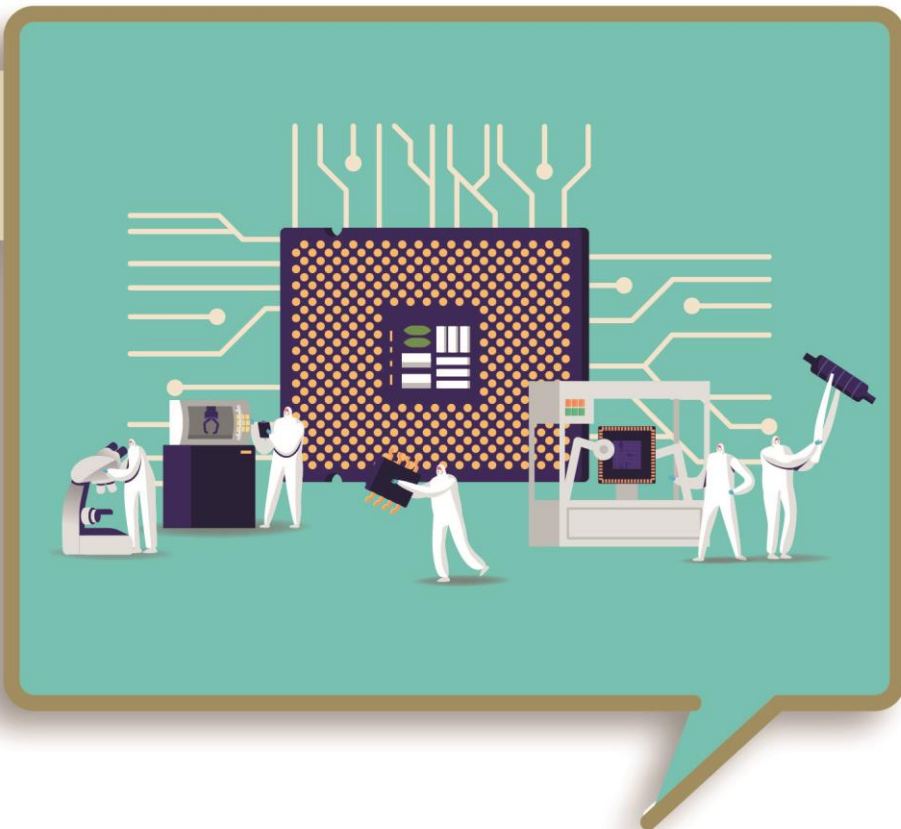


반도체 산업

비중확대 (유지)

Top pick

- ✓ 피에스케이
- ✓ 케이엔솔



전공정 문의는 디램으로 부탁드립니다

이닛시리즈 #2

반도체 담당 박상욱

T.02)2004-9616

Park.sang-wook@shinyoung.com

당사는 2025년 디램 캐파 증설 사이클이 도래할 것으로 전망하는 바 전공정 장비 업체들의 실적 개선에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 2025년 디램 수요는 증가하는 반면 공급은 HBM 전환 투자로 감소하면서 디램 가격이 상승할 것으로 예상된다. 2025년에 디램 공급 부족 현상이 발생하면 메모리 반도체 업체들의 증설은 불가피하다는 판단이다. 이에 글로벌 메모리 3사는 디램 캐파 증설을 계획하고 있다고 파악된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 디램 캐파 증설 규모는 각각 170K/M, 90K/M일 것으로 전망된다. 금번 디램 캐파 증설의 규모는 역대 최대 규모일 것으로 추정된다. 당사는 밸류에이션 매력도가 높고 2025년 실적 개선이 확실한 반도체 전공정 업체들에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 전공정 매출 비중과 밸류에이션 매력도가 높은 피에스케이와 케이엔솔을 산업 내 최선호주로 선정한다.



Content

I. 캐파 증설 사이클이 도래한다.....	8
1. 2025년 공급 부족에 따른 디램 캐파 증설 전망.....	9
2. 전공정 및 인프라 업체에 주목할 시기.....	13
3. 반도체 전공정 업체 톱아보기.....	15
II. 디램 수급 전망.....	20
1. IT 수요 가정.....	21
2. 디램 수급.....	26
III. 기업분석.....	34
IV. Appendix.....	81

Summary

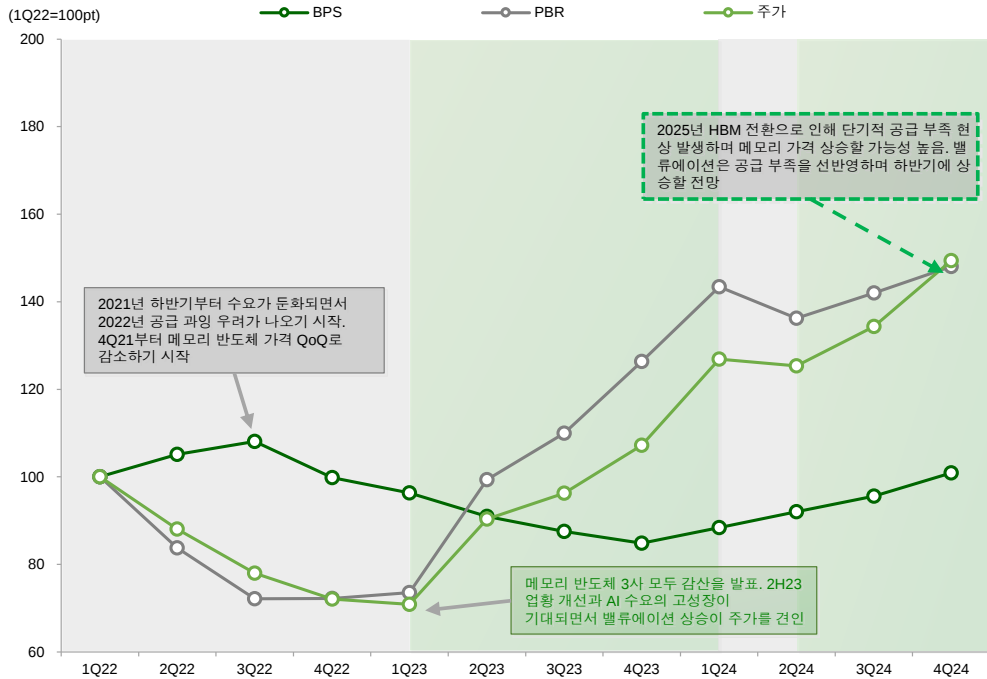
당사는 2025년 디램 캐파 증설 사이클이 도래할 것으로 전망하는 바 전공정 장비 업체들의 실적 개선에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 2025년 디램 수요는 증가하는 반면 공급은 HBM 전환 투자로 감소하면서 디램 가격이 상승할 것으로 예상된다. 2025년 서버 출하량은 빅테크 업체들의 AI 초기 인프라 투자 종료, 교체주기 도래 및 CAPEX 확대에 따라 상승할 전망이다. 또한 2020~2021년 출하됐던 IT 기기들의 교체 주기 도래 및 온디바이스AI 출시 효과로 2025년 스마트폰과 PC 수요도 반등할 것으로 예상된다. 반면 내년 HBM 캐파는 전체 디램 캐파의 30%를 차지할 것으로 전망되는 바 자연적 감산 효과가 발생할 것으로 예상된다.

2025년에 디램 공급 부족 현상이 발생하면 메모리 반도체 업체들의 증설은 불가피하다는 판단이다. 2023년 디램 가동률 저점이 약 70~75%였던 것으로 파악된다. 메모리 반도체 업체들이 예정대로 전체 디램 캐파의 30%를 HBM으로 전환하면 2023년보다 강도 높은 디램 공급 부족 현상이 발생할 전망이다. 이에 글로벌 메모리 3사는 디램 캐파 증설을 계획하고 있다고 파악된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 디램 캐파 증설 규모는 각각 170K/M, 90K/M일 것으로 전망된다. 금번 디램 캐파 증설의 규모는 역대 최대 규모일 것으로 추정된다.

당사는 2024년 하반기에 반도체 전공정 관련 업체들에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 2023~2024년 반도체 밸류체인 업체들의 주가는 밸류에이션이 건인했다. 밸류에이션 상승 트리거로는 HBM, 온디바이스AI, CXL 등이 있었으나 반도체 전공정 업체들과는 관련이 적어 상대적으로 부진한 주가를 보여줬다. 당사는 밸류에이션 매력도가 높고 2025년 실적 개선이 확실한 반도체 전공정 업체들의 주가가 아웃퍼폼할 것으로 전망하는 바 최선호주로 피에스케이와 케이엔솔을 제시한다.

Key Charts

도표 1. 반도체 업황 전망



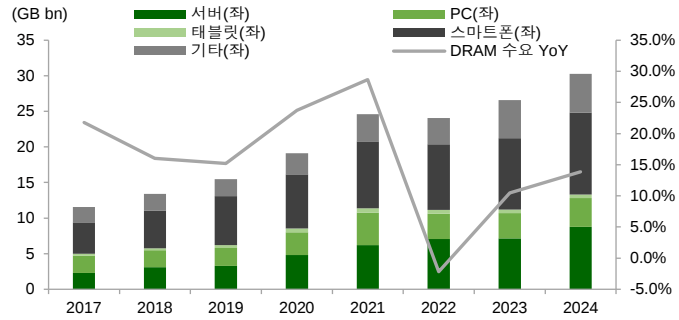
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 2. 반도체 업황 전망

		2023	2024	2025
수요 측면	거시경제 및 경제 정책	인플레이션 위험 완화	금리 인하	금리 인하
	수요	금리 인상	금리 인하	금리 인하
공급 측면	수요	약세	약세 → 회복	회복
	공급자 Capex 생산량	20~30% 감소 10% 이상 감소 (B/G YoY)	2023과 유사한 수준 (고부가가치 상품 집중) 10% 초중반 증가	2024대비 15% 증가할 전망 10% 증가
	재고자산 (공급자 측면)	Peak-out	정상화	정상화
	거시경제 및 경제 정책	인플레이션 위험 완화	금리 인하	금리 인하

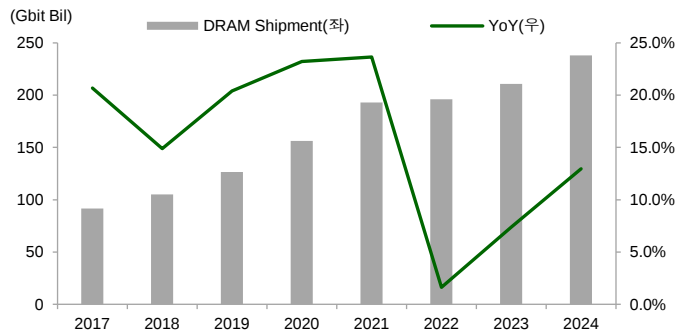
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 3. 디램 연간 수요



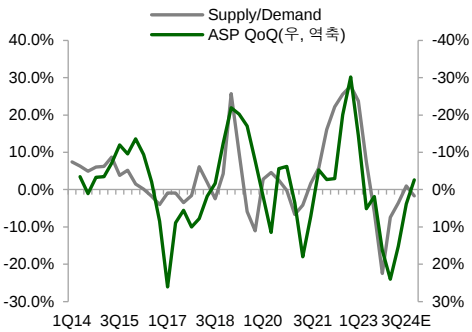
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 4. 디램 연간 출하량



