex	7	7	9	9	10	11	13	14	14	15	15	16	17	17
총 투자	52	-18	28	30	31	32	33	33	33	31	29	27	24	20
<b>FCFF</b>	0	6	25	38	37	44	53	63	74	85	97	108	118	127
Terminal Value														1,896
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		8.61	8.64	8.67	8.71	8.74	8.77	8.80	8.83	8.86	8.89	8.92	8.95	8.98
PV of FCFF		6	21	30	26	29	32	35	38	40	42	43	43	42
Total PV of FCFF		426												
영구성장률 (%)		2.2%						World Bank 2030년 글로벌 경제 성장률						
PV of terminal value		662												
<b>Valuation</b>														
영업가치		1,087.4												
현금 및 현금성자산		102.9												
단기금융자산		101.9												
총금융부채		0.1												
비지배주주지분		23.4												
우선주 시가총액		0.0												
적정 기업가치		1,268.7												
주당 적정 가치		55,361												
<b>목표주가</b>		<b>55,000원</b>												
현재주가 (23.11.14)		43,500원												
<b>Upside</b>		<b>26.4%</b>												

자료: 유진테크, KB증권 추정

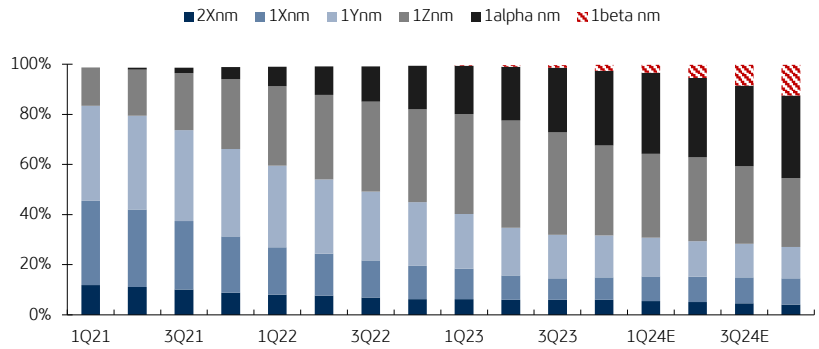
표 10. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>9.30</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	1.05	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>5.51</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	81.7	
순차입금 가중치 (k)	18.3	
WACC (A x j + B x k)	<b>8.61</b>	

자료: KB증권 추정

유진테크 LPCVD 장비는 1bnm 이하 필수 장비  
따라서 1bnm 비중 확대에 따른 수혜 전망  
(1bnm 비중: 4Q23E 2% → 4Q24E 12%)

그림 99. D램 Tech Node별 비중



자료: Trendforce, KB증권

HBM3E, DDR5 제품 1bnm 공정으로 제작.  
24E-25E HBM3, DDR5 가 주력 제품일 전망.  
따라서 D램도 1bnm 가 주력 공정일 것으로 예상

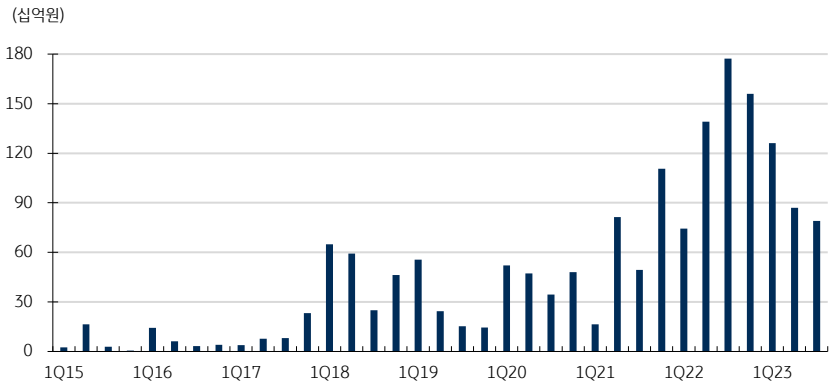
그림 100. DDR5/HBM3E: D램 1bnm 공정 적용



자료: SK하이닉스, KB증권

3Q23 기말 수주잔고 791 억원

그림 101. 기말 수주잔고



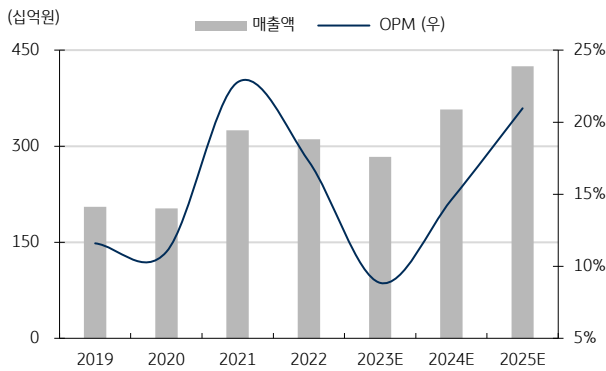
자료: 유진테크, KB증권

표 11. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>77.5</b>	<b>78.1</b>	<b>50.3</b>	<b>77.6</b>	<b>91.4</b>	<b>87.7</b>	<b>87.4</b>	<b>90.6</b>	<b>310.6</b>	<b>283.5</b>	<b>357.1</b>	<b>425.0</b>
YoY	-32%	2%	-19%	35%	18%	12%	74%	17%	-4%	-9%	26%	19%
반도체 장비	68	70	42	70	82	79	76	81	261	250	318	372
전구체	3	2	2	2	3	2	2	3	17	9	10	15
기타	7	6	6	6	6	7	9	7	32	24	29	38
<b>매출 비중</b>												
반도체 장비	88	90	84	90	90	90	87	89	84	88	89	88
전구체	4	3	4	3	3	2	2	3	6	3	3	4
기타	8	7	12	7	7	8	10	8	10	8	8	9
<b>영업이익</b>	<b>9.7</b>	<b>8.5</b>	<b>0.7</b>	<b>6.1</b>	<b>11.1</b>	<b>14.9</b>	<b>14.8</b>	<b>11.4</b>	<b>53.6</b>	<b>25.1</b>	<b>52.2</b>	<b>89.1</b>
YoY	-70%	42%	-95%	297%	14%	74%	1,960%	87%	-27%	-53%	108%	71%
OPM	12.6%	10.9%	1.4%	7.8%	12.2%	17.0%	16.9%	12.6%	17.3%	8.8%	14.6%	21.0%

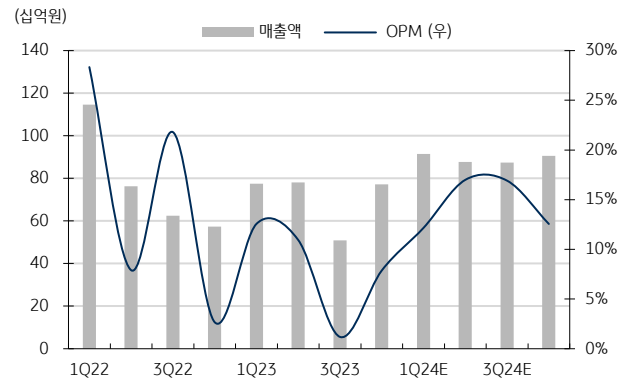
자료: 유진테크, KB증권 추정

그림 102. 연간 실적



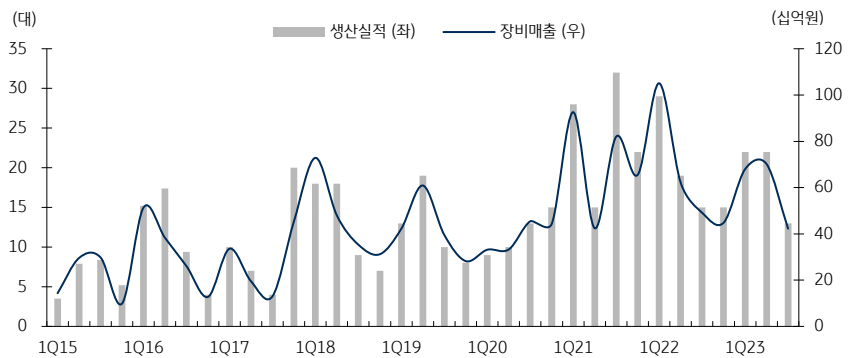
자료: 유진테크, KB증권 추정

그림 103. 분기 실적



자료: 유진테크, KB증권 추정

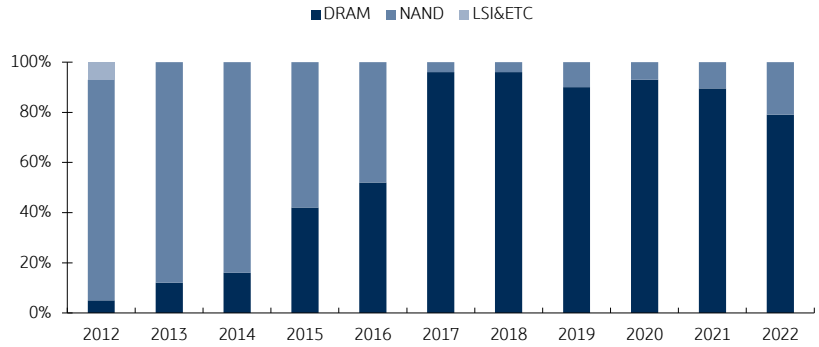
그림 104. 생산실적 vs. 장비매출



자료: 유진테크, KB증권

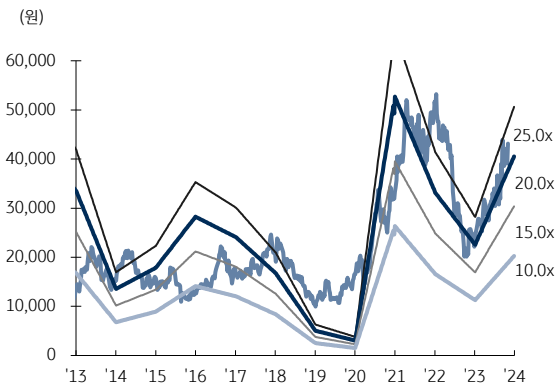
그림 105. 어플리케이션별 매출 비중 추이

22A 매출액 비중: D램 79%, 낸드 21%



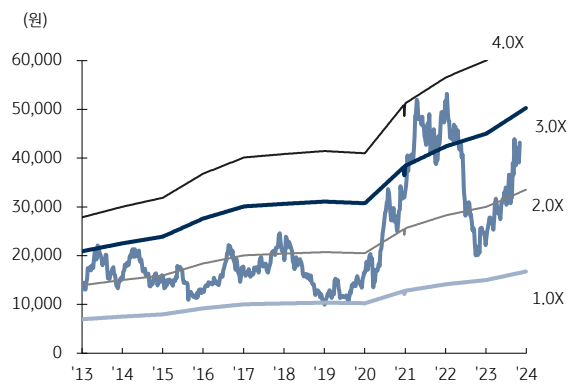
자료: 유진테크, KB증권

그림 106. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 107. 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	325	311	283	357	425
매출원가	170	159	151	181	217
매출총이익	155	152	133	177	208
판매비와관리비	81	98	108	124	134
영업이익	74	54	25	52	73
EBITDA	86	69	40	66	87
영업외손익	10	6	11	10	11
이자수익	1	3	7	8	8
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	10	3	4	3	4
세전이익	84	59	36	62	85
법인세비용	21	17	9	20	19
당기순이익	63	43	27	43	65
지배주주순이익	60	38	26	42	64
수정순이익	60	38	26	42	64

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	60.2	-4.3	-8.7	26.0	19.0
영업이익 성장률	231.6	-27.4	-53.2	108.1	40.7
EBITDA 성장률	160.6	-20.1	-42.6	67.1	31.6
지배기업순이익 성장률	1,630.4	-37.2	-31.6	62.6	51.6
매출총이익률	47.6	48.8	46.8	49.4	48.9
영업이익률	22.8	17.3	8.9	14.6	17.3
EBITDA이익률	26.6	22.2	14.0	18.5	20.5
세전이익률	25.9	19.1	12.7	17.5	19.9
지배기업순이익률	18.6	12.2	9.2	11.8	15.1

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	72	39	62	46	64
당기순이익	63	43	27	43	65
유형자산상각비	12	15	15	14	14
기타비현금손익 조정	39	38	9	20	19
운전자본증감	-35	-32	20	-11	-15
매출채권감소 (증가)	-15	5	-1	-4	-4
재고자산감소 (증가)	-17	-38	25	-20	-21
매입채무증가 (감소)	11	-3	1	5	4
기타운전자본증감	-15	4	-5	9	6
기타영업현금흐름	-7	-26	-9	-20	-19
투자활동 현금흐름	-66	-12	2	-35	-34
유형자산투자감소 (증가)	-15	-7	-7	-9	-9
무형자산투자감소 (증가)	-9	-3	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-1	0	0	0	0
기타투자현금흐름	-42	-3	10	-26	-24
재무활동 현금흐름	1	-13	-7	-4	-5
금융부채 증감	4	-1	0	0	0
자본의 증감	2	-5	0	0	0
배당금 당기지급액	-5	-6	-6	-6	-7
기타재무현금흐름	0	0	-1	2	2
기타현금흐름	0	2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	7	16	57	8	25
기말현금	30	46	103	110	136
인여현금흐름 (FCF)	58	32	54	38	54
순현금흐름	52	19	47	34	50
순현금 (순차입금)	138	157	205	239	288

자료: 유진테크, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	383	434	450	503	574
유동자산	241	297	320	379	454
현금 및 현금성자산	30	46	103	110	136
단기금융자산	110	112	102	128	153
매출채권	20	20	21	24	28
채고자산	78	117	92	112	134
기타유동자산	3	3	3	3	4
비유동자산	142	137	130	124	120
투자자산	3	2	3	3	3
유형자산	95	92	88	85	83
무형자산	38	37	34	31	29
기타비유동자산	6	5	5	5	5
부채총계	72	87	82	98	111
유동부채	62	78	73	87	98
매입채무	22	16	17	22	26
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	61	56	65	72
비유동부채	10	10	9	11	13
장기금융부채	1	0	0	0	0
기타비유동부채	9	10	9	11	13
자본총계	311	347	368	405	463
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	6	6	6	6	6
기타자본항목	-7	-12	-12	-12	-12
기타포괄손익누계액	2	5	5	5	5
이익잉여금	281	314	334	370	428
지배지분 계	294	324	344	380	438
비지배지분	17	22	23	24	25

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	19.6	13.4	38.4	23.6	15.6
P/B	4.0	1.6	2.9	2.6	2.3
P/S	3.7	1.6	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	12.3	5.4	20.6	11.8	8.4
EV/EBIT	14.4	6.9	32.5	15.0	10.0
배당수익률	0.5	1.2	0.6	0.7	0.7
EPS	2,635	1,655	1,133	1,842	2,793
BVPS	12,809	14,150	15,021	16,601	19,103
SPS (주당매출액)	14,164	13,555	12,370	15,584	18,545
DPS (주당배당금)	270	270	270	300	300
배당성향 (%)	10.0	15.8	23.1	15.8	10.4
수익성지표					
ROE	22.9	12.3	7.8	11.7	15.6
ROA	18.7	10.4	6.1	9.0	12.1
ROIC	22.7	12.4	7.9	11.8	15.7
안정성지표					
부채비율	23.2	25.2	22.4	24.3	24.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.9	3.8	4.4	4.3	4.6
이자보상배율 (배)	209.5	113.6	61.6	133.3	187.5
활동성지표					
총자산회전율	1.0	0.8	0.6	0.8	0.8
매출채권회전율	23.4	15.8	14.1	16.0	16.3
매입채무회전율	18.1	16.2	16.7	18.1	17.6
재고자산회전율	4.8	3.2	2.7	3.5	3.5



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 주성엔지니어링 (036930)

## 2024년 고성장 준비완료

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbf.com

투자 의견 Buy,  
목표주가 43,000원으로 커버리지 개선

주성엔지니어링에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 43,000원을 제시하며 커버리지를 개선한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며, WACC 7.83%, 영구성장률 2.2%를 적용했다. KB증권 추정치 기준 주성엔지니어링 목표주가의 12개월 선행 P/B는 3.5배이며, 11월 14일 증가 기준 상승여력은 25%이다.

주력 장비: 커패시터용 High-K ALD 장비

주성엔지니어링의 주력 제품은 반도체 전공정 박막증착에 사용되는 커패시터용 High-K ALD 장비다. D램 메모리 셀 1개는 1개의 트랜지스터와 1개의 커패시터로 구성되어 있다. D램 기술 발전 방향성은 D램 셀 크기 미세화인데, 커패시터의 경우 크기가 작아지더라도 전하 저장 능력은 (Capacitance)은 유지되도록 요구된다. 따라서 유전율 (전하 축적의 정도)이 높은 High-K 물질을 커패시터 위에 원자 단위 두께로 얇게 증착하기 위해 ALD가 사용된다. 주성엔지니어링은 커패시터용 High-K ALD 장비를 SK하이닉스에 독점으로 납품하고 있다.

- ① 테크 마이그레이션 / 신규투자 수혜
- ② 메모리 중심에서 비메모리로 확장

주성엔지니어링의 투자포인트는 크게 2가지다. ① 고객사의 테크 마이그레이션 투자에 따른 수혜다. 전환투자는 빠른 속도로 진행되고 있고, 물량도 예상보다 많은 것으로 추정된다. 고객사의 1bnm 신규 투자도 예상되기에 전공정 장비업체 안에서 빠른 실적 개선이 예상된다. ② 메모리 중심에서 시장이 더 큰 비메모리로의 확장이 예상된다. 비메모리 장비는 메모리보다 공정 난이도와 단가 모두 높다. 주성엔지니어링은 비메모리 고객사와 장비를 공동 개발하고 있고, 2025년부터 본격적인 매출 발생이 예상된다.

2024년 고성장 전망

3분기 실적은 매출액 861억원 (-18% YoY), 영업이익 62억원 (-80% YoY, OPM 7%)을 기록해 컨센서스를 +7% 상회했다. 고객사의 전환투자 물량이 예상보다 빠르게 진행되고 있는 것으로 추정된다. 영업이익은 2022년에 납품한 태양광 장비가 올해 3분기에 매출 인식이 되면서 수익성이 크게 하락했다. 2024년은 고성장이 예상된다. 따라서 2024년 매출액은 4,315억원 (+61%YoY), 영업이익 1,086억원 (+273% YoY, OPM 25%)을 기록할 전망이다.

### Buy 신규

목표주가 (원) 43,000

Dividend yield* (%)	0.6
Total return (%)	26.0
현재가 (11/14, 원)	34,300
Consensus target price (원)	38,250
시가총액 (조원)	1.7

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

#### Trading Data

Free float (%)	69.0
거래대금 (3m, 십억원)	47.8
외국인 지분율 (%)	10.2
주요주주 지분율 (%)	황철주 외 8 인 29.0
	최규욱 외 2 인 9.1

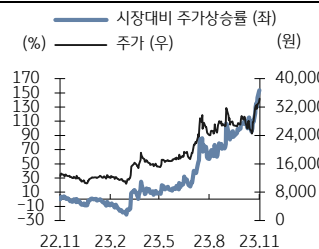
#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.3	42.6	125.5	178.0
시장대비 상대수익률	22.5	61.9	133.4	153.5

#### Risk & Total Return (annualized over three years)



#### Stock Price & Relative Performance



자료: 주성엔지니어링, KB증권

#### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	438	268	432	522
영업이익 (십억원)	124	29	109	133
지배주주순이익 (십억원)	106	28	112	122
EPS (원)	2,200	577	2,331	2,524
증감률 (%)	-27.1	-73.8	304.0	8.3
P/E (x)	4.8	59.5	14.7	13.6
EV/EBITDA (x)	3.1	34.0	11.5	8.7
P/B (x)	1.1	3.3	2.7	2.3
ROE (%)	24.9	5.6	20.3	18.4
배당수익률 (%)	1.8	0.6	0.6	0.6

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	50,000원 (12MF Implied P/B 4.1배)	<p><b>Base-case Scenario: 향후 추가 동인</b></p> <p>1) 1H25E 비메모리 장비 매출 인식 여부</p> <p>2) 4Q24E D램 고객사 1bnm 비중 11% ~ 13%</p> <p><b>Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소</b></p> <p>1) 1Q25E 비메모리 장비 매출 인식</p> <p>2) 4Q24E D램 고객사 1bnm 비중 13% 상회</p> <p><b>Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소</b></p> <p>1) 2H25E 비메모리 고객사 매출 인식 지연</p> <p>2) 4Q24E D램 고객사 1bnm 비중 11% 하회</p>
Base-case Scenario (목표주가)	43,000원 (12MF Implied P/B 3.5배)	
현재주가	34,300원	
Bear-case Scenario	25,000원 (12MF Implied P/B 2.1배)	

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	268	432	-	-
영업이익	-	-	29	109	-	-
지배주주순이익	-	-	28	112	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

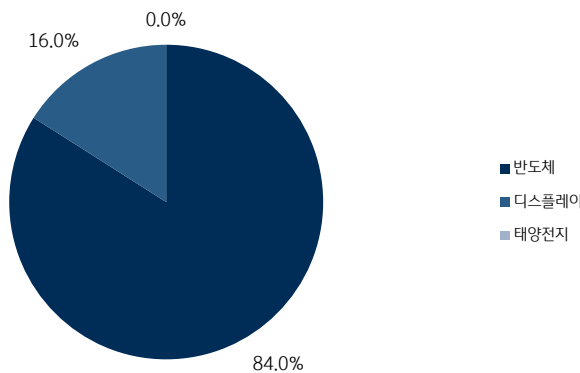
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	268	432	266	423	0.7	2.1
영업이익	29	109	31	112	-5.1	-3.0
지배주주순이익	28	112	26	94	8.0	19.7

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 7.83%, 영구성장률 2.2%
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 50,000원 ~ 25,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션 24E P/B 3.2배

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 주성엔지니어링, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.5
금리 1%p 상승 시	+1.3	+1.6

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
주성엔지니어링	1,527	59.5	14.7	3.3	2.7	34.0	11.5	5.6	20.3	0.6	0.6
Applied Materials	152,831	17.7	17.8	7.4	7.0	14.3	14.7	39.6	53.6	0.8	0.9
Lam Research	109,247	22.5	17.9	10.2	9.7	17.7	14.6	73.7	72.6	1.2	1.3
Tokoy Electron	86,937	31.9	24.2	5.9	5.3	20.5	16.0	26.3	37.4	1.6	2.1

자료: Bloomberg Consensus, 주성엔지니어링은 KB증권 추정

표 12. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	438	268	432	522	580	643	704	761	810	875	945	964	969	974
영업이익	124	29	109	133	151	169	189	211	232	258	286	300	309	318
<b>NOPLAT</b>	93	22	81	100	113	127	142	158	174	193	214	225	232	239
감가상각비	17	18	19	21	22	24	25	27	29	30	32	34	36	38
<b>총 현금흐름</b>	110	40	101	121	135	151	167	185	202	224	247	259	268	276
운전자본 증감	118	-61	35	20	12	14	13	12	11	14	15	4	1	1
Capex	37	30	33	36	39	41	43	45	47	50	52	55	56	57
총 투자	155	-31	68	56	51	55	56	57	58	64	67	59	57	58
<b>FCFF</b>	-6	9	33	65	84	96	111	128	145	160	180	200	210	218
Terminal Value														3,279
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		7.83	7.91	7.99	8.07	8.16	8.24	8.33	8.42	8.51	8.61	8.70	8.80	8.89
PV of FCFF		9	28	51	61	65	69	74	77	78	81	85	80	76
Total PV of FCFF		830												
영구성장률 (%)		2.2%	World Bank 2030년 글로벌 경제 성장률											
PV of terminal value		1,144												
<b>Valuation</b>														
영업가치		1,974.0												
현금 및 현금성자산		87.8												
단기금융자산		6.3												
총금융부채		50.8												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		<b>2,017.3</b>												
주당 적정 가치		42,677												
<b>목표주가</b>		<b>43,000원</b>												
현재주가 (23.11.14)		33,300원												
<b>Upside</b>		<b>25.4%</b>												

자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

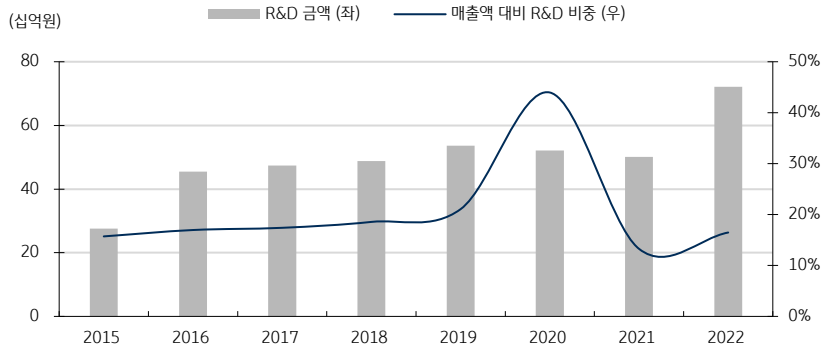
표 13. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>8.57</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	0.91	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>6.21</b>	동일 신용등급 회사채 이자율 평균
자기자본 가중치 (j)	68.4	
순차입금 가중치 (k)	31.6	
WACC (A x j + B x k)	<b>7.83</b>	

자료: KB증권 추정

22년 R&D 금액 721 억원  
 꾸준한 R&D로 신장비 개발 지속

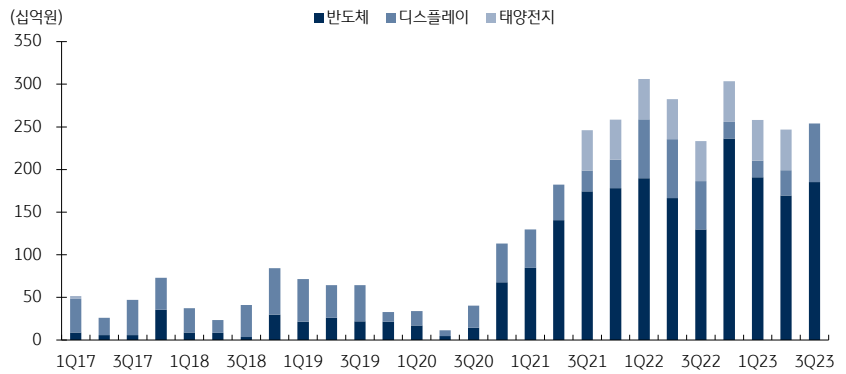
그림 108. R&D 금액 및 비중 추이



자료: 주성엔지니어링, KB증권

3Q23 기말 수주잔고 2,539 억원  
 반도체 수주잔고 1,851 억원  
 디스플레이 수주잔고 688 억원

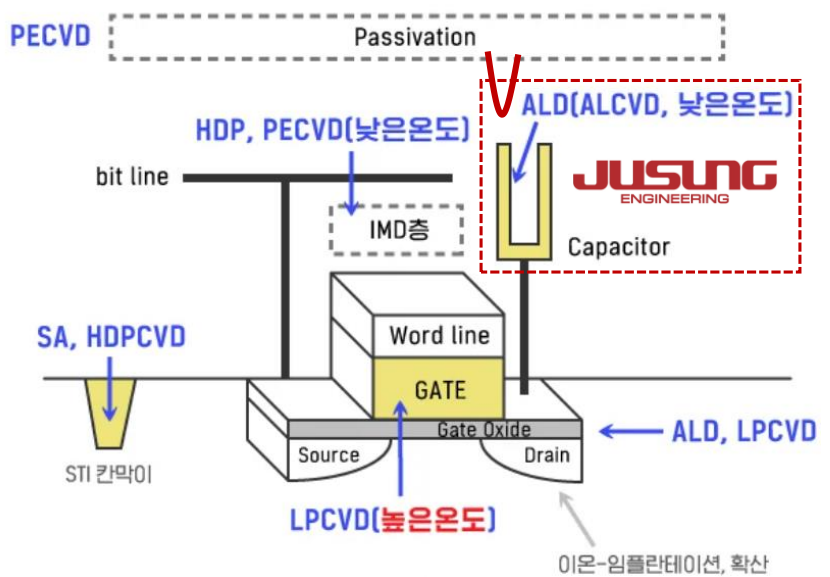
그림 109. 기말 수주잔고



자료: 주성엔지니어링, KB증권

주성엔지니어링은 유전율 (전하 축적의 정도)이 높은 High-K 물질을 커패시터 위에 원자 단위 두께로 얇게 증착하는 ALD 장비 제조를 주력으로 함

그림 110. 주성엔지니어링 주력 장비: D램 커패시터용 High-K ALD 장비



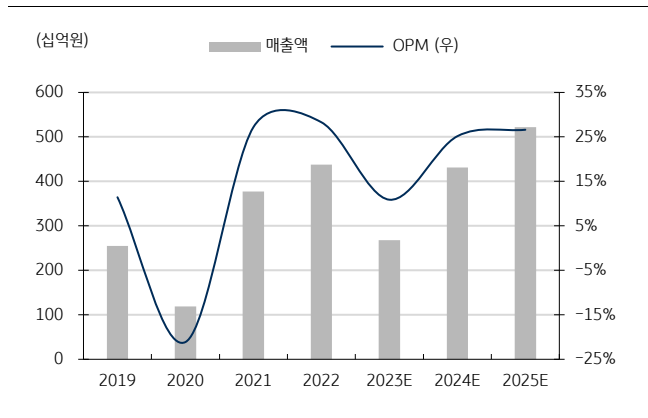
자료: SK하이닉스 뉴스룸, KB증권

표 14. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>68.7</b>	<b>31.7</b>	<b>86.1</b>	<b>81.3</b>	<b>93.5</b>	<b>100.0</b>	<b>108.5</b>	<b>129.5</b>	<b>437.9</b>	<b>267.7</b>	<b>431.5</b>	<b>522.1</b>
YoY	-36%	-73%	-18%	-24%	36%	216%	26%	59%	16%	-39%	61%	21%
반도체	66	30	28	75	72	78	72	85	369	199	306	348
디스플레이	3	1	11	7	11	12	17	30	69	21	70	85
태양전지	0	0	48	0	11	10	20	15	0	48	56	90
<b>매출 비중</b>												
반도체	96	96	32	92	76	78	66	65	84	74	71	67
디스플레이	4	4	12	8	12	12	16	23	16	8	16	16
태양전지	0	0	56	0	12	10	18	12	0	18	13	17
<b>영업이익</b>	<b>11.6</b>	<b>-8.7</b>	<b>6.2</b>	<b>20.1</b>	<b>23.1</b>	<b>25.6</b>	<b>27.6</b>	<b>32.3</b>	<b>123.9</b>	<b>29.1</b>	<b>108.6</b>	<b>138.9</b>
YoY	-62%	적전	-80%	-28%	99%	흑전	346%	61%	21%	-76%	273%	28%
OPM	16.9%	-27.6%	7.2%	24.7%	24.7%	25.6%	25.4%	24.9%	28.3%	10.9%	25.2%	26.6%

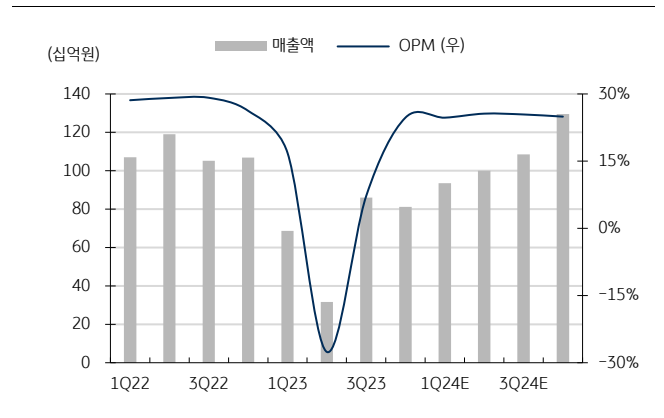
자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

그림 111. 연간 실적 전망



자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

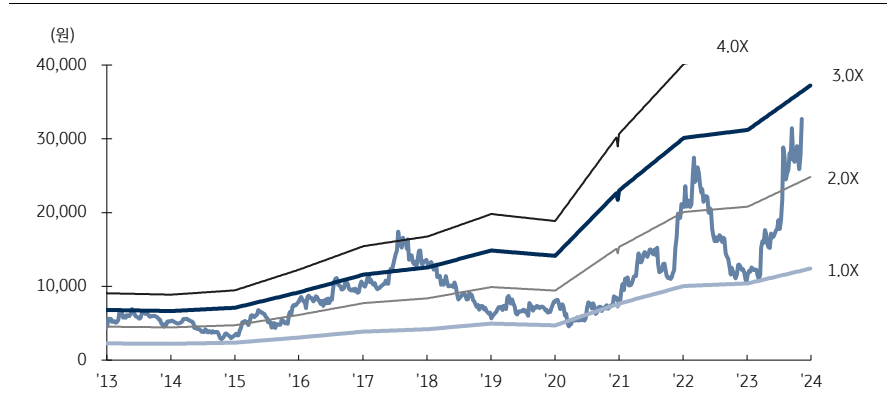
그림 112. 분기 실적 전망



자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

그림 113. 12MF P/B Band

목표주가의 12MF Implied P/B 는 3.53배



자료: Quantwise, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	377	438	268	432	522
매출원가	184	190	109	200	240
매출총이익	194	248	158	231	282
판매비와관리비	91	124	129	123	149
영업이익	103	124	29	109	133
EBITDA	118	141	47	128	154
영업외손익	72	11	12	38	25
이자수익	0	1	3	7	9
이자비용	5	4	4	4	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	76	14	12	34	20
세전이익	174	135	41	146	158
법인세비용	29	29	13	34	36
당기순이익	146	106	28	112	122
지배주주순이익	146	106	28	112	122
수정순이익	146	106	28	112	122

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	218.3	16.1	-38.9	61.2	21.0
영업이익 성장률	흑전	20.7	-76.5	272.2	22.5
EBITDA 성장률	흑전	19.7	-66.4	169.8	20.1
지배기업순이익 성장률	흑전	-27.0	-73.8	304.2	8.3
매출총이익률	51.3	56.5	59.1	53.6	53.9
영업이익률	27.2	28.3	10.9	25.2	25.5
EBITDA이익률	31.3	32.2	17.7	29.7	29.5
세전이익률	46.2	30.8	15.4	33.9	30.3
지배기업순이익률	38.6	24.2	10.4	26.1	23.3

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	111	101	64	138	146
당기순이익	146	106	28	112	122
유무형자산상각비	15	17	18	19	21
기타비현금손익 조정	-29	38	13	34	36
운전자본증감	-18	-37	27	-3	-2
매출채권감소 (증가)	-21	-10	14	-10	-6
재고자산감소 (증가)	-3	-40	51	-30	-16
매입채무증가 (감소)	1	9	-5	5	3
기타운전자본증감	4	4	-34	32	18
기타영업현금흐름	-3	-24	-23	-25	-31
투자활동 현금흐름	7	-48	-31	-42	-43
유형자산투자감소 (증가)	-15	-37	-30	-33	-36
무형자산투자감소 (증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-1	-10	-5	-5	-5
기타투자현금흐름	24	0	4	-4	-2
재무활동 현금흐름	-18	-48	-66	45	21
금융부채 증감	-33	-41	0	0	0
자본의 증감	0	-8	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	-9	-9	-9
기타재무현금흐름	15	0	-57	55	30
기타현금흐름	1	-2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	101	2	-33	142	123
기말현금	119	121	88	230	353
잉여현금흐름 (FCF)	95	64	34	105	110
순현금흐름	127	53	-37	146	125
순현금 (순차입금)	28	80	43	189	315

자료: 주성엔지니어링, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	712	833	736	951	1,125
유동자산	230	290	177	373	526
현금 및 현금성자산	119	121	88	230	353
단기금융자산	0	10	6	10	12
매출채권	24	31	17	27	33
재고자산	59	99	48	78	94
기타유동자산	28	29	18	28	34
비유동자산	482	543	559	578	598
투자자산	232	238	243	247	252
유형자산	235	283	296	310	326
무형자산	5	6	5	4	4
기타비유동자산	9	16	16	16	16
부채총계	342	348	233	344	406
유동부채	135	127	78	125	152
매입채무	17	12	7	12	14
단기금융부채	40	0	0	0	0
기타유동부채	78	115	70	114	137
비유동부채	207	221	155	219	254
장기금융부채	51	51	51	51	51
기타비유동부채	156	170	104	168	203
자본총계	370	485	503	607	719
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
기타자본항목	0	-8	-8	-8	-8
기타포괄손익누계액	22	48	48	48	48
이익잉여금	215	311	350	453	546
지배자본 계	370	485	503	607	719
비지배자본	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	7.0	4.8	59.5	14.7	13.6
P/B	2.7	1.1	3.3	2.7	2.3
P/S	2.7	1.2	6.2	3.8	3.2
EV/EBITDA	8.4	3.1	34.0	11.5	8.7
EV/EBIT	9.6	3.5	55.2	13.5	10.1
배당수익률	0.7	1.8	0.6	0.6	0.6
EPS	3,016	2,200	577	2,331	2,524
BVPS	7,661	10,044	10,429	12,571	14,899
SPS (주당매출액)	7,820	9,077	5,549	8,943	10,821
DPS (주당배당금)	155	193	193	200	200
배당성향 (%)	5.1	8.7	32.8	8.4	7.8
수익성지표					
ROE	48.7	24.9	5.6	20.3	18.4
ROA	23.1	13.7	3.6	13.3	11.7
ROIC	37.4	22.0	5.8	19.2	17.6
안정성지표					
부채비율	92.6	71.9	46.3	56.7	56.4
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.7	2.3	2.3	3.0	3.5
이자보상배율 (배)	19.7	35.2	8.1	29.6	35.6
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.6	0.3	0.5	0.5
매출채권회전율	15.3	15.9	11.1	19.6	17.4
매입채무회전율	19.2	30.6	27.5	44.8	39.8
재고자산회전율	6.6	5.6	3.6	6.9	6.1



더 많은 리포트 보기

# 한미반도체 (042700)

## 2024년에도 HBM 대장주는 한미반도체

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영  
02-6114-2920 juyoung.park@kbfq.com

투자의견 Buy,  
목표주가 72,000원으로 커버리지 개시

한미반도체에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 72,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며, WACC 9.66%, 영구성장률 3.7%를 적용했다. KB증권 추정치 기준 한미반도체의 목표주가 12개월 선행 Implied P/B는 11.0배이며, 11월 14일 증가 기준 상승여력은 21%이다.

SK하이닉스와 HBM 듀얼 TC 본더 국산화

2016년 한미반도체는 SK하이닉스와 HBM용 듀얼 TC 본더 국산화에 성공했다. 한미반도체는 기존 장비보다 처리량이 +4배인 듀얼 TC 본더를 앞세워 시장 점유율을 빠르게 끌어올렸다.

23년 HBM3E향 TC 본더 수주 시작  
24년 TC 본더 매출 비중 41% 전망

지난 8월 SK하이닉스는 HBM3E 생산 capa 증가를 위해 충북 청주시 M15에 HBM 생산라인 증설을 발표했다. 한미반도체는 8월 31일, 9월 29일 SK하이닉스로부터 HBM향 TC 본더 수주 계약을 공시했다 (총 금액: 1,012억원). SK하이닉스 HBM 신규 라인에 설치되는 TC 본더 중 80% 이상을 한미반도체가 납품할 것으로 추정된다. 이에 따른 2024년 한미반도체의 TC 본더 매출액은 1,460억원 (매출액 비중 41%)을 전망한다.

24년 P/B: HBM 장비사 12배 vs. 한미 9배

지난 8월 31일 SK하이닉스향 HBM TC 본더 대규모 수주 공시 이후 주가는 계속해서 상승해 신고가 (11/10 66,300원)를 기록했다. 최근 한미반도체 주가는 연초대비 +451% 상승해 비싸다고 느껴질 수 있다. 하지만 HBM 관련 글로벌 장비 업체인 BESI (하이브리드 본더)와 DISCO (다이싱 장비)의 24년 P/B 평균은 12.2배로 한미반도체의 8.9배와 비교 시 밸류에이션이 과도한 수준은 아니라고 판단한다.

SK하이닉스 CapEx +2배 ↑  
+ TC 본더 추가 수주 → 밸류 부담 해소

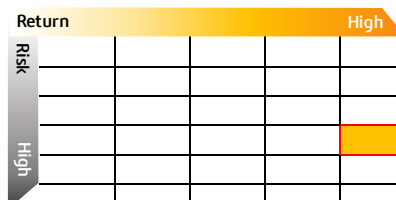
SK하이닉스는 2024년 10조원 규모의 CapEx 집행을 발표했다. HBM 중심 투자가 예상돼 한미반도체 수혜가 전망된다. 향후 SK하이닉스의 HBM3E가 엔비디아의 H200을 시작으로 B100, GH200에 탑재될 예정이다. 한미반도체의 HBM TC 본더 수주는 이제 시작인 만큼 향후 추가 수주도 예상돼 밸류에이션 부담은 해소될 전망이다.