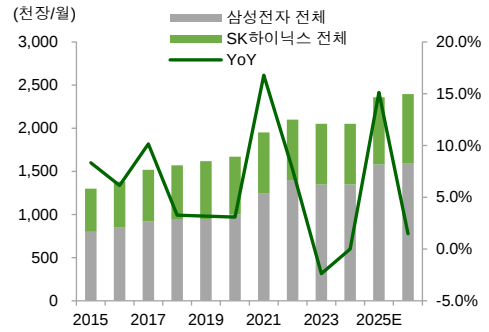
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 5. 디램 S/D ASP 증감률 추이



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 6. 삼성전자, SK하이닉스 캐파 추이 및 전망



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 7. HBM로드맵

기업명		속도 (Gbps)	Tech Nodes	2022				2023				2024				2025			
				1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
HBM2E	삼성전자	3.2~3.6	1Y 16GB	8/16GB															
	SK 하이닉스	3.6	1Y 16GB	8/16GB															
	마이크론	3.2~3.6	1Z 16GB	16GB															
HBM3	삼성전자	5.6~6.4	1Z 16GB	16GB C/S 16GB MP 24GB C/S 24GB MP															
	SK 하이닉스	5.6~6.4	1Z 16GB	16GB C/S 16GB MP 24GB C/S 24GB MP															
HBM3E	삼성전자	8.0~9.8	1alpha 24GB	24GB C/S 24GB MP 36GB C/S, MP															
	SK 하이닉스	8.0~9.2	1beta 24GB	24GB C/S 24GB MP 36GB C/S, MP															
	마이크론	8.0~9.2	1beta 24GB	24GB C/S 24GB MP 36GB C/S 36GB MP															
HBM4		TBD	TBD	2H24~2025 중 전체 스펙 공개															

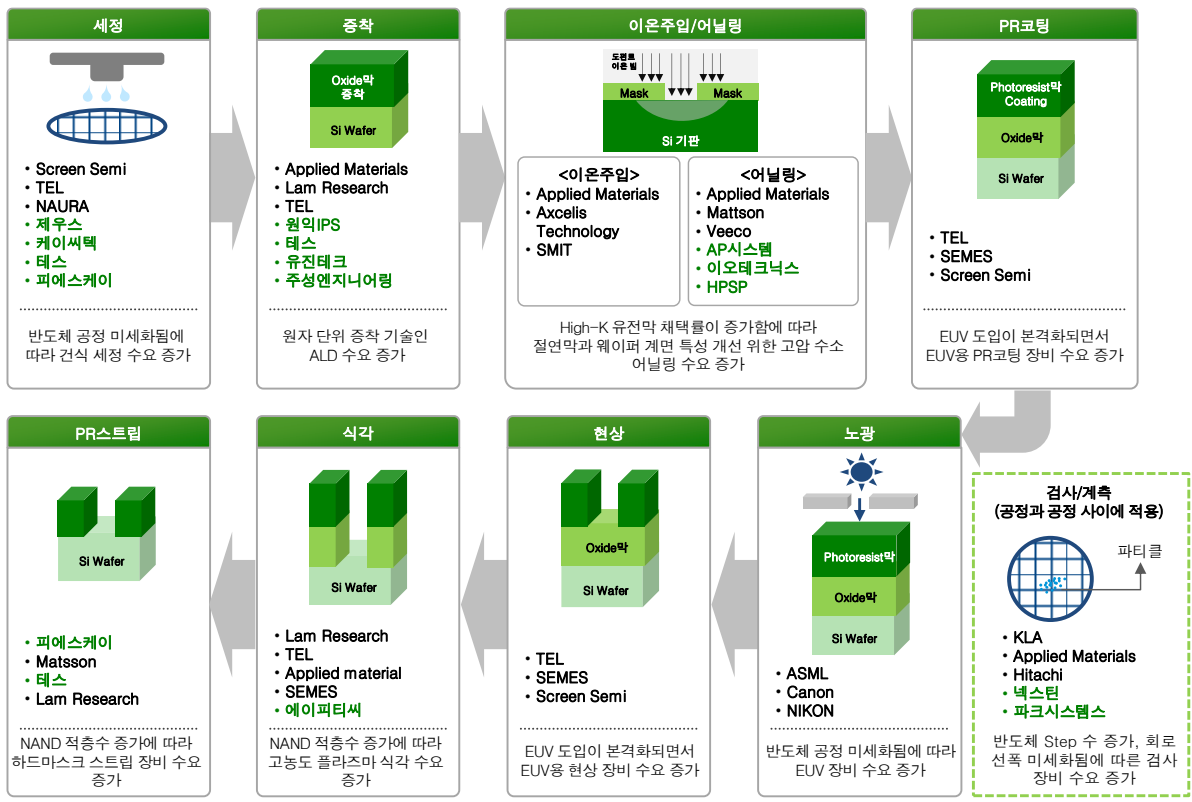
자료 : Trendforce, 신영증권 리서치센터

도표 8. 반도체 소자 및 밸류체인 업체들의 PBR 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 9. 반도체 8대 공정 및 밸류체인



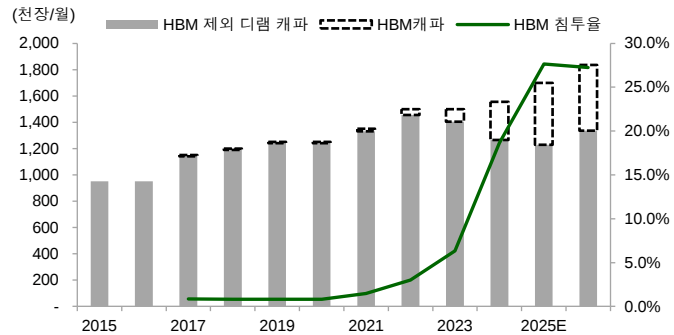
자료 : 신영증권 리서치센터

I. 개파 증설 사이클이 도래한다

디램 개파의 약
30%가 HBM으로 전환될
예정

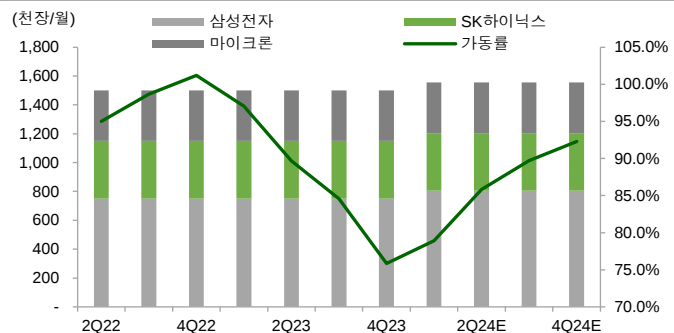
2025년 HBM 전환으로 인해 공급 부족 현상이 발생할 전망이다. 메모리 반도체 업체들의 증설은 불가피하다는 예상되는 바 전공정 및 인프라 업체에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 2023년 디램 가동률 저점이 70~75%였던 것으로 파악된다. 메모리 반도체 업체들이 예정대로 디램 개파의 30%를 HBM으로 전환하면 2023년보다 강도 높은 디램 공급 부족 현상이 발생할 전망이다. 이에 글로벌 메모리 3사는 디램 개파 증설을 계획하고 있다고 파악된다. 당사는 메모리 3사의 여유 부지를 고려 시 삼성전자의 증설 강도가 가장 높을 것으로 전망한다.

도표 10. 글로벌 메모리 3사 디램 및 HBM 개파



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 11. 글로벌 메모리 3사 개파 및 가동률



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

1. 2025년 공급 부족에 따른 디램 캐파 증설 전망

2023년 인위적 감산이
진행됐을 때 디램 가동률
저점은 약 70~75%

2025년 HBM 캐파 확대에 의해 유래 없는 공급 부족이 발생할 전망이다. 2025년말 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 HBM 캐파는 각각 180K/M, 180K/M, 80K/M일 전망이다. HBM 캐파는 3사 디램 캐파의 약 30%를 차지할 것으로 예상된다. 2023년 인위적 감산을 진행했을 때 디램 가동률 저점이 70~75%였다는 점을 고려 시 2025년에 강도 높은 자연적 감산 효과 발생할 전망이다. 반면 2025년 디램 수요는 긍정적인 것으로 예상된다. 일반 서버 교체 주기 도래, AI 서버 투자 확대, 온디바이스 수요 확대에 의해 연간 디램 수요는 약 19% 상승할 전망이다.

HBM 캐파 잠식에
대응하기 위해 메모리
반도체 업체들은 증설을
진행할 전망

2025년 공급부족에 대응하기 위해 메모리 업체들의 증설은 불가피할 전망이다. SK하이닉스는 M15X, 삼성전자는 P3와 P4 증설을 계획 중이다. SK하이닉스와 삼성전자의 증설 규모는 각각 90K/M, 170K/M일 것으로 추정된다. SK하이닉스는 부지가 여유롭지 않아 90K/M 이상 증설은 기대하기 어렵다. 반면 삼성전자의 경우 P3와 P4가 많이 비어 있어 증설 규모가 상향 조정될 가능성 높다는 판단이다.

도표 12. 삼성전자 디램 웨이퍼 출하량

Samsung	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Line 11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Line 12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Line 13	195	150	135	120	120	105	90	90	90	75	66	60
Line 15	630	540	540	540	540	525	510	495	480	465	459	450
Line 16	225	210	180	60	120	180	240	240	240	240	225	210
Line 17	330	315	240	150	210	240	240	285	285	285	285	285
Pyeongtaek	720	684	675	555	645	825	885	900	900	900	915	945
Total K wafers	2,100	1,899	1,770	1,425	1,635	1,875	1,965	2,010	1,995	1,965	1,950	1,950
Total output (1Gb million units)	24,916	22,907	20,543	16,803	20,675	24,911	27,842	29,508	30,378	30,980	32,326	33,789

자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 13. SK하이닉스 디램 웨이퍼 출하량

SK Hynix	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
M-12	15	9	3	—	—	—	—	—	—	—	—	—
M-10	510	510	495	480	480	480	480	495	480	480	480	480
M-14	600	525	480	450	480	510	540	570	540	540	570	570
WUXI-China (HC-2)	210	210	210	210	210	240	300	330	330	330	330	330
M-16	1,335	1,254	1,188	1,140	1,170	1,230	1,320	1,395	1,350	1,350	1,380	1,380
M15X												30
Total K wafers	1,335	1,254	1,188	1,140	1,170	1,230	1,320	1,395	1,350	1,350	1,380	1,410
Total output (1Gb million units)	16,830	16,131	16,720	16,201	16,605	17,820	19,484	21,012	20,918	21,445	22,499	23,099

자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

SK하이닉스는 2025년
3~4분기에 M15X 펩
가동할 예정

SK하이닉스의 M15X 디램펩의 생산능력은 약 90K/M일 것으로 추정된다. 2022년 SK하이닉스는 M15X의 월별 생산능력을 M11과 M12펩을 합친 수준이라고 발표했다. 당시 M11과 M12 펩의 생산능력은 각각 75K/M, 40K/M였다. 다만 테크마이그레이션에 따른 생산능력 감소를 고려 시 M15X의 캐파는 90K/M일 것으로 전망된다. 반도체의 기술이 발전할수록 장비나 소재 사용량이 증가하며 단위 면적당 생산량은 줄어든다. SK하이닉스의 여유 부지는 제한적이기 때문에 낸드 펩이나 후공정 펩을 디램으로 전환하지 않는 이상 90K/M 이상의 증설은 기대하기 어려운 상황이다.

삼성전자는 2026년
초까지 175K의 캐파
가동 여력 존재

삼성전자 P3와 P4 증설 규모는 약 170K/M일 것으로 예상된다. 팹팩 펩(P1~P5)의 디자인 캐파는 각각 약 300K/M 수준이다. P3는 약 50%가 디램용으로 설계되었다고 파악되지만 디램 노드가 1a~1b로 전환되면서 최대 120K/M까지 증설 가능하다는 판단이다. 현재 P3 디램 캐파 중 약 70K/M 정도가 증설되었다고 파악되며 나머지 50K/M는 올해말 또는 내년초 가동될 것으로 추정된다. P4는 페이지3과 페이지4가 디램용으로 설계되었고 각각 60K/M일 것으로 예상된다. P4의 페이지3은 2025년 3분기부터, 페이지4는 2026년초에 가동할 것으로 추정된다.

디램 캐파 증설에 따른
전공정 장비 업체 수혜
기대

반도체 펩 증설은 약 2년이 소요된다. 다만 건물이 있으면 1년, 클린룸까지 있으면 6~7개월 정도 걸리는 것으로 파악된다. 반도체 전공정 업체와 클린룸 업체들의 수주 스케줄을 고려 시 올해 3분기부터 장비 업체들의 수주가 증가할 것으로 전망된다.

도표 14. SK하이닉스 M15X 펩 사진



자료 :SK하이닉스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 삼성전자 평택 라인 조감도



자료 : 삼성전자, 신영증권 리서치센터

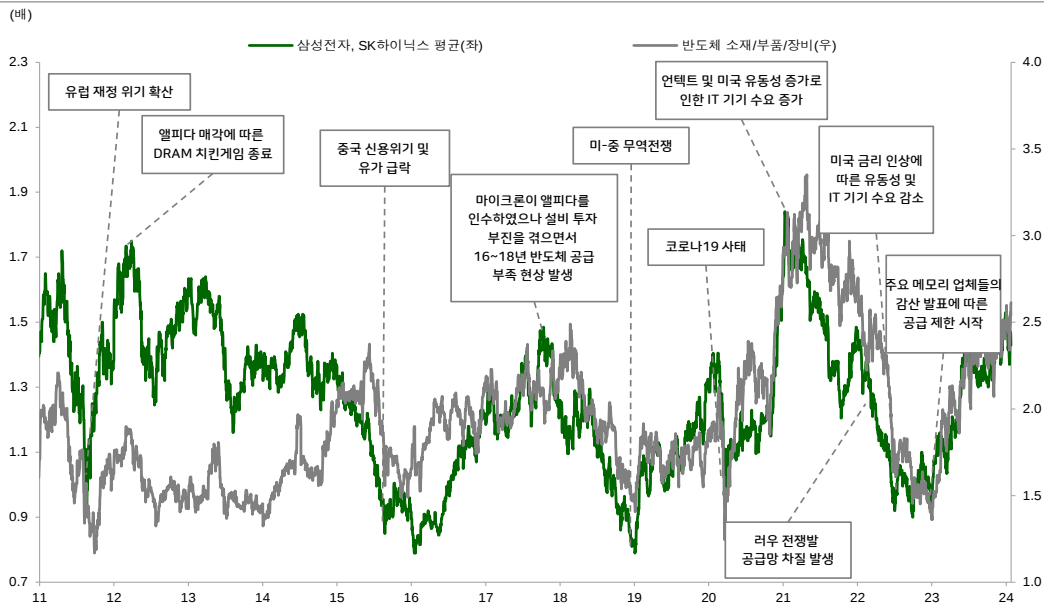
2. 전공정 장비 및 인프라 업체에 주목할 시기

(1) 2025년 디램 가격 상승 지속될 전망

2025년 공급 부족을
올해 하반기에
밸류에이션이 선반영할
전망

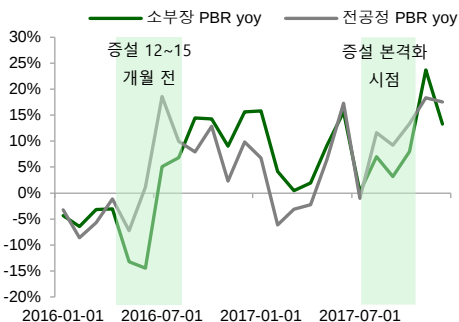
당사는 2025년 디램 가격 상승이 지속될 것으로 전망하는 바 관련 밸류체인 업체들에 주목할 필요가 있다고 판단한다. HBM 전환 투자로 인해 2025년 레저시 디램 공급은 제한적일 전망이다. 메모리 업체들은 공급 부족 현상에 대응하기 위해 증설을 계획 중인 것으로 파악된다. 당사는 전반적인 장비 업체들의 수혜를 전망하지만 기저효과로 인해 가파른 실적 개선세를 보여줄 전공정 업체들에 주목한다. 특히 증설 강도가 높은 삼성전자 디램 밸류체인 업체들의 주가가 아웃퍼폼할 것으로 전망된다.

도표 16. 반도체 소자 및 밸류체인 업체들의 PBR 추이



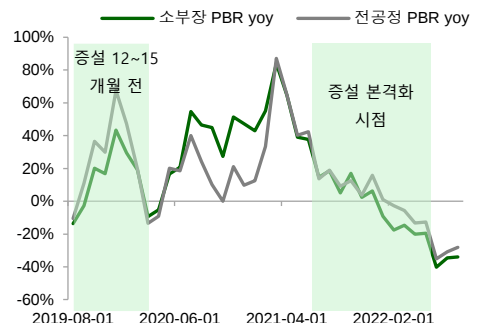
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 17. 2017년 캐파 증설 사이클 밸류에이션 변화율



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 18. 2021년 캐파 증설 사이클 밸류에이션 변화율



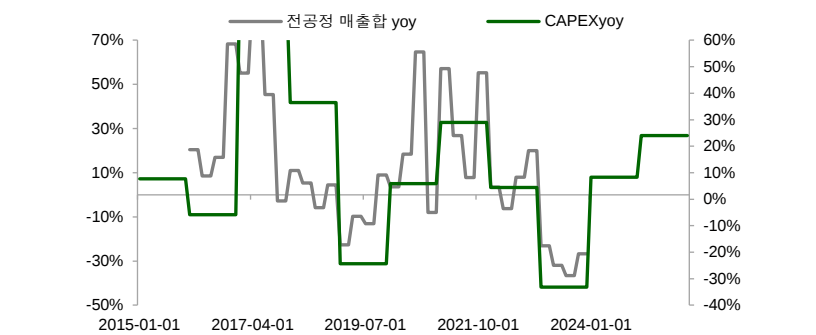
자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

전공정 장비의 리드타임
고려 시 올해 하반기부터
실적 성장 본격화될 전망

(2) 리드타임 고려 시 2H24부터 실적 개선세 본격화될 전망

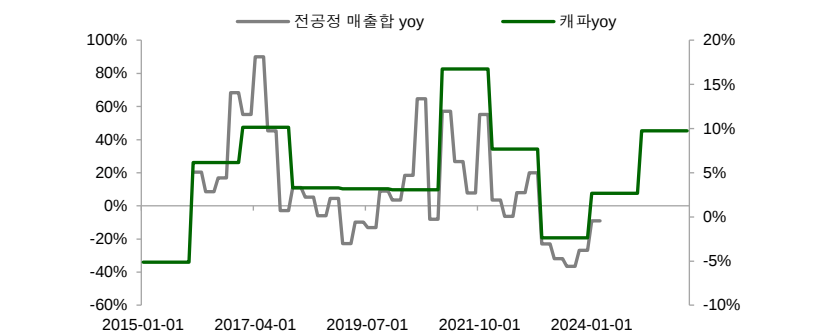
전공정 장비 업체들의 실적은 2024년 하반기부터 본격적으로 상승할 전망이다. 반도체 장비의 리드타임은 3~6개월이다. 2024년말부터 캐파 증설이 본격화된다는 점을 감안 시 2024년 2분기부터 장비 발주가 시작되었다고 파악된다. 2023~2024년 반도체 업체들이 보수적인 CAPEX를 집행하면서 전공정 업체들의 매출액 성장률은 계속 타 밸류체인 업체들 대비 언더퍼폼했다. 전공정 밸류체인 업체들은 2024년 하반기부터 신규 캐파 증설 수주 인식 및 기저효과로 인해 가파른 매출 성장률을 보여줄 전망이다.

도표 19. 전공정 장비 업체 매출 및 반도체 업체 CAPEX 변화를 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 20. 전공정 장비 업체 매출 및 반도체 업체 캐파 변화를 추이



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

3. 전공정 밸류체인 훑아보기

전공정 업체들의 주가가
아웃퍼폼할 전망

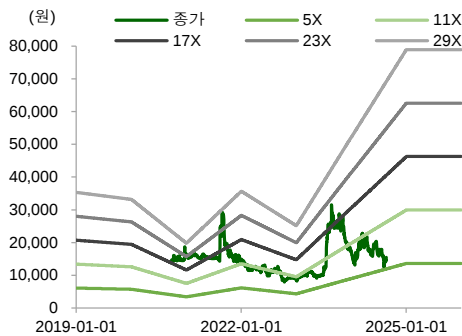
당사는 금번 캐파 증설 사이클에서 최선호주로 피에스케이, 케이엔솔을 추천하며, 차선호주로 HPSP, 원익IPS, 에스티아이, 케이씨텍을 제시한다. 전공정 밸류체인 업체들의 전반적인 수혜가 전망되지만 옥석을 가릴 필요가 있다는 판단이다.