### Buy 신규

목표주가 (원)	72,000
Dividend yield* (%)	0.7
Total return (%)	21.7
현재가 (11/14, 원)	59,500
Consensus target price (원)	74,286
시가총액 (조원)	5.8
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Trading Data				
Free float (%)	44.5			
거래대금 (3m, 십억원)	158.8			
외국인 지분율 (%)	11.3			
주요주주 지분율 (%)	광동신 외 8 인 55.0			
	국민연금공단 6.5			
Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	30.5	192.4	382.0
시장대비 상대수익률	4.8	37.5	195.9	379.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



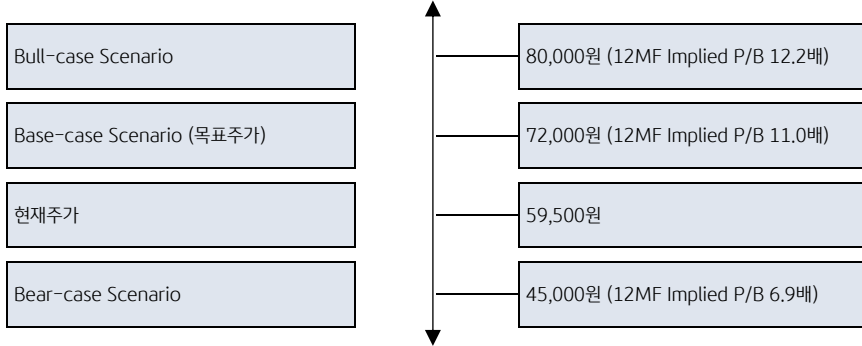
Stock Price & Relative Performance



자료: 한미반도체, KB증권

Earnings Forecast & Valuation				
결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	328	153	356	431
영업이익 (십억원)	112	33	102	142
지배주주순이익 (십억원)	92	215	103	135
EPS (원)	934	2,210	1,062	1,385
증감률 (%)	-10.9	136.6	-51.9	30.4
P/E (x)	12.3	26.9	56.0	43.0
EV/EBITDA (x)	8.4	130.9	49.0	35.4
P/B (x)	2.9	9.9	8.9	7.8
ROE (%)	25.0	44.1	16.8	19.4
배당수익률 (%)	1.7	0.7	0.7	0.5

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) SK하이닉스 M15, 한미반도체 M/S 75-85%
- 2) TC 분더 추가 수주 400-500억원

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) SK하이닉스 M15, 한미반도체 M/S 85% 상회
- 2) TC 분더 추가 수주 500억원 초과

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) SK하이닉스 M15, 한미반도체 M/S 75% 하회
- 2) TC 분더 추가 수주 400억원 미달

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	153	356	-	-
영업이익	-	-	33	102	-	-
지배주주순이익	-	-	215	103	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

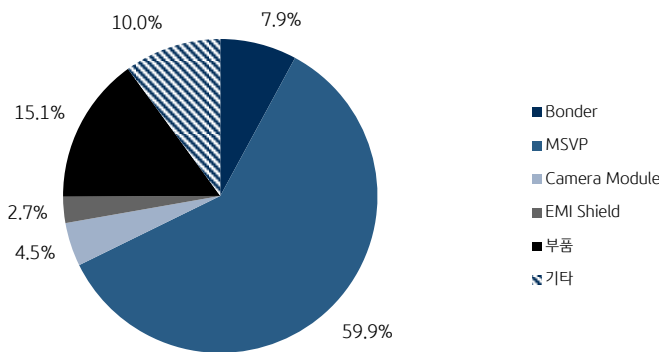
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	153	356	148	362	3.3	-1.5
영업이익	33	102	28	127	18.2	-20.0
지배주주순이익	215	103	190	107	13.2	-3.4

자료: Quantwise, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 9.66%, 영구성장률 3.7% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 80,000원 ~ 45,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 24E P/B 10.8배

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 한미반도체, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.6
금리 1%p 상승 시	+1.6	+3.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
한미반도체	5,792	26.9	56.0	9.9	8.9	130.9	49.0	44.1	16.8	0.7	0.7
DISCO	28,587	45.1	32.6	8.6	7.6	26.3	19.8	15.7	23.3	1.1	1.5
BESI	13,229	52.6	34.5	21.7	18.6	39.8	26.9	37.5	58.1	2.0	2.5
ASMPT	4,927	29.7	15.9	1.9	1.7	12.6	8.4	8.2	21.2	2.0	3.0

자료: Bloomberg Consensus, 한미반도체는 KB증권 추정

## I. 투자 의견 및 밸류에이션

표 15. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	328	153	356	431	517	616	726	857	994	1,134	1,270	1,397	1,508	1,599
영업이익	112	33	102	142	188	242	306	383	467	556	647	737	830	911
<b>NOPLAT</b>	89	26	81	114	150	194	245	306	373	445	518	589	664	729
감가상각비	8	9	9	10	10	12	13	15	17	19	22	25	28	31
<b>총 현금흐름</b>	98	35	90	123	161	205	258	321	391	464	540	614	692	760
운전자본 증감	148	-75	90	34	39	45	51	60	63	64	62	58	51	41
CapEx	9	11	12	15	17	21	25	30	36	40	44	48	53	58
총 투자	157	-64	102	49	57	66	76	90	99	103	106	106	104	100
<b>FCFF</b>	-7	12	-12	74	104	139	182	231	292	361	434	508	588	660
Terminal Value														12,916
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		9.66	9.61	9.57	9.52	9.48	9.43	9.38	9.33	9.29	9.24	9.19	9.14	9.09
PV of FCFF		12	-10	57	72	89	106	123	142	161	177	190	201	207
Total PV of FCFF		1,525												
영구성장률 (%)		3.7%												국고채 30년물 3개월 평균 수익률
PV of terminal value		5,166												
<b>Valuation</b>														
<b>영업가치</b>		6,691.4												
현금 및 현금성자산		340.5												
단기금융자산		10.2												
총금융부채		0.8												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		7,041.3												
주당 적정 가치		72,338												
<b>목표주가</b>		72,000원												
현재주가 (23.11.14)		59,500원												
<b>Upside</b>		21.0%												

자료: 한미반도체, KB증권 추정

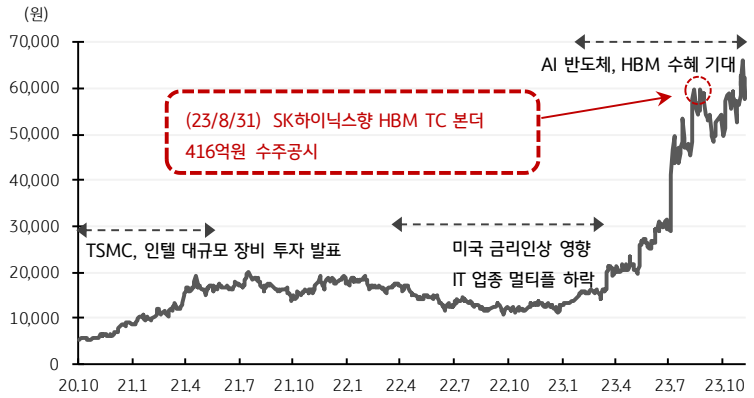
표 16. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>9.97</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	1.17	52W Adjusted Beta
Risk premium (c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>4.60</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 수익률
자기자본 가중치 (j)	94.1	
순차입금 가중치 (k)	5.9	
WACC (A x j + B x k)	<b>9.66</b>	

자료: KB증권 추정

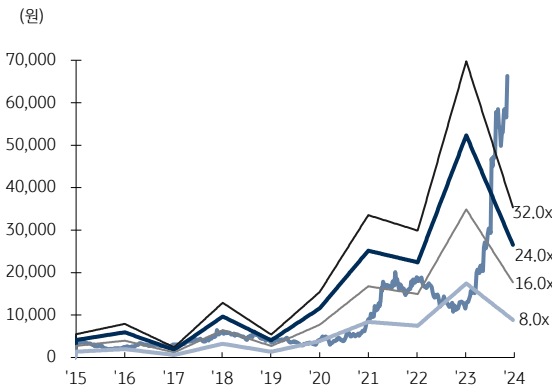
## II. 주가 분석

그림 114. 주가 추이



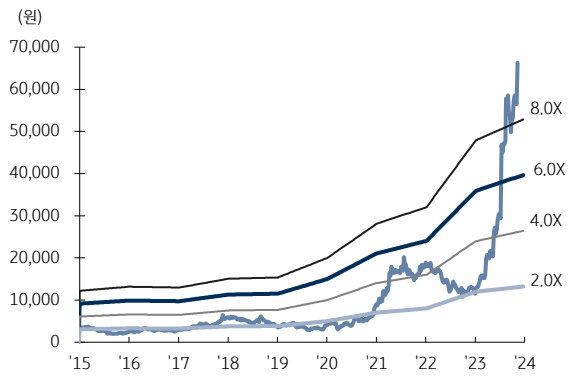
자료: FnGuide, KB증권

그림 115. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



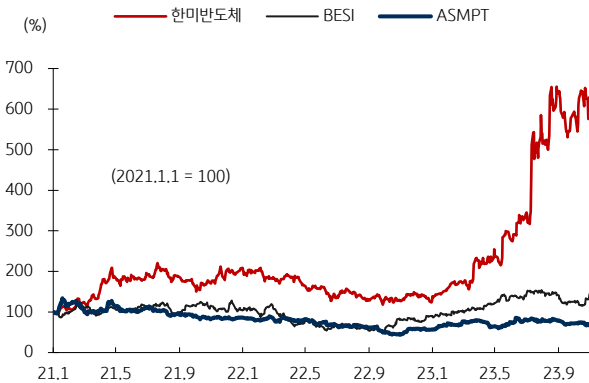
자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 116. 12개월 선행 P/B 밴드 차트



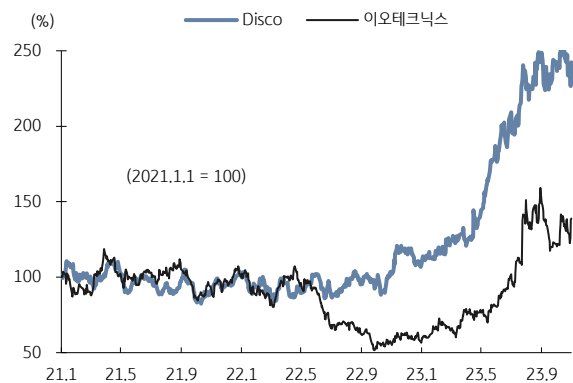
자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 117. HBM 본더 장비 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 118. HBM 다이스 장비 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, KB증권

### III. 투자포인트

#### 1. 한미반도체는 HBM TC 본더 1위

##### 엔비디아: GPU 시장 1위

엔비디아는 GPU 기반 AI 반도체 시장에서 90% 이상의 점유율을 기록하고 있다. AI 반도체는 일반 서버용 반도체보다 처리해야 하는 데이터 양이 훨씬 많다. 반도체에서 처리할 수 있는 데이터 양은 핀의 개수 (= I/O 개수)와 비례한다. 핀의 개수를 폭발적으로 증가시킨 D램이 바로 HBM이다 (핀 개수 비교: HBM3 1,024개 vs. DDR5 64개 vs. GDDR6 32개).

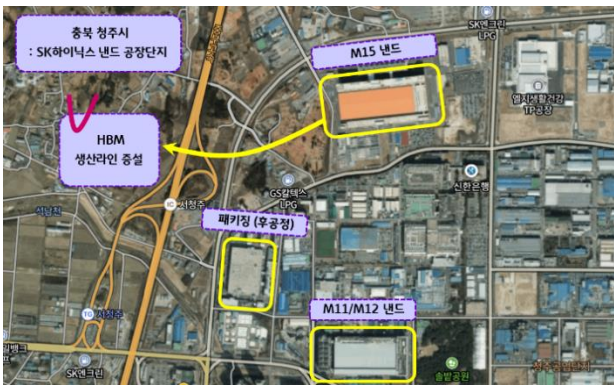
##### SK하이닉스: HBM 시장 1위

2023년 HBM 시장 점유율 1위는 SK하이닉스다. SK하이닉스는 엔비디아 H100에 HBM3를 단독 공급한 것으로 추정된다. 지난 8월 SK하이닉스는 HBM3E 개발에 성공했고, 2Q24에 출시되는 엔비디아의 H200, B100, GH200에 탑재될 전망이다.

##### 한미반도체: SK하이닉스 내 TC 본더 M/S 1위

지난 8월부터 SK하이닉스는 HBM3E 생산 capa 증가를 위해 충북 청주시 M15 (낸드 팹)에 HBM 생산라인을 증설하고 있다. 한미반도체는 8월 31일, 9월 29일 SK하이닉스로부터의 HBM향 TC 본더 수주 계약을 공시했다 (총 금액 1,012억원). SK하이닉스 HBM 신규 생산라인에 깔리는 TC 본더의 80% 이상을 한미반도체가 납품할 것으로 추정된다.

그림 119. SK하이닉스 M15 (낸드 팹)에 HBM (D램) 증설



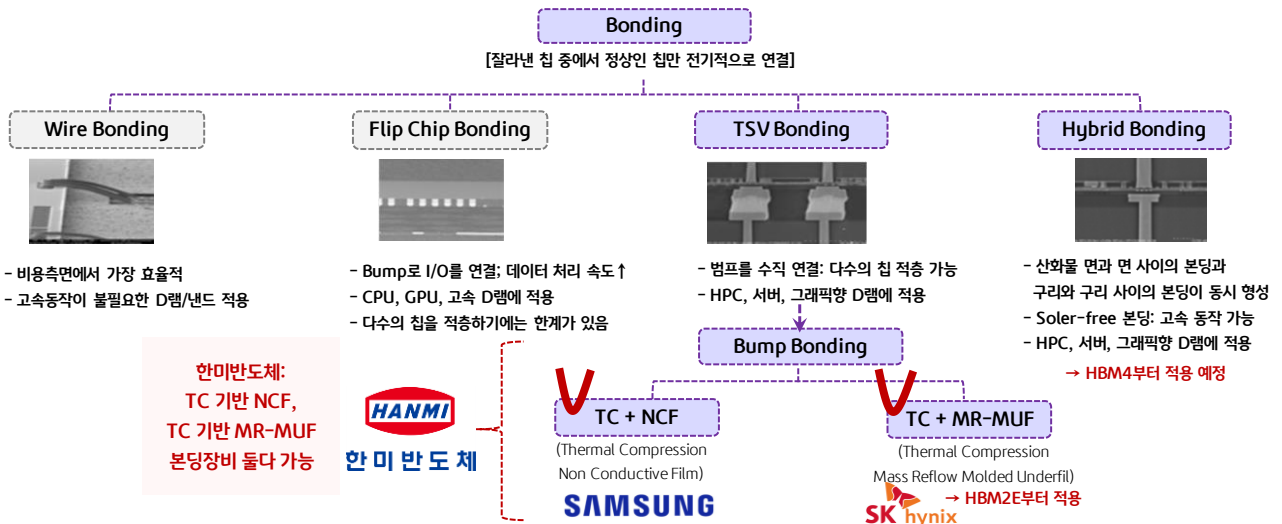
자료: 언론보도, 구글 지도, KB증권 추정

표 17. 한미반도체, SK하이닉스향 TC 본더 수주 공시

계약일	계약상대방	계약금액	22A 매출액 대비 %
2023-08-31	SK 하이닉스	416 억원	12.7%
2023-09-27	SK 하이닉스	596 억원	18.2%
합계		1,012 억원	30.9%

자료: Dart, KB증권

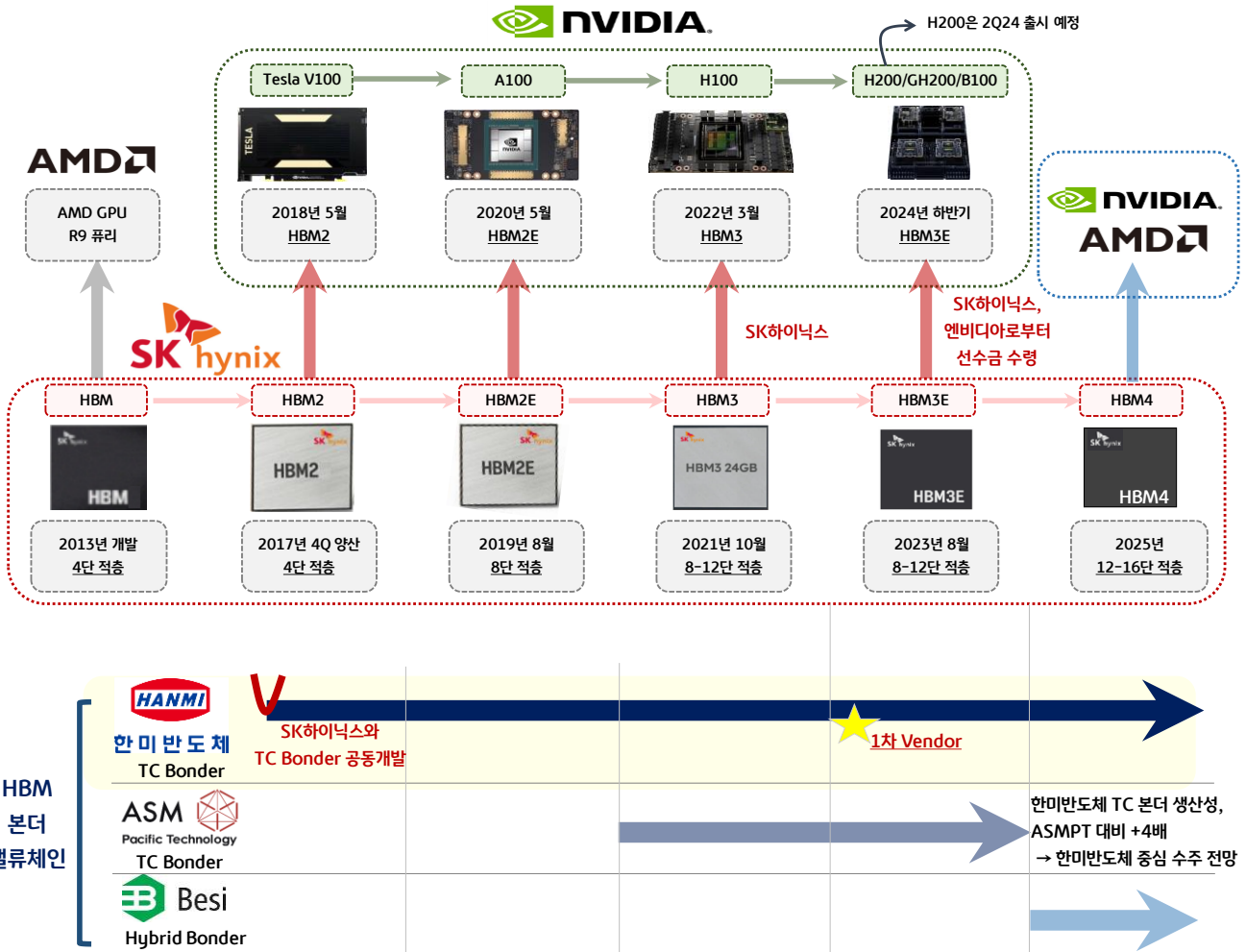
그림 120. 한미반도체 TC 본더는 NCF와 MR-MUF 전부 가능



자료: SK하이닉스 뉴스룸, 한미반도체, KB증권 추정

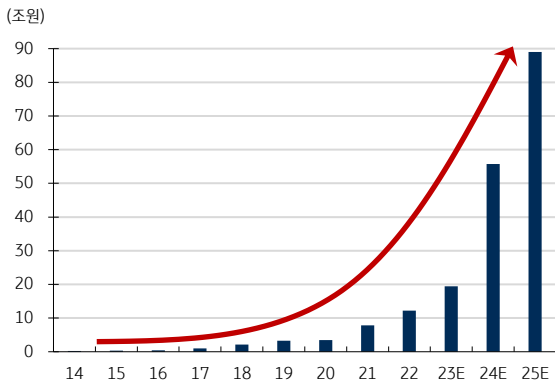
그림 121. 한미반도체가 HBM 대장주인 이유

- ① HBM M/S 1위 SK하이닉스 밸류체인
- ② HBM부터 HBM3E까지 5세대를 전부 공급한 유일한 TC 본더 업체



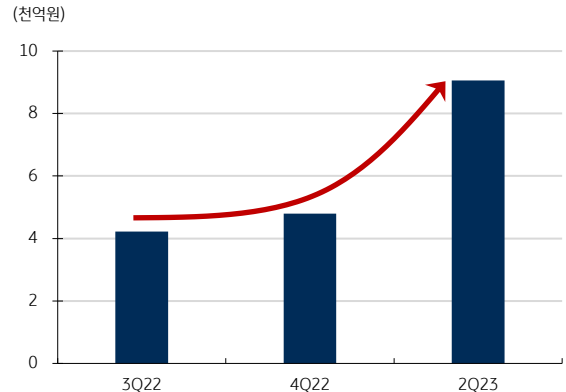
자료: KB증권

그림 122. 엔비디아: AI 반도체 매출 포함 데이터센터 매출액 추이



자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 123. SK하이닉스: HBM 매출액 추이



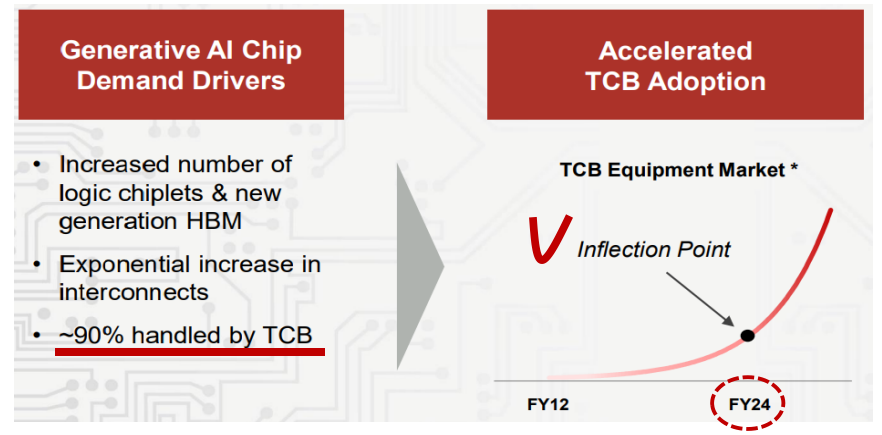
자료: SK하이닉스, KB증권 추정

생성형 AI 시장 확대에 HBM 본더 장비 수요 증가

로직 칩렛, HBM, 인터커넥트 제작에는 본더 장비 필요.  
이 중 90%가 TC 본더로 가능

→ 2024년 TC 본더 시장 폭발적인 증가 전망

그림 124. HBM 본더 장비 중 TC 본더 M/S 90%



자료: ASMPT, KB증권

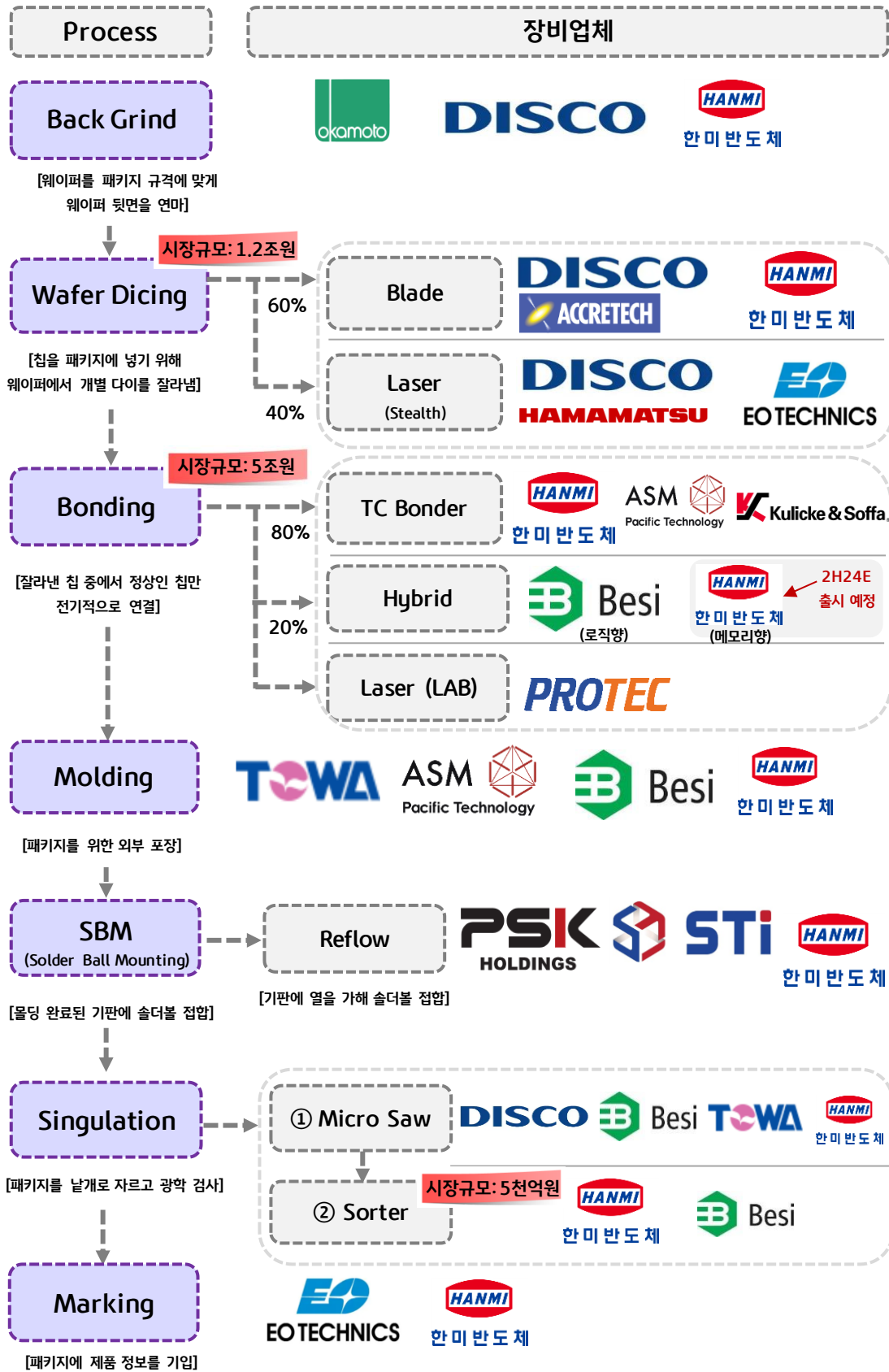
## 2. TC 본더만 잘하는게 아니다: 후공정 장비 All-rounder

① Sorter 장비 글로벌 1위

② 2H24 Hybrid Bonder 출시 목표

한미반도체는 back Grinding부터 Marking까지 반도체 후공정 장비 라인업을 모두 갖췄다. 패키징이 끝난 칩을 분류하는 Sorter (Vision Placement) 장비는 글로벌 M/S 1위이다. 2020년 Hybrid Bonder를 개발한 이력도 있다. Hybrid Bonder는 다이 적층 수가 16단까지 늘어나는 HBM4부터 본격 도입될 전망이다. 메모리 업체들은 2025년 HBM4 출시를 목표로 하고 있다. 한미반도체도 2024년 하반기 고객사 퀄 테스트 진행을 위해 메모리용 Hybrid Bonder를 준비하고 있는 것으로 추정된다. 장비 개발이 가시화된다면 한미반도체의 주가 리레이팅이 가능할 것으로 전망한다.

그림 125. 한미반도체, 후공정 장비 라인업 전부 완비



자료: KB증권 추정

표 18. TC 본더 수주 비중: 2022년 8% → 2023년 88%

2022 년 계약 상대방	계약금액 (억원)	계약시작일	계약종료일	지역	공급계약내용
NANYA PCB	34	2022-11-11	2023-09-09	대만	반도체 제조용 장비
SK 하이닉스	23	2022-07-07	2022-12-30	한국	HBM3 용 HMR DUAL TC BONDER
코리아씨키트	26	2022-07-06	2023-01-05	한국	반도체 제조용 장비
NANYA PCB	28	2022-07-01	2022-12-12	대만	MSVP
Qorvo	13	2022-07-01	2022-10-10	중국	반도체 제조용 장비
Infineon	26	2022-06-27	2022-10-01	말레이시아	반도체 제조용 장비
ASE	36	2022-05-17	2022-09-30	대만	반도체 제조용 장비
UTAC	16	2022-05-11	2022-10-15	태국	반도체 제조용 장비
NANYA PCB	30	2022-05-11	2023-01-15	대만	MSVP
Unimicron	35	2022-04-29	2022-10-31	중국	반도체 제조용 장비
Access	33	2022-01-13	2022-05-31	중국	MSVP
<b>2022 년 신규 수주 합계</b>	<b>300 억원</b>				<b>2022 TC 본더 비중 8% (23 억원)</b>
2023 년 계약 상대방	계약금액 (억원)	계약시작일	계약종료일	지역	공급계약내용
SK 하이닉스	596	2023-09-27	2024-04-21	한국	HBM 용 DUAL TC Bonder 1.0 Griffin
SK 하이닉스	416	2023-08-31	2024-04-05	한국	HBM 용 DUAL TC Bonder 1.0 Dragon
Zhengzhou Xianghang Technology	29	2023-06-22	2023-09-28	중국	MSVP
Unimicron	14	2023-06-12	2023-09-20	대만	반도체 제조용 장비
Infineon	12	2023-06-12	2023-10-24	싱가포르	반도체 제조용 장비
Forehope Semiconductor	79	2023-05-30	2023-08-31	중국	MSVP / EMI Shield
<b>2023 년 신규 수주 합계</b>	<b>1,147 억원</b>				<b>2023 TC 본더 비중 88% (1,012 억원)</b>

자료: Dart, KB증권

### IV. 실적 추정: 2024년 TC 본더 매출 비중 41%

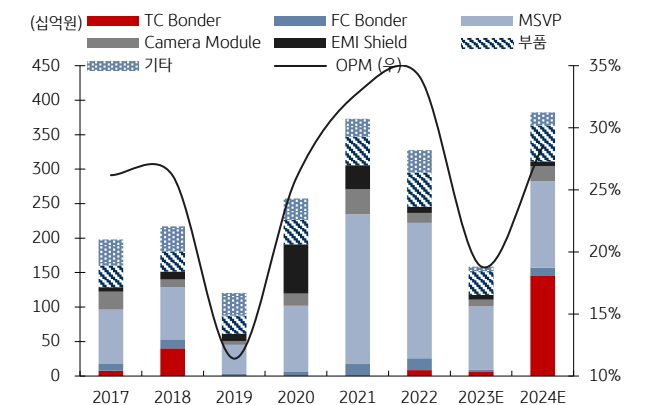
2023년 실적은 MSVP (23E 매출비중 60%) 중화권향 고객사 실적 둔화로 매출액 1,531억원 (-53% YoY), 영업이익 288억원 (-74% YoY)에 그칠 전망이다. 하지만, 2024년은 HBM TC 본더 중심 사업구조 변화로 매출액은 3,563억원 (+133% YoY), 영업이익은 1,016억원 (+252% YoY, OPM 29%)으로 전망한다.

표 19. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>26.5</b>	<b>49.1</b>	<b>31.2</b>	<b>46.3</b>	<b>83.4</b>	<b>103.6</b>	<b>82.0</b>	<b>87.4</b>	<b>327.6</b>	<b>153.1</b>	<b>356.3</b>	<b>431.1</b>
YoY	-58%	-60%	-61%	-24%	214%	111%	163%	89%	-12%	-53%	133%	21%
Bonder	1.0	5.1	0.5	2.7	35.5	48.8	33.1	39.8	26.0	9.3	157.2	191.8
<b>TC Bonder</b>	<b>0.0</b>	<b>4.4</b>	<b>0.0</b>	<b>2.2</b>	<b>34.7</b>	<b>46.3</b>	<b>30.1</b>	<b>34.7</b>	<b>8.8</b>	<b>6.6</b>	<b>145.9</b>	<b>176.8</b>
FC Bonder	1.0	0.7	0.5	0.5	0.8	2.5	3.0	5.0	17.2	2.7	11.3	15.1
MSVP	11.6	30.5	18.0	31.5	28.9	31.8	29.8	34.7	196.2	91.6	125.1	147.0
Camera Module	6.6	2.1	0.0	1.1	6.0	8.0	5.0	3.0	14.6	9.8	22.0	17.2
EMI Shield	0.0	0.4	3.3	3.4	0.8	2.0	1.2	3.0	8.8	7.1	7.0	12.9
부품	6.1	8.1	8.9	11.0	13.0	15.0	14.0	10.0	49.4	34.1	52.0	52.2
기타	1.2	2.8	0.5	2.3	5.0	4.0	5.0	5.0	32.6	6.7	19.0	9.9
<b>매출 비중</b>												
Bonder	3.7	10.5	1.7	5.8	42.6	47.1	40.4	45.5	7.9	6.1	44.1	44.5
<b>TC Bonder</b>	<b>0.0</b>	<b>9.0</b>	<b>0.0</b>	<b>4.8</b>	<b>41.7</b>	<b>44.7</b>	<b>36.7</b>	<b>39.7</b>	<b>2.7</b>	<b>4.3</b>	<b>40.9</b>	<b>41.0</b>
FC Bonder	3.7	1.4	1.7	1.1	0.9	2.4	3.7	5.8	5.2	1.8	3.2	3.5
MSVP	43.8	62.2	57.6	68.0	34.6	30.7	36.4	39.6	59.9	59.8	35.1	34.1
Camera Module	24.9	4.3	0.0	2.4	7.2	7.7	6.1	3.4	4.5	6.4	6.2	4.0
EMI Shield	0.0	0.9	10.6	7.3	1.0	1.9	1.5	3.4	2.7	4.7	2.0	3.0
부품	23.0	16.6	28.6	23.8	15.6	14.5	17.1	11.4	15.1	22.3	14.6	12.1
기타	4.6	5.6	1.5	5.0	6.0	3.9	6.1	5.7	10.0	4.4	5.3	2.3
<b>영업이익</b>	<b>2.1</b>	<b>11.2</b>	<b>2.9</b>	<b>12.7</b>	<b>23.5</b>	<b>29.7</b>	<b>23.9</b>	<b>24.5</b>	<b>111.9</b>	<b>28.8</b>	<b>101.6</b>	<b>142.0</b>
YoY	-90%	-75%	-91%	-13%	1,034%	166%	723%	93%	-9%	-74%	252%	40%
OPM	8%	23%	9%	27%	28%	29%	29%	28%	34%	19%	29%	33%

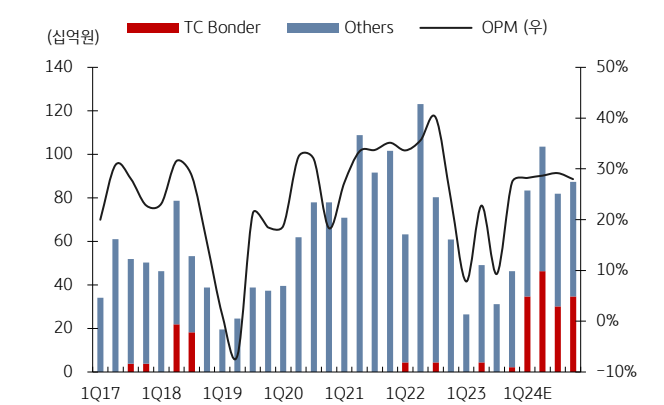
자료: 한미반도체, KB증권 추정

그림 126. 연간 실적 전망



자료: 한미반도체, KB증권 추정

그림 127. 분기 실적 전망



자료: 한미반도체, KB증권 추정

## V. 기업 개요

**반도체 후공정 장비 Sorter M/S 1위**  
→ SK하이닉스 HBM용 TC 본더 대장주

한미반도체는 1980년에 설립된 후공정 반도체 장비 중 Sorter (Vision Placement) 글로벌 1위 회사다. Saw 장비로 개별화된 패키지를 Sorter의 비전 시스템을 사용해 양품과 불량품으로 분류할 수 있다. 2016년에는 SK하이닉스와 HBM용 TC 본더 (열압착 본딩 장비)를 공동 개발해 HBM 1세대 생산 라인 납품에 성공했다. 2023년 TC 본더 신규 수주는 1,012억원으로 2022년 전체 매출액 대비 52%에 육박하는 수준이다.

**22년 매출액 60%: MSVP**  
→ 23E 41%: TC 본더

2022년 매출액 기준 사업부별 비중은 MSVP (주로 패키징된 웨이퍼향) 60%, 본더 장비 (TSV + FC) 8%, 카메라 모듈 4%, EMI Shield 3%, 부품 15%, 기타 10%다. MSVP 경쟁사는 Disco (일본), 본더 장비 경쟁사는 BESI (네덜란드), ASMPT (싱가포르)가 있다.

**주요 고객사: SK하이닉스, OSAT**

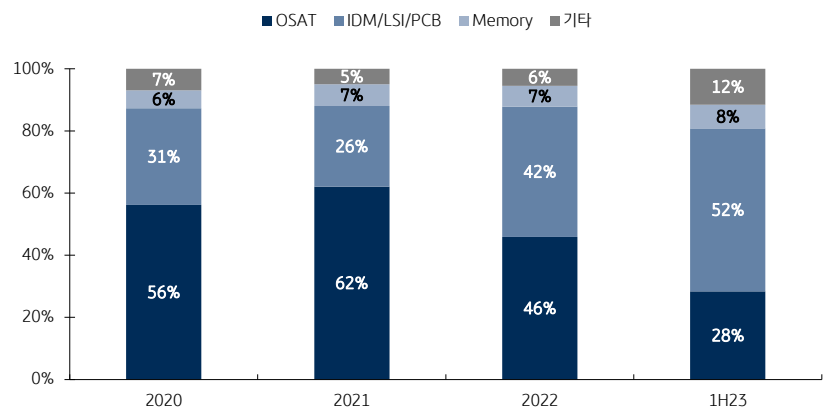
주요 고객사는 후공정 패키징 단계에서 MSVP를 사용하는 OSAT (ASE, Amkor 등)와 HBM 생산을 위해 TC 본더가 필요한 SK하이닉스다. 1H23 기준 지역별 매출로는 한국 28%, 대만 24%, 중국 23%로 지역별로 고른 매출 비중을 보였다. 2023년 8월 기준 3공장을 듀얼 TC 본더 생산을 위한 '본더팩토리'로 전환했으며, HBM용 듀얼 TC 본더만 동시에 약 50대 생산 가능한 규모다.

**최대 주주는 창립자 2세 곽동신 대표이사**

한미반도체의 최대주주는 창립자 곽노권 회장의 아들 곽동신 대표이사 부회장 (특수관계인 포함 지분을 54.8%)이다.

1H23 기준 고객사 비중  
- IDM/LSI/PCB 52%  
- OSAT 28%  
- Memory 8%

그림 128. 고객사 비중



자료: 한미반도체, KB증권

## VI. 리스크 요인

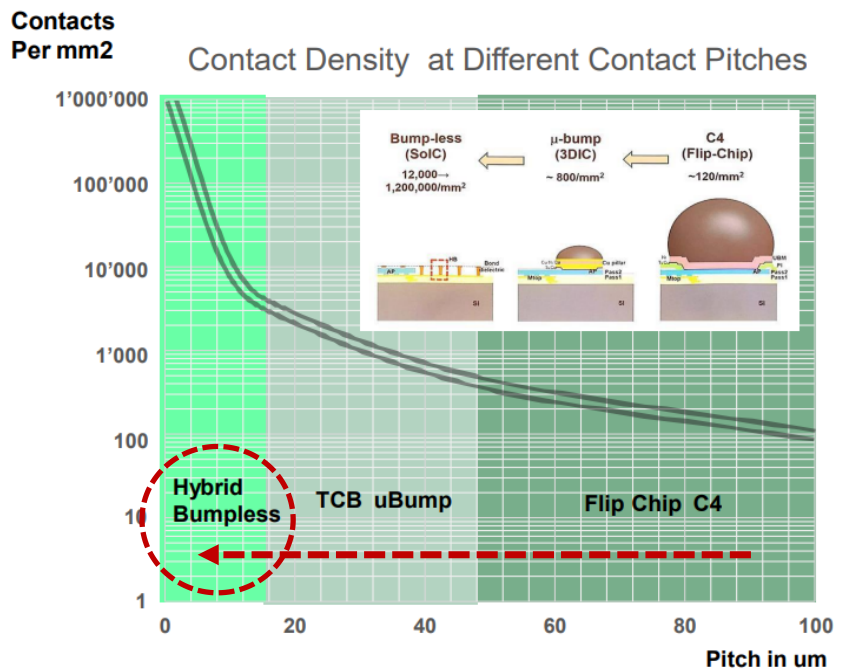
### 반도체 업계 투자 축소

2022년 코로나 특수 이후 IT 수요 위축과 재고 증가로 반도체 업계는 전반적으로 투자 축소를 진행하고 있다. 특히 2023년 메모리 제조사의 경우 전년 대비 CapEx 50% 감소라는 강도 높은 투자 축소를 하고 있다. 반도체 장비 시장은 고객사의 투자가 실적에 직접적인 영향을 준다. 한미반도체는 반도체 후공정 장비업을 영위하고 있기에 고객사의 투자 축소 영향을 받을 수밖에 없다.

### 하이브리드 본딩 사용 확대

메모리 제조사들은 HBM4부터 하이브리드 본딩 도입을 고려하고 있다. HBM3E와 비교해 HBM4는 패키지 규격은 비슷하지만, 적층 수는 늘려야 한다 (적층수: HBM3E 8-12단 → HBM4 16단). 따라서 칩 두께를 줄여야 하기에 범프를 없애고 칩과 칩을 바로 붙이는 하이브리드 본딩 적용을 검토하고 있다. 하지만 HBM4 출시 시기는 2025년으로 예정되어 있어 아직은 이른 우려일 수 있다. 또한, TC 본딩과 비교해 하이브리드 본딩은 가격적인 부담이 있고, TC 본딩과 하이브리드 본딩은 각각의 장단점이 있기에 상호보완적으로 사용될 가능성이 높다고 본다. 추가로 한미반도체도 2024년 하반기 고객사 쿨을 목표로 메모리용 하이브리드 본딩을 준비하고 있다. 장비 개발이 가시화되면 하이브리드 본딩 사용 확대에 따른 한미반도체 실적 둔화 우려는 축소될 것으로 전망한다.

그림 129. Bump pitch 감소에 따른 최적 본딩 방법 변화



자료: BESI, KB증권

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	373	328	153	356	431
매출원가	193	145	73	134	161
매출총이익	180	185	80	222	270
판매비와관리비	58	73	48	120	128
영업이익	122	112	33	102	142
EBITDA	129	121	42	111	152
영업외손익	14	16	247	31	31
이자수익	0	1	3	5	5
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	6	1	3	4	3
기타영업외손익	8	14	241	22	23
세전이익	136	128	279	133	173
법인세비용	32	36	64	29	38
당기순이익	104	92	215	103	135
지배주주순이익	104	92	215	103	135
수정순이익	104	92	215	103	135

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	45.0	-12.2	-53.3	132.7	21.0
영업이익 성장률	83.7	-8.6	-70.9	211.7	39.8
EBITDA 성장률	77.1	-6.4	-65.5	166.7	37.0
지배기업순이익 성장률	108.3	-11.7	133.2	-51.9	30.4
매출총이익률	48.3	56.5	52.3	62.3	62.7
영업이익률	32.8	34.2	21.3	28.5	32.9
EBITDA이익률	34.5	36.8	27.2	31.1	35.2
세전이익률	36.5	39.0	182.3	37.2	40.1
지배기업순이익률	28.0	28.2	140.5	29.0	31.3

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	52	110	271	48	119
당기순이익	104	92	215	103	135
유형자산상각비	6	9	9	9	10
기타비현금손익 조정	35	54	61	25	35
운전자본증감	-71	-7	49	-60	-23
매출채권감소 (증가)	-32	11	37	-51	-20
재고자산감소 (증가)	-39	1	40	-53	-20
매입채무증가 (감소)	9	-20	-2	14	5
기타운전자본증감	-9	2	-26	30	11
기타영업현금흐름	-23	-39	-64	-29	-38
투자활동 현금흐름	-65	-18	-4	-24	-18
유형자산투자감소 (증가)	-25	-8	-11	-12	-15
무형자산투자감소 (증가)	-2	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-38	0	1	1	1
기타투자현금흐름	-1	-10	6	-14	-5
재무활동 현금흐름	-20	-51	-17	-35	-38
금융부채 증감	0	-1	0	0	0
자본의 증감	0	-20	0	0	0
배당금 당기지급액	-20	-30	-19	-41	-41
기타재무현금흐름	0	0	2	5	3
기타현금흐름	1	1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-32	41	250	-11	63
기말현금	50	91	340	329	392
잉여현금흐름 (FCF)	27	101	260	36	104
순현금흐름	-32	54	247	2	68
순현금 (순차입금)	49	103	350	352	420

자료: 한미반도체, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	429	455	621	730	842
유동자산	250	270	435	543	651
현금 및 현금성자산	50	91	340	329	392
단기금융자산	0	13	10	24	29
매출채권	108	80	43	94	113
재고자산	86	80	40	94	113
기타유동자산	6	5	1	2	3
비유동자산	180	186	186	188	191
투자자산	61	60	59	57	56
유형자산	108	113	115	118	123
무형자산	5	4	4	4	3
기타비유동자산	5	9	9	9	9
부채총계	82	65	36	82	99
유동부채	81	63	34	80	96
매입채무	33	12	11	24	30
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	48	51	24	55	67
비유동부채	2	2	1	2	3
장기금융부채	0	1	1	1	1
기타비유동부채	1	2	1	2	2
자본총계	347	390	586	648	743
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	51	51	51	51	51
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	1	1	1	1
이익잉여금	283	325	521	584	678
지배자분 계	347	390	586	648	743
비지배자분	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	18.1	12.3	26.9	56.0	43.0
P/B	5.4	2.9	9.9	8.9	7.8
P/S	5.1	3.5	37.8	16.3	13.4
EV/EBITDA	14.1	8.4	130.9	49.0	35.4
EV/EBIT	14.9	9.1	167.0	53.6	37.8
배당수익률	1.6	1.7	0.7	0.7	0.5
EPS	1,048	934	2,210	1,062	1,385
BVPS	3,506	4,008	6,017	6,662	7,629
SPS (주당매출액)	3,744	3,316	1,573	3,660	4,429
DPS (주당배당금)	300	200	420	420	300
배당성향 (%)	28.4	21.1	18.9	39.3	21.6
수익성지표					
ROE	34.6	25.0	44.1	16.8	19.4
ROA	27.6	20.9	40.0	15.3	17.2
ROIC	34.6	25.0	44.0	16.8	19.4
안정성지표					
부채비율	23.8	16.8	6.1	12.6	13.3
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	3.1	4.3	12.7	6.8	6.8
이자보상배율 (배)	3,341.4	924.0	266.5	822.5	1,138.5
활동성지표					
총자산회전율	1.0	0.7	0.3	0.5	0.6
매출채권회전율	4.0	3.5	2.5	5.2	4.2
매입채무회전율	13.3	14.6	13.4	20.4	15.9
재고자산회전율	5.6	4.0	2.5	5.3	4.2



KB증권



더 많은 리포트 보기

# 이오테크닉스 (039030)

## 반도체 레이저 장비 국산화 도장 깨기

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbf.com

투자의견 Buy,  
목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

이오테크닉스에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 190,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며, WACC 8.37%, 영구성장률 2.2%를 적용했다. KB증권 추정치 기준 이오테크닉스 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 3.8배이며, 11월 14일 증가 기준 상승여력은 20%다.