(1) 인프라: 본업과 신규사업의 콜라보레이션

인프라 업체는 밸류에이션
리레이팅 요소 필요하다는
판단

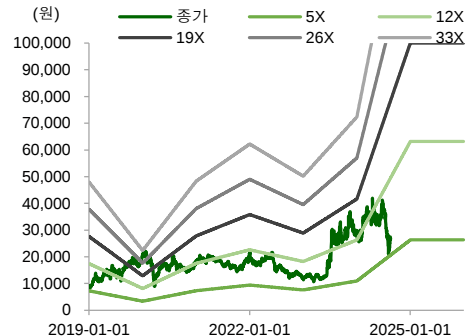
당사는 본업에서의 성장성과 더불어 신규사업 성장 잠재력이 있는 인프라 업체들에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 인프라 업체들의 최근 10년 12개월 트레이딩 PER 평균은 9.7배로 전체 전공정 업체 평균인 13배 대비 낮다. 상대적으로 낮은 마진과 기술 진입 장벽이 밸류에이션 디레이팅 요소라는 판단이다. 이에 당사는 신사업으로 밸류에이션 리레이팅이 가능한 업체들의 주가 상승 폭이 클 것으로 전망하며 케이엔솔과 에스티아이를 선호주로 추천한다. 케이엔솔의 경우 액침냉각 주도 기업 중 하나인 서버머와 협력해 서버 업체들을 대상으로 영업하고 있으며, 에스티아이는 SK하이닉스향으로 HBM용 리플로우 장비를 공급 중이다. 2025년 본업 성장에 더불어 미래 성장 동력을 확보한 케이엔솔과 에스티아이에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

도표 21. 케이엔솔 12MF PER 밴드



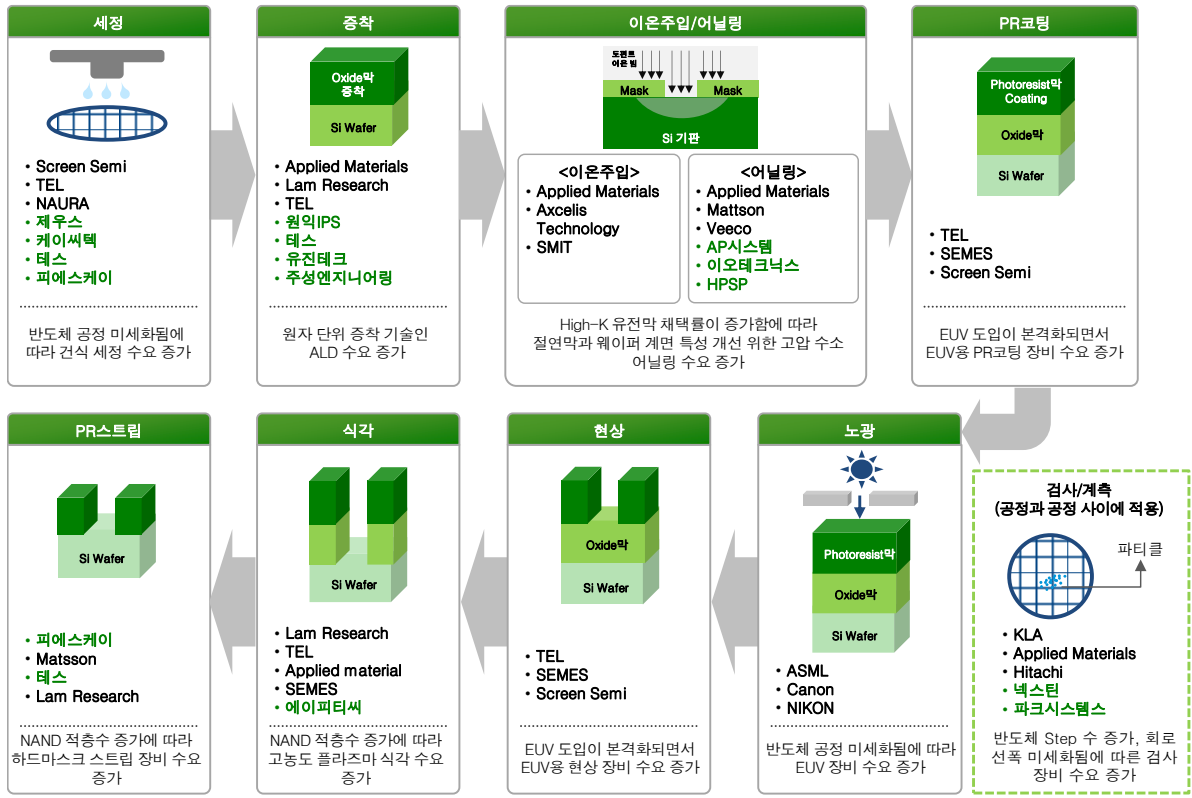
자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 22. 에스티아이 12MF PER 밴드



자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 23. 반도체 8대 공정 및 밸류체인



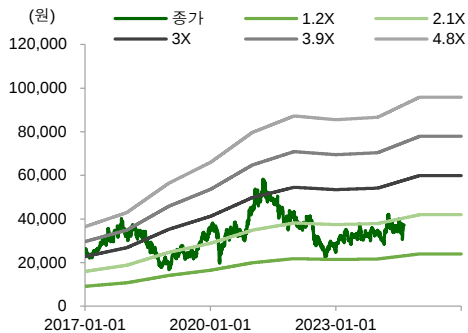
자료 : 신영증권 리서치센터

(2) 전공정 장비: 메모리, 시스템 반도체 모두 좋다

삼성전자와 디램 비중이
높은 업체 추천

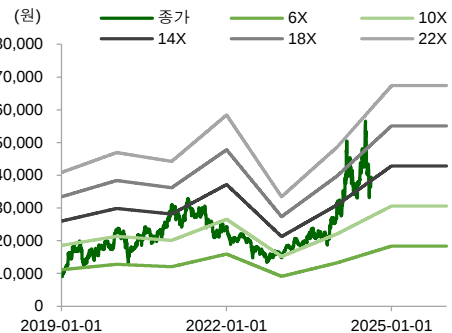
당사는 삼성전자 익스포저가 크고 디램 비중이 높은 전공정 장비 업체의 수혜 강도가 가장 클 것으로 전망한다. 2025년말~2026년초까지 삼성전자와 SK하이닉스의 증설 예정인 디램 캐파는 각각 170K/M, 90K/M일 것으로 예상된다. 절대적인 캐파 증설 규모에서 차이가 있는 만큼 삼성전자 밸류체인 업체들의 실적 상승세가 가파를 가능성이 높다. 반면 낸드는 캐파 증설이 필요할 만큼의 수요 회복이 확인되지 않아 V9, V10의 전환 이외의 투자는 제한적일 전망이다. 원익IPS, 케이씨텍 등 디램 매출 비중이 높은 업체에 주목할 것을 추천한다.

도표 24. 원익IPS 12MF PBR 밴드



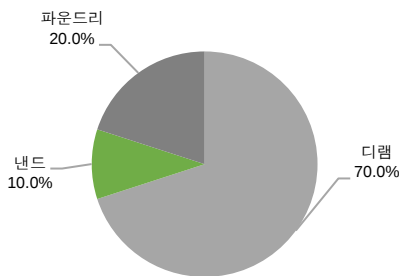
자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 25. 케이씨텍 12MF PER 밴드



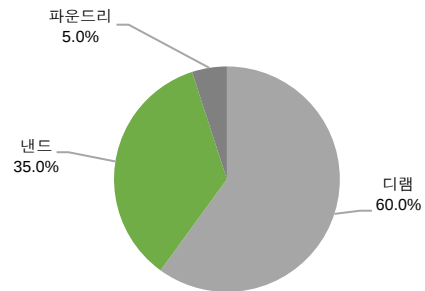
자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 26. 1Q24 원익IPS 반도체 부문 매출 비중



자료 : 원익IPS, 신영증권 리서치센터

도표 27. 1Q24 케이씨텍 반도체 부문 매출 비중

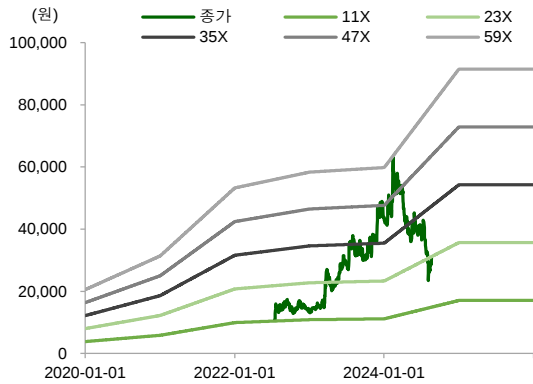


자료 : 케이씨텍, 신영증권 리서치센터

메모리뿐만 아니라
시스템 반도체 업체들도
2025년부터 CAPEX
늘릴 전망

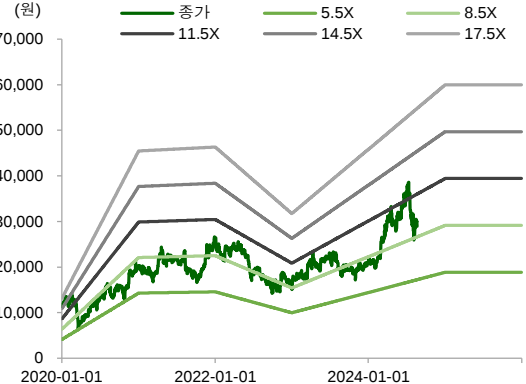
2025년은 메모리 반도체 업체들뿐만 아니라 시스템 반도체 업체들의 CAPEX도 증가할 전망이다. 특히 2024년은 시스템 반도체 업체들의 CAPEX 감소 강도가 컸던 만큼 시스템 반도체 업체들을 고객사로 확보한 장비 업체들의 실적 개선 폭도 클 전망이다. HPSP는 시스템 반도체 매출 비중이 70%에 달하며 피에스케이도 30% 수준이다. 올해 해당 시스템 반도체 업체들의 투자가 적어 부진한 실적을 기록한 만큼 내년에 기저효과가 클 전망이다.

도표 28. HPSP 12MF PER 밴드



자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 29. 피에스케이 12MF PER 밴드



자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 30. 반도체 전공정 관련 업체 밸류에이션 테이블

분류	기업명	시가총액 (십억원)	주가 (원)	수익률		PER(배)			PBR(배)			매출액(십억원)			OPM(%)			NIM(%)		
				1M(%)	3M(%)	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
증착	원익PS	1,828.4	37,250	1.4	9.2	-117.1	124.9	18.8	1.8	2.1	1.9	690.3	749.8	1,038.7	-2.6	1.3	11.1	-2.0	2.0	9.3
	주성엔지니어링	1,408.6	29,800	-5.6	-9.0	30.2	12.6	10.8	2.0	2.2	1.8	284.8	410.2	513.7	10.2	28.2	28.5	11.9	26.1	24.0
	유진테크	1,132.1	49,400	5.8	0.9	31.3	27.2	17.2	2.2	3.0	2.5	276.5	331.9	404.3	8.8	12.5	17.0	9.2	13.3	17.1
	테스	385.5	19,500	-11.4	-17.0	257.5	-	-	1.2	-	-	146.9	-	-	-4.0	-	-	1.1	-	-
식각	피에스케이	838.6	28,950	-10.4	-8.8	11.0	11.5	8.8	1.5	1.9	1.6	351.9	393.5	469.9	15.4	21.7	23.8	14.9	19.3	21.1
	브이엠	264.1	10,970	-16.3	-31.2	-50.2	45.2	18.4	2.6	1.9	1.7	26.0	69.3	102.4	-42.2	5.8	16.3	-26.8	8.8	14.7
어닐링	HPSP	2,541.9	30,650	-15.6	-26.7	28.6	28.2	18.4	8.4	6.6	4.9	179.1	179.5	281.3	53.2	51.9	55.0	44.9	46.9	45.7
	이오테크닉스	2,226.1	180,700	-10.5	-24.2	39.0	42.2	22.7	2.5	3.6	3.1	316.4	351.0	478.5	9.0	12.5	21.1	11.5	14.3	19.5
	AP시스템	299.5	19,600	-13.3	-28.1	5.0	4.9	3.7	0.9	0.8	0.6	533.6	485.5	545.2	11.3	12.9	17.0	11.3	12.5	14.6
	에스티	348.3	16,640	-18.2	-10.4	-8.5	-	-	3.1	-	-	79.8	-	-	-0.5	-	-	-36.0	-	-
	레이저셀	54.6	6,260	-23.7	-40.8	-466.1	-	-	2.4	-	-	6.0	-	-	-95.9	-	-	-3.0	-	-
인프라	에스티아이	424.2	26,800	-12.9	-25.2	13.6	12.2	5.1	1.3	1.5	1.2	319.5	382.4	642.7	7.5	9.1	14.4	7.5	9.1	13.0
	신성이엔지	372.8	1,811	-6.2	-18.4	26.8	13.8	8.1	1.8	1.2	1.0	576.5	658.8	784.6	1.3	4.3	6.4	2.7	3.9	5.6
	한양이엔지	333.4	18,520	-0.4	-4.0	3.6	-	-	0.5	-	-	1,026.2	-	-	8.3	-	-	7.5	-	-
	케이엔솔	201.1	15,470	-13.9	-2.1	18.7	8.0	-	1.3	-	-	417.4	585.9	-	4.4	5.5	-	2.7	4.0	-
	씨앤지하이테크	135.0	14,020	11.4	-4.5	8.8	-	-	1.0	-	-	166.7	-	-	7.6	-	-	7.7	-	-
	티이엠씨씨엔에스	76.5	7,650	-17.3	-33.3	10.9	-	-	1.3	-	-	140.3	-	-	9.5	-	-	8.6	-	-
칠러 /스크러버	에프에스티	624.4	28,700	-6.7	-12.8	-35.6	-	-	1.8	-	-	197.6	-	-	-5.5	-	-	-9.2	-	-
	유니셈	242.3	7,900	-21.2	-24.0	13.2	11.7	6.5	1.1	1.0	0.8	232.1	236.9	311.4	7.5	9.4	13.6	7.9	8.6	11.8
	GST	328.2	17,630	-6.0	-15.0	6.4	-	-	1.0	-	-	279.2	-	-	15.2	-	-	13.2	-	-
기타	케이씨텍	845.9	40,550	-5.9	13.9	13.6	17.7	12.7	0.9	1.6	1.4	286.9	367.6	438.6	11.4	12.7	15.1	11.1	12.5	14.6
	제우스	477.4	15,390	0.1	-18.7	36.4	10.0	5.9	1.2	1.3	1.1	402.9	474.1	617.0	1.8	12.7	16.5	2.5	10.1	13.5
	엘오티베콤	210.2	11,800	-12.9	-31.5	6.3	-	-	1.2	-	-	473.0	-	-	14.2	-	-	10.6	-	-

자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

II. 디램 수급 전망

2024년 하반기 주가
반등할 전망

당사는 반도체 주가가 2025년 업황 호조를 선반영하는 2H24에 상승세를 보여줄 것으로 전망한다. 2025년 디램 수요는 증가하는 반면 공급은 HBM 전환 투자로 감소하면서 디램 가격이 상승할 것으로 예상된다. 2025년 서버 출하량은 빅테크 업체들의 AI 초기 인프라 투자 종료, 교체주기 도래 및 CAPEX 확대에 따라 상승할 전망이다. 또한 2020~2021년 출하됐던 IT 기기들의 교체 주기 도래 및 온디바이스AI 출시 효과로 2025년 스마트폰과 PC 수요도 반등할 것으로 예상된다. 반면 내년 HBM 캐파는 전체 디램 캐파의 30%를 차지할 것으로 전망되는 바 자연적 감산 효과가 발생할 것으로 예상된다.

도표 31. 반도체 업황 전망

		2023	2024	2025
수요 측면	거시경제 및 경제 정책	인플레이션 위험 완화 금리 인상	금리 인하	금리 인하
	수요	약세	약세 → 회복	회복
공급 측면	공급자 Capex	20~30% 감소	2023과 유사한 수준 (고부가가치 상품 집중)	2024대비 15% 증가할 전망
	생산량	10% 이상 감소 (B/G YoY)	10% 초중반 증가	10% 증가
	재고자산 (공급자 측면)	Peak-out	정상화	정상화

1. IT 수요 가정

(1) 서버 수요

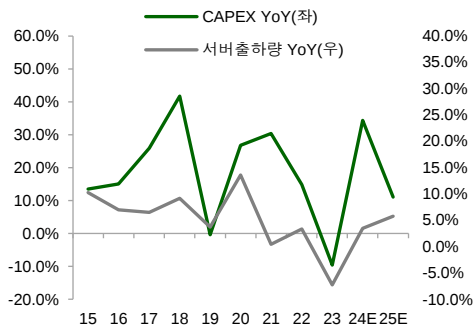
AI에 할당된 CAPEX가
높은 상황

2024년 서버 출하량은 1,344만대로 전년 대비 3.5% 증가할 전망이다. AI서버 출하량 증가 및 Intel의 신규 CPU 플랫폼 출시로 인한 교체 수요가 전체 출하량을 견인할 예정이다. AI 가속기가 탑재된 서버 출하량의 경우 전년 대비 30.5% 상승한 141만대를 기록할 것으로 예상된다. 이 중 엔비디아와 AMD의 고성능 서버 출하량은 51만대로 추정된다. 서버 출하량과 상관관계가 높은 글로벌 빅테크 업체들의 2024년 CAPEX는 2,263억달러로 전년 대비 33.7% 증가할 전망이다. AI 서버 투자가 전체 CAPEX에서 차지하는 비중은 약 50~55%일 것으로 예상된다.

AI 초기 인프라 투자가
일단락되며 일반 서버향
CAPEX 비중 늘어날
전망

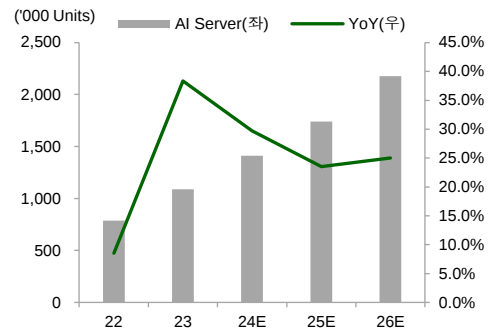
2025년 서버 출하량은 전년 대비 5.8% 증가할 것으로 예상된다. 글로벌 빅테크 업체들의 2025년 CAPEX는 2,566억달러로 전년 대비 13.4% 증가할 전망이다. 2025년도 AI서버에 대한 투자는 지속될 전망이나 초기 인프라 투자가 일단락되면서 일반 서버 CAPEX 할당율이 높아질 것으로 예상된다. 엔비디아에서 제공한 원가표에 따르면 고성능 AI 서버의 가격은 일반 서버의 약 18~19배다. AI서버 투자에 집중됐던 CAPEX가 일반 서버로 일부만 전환되도 출하량은 크게 증가할 가능성이 높다는 판단이다.

도표 32. 빅테크 업체 CAPEX 및 서버 출하량 추이



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 33. AI 서버 출하량 추이 및 전망



자료 : Trendforce, 신영증권 리서치센터

도표 34. 서버 연간 출하량 추이 및 전망

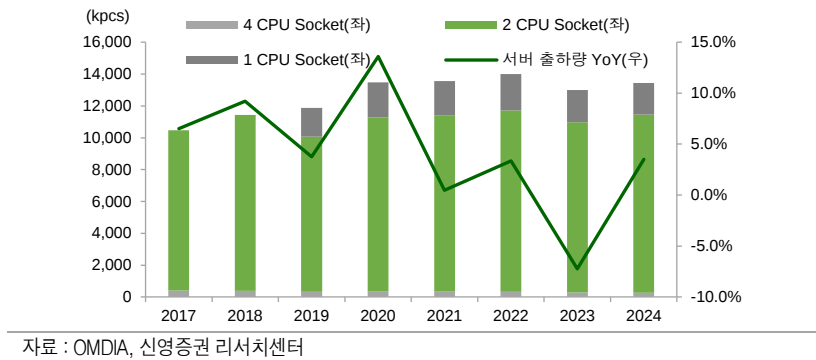


도표 35. 디램 및 HBM 수요 전망

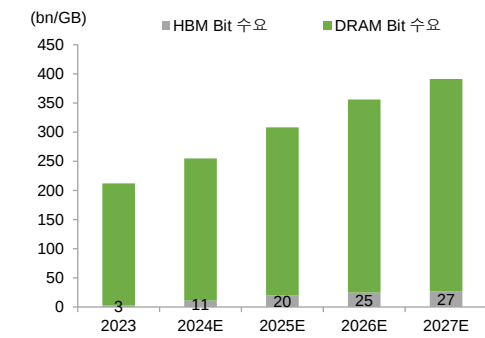


도표 36. 디램 및 HBM 수요 증감률 전망

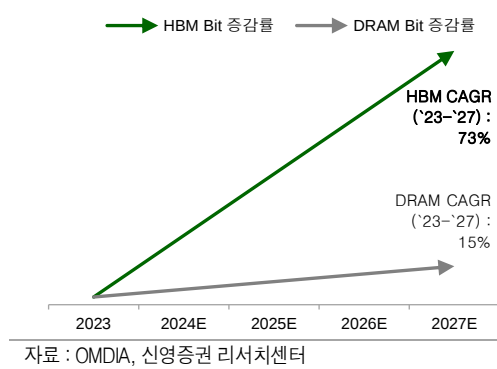


도표 37. 디램 및 HBM 매출 전망

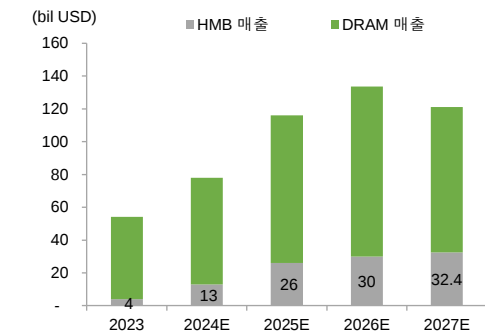


도표 38. 디램 및 HBM 매출 증감률 전망

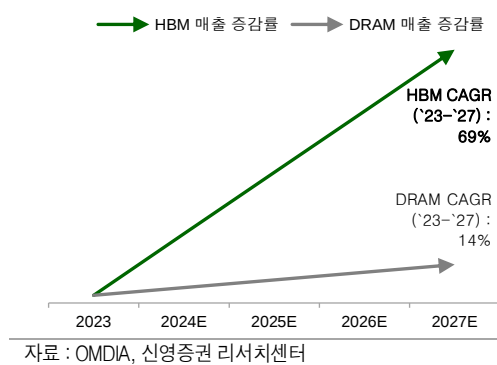


도표 39. 주요 빅테크 업체들의 CAPEX 추이 및 전망

Capex (\$mn)	CY18	CY19	CY20	CY21	CY22	CY23	CY24	CY25
Google	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	48,744	51,534
Apple	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,625	10,717
Meta	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,569	41,809
Amazon	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	61,781	68,154
Microsoft	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	27,011	43,905	52,878
IBM	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,683	1,795
Oracle	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	13,343
Paypal	823	704	866	908	706	623	806	947
eBay	651	508	463	444	449	456	503	507
Salesforce	595	643	710	717	798	736	815	717
Alibaba	7,400	6,517	6,123	8,311	5,014	4,479	5,517	5,820
Tencent	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,378	6,702
Baidu	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,653	1,675
Total	98,927	98,527	124,886	162,804	187,068	169,219	226,259	256,599
미국 IDC Capex	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	160,142	212,712	242,401
중국 IDC Capex	12,084	11,375	12,579	14,808	9,698	9,077	13,547	14,197
Total % YoY	41.7%	-0.4%	26.8%	30.4%	14.9%	-9.5%	33.7%	13.4%
미국 업체 % YoY	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	-9.7%	32.8%	14.0%
중국 업체 % YoY	72.2%	-5.9%	10.6%	17.7%	-34.5%	-6.4%	49.2%	4.8%