### ① 삼성전자 1znm 이하 비중 확대

→ 레이저 어닐링 장비 수요 증가

이오테크닉스의 투자포인트는 크게 2가지다. ① 레이저 어닐링 장비 매출이 증가할 것으로 전망된다. 1znm 이하 공정에서 수율 향상을 위해 어닐링 장비 도입은 필수다. 이오테크닉스는 삼성전자와 레이저 어닐링 장비를 공동 개발했다. 향후 삼성전자 D램 1znm 이하 비중 확대 (22A 52% → 23E 62% → 24E 72%)에 따른 수혜가 예상된다. 평택 P4 어닐링 장비 투자 역시 예정대로 진행되고 있는 것으로 추정된다.

### ② 웨이퍼 얇아질수록 레이저 커팅장비 수요 ↑

- 그루빙: 1H24 양산 예정

- 스텔스 다이싱: 고객사 쉘 테스트 마지막 단계

② HBM향 레이저 커팅 장비 국산화에 따른 수혜가 전망된다. HBM은 칩 8장, 12장을 적층하기 위해 웨이퍼를 얇게 갈아내야 한다. 얇은 웨이퍼를 칩핑, 크랙 발생 없이 칩 단위로 커팅하려면 레이저 커팅 장비가 필요하다. 이오테크닉스는 일본 장비사 Disco가 독점하던 그루빙 장비와 스텔스 다이싱 장비 시장에 진입할 것으로 전망된다. 그루빙 장비의 경우 파운드리 고객사에 납품을 시작했고, 2024년 상반기 본격 매출 인식이 예상된다. 스텔스 다이싱 장비는 고객사 쉘 테스트 결과를 기다리고 있으며, 2024년 하반기 양산을 시작할 것으로 추정한다.

### 2024년 사상 최대 매출 전망

2023년은 반도체 업계 투자 위축에 따른 Maker 실적 부진으로 매출액 3,277억원 (-27% YoY), 영업이익 345억원 (-63% YoY)에 그칠 전망이다. 하지만 2024년은 삼성전자 D램 1znm 이하 비중 확대로 어닐링 장비 매출이 증가하며, 레이저 커팅 장비 국산화에 따른 실적 성장이 예상된다. 따라서 2024년 매출액은 4,736억원 (+45% YoY), 영업이익은 921억원 (+167% YoY, OPM 19%)이 전망된다.

## Buy 신규

목표주가 (원) 190,000

Dividend yield* (%)	0.6
Total return (%)	20.5
현재가 (11/14, 원)	158,400
Consensus target price (원)	188,200
시가총액 (조원)	2.0

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

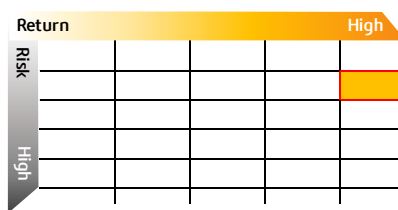
### Trading Data

Free float (%)	67.0
거래대금 (3m, 십억원)	35.8
외국인 지분율 (%)	17.1
주요주주 지분율 (%)	성규동 외 10 인 31.1
	Baillie Gifford Overseas Limited 외 1 인 7.4

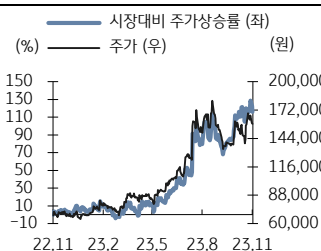
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	5.9	86.1	136.9
시장대비 상대수익률	1.9	20.2	92.7	116.0

### Risk & Total Return (annualized over three years)



### Stock Price & Relative Performance

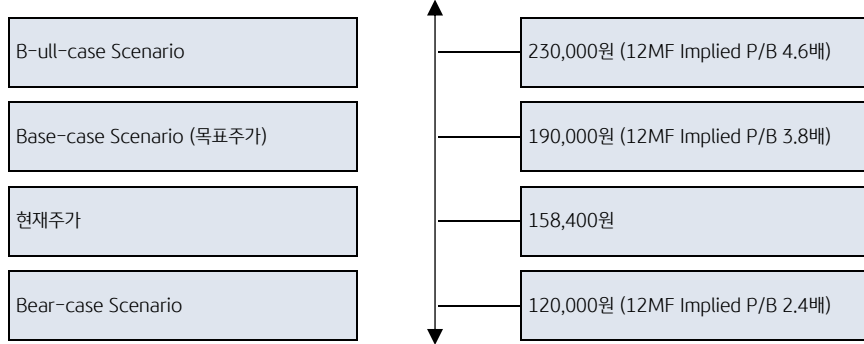


자료: 이오테크닉스, KB증권

### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	447	328	474	553
영업이익 (십억원)	93	35	92	139
지배주주순이익 (십억원)	77	36	69	102
EPS (원)	6,212	2,887	5,607	8,319
증감률 (%)	6.5	-53.5	94.2	48.4
P/E (x)	10.7	54.9	28.3	19.0
EV/EBITDA (x)	6.5	39.6	17.0	11.2
P/B (x)	1.5	3.5	3.2	2.8
ROE (%)	15.1	6.5	11.8	15.6
배당수익률 (%)	1.5	0.6	0.6	0.6

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 24년 그루빙 장비 점유율 14~16% 전망
- 2) 24년 스텔스 다이싱 장비 점유율 4~6% 전망

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 24년 그루빙 장비 점유율 16% 상회
- 2) 24년 스텔스 다이싱 장비 점유율 6% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 24년 그루빙 장비 점유율 14% 하회
- 2) 24년 스텔스 다이싱 장비 점유율 4% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	328	474	-	-
영업이익	-	-	35	92	-	-
지배주주순이익	-	-	36	69	-	-

자료: KB증권 추정

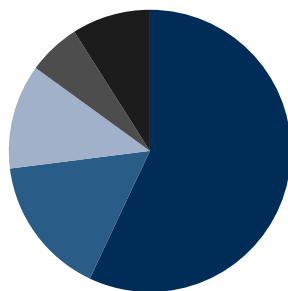
컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	328	474	343	462	-4.6	2.6
영업이익	35	92	44	94	-21.8	-2.2
지배주주순이익	36	69	41	74	-14.0	-6.0

자료: Quantwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)

■반도체 ■PCB ■디스플레이 ■2차전지 ■기타



자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
이오테크닉스	1,951	54.9	28.3	3.5	3.2	39.6	17.0	6.5	11.8	0.6	0.6
DISCO	28,587	45.1	32.6	8.6	7.6	26.3	19.8	15.7	23.3	1.1	1.5
BESI	13,229	52.6	34.5	21.7	18.6	39.8	26.9	37.5	58.1	2.0	2.5
Hamamatsu	8,436	22.9	21.2	2.7	2.5	11.9	10.7	8.6	11.1	1.3	1.4

자료: Bloomberg 컨센서스, 이오테크닉스는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 8.37%, 영구성장률 2.2% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

230,000원 ~ 120,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

24E P/B 3.8배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+0.7	+0.8
금리 1%p 상승 시	+4.3	+3.1

## I. 투자의견 및 밸류에이션

표 20. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	447	328	474	553	652	737	822	904	976	1,035	1,086	1,119	1,130	1,141
영업이익	93	35	92	139	166	192	219	246	272	295	316	332	343	353
<b>NOPLAT</b>	70	26	69	104	124	144	164	185	204	221	237	249	257	265
감가상각비	10	10	10	10	10	11	11	12	14	15	16	18	19	21
<b>총 현금흐름</b>	79	35	79	114	135	155	176	197	218	236	253	267	276	286
운전자본 증감	0	-42	43	37	46	39	39	38	34	27	24	15	5	5
Capex	4	8	9	11	12	14	16	19	21	23	26	28	31	34
총 투자	4	-34	52	47	58	53	56	57	55	51	50	43	36	40
<b>FCFF</b>	9	8	27	67	76	101	120	140	163	185	203	223	240	246
Terminal Value														3,701
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		8.37	8.42	8.47	8.52	8.57	8.62	8.67	8.72	8.77	8.82	8.87	8.92	8.97
PV of FCFF		8	23	52	55	67	73	79	84	88	89	89	88	85
Total PV of FCFF		877												
영구성장률 (%)		2.2%												
														World Bank 2030년 글로벌 경제 성장률
PV of terminal value		1,277												
<b>Valuation</b>														
<b>영업가치</b>		2,154.3												
현금 및 현금성자산		215.3												
단기금융자산		11.6												
총금융부채		13.5												
비지배주주지분		7.2												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		2,360.6												
주당 적정 가치		191,611												
<b>목표주가</b>		190,000원												
현재주가 (23.11.14)		158,400 원												
<b>Upside</b>		19.9%												

자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

표 21. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>8.70</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	0.94	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>5.46</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	89.7	
순차입금 가중치 (k)	10.3	
WACC (A x j + B x k)	<b>8.37</b>	

자료: KB증권 추정

## II. 주가 분석

그림 130. 주가 추이

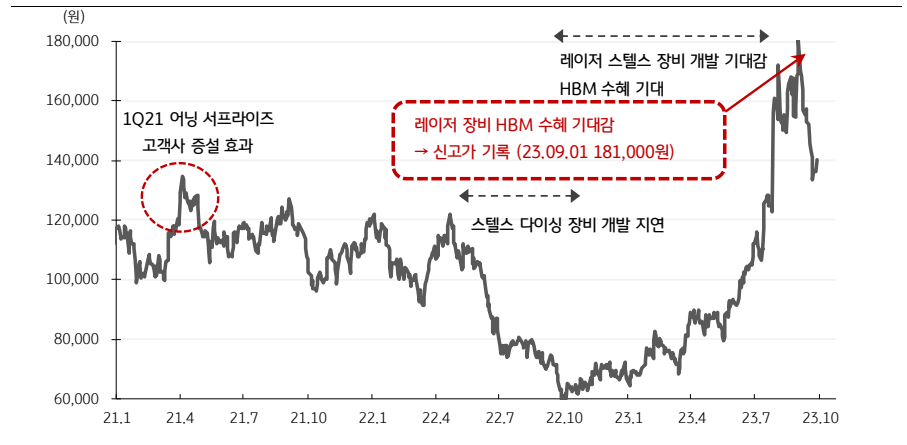


그림 131. 12개월 선행 P/E 밴드 차트

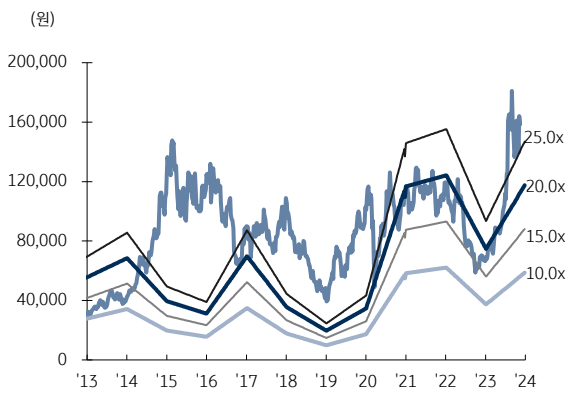
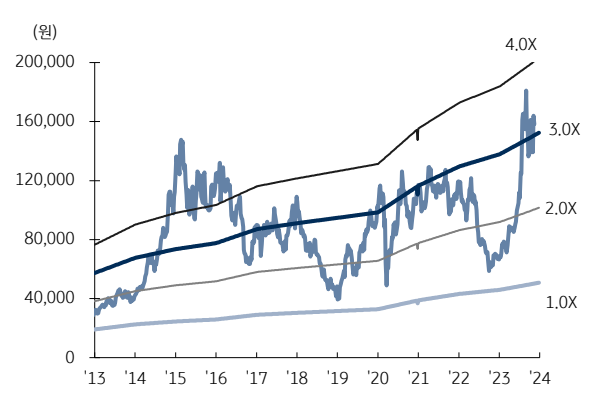


그림 132. 12개월 선행 P/B 밴드 차트



### III. 투자포인트

#### 1. 삼성전자 1z/1anm 비중 확대 → 레이저 어닐링 장비 수요 ↑

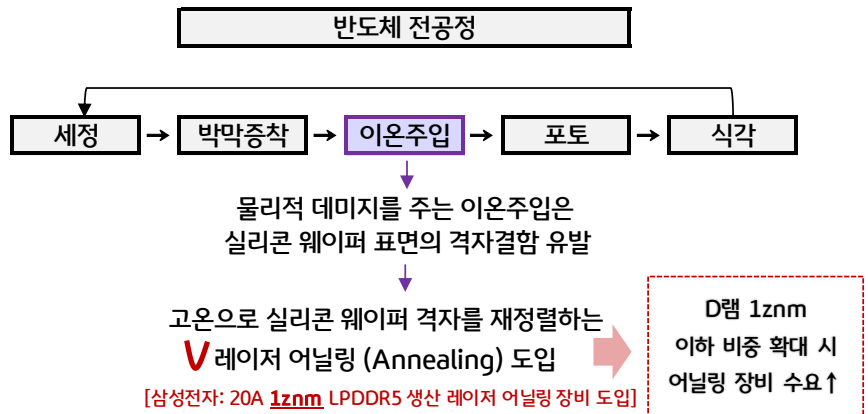
어닐링: 웨이퍼 복원 → 수율 향상

어닐링이란 이온주입 (증착된 박막에 전기적 특성을 부여하는 공정)으로 인한 실리콘 웨이퍼 손상을 고열을 이용해 원래 상태로 복원시키는 기술이다. 반도체 회로선폭이 미세화 될수록 (D램: 1z → 1a → 1bnm) 수율 향상이 중요해져 어닐링 장비 도입은 증가할 전망이다.

삼성전자 1znm 이하 비중 확대  
→ 레이저 어닐링 장비 수요 증가

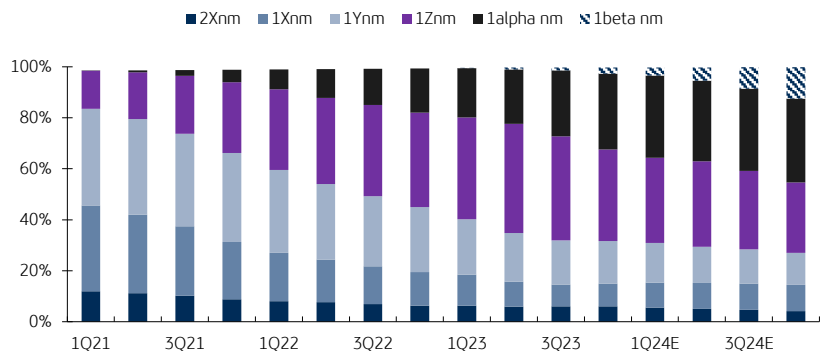
2019년 이오테크닉스는 삼성전자와 레이저 어닐링 장비를 공동 개발했다. 2020년 삼성전자는 1znm LPDDR5 생산라인부터 레이저 어닐링 장비를 도입한 것으로 추정된다. 향후 삼성전자 D램 1znm 이하 비중 확대 (22A 52% → 23E 62% → 24E 72%)에 따라 레이저 어닐링 장비 수요가 증가할 전망이다. 팅택 P4 어닐링 장비 투자 역시 예정대로 진행되고 있는 것으로 추정된다. 따라서 이오테크닉스 어닐링 장비 매출액은 2021년~2023년 350~450억원 수준에서 2024년 580억원으로 증가할 전망이다.

그림 133. 어닐링 공정: 선단공정 수율 향상



자료: KB증권

그림 134. 삼성전자 D램 노드 1znm 이하 비중 확대: 22A 52% → 24E 72%



자료: Trendforce, KB증권 추정

## 2. 레이저 커팅 장비: HBM 적층 단수 증가 및 국산화 수혜

### HBM 적층 (8단→12단→16단)

: 웨이퍼 얇아질수록 레이저 커팅장비 수요 ↑

HBM은 세대를 거듭할수록 메모리 적층 단수가 증가할 것으로 전망한다. HBM처럼 패키지 크기를 유지하면서, 메모리 탑재 수를 늘리기 위해서는 웨이퍼를 얇게 갈아야 한다. 웨이퍼가 얇아질수록 커팅 공정에서 Chipping (웨이퍼 가장자리가 깨짐)이나 Crack (금이 감)이 발생한다. 따라서 커팅 장비 시장은 블레이드 커팅 중심에서 비접촉 방식인 레이저 스텔스 커팅 비중이 점차 증가할 것으로 전망한다.

24년 신규 커팅장비 매출 550억원 추가

2024년 이오테크닉스의 매출은 레이저 커팅 장비 신규 매출이 550억원 추가될 전망이다.

① 그루빙 (로직/파운드리): 1H24 양산  
24E 450억원, 25E 750억원 매출

① **그루빙 장비**란 블레이드로 웨이퍼를 커팅하기 전에 미리 레이저로 절반을 파내는 장비다. Disco사가 독점했던 장비였다. 하지만 고객사의 벤더 이원화 수요와 이오테크닉스의 기술력이 합쳐져 이오테크닉스는 1H24 파운드리 고객사 양산라인 진입이 전망된다.

② 스텔스 다이싱 (메모리): 쉘 테스트 막바지  
24E 100억원, 25E 200억원 매출

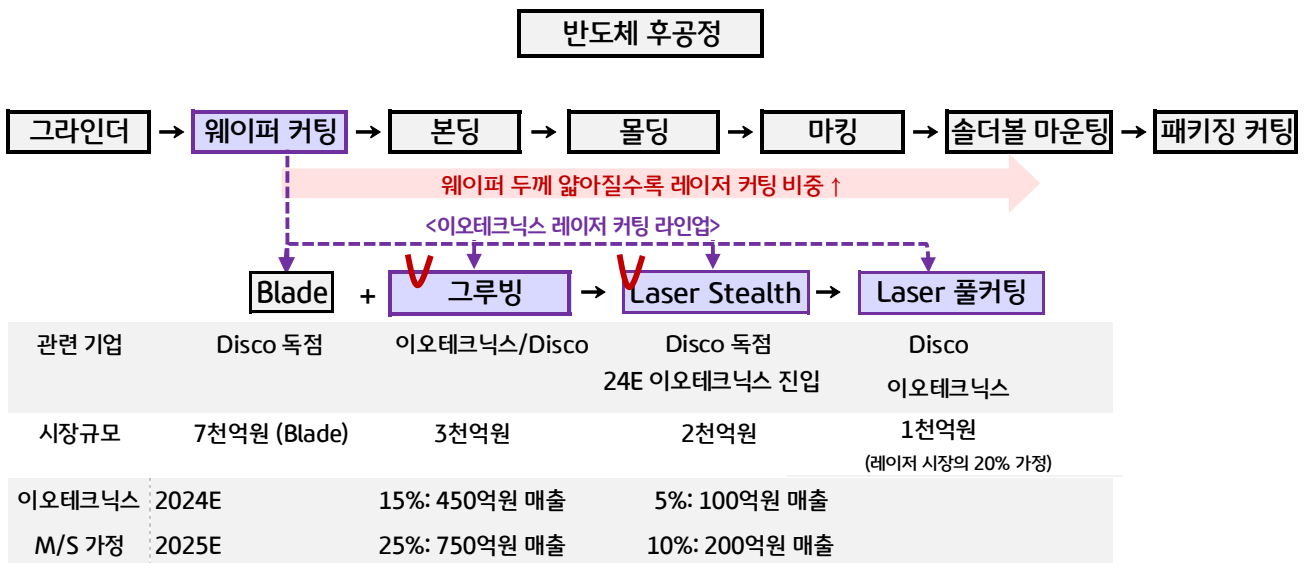
② **레이저 스텔스 커팅 장비**는 웨이퍼 내부에 레이저를 가하고, 웨이퍼 뒷면에 부착된 테이프에 압력을 가해 커팅하는 방식이다. 2012년 삼성전자와 공동 개발했지만, 특허 이슈로 납품이 중단됐던 장비다. 2021년 9월 특허권이 만료됐고, 시장 재진출을 위해 고객사 쉘 테스트 결과를 기다리고 있다. 2024년 HBM3E 시장이 본격 개화되는 만큼 이오테크닉스 레이저 스텔스 커팅 장비 수요 증가가 예상된다.

표 22. 삼성전자 HBM 로드맵

제품	2022				2023				2024				2025				2026
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
HBM2E	8단 적층																
HBM3					8~12단												
HBM3E									V 8~12단								
HBM4																	16단

자료: Trendforce, KB증권 추정

그림 135. 이오테크닉스 레이저 커팅 장비 라인업: 24E 신규 매출 (그루빙 + 레이저 스텔스) 550억원 추가 전망



자료: KB증권 추정

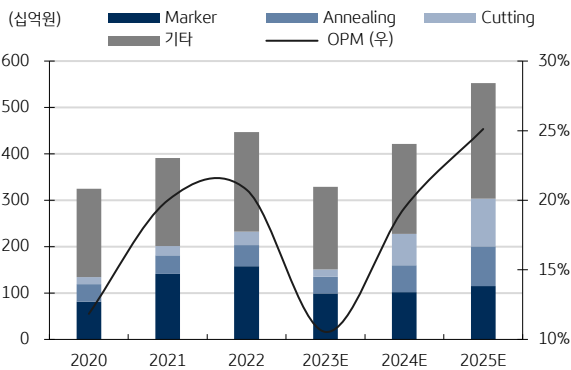
### IV. 실적 추정

표 23. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>83.9</b>	<b>86.9</b>	<b>74.0</b>	<b>83.0</b>	<b>102.9</b>	<b>120.8</b>	<b>132.7</b>	<b>117.2</b>	<b>447.2</b>	<b>327.7</b>	<b>473.6</b>	<b>552.6</b>
YoY	-19%	-29%	-36%	-21%	23%	39%	79%	41%	14%	-27%	45%	17%
반도체	37	39	37	44	61	70	83	66	232	150	280	303
Marker	25	26	24	30	23	24	26	29	158	99	102	115
Annealing	9	9	9	9	12	14	17	14	45	36	58	85
Cutting	3	4	4	5	13	18	20	19	29	16	68	103
PCB (Driller)	14	15	12	15	14	18	18	20	58	56	70	98
디스플레이	11	12	12	14	11	13	13	14	60	50	51	56
Macro (2차전지)	7	8	7	6	9	11	11	9	26	28	41	45
기타	14	13	6	5	8	9	8	8	71	45	32	50
<b>매출 비중</b>												
반도체	44	45	50	53	59	58	63	56	52	46	59	55
Marker	30	30	32	36	23	20	19	24	35	30	22	21
Annealing	11	10	12	11	12	12	13	12	10	11	12	15
Cutting	4	5	5	6	12	14	15	16	6	5	14	19
PCB (Driller)	17	17	16	18	14	15	14	17	13	17	15	18
디스플레이	13	14	16	17	11	11	10	12	13	15	11	10
Macro (2차전지)	8	9	9	7	9	9	8	8	6	9	9	8
기타	17	15	8	5	7	7	6	7	16	14	7	9
<b>영업이익</b>	<b>9.6</b>	<b>10.9</b>	<b>3.0</b>	<b>11.0</b>	<b>15.2</b>	<b>24.7</b>	<b>28.6</b>	<b>23.7</b>	<b>92.8</b>	<b>34.5</b>	<b>92.1</b>	<b>138.8</b>
YoY	-57%	-65%	-87%	-30%	58%	125%	867%	114%	19%	-63%	167%	51%
OPM	11.4%	12.6%	4.0%	13.3%	14.7%	20.4%	21.5%	20.2%	20.8%	10.5%	19.4%	25.1%

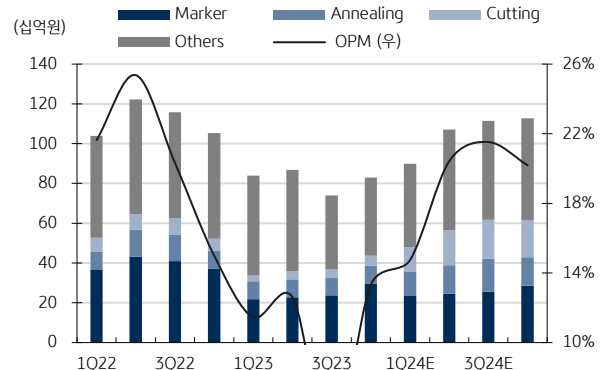
자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

그림 136. 연간 실적 전망



자료: 이오테크닉스, KB증권 추정 (반도체 매출 = Marker + Annealing + Cutting)

그림 137. 분기 실적 전망



자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

## V. 기업 개요

### 반도체 마킹 장비 M/S 1위

이오테크닉스는 1989년에 설립됐으며, 후공정 반도체 장비 중 레이저 마킹 장비 매출 글로벌 1위 (국내 M/S 95%, 해외 60%)를 기록하고 있다. 레이저 마킹 장비는 패키징된 칩 위에 제품 정보를 기입하는 장비다.

### 22년 매출액 52%: 반도체 레이저 장비

이오테크닉스 사업부는 총 4개다. 2022년 매출액 기준 사업부별 비중은 반도체 52%, PCB 13%, 디스플레이 13%, 2차전지 8%로 추정된다. 반도체 레이저 커팅 장비 시장은 일본 반도체 장비 회사 Disco가 독점했던 시장이다. 하지만, 이오테크닉스가 국산화에 성공했고, 2024년부터 매출액이 본격 인식될 전망이다.

### 주요 고객사: 삼성전자

주요 고객사는 삼성전자, 삼성디스플레이, 삼성전기다. 2020년~2022년 평균 수출 비중은 57%다.

### 최대 주주는 성규동 대표이사

이오테크닉스의 최대주주는 성규동 대표이사 (특수관계인 포함 지분율 30.2%)다.

### 그림 138. 이오테크닉스 마킹 예시



자료: 이오테크닉스 IR자료, KB증권

## IV. 리스크 요인

### 반도체 업계 투자 축소

2022년 코로나 특수 이후 IT 수요 위축과 재고 증가로 반도체 업계는 전반적으로 투자 축소를 진행하고 있다. 특히 2023년 메모리 제조사의 경우 전년 대비 capex 50% 감소라는 강도 높은 투자 축소를 하고 있다. 반도체 장비 시장은 고객사의 투자가 실적에 직접적인 영향을 준다. 이오테크닉스는 반도체 전공정, 후공정 장비업을 영위하고 있기에 고객사의 투자 축소 영향을 받을 수밖에 없다.

### 고객사 다변화 제한 가능성

레이저 어닐링 장비와 레이저 스텔스 커팅 장비의 경우 국내 고객사와 공동 개발한 장비다. 따라서 고객사 다변화에 제약이 있을 수 있다.

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	391	447	328	474	553
매출원가	260	294	232	286	334
매출총이익	131	153	96	188	219
판매비와관리비	53	60	61	96	80
영업이익	78	93	35	92	139
EBITDA	89	103	44	102	149
영업외손익	15	8	15	1	-1
이자수익	1	2	7	7	6
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	14	6	8	-6	-7
세전이익	93	101	50	93	138
법인세비용	20	24	14	23	35
당기순이익	72	77	36	70	104
지배주주순이익	72	77	36	69	102
수정순이익	72	77	36	69	102

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	20.2	14.4	-26.7	44.5	16.7
영업이익 성장률	103.0	18.8	-62.8	166.6	50.8
EBITDA 성장률	72.1	15.2	-57.0	130.5	46.2
지배기업순이익 성장률	236.7	6.5	-53.5	94.2	48.4
매출총이익률	33.4	34.2	29.3	39.6	39.6
영업이익률	20.0	20.8	10.5	19.4	25.1
EBITDA이익률	22.8	22.9	13.5	21.5	26.9
세전이익률	23.7	22.5	15.2	19.6	25.0
지배기업순이익률	18.4	17.1	10.9	14.6	18.6

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	2	93	79	47	82
당기순이익	72	77	36	70	104
유형자산상각비	11	10	10	10	10
기타비현금손익 조정	26	29	14	23	34
운전자본증감	-94	-1	34	-33	-31
매출채권감소 (증가)	-43	23	14	-30	-16
재고자산감소 (증가)	-53	-13	30	-22	-25
매입채무증가 (감소)	9	-11	-2	9	5
기타운전자본증감	-8	0	-8	10	5
기타영업현금흐름	-13	-22	-14	-23	-35
투자활동 현금흐름	-7	-6	-12	-18	-17
유형자산투자감소 (증가)	-4	-2	-8	-9	-11
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	0	-4	-3	-4	-4
기타투자현금흐름	-2	0	-1	-5	-3
재무활동 현금흐름	-3	-21	-11	-6	-9
금융부채 증감	0	0	1	6	3
자본의 증감	0	-10	0	0	0
배당금 당기지급액	-4	-11	-12	-12	-12
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	5	1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-4	66	56	22	56
기말현금	93	159	215	238	294
잉여현금흐름 (FCF)	-3	91	71	38	71
순현금흐름	-3	66	56	22	55
순현금 (순차입금)	92	157	213	235	291

자료: 이오테크닉스, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	566	616	628	714	821
유동자산	371	424	454	517	619
현금 및 현금성자산	93	159	215	238	294
단기금융자산	11	11	12	17	20
매출채권	106	81	67	97	113
재고자산	147	161	131	153	178
기타유동자산	13	12	8	12	14
비유동자산	195	192	194	197	202
투자자산	48	52	55	59	63
유형자산	129	122	121	122	123
무형자산	5	5	4	3	2
기타비유동자산	12	14	14	14	14
부채총계	81	77	65	93	109
유동부채	81	76	64	93	108
매입채무	33	22	20	29	34
단기금융부채	12	12	13	19	22
기타유동부채	36	42	31	44	52
비유동부채	1	1	1	1	1
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	485	539	563	621	712
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	76	76	76	76	76
기타자본항목	-6	-16	-16	-16	-16
기타포괄손익누계액	6	4	4	4	4
이익잉여금	396	462	485	542	633
지배자본 계	478	532	556	613	703
비지배자본	6	7	7	8	9

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	20.5	10.7	54.9	28.3	19.0
P/B	3.1	1.5	3.5	3.2	2.8
P/S	3.8	1.8	6.0	4.1	3.5
EV/EBITDA	15.6	6.5	39.6	17.0	11.2
EV/EBIT	17.7	7.2	50.5	18.7	12.0
배당수익률	0.8	1.5	0.6	0.6	0.6
EPS	5,835	6,212	2,887	5,607	8,319
BVPS	38,830	43,208	45,113	49,737	57,074
SPS (주당매출액)	31,727	36,297	26,596	38,443	44,853
DPS (주당배당금)	900	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	15.3	15.8	34.0	17.5	11.8
수익성지표					
ROE	16.3	15.1	6.5	11.8	15.6
ROA	13.8	13.1	5.8	10.4	13.5
ROIC	15.9	14.9	6.5	11.6	15.1
안정성지표					
부채비율	16.8	14.2	11.5	15.0	15.3
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	4.6	5.6	6.8	5.6	5.7
이자보상배율 (배)	471.4	281.5	103.6	309.4	451.4
활동성지표					
총자산회전율	0.8	0.8	0.5	0.7	0.7
매출채권회전율	4.6	4.8	4.4	5.8	5.3
매입채무회전율	13.2	16.1	15.3	19.1	17.4
재고자산회전율	3.1	2.9	2.2	3.3	3.3



KB증권



더 많은 리포트 보기

# HPSP (403870)

## 신규 고객사 확보 + 독보적인 신제품 기대

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbfq.com

투자 의견 Buy,  
목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

HPSP에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 45,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했다 (WACC 8.79%, 영구성장률 2.2%). KB증권 추정치 기준 HPSP 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 10.0배, 11월 14일 종가 기준 상승여력은 25%다.

고압 수소 어닐링 장비: 선단공정 수율 개선  
→ HPSP는 독점공급 회사

HPSP는 고압 수소 어닐링 장비 독점 회사다. 고압 수소 어닐링 장비는 웨이퍼와 High-K 절연막 사이 경계면의 누설전류를 막아준다. TEL과 Kokusai가 주력으로 하는 RTP 어닐링 장비가 웨이퍼 표면 격자 결함을 완화해주는 것과는 다른 시장을 형성하고 있다. 고압수소 어닐링 장비는 파운드리 7nm 이하 공정에서 수율 개선을 위한 필수 장비다. HPSP는 독점적 원천 기술을 기반으로 최소 5년간 영업이익률 50% 이상을 유지할 것으로 전망한다.

① 낸드 신규 고객사 확보  
→ 사업구조 파운드리 중심에서 메모리로 확장

HPSP 투자포인트는 2가지다. ① 낸드 신규 고객사 확보다. 23년말 퀵 테스트 완료, 24년말 매출 인식이 예상된다. 고압 수소 어닐링 장비는 D램 1bnm 이하, 낸드 200단 이상에서 수율 개선에 기여한다. 이미 고객사로 확보한 주요 파운드리 업체로부터 연간 1,300억원 이상 매출이 예상되며, 메모리 매출 비중은 23E 23% → 24E 40%로 증가해 고성장을 이어갈 것이다.

② 2024년말 고압 습식 산화막 장비 시장 진출

② 고압 습식 산화막 장비 시장 진입을 준비하고 있다. 3nm 이하 공정내 산화막 형성 장비이며 1Q24 개발 완료, 2H24 출시가 예상된다. 파운드리 Top3 모두 3nm 이하 공정에 진입하는 2024년말 시장이 본격 확대될 것으로 예상되며, 장비 출시 첫해 수주 받을 가능성이 높다고 본다.

2024년에도 고성장 지속

파운드리 고객사의 가동률 하락 및 캐팩스 축소로 2H23E 매출은 715억원 (-22% YoY), 영업이익은 371억원 (-22% YoY)에 그칠 전망이다. 하지만, 2024년에는 D램 업체들이 1bnm 전환 투자가 본격 진행될 예정이고, 낸드 신규 고객사 확보 및 파운드리 투자 재개가 예상된다. 따라서 2024년 매출은 2,306억원 (+29% YoY)으로 고성장할 전망이다.

## Buy 신규

목표주가 (원)	45,000
Dividend yield* (%)	0.4
Total return (%)	25.1
현재가 (11/14, 원)	36,100
Consensus target price (원)	41,375
시가총액 (조원)	2.9

\* Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data	
Free float (%)	57.7
거래대금 (3m, 십억원)	66.2
외국인 지분율 (%)	16.7
주요주주 지분율 (%)	프레스토제6호사모투자합자회사 40.4 한미반도체 외 1인 13.5

Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	14.2	52.0	131.3
시장대비 상대수익률	6.2	29.7	57.3	110.9

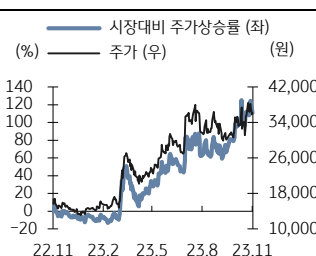
Risk & Total Return (annualized over three years)

N/A

### Earnings Forecast & Valuation

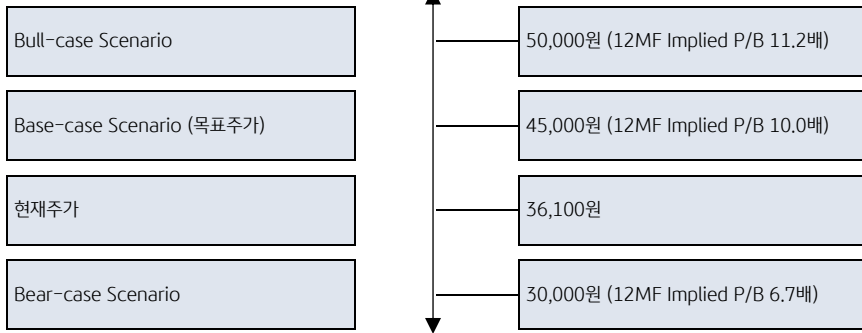
계산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	159	178	231	300
영업이익 (십억원)	85	99	131	171
지배주주순이익 (십억원)	66	87	108	136
EPS (원)	903	1,071	1,329	1,682
증감률 (%)	69.7	18.6	24.1	26.6
P/E (x)	14.8	33.7	27.2	21.5
EV/EBITDA (x)	10.3	25.6	18.5	13.4
P/B (x)	5.6	10.4	7.8	5.9
ROE (%)	53.2	36.5	32.9	31.1
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4

### Stock Price & Relative Performance



자료: HPSP, KB증권

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 2024년 파운드리 업계 캐패스 -10 ~ -15% YoY
- 2) 2024년 하반기 고압습식산화막 장비 출시 여부

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2024년 파운드리 업계 캐팩스 0 ~ -10% YoY
- 2) 2024년 하반기 고압습식산화막 장비 출시 성공

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2024년 파운드리 업계 캐팩스 -15% YoY 하회
- 2) 2024년 하반기 고압습식산화막 장비 출시 지연

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	178	231	-	-
영업이익	-	-	99	131	-	-
지배주주순이익	-	-	87	108	-	-

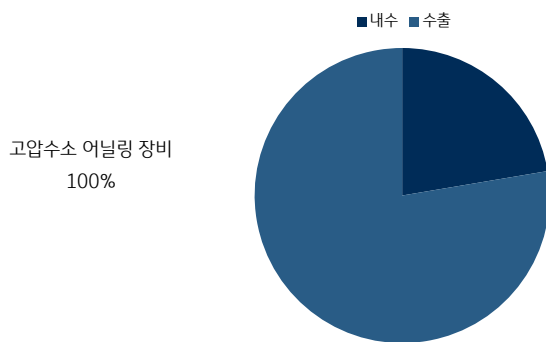
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	178	231	180	234	-0.8	-1.5
영업이익	99	131	97	127	1.5	2.9
지배주주순이익	87	108	85	105	4.6	2.8

자료: Quantwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)



자료: HPSP, KB증권 추정

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
HPSP	2,930	33.7	27.2	10.4	7.8	25.6	18.5	36.5	32.9	0.4	0.4
Applied Materials	166,094	18.9	19.1	7.9	7.5	15.3	15.8	39.6	53.6	0.8	0.9
Lam Resesarch	117,683	23.9	19.2	11.0	10.3	18.9	15.5	73.7	72.6	1.2	1.2
Tokoy Electron	95,751	34.8	26.7	6.5	5.8	22.8	17.9	26.3	37.4	1.4	1.9

자료: Bloomberg 컨센서스, HPSP는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 8.79%, 영구성장을 2.2% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

50,000원 ~ 30,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

24E P/B 9.7배

실적민감도 분석

(% )	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+2.4	+2.1
금리 1%p 상승 시	+2.4	+2.7

표 24. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	159	177	228	297	371	441	502	555	600	642	677	704	722	729
영업이익	85	98	129	169	208	251	290	324	356	386	413	435	452	462
<b>NOPLAT</b>	64	74	97	127	156	188	218	243	267	290	310	326	339	346
감가상각비	1	5	7	8	9	10	11	13	14	15	16	18	19	21
<b>총 현금흐름</b>	65	79	104	135	166	199	229	255	281	304	326	344	358	367
운전자본 증감	33	-3	9	12	13	12	10	8	8	7	6	5	3	1
Capex	9	8	9	10	10	11	12	13	15	16	17	19	21	23
총 투자	42	5	17	21	23	23	23	22	23	23	23	24	24	24
<b>FCFF</b>	3	11	86	114	143	176	206	233	258	281	302	320	334	344
Terminal Value														5,165
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		8.79	8.82	8.84	8.86	8.88	8.90	8.92	8.93	8.95	8.96	8.97	8.99	9.00
PV of FCFF		11	73	88	101	115	124	129	150	131	129	125	120	113
Total PV of FCFF		1,388												
영구성장률 (%)		2.2%	World Bank 2030년 글로벌 성장률											
PV of terminal value		1,947												
<b>Valuation</b>														
영업가치		3,335												
현금 및 현금성자산		211.8												
단기금융자산		71.8												
총금융부채		2.1												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		3,617.0												
주당 적정 가치		44,566												
<b>목표주가</b>		<b>45,000원</b>												
현재주가 (23.11.14)		36,100원												
<b>Upside</b>		<b>24.7%</b>												

자료: HPS, KB증권 추정

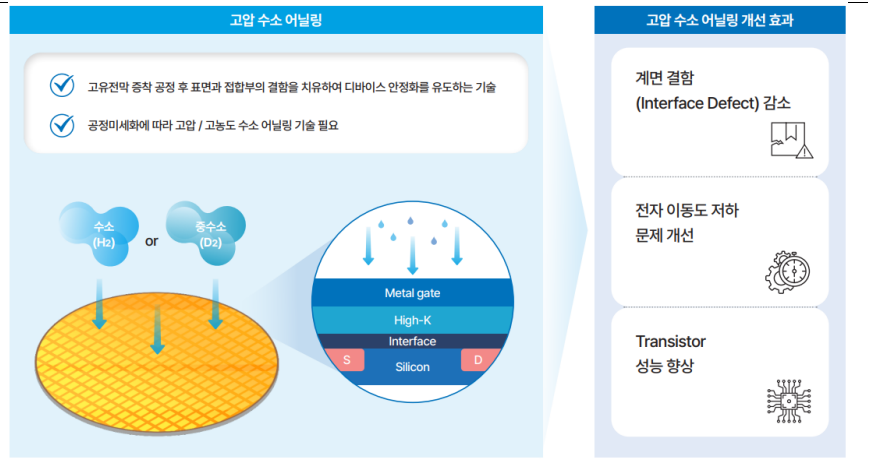
표 25. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>9.65</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 동안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	1.09	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 동안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>5.46</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	89.9	
순차입금 가중치 (k)	10.1	
WACC (A x j + B x k)	<b>8.79</b>	

자료: KB증권 추정

고압수소 어닐링은 High-K 증착 공정으로 인해 발생하는 계면 결함을 치유

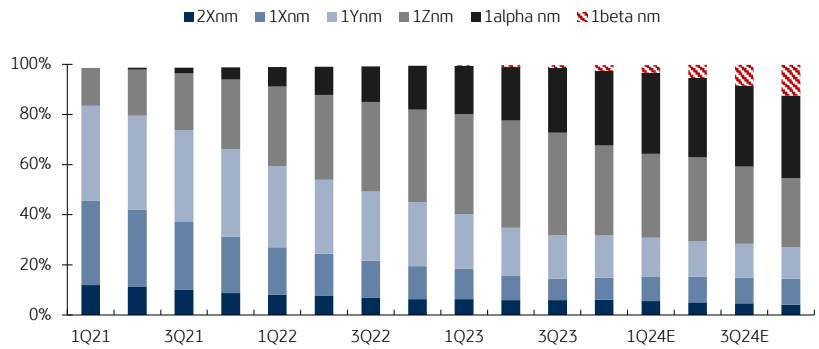
그림 139. 고압 수소 어닐링 효과



자료: HPSP IR자료, KB증권

고압 수소 어닐링 장비는 D 램 1bnm 이하에 도입. D 램의 경우 High-K 도입에 따른 계면 결함 발생. 따라서 1bnm 비중 확대에 따른 수혜 전망 (1bnm 비중: 4Q23E 2% → 4Q24E 12%)

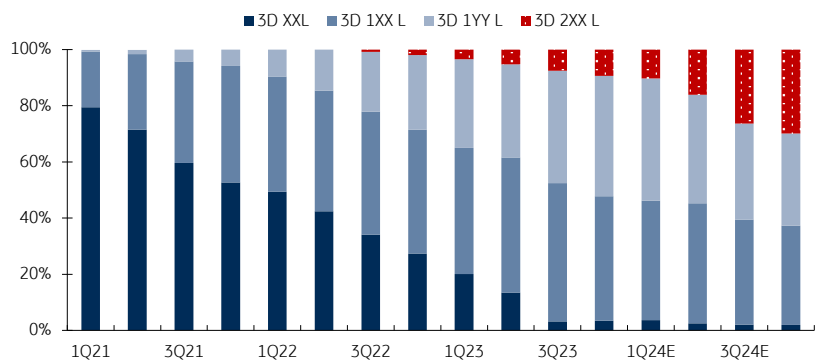
그림 140. D램 Tech Node별 비중



자료: Trendforce, KB증권

고압 수소 어닐링 장비는 낸드 200단 이상에 도입. 낸드의 경우 단수 증가에 따른 계면 결함 증가. 따라서 200단 이상 비중 확대에 따른 수혜 전망 (200단 이상 비중: 4Q23E 9% → 4Q24E 30%)

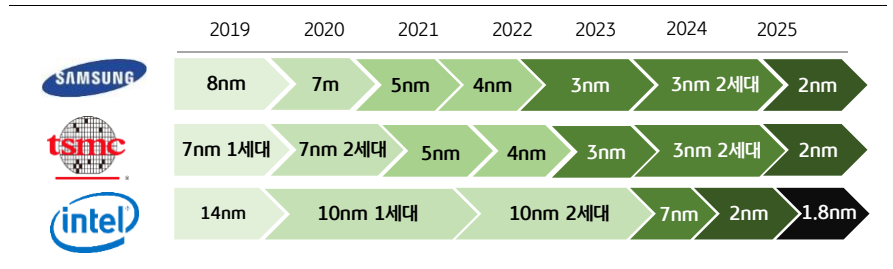
그림 141. 낸드 Tech Node별 비중



자료: Trendforce, KB증권

그림 142. 파운드리 고객사 Tech 로드맵

2024년 파운드리 Top3 3nm 이하 공정 진입  
 → HPSP 고압 수소 어닐링 공정 수혜 전망



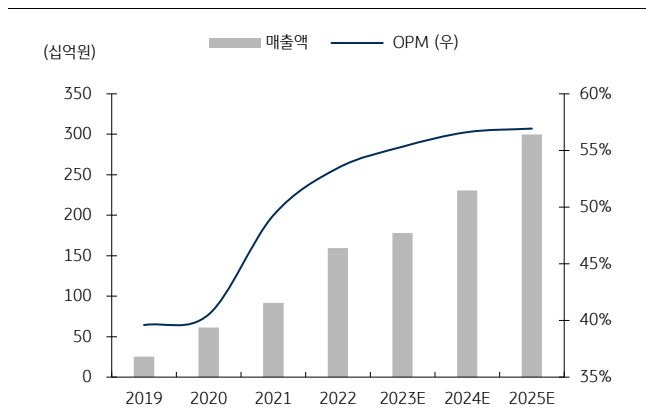
자료: KB증권 추정

표 26. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	58.8	47.9	41.9	29.5	41.1	48.7	69.4	71.3	159.3	178.1	230.6	299.7
YoY	58%	55%	-12%	-33%	-30%	2%	65%	142%	74%	12%	29%	30%
고압수소 어닐링 장비	55	44	37	27	38	44	59	59	150	163	215	249
고압습식 산화막 장비							5	10			16	31
부품/AS	4	4	5	2	3	5	6	2	10	15	16	20
<b>매출 비중</b>												
고압수소 어닐링 장비	94	91	88	93	92	90	84	82	94	92	93	83
고압습식 산화막 장비							7	15			7	10
부품/AS	6	9	12	7	8	10	8	3	6	8	7	7
<b>영업이익</b>	34.9	26.6	21.6	15.5	23.1	27.5	39.6	40.3	85.2	98.6	130.5	170.6
YoY	65%	60%	-25%	-18%	-34%	3%	84%	160%	88%	16%	32%	31%
OPM	59.4%	55.5%	51.5%	52.4%	56.2%	56.4%	57.1%	56.5%	53.5%	55.3%	56.6%	56.9%

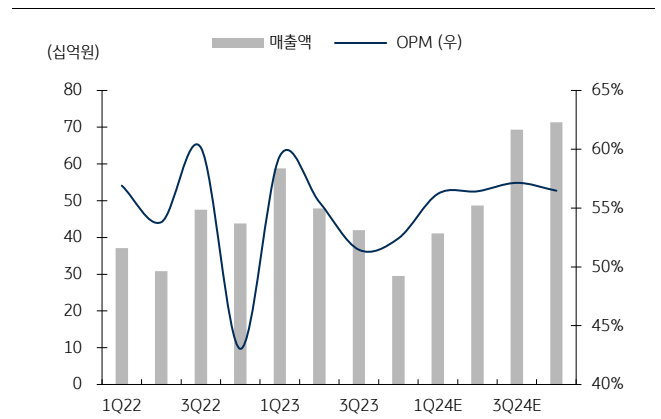
자료: HPSP, KB증권 추정

그림 143. 연간 실적 전망



자료: HPSP, KB증권 추정

그림 144. 분기 실적 전망



자료: HPSP, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-I)	2022A (IFRS-I)	2023E (IFRS-I)	2024E (IFRS-I)	2025E (IFRS-I)
매출액	92	159	178	231	300
매출원가	30	49	60	73	94
매출총이익	62	110	118	158	205
판매비와관리비	16	25	20	27	34
영업이익	45	85	99	131	171
EBITDA	46	86	103	138	180
영업외손익	1	2	14	11	11
이자수익	0	0	11	11	12
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	2	4	-1	-1
세전이익	47	87	113	141	182
법인세비용	11	21	26	33	46
당기순이익	35	66	87	108	136
지배주주순이익	35	66	87	108	136
수정순이익	35	66	87	108	136

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	50.0	73.7	11.8	29.5	30.0
영업이익 성장률	61.4	88.4	15.7	32.5	31.4
EBITDA 성장률	62.1	87.0	19.9	33.0	30.8
지배기업순이익 성장률	68.9	86.8	31.7	24.1	26.5
매출총이익률	67.2	69.1	66.4	68.5	68.5
영업이익률	49.3	53.5	55.3	56.6	57.2
EBITDA이익률	50.3	54.1	58.1	59.7	60.0
세전이익률	50.9	54.5	63.2	61.2	60.7
지배기업순이익률	38.5	41.4	48.8	46.8	45.5

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	38	82	100	121	153
당기순이익	35	66	87	108	136
유형자산상각비	1	1	5	7	8
기타비현금손익 조정	15	32	26	33	46
운전자본증감	-6	-4	8	6	8
매출채권감소 (증가)	-6	2	-3	-1	-2
재고자산감소 (증가)	-9	-16	5	-8	-11
매입채무증가 (감소)	4	5	0	1	1
기타운전자본증감	5	5	5	15	20
기타영업현금흐름	-8	-14	-26	-33	-46
투자활동 현금흐름	0	-79	-17	-30	-39
유형자산투자감소 (증가)	0	-9	-8	-9	-10
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	0	0	0	0	0
기타투자현금흐름	0	-69	-9	-21	-29
재무활동 현금흐름	-20	72	-2	-12	-12
금융부채 증감	0	-1	0	0	0
자본의 증감	0	73	0	0	0
배당금 당기지급액	-20	0	-2	-12	-12
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	18	76	81	79	102
기말현금	54	130	211	290	393
잉여현금흐름 (FCF)	38	73	92	112	144
순현금흐름	16	140	89	100	130
순현금 (순차입금)	52	193	282	382	512

자료: HPS, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-I)	2022A (IFRS-I)	2023E (IFRS-I)	2024E (IFRS-I)	2025E (IFRS-I)
자산총계	92	261	353	470	621
유동자산	87	245	333	448	597
현금 및 현금성자산	54	130	211	290	393
단기금융자산	0	65	72	94	122
매출채권	6	2	4	6	7
재고자산	18	34	29	37	48
기타유동자산	9	15	16	21	27
비유동자산	5	16	20	22	24
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	1	10	13	15	16
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	3	5	6	6	7
부채총계	39	66	73	93	121
유동부채	36	63	71	91	119
매입채무	2	3	3	4	5
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	34	61	68	88	114
비유동부채	3	2	2	2	2
장기금융부채	2	2	2	2	2
기타비유동부채	1	0	0	0	0
자본총계	53	195	280	376	501
자본금	8	10	10	10	10
자본잉여금	8	84	84	84	84
기타자본항목	6	5	5	5	5
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	30	96	181	277	401
지배자본 계	53	195	280	376	501
비지배자본	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	N/A	14.8	33.7	27.2	21.5
P/B	N/A	5.6	10.4	7.8	5.9
P/S	N/A	6.1	16.4	12.7	9.8
EV/EBITDA	N/A	10.3	25.6	18.5	13.4
EV/EBIT	N/A	10.5	26.9	19.5	14.1
배당수익률	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4
EPS	532	903	1,071	1,329	1,682
BVPS	789	2,407	3,456	4,635	6,167
SPS (주당매출액)	1,382	2,181	2,195	2,841	3,693
DPS (주당배당금)	0	38	150	150	150
배당성향 (%)	0.0	2.8	14.0	11.3	8.9
수익성지표					
ROE	81.4	53.2	36.5	32.9	31.1
ROA	50.2	37.4	28.3	26.2	25.0
ROIC	80.2	52.5	36.3	32.7	31.0
안정성지표					
부채비율	73.7	33.6	25.9	24.8	24.2
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.4	3.9	4.7	4.9	5.0
이자보상배율 (배)	261.6	485.6	562.0	744.3	977.6
활동성지표					
총자산회전율	1.3	0.9	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	29.0	41.7	57.1	46.5	47.1
매입채무회전율	40.1	61.6	61.3	69.5	69.6
재고자산회전율	7.1	6.2	5.7	7.0	7.0



# 파크시스템스 (140860)

## EUV 검사 장비계의 ASML

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영  
02-6114-2920 juyoung.park@kbfg.com

투자 의견 Buy,  
목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

파크시스템스에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 200,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며, WACC 7.06%, 영구성장률 2.2%를 적용했다. KB증권 추정치 기준 파크시스템스 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 7.8배이며, 11월 14일 증가 기준 상승여력은 17%다.

### 선단공정 필수 장비인 원자현미경 절대강자

파크시스템스는 완전한 비접촉식 원자현미경을 판매하는 유일한 회사다. 산업용 원자현미경 시장내 동사 점유율은 80%로 높은 기술경쟁력을 보유하고 있다. 반도체 고객사는 선단공정으로 갈수록 수율 확보가 중요해지면서, 수율 개선에 기여하는 비접촉식 원자현미경 도입을 확대하고 있다. 따라서 고객사의 강도 높은 투자 축소로 반도체 장비 업체들의 실적이 역성장할 때 선단공정이 주력인 파크시스템스는 매년 20% 가까운 성장을 지속하고 있다.

### ① EUV 마스크 검사장비 고객사 확장성

파크시스템스의 투자 포인트는 크게 2가지다. ① EUV 마스크 리페어 장비 (NX-Mask)의 고객사 확장 가능성이다. 파크시스템스는 EUV 마스크 제조사와 반도체 제조사에 해당 장비를 납품하고 있는 것으로 추정된다. 파크시스템스는 이미 EUV를 도입한 대부분의 반도체 제조사들에게 산업용 원자현미경을 납품하고 있어 NX-Mask로의 고객사 확장 가능성이 높다.

### ② 믹스 개선에 따른 마진율 개선

② NX-Mask 장비가 포함된 산업용 장비는 연구용 대비 영업이익률이 +2배 높은 것으로 추정되기에 산업용 매출 비중 확대에 따른 마진율 개선이 전망된다. EUV 공정 장비 회사들은 각 공정에서 독점에 가까운 시장을 형성해 신제품 출시 때마다 장비 가격을 큰 폭으로 상승시켜왔다. EUV 패턴 검사장비 독점 기업 레이저텍의 영업이익률은 19년 28% → 21년 37% → 23E 41%로 꾸준히 증가하고 있다. 파크시스템스 역시 장기적으로 마진율이 개선될 것으로 전망한다.

더이상 원자현미경 시장에 국한시키지 말자,  
이제는 EUV 장비 밸류체인이다

전체 원자현미경 시장은 연평균 5% 성장하는 성숙 시장으로 24년 P/E 17배를 받고 있다. 파크시스템스는 EUV 장비 시장에 성공적으로 진입했다고 본다. 따라서 EUV 검사장비 밸류를 적용 받을 시점이라고 판단한다 (24E P/E: 레이저텍 33배 vs. 파크시스템스 28배).

## Buy 신규

목표주가 (원)	200,000
Dividend yield* (%)	0.2
Total return (%)	17.5
현재가 (11/14, 원)	170,500
Consensus target price (원)	217,500
시가총액 (조원)	1.2

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

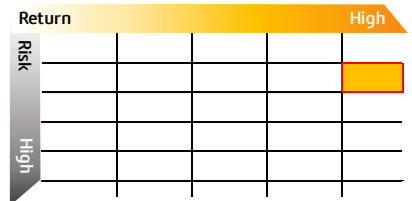
### Trading Data

Free float (%)	66.3
거래대금 (3m, 십억원)	6.9
외국인 지분율 (%)	24.5
주요주주 지분율 (%)	박상일 외 6인 32.8

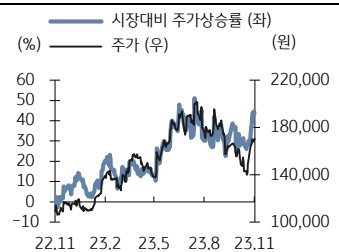
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주기상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.6	-3.0	23.0	57.2
시장대비 상대수익률	12.5	10.1	27.3	43.4

### Risk & Total Return (annualized over three years)



### Stock Price & Relative Performance

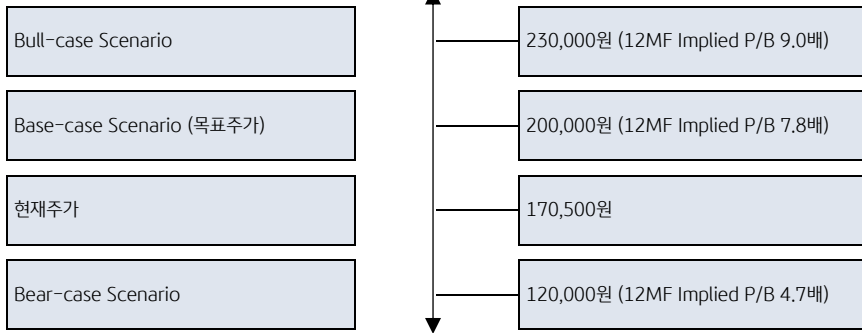


자료: 파크시스템스, KB증권

### Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	125	143	182	223
영업이익 (십억원)	33	31	53	66
지배주주순이익 (십억원)	28	28	42	52
EPS (원)	4,034	4,055	6,027	7,445
증감률 (%)	197.7	0.5	48.6	23.5
P/E (x)	28.2	42.0	28.3	22.9
EV/EBITDA (x)	20.9	32.3	19.0	14.8
P/B (x)	6.6	8.2	6.4	5.1
ROE (%)	26.7	21.4	25.5	24.9
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) NX-Mask 장비, 반도체 제조사 1-2곳 납품
- 2) 2024년 산업용 장비 매출 비중 60-62%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) NX-Mask 장비, 반도체 제조사 3곳 이상 납품
- 2) 2024년 산업용 장비 매출 비중 62% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) NX-Mask 장비, 반도체 제조사에 납품 난항
- 2) 2024년 산업용 장비 매출 비중 60% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	143	182	-	-
영업이익	-	-	31	53	-	-
지배주주순이익	-	-	28	42	-	-

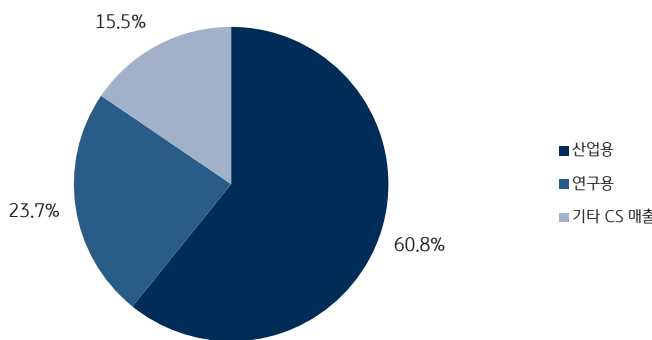
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	143	182	144	176	-0.9	3.4
영업이익	31	53	30	46	2.7	14.5
지배주주순이익	28	42	26	43	8.9	-3.0

자료: Quantwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 파크시스템스, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
파크시스템스	1,188	42.0	28.3	8.2	6.4	32.3	19.0	21.4	25.5	0.2	0.2
Lasertec	24,457	50.5	33.4	19.1	13.6	35.0	22.9	36.8	35.3	1.4	2.1
Bruker	10,586	22.9	21.1	6.4	5.0	14.8	12.8	22.4	30.5	0.7	0.7
Horiba	3,389	11.6	12.7	1.4	1.3	5.6	5.1	6.8	10.9	8.2	8.0

자료: Bloomberg Consensus, 파크시스템스는 KB증권 추정치

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 7.06%, 연구성장률 2.2% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

230,000원 ~ 120,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션

24E P/B 7.6배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+2.9	+1.6
금리 1%p 상승 시	+2.0	+1.8

## I. 투자 의견 및 밸류에이션

표 27. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	125	143	182	223	257	290	324	356	386	413	436	453	465	469
영업이익	33	31	53	66	79	93	108	127	142	162	180	193	188	194
<b>NOPLAT</b>	24	23	40	50	59	70	81	95	107	121	135	145	141	146
감가상각비	4	5	5	6	7	7	8	9	9	10	11	11	12	13
<b>총 현금흐름</b>	28	27	45	56	66	77	89	104	116	131	146	156	154	159
운전자본 증감	69	1	16	20	16	16	16	15	14	13	11	8	5	2
Capex	4	7	7	8	9	9	10	11	11	12	13	14	15	16
총 투자	73	8	23	28	24	25	26	26	26	25	24	22	20	18
<b>FCFF</b>	-5	2	22	28	42	52	63	78	90	106	122	134	133	141
Terminal Value														2,116
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		7.06	7.18	7.30	7.43	7.56	7.70	7.85	7.99	8.15	8.31	8.47	8.64	8.80
PV of FCFF		2	19	22	31	36	41	46	50	54	57	58	53	52
Total PV of FCFF		521												
영구성장률 (%)		2.2%												World Bank 2030년 글로벌 경제 성장률
PV of terminal value		775												
<b>Valuation</b>														
영업가치		1,296												
현금 및 현금성자산		77.7												
단기금융자산		0.7												
총금융부채		24.1												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		1,350.7												
주당 적정 가치		195,253												
<b>목표주가</b>		200,000원												
현재주가 (23.11.14)		170,500원												
<b>Upside</b>		17.3%												

자료: 파크시스템스, KB증권 추정

표 28. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>7.62</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	0.74	52주 Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>5.75</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	69.8	
순차입금 가중치 (k)	30.2	
WACC (A x j + B x k)	<b>7.06</b>	

자료: KB증권 추정

## II. 주가 분석

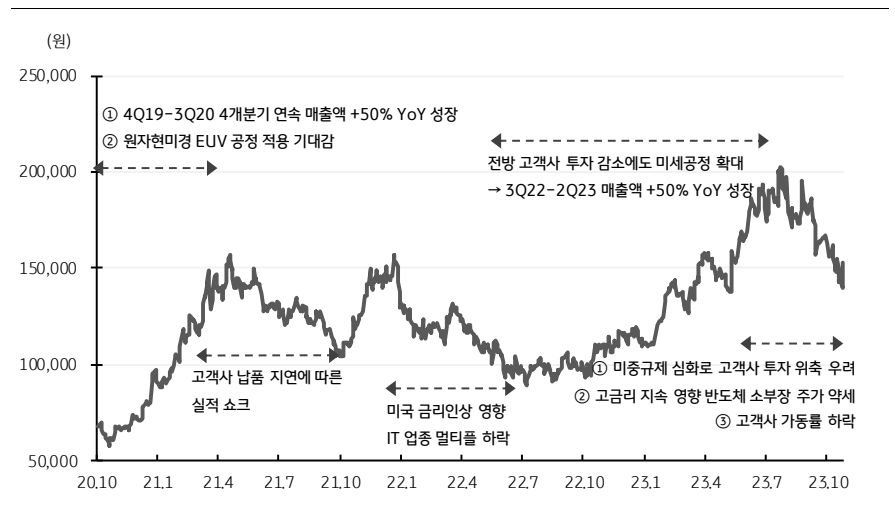
### 파크시스템스 주가 키워드는 ‘미세공정’, ‘EUV’

파크시스템스 주가의 키워드는 ‘미세화’, 더 나아가 ‘EUV’다. 반도체 산업의 방향성은 생산성 향상을 위해 웨이퍼 위에 더 많은 소자를 집적하는 것이다. 따라서 반도체 공정은 마이크로 단위에서 나노 단위로 진화해왔다. 미세화가 진행될수록 과거보다 안정적인 수율 달성이 어려워지고 있다. 따라서 수율 개선에 기여하는 전공정 Inspection, Review 장비 시장이 구조적으로 성장하고 있다. 파크시스템스는 나노 단위로 측정이 가능한 원자현미경 시장 글로벌 1위 업체로 (22년 전체 원자현미경 시장 M/S 20%, 산업용 원자현미경 시장 80%), 반도체 산업에서 EUV 도입에 따른 수혜를 받고 있다.

### 단기 조정은 오히려 매수 기회

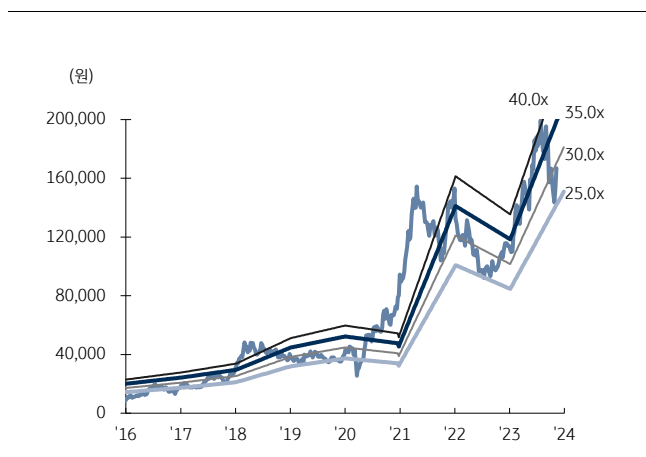
최근 주가는 고객사 투자 위축과 가동률 하락 우려로 조정을 받고 있다. 하지만, EUV 검사장비 출하 증가와 고객사 확대로 2024년 사상 최대 매출이 예상되는 만큼 단기 조정은 매수 기회라고 판단한다.

그림 145. 주가 추이



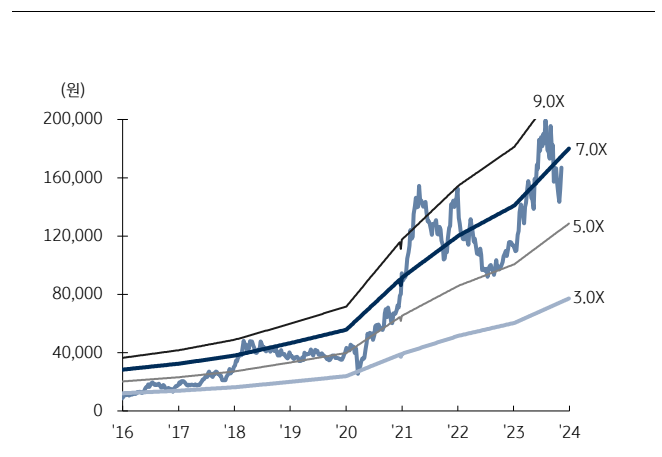
자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 146. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, KB증권

그림 147. 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: Quantwise, KB증권

### III. EUV 장비 시장: 견조한 수요와 독점적 성격의 시장

#### EUV 전방고객사: 애플, 인텔, 엔비디아

EUV 시장의 밸류체인을 살펴보면 팹리스 (애플, 엔비디아, 퀄컴 등)가 설계한 칩 반도체 제조사 (삼성전자, TSMC 등)에서 만들고, 반도체 제조사는 필요한 장비를 장비사로부터 사오는 것으로 시장이 형성되어 있다. EUV 적용 반도체 시장에서 70%가 시스템 반도체이고, 30%가 메모리 반도체다. EUV 시장 전방 고객사 (팹리스)들은 매년 신제품을 출시할 때마다 전력 효율과 성능이 향상된 반도체를 원한다. 따라서 반도체 제조사는 EUV 공정 적용을 확대하고 있어 EUV 시장의 구조적 성장을 전망한다.

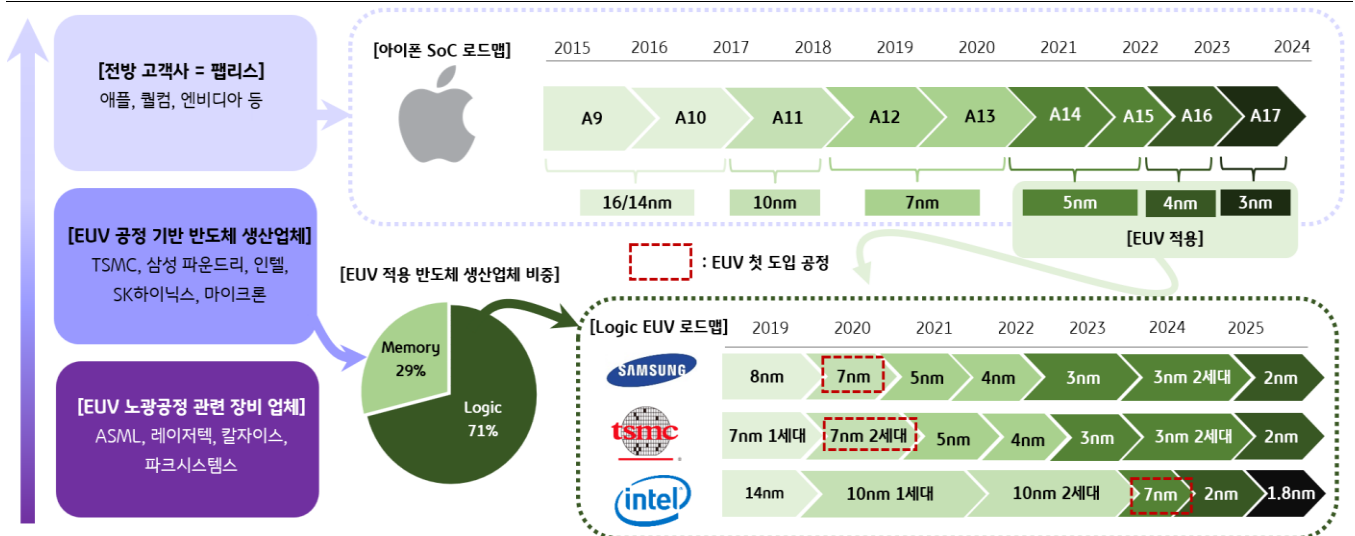
#### EUV 장비 고객사의 고민: 수율개선/비용절감 → EUV 검사장비 수요 증가

EUV 공정 핵심장비는 ASML의 EUV 노광 스캐너다. 하지만, 실제로 EUV 공정을 진행하기 위해서는 EUV 검사장비도 필수로 들어가는데, 블랭크 마스크 검사, 포토 마스크 패턴 검사, 포토 마스크 리뷰 검사 등의 공정을 통과해야 다음 공정을 진행할 수 있다. EUV 공정은 기존 DUV (ArF) 공정보다 블랭크 마스크, 포토 마스크, 펠리클의 가격이 최소 +4배에서 최대 +10배까지 뛰면서 반도체 제조사의 비용 부담이 커졌고, 회로 선포이 미세화 되면서 안정적인 수율 확보도 어려워졌다. 따라서 EUV 검사장비가 EUV 공정 사이사이 배치돼 EUV 마스크를 리페어 함으로써 EUV 마스크 수명을 연장시키고, defect을 미리 발견해 수율을 향상시키고 있다.

#### EUV 검사장비 시장: 기술 진입장벽으로 공정별 독점 기업 존재

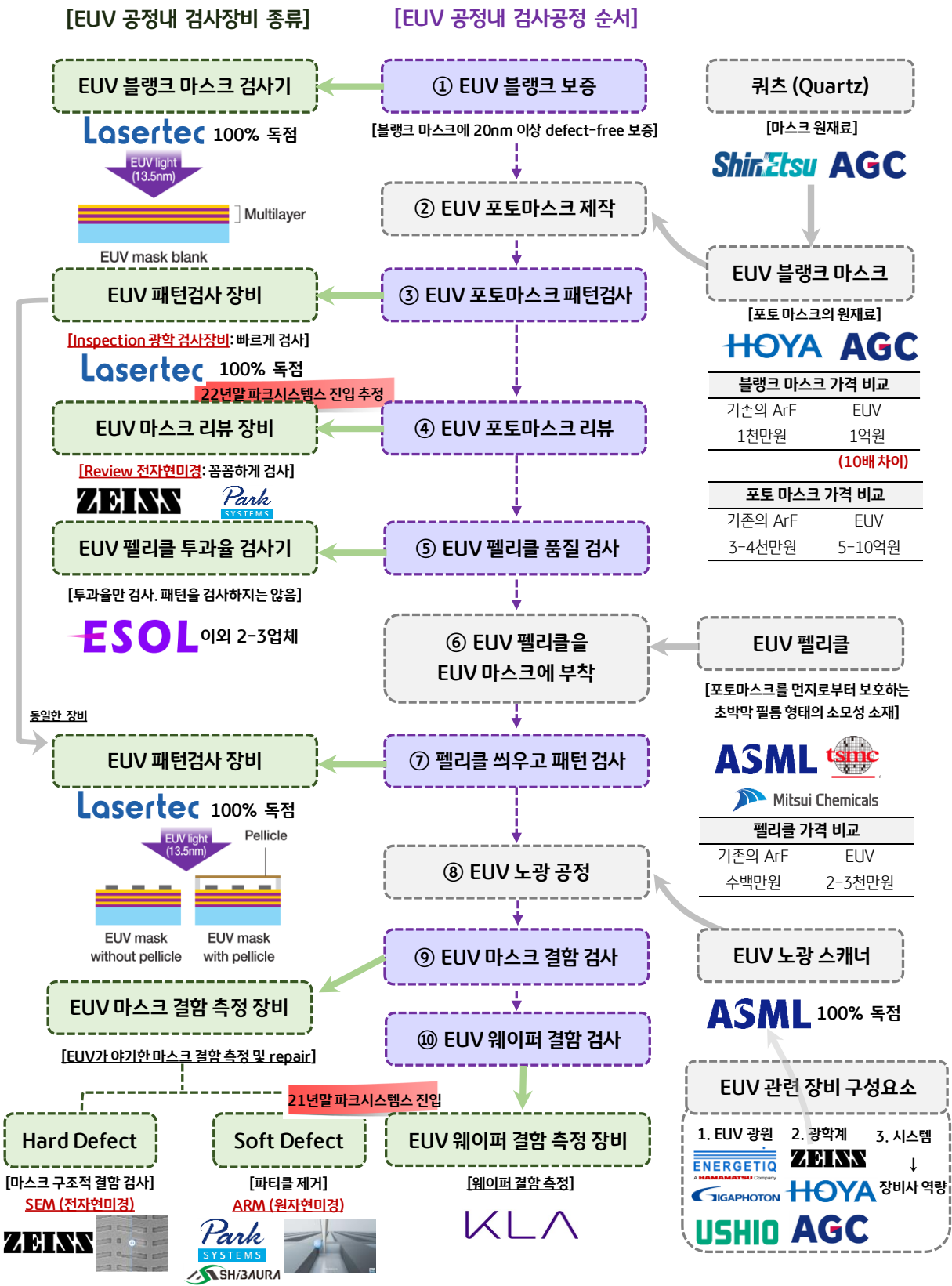
EUV 검사장비는 기술적인 난이도가 매우 높아 대부분 공정별로 1개의 업체가 독점하는 구조다. EUV 검사장비 대표 업체는 일본의 Lasertec (TYO 6920, 시가총액 23조원, 23E 매출액 1.5조원, OPM 41%)으로 EUV 검사장비의 가장 앞 단인 EUV 블랭크 마스크 검사장비와 EUV 패턴 검사장비를 독점 생산하고 있다. Lasertec은 일본의 ASML으로 불리며, EUV 검사장비 수요 증가로 블룸버그 컨센서스 기준 24E 매출액은 1.8조원 (+23% YoY)까지 성장할 것으로 전망된다.

그림 148. EUV 시장 구조



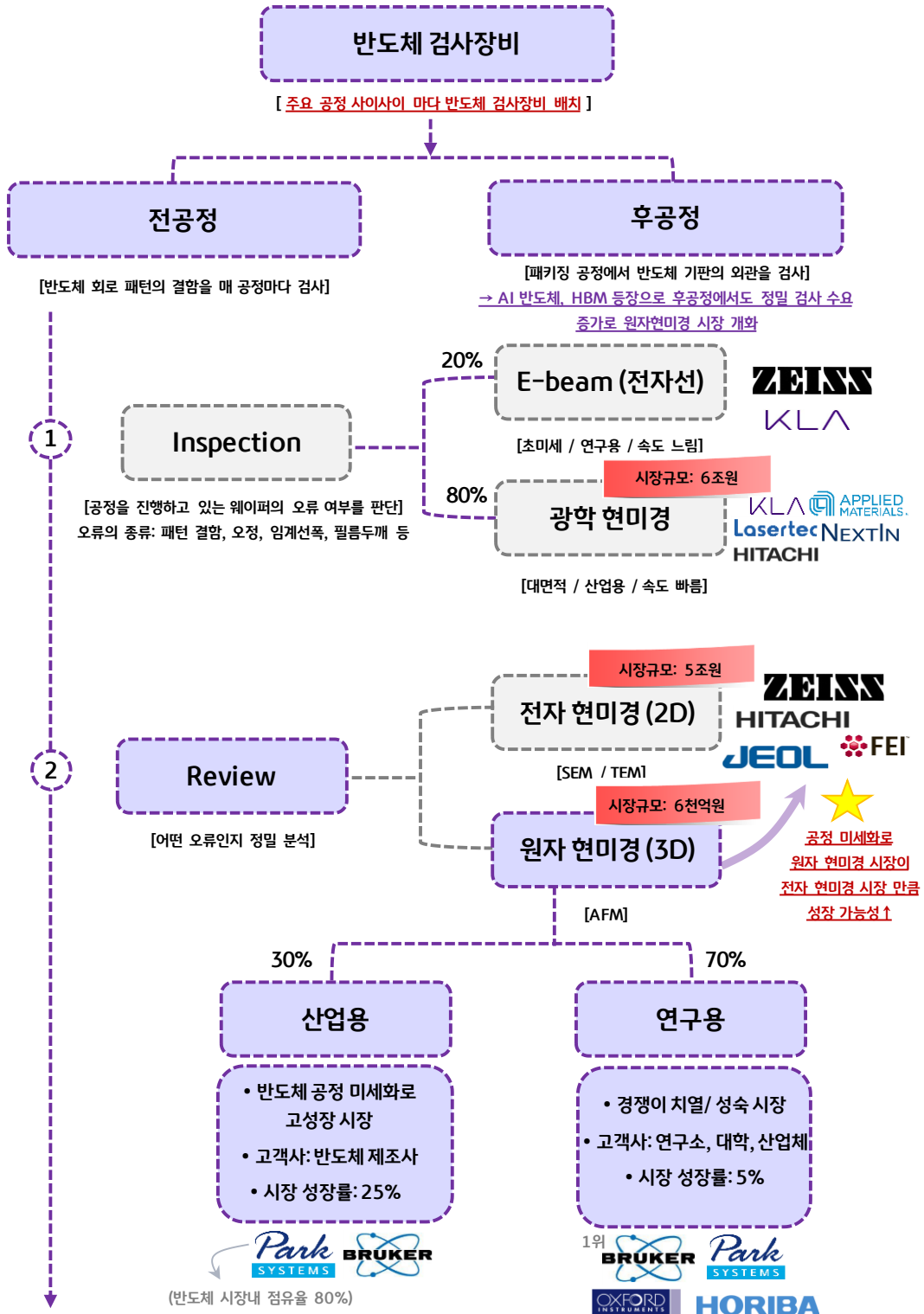
자료: KB증권 추정

그림 149. EUV 검사장비 시장: 파크시스템스, ① 21년말 EUV 마스크 리뷰 장비 납품 → ② 신규 고객사 확보 기대



자료: KB증권 추정

그림 150. 반도체 검사장비 시장: 산업용 원자 현미경 시장 (6천억원) → 향후 전자 현미경 시장 (5조원) 규모로 성장 기대



자료: KB증권 추정

## IV. 투자포인트

### 1. 원자현미경 시장을 넘어 EUV 검사장비 밸류를 받을 시점

**EUV 마스크 리페어 장비 주요 고객사는 마스크 제조사**

파크시스템스는 반도체 전공정 리뷰 검사장비 (산업용 원자현미경) 글로벌 1위 업체다. 전체 원자현미경 시장은 연평균 5% 성장하는 성숙 시장으로 24E P/E 16배를 받는 시장이다. 21년말 파크시스템스는 EUV 마스크 결함 측정 장비를 출시했다. 해당 장비 주요 고객사는 EUV 마스크 제조사다. 일본 HOYA (EUV 블랭크 마스크 제조사)에도 납품한 이력이 있다 (2021년 11월 24일 공시 참고).

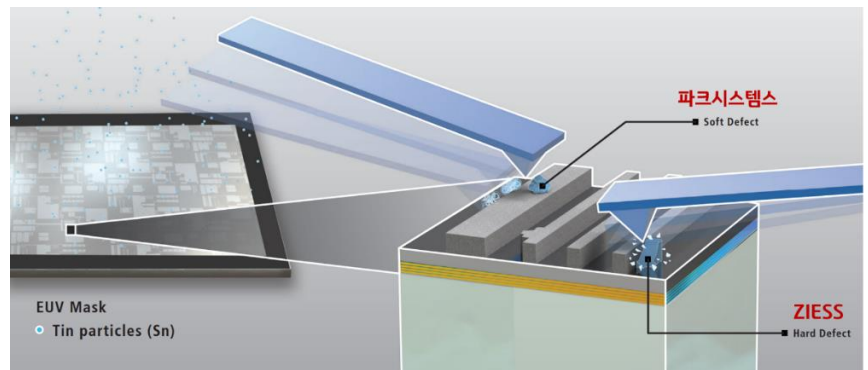
**EUV 마스크 Soft Defect 리페어 주력**

EUV 마스크 결함 측정 공정에서 Soft defect 검사는 파크시스템스 (원자현미경 업체)가, hard defect의 경우 ZIESS (전자현미경 업체)가 검사장비를 납품하고 있는 것으로 추정된다. Soft defect 리페어 장비는 마스크 위 파티클을 제거하는데 사용되고, Hard defect 리페어 장비는 구조적 문제 해결에 사용된다. 참고로 독일의 ZEISS는 렌즈를 주로 취급하는 회사로 ASML EUV 장비에 들어가는 EUV 광학계 (반사거울)를 생산하고 있다.

**고객사 확장 가능성 높다고 판단**

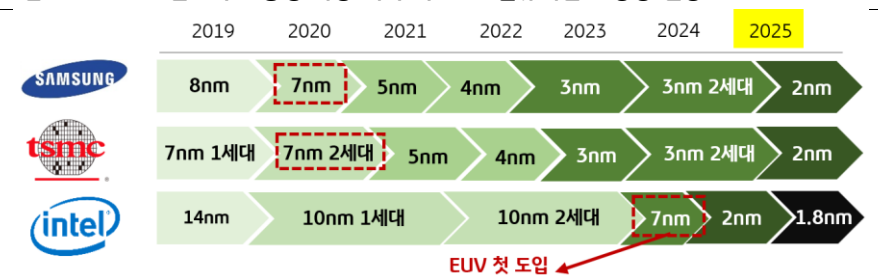
파크시스템스는 EUV 공정을 적용하는 대부분의 반도체 제조사에 이미 산업용 원자현미경을 납품하고 있다. 반도체 공정이 미세화되면서 EUV 공정 적용이 점차 늘어날 것으로 예상되기에 EUV 마스크 제조사 중심에서 반도체 제조사로의 고객사 확장 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 EUV 검사장비 밸류를 적용 (레이저텍의 24E P/E 33배 vs. 파크시스템스 28배)받는 것이 합당하다고 본다.

그림 151. Soft Defect (파크시스템스) vs. Hard Defect (ZIESS)



자료: 파크시스템스, KB증권 추정

그림 152. 2025년 2나노 공정 시장 개화 시 EUV 밸류체인 고성장 전망



자료: 언론보도, KB증권 추정

그림 153. EUV 패턴검사장비 독점 기업 레이저텍, 23년 7월 실적 컨퍼런스콜 내용 → 24E EUV 관련 장비 투자 건조 전망

**Wadaki [Q]:** Thank you. First of all, please tell us about the orders. Considering that it is very difficult to forecast your orders, I think it would have made a great impression if you had announced a forecast of JPY330 billion, which is an increase from the previous year and includes an effort target. Putting that aside, I would like to know the meaning that is included in the demand forecast.

At any rate, EUV-related demand continues to be strong, as it was last year, and you are expecting JPY300 billion, which is a slightly conservative estimate, and of course there will be cases above and below that, but you are aware that the figures are somewhat conservative and that an upward swing is still possible. Is that correct?