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

(2) 스마트폰 수요

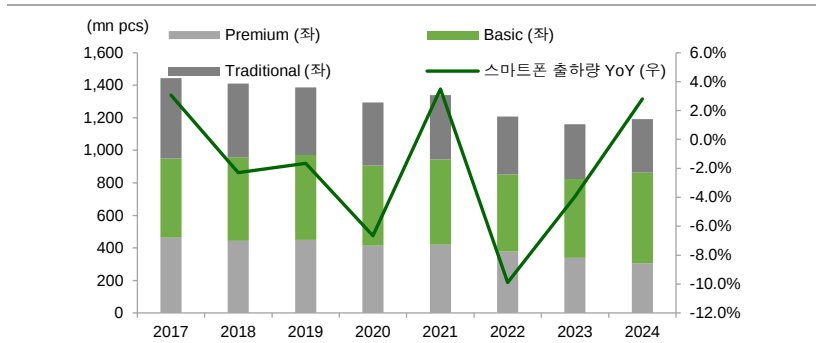
스마트폰 수요는 중국
개선 여부가 관건

2024년 스마트폰 출하량은 11.9억대로 전년 대비 2.8% 증가할 전망이다. 출하량은 코로나 제외 분기 평균 성장률과 신흥국 스마트폰 침투율 증가를 고려해 산출했다. 올해 스마트폰의 경우 신흥국 시장에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 전세계적으로 소비심리가 개선되지 않았기 때문에 소비자들의 가격 민감도가 높을 전망이다. 이에 중국 업체들은 지속적으로 스마트폰 ASP를 낮추고 있으며 중저가 스마트폰을 필두로 한 성장이 예상된다.

스마트폰의 교체 주기
도래에 따른 출하량 증가
전망됨

2025년 스마트폰 출하량은 교체주기 도래에 따라 전년 대비 4.0% 상승한 12.4억대일 전망이다. 2021년은 금리 인하로 인해 글로벌 유통성, 소비자심리 지수, ISM제조업 지수가 급등한 해였다. 이로 인해 스마트폰도 2017년 이후 최초로 전년 대비 증가한 13.4억대를 기록했다. 스마트폰 시장이 성숙시장이라는 점을 감안해도 4년이라는 교체주기를 고려하면 2025년 스마트폰 출하량은 시장 기대치를 상회할 가능성이 높다는 판단이다.

도표 40. 스마트폰 연간 출하량 추이 및 전망



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 41. 주요 AI 스마트폰 프로세서 스펙

Application Processors (스마트폰)		
	퀄컴 (Qualcomm) (Snapdragon 8 Gen 3)	미디어텍 (MediaTek) (Dimensity 9300)
AI 엔진	Hexagon NPU	APU 790
매개변수	최대 100억 개	최대 330억 개
특징	멀티모달 생성형 AI 모델 - 대규모 언어 모델 (LLM) - 언어-비전 모델 (LVM) - 자동 음성 인식 (ASR)	온디바이스 LoRA fusion (LoRA: Low-Rank Adaptation of LLM) Stable diffusion (텍스트-이미지 AI 모델)
메모리	LPDDR5x, 최대 9,600MHz 용량: 최대 24GB	LPDDR5T, 최대 9,600Mbps 용량: 최대 24GB

자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

(3) PC 수요

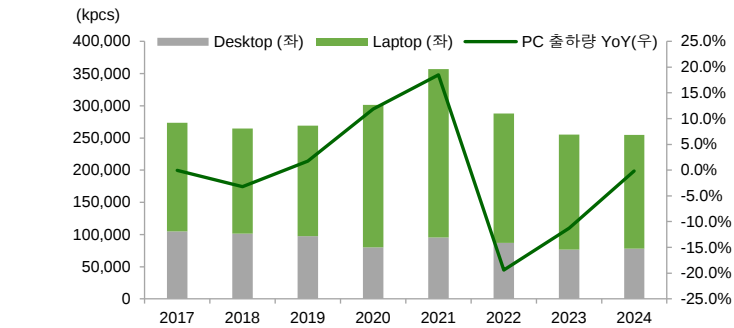
코로나 때 판매된 PC의
교체주기가 내년부터
도래할 전망

2024년 PC 출하량은 2.57억대로 전년 대비 1.3% 감소할 전망이다. 코로나 이후 4개년도 평균 PC 출하량은 2.99억대로 코로나 이전 4개년도 평균 출하량인 2.71억대 대비 여전히 높은 수준이다. 코로나 이전에도 PC 출하량은 추세적으로 감소해왔기 때문에 당사는 코로나 시점을 제외한 평균 성장률을 고려해 출하량을 보수적으로 추정했다. 다만 노트북과 데스크탑의 평균 수명(4~6년)을 고려할 경우 2025년부터 PC 수요가 회복될 것으로 예상된다.

2025년 하반기에 윈도우
10 지원 종료될 예정

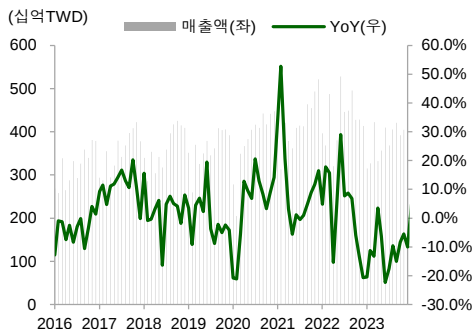
2025년 PC출하량은 교체 주기 도래에 더불어 윈도우10 지원 종료 및 AI PC 시장 개화에 따라 2.62억대(+1.8% yoy)를 기록할 전망이다. AI PC는 디바이스 내부에서 인공 지능 작업을 수행하는 컴퓨터다. 인터넷이 연결되지 않은 환경에서도 음성 인식 및 자연어 처리, 이미지와 동영상 편집, 데이터 처리 등의 업무가 가능하다. 아직 AI PC의 기능이 제한적이라 폭발적인 수요 증가는 기대하기 어려우나 향후 킬러 어플리케이션이 개발됨에 따라 AI PC의 침투율은 2024년 10%에서 2027년 40%까지 상승할 전망이다.

도표 42. PC 출하량 전망



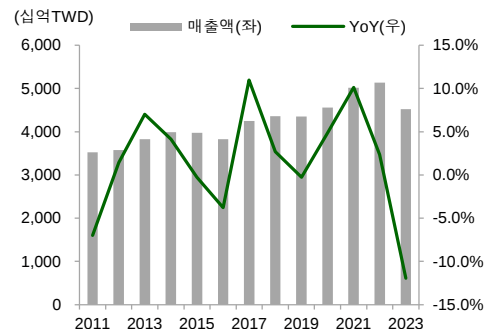
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 43. 대만 PC OEM 업체 실적 추이



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 44. 대만 NB ODM 연간 실적 추이



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

2. 디램 수급

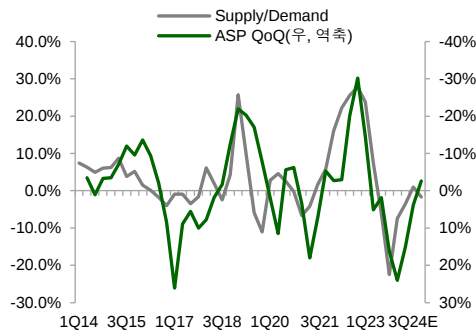
디램 탑재량 증가가
전체 수요 견인할 전망

2024년 전체 디램 수요는 전년 대비 13.5% 증가한 2,414억 Gbit일 것으로 전망된다. 10개 연도 디램 평균 성장률이 20%라는 점을 감안하면 2024년까지 수요 회복이 더딘 상황이다. 2024년은 매크로 불확실성으로 인해 IT 기기 출하량 성장률은 점진적인 상승세를 보여줄 것으로 예상된다. 반면 대당 디램 탑재 용량은 고성능 서버 및 온디바이스AI 수요 증가 효과로 상승할 전망이다.

2024년 공급은 감산
원복 및 HBM 잠식으로
인해 제한적

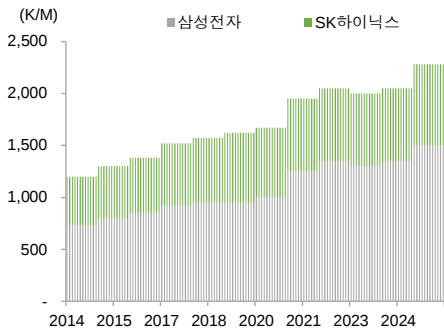
2024년 디램 공급량은 전년 대비 12.1% 상승한 2,355억 Gbit일 전망이다. 메모리 반도체 업체들이 올해 1월부터 메모리 가동률을 상승시켰지만 고부가가치 제품 위주로 감산 원복이 진행됐기 때문에 공급 증가율은 제한적일 전망이다. 또한 연말 기준 디램 3사 전체 캐파의 약 16%가 HBM으로 전환되는 만큼 자연적 감산 효과도 클 것으로 예상된다.