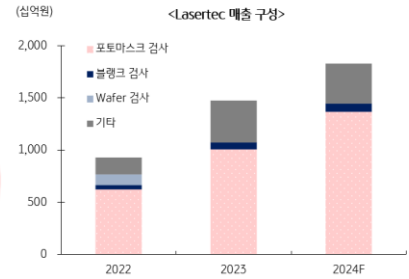
**Okabayashi [A]:** Thank you for your question. Orders are very difficult to forecast and have been revised several times in the previous fiscal year. Therefore, I would like you to think that the current estimate is approximately JPY300 billion. We do not mean to be modest, but at this point we think that this is about where we will land.

**Wadaki [Q]:** I understand. At any rate, you are not saying that the business environment is worsening or anything like that.

**Okabayashi [A]:** Sure. You are correct, and the situation remains strong for all companies with regard to cutting-edge EUV-related investments.

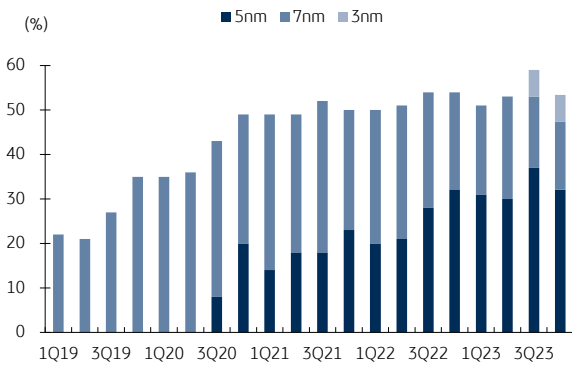
EUV 관련 투자 건조

24F Lasertec 포토마스크 검사장비 매출 +36%YoY



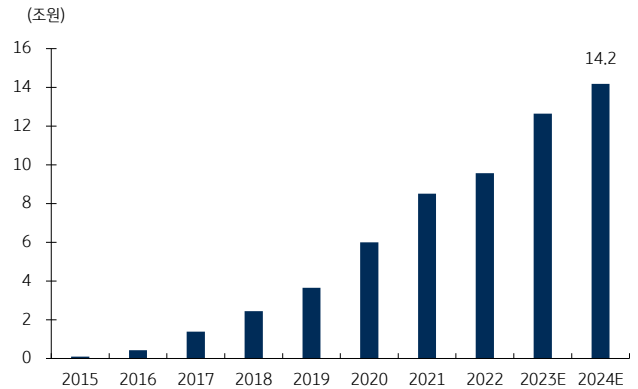
자료: Lasertec, KB증권

그림 154. TSMC 선단공정 매출 비중: 23E 연간 51%



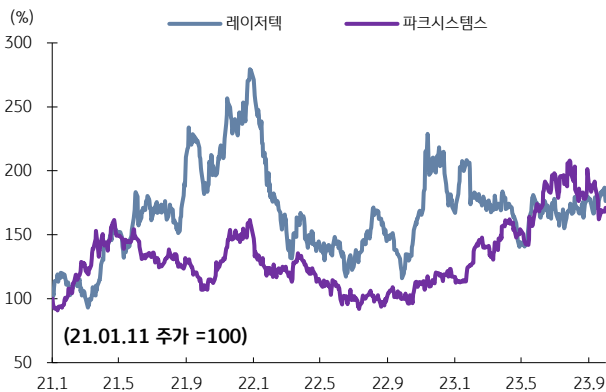
자료: TSMC, Bloomberg Consensus, KB증권

그림 155. ASML EUV 노광장비 매출: 24E 14조원 +12% YoY



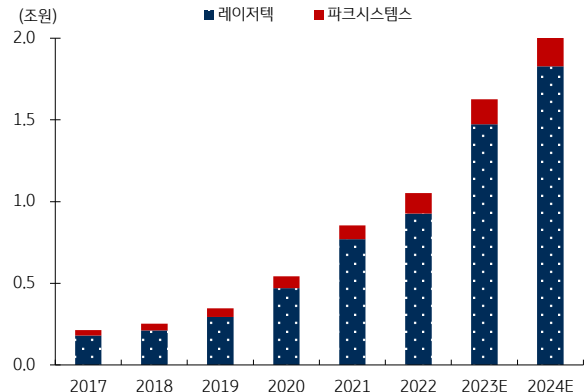
자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 156. EUV 마스크 검사장비 업체 증가 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 157. EUV 공정 검사장비 업체 매출액 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 파크시스템스는 KB증권 추정

## 2. 제품 믹스 개선에 따른 마진율 개선

### 산업용 매출 비중 상승 → 전사 OPM 개선

파크시스템스는 산업용 원자현미경 (NX-Wafer: 전공정 웨이퍼 검사향, NX-Mask: EUV용, NX-Hybrid WLI: 후공정용) 비중 확대에 따른 영업이익률 개선이 기대된다. 산업용 매출 비중은 23E 56% → 24E 61%로 상승해 영업이익률은 23E 21% → 24E 29%로 개선될 전망이다. 특히 EUV 공정내 장비 회사들은 높은 기술 진입장벽으로 각 공정에서 독점에 가까운 시장을 형성하고 있다. 따라서 신제품을 출시할 때마다 제품 가격이 큰 폭으로 상승하며, 해당 신제품 매출 비중이 올라가면서 매년 마진율이 개선되는 구조이다. EUV 패턴 검사장비 독점 회사인 레이저텍의 OPM은 19년 28% → 21년 37% → 23E 41%로 꾸준히 성장하고 있다. 파크시스템스 OPM 역시 장기적으로 우상향하는 모습을 그릴 것으로 전망한다.

그림 158. 산업용 매출 비중 증가 → OPM 개선

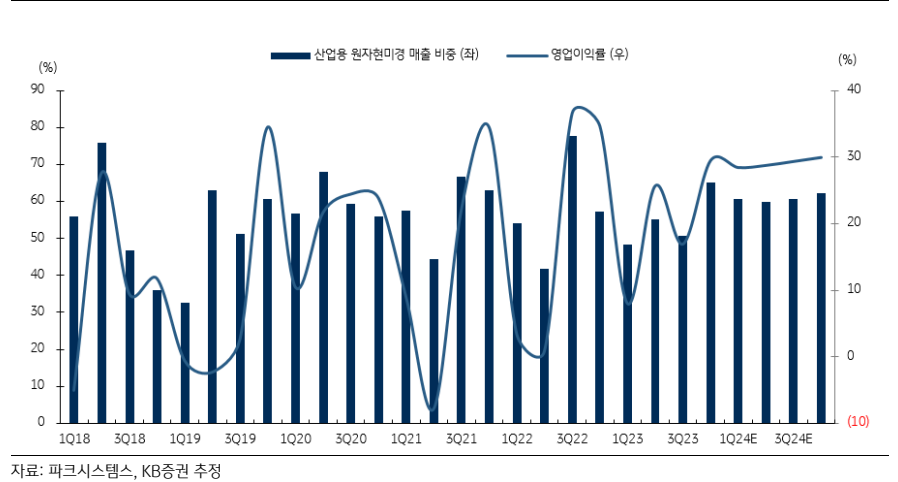


그림 159. EUV 공정 관련 업체 OPM: EUV 장비 ASP 상승 → OPM 지속적인 개선

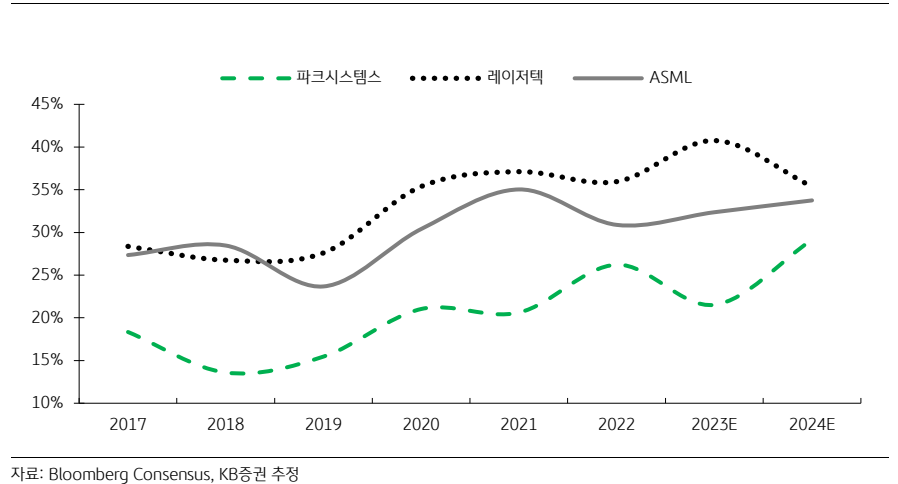


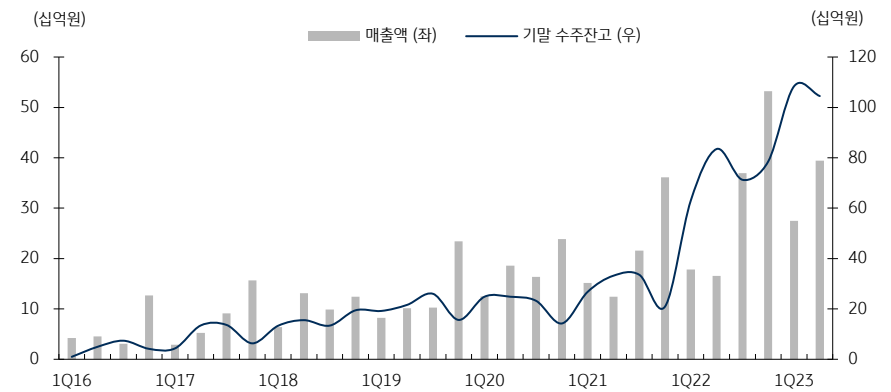
표 29. 수주 공시 (22년 이후 수주 공시 無)

계약 상대방	계약금액총액 (십억원)	매출액 대비 (%)	계약시작일	계약종료일	판매/공급계약내용
HOYA (일본)	2,985	4.2	2021-11-24	2022-11-22	NX-MASK
삼성전자	1,750	2.5	2021-10-28	2022-02-28	NX-Wafer
솔브레인	1,484	2.1	2021-08-06	2022-02-02	NX-Wafer
삼성전자	1,300	2.5	2020-12-30	2021-02-28	NW-Wafer-EFM
삼성전자	1,750	3.4	2020-12-29	2021-08-28	NW-Wafer
삼성디스플레이	1,750	4.2	2019-12-13	2020-09-28	NX-TSH
삼성전자	1,750	4.2	2019-12-30	2020-06-30	NX-Wafer
삼성전자	1,750	4.2	2019-07-29	2019-12-31	NX-Wafer
삼성전자	1,800	5.5	2018-11-01	2018-12-31	NX-Wafer
해외거래처	2,782	11.4	2017-07-07	2017-12-31	-
Powerchip Technology Corporation (대만)	1,787	7.3	2017-05-04	2017-11-30	NX-Wafer
해외거래처 (유럽)	2,184	10.9	2016-11-25	2017-06-30	NX-3DM (200mm)
Micron Memory Taiwan Co. Ltd (대만)	1,969	12.9	2016-02-29	2016-03-16	NX-Wafer

자료: Dart, KB증권

그림 160. 파크시스템스 수주잔고 추이

2Q23말 기준 수주잔고: 1,045억원



자료: 파크시스템스, KB증권

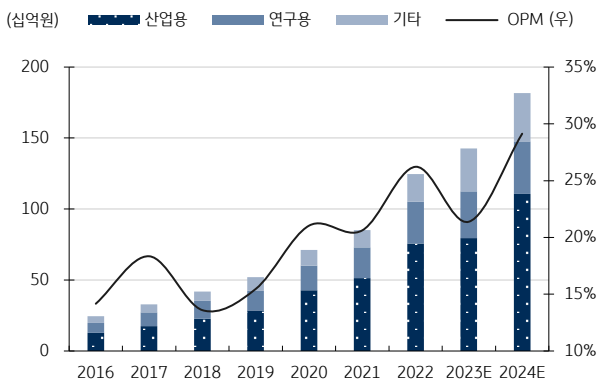
### V. 실적 추정

표 30. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	27	39	32	43	36	50	42	54	85	125	143	182
YoY	54%	139%	-12%	-19%	29%	26%	30%	25%	20%	46%	15%	27%
제품별												
산업용	13	22	16	28	22	30	26	34	51	76	80	111
EUV 리페어	6	6	3	3	3	3	6	6	-	15	18	18
연구용	7	9	8	8	7	10	9	11	22	30	33	37
기타 CS 매출	7	8	8	7	7	10	8	9	12	19	30	34
매출액 비중												
산업용	48%	55%	51%	65%	61%	60%	61%	62%	60%	61%	56%	61%
연구용	27%	24%	25%	18%	20%	20%	20%	21%	25%	24%	23%	20%
기타 CS 매출	25%	21%	24%	17%	19%	20%	19%	17%	14%	15%	21%	19%
영업이익	2	10	5	13	10	14	12	16	18	33	31	53
YoY	268%	7352%	-59%	-31%	363%	41%	125%	27%	17%	86%	-7%	73%
OPM	8%	26%	17%	29%	28%	29%	29%	30%	21%	26%	21%	29%

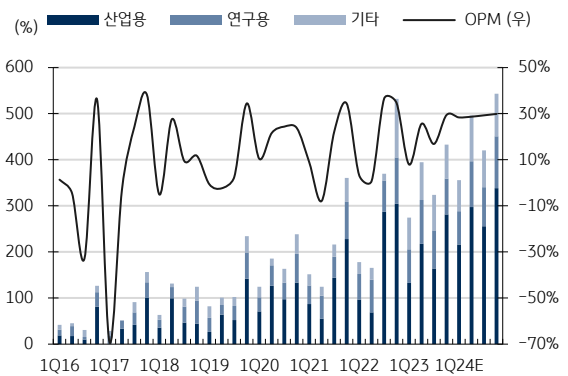
자료: 파크시스템스, KB증권 추정

그림 161. 연간 실적 추정



자료: 파크시스템스, KB증권 추정

그림 162. 분기 실적 추정: 꾸준한 수주에 상저하고 계절성 완화



자료: 파크시스템스, KB증권 추정

## VI. 기업 개요

국내 유일 AFM (원자현미경) 제조사  
글로벌 유일 None-Contact 기술 보유

파크시스템스는 1997년 4월에 설립된 국내 유일 AFM (원자현미경) 제조회사다. 스캔 범위, 샘플 크기 상관없이 어떠한 위치에서도 이미지 왜곡이 없는 True None-Contact Mode (완전 비접촉 모드) 기술을 세계에서 유일하게 보유, 산업용 AFM 시장을 개척한 공로를 인정받아 2015년 12월 기술벤처기업으로 코스닥에 상장했다.

산업용 원자현미경 시장 M/S 80%,

2022년 매출액 기준 사업부별 비중은 산업용 AFM (주로 반도체 제조사향) 61%, 연구용 AFM (학교, 연구기관, 반도체 제조사향) 24%, 기타 CS 매출이 15%다. 연구용 AFM 시장은 성숙 시장으로 경쟁사가 많다. 반면, 산업용 AFM시장에서 경쟁력 있는 제조사는 파크시스템스와 브루커 (BRUKER)이며, 파크시스템스는 1nm 보다 작은 표면까지도 측정이 가능한 기술을 기반으로 22년 기준 점유율 80%를 기록했다.

특정 고객사 의존도 낮음.

주요 고객사: 삼성전자, TSMC, 中 회사

주요 고객사는 시스템반도체에서 EUV 선단공정을 하고 있는 삼성전자와 TSMC로 추정되며, 2022년 지역별 매출로는 중국이 39%로 가장 높았다. 2026년 과천으로 사옥을 이동해 생산 능력은 +2배 확대될 것으로 예상되며, 2027년 SK하이닉스 용인 반도체 클러스터에 합류할 예정이다.

그림 163. 주요 고객사



자료: 파크시스템스 IR자료, KB증권

## Ⅶ. 리스크 요인

### 반도체 업계 투자 축소

2022년 코로나 특수 이후 IT 수요 위축과 재고 증가로 반도체 업계는 전반적으로 투자 축소를 진행하고 있다. 특히 2023년 메모리 제조사의 경우 전년 대비 capex 50% 감소라는 강도 높은 투자 축소를 하고 있다. 반도체 장비 시장은 고객사의 투자가 실적에 직접적인 영향을 준다. 파크시스템스는 반도체 전공정 장비업을 영위하고 있기에 고객사의 투자 축소 영향을 받을 수밖에 없다.

### 펠리클 사용 확대

#### → 검사장비 수요 둔화 가능성

EUV 펠리클은 EUV 마스크를 외부 defect으로부터 보호하는 용도로 사용된다. 따라서 EUV 펠리클 부착 시 EUV 마스크의 defect은 감소할 수 있다. 따라서 웨이퍼와 마스크 표면의 defect을 제거하는 반도체 검사장비의 스텝 수가 감소할 가능성이 있다.

### 그림 164. 23년 7월 레이저텍 실적 컨퍼런스콜: 펠리클 사용 증가 시 마스크 검사장비 수요 감소 가능성 언급

**Nakamura [Q]:** Sorry. By using pellicles, the frequency of mask inspections is reduced.

**Okabayashi [A]:** Yes. As you say, the use of pellicles reduces the contamination of masks by particles, inspections are expected to be less frequent than those without pellicles.

However, we do not currently have data on the quantitative amount.

"펠리클 사용 시 마스크 파티클 오염 감소"  
→ 검사장비 스텝 수 감소할 수 있음

자료: Lasertec, KB증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	85	125	143	182	223
매출원가	30	43	54	63	75
매출총이익	55	81	89	119	148
판매비와관리비	38	49	59	66	82
영업이익	18	33	31	53	66
EBITDA	21	36	35	58	72
영업외손익	-9	-1	-1	-1	-1
이자수익	0	0	2	2	2
이자비용	1	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	-1	-2	-3	-3
세전이익	9	32	30	52	65
법인세비용	0	4	1	10	13
당기순이익	9	28	28	42	52
지배주주순이익	9	28	28	42	52
수정순이익	9	28	28	42	52

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	19.7	46.1	14.6	27.3	23.0
영업이익 성장률	17.4	85.7	-6.6	73.4	25.1
EBITDA 성장률	16.1	74.4	-3.6	66.0	24.0
지배기업순이익 성장률	-8.7	207.8	0.9	48.8	23.5
매출총이익률	64.7	65.4	62.4	65.3	66.3
영업이익률	20.6	26.2	21.4	29.1	29.6
EBITDA이익률	24.5	29.2	24.6	32.1	32.3
세전이익률	10.3	25.6	20.7	28.5	29.0
지배기업순이익률	10.7	22.5	19.8	23.1	23.2

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	11	28	32	37	44
당기순이익	9	28	28	42	52
유형자산상각비	3	4	5	5	6
기타비현금손익 조정	10	9	1	10	13
운전자본증감	-10	-13	-1	-10	-14
매출채권감소 (증가)	-9	-8	-2	-11	-12
재고자산감소 (증가)	-4	-10	0	-7	-10
매입채무증가 (감소)	2	2	1	2	2
기타운전자본증감	1	4	0	5	5
기타영업현금흐름	-1	0	-1	-10	-13
투자활동 현금흐름	-4	-14	-7	-8	-8
유형자산투자감소 (증가)	-3	-4	-7	-7	-8
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-1	-1	0	0	0
기타투자현금흐름	-1	-9	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-9	8	4	5
금융부채 증감	-2	-6	10	6	6
자본의 증감	1	-1	0	0	0
배당금 당기지급액	-1	-2	-3	-3	-3
기타재무현금흐름	0	0	1	1	1
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	5	5	33	33	40
기말현금	40	45	78	111	151
잉여현금흐름 (FCF)	8	24	25	29	36
순현금흐름	12	9	22	28	34
순현금 (순차입금)	23	32	54	82	116

자료: 파크시스템스, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	134	167	208	263	329
유동자산	107	126	164	218	282
현금 및 현금성자산	40	45	78	111	151
단기금융자산	0	1	1	1	1
매출채권	31	37	40	50	62
재고자산	24	38	39	45	56
기타유동자산	11	5	8	10	12
비유동자산	27	41	43	45	47
투자자산	2	2	2	2	2
유형자산	23	26	29	31	33
무형자산	0	10	10	10	10
기타비유동자산	3	3	3	3	3
부채총계	44	48	63	79	96
유동부채	27	40	54	69	85
매입채무	6	6	7	9	12
단기금융부채	0	10	20	26	32
기타유동부채	21	23	26	34	41
비유동부채	17	8	9	10	11
장기금융부채	17	4	4	4	4
기타비유동부채	0	4	5	6	8
자본총계	90	119	145	184	233
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	44	48	48	48	48
기타자본항목	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	43	70	95	134	183
지배지분 계	90	119	145	184	233
비지배지분	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	112.9	28.2	42.0	28.3	22.9
P/B	11.7	6.6	8.2	6.4	5.1
P/S	12.0	6.3	8.3	6.5	5.3
EV/EBITDA	49.5	20.9	32.3	19.0	14.8
EV/EBIT	58.7	23.3	37.2	20.9	16.2
배당수익률	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
EPS	1,355	4,034	4,055	6,027	7,445
BVPS	13,067	17,194	20,806	26,436	33,484
SPS (주당매출액)	12,715	17,950	20,500	26,069	32,065
DPS (주당배당금)	250	400	400	400	400
배당성향 (%)	18.9	9.9	9.8	6.6	5.3
수익성지표					
ROE	12.7	26.7	21.4	25.5	24.9
ROA	7.6	18.6	15.1	17.8	17.5
ROIC	11.3	23.5	19.1	22.3	21.7
안정성지표					
부채비율	48.6	39.8	43.3	42.8	41.2
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	4.0	3.2	3.0	3.2	3.3
이자보상배율 (배)	13.2	134.2	50.8	88.2	116.6
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	3.3	3.6	3.7	4.0	4.0
매입채무회전율	16.3	20.4	20.7	21.7	21.3
재고자산회전율	3.8	4.0	3.7	4.3	4.4



더 많은 리포트 보기

# 넥스틴 (348210)

## 전공정 광학 검사장비 구조적 성장 수혜주

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영  
02-6114-2920 juyoung.park@kbf.com

투자 의견 Buy,  
목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

넥스틴에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 75,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했으며, WACC 9.54%, 영구성장률 2.2%를 적용했다. KB증권 추정치 기준 목표주가 12개월 선행 Implied P/B는 4.3배이며, 11월 14일 종가 기준 상승여력은 25%이다.

### ① 검사장비 시장 구조적 성장 수혜

넥스틴의 투자 포인트는 크게 2가지다. ① 공정 미세화로 반도체 제조사들이 수율 확보에 어려움을 겪으면서 수율 개선에 기여하는 검사장비 수요가 증가하고 있다. 넥스틴은 국내 유일 전공정 광학검사장비 회사이며, dark-field 검사장비가 주력 분야다. 2년마다 신제품을 출시해 글로벌 검사장비 1위인 KLA와의 기술 격차를 줄이고 있다. 검사장비 시장의 구조적 성장에 따른 수혜를 전망한다.

### ② 24년 P↑Q↑: 견조한 실적 전망

② 2024년에는 (P) 신규 장비 (EUV 공정내 정전기 제거, 3D 낸드 검사) 매출 반영 효과로 ASP가 상승하고, (Q) 고객사 신규 확보에 따른 점유율 확대 (Dark-field 검사장비 글로벌 점유율 23E 5.3% → 24F 6.5%)가 예상된다. 따라서 2024 매출액은 1,562억원 (+65% YoY), 영업이익은 690억원 (+70% YoY, OPM +44%)을 기록할 전망이다.

### 24년 과도한 중국 노출도 우려 완화

넥스틴 주가는 직전 고점 (8/1 90,200원) 대비 33% 하락했다. 과도한 중국 노출도 및 고객사 수주 지연 우려 때문이다. 하지만 고객사 다변화와 가격 경쟁력 확보로 2024년 주가는 상승 반전이 기대된다. ① 메모리 고객사 신규 진입 가능성이 높아지고 있고, ② 중국 JV 설립을 통해 중국내 생산 시 최대 50% 보조금 수령 가능성이 있어 KLA와 장비 가격 격차는 현재 40%에서 최대 70%까지 벌어질 전망이다.

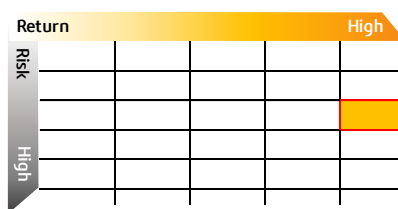
## Buy 신규

목표주가 (원)	75,000
Dividend yield* (%)	0.8
Total return (%)	25.8
현재가 (11/14, 원)	60,000
Consensus target price (원)	97,000
시가총액 (억원)	6,118

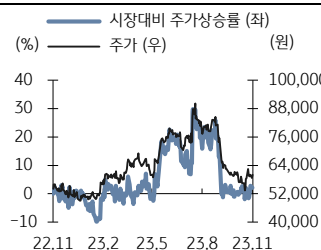
\* Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data				
Free float (%)	68.2			
거래대금 (3m, 십억원)	7.6			
외국인 지분율 (%)	14.1			
주요주주 지분율 (%)	AP스홀딩스 외 13인 30.1			
Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-22.4	0.2	12.0
시장대비 상대수익률	2.1	-11.9	3.7	2.1

Risk & Total Return (annualized over three years)



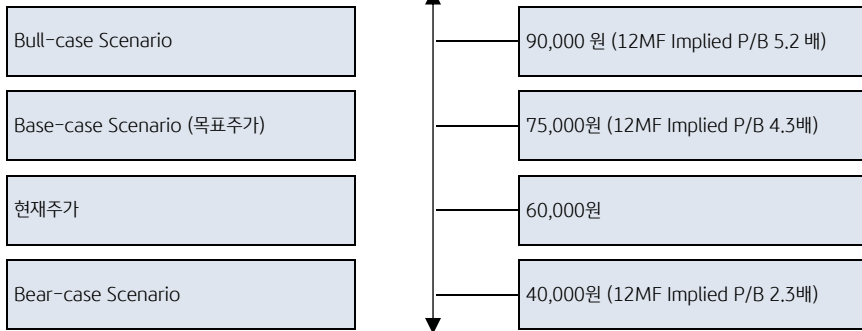
Stock Price & Relative Performance



자료: 넥스틴, KB증권

Earnings Forecast & Valuation				
결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	115	95	156	190
영업이익 (십억원)	57	41	69	84
지배주주순이익 (십억원)	43	33	56	69
EPS (원)	4,422	3,314	5,460	6,738
증감률 (%)	134.3	-25.1	64.8	23.4
P/E (x)	11.3	18.1	11.0	8.9
EV/EBITDA (x)	7.5	12.1	6.7	4.9
P/B (x)	5.0	4.8	3.4	2.5
ROE (%)	52.5	29.4	36.3	32.6
배당수익률 (%)	1.0	0.8	0.8	0.8

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 24년 Dark-field 검사장비 점유율 6.2~6.6%
- 2) 24년 중국 JV 보조금 비율 25~35%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 24년 Dark-field 검사장비 점유율 6.6% 상회
- 2) 24년 중국 JV 보조금 비율 35% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 24년 Dark-field 검사장비 점유율 6.2% 하회
- 2) 24년 중국 JV 보조금 비율 25% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	95	156	-	-
영업이익	-	-	41	69	-	-
지배주주순이익	-	-	33	56	-	-

자료: KB증권 추정

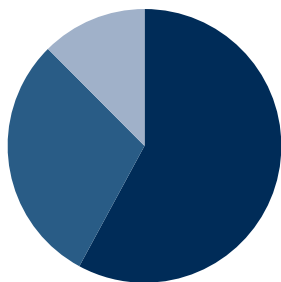
컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	95	156	110	169	-13.5	-7.8
영업이익	41	69	50	82	-19.1	-15.7
지배주주순이익	33	56	41	62	-18.3	-10.8

자료: Quantwise, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)

■ AEGIS-II ■ AEGIS-I ■ 용역 및 기타



자료: 넥스틴, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
넥스틴	612	18.1	11.0	4.8	3.4	4.8	3.4	29.4	36.3	0.8	0.8
KLA	87,023	20.2	18	21	18.2	15.9	14.5	68.3	84.2	1.2	1.3
Hitachi	79,413	16.4	15.1	1.7	1.6	9.1	8.5	12.6	15	1.6	1.7
Camtek	3,208	28.6	23.6	4.4	3.7	N/A	N/A	14	23.3	N/A	N/A

자료: Bloomberg 컨센서스, 넥스틴은 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 9.54%, 영구성장률 2.2% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

90,000원 ~ 40,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

24E P/B 4.3배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+2.4	+2.1
금리 1%p 상승 시	+2.2	+2.1

## I. 투자의견 및 밸류에이션

표 31. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	115	95	156	190	199	207	213	220	226	231	233	236	238	239
영업이익	57	41	69	84	79	80	82	84	87	89	90	91	92	92
<b>NOPLAT</b>	42	30	52	63	59	60	61	63	65	67	67	68	69	69
감가상각비	2	3	3	4	4	5	5	6	6	6	7	7	7	8
<b>총 현금흐름</b>	44	33	55	67	64	64	67	69	71	73	74	75	76	77
운전자본 증감	33	-6	16	10	3	2	2	2	2	1	1	1	1	0
Capex	5	6	6	6	6	7	7	7	8	8	8	8	9	9
총 투자	38	-1	22	16	9	9	9	9	10	9	9	9	9	9
<b>FCFF</b>	1	4	33	51	55	55	58	60	62	64	65	66	67	67
Terminal Value														997
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		9.54	9.50	9.47	9.44	9.40	9.37	9.33	9.29	9.25	9.21	9.17	9.12	9.08
PV of FCFF		4	28	39	38	35	34	32	30	29	27	25	23	21
Total PV of FCFF		364												
연구성장률 (%)		2.2%												
PV of terminal value		315												
<b>Valuation</b>														
<b>영업가치</b>		678.9												
현금 및 현금성자산		80.8												
단기금융자산		8.1												
총금융부채		0.8												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		767.1												
주당 적정 가치		75,225												
<b>목표주가</b>		75,000원												
현재주가 (23.11.14)		60,000원												
<b>Upside</b>		25.0%												

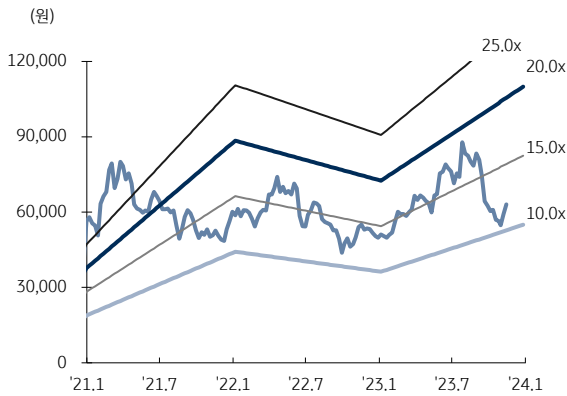
자료: 넥스틴, KB증권 추정

표 32. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	10.09	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	1.19	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	5.40	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	88.2	
순차입금 가중치 (k)	11.8	
WACC (A x j + B x k)	9.54	

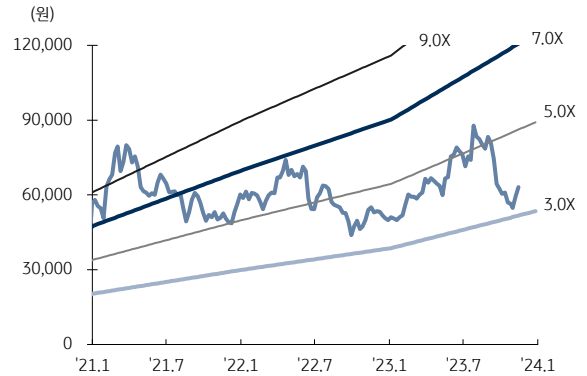
자료: KB증권 추정

그림 165. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



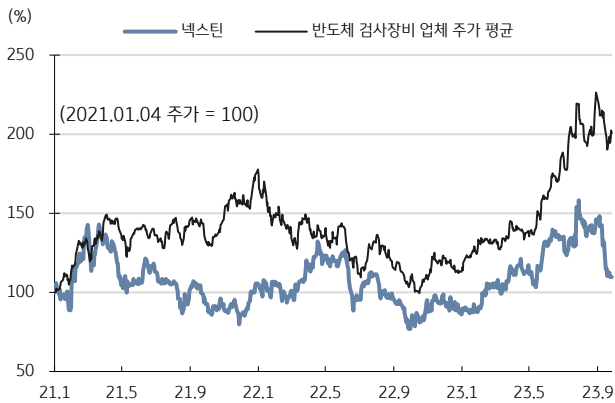
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 166. 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: Quantiwise, KB증권 추정

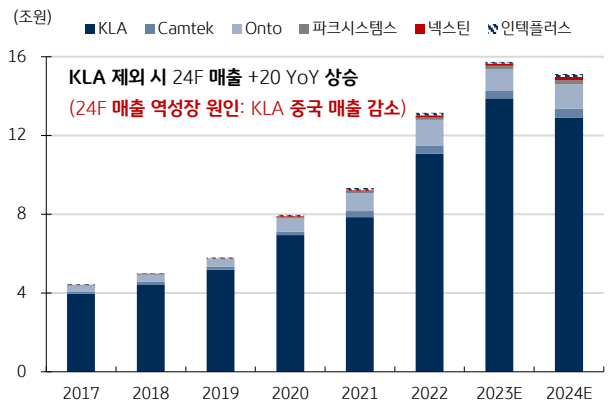
그림 167. 글로벌 검사장비 업체 추가 추이  
- 넥스틴, 중국 우려로 과도한 주가 하락



자료: Bloomberg, KB증권

주: 검사장비 업체는 KLA, Onto Innovation, Camtek, 넥스틴, 파크시스템스, 인텍플러스

그림 168. 글로벌 검사장비 업체 매출액 추이  
- 24F KLA 제외 시 검사장비 업계 매출 +20% YoY



자료: Bloomberg 컨센서스, 파크시스템스 / 넥스틴은 KB증권 추정

주: 검사장비 업체는 KLA, Onto Innovation, Camtek, 넥스틴, 파크시스템스, 인텍플러스

## II. 주가 분석

### 넥스틴 주가 키워드는 '중국'

넥스틴 주가 키워드는 '중국'이다. 2020년 10월 8일 국내 유일 전공정 검사장비 업체라는 기대감을 받으며 상장했고, 2020년 중국향 매출이 301억원을 기록 (+12배 YoY)해 주가는 12MF P/E 30배까지 올랐다. 하지만, 2021년 미국의 대중 반도체 제재가 심화되면서 중국 고객사의 투자 위축 우려로 주가는 2021년 연중 최대 45% 하락했다. 2022년 역시 IT 전방 수요 약세로 주가는 사상 최저점인 43,850원을 기록했다. 하지만 미중 규제 영향으로 검사장비 시장의 절대 강자인 KLA의 중국 수출 불확실성이 커지면서 넥스틴 장비로의 교체 수요가 발생해 2Q23 사상 최대 중국향 매출 (324억원)을 기록했다. 주가 또한 상장 이후 최고점을 기록했다 (8/1 주가 90,200원)

### 24년 중국내 capa ↑ + 보조금 수령 전망. 실적 성장 방향성 변함 없어

최근 주가는 직전 고점 (8/1 90,200원) 대비 33% 하락했다. 중국 고객사 수주 지연 및 미국 고금리 지속 우려에 따른 IT섹터 주가 조정 때문이다. 2023년 하반기 매출은 전년대비 25% 감소할 전망이다. 하지만 우리는 과거 주가 흐름을 통해 중국향 매출에 대한 우려가 있을 때 실적을 보여주면 된다는 것을 배웠다. 2024년 중국 우시에서 JV 설립을 통해 캐파를 2배 가까이 확장할 계획이며, 넥스틴 검사장비를 구매하는 중국 고객사들은 최대 50% 보조금을 받을 것으로 기대된다. 보조금이 확정되면 dark-field 검사장비에 대한 KLA와 넥스틴 제품 단가 차이는 현재 약 2배에서 최대 4배까지 확대될 전망이다 (현재 장비 가격: KLA 900만 달러 vs. 넥스틴 500만 달러 추정). 넥스틴은 dark-field 검사장비 글로벌 점유율이 5% 수준인 만큼 점유율과 함께 주가도 상방도 열려 있다고 판단한다.

그림 169. 넥스틴 주가 추이



자료: Quantiwise, KB증권 추정

### III. 전공정 검사장비: 반도체 수율 개선 필수 장비

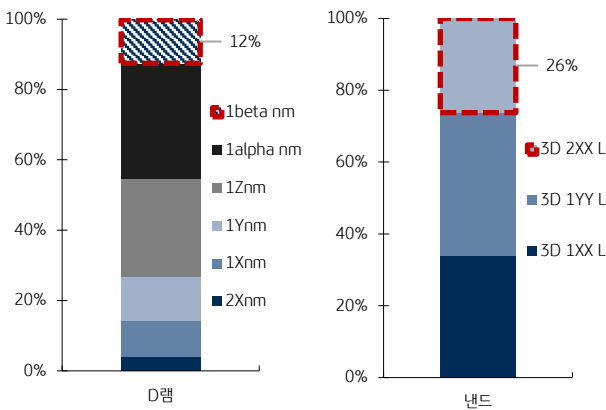
#### 반도체 산업의 방향성: 미세공정

반도체 산업의 방향성은 소자 선폭 미세화다. 4Q24E 선단공정 비중을 보면 1bnm D램은 12%, 200단 이상 낸드는 26%를 차지할 것으로 전망한다. EUV가 가장 먼저 도입된 파운더리의 경우 삼성 파운드리, TSMC, 인텔의 선단공정 경쟁으로 2024년말 2nm 시장 개화가 예상된다.

#### 미세공정 ↑ → 수율 중요성 ↑ → 검사 수요 ↑

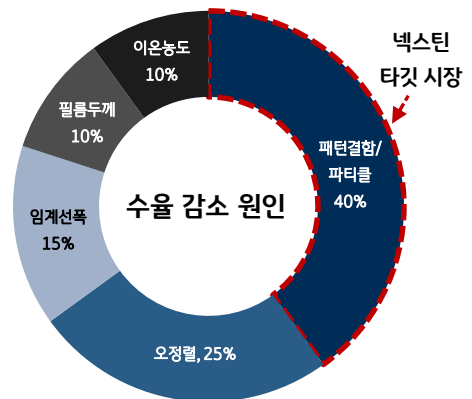
공정이 미세화될수록 수율 확보가 어려워지고 있다. 수율이란, 웨이퍼 한 장에 설계된 최대 칩 개수 대비 실제 생산된 정상 칩 개수가 얼마인지 나타내는 수치이다. 수율이 불안정하면 반도체 제조사는 수주 받은 물량을 기한내에 납품할 수 없어 고객사의 신뢰를 잃게 된다. 수율 저하의 원인은 다양한데, 패턴결함과 파티클에 의한 결함이 40%, 오정렬 25%, 임계선폭 15%, 필름 두께 10%, 이온농도 10%가 주된 이유다. 이 중에서 패턴 결함은 공정 개선을 통한 예방이 어려워 전공정에서 패턴이 형성되는 초기 단계부터 매 공정마다 패턴 결함 검사장비를 배치해 수율을 높이고 있다. 반도체 전공정에서 MI (Measurement & Inspection) 공정은 약 30%를 차지하고 있다. 검사 공정은 반도체 공정 미세화로 공정 개수가 증가하는 구조적인 성장이 예상된다.

그림 170. 4Q24E 테크 노드 비중  
: 1bnm D램 12%, 200단 이상 낸드 26%



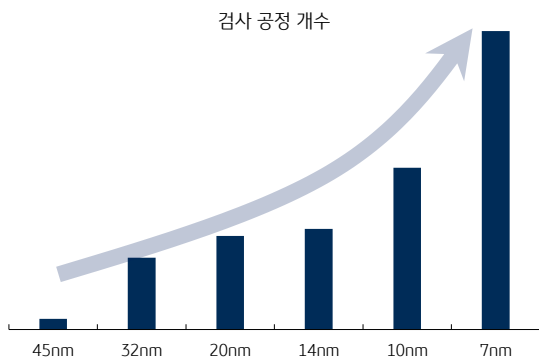
자료: Trendforce, KB증권 추정

그림 171. 반도체 수율 감소 원인  
: 패턴결함 + 파티클이 가장 높은 비중인 40% 차지



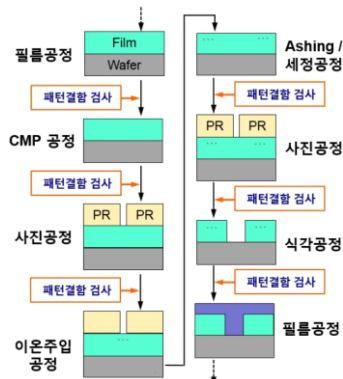
자료: 넥스틴 IR자료, KB증권 추정

그림 172. 회로선폭 미세화 될수록 검사 공정 개수 증가



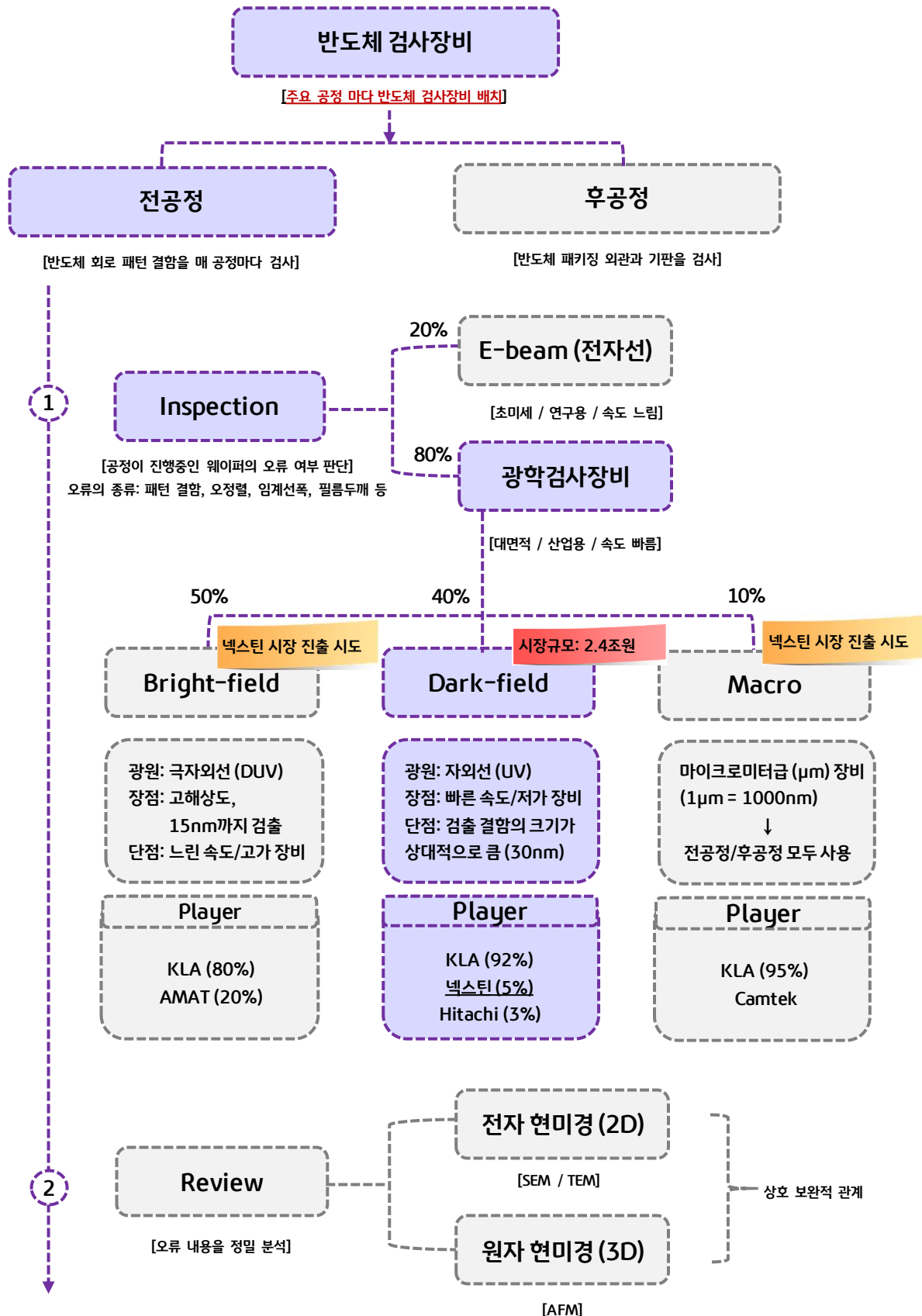
자료: 넥스틴 IR자료, KB증권

그림 173. 반도체 전공정 내 계측·검사 공정 비중 30%



자료: 넥스틴 IR자료, KB증권 추정

그림 174. 검사장비 시장 ① 반도체 수율 개선 핵심 장비 → 시장 규모 지속 성장, ② 넥스틴: 점유율 확대에 따른 성장 기대



자료: KB증권

## IV. 투자포인트

### 1. 메모리 신규 고객사 확보 기대

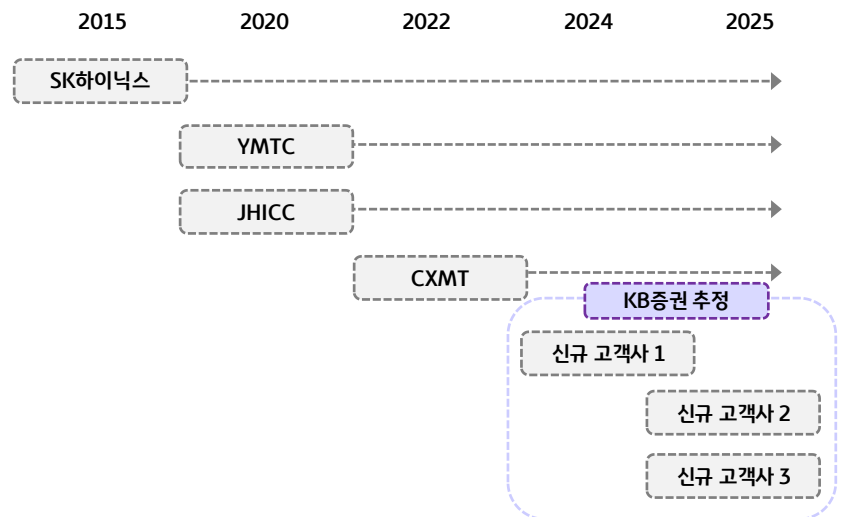
#### Dark-field 국산화 성공 → 국내 Hitachi 장비 대체

2015년 넥스틴은 전공정 광학검사장비인 dark-field 장비 국산화에 성공했다 (이지스1). 해당 장비는 KLA (1위)와 Hitachi가 독식했던 시장이었다. 하지만, 넥스틴이 Hitachi보다 검사 속도가 20% 빠르면서 가격은 비슷한 수준의 장비 개발에 성공해 SK하이닉스 메모리 생산 라인에서 Hitachi 장비를 대체하고 있다. Hitachi의 Dark-field 장비가 주요 공정 (노광, 식각, 증착) 이외의 공정에 깔려 있는 것으로 추정돼 SK하이닉스의 투자 재개 시 넥스틴 장비로의 대체 속도는 가속화될 전망이다.

#### 24년 메모리 신규 고객사 확보 가시화

추가 메모리 고객사로의 신규 진입 가능성도 높다고 판단한다. 글로벌 메모리 업체에 Hitachi 장비가 상당 물량 깔려 있는 것으로 추정된다. 레거시 제조사의 경우 장비 사용 기간이 길지만, 선단공정에 집중하는 메모리 제조사의 경우 검사장비 교체주기는 2~3년으로 추정된다. 따라서 교체주기의 도래로 신규 메모리 업체에 깔려 있는 Hitachi 장비가 넥스틴 장비로 대체될 가능성이 높다고 판단한다. 신규 고객사 확보가 가시화되면 추가 re-rating이 가능할 것이다.

그림 175. 넥스틴 고객사 확보 로드맵



자료: KB증권 추정

## 2. 신규 장비 출시에 따른 ASP 상승 및 신규 시장 진입

### 이지스3 납품 시작 → ASP 20% 상승

지난 7월 SMSC (중국 파운드리 1위 SMIC 자회사)향으로 이지스3 첫 납품이 시작된 것으로 추정된다. 이지스3는 전작비 성능이 최대 50% 향상되어 KLA와의 기술 격차를 감소시켰다. 넥스틴은 신제품 출시로 이지스 시리즈 ASP가 약 20% 상승할 것으로 예상된다. 과거 이지스2가 매출로 인식되기 시작한 3Q21부터 매출총이익률은 지속적으로 개선돼 1Q23에는 72%를 기록했다. 이지스3 수주 물량이 본격화되는 2024년에도 고마진 구조를 이어갈 전망이다.

### EUV 웨이퍼 안쪽 정전기 제거 장비 최초 개발

EUV용 웨이퍼 정전기 제거 데모장비 (레스큐)를 고객사에 납품한 것으로 추정되며, 2025년부터 본격적으로 매출 성장에 기여할 전망이다. 시장에 이미 나와있는 정전기 제거 장비의 경우 웨이퍼 표면 정전기만 제거할 수 있다. 하지만, 레스큐는 표면뿐 아니라 세계 최초 웨이퍼 안쪽 정전기까지 제거 가능한 장비다. 웨이퍼 안쪽 정전기 제거는 수율 개선에 기여할 수 있다. EUV 시장 지속 성장에 따라 리페어 장비 수요 역시 증가할 전망이다.

### 3D 낸드 검사장비 시장 개척

3D 검사장비는 적층 구조의 3D 낸드 하단부까지 검사할 수 있는 장비다. 기존 장비는 파장이 하단부까지 도달하지 못하는 한계가 있었는데, 아이리스의 경우 파장을 다르게 해서 빛을 쏘는 다중비초점면 기술 (Through-focus Scanning Optical Microscope)을 구현해 하단부 오류까지 볼 수 있는 장비이다. 넥스틴이 최초 개발한 장비이기에 기존에 없는 시장을 개척해야하는 상황이다. 2023년 Top5 낸드 제조사 캐파 중 3D 낸드 비중은 70-80%로 추정되어 3D 낸드 검사장비 시장의 빠른 개화를 전망한다.

### HBM용 검사장비 준비

전공정 검사장비를 주력으로 해온 넥스틴은 후공정을 타깃으로한 마이크로미터급 매크로 톨 장비 (크로키)를 준비하고 있다. 후공정 매크로 톨 장비 시장은 캠탭 (CAMT US)과 온투이노베이션 (ONTO US)이 시장을 양분하고 있다. 넥스틴은 고객사 요청으로 HBM용 기능을 확대한 매크로 장비를 준비하고 있는 것으로 추정된다. 1H24 고객사에 데모 장비 납품 및 HBM 시장의 고성장에 따라 매출 인식이 빨라질 것으로 예상된다.

표 33. 넥스틴 장비 라인업

제품명	타깃시장	진행상황	경쟁사
이지스 1 (=이지스 DP)	전공정 Inspection - Dark field	2015 년 출시	KLA, Hitachi
이지스 2	전공정 Inspection - Dark field	2020 년 6 월 출시	KLA, Hitachi
이지스 3	전공정 Inspection - Dark field	3Q23 중국 고객사향 매출 첫 발생	KLA, Hitachi
레스큐	EUV 용 웨이퍼 내부 정전기 제거	고객사 데모 장비 납품	키엔스코리아 (이오나이저)
아이리스	3D 낸드 검사 장비	고객사 데모 장비 납품	넥스틴 최초 개발
크로키 (매크로)	후공정 Inspection (HBM 특화)	1H24 고객사 데모 장비 납품 예정	캠탭, 온투이노베이션
바이올리스	전공정 Inspection - Bright field	2024 년말까지 개발 예정	KLA, AMAT

자료: 넥스틴, KB증권 추정

### 3. 미중 제재 반사수혜

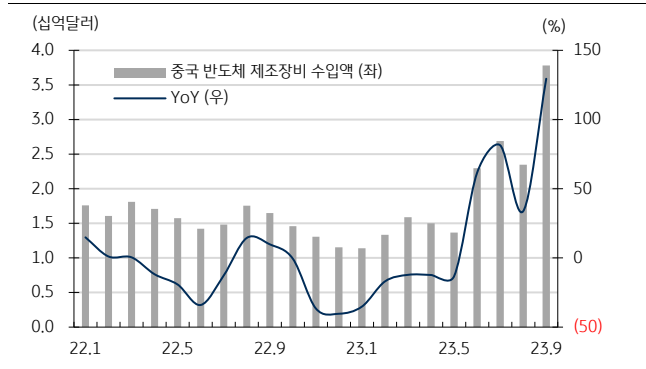
#### 중국내 KLA 레거시 장비 대체 수요 전망

넥스틴 검사장비는 최대 30nm 레거시 공정을 타깃하고 있다. 반면 선단공정 중심의 KLA는 10nm까지 검사가 가능해 미국의 대중 반도체 제재 (로직 14nm 이하, 낸드 128단 이상, 디램 18nm 이하 장비 반입 규제) 영향을 받아 선단공정 장비 수출이 어려운 상황이다. 따라서 KLA도 중국향 레거시 장비에 집중하고 있다. 하지만, 넥스틴은 레거시 검사장비 시장에서 가격 경쟁력을 앞세워 미중 제재에 따른 반사수혜를 받을 것으로 전망된다.

#### 중국내 보조금 최대 +50% 수령 전망

중국 정부는 2030년까지 반도체 산업에 200조원의 보조금을 투입할 것으로 밝혔다. 넥스틴은 2020년부터 중국 고객사에 장비 납품을 시작해 아직까지 중국내 점유율은 미미하다. 따라서 넥스틴은 중국 JV 설립을 준비하고 있으며, 고객사가 장비 구매 시 장비 가격의 최대 50%를 보조금으로 받을 수 있을 것으로 예상된다. 현재 넥스틴 장비 가격은 KLA 대비 40% 이상 낮은 것으로 추정되며 (넥스틴 500만 달러 vs. KLA 900만 달러), 보조금 수령시 최대 70%까지 가격 경쟁력을 가져갈 전망이다.

그림 176. 9월 중국 반도체 제조장비 수입액 +129% YoY



자료: 중국 세관, KB증권

표 34. KLA vs. 넥스틴 장비 가격 비교

	KLA	넥스틴
장비 가격	900 만 달러	500 만 달러
가격 차이		<b>44% ↓</b>
<b>30% 보조금 적용</b>	900 만 달러	350 만 달러
가격 차이		<b>61% ↓</b>
<b>50% 보조금 적용</b>	900 만 달러	250 만 달러
가격 차이		<b>72% ↓</b>

자료: KB증권 추정

표 35. 2022년 이후 수주 공시: 중국 비중 80% 이상

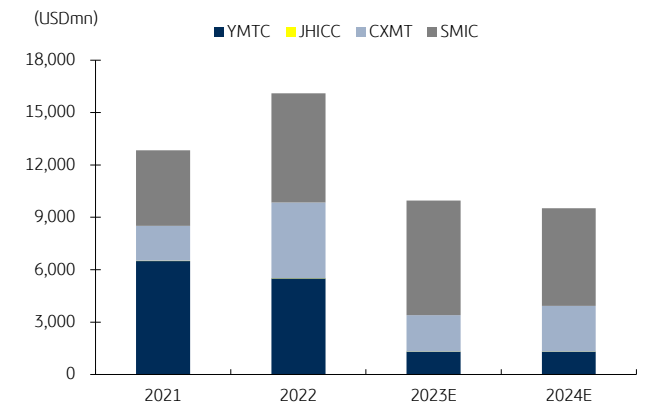
2022년 계약 상대방	계약금액총액 (십억원)	계약시작일	계약종료일	지역
Yangtze Memory Technologies Co.,Ltd.	15.8	2022-01-04	2023-03-31	중국
SMIC	11.4	2022-03-29	2023-12-31	중국
SK 하이닉스	10.1	2022-03-31	2022-09-30	한국
SMIC	18.1	2022-04-08	2023-01-14	중국
JHICC	10.0	2022-04-18	2022-08-31	중국
매그나칩반도체 유한회사	3.0	2022-05-18	2022-09-30	한국
Semiconductor Manufacturing Electronics(Shaoxing) Corp.	6.7	2022-06-23	2022-10-31	중국
Semiconductor Manufacturing Oriental Corporation	12.1	2022-06-23	2024-02-18	중국
SK 하이닉스	9.4	2022-07-08	2022-10-31	한국
SK 하이닉스	3.2	2022-07-12	2022-09-20	중국
ChangXin Memory Technologies, Inc.	7.4	2022-10-28	2023-02-06	중국
ChangXin Memory Technologies, Inc.	14.8	2022-11-01	2023-02-28	중국
ChangXin Memory Technologies, Inc.	13.0	2022-12-21	2023-05-31	중국
<b>2022년 신규 수주 합계</b>	<b>1,349 억원</b>			<b>중국 비중 83%</b>

2023년 계약 상대방	계약금액총액 (십억원)	계약시작일	계약종료일	지역
삼성 SDI	3.8	2023-01-18	2023-12-31	한국
PXW Semiconductor Manufactory Co.,Ltd	6.5	2023-01-25	2023-05-31	중국
JHICC	6.6	2023-03-02	2023-07-01	중국
Yangtze Memory Technologies Co.,Ltd.	6.5	2023-03-15	2024-06-05	중국
SMSC (SMIC 자회사)	7.9	2023-07-13	2023-10-09	중국
SMSC (SMIC 자회사)	15.6	2023-10-24	2023-12-20	중국
SMSC (SMIC 자회사)	15.1	2023-11-03	2024-03-31	중국
<b>2023년 신규 수주 합계</b>	<b>620 억원</b>			<b>중국 비중 94%</b>

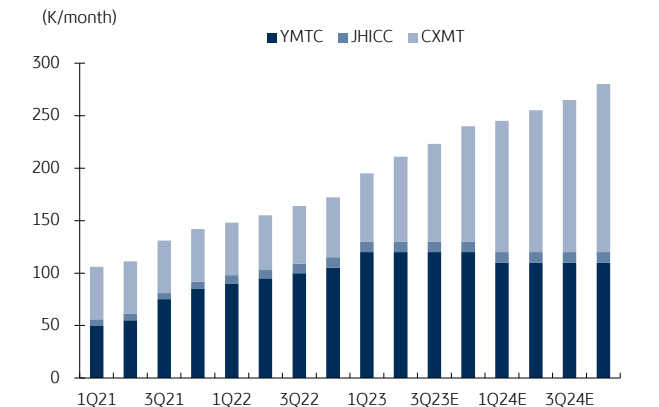
자료: Dart, KB증권

그림 177. 중국 주요 고객사 capex 추이



자료: Trendforce, Bloomberg, KB증권 추정

그림 178. 중국 주요 고객사 capa 추이



자료: Trendforce, Bloomberg, KB증권 추정

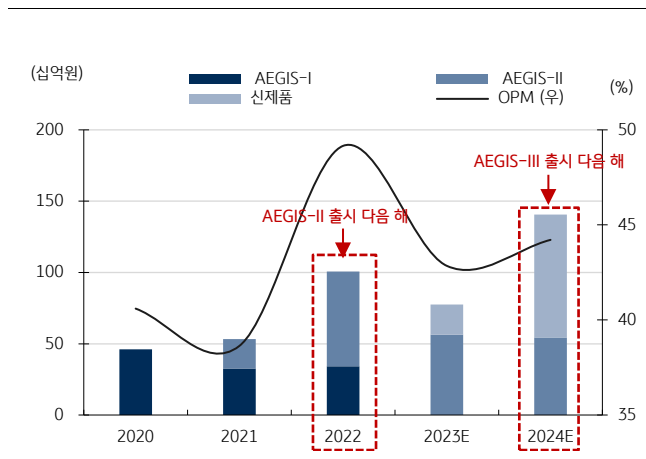
### V. 실적 추정: 내년 다시 고성장

표 36. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>19</b>	<b>36</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>115</b>	<b>95</b>	<b>156</b>	<b>190</b>
YoY	14%	1%	-66%	25%	74%	2%	194%	73%	101%	-18%	65%	22%
제품별												
AEGIS-II	14	32	2	8	11	14	15	14	67	56	54	58
신제품 (AEGIS-III 포함)	0	0	7	14	18	19	23	26	0	21	86	113
용역 및 기타	4	4	5	4	4	4	4	4	14	17	16	19
<b>매출액 비중</b>												
AEGIS-II	76%	88%	17%	32%	34%	37%	36%	32%	36%	59%	35%	31%
신제품 (AEGIS-III 포함)			49%	54%	54%	52%	55%	59%		22%	55%	59%
용역 및 기타	24%	12%	34%	14%	12%	10%	9%	9%	7%	18%	10%	10%
<b>영업이익</b>	<b>8</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>57</b>	<b>41</b>	<b>69</b>	<b>84</b>
YoY	31%	-11%	-81%	42%	68%	-2%	329%	78%	156%	-28%	70%	22%
OPM	45%	46%	30%	44%	43%	44%	44%	45%	49%	43%	44%	45%

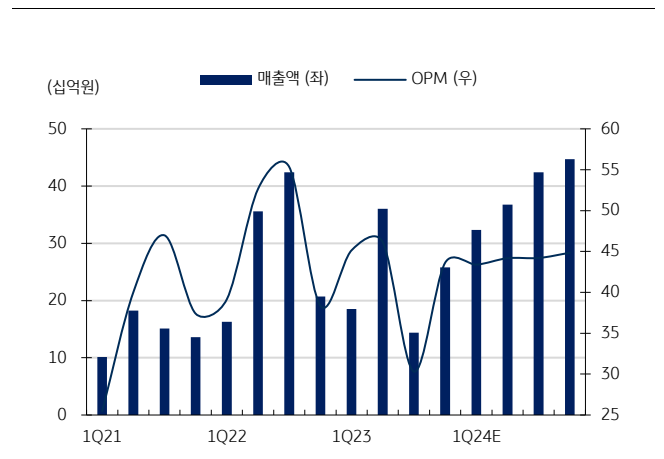
자료: Dart, KB증권

그림 179. 연간 실적: 신제품 출시 다음 해 매출액 큰 폭의 성장



자료: 넥스틴, KB증권 추정

그림 180. 분기 실적 전망



자료: 넥스틴, KB증권 추정

## VI. 기업 개요

### 국내 유일 전공정 광학검사장비 회사

넥스틴은 2010년 6월에 설립된 국내 유일 전공정 광학검사장비 회사다. 2015년 전공정 광학검사장비 중에서 dark-field 장비 국산화에 성공했고, 2020년 9월 코스닥에 상장했다. 현재는 전공정 검사 장비만 납품하고, 광학검사 기반 dark-field 장비를 주력으로 하고 있다. 웨이퍼 검사는 전공정 라인에서 공정을 진행 중인 웨이퍼 중에서 일부 사진을 찍어 정상인 웨이퍼와 비교해 결함이 있을 것으로 추정되는 웨이퍼를 선별함으로써 수율 향상에 기여한다.

### 국내는 Hitachi, 중국에서는 KLA와 경쟁

Dark-field 장비는 KLA (1위)와 Hitachi가 독식했던 시장이었다. 하지만, 넥스틴이 Hitachi보다 검사 속도가 20% 빠르면서도 가격은 비슷한 수준의 장비 개발에 성공해 SK하이닉스 메모리 생산 라인에서 Hitachi의 장비를 대체하고 있는 것으로 추정된다. 또한, 미국의 대중 반도체 제재로 KLA가 중국의 반도체 장비를 납품하기 어려워지면서 넥스틴은 가격 경쟁력을 내세워 중국 고객사향 매출을 빠르게 확대시키고 있다.

### 주요 고객사

: SK하이닉스, 중국 주요 반도체 회사

주요 고객사는 SK하이닉스 (2022년 기준 매출비중 34%)와 중국 주요 반도체 회사이다 (D램: CXMT, JHICC / 낸드: YMTC / 파운드리: SMIC, PXW). 2023년 국내 반도체 제조사들의 강도 높은 capex 축소로 중국 매출 비중이 80%를 넘을 전망이다.

### 최대 주주는 APS

넥스틴의 최대주주는 지주사인 APS (지분율 18.7%, 주요 자회사는 AP시스템, 디이엔티, 넥스틴)이며, 그 외 5% 이상 주주로는 박태훈 대표이사 (지분율 7.9%)가 있다.

## Ⅶ. 리스크 요인

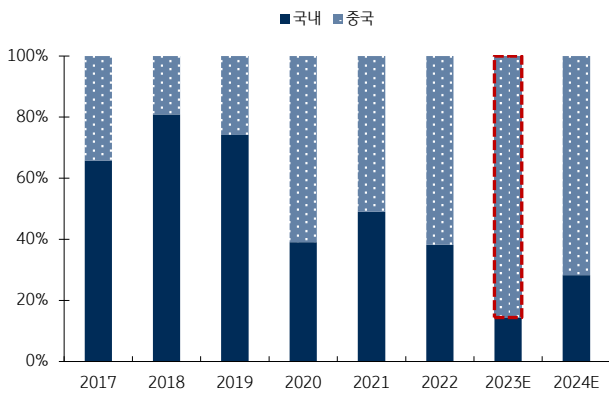
### 과도한 중국향 매출 비중 → 수주 지연, 투자 위축 리스크

넥스틴의 중국향 매출 비중은 21년 51% → 22년 62% → 23E 80% 이상으로 꾸준히 증가하고 있다. 현재 중국은 미국의 반도체 제재로 선단공정 장비 반입에 어려움을 겪고있다. 따라서 레거시 공정 장비 수입을 늘리고 있어 넥스틴이 수혜를 받고 있다. 하지만, 중국내 반도체 지원 정책 변화, 미국의 대중 규제가 심화된다면 중국 고객사 수주가 지연되거나 투자가 위축될 리스크가 있다.

### 반도체 업계 투자 축소

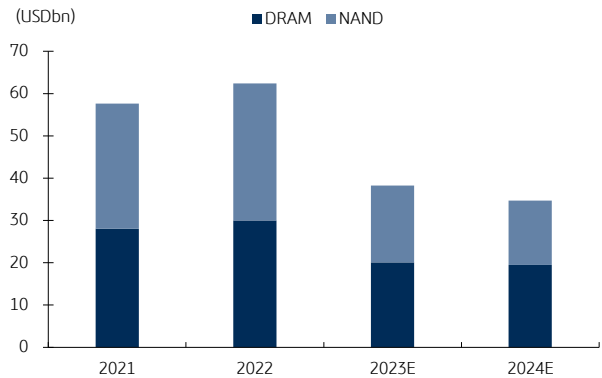
2022년 코로나 특수 이후 IT 수요 위축과 재고 증가로 반도체 업계는 전반적으로 투자 축소를 진행하고 있다 특히 2023년 메모리 제조사의 경우 전년 대비 capex 50% 감소라는 강도 높은 투자 축소를 하고 있다. 반도체 장비 시장은 고객사의 투자가 실적에 직접적인 영향을 준다. 넥스틴은 반도체 전공정 장비업을 영위하고 있기에 고객사의 투자 축소 영향을 받을 수밖에 없다.

그림 181. 23E 중국 매출 비중 80% 이상 전망



자료: 넥스틴, KB증권 추정

그림 182. 메모리 업계 capex 축소



자료: Trendforce, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	57	115	95	156	190
매출원가	22	37	29	49	60
매출총이익	35	78	65	107	130
판매비와관리비	13	22	25	38	45
영업이익	22	57	41	69	84
EBITDA	24	58	43	72	88
영업외손익	1	-1	1	1	3
이자수익	0	0	2	3	4
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-1	0	-1	-1
세전이익	23	56	42	70	87
법인세비용	5	12	9	15	18
당기순이익	18	43	33	56	69
지배주주순이익	18	43	33	56	69
수정순이익	18	43	33	56	69

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	15.5	101.3	-17.5	64.8	21.5
영업이익 성장률	21.9	156.1	-28.1	70.0	22.4
EBITDA 성장률	16.3	141.3	-26.1	67.2	22.1
지배기업순이익 성장률	22.8	140.2	-22.9	66.2	23.4
매출총이익률	61.3	68.0	69.1	68.6	68.5
영업이익률	38.6	49.2	42.9	44.2	44.5
EBITDA이익률	42.4	50.8	45.6	46.3	46.5
세전이익률	40.3	48.3	44.3	45.1	45.8
지배기업순이익률	31.6	37.8	35.3	35.7	36.2

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	10	51	40	50	66
당기순이익	18	43	33	56	69
유형자산상각비	2	2	3	3	4
기타비현금손익 조정	5	16	9	15	18
운전자본증감	-13	-4	4	-9	-6
매출채권감소 (증가)	-4	4	0	-5	-3
재고자산감소 (증가)	-8	-10	8	-12	-8
매입채무증가 (감소)	-1	3	-1	1	1
기타운전자본증감	-1	0	-2	7	4
기타영업현금흐름	-2	-6	-9	-15	-18
투자활동 현금흐름	-10	-4	-4	-11	-9
유형자산투자감소 (증가)	-4	-5	-6	-6	-6
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-7	2	0	0	0
기타투자현금흐름	1	-1	2	-5	-3
재무활동 현금흐름	1	-10	-5	-5	-5
금융부채 증감	-1	-1	0	0	0
자본의 증감	1	-4	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-5	-5	-5	-5
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-3	0	0	0
현금의 증가 (감소)	0	35	31	34	52
기말현금	15	50	81	115	167
잉여현금흐름 (FCF)	6	47	34	44	60
순현금흐름	1	31	29	39	55
순현금 (순차입금)	27	59	88	127	182

자료: 넥스틴, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	76	121	145	206	276
유동자산	60	100	121	179	246
현금 및 현금성자산	15	50	81	115	167
단기금융자산	13	10	8	13	16
매출채권	11	7	8	13	16
재고자산	18	29	21	33	41
기타유동자산	2	4	3	5	6
비유동자산	16	21	24	27	29
투자자산	6	5	5	5	5
유형자산	9	12	15	17	20
무형자산	0	1	1	1	1
기타비유동자산	2	4	4	4	4
부채총계	10	22	17	28	33
유동부채	10	20	16	26	32
매입채무	1	3	2	3	4
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	17	14	23	28
비유동부채	1	1	1	2	2
장기금융부채	0	1	1	1	1
기타비유동부채	0	1	0	1	1
자본총계	66	100	128	179	242
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	32	33	33	33	33
기타자본항목	1	-4	-4	-4	-4
기타포괄손익누계액	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	29	67	96	146	210
지배자본 계	66	100	128	179	242
비지배자본	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	31.9	11.3	18.1	11.0	8.9
P/B	8.9	5.0	4.8	3.4	2.5
P/S	10.1	4.3	6.4	3.9	3.2
EV/EBITDA	22.9	7.5	12.1	6.7	4.9
EV/EBIT	25.2	7.7	12.9	7.0	5.1
배당수익률	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
EPS	1,887	4,422	3,314	5,460	6,738
BVPS	6,778	10,007	12,572	17,536	23,779
SPS (주당매출액)	5,963	11,709	9,379	15,315	18,612
DPS (주당배당금)	500	500	500	500	500
배당성향 (%)	26.8	11.4	15.1	9.1	7.4
수익성지표					
ROE	32.4	52.5	29.4	36.3	32.6
ROA	27.8	44.0	25.1	31.7	28.5
ROIC	32.2	52.2	29.2	36.1	32.5
안정성지표					
부채비율	15.8	21.6	13.3	15.4	13.8
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	6.3	4.9	7.6	6.9	7.8
이자보상배율 (배)	340.0	795.4	1,716.1	2,917.6	3,569.8
활동성지표					
총자산회전율	0.9	1.2	0.7	0.9	0.8
매출채권회전율	6.2	12.1	12.4	15.0	13.1
매입채무회전율	30.3	50.9	36.4	62.5	55.6
재고자산회전율	4.0	4.9	3.8	5.8	5.1



KB증권



더 많은 리포트 보기

# 기가비스 (420770)

## Advanced Packaging 수혜주

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbfq.com

투자 의견 Buy,  
목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

기가비스에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 75,000원 (상승여력 +21%)을 제시한다. 기업가치는 DCF를 기반으로 산출했다 (WACC은 8.36%, COE 8.36% - 100%, 조정 Beta 0.87). KB증권 추정치 기준 기가비스 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 6.0배다.

3분기 고객사 장비 설치 지연, 4분기 회복

3분기 실적은 매출액 112억원 (-70% YoY, -58% QoQ), 영업이익 23억원 (-20% YoY, -70% QoQ, OPM 21%)을 기록했다. 고객사의 장비 설치 지연으로 매출액이 급감했다. 매출액 볼륨 하락에도 불구하고 높은 마진율을 유지하는 점은 긍정적이며, 4분기 현재 3분기보다 고객사 분위기가 호전되고 있는 것으로 추정된다.

주요 패키징 기관업체 고객사로 확보

TSMC 패키징 기관 협력업체인 이비덴과 유니마이크론은 기가비스의 주요 고객사다. 3분기 누적 기가비스 매출에서 이비덴 비중은 40%로 추정된다. 이비덴은 2025년 가동을 목표로 2.4조원 규모의 투자를 발표했다. IT 세트부품 수요 약세에도 불구하고, Advanced packaging 시장이 고성장해 FC-BGA 수요가 견조할 것으로 전망되기 때문이다. 따라서 기가비스의 FC-BGA 검사장비 (AOI)와 수리장비 (AOR)의 수혜를 전망한다.

AOI / AOR 신제품 고객사 테스트 장비 납품

기가비스는 L/S = 3/3um AOI 테스트 장비를 고객사에 납품했다. L/S란 Line and Space의 약자로 반도체 기관의 선폭을 의미한다. 경쟁사는 L/S = 5/5um 장비를 양산하고 있다. 기가비스는 L/S = 3/3um AOR 테스트 장비 역시 고객사에 납품한 것으로 추정된다. L/S = 3/3um 시장 개화 시, 기가비스는 기술 경쟁력을 바탕으로 첨단 패키징 기관 검사 시장을 주도할 것으로 예상된다.

첨단 패키징 검사장비 밸류에이션 적용 기대

2023년 매출액은 1,003억원 (+0.6% YoY), 영업이익은 380억원 (+12% YoY, OPM +38%)으로 추정된다. 첨단 패키징 검사장비 업체인 Onto Innovation과 Camtek의 24E 컨센서스 P/E는 각각 29.3배와 28.8배이며, 기가비스의 24E P/E는 19.0배다. 첨단 패키징 기관 시장은 고성장하고 있다. 따라서 기가비스의 밸류에이션 역시 점차 높아질 것으로 예상된다.

### Buy 신규

목표주가 (원) 75,000

Dividend yield* (%)	1.2
Total return (%)	21.8
현재가 (11/14, 원)	62,200
Consensus target price (원)	N/A
시가총액 (억원)	7,884

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

#### Trading Data

Free float (%)	31.8
거래대금 (3m, 십억원)	6.0
외국인 지분율 (%)	1.2
주요주주 지분율 (%)	김종준 외 8 인 64.7

#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.3	-25.9	N/A	N/A
시장대비 상대수익률	-14.3	-15.8	N/A	N/A

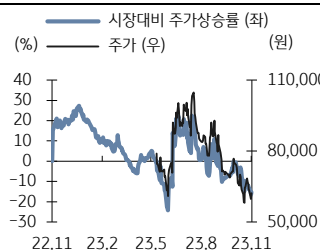
#### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	100	100	119	141
영업이익 (십억원)	34	38	51	60
지배주주순이익 (십억원)	28	38	42	49
EPS (원)	2,633	3,189	3,274	3,899
증감률 (%)	91.4	21.1	2.7	19.1
P/E (x)	N/A	19.5	19.0	16.0
EV/EBITDA (x)	N/A	17.6	12.6	10.0
P/B (x)	N/A	6.0	4.9	3.9
ROE (%)	34.4	32.9	28.4	27.2
배당수익률 (%)	0.0	1.2	1.3	1.3

#### Risk & Total Return (annualized over three years)

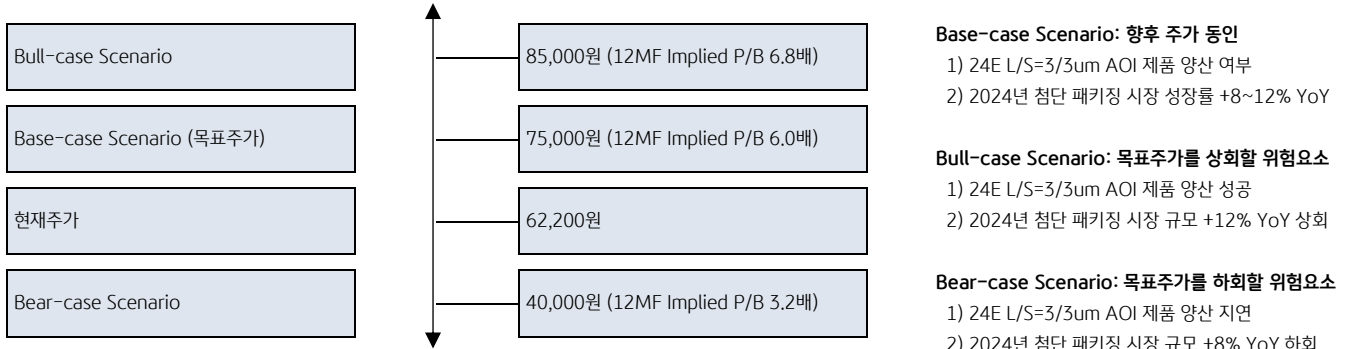
N/A

#### Stock Price & Relative Performance



자료: 기가비스, KB증권

투자이견과 위험요소 점검



실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	100	119	-	-
영업이익	-	-	38	51	-	-
지배주주순이익	-	-	38	41	-	-

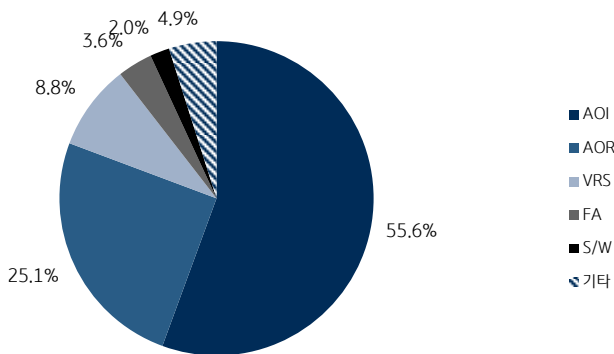
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	100	119	-	-	-	-
영업이익	38	51	-	-	-	-
지배주주순이익	38	41	-	-	-	-

자료: Quantiverse, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 기가비스, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
기가비스	788	19.5	19.0	6.0	4.9	17.6	12.6	32.9	28.4	1.2	1.3
KLA	95,213	22.4	20.0	23.3	20.1	68.3	84.2	17.6	16.1	1.1	1.2
Onto Innovation	8,835	37.2	29.3	N/A	N/A	7.1	13.8	N/A	N/A	N/A	N/A
Camtek	3,866	35.0	28.8	5.3	4.5	14.0	23.3	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg 컨센서스, 기가비스는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): DCF Valuation
- 2) 목표주가 산정: WACC 8.36%, 영구성장률 2.2% 가정
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 85,000원 ~ 40,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 24E P/B 5.9배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+1.3	+1.3
금리 1%p 상승 시	+1.2	+1.5

## I. 투자 의견 및 밸류에이션

표 37. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	100	100	119	141	161	180	200	218	235	249	263	271	279	282
영업이익	34	38	51	60	66	73	80	87	93	98	103	106	109	109
<b>NOPLAT</b>	27	30	40	48	52	58	64	70	75	79	83	85	87	87
감가상각비	1	1	2	2	2	3	3	3	4	4	5	5	6	6
<b>총 현금흐름</b>	28	31	42	50	55	61	67	73	78	83	87	90	93	94
운전자본 증감	17	-8	6	6	6	6	6	5	5	4	4	2	2	1
Capex	1	3	3	4	4	4	5	5	6	6	7	8	9	9
총 투자	18	-5	9	10	10	10	11	11	11	11	11	10	11	10
<b>FCFF</b>	1	5	33	40	45	51	57	62	68	73	76	80	82	83
Terminal Value														1,243
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		8.36	8.41	8.46	8.52	8.57	8.63	8.68	8.73	8.79	8.84	8.90	8.95	9.00
PV of FCFF		4.66	30.55	34.27	35.26	36.57	37.55	38.13	38.01	37.47	36.26	34.85	32.71	30.64
Total PV of FCFF		427												
영구성장률 (%)		2.2%												
PV of terminal value		419												
<b>Valuation</b>														
영업가치		845												
현금 및 현금성자산		53.6												
단기금융자산		48.9												
총금융부채		0.0												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		948.0												
주당 적정 가치		74,790												
<b>목표주가</b>		75,000원												
현재주가 (23.11.14)		62,200원												
<b>Upside</b>		20.6%												

자료: 기가비스, KB증권 추정

표 38. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>8.36</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	0.87	Adjusted Beta
Risk premium (c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>5.79</b>	동일 신용등급 회사의 회사채 이자율
자기자본 가중치 (j)	100.0	
순차입금 가중치 (k)	0.0	
WACC (A x j + B x k)	<b>8.36</b>	

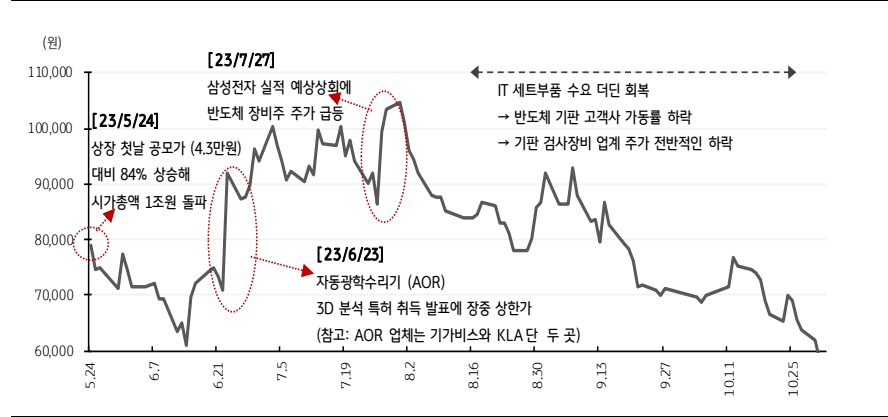
자료: KB증권 추정

## II. 주가 분석: IT 전방수요 둔화로 주가 약세

### 기가비스 주가 키워드: 'IT 세트부품 수요'

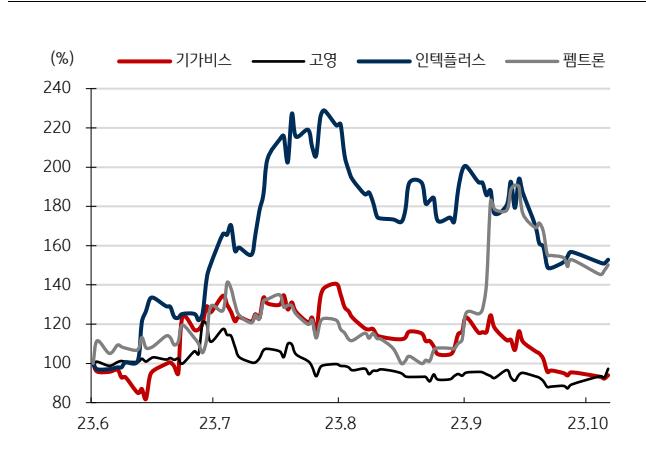
기가비스 주가 키워드는 'IT 세트부품 수요'다. 반도체 기판 적용처의 절반 이상을 차지하는 소비자향 IT 기기(노트북, PC, 스마트폰)의 수요 회복 기미가 좀처럼 보이지 않아 관련 기업들의 주가가 부진한 상황이다. 반도체 후공정 검사장비 업계의 전반적인 주가 반등을 위해서는 IT 세트부품 수요 회복의 시그널이 필요하다. 하지만 선불리 시점을 예측하기 어려운 상황이다. 따라서 부진한 소비 시장과 달리 투자가 지속되고 있는 AI, 전장용에 주목해야 한다. 기가비스는 고성능 기판 검사 수요에 힘입어 견조한 실적과 지속적인 고마진 구조가 가능할 전망이다.