도표 45. 디램 S/D ASP 증감률 추이



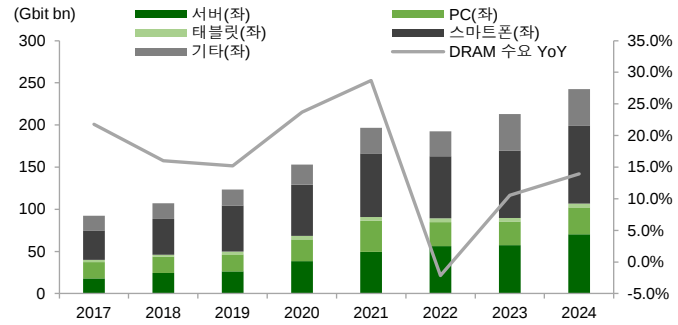
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 46. 삼성전자, SK하이닉스 캐파 추이 및 전망



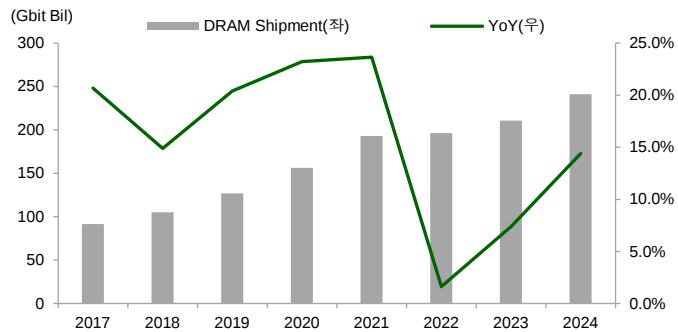
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 47. 디램 연간 수요



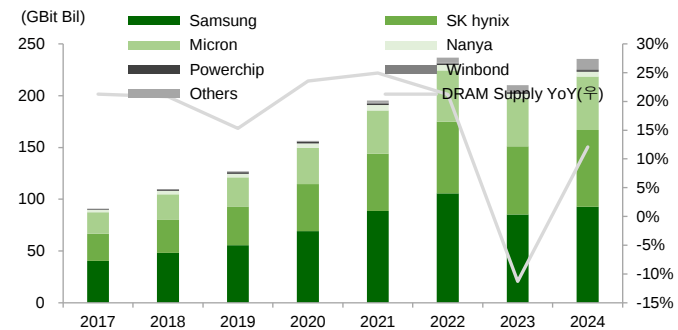
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 48. 디램 연간 출하량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 49. 디램 연간 생산량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

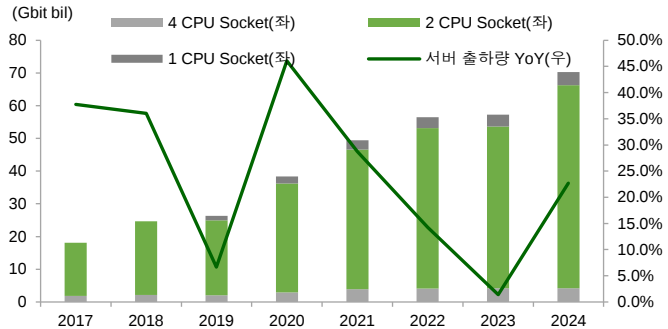
(1) 디램 수요

- 서버용 디램

서버용 디램 수요는
견조함

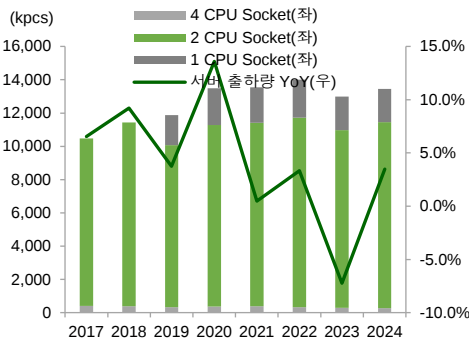
2024년 서버 출하량과 대당 디램 탑재량이 전년 대비 각각 3.5%, 18.5% 증가하면서 서버용 디램 수요는 70.3 Bil Gbit(+22.7% yoy)를 기록할 전망이다. 글로벌 빅테크 업체들의 2024년 CAPEX는 2,263억달러로 전년 대비 33.7% 증가할 것으로 예상된다. CAPEX의 상승에도 출하량 증감율이 제한적인 이유는 AI가속기가 탑재된 서버의 가격이 약 20배 비싸기 때문이다. 엔비디아에서 제공한 원가표에 따르면 사파이어래피즈가 탑재된 일반 서버의 가격은 약 1만달러, H100이 탑재된 서버의 가격은 26만달러다. B100 출시에 앞서 H100 가격이 하락했다는 점을 고려 시 현재 가격은 약 18~19만달러일 것으로 추정된다. 올해 서버 출하량 증감율은 제한적이나 AI서버 및 고성능 서버 수요 증가로 인해 대당 탑재량이 유의미하게 상승할 전망이다.

도표 50. 서버용 디램 연간 수요



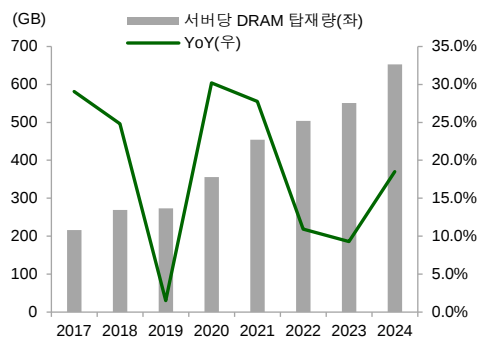
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 51. 서버 연간 출하량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 52. 서버당 디램 탑재량



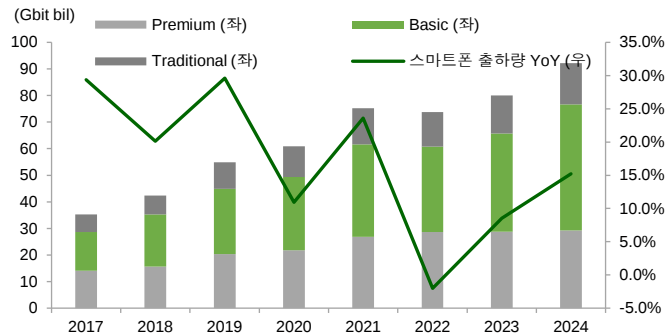
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

- 스마트폰용 디램

AI스마트폰 출시로 대당
디램 탑재량 증가할
전망

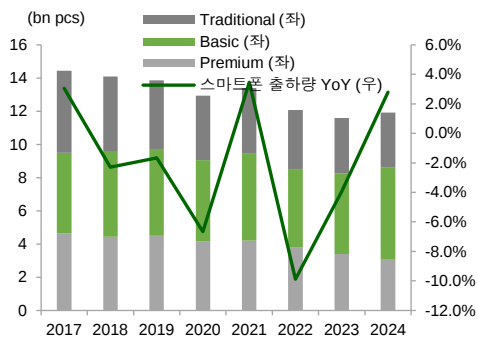
2024년 스마트폰 출하량과 대당 디램 탑재량이 전년 대비 각각 2.8%, 12.5% 증가하면서 스마트폰용 디램 수요는 92.1 Bil Gbit(+15.2% yoy)를 기록할 전망이다. 스마트폰 수명 증가, 경기 침체로 인해 최근 2년 간 저조했던 스마트폰 출하량은 개발도상국 스마트폰 수요가 증가하면서 미들-로우급 스마트폰이 전체 출하량을 견인할 전망이다. 기기 당 디램 탑재량 증가율은 최근 3년 평균 성장률을 소폭 상회할 것으로 예상된다. 올해부터 온디바이스AI가 탑재된 스마트폰이 출시되고 있으나 2025년부터 관련 시장이 본격화될 예정이다. AI 스마트폰에서 자체 AI 기능은 2.0~3.5GB의 디램을 차지한다. 이미 하이엔드 스마트폰의 디램 용량이 10~12GB란 점을 감안하면 AI스마트폰 출시로 인한 대당 탑재량 증가는 크게 기대하기 어려울 전망이다.

도표 53. 스마트폰용 디램 연간 수요



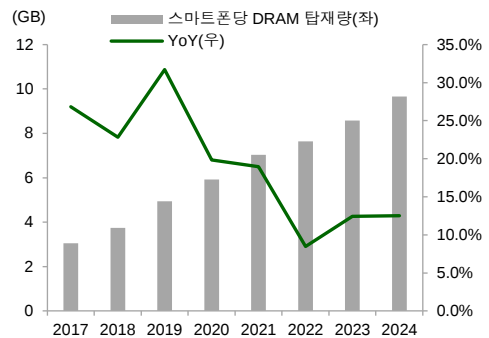
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 54. 스마트폰 연간 출하량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 55. 스마트폰당 디램 탑재량



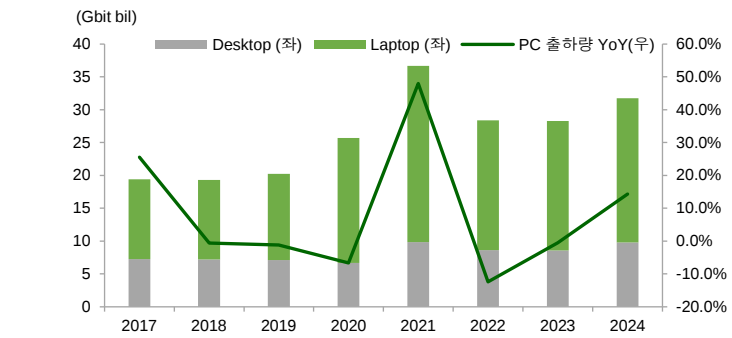
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

- PC용 디램

2025년 출시 예정인
AI PC에 주목

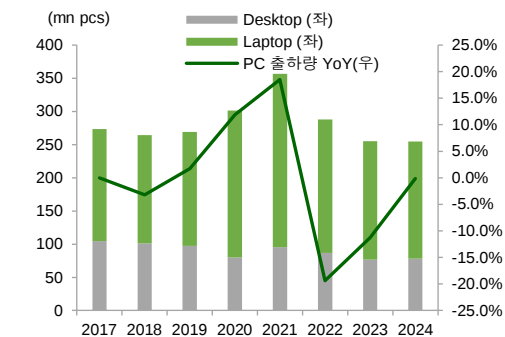
2024년 PC 출하량과 대당 디램 탑재량은 각각 +1.3%, +12.8% 증가하면서 PC용 디램 수요는 32.1 Bil Gbit(+14.0% yoy)를 기록할 것으로 예상된다. 코로나 이후 4개년도 평균 PC 출하량은 2.99억대로 코로나 이전 4개년도 평균 출하량인 2.71억대 대비 여전히 높은 수준이다. 코로나 이전에도 PC 출하량은 추세적 하락세를 보여줬다는 점을 감안해 추정했다. 기기당 디램 탑재량은 최근 4년 평균 성장률인 10.8% 대비 소폭 상회할 것으로 전망된다. 올해부터 AI PC가 출시될 예정이다. 아직 AI PC에 대한 기준이 명확하지 않지만 마이크로소프트가 제시한 40TOPS 이상의 연산 처리 능력을 보유한 AI PC는 쿼크 CPU가 탑재된 PC가 유일하다. 2025년부터 AI PC 시장이 개화될 것으로 전망되는 바 대당 메모리 탑재량 상승이 예상된다.