그림 183. 기가비스 주가 추이



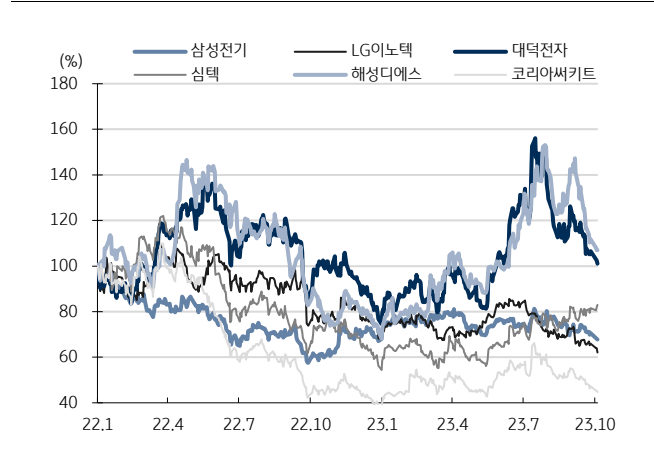
자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 184. 후공정 검사장비 업체 주가  
- 반도체 기판 업체 가동률 하락에 따른 주가 약세



자료: Quantwise, KB증권

그림 185. 반도체 기판 업체 (검사장비 고객사) 주가  
- IT 세트부품 수요 둔화로 주가 약세



자료: Quantwise, KB증권

### III. Advanced Packaging 수요 증가 → FC-BGA 수혜

#### 1. 기가비스가 검사하는 FC-BGA 기판이란?

기가비스는 FC-BGA 광학검사장비 업체  
: PCB ⊃ IC Substrate ⊃ FC-BGA

기가비스는 반도체 기판 (IC Substrate) 광학검사장비 업체다. 반도체 기판은 반도체 제조공정 중 패키징 단계에서 사용되는 PCB (인쇄회로기판) 종류 중 하나이며, 전공정에서 제작이 끝난 IC칩 (Die) 아래에 부착된다. 반도체 기판의 역할은 ① 메인보드와 전기적 신호를 주고받을 수 있도록 하는 것과 ② IC칩을 보호하는 것이다. 최근 전공정 미세화가 한계에 도달해 후공정에서 반도체 성능을 고도화하고 있고, 이는 고성능 기판 수요로 이어지고 있다

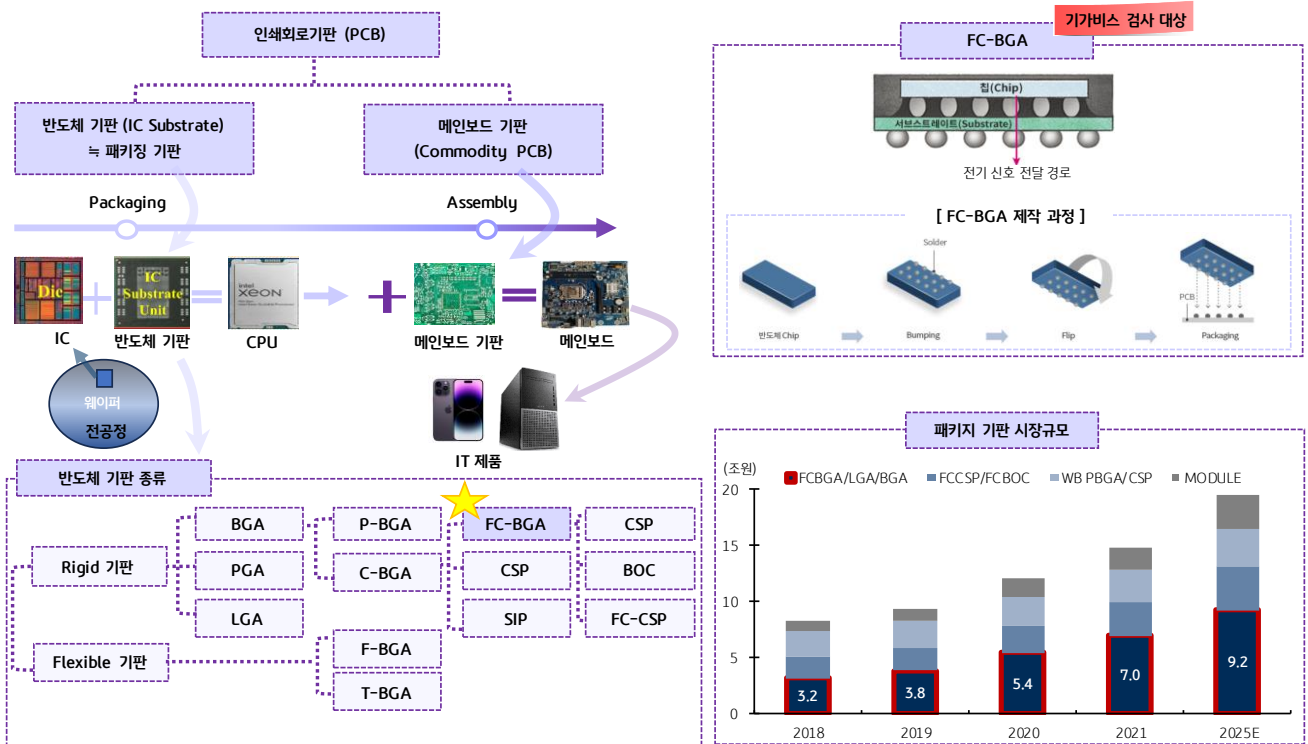
FC-BGA 적용처: PC/서버/AI

기가비스가 주력으로 하고 있는 기판은 FC-BGA다. FC-BGA (Flip Chip-Ball Grid Array)는 기판 중에서 가장 고성능 기판이며, 주요 적용처는 ① PC, ② 서버, 자율주행, 전장, AI다. FC-BGA 제작 방법은 IC칩을 뒤집고 (Flip chip), IC칩에 형성된 솔더볼 (구 형태로 나란히 배열된 부품)이 반도체 기판에 부착되는 형식이다.

25F FC-BGA 시장규모 9조원 CAGR +7%

FC-BGA는 전기적 연결을 돕는 I/O (Input/Output) 개수와 위치에 대한 제약이 적고, 솔더볼을 통해 전기적 신호를 전달하기 때문에 전기적 특성이 우수하다. 따라서 FC-BGA가 포함된 FC-BGA/LGA/BGA 시장규모는 2021년 7조원에서 2025년 9조원으로 연평균 +7% 성장할 것으로 전망된다.

그림 186. 반도체 기판에 대한 이해



자료: 기가비스 IR자료, 삼성전기 홈페이지, SK하이닉스 뉴스룸, KB증권 추정

2. 수요 (PC/스마트폰)와 투자 (AI/전장)의 디커플링 → 기관 수요 양극화

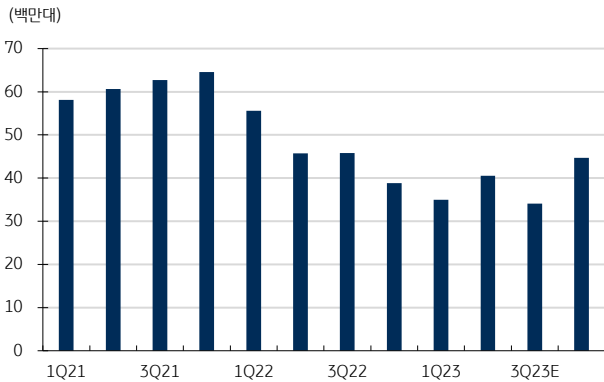
IT 세트부품 수요 약세에도 AI/전장은 강세

현재 반도체 기관 전방시장은 ‘수요 (PC/스마트폰)와 투자 (AI/전장)의 디커플링’이 지속되고 있다. PCB 응용처의 절반 이상을 차지하는 소비자향 IT 제품인 PC, 노트북, 스마트폰의 수요 회복 기미가 보이지 않고, 반대로 AI 서버 /전장 관련 투자는 증가하고 있다. 이번 3분기 실적발표를 통해 글로벌 반도체 제조사들이 AI향 반도체 투자를 지속할 것으로 밝힌 만큼 AI 기관 수요는 견조할 전망이다.

기관업체, 중장기적 관점 FC-BGA 투자↑

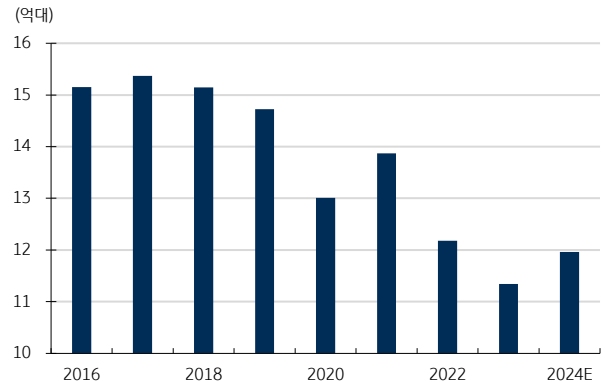
상황이 이렇다 보니 주요 패키지 기관 회사들은 고성능 기관인 FC-BGA를 중심으로 투자를 확대하고 있다. 하지만, 북미 데이터센터 업체들마저 투자를 축소하면서 반도체 기관 업체들의 가동률도 하락했다. 그럼에도 불구하고 기관 업체들은 중장기적으로 AI, 전장 등 고부가 패키지 기관 수요가 견조할 것으로 보고 투자를 지속하고 있다.

그림 187. 23E 글로벌 노트북 출하량 1.6억대 -12% YoY



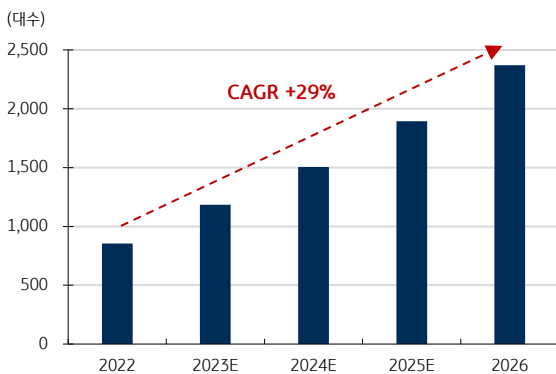
자료: Trendforce, KB증권 추정

그림 188. 23E 글로벌 스마트폰 출하량 -7% YoY



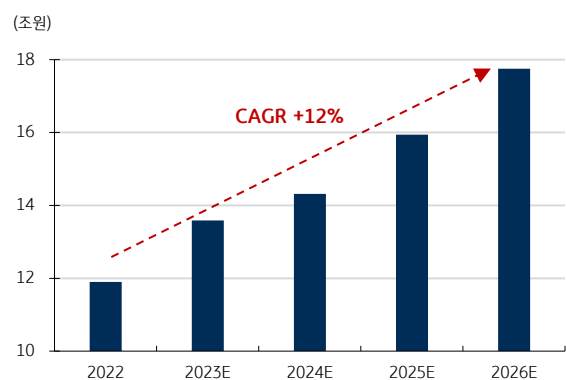
자료: Counterpoint, KB증권 추정

그림 189. 26E AI 서버 출하량 CAGR +29%



자료: Trendforce, KB증권

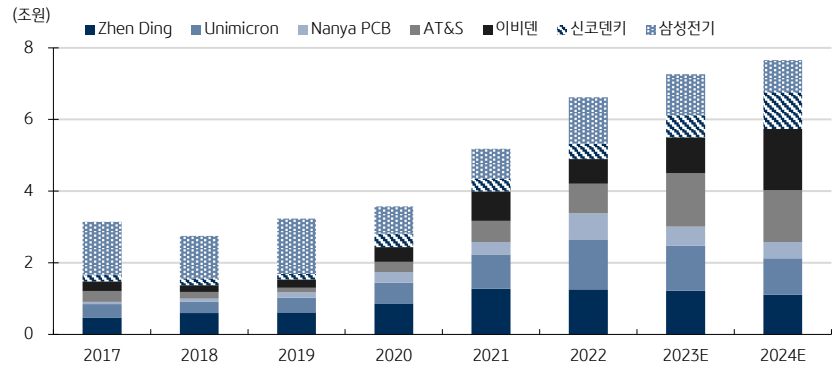
그림 190. 26E 전장용 PCB 시장 18조원 CAGR +12%



자료: Trendforce, KB증권

2024년 글로벌 반도체 기판 제조사  
CAPEX 합산금액 7.7조원 +6% YoY

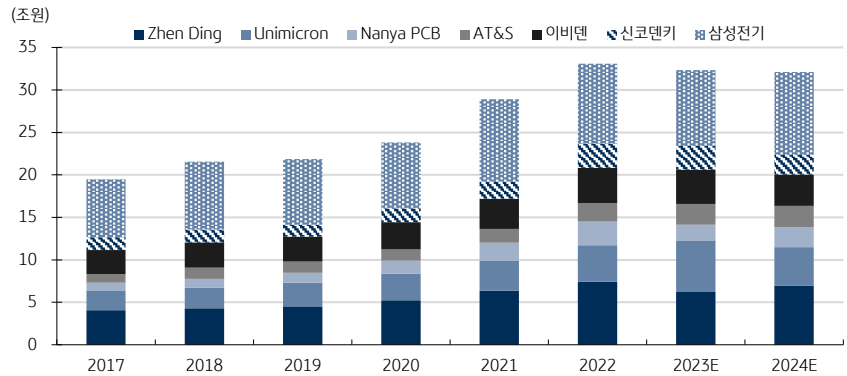
그림 191. 글로벌 반도체 기판 제조사 CAPEX



자료: Bloomberg Consensus, 삼성전기는 KB증권 추정

2024년 글로벌 반도체 기판 제조사  
매출액 합산금액 32.1조원 -1% YoY

그림 192. 글로벌 반도체 기판 제조사 매출액



자료: Bloomberg Consensus, 삼성전기는 KB증권 추정

### 3. Advanced Packaging: FC-BGA 신성장동력

#### 고성장하는 Advanced packaging 시장

IT 세트부품 수요 약세에도 불구하고, Advanced packaging 시장의 성장에 힘입어 FC-BGA 수요는 견조할 전망이다. 반도체 전공정은 미세화의 한계에 직면해 후공정에서 Advanced packaging을 통해 반도체의 성능을 향상시키고 있다. 첨단 패키징의 방향성은 서로 다른 기능의 칩을 하나의 기판에 담고 (Chiplet), 메모리를 적층 (HBM, TSV)함으로써 반도체의 성능을 향상시키는 것이다

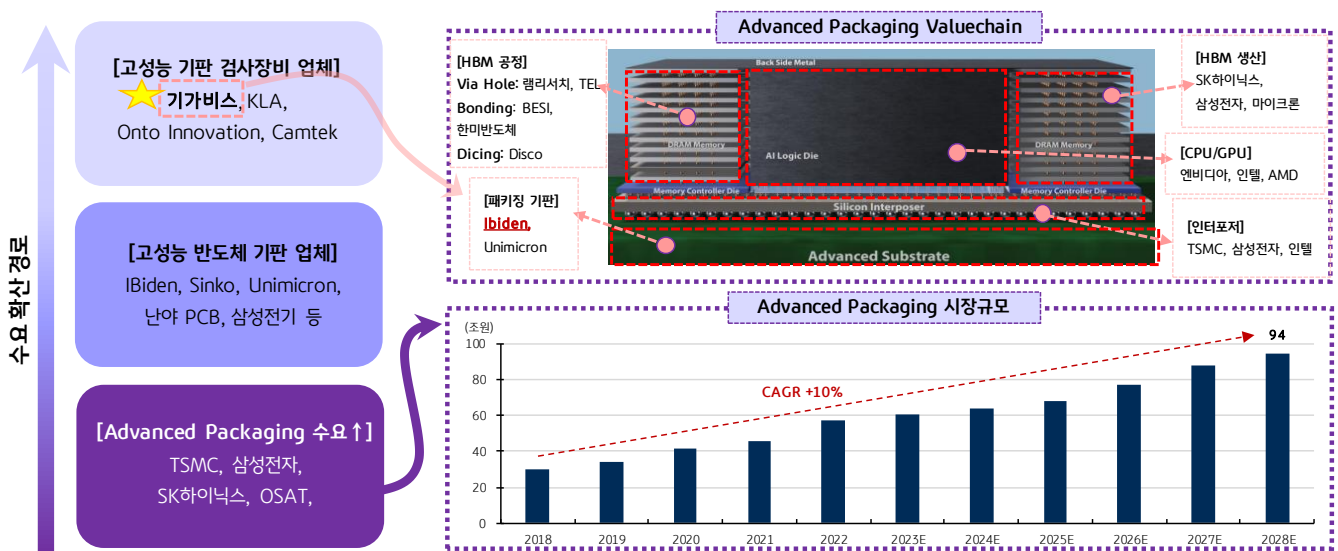
#### 첨단 패키징은 TSMC 2.5D CoWoS가 대세

기존의 패키징 방식은 개별로 패키징 된 칩을 패키징 기판에 올리는 방식이었다. 하지만, 첨단 패키징은 대량의 데이터를 고속으로 처리하고자 로직 반도체와 메모리 반도체를 한번에 패키징하는 방향으로 가고 있다. 현재 첨단 패키징 시장은 TSMC가 2.5D 패키징 기술인 CoWoS (Chip on Wafer on Substrate)를 기반으로 시장을 주도하고 있다. CoWos의 구조는 GPU, CPU 같은 로직 반도체와 고대역폭 메모리인 HBM을 인터포저 (기판의 형태)위에 실장시키고, 패키징 기판 위에 인터포저를 붙이는 형태다.

#### 2.5D 패키징용 기판은 日 이비덴이 주도

TSMC 2.5D 패키징 맨 하단에 들어가는 반도체 기판은 이비덴과 유니마이크론이 납품하고 있다. 이비덴은 2025년 가동을 목표로 일본 기후현에 2.4조원 규모의 투자를 올해 초 발표했다. 이비덴과 유니마이크론은 기가비스의 주요 고객사다. 따라서 첨단 패키징 시장의 성장은 FC-BGA 기판 수요로 이어지고 이는 결국 기가비스의 FC-BGA 검사장비 (AOI) 수혜로 이어질 전망이다.

그림 193. ① Advanced Packaging 증가 → ② 패키징 기판 수요 증가 → ③ 기가비스 FC-BGA 검사장비 수혜



자료: 기가비스, Applied Materials, KB증권 추정

그림 194. 반도체 후공정 검사장비 시장: **Advanced Packaging 수요 증가** → 기가비스, 기술 경쟁력 기반 시장 성장 수혜 전망



자료: 기가비스, KB증권 추정

## IV. 투자포인트

### 1. 첨단 패키징 검사장비 업체 대비 저평가

**24E P/E: 기존 후공정 패키징 업계 17배 vs. 첨단 패키징 업계 29배**

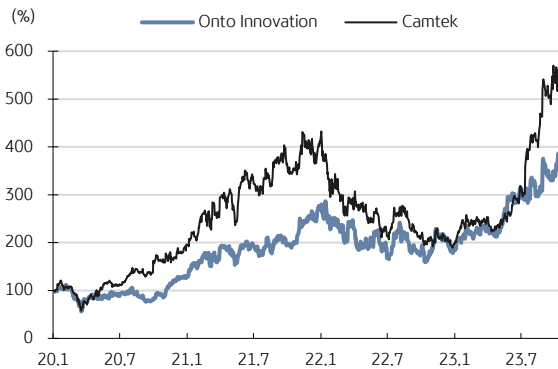
첨단 패키징 검사장비 업체의 밸류에이션은 기존 후공정 검사장비 업체 대비 고밸류를 받고 있다. 기존 후공정 검사장비 업체의 24E 컨센서스P/E는 16.8배인 반면, 첨단 패키징 검사장비 업체인 Onto Innovation과 Camtek의 24E 컨센서스 P/E는 각각 29.3배와 28.8배다. 기가비스의 24E P/E는 19.0배로 전망되며, 기존 후공정 검사장비 업체와 비슷한 수준의 가치를 부여받고 있다. 기가비스는 서버향 FC-BGA 기판을 검사하기에 첨단 패키징 검사장비로 분류될 수 있다고 판단한다. 첨단 패키징 검사장비 밸류에이션 부여 시 24E EPS (3,274원) x 29.1배 = 95,273원으로 목표주가인 75,000원을 크게 상회한다. 따라서 기가비스는 저평가를 받고 있다고 판단한다.

표 39. 기존 후공정 검사장비 업계 vs. 첨단 패키징 검사장비 업계 밸류에이션 비교

	24E P/E	24E P/B
첨단 패키징 검사장비	29.1배	4.5배
기존 후공정 검사장비	16.8배	2.7배
할인율	42%	40%

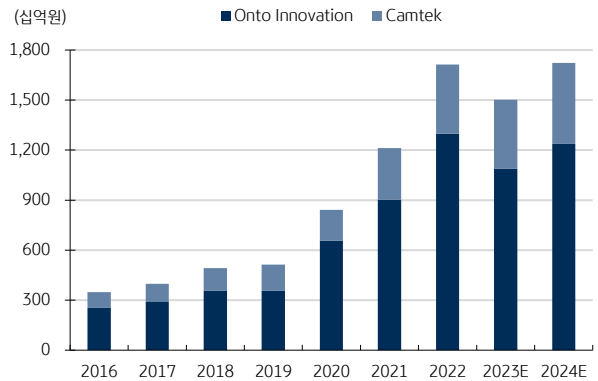
자료: Bloomberg Consensus, Fnguide Consensus, KB증권 추정

그림 195. Advanced packaging 검사장비 업체 추가



자료: Bloomberg, KB증권

그림 196. Advanced packaging 검사장비 업체 매출액



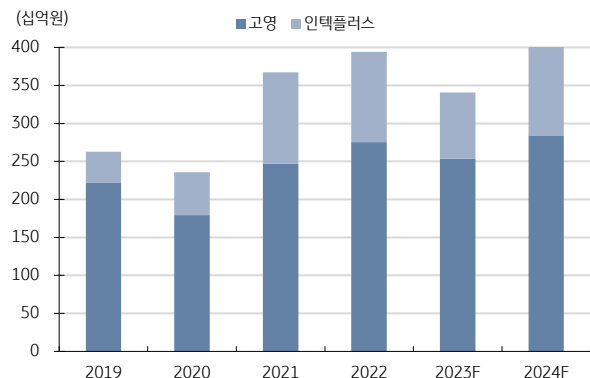
자료: Bloomberg Consensus, KB증권

그림 197. 국내 후공정 검사장비 업체 추가



자료: Quantiwise, KB증권

그림 198. 국내 후공정 검사장비 업체 매출액



자료: Quantiwise, KB증권

2. 신규 장비 출시 → 경쟁사 대비 기술적 우위 확보

L/S = 2/2 AOI 장비 개발 완료

후공정에서도 전공정과 마찬가지로 수율 개선이 중요해지면서, 기가비스는 광학검사장비 AOI와 레이저 수리장비 AOR을 통해 고객사의 수율 향상에 기여하고 있다. 기가비스는 반도체 기관용 AOI 검사장비 업체 중 유일하게 L/S = 3/3 마이크로미터 테스트 장비를 납품한 이력이 있다. L/S = 2/2 테스트 장비 개발도 완료한 것으로 추정되어 L/S = 2/2 AOI 시장 개화 시 시장을 선점할 수 있을 것으로 본다.

L/S = 3/3 AOR 테스트 장비 납품

AOR의 경우 KLA와 기가비스 모두 L/S = 5/5 장비를 양산하고 있다. 기가비스는 고객사에 L/S = 3/3 테스트 장비를 납품한 것으로 추정된다. 패키지 기관 검사장비 시장은 현재 L/S = 5/5 시장이 주류다. AOR은 AOI보다 시장이 늦게 형성되는 특성이 있다. 따라서 향후 L/S = 3/3 시장이 메인 시장을 형성하면, 기가비스는 L/S = 3/3 AOI와 함께 L/S = 3/3 AOR 시장 점유율을 빠르게 끌어올릴 수 있을 것으로 전망한다.

그림 199. 기가비스: AOI/AOR 장비 기술격차 확보 전망

구분	기관 대응 기술 사양				
	L/S ≥25/25um	L/S ≥10/10um	L/S ≥5/5um	L/S ≥4/4um	L/S ≥3/3um, ≥2/2um
AOI	 InSmart	 InSmart Premier	 InSmart Extreme /HS	 InSmart Ultimate	 InSmart Nano
	K사  Fusion™22	Ultra Fusion™300 	Ultra Dimension 900 		
	C사  Phoenix FLEX/Turbo	Phoenix FLEX /Maxima 	Phoenix Ultima 		
	I사  SX1000		SX5600 		
AOR		SSR-III 	SSR-IV 		SSR-V 
	K사	Ultra Perfix™ 120N 	Ultra Perfix™500 		

자료: 기가비스 IR자료

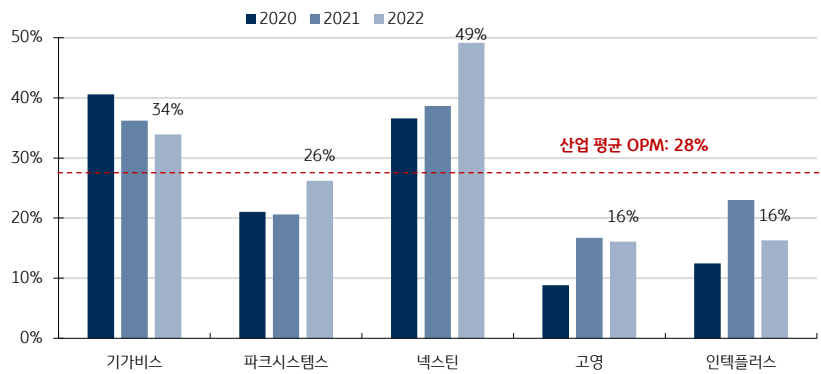
### 3. 검사장비 산업 평균 대비 탄탄한 재무구조

동종 업계 대비 고마진 구조  
→ 지속적인 현금 증가

기가비스는 동종 업계 대비 높은 영업이익률을 유지하고 있다 (산업 평균 28% vs. 기가비스 34%). 따라서 매출액 대비 영업활동 현금흐름이 산업 평균보다 높은 수준 (산업 평균 24% vs. 기가비스 36%)이며, 이는 현금성 자산의 꾸준한 증가로 이어지고 있다.

그림 200. 영업이익률 비교 - 기가비스, 동종 업계 대비 높은 수준

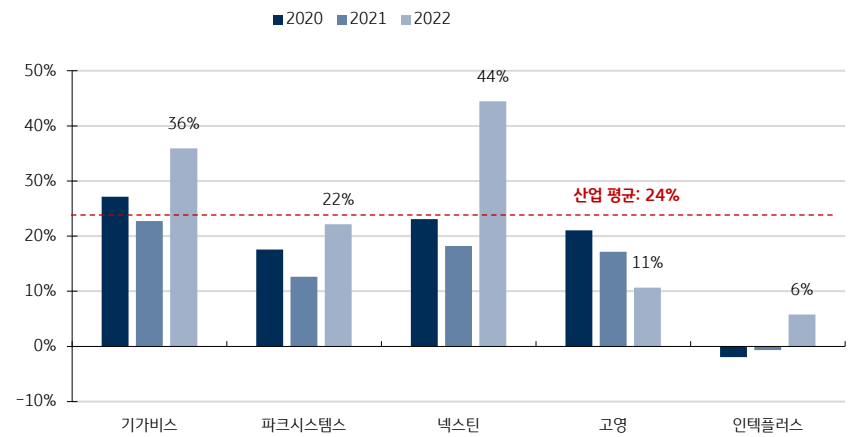
산업 평균 OPM 28% vs. 기가비스 34%



자료: Dart, KB증권

그림 201. 매출액 대비 영업활동 현금흐름 비교 - 기가비스, 동종 업계 대비 높은 수준

산업 평균 ROE 24% vs. 기가비스 36%

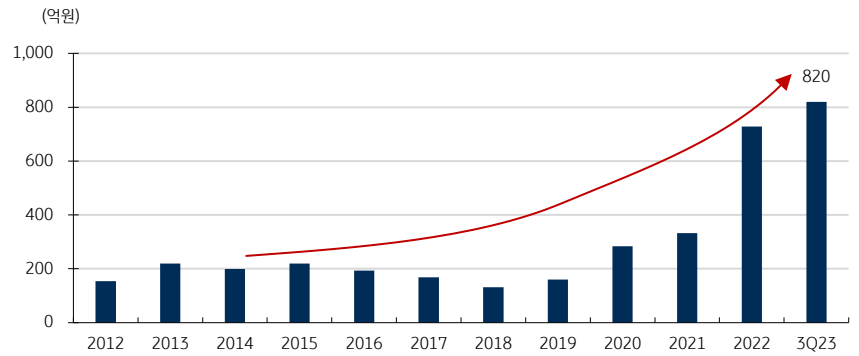


자료: Dart, KB증권

주: ROE = 당기순이익 / 자기자본

그림 202. 기가비스, 현금성 자산 지속적으로 증가

2023년 3분기말 기준 현금성 자산 820억원

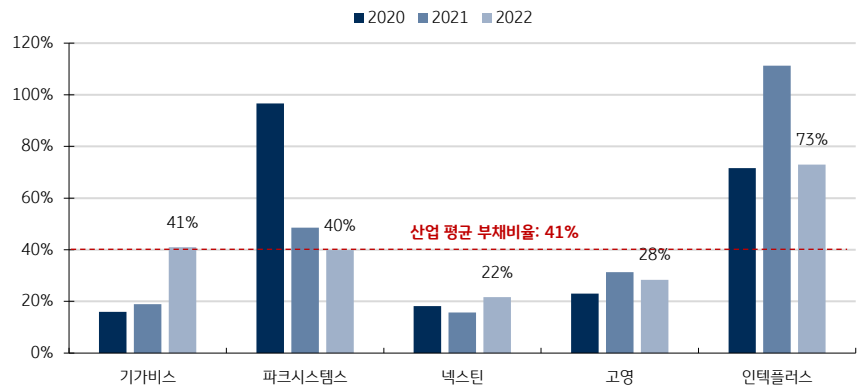


자료: Dart, Fnguide Consensus, KB증권

주: 현금 = 현금 및 현금성자산 + 단기금융상품 + 단기투자자산

그림 203. 부채비율 비교 - 기가비스, 동종 업계와 유사한수준

산업 평균 부채비율 41% vs. 기가비스 41%

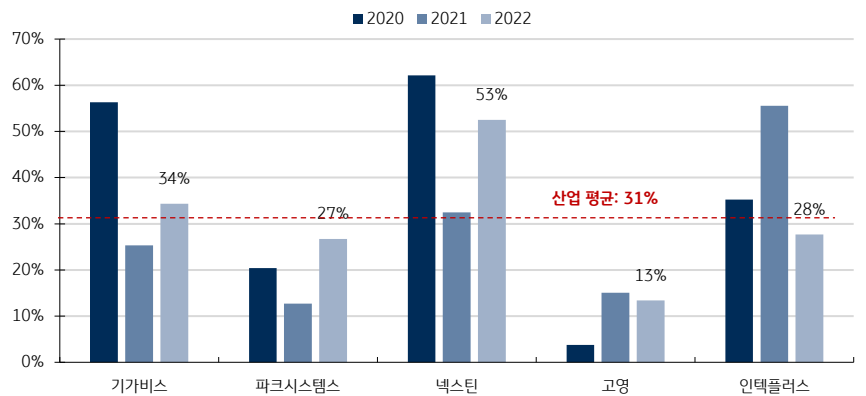


자료: Dart, KB증권

주: 부채비율 = 부채 총계 / 자본 총계

그림 204. ROE 비교 - 기가비스, 동종 업계 평균 수준

산업 평균 ROE 31% vs. 기가비스 34%



자료: Dart, KB증권

주: ROE = 당기순이익 / 자기자본

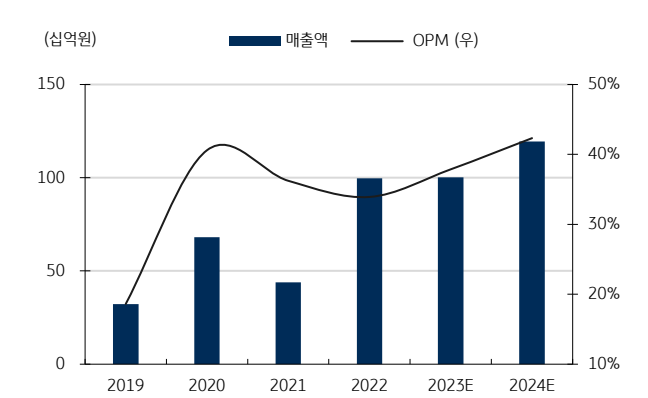
### V. 실적 추정

표 40. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>32.6</b>	<b>26.7</b>	<b>11.1</b>	<b>29.9</b>	<b>35.1</b>	<b>27.3</b>	<b>23.7</b>	<b>33.3</b>	<b>44.0</b>	<b>99.7</b>	<b>100.3</b>	<b>119.4</b>
YoY	38%	142%	-70%	6%	8%	2%	113%	12%	-35%	127%	0.6%	19%
AOI	13.9	11.4	5.6	17.4	20.2	15.4	13.1	18.1	21.5	55.5	48.3	66.7
AOR	7.5	6.1	2.2	6.2	8.0	6.5	5.5	8.6	12.2	25.0	21.9	28.5
VRS	4.7	3.9	1.8	2.9	3.0	2.0	2.1	2.8	3.6	8.8	13.3	10.0
In-Line	5.0	4.1	0.0	2.1	2.1	1.9	1.8	2.7	1.4	3.6	11.2	8.4
S/W	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	0.6	0.7	0.4	2.0	1.8	1.5	2.5
용역/임대료	1.1	0.9	1.2	0.9	1.1	0.9	0.5	0.7	0.0	5.3	4.1	3.2
<b>영업이익</b>	<b>16.8</b>	<b>7.8</b>	<b>2.3</b>	<b>11.0</b>	<b>15.7</b>	<b>11.3</b>	<b>9.7</b>	<b>13.8</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>51</b>
YoY	78%	53%	-20%	-33%	-7%	44%	319%	25%	-42%	112%	12%	33%
OPM	51.7%	29.3%	20.9%	36.8%	44.8%	41.3%	41.1%	41.4%	36%	34%	38%	42%

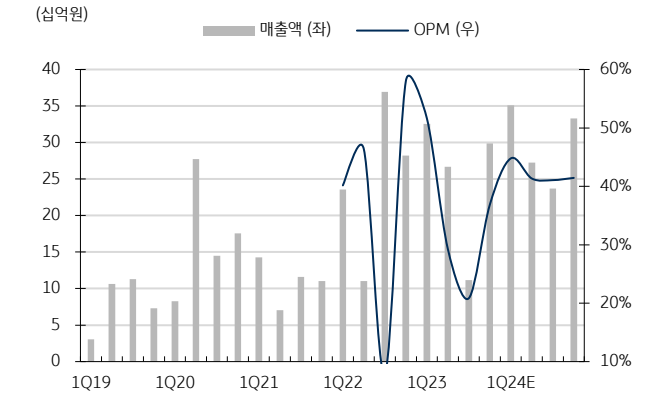
자료: 기가비스, KB증권 추정

그림 205. 연간 실적 전망



자료: 기가비스, KB증권 추정

그림 206. 분기 실적 전망



자료: 기가비스, KB증권 추정

주석: 1Q22A 이전 OPM은 공개되지 않음

## VI. 기업 개요

### 국내 유일 반도체 기판 내층 광학 검사 업체

기가비스는 2004년 설립된 반도체 기판 자동광학검사장비 (AOI) 및 수리 장비 (AOR) 제조업체로 2023년 5월 코스닥에 상장했다. 반도체 기판 중 서버향 FC-BGA를 취급하며, 국내에서 반도체 기판의 내층을 검사하는 장비제조 업체는 기가비스가 유일하다. 내층은 노광과 구리 도금에 의해 회로 패턴이 형성되는 층으로 고도의 광학 검사 기술이 필요해 진입장벽이 높은 시장이다.

### 주력 장비: 광학 검사기 (매출 비중 43%)

1H23 매출액 기준 사업부별 비중은 반도체 기판 자동 광학 검사장비 (AOI) 43%, 자동 광학 수리기 (AOR) 23%, 기판 오류 분류기 (VRS) 14%, In-Line 자동화 설비 (In-Line 형식으로 연결 및 완전 자동화) 15%로 구성되어 있다. 관계회사로는 픽셀 (외관 검사 장비 제조, 지분 50% 보유), 디엠티 (핵심부품 Linear Stage 제조, 지분 50% 보유)가 있다.

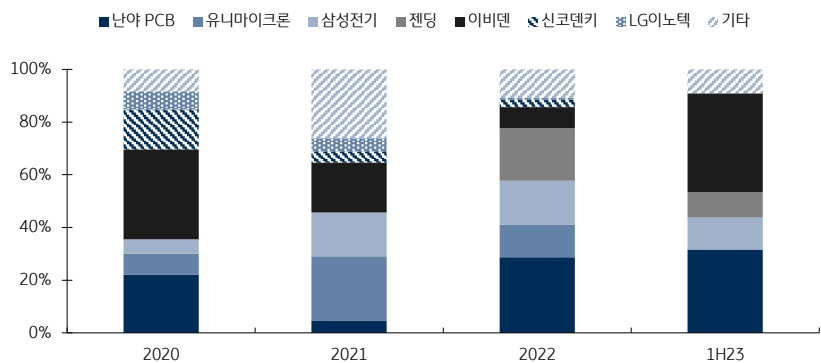
### 주요 고객사: 삼성전자, TSMC, 중국 고객사

주요 고객사는 글로벌 FC-BGA 반도체 기판 제조사인 이비덴, 신코덴키, 유니마이크론, 난야PCB, 삼성전기, 교세라, 대덕전자 등이 있다. 1H23 지역별 매출로는 일본이 39%로 가장 높았다. 경쟁 업체로는 KLA (미국), CIMS (중국), Inspec (일본)이 있으며, 이 중 기가비스만이 최선단 회로선폭 (3/3um) 검사장비를 고객사에 납품했다. 따라서 많은 FC-BGA 제조사가 기가비스의 검사장비를 채택하고 있다.

### 최대 주주는 창업자 김종준 사내이사

기가비스는 2Q23말 기준 최대주주는 창업자인 김종준 사내이사 (지분율 17.6%)이며, 최대주주 포함 특수관계인 지분율은 64.7%다.

그림 207. 주요 고객사 매출 비중 추정



자료: Dart, KB증권 추정

표 41. 주요 연혁

시기	내용
2004년 2월	기가비스 주식회사 설립
2008년 11월	회사 본점 용인에서 평택시 진위면으로 이전
2019년 1월	In Line AOI Series 출시
2023년 5월	코스닥 시장 상장

자료: Dart, 언론사, KB증권

표 42. 주주 현황

주주명	소유주식수	지분율 (%)
김종준 사내이사 외 특수관계인 8명	8,202,769	64.7
소액주주	3,458,838	27.3
타임폴리오자산운용	632,354	4.99
기타	381,797	3.01
합계	12,675,758	100

자료: Dart, KB증권 (기준일: 2Q23말)

## Ⅶ. 리스크 요인

### 반도체 업계 투자 축소

2022년 코로나 특수 이후 IT 수요 위축과 재고 증가로 반도체 업계는 전반적으로 투자 축소를 진행하고 있다. 반도체 장비 시장은 고객사의 투자가 실적에 직접적인 영향을 준다. 기가비스는 반도체 후공정 장비업을 영위하고 있기에 고객사의 투자 축소 영향을 받을 수 밖에 없다.

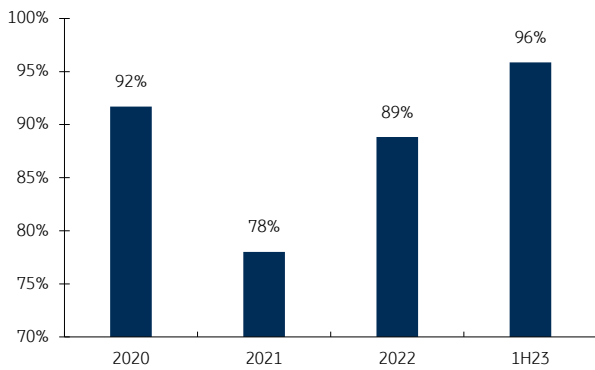
### 주요 매출처의 증설 지연

2023년 상반기 기준 상위 6개 고객사 매출 비중이 96%로 소수 매출처 의존도가 높은 것이 특징이다. 주요 매출처의 투자/증설이 지연되면 실적이 하락할 수 있는 리스크가 있다.

### 오버행 리스크

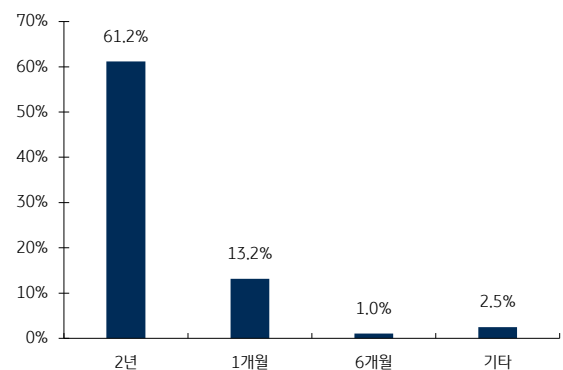
기가비스는 신규 상장 기업으로 오버행 리스크가 존재한다. 오버행 물량 비중은 1개월 (2023.11.24) 기준 13.2%, 6개월 기준 (2024.5.24) 1%다.

그림 208. 매출 상위 6개사 비중 추이



자료: 기가비스, KB증권

그림 209. 남은 기간별 오버행 물량



자료: 기가비스, KB증권

주: 기타는 우리사주조합으로 2027년 9월 29일까지 의무 보유

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-I)	2022A (IFRS-I)	2023E (IFRS-I)	2024E (IFRS-I)	2025E (IFRS-I)
매출액	44	100	100	119	141
매출원가	18	42	40	39	48
매출총이익	26	58	60	80	93
판매비와관리비	10	24	22	29	33
영업이익	16	34	38	51	60
EBITDA	17	34	39	52	62
영업외손익	1	0	2	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	1	0	0
세전이익	17	34	39	52	62
법인세비용	2	6	2	10	12
당기순이익	14	28	38	42	49
지배주주순이익	14	28	38	42	49
수정순이익	14	28	38	42	49

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	-35.6	126.8	0.5	19.1	18.0
영업이익 성장률	-41.7	112.4	12.0	33.4	19.4
EBITDA 성장률	-40.9	108.7	13.5	33.3	19.5
지배기업순이익 성장률	-40.8	92.0	36.8	9.4	19.1
매출총이익률	59.7	57.9	59.9	66.9	65.9
영업이익률	36.2	33.9	37.8	42.3	42.8
EBITDA이익률	37.5	34.5	39.0	43.6	44.2
세전이익률	38.5	34.0	39.4	43.5	43.9
지배기업순이익률	32.9	27.8	37.9	34.8	35.1

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	10	36	48	41	49
당기순이익	14	28	38	42	49
유형자산상각비	1	1	1	2	2
기타비현금손익 조정	3	21	2	10	12
운전자본증감	-5	-12	9	-2	-2
매출채권감소 (증가)	3	-16	7	-4	-4
재고자산감소 (증가)	-10	-8	4	-3	-4
매입채무증가 (감소)	3	5	-2	1	2
기타운전자본증감	0	6	0	4	4
기타영업현금흐름	-3	-2	-2	-10	-12
투자활동 현금흐름	-9	-27	-4	-13	-15
유형자산투자감소 (증가)	0	-1	-3	-3	-4
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	35	56	0	0	-1
기타투자현금흐름	-43	-82	0	-9	-10
재무활동 현금흐름	-5	5	-8	-9	-10
금융부채 증감	0	0	0	0	0
자본의 증감	0	10	0	0	0
배당금 당기지급액	-5	-5	-8	-10	-10
기타재무현금흐름	0	0	0	1	1
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-4	13	36	19	25
기말현금	5	18	54	73	98
잉여현금흐름 (FCF)	10	35	45	38	46
순현금흐름	4	34	36	28	36
순현금 (순차입금)	33	66	103	131	167

자료: 기기비스, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-I)	2022A (IFRS-I)	2023E (IFRS-I)	2024E (IFRS-I)	2025E (IFRS-I)
자산총계	73	141	170	209	257
유동자산	59	123	149	186	232
현금 및 현금성자산	5	18	54	73	98
단기금융자산	28	49	49	58	69
매출채권	12	25	19	22	26
재고자산	14	22	18	21	25
기타유동자산	1	10	10	12	14
비유동자산	14	19	21	23	25
투자자산	7	6	7	7	8
유형자산	6	7	9	10	12
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	1	5	5	5	5
부채총계	12	41	39	47	55
유동부채	11	38	36	43	51
매입채무	5	9	7	9	10
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	6	29	29	35	41
비유동부채	0	3	3	3	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	3	3	3	4
자본총계	61	100	130	162	202
자본금	0	2	2	2	2
자본잉여금	0	14	14	14	14
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	61	84	114	146	186
지배지분 계	61	100	130	162	202
비지배지분	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	19.5	19.0	16.0
P/B	N/A	N/A	6.0	4.9	3.9
P/S	N/A	N/A	7.4	6.6	5.6
EV/EBITDA	N/A	N/A	17.6	12.6	10.0
EV/EBIT	N/A	N/A	18.1	13.0	10.3
배당수익률	0.0	0.0	1.2	1.3	1.3
EPS	1,376	2,633	3,189	3,274	3,899
BVPS	5,826	9,464	10,284	12,808	15,907
SPS (주당매출액)	4,188	9,463	8,426	9,419	11,114
DPS (주당배당금)	476	750	750	800	800
배당성향 (%)	34.6	28.7	25.1	24.4	20.5
수익성지표					
ROE	25.3	34.4	32.9	28.4	27.2
ROA	21.7	25.9	24.4	21.9	21.2
ROIC	25.3	34.5	32.9	28.4	27.2
안정성지표					
부채비율	19.0	40.9	30.2	28.8	27.4
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	5.2	3.2	4.1	4.3	4.5
이자보상배율 (배)	0.0	253.6	0.0	0.0	0.0
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	3.3	5.4	4.6	5.9	5.8
매입채무회전율	10.9	13.6	12.0	14.8	14.7
재고자산회전율	5.0	5.6	5.1	6.1	6.1



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 원익IPS (240810)

## 올해가 바닥

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbfq.com

**투자의견 Buy,**  
**목표주가 42,000원으로 커버리지 개시**

원익IPS에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 42,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 DCF 방식으로 산출했다 (WAC 7.77%, 영구성장률 2.2%). 원익IPS는 고객사의 캐파 확장이 재개되는 2025년에 매출이 정상화될 것으로 예상돼 미래가치를 반영하는 DCF 방식으로 목표주가를 산출했다. KB증권 추정치 기준 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 2.3배이며, 11월 14일 증가 기준 상승여력은 18%다.

**낸드 박막증착 장비 주력**

원익IPS는 반도체 / 디스플레이 장비업체이며, 2023년 기준 매출액 비중은 반도체 85%, 디스플레이 15%로 추정된다. 반도체의 경우 박막증착 장비를 주력으로 하며, 장비 구성은 PECVD 70%, ALD/Diffusion 30%다. 2023년 응용처별 매출 비중은 D램 35%, 낸드 25%, 파운드리 25%로 추정된다. 2022년까지만 해도 낸드 비중은 40%가 넘었다. 하지만 낸드 ASP의 더딘 회복으로 고객사의 낸드 투자 축소가 2024년까지 지속될 것으로 예상된다. 따라서 과거와 같은 레벨의 낸드 매출은 2024년까지는 어려울 전망이다.

**올해 삼성전자 매출 비중 사상 최대**

반도체 주요 고객사는 삼성전자와 SK하이닉스, 디스플레이 주요 고객사는 삼성디스플레이, GVO, Tianma로 추정된다. 전방수요 부진으로 SK하이닉스와 디스플레이 고객사 투자가 큰 폭으로 축소돼 올해 매출액에서 삼성전자가 차지하는 비중은 사상 최대치를 기록할 전망이다.

**2024년 실적 회복 시작**

2023년 실적은 고객사의 투자 축소 및 지연으로 매출액 6,939억원 (-31% YoY), 영업이익 233억원 (적자전환)으로 추정된다. 하지만, 2024년 P3 D램 추가 투자와, 테일러 팹 매출 인식이 예상되고, 2025년에는 고객사 투자 재개가 기대되어 점진적인 실적 회복세가 예상된다. 따라서 2024년 매출액은 9,233억원 (+33%YoY), 영업이익 698억원 (흑자전환, OPM 7.6%)을 전망한다.

## Buy 신규

**목표주가 (원) 42,000**

Dividend yield* (%)	0.6
Total return (%)	18.6
현재가 (11/14, 원)	35,600
Consensus target price (원)	36,000
시가총액 (조원)	1.7

\* Dividend Yield는 12개월 Forward

### Trading Data

Free float (%)	64.4
거래대금 (3m, 십억원)	8.0
외국인 지분율 (%)	21.5
주요주주 지분율 (%)	원익홀딩스 외 5인 33.1
	삼성전자 외 1인 7.5

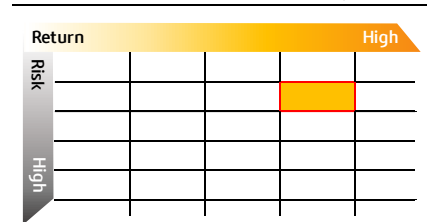
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.9	14.3	24.0	25.9
시장대비 상대수익률	10.8	29.8	28.4	14.8

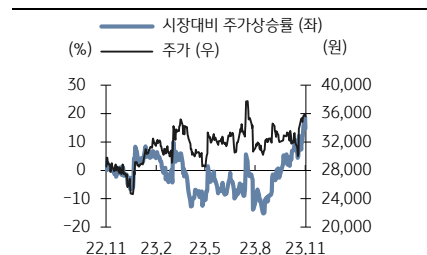
### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	1,011	694	923	1,117
영업이익 (십억원)	98	-15	70	93
지배주주순이익 (십억원)	89	11	72	94
EPS (원)	1,822	224	1,468	1,920
증감률 (%)	-38.4	-87.7	555.4	30.8
P/E (x)	13.6	158.8	24.3	18.5
EV/EBITDA (x)	7.7	53.7	13.7	11.1
P/B (x)	1.4	2.0	1.9	1.7
ROE (%)	10.7	1.3	8.0	9.7
배당수익률 (%)	0.8	0.6	0.6	0.8

### Risk & Total Return (annualized over three years)

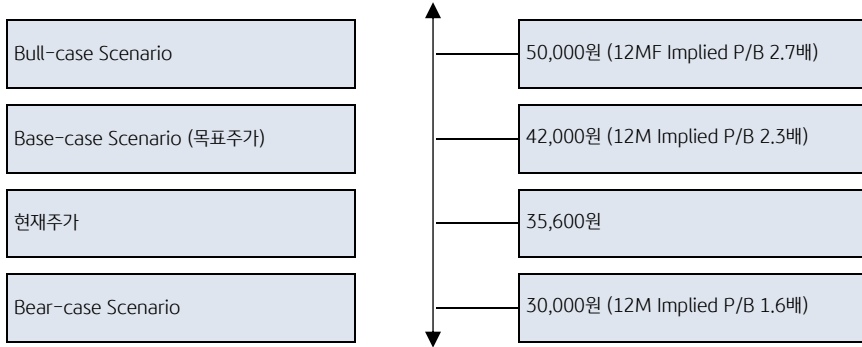


### Stock Price & Relative Performance



자료: 원익IPS, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 24년 낸드 ASP 35%~45% YoY
- 2) 24년 메모리 고객사 capex 0%~10% YoY

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 24년 낸드 ASP +45% YoY 이상 상승
- 2) 24년 메모리 고객사 capex +10% YoY 이상 상승

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 24년 낸드 ASP +35% YoY 이하 상승
- 2) 24년 메모리 고객사 capex 전년대비 감소

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	694	923	-	-
영업이익	-	-	-13	70	-	-
지배주주순이익	-	-	9	71	-	-

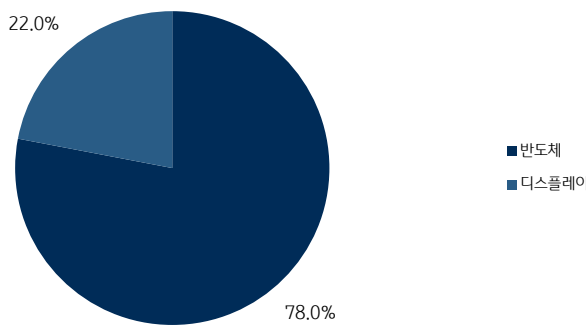
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	694	923	700	896	-0.8	3.1
영업이익	-13	70	-9	82	-43.7	-15.3
지배주주순이익	9	71	6	73	41.1	-3.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2022년, %)



자료: Dart, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
원익 IPS	1,747	158.8	24.3	2.0	1.9	53.7	13.7	1.3	8.0	0.6	0.6
Applied Materials	166,094	18.9	19.1	7.9	7.5	15.3	15.8	39.6	53.6	0.8	0.9
Lam Research	117,683	23.9	19.2	11.0	10.3	18.9	15.5	73.7	72.6	1.2	1.2
Tokoy Electron	95,751	34.8	26.7	6.5	5.8	22.8	17.9	26.3	37.4	1.4	1.9

자료: Bloomberg Consensus, 원익IPS는 KB증권 추정치

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

현금흐름할인 모형 (DCF)

2) 목표주가 산정:

WACC 7.77%, 영구성장률 2.2%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

50,000원 ~ 30,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션

24E P/B 2.2배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.3
금리 1%p 상승 시	+2.6	+4.1

표 43. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	1,011	694	923	1,117	1,307	1,451	1,603	1,763	1,931	2,105	2,284	2,375	2,458	2,507
영업이익	98	-13	70	93	118	151	187	220	255	290	328	355	381	402
<b>NOPLAT</b>	73	-10	52	70	89	113	141	165	191	218	246	266	286	301
감가상각비	41	42	44	46	48	52	55	59	63	68	73	79	84	89
<b>총 현금흐름</b>	114	32	96	115	137	165	195	224	255	286	319	345	370	391
운전자본 증감	332	-110	73	62	61	46	49	51	53	55	57	29	26	16
Capex	70	56	61	65	71	76	82	89	96	104	112	121	125	128
총 투자	402	-54	134	127	131	122	131	140	149	159	169	150	151	144
<b>FCFF</b>	-36	11	-38	-12	6	43	65	84	105	127	150	195	219	247
Terminal Value														3,706
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		7.77	7.85	7.94	8.03	8.12	8.22	8.31	8.41	8.50	8.60	8.70	8.80	8.90
PV of FCFF		11	-32	-9	4	29	40	48	56	62	68	81	83	86
Total PV of FCFF		527												
연구성장률 (%)		2.2%												World Bank 2030년 글로벌 경제 성장률
PV of terminal value		1,296												
<b>Valuation</b>														
<b>영업가치</b>		1,822.3												
현금 및 현금성자산		160.1												
단기금융자산		39.1												
총금융부채		2.8												
비지배주주지분		0.0												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		2,018.7												
주당 적정 가치		42,182												
<b>목표주가</b>		42,000원												
현재주가 (23.11.14)		35,600원												
<b>Upside</b>		18.0%												

자료: 원익IPS, KB증권 추정

표 44. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>8.36</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	0.87	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>4.93</b>	동일 신용등급 회사채 이자율 평균
자기자본 가중치 (j)	82.8	
순차입금 가중치 (k)	17.2	
WACC (A x j + B x k)	<b>7.77</b>	

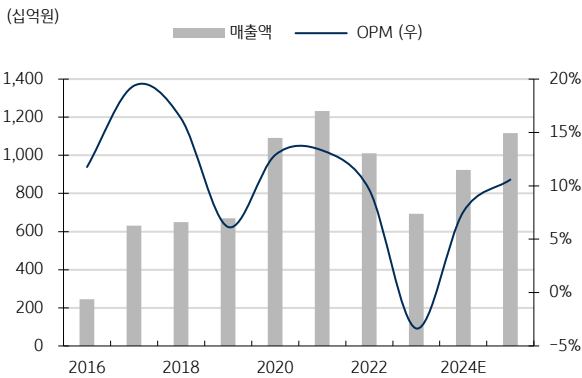
자료: KB증권 추정

표 45. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	150.4	134.6	179.9	229.0	215.5	209.8	248.1	249.9	1,011.5	693.9	923.3	1,117.1
YoY	-28%	-33%	-36%	-28%	43%	56%	38%	9%	-18%	-31%	33%	21%
반도체	136	125	178	189	193	185	204	208	784	628	789	960
디스플레이	14	10	2	40	23	25	44	42	228	66	134	157
<b>매출 비중</b>												
반도체	91	93	99	83	89	88	82	83	78	90	85	86
디스플레이	9	7	1	17	11	12	18	17	22	10	15	14
<b>영업이익</b>	-10.7	-18.2	-11.5	17.1	16.6	16.0	18.5	18.7	97.6	-23.3	69.8	118.2
YoY	적전	적전	적전	-35%	흑전	흑전	흑전	9%	-41%	적전	흑전	69%
OPM	-7.1%	-13.6%	-6.4%	7.5%	7.7%	7.6%	7.5%	7.5%	9.6%	-3.4%	7.6%	10.6%

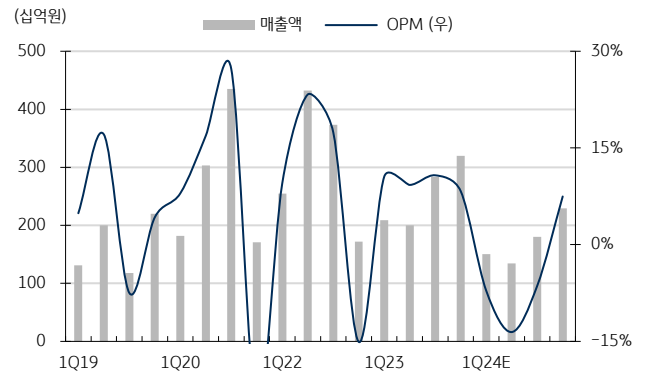
자료: 원익IPS, KB증권 추정

그림 210. 연간 실적 전망



자료: 원익IPS, KB증권 추정

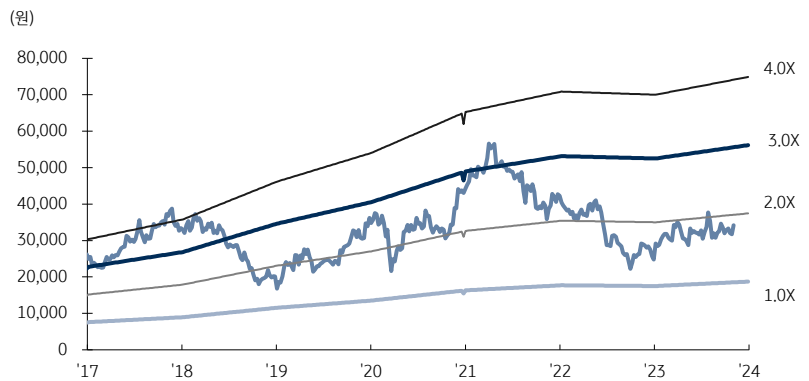
그림 211. 분기 실적 전망



자료: 원익IPS, KB증권 추정

그림 212. 12MF P/B Band

목표주가의 12MF Implied P/B 는 2.3배



자료: Quantwise, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
매출액	1,232	1,011	694	923	1,117
매출원가	761	599	410	531	642
매출총이익	472	412	284	392	475
판매비와관리비	307	315	297	322	382
영업이익	164	98	-13	70	93
EBITDA	202	138	29	113	139
영업외손익	25	20	25	24	22
이자수익	3	6	7	7	5
이자비용	0	1	1	1	1
지분법손익	3	-2	0	0	-1
기타영업외손익	19	17	18	17	18
세전이익	189	117	12	94	115
법인세비용	44	28	1	22	20
당기순이익	145	89	11	72	94
지배주주순이익	145	89	11	72	94
수정순이익	145	89	11	72	94

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	13.0	-17.9	-31.4	33.1	21.0
영업이익 성장률	16.7	-40.6	적전	혹전	33.1
EBITDA 성장률	12.9	-31.6	-79.1	292.9	22.3
지배기업순이익 성장률	48.4	-38.4	-87.7	554.9	30.8
매출총이익률	38.3	40.8	40.9	42.4	42.5
영업이익률	13.3	9.6	-1.9	7.6	8.3
EBITDA이익률	16.4	13.7	4.2	12.3	12.4
세전이익률	15.4	11.6	1.7	10.1	10.3
지배기업순이익률	11.8	8.8	1.6	7.8	8.4

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	137	28	119	74	106
당기순이익	145	89	11	72	94
유무형자산상각비	38	41	42	44	46
기타비현금손익 조정	73	47	1	21	21
운전자본증감	-74	-113	67	-41	-35
매출채권감소 (증가)	-17	-3	14	-8	-7
재고자산감소 (증가)	40	-6	102	-75	-63
매입채무증가 (감소)	-10	-17	-5	10	8
기타운전자본증감	-87	-87	-44	32	27
기타영업현금흐름	-45	-35	-1	-22	-20
투자활동 현금흐름	-224	61	-49	-84	-87
유형자산투자감소 (증가)	-97	-59	-56	-61	-65
무형자산투자감소 (증가)	-3	1	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-137	107	-1	-1	-1
기타투자현금흐름	14	11	18	-13	-11
재무활동 현금흐름	-11	-28	-9	-10	-11
금융부채 증감	-1	-1	1	-1	-1
자본의 증감	0	-11	0	0	0
배당금 당기지급액	-10	-14	-10	-10	-10
기타재무현금흐름	0	-1	0	1	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-97	61	62	-21	7
기말현금	38	98	160	139	146
잉여현금흐름 (FCF)	40	-31	63	13	40
순현금흐름	44	-50	42	-6	19
순현금 (순차입금)	204	154	196	190	209

자료: 원익IPS, KB증권 추정

**재무상태표**

(십억원) (적용기준)	2021A (IFRS-C)	2022A (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)
자산총계	1,168	1,122	1,052	1,172	1,305
유동자산	675	596	501	593	695
현금 및 현금성자산	38	98	160	139	146
단기금융자산	168	57	39	52	63
매출채권	35	39	25	34	41
재고자산	330	327	225	300	363
기타유동자산	104	74	51	68	82
비유동자산	493	526	551	579	609
투자자산	38	38	39	40	41
유형자산	334	368	387	408	431
무형자산	43	34	39	44	51
기타비유동자산	79	86	86	86	86
부채총계	367	252	181	238	287
유동부채	359	249	177	235	285
매입채무	52	35	30	40	48
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	307	214	147	196	237
비유동부채	7	3	4	3	2
장기금융부채	1	1	3	1	0
기타비유동부채	6	2	1	1	2
자본총계	801	870	871	934	1,018
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	351	351	351	351	351
기타자본항목	-17	-28	-28	-28	-28
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	442	521	523	585	670
지배지분 계	801	870	871	934	1,018
비지배지분	0	0	0	0	0

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	14.3	13.6	158.8	24.3	18.5
P/B	2.6	1.4	2.0	1.9	1.7
P/S	1.7	1.2	2.5	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.3	7.7	53.7	13.7	11.1
EV/EBIT	11.4	10.9	N/A	22.3	16.6
배당수익률	0.7	0.8	0.6	0.6	0.8
EPS	2,957	1,822	224	1,468	1,920
BVPS	16,320	17,719	17,748	19,021	20,746
SPS (주당매출액)	25,106	20,607	14,137	18,810	22,760
DPS (주당배당금)	300	200	200	200	300
배당성향 (%)	10.0	10.7	87.0	13.3	15.2
수익성지표					
ROE	19.8	10.7	1.3	8.0	9.7
ROA	12.8	7.8	1.0	6.5	7.6
ROIC	19.8	10.8	1.4	8.0	9.7
안정성지표					
부채비율	45.8	29.0	20.7	25.5	28.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.9	2.4	2.8	2.5	2.4
이자보상배율 (배)	2,196.7	119.0	-14.4	96.8	161.1
활동성지표					
총자산회전율	1.1	0.9	0.6	0.8	0.9
매출채권회전율	48.8	27.3	21.5	31.1	29.8
매입채무회전율	21.7	23.4	21.6	26.7	25.6
재고자산회전율	3.5	3.1	2.5	3.5	3.4



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 신성이엔지 (011930)

## 2024년 미뤄진 수주 대거 인식

2023년 11월 17일

반도체 장비 Analyst 박주영

02-6114-2920 juyoung.park@kbf.com

투자의견 Buy,  
목표주가 2,300원으로 커버리지 개시

신성이엔지에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 2,300원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 기업가치는 DCF를 기반으로 산출했다 (WACC 11.27%, 영구성장률 2.2%). KB증권 추정치 기준 목표주가의 12개월 선행 Implied P/B는 1.7배이며, 11월 14일 증가 기준 상승여력은 21%다.

반도체 클린룸 / 2차전지 드라이룸  
절대강자

신성이엔지는 반도체/디스플레이 클린룸, 2차전지 드라이룸, 태양광 재생에너지 사업을 영위하고 있다. 반도체/2차전지 각각 주요 고객사 안에서 동사의 점유율은 70%로 추정된다. 반도체 클린룸의 경우 신규 라인 증설과 장비 교체는 클린룸 교체로 이어진다. 따라서 고객사의 캐파 확장과 테크 마이그레이션 투자 집행 시 모두 실적이 상승하는 구조다. 신성이엔지 2차전지 드라이룸 사업부는 배터리 성분 (리튬, 황화물계)이 습기에 민감하므로 기존 클린룸에 제습기를 추가해 납품하고 있다. 2차전지 드라이룸은 반도체 클린룸 대비 소규모 업체가 많아 마진율이 낮다. 따라서 2022년 신성이엔지는 증평 사업장을 증설해 2차전지용 제습 장비 생산을 내재화했다. 장기적으로 2차전지 사업부의 마진율 개선을 전망한다.

3Q23 실적 바닥  
2024년 사상 최대 매출 전망

3분기 실적은 평택 P4, 테일러 팸 공사 스케줄 지연으로 매출액 1,295억원 (-17% YoY), 영업적자 32억원 (YoY 적자전환)을 기록해 컨센서스를 크게 하회했다. 하지만 실적은 3분기 바닥을 찍고 반등할 전망이다. 2024년 반도체 클린룸의 경우 국내 고객사 중심에서 해외 고객사로의 확장이 예상되고, 2차전지 드라이룸은 LG에너지솔루션 미시건 단독공장과 SK온 조지아 2공장 매출이 더해질 것으로 예상된다. 따라서 2024년 매출액은 8,560억원 (+40%YoY), 영업이익 346억원 (+345% YoY, OPM 4.0%)으로 사상 최대 실적을 기록할 전망이다.

## Buy 신규

목표주가 (원) 2,300

Dividend yield* (%)	0.0
Total return (%)	21.1
현재가 (11/14, 원)	1,899
Consensus target price (원)	N/A
시가총액 (억원)	3,909

\* Dividend Yield는 12개월 Forward

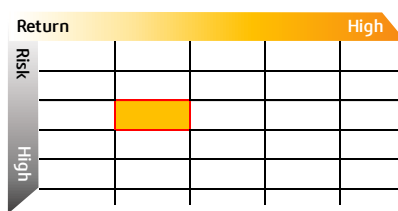
### Trading Data

Free float (%)	78.1
거래대금 (3m, 십억원)	11.9
외국인 지분율 (%)	7.1
주요주주 지분율 (%)	이자선 외 11 인 20.8

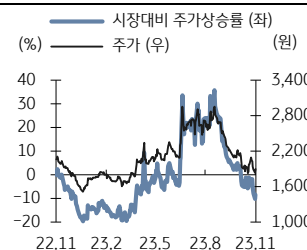
### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.3	-29.9	-6.2	-7.8
시장대비 상대수익률	-11.5	-26.1	-5.1	-8.4

### Risk & Total Return (annualized over three years)



### Stock Price & Relative Performance

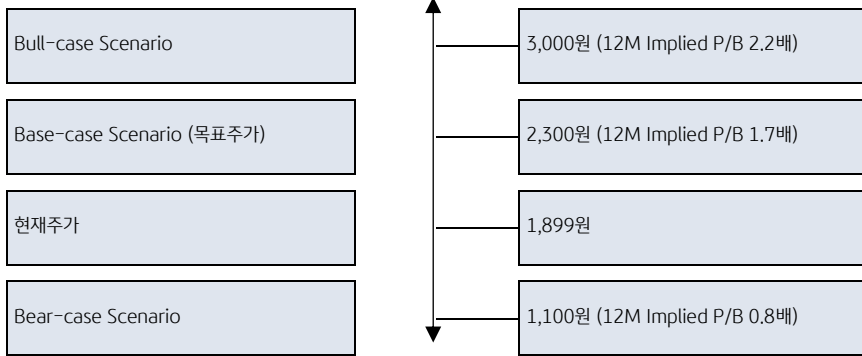


자료: 신성이엔지, KB증권

### Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	664	612	856	1,019
영업이익 (십억원)	21	8	35	50
지배주주순이익 (십억원)	34	25	40	51
EPS (원)	166	122	196	249
증감률 (%)	흑전	-26.5	60.7	27.0
P/E (x)	9.4	15.5	9.7	7.6
EV/EBITDA (x)	17.4	33.7	12.4	8.4
P/B (x)	1.5	1.7	1.4	1.2
ROE (%)	16.3	11.3	15.7	17.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

- 1) 2Q24E 삼성전자 P4 가동에 따른 매출 정상 인식
- 2) TI 말레이시아 2공장 수주 여부

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 1Q24E 삼성전자 P4 조기 가동
- 2) TI 말레이시아 2공장 수주 성공

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 3Q24E 삼성전자 P4 가동 지연
- 2) TI 말레이시아 2공장 수주 난항

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	-	-	612	856	-	-
영업이익	-	-	8	35	-	-
지배주주순이익	-	-	26	40	-	-

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	612	856	738	-	-17.0	-
영업이익	8	35	33	-	-75.7	-
지배주주순이익	26	40	-	-	-	-

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF Valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 11.27%, 영구성장률 2.2% 가정

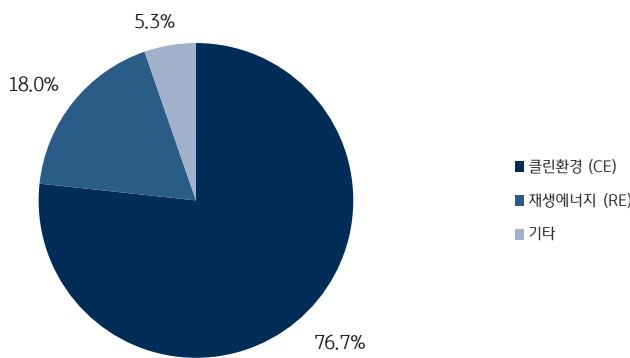
3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

3,000원 ~ 1,100원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션

24E P/B 1.7배

매출액 구성 (2022년, %)



자료: 신성이앤지, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	+1.2	+1.2
금리 1%p 상승 시	-4.9	-3.3

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
신성이앤지	406	14.3	9.3	1.7	1.4	22.4	11.3	12.7	16.7	0.0	0.0
케이엔솔	344	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
한양이앤지	264	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg Consensus, 신성이앤지는 KB증권 추정치

표 46. DCF (현금흐름할인) Valuation

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>매출액</b>	664	612	856	1,019	1,171	1,314	1,462	1,615	1,760	1,866	1,969	2,018	2,058	2,079
영업이익	21	8	35	50	53	61	70	84	95	105	117	127	137	145
<b>NOPLAT</b>	16	6	26	38	40	46	52	63	71	79	88	95	103	109
감가상각비	7	8	8	9	10	10	11	12	13	14	15	16	17	19
<b>총 현금흐름</b>	23	14	34	47	50	56	64	75	84	93	103	111	120	128
운전자본 증감	72	-13	29	17	16	15	15	16	15	11	10	5	4	2
Capex	14	13	14	15	16	18	19	21	22	24	26	28	30	33
<b>총 투자</b>	85	0	43	32	32	32	34	36	37	35	36	33	34	35
<b>FCFF</b>	-8	2	-8	15	18	24	29	38	47	58	67	78	85	93
Terminal Value														1,393
<b>현금흐름의 현재 가치</b>														
WACC		11.27	11.20	11.10	11.00	10.88	10.74	10.59	10.43	10.25	10.06	9.86	9.64	9.41
PV of FCFF		2	-7	11	12	14	16	19	21	23	24	26	26	26
Total PV of FCFF		214												
연구성장률 (%)		2.2%	World Bank 2030년 세계 경제 성장률											
PV of terminal value		388												
<b>Valuation</b>														
<b>영업가치</b>		602												
현금 및 현금성자산		56.9												
단기금융자산		3.5												
총금융부채		197.0												
비지배주주지분		0.3												
우선주 시가총액		0.0												
<b>적정 기업가치</b>		465.4												
주당 적정 가치		2,261												
<b>목표주가</b>		<b>2,300원</b>												
현재주가 (23.11.14)		1,899원												
<b>Upside</b>		<b>21.1%</b>												

자료: 신성이엔지, KB증권 추정

표 47. WACC 산출 과정

(십억원, %)	값	비고
COE (A) = a+b x c	<b>11.25</b>	
Risk free rate (a)	3.65	최근 3개월 평균 통안채 10년 수익률
조정 Beta (b)	1.40	52W Adjusted Beta
Risk premium ( c = d-e)	5.41	
Market (d)	8.72	2001년 ~ 2022년 WMI500 연평균 Total Return
Risk free rate (e)	3.32	2001년 ~ 2022년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	<b>11.29</b>	동일 신용등급 회사채 이자율 평균
자기자본 가중치 (j)	40.0	
순차입금 가중치 (k)	60.0	
WACC (A x j + B x k)	<b>11.27</b>	

자료: KB증권 추정

- 매출 인식 중인 수주 내역  
 - 삼성전자 P4/테일러랩  
 - 텍사스 인스트루먼트 말레이시아 1공장  
 - LG 에너지솔루션 미시건 단독공장  
 - SK 온 조지아 2공장  
 - SK 넥실리스 말레이시아 동박공장

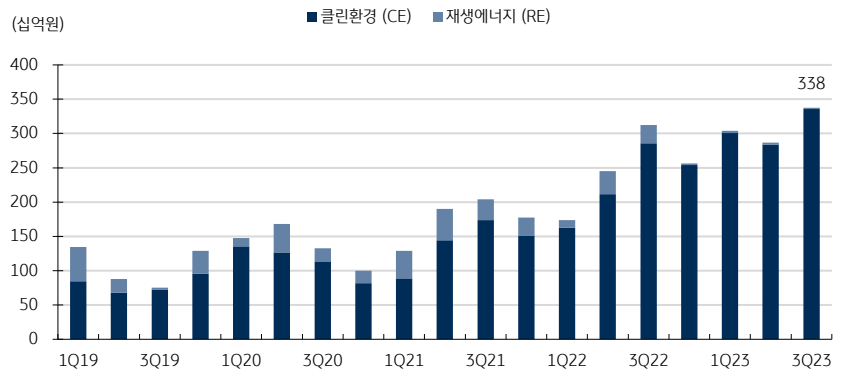
그림 213. 반도체 / 2차전지 수주 스케줄

사업분야	고객사	계약 내용	매출 인식 여부
반도체	삼성전자	P3	인식 완료
		P4	인식 중
		테일러랩	인식 중
		P5	예정
	텍사스 인스트루먼트	말레이시아 1공장	인식 중
		말레이시아 2공장	진행 논의 중
2차전지	LG 에너지솔루션	얼티엄셀 3공장	인식 완료
		미시건 단독공장 증설	인식 중
	SK 온	조지아 2공장	24F 매출 발생
	SK 넥실리스	말레이시아 동박공장	인식 중
	롯데에너지 머트리얼즈	동박 1공장	인식 완료
		동박 2공장	인식 완료

자료: 신성이엔지, 언론보도 자료, KB증권 추정

3Q23말 총 수주잔고 3,376억원  
 클린환경 (CE) 3,356억원  
 재생에너지 (RE) 19억원

그림 214. 기말 수주잔고



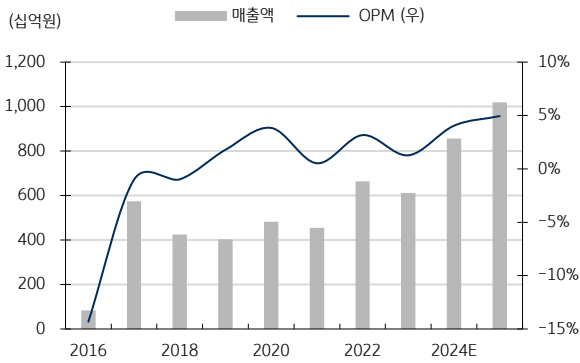
자료: 신성이엔지, KB증권

표 48. 분기 / 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>121.3</b>	<b>157.0</b>	<b>129.5</b>	<b>204.4</b>	<b>212.8</b>	<b>228.5</b>	<b>140.7</b>	<b>274.0</b>	<b>664.1</b>	<b>612.1</b>	<b>856.0</b>	<b>1018.6</b>
YoY	-12%	-11%	-17%	5%	75%	46%	8%	34%	46%	-8%	40%	19%
클린환경 (CE)	101	138	116	186	190	205	120	249	509	540	765	884
재생에너지 (RE)	20	19	14	18	22	23	20	25	119	71	90	135
<b>매출 비중</b>												
클린환경 (CE)	83	88	89	91	90	90	86	91	77	88	89	87
재생에너지 (RE)	16	12	11	9	10	10	14	9	18	12	11	13
<b>영업이익</b>	<b>4.3</b>	<b>2.3</b>	<b>-3.2</b>	<b>4.4</b>	<b>8.3</b>	<b>11.2</b>	<b>6.8</b>	<b>8.3</b>	<b>21.0</b>	<b>7.8</b>	<b>34.6</b>	<b>50.4</b>
YoY	49%	-78%	적자전환	4,231%	94%	389%	흑자전환	88%	781%	-63%	345%	45%
OPM	3.5%	1.5%	-2.5%	2.2%	3.9%	4.9%	4.8%	3.0%	3.2%	1.3%	4.0%	4.9%

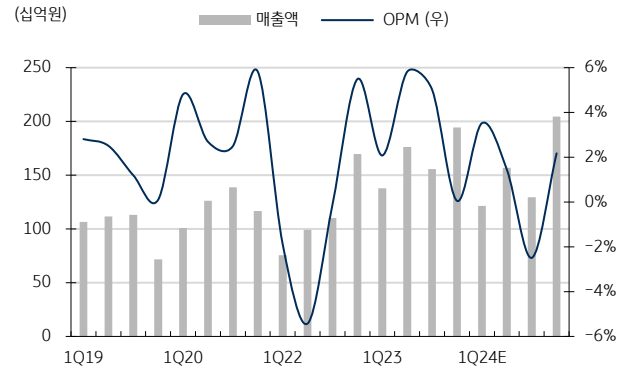
자료: 신성이앤지, KB증권 추정

그림 215. 연간 실적 전망



자료: 신성이앤지, KB증권 추정

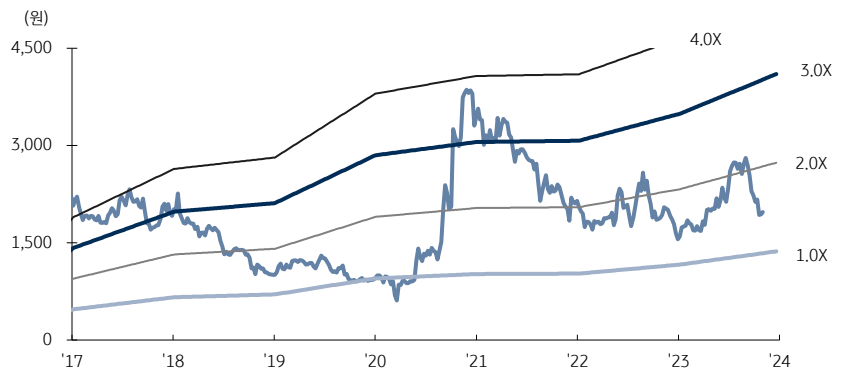
그림 216. 분기 실적 전망



자료: 신성이앤지, KB증권 추정

그림 217. 12MF P/B Band

목표주가의 12MF Implied P/B 는 1.71배



자료: Quantwise, KB증권 추정

**포괄손익계산서**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	455	664	612	856	1,019
매출원가	403	588	541	736	875
매출총이익	52	76	71	120	144
판매비와관리비	50	55	63	86	94
영업이익	2	21	8	35	50
EBITDA	11	28	16	43	59
영업외손익	-20	26	13	15	14
이자수익	0	0	1	3	3
이자비용	4	5	7	7	7
지분법손익	0	28	16	15	15
기타영업외손익	-16	3	2	4	3
세전이익	-18	47	21	49	64
법인세비용	-2	11	-4	9	13
당기순이익	-16	34	25	40	52
지배주주순이익	-16	34	25	40	51
수정순이익	-16	34	25	40	51

**성장성 및 수익성 비율**

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	-5.8	46.1	-7.8	39.8	19.0
영업이익 성장률	-87.1	779.5	-63.0	345.6	45.5
EBITDA 성장률	-62.8	160.8	-45.0	174.8	37.9
지배기업순이익 성장률	적지	흑전	-26.2	59.9	27.4
매출총이익률	11.4	11.5	11.6	14.0	14.1
영업이익률	0.5	3.2	1.3	4.0	4.9
EBITDA이익률	2.4	4.3	2.6	5.0	5.8
세전이익률	-3.9	7.2	3.4	5.7	6.3
지배기업순이익률	-3.5	5.1	4.1	4.7	5.0

**현금흐름표**

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-21	-24	29	-18	26
당기순이익	-16	34	25	40	52
유형자산상각비	9	7	8	8	9
기타비현금손익 조정	22	-8	-21	-6	-2
운전자본증감	-32	-53	13	-54	-21
매출채권감소 (증가)	-5	-29	26	-40	-24
재고자산감소 (증가)	-17	6	-8	-14	-9
매입채무증가 (감소)	9	2	-5	26	17
기타운전자본증감	-19	-32	0	-25	-5
기타영업현금흐름	-5	-5	4	-6	-11
투자활동 현금흐름	-7	30	-7	-7	-9
유형자산투자감소 (증가)	-19	-14	-13	-14	-15
무형자산투자감소 (증가)	-1	-4	0	0	0
투자자산감소 (증가)	0	26	5	8	7
기타투자현금흐름	14	21	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	12	5	7	22	37
금융부채 증감	10	3	-9	5	20
자본의 증감	2	2	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	0	0	16	17	17
기타현금흐름	2	-2	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-14	8	30	-3	53
기말현금	19	27	57	54	107
잉여현금흐름 (FCF)	-41	-38	16	-32	10
순현금흐름	-10	-111	38	-6	34
순현금 (순차입금)	-63	-175	-137	-143	-109

자료: 신성이앤지, KB증권 추정

**재무상태표**

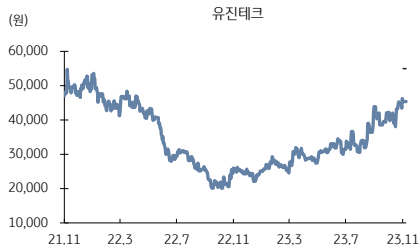
(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	477	578	582	661	767
유동자산	251	251	255	337	444
현금 및 현금성자산	19	27	57	54	107
단기금융자산	35	4	3	5	6
매출채권	0	114	87	128	152
재고자산	36	28	36	50	59
기타유동자산	162	78	72	101	120
비유동자산	225	327	327	324	323
투자자산	94	88	82	74	67
유형자산	116	221	227	233	240
무형자산	5	8	7	6	5
기타비유동자산	11	11	11	11	10
부채총계	269	366	345	384	439
유동부채	225	257	237	271	323
매입채무	0	70	65	90	107
단기금융부채	79	109	100	105	125
기타유동부채	145	78	72	76	90
비유동부채	44	109	109	113	116
장기금융부채	37	97	97	97	97
기타비유동부채	7	13	12	16	19
자본총계	208	211	236	277	328
자본금	102	103	103	103	103
자본잉여금	185	186	186	186	186
기타자본항목	-3	-3	-3	-3	-3
기타포괄손익누계액	17	-16	-16	-16	-16
이익잉여금	-93	-59	-34	7	58
지배자본 계	208	211	236	276	328
비지배자본	0	0	0	1	1

**주요투자지표**

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	N/A	9.4	15.5	9.7	7.6
P/B	2.1	1.5	1.7	1.4	1.2
P/S	1.0	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	45.9	17.4	33.7	12.4	8.4
EV/EBIT	210.0	23.5	67.9	15.4	9.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	-78	166	122	196	249
BVPS	1,018	1,025	1,147	1,343	1,592
SPS (주당매출액)	2,237	3,228	2,974	4,158	4,949
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표					
ROE	-8.0	16.3	11.3	15.7	17.0
ROA	-3.5	6.5	4.4	6.5	7.2
ROIC	-3.9	10.5	7.6	10.4	11.4
안정성지표					
부채비율	129.1	173.5	146.0	138.7	133.6
순차입비율	30.4	82.7	57.9	51.8	33.2
유동비율	1.1	1.0	1.1	1.2	1.4
이자보상배율 (배)	0.6	4.3	1.1	4.9	7.1
활동성지표					
총자산회전율	1.0	1.3	1.1	1.4	1.4
매출채권회전율	0.0	0.0	6.1	8.0	7.3
매입채무회전율	0.0	0.0	9.1	11.1	10.3
재고자산회전율	16.6	21.0	19.3	20.1	18.7

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



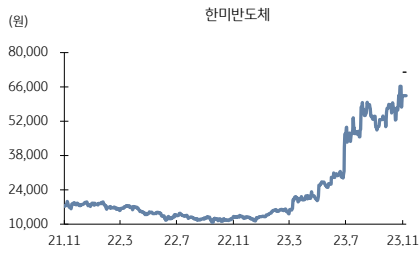
유진테크 (084370)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	55,000		



주성엔지니어링 (036930)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	43,000		



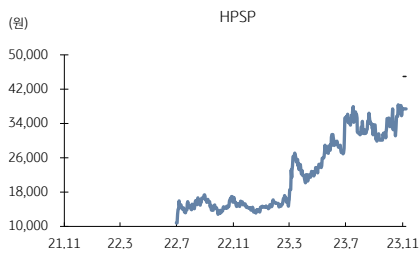
한미반도체 (042700)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	72,000		



이오테크닉스 (039030)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	190,000		



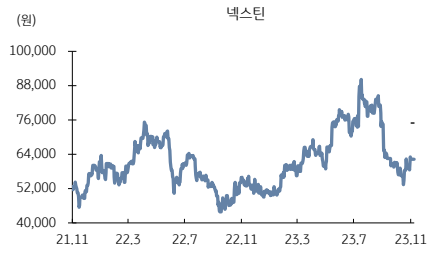
HPSP (403870)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	45,000		



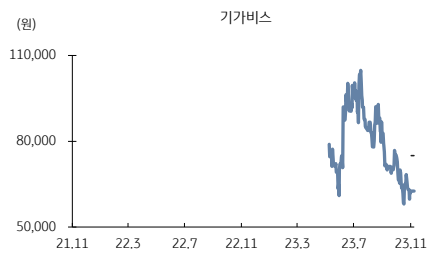
**파크시스템스 (140860)**

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	200,000		



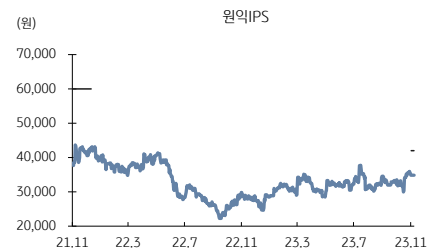
**넥스틴 (348210)**

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	75,000		



**기가버스 (420770)**

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	75,000		



**원익IPS (240810)**

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-11-09	Buy	황고운	60,000	-45.08	
23-11-17	Buy	박주영	42,000		



**신성이엔지 (011930)**

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
23-11-17	Buy	박주영	2,300		

종목명	인수 합병 업무관련	1년 이내 IPO	BW/CB/EB 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 등 유동성공급	ETF 설정/해지	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
유진테크												
주성엔지니어링												
한미반도체												
이오테크닉스												
HPS												
파크시스템스												
넥스틴												
기가비스												
원익IPS												
신성이엔지												

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
89.0	11.0	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.