도표 56. PC용 디램 연간 수요



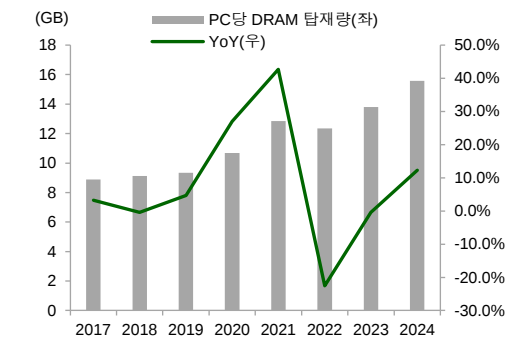
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 57. PC 연간 출하량



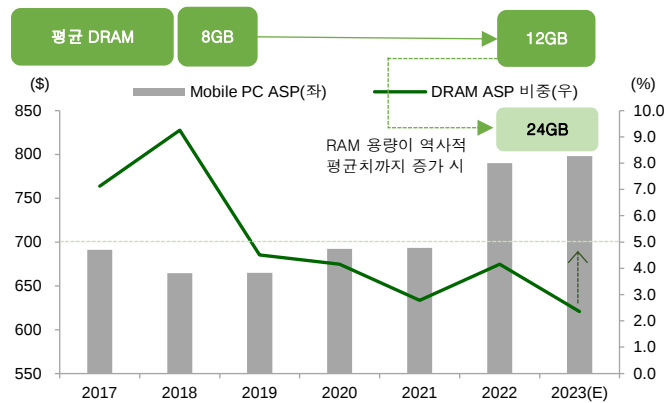
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 58. PC당 디램 탑재량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 59. PC 내 디램 원가 비중은 상승할 전망



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 60. AI 발전에 따라 스마트폰 디램 및 GPU 성능도 개선되어야 함

	Basic AI	Intermediate AI	Advanced AI
매개변수	100억 개	200억 개	700억 개 이상
요구 RAM	16GB	32GB	64GB 이상
RAM 구성	12GB RAM+ 4GB GPU	24GB RAM + 8GB GPU	64GB RAM + 16GB GPU

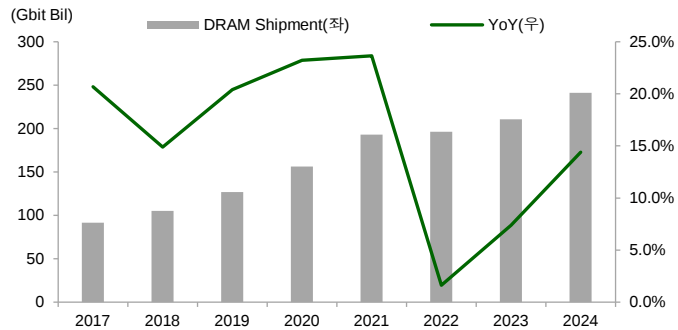
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

(2) 디램 공급

테크마이그레이션과
다이패널티로 인해
공급은 여전히 제한적

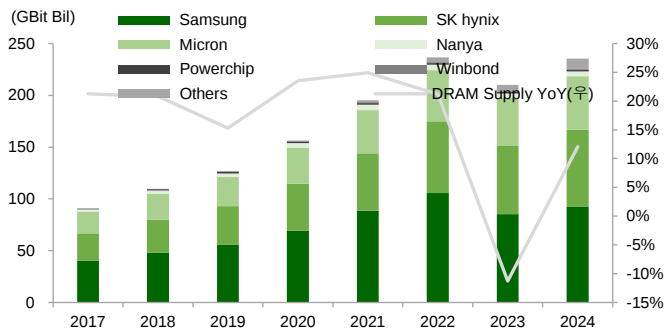
2024년 디램 생산량과 출하량은 각각 235.5 Bil Gbit(+12.1% yoy), 237.9 Bil Gbit(+13.0% yoy)를 기록할 전망이다. 메모리 반도체 업체들의 CAPEX 감소 기조 유지와 HBM 전환투자로 인해 디램 공급은 제한적일 것으로 예상된다. 2024년 글로벌 메모리 업체들의 디램 CAPEX는 303억달러일 전망이다. 전년 대비 약 18.8% 상승하지만 2022년의 332억달러와 비교하면 여전히 낮다는 판단이다. 또한 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 2024년 HBM 캐파는 270K/M로 3사 디램 캐파의 약 18%를 차지할 전망이다. HBM의 경우 낮은 생산성과 다이패널티(웨이퍼 당 다이 수가 적은 현상)가 있어 웨이퍼 투입량을 늘려도 디램 생산 증가율이 제한적일 전망이다.

도표 61. 디램 연간 출하량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 62. 디램 연간 생산량



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 63. 디램 CAPEX 추이 및 전망

(단위: mn USD)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Samsung	14,900	7,990	8,500	13,500	15,000	12,500	13,000	15,500
SK hynix	6,457	6,523	4,500	6,100	8,000	4,000	7,500	10,000
Micron	4,625	5,029	3,600	5,000	5,300	3,000	4,000	4,800
Powerchip	357	250	188	200	230	180	200	220
Nanya	669	183	288	450	690	420	630	650
Winbond	273	304	267	270	980	300	360	400
China	0	230	1,000	3,000	3,000	5,100	4,600	5,500
Total	27,280	20,510	18,343	28,520	33,200	25,500	30,290	37,070
YoY change	91.2%	-25.1%	-10.6%	55.5%	16.4%	-23.2%	18.8%	22.4%
Capital intensity	27.6%	33.0%	27.6%	30.3%	41.9%	49.6%	34.8%	39.3%

자료: OMDIA, 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
HPSP (403870.KQ)	매수(유지)	52,000원
피에스케이(319660.KQ)	매수(신규)	44,000원
케이엔솔(053080.KQ)	매수(신규)	22,000원
원익IPS(240810.KQ)	Not Rated	Not Rated
케이씨텍(281820.KS)	Not Rated	Not Rated
에스티아이(039440.KQ)	Not Rated	Not Rated
ASML(ASML.NL)	Not Rated	Not Rated
도쿄일렉트론(8035.JP)	Not Rated	Not Rated
KLA(KLAC.US)	Not Rated	Not Rated



HPSP(403870.KQ)

2025년을 바라보자

매수(유지)

현재주가(8/20) 30,650원
목표주가(12M) 52,000원

분석의 기본 가정

- 2025년 반도체 업체들의 CAPEX 증가
- 고압수소어닐링 장비 적용 범위 확장

• 다소 아쉬운 2분기 실적

HPSP의 2Q24 매출액과 영업이익은 각각 273억원(-43.0% yoy, -27.7% qoq), 121억원(-54.7% yoy, -39.7% qoq)을 기록. 일부 장비 인식 시점이 3분기로 이연되면서 2분기 실적은 부진했던 것으로 파악됨. 다만 하반기부터 주요 고객사들의 CAPEX 증가가 예상되는 바 점진적인 실적 개선세가 나타날 전망.

• 성장 모멘텀은 2025년에 몰려있다

HPSP는 2025년부터 주요 고객사들의 CAPEX 확대 및 고압수소어닐링 장비의 적용 범위 확장에 따라 성장 모멘텀을 확보할 것으로 예상됨. 2년 연속 역성장을 기록한 상위 5개 고객사의 CAPEX는 2025년 17% 증가할 전망. 또한 2025년 양산 예정인 V10 낸드부터 주요 메모리 업체들의 동사 장비를 채택할 가능성 높다는 판단.

• 투자의견 매수, 목표주가 52,000원 유지

HPSP에 대한 매수 투자의견과 목표주가 52,000원을 유지함. 2025년 EPS에 최근 3년 평균 PER을 적용하여 산출. 더딘 실적 개선으로 인한 주가 조정은 상당 부분 반영되었다고 생각함. 지금은 고객사 수요 회복 초입이라는 점에 주목해야할 시점이라는 판단.

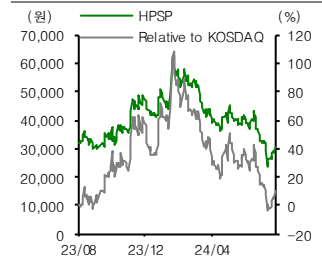
Key Data (기준일: 2024. 8. 20)

KOSPI(pt)	2696.63
KOSDAQ(pt)	787.44
액면가(원)	500
시가총액(억원)	25,419
발행주식수(천주)	82,934
평균거래량(3M, 주)	1,249,241
평균거래대금(3M, 백만원)	46,884
52주 최고/최저	63,100 / 23,450
52주 일간Beta	1.9
배당수익률(24F, %)	0.5
외국인지분율(%)	18.0
주요주주 지분율(%)	
프레스토제6호PEF	39.6 %
한미반도체 외 1인	8.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.6	-26.7	-45.7	-7.5
KOSDAQ대비 상대수익률	-11.1	-21.1	-40.2	3.0

Company vs KOSDAQ composite



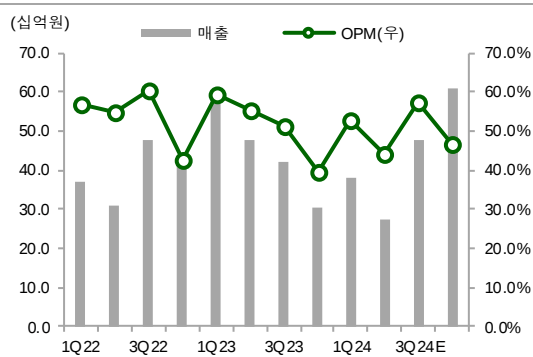
결산기(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	159	179	173	250	330
영업이익(십억원)	85	95	90	142	182
세전손익(십억원)	87	104	108	157	196
지배순이익(십억원)	66	80	83	123	153
EPS(원)	903	989	1,005	1,478	1,846
증감율(%)	69.7	9.5	1.6	47.0	24.9
ROE(%)	53.2	34.0	26.7	30.4	28.9
PER(배)	14.8	44.3	28.4	19.4	15.5
PBR(배)	5.6	12.9	7.5	5.7	4.4
EV/EBITDA(배)	10.2	35.1	26.0	15.7	11.6

도표 1. HPSP 실적 추이 및 전망

단위(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	58.8	47.9	41.9	30.5	37.8	27.3	47.5	60.9	179.1	173.4	249.8
QoQ%	35.0%	-18.5%	-12.4%	-27.3%	23.9%	-27.7%	73.9%	28.2%			
YoY%	58.3%	55.5%	-11.8%	-30.0%	-35.7%	-43.0%	13.2%	99.8%	12.6%	-3.2%	44.0%
영업이익	34.9	26.6	21.6	12.1	20.0	12.1	27.3	28.5	95.2	87.8	139.0
OPM%	59.4%	55.5%	51.5%	39.7%	52.9%	44.1%	57.4%	46.8%	53.2%	50.6%	55.6%
QoQ%	88.3%	-23.8%	-18.8%	-43.9%	64.9%	-39.7%	126.4%	4.4%			
YoY%	65.3%	58.3%	-24.5%	-34.7%	-42.8%	-54.7%	26.4%	135.1%	11.9%	-7.8%	58.3%
순이익	31.1	22.4	20.5	6.4	21.3	14.4	24.5	25.2	80.4	85.5	124.2
NIM%	52.9%	46.8%	48.9%	21.1%	56.5%	52.8%	51.7%	41.4%	44.9%	49.3%	49.7%
QoQ%	309.9%	-28.0%	-8.5%	-68.7%	232.1%	-32.5%	70.3%	2.6%			
YoY%	83.6%	33.3%	-21.5%	-15.3%	-31.4%	-35.7%	19.7%	292.0%	19.2%	6.3%	45.3%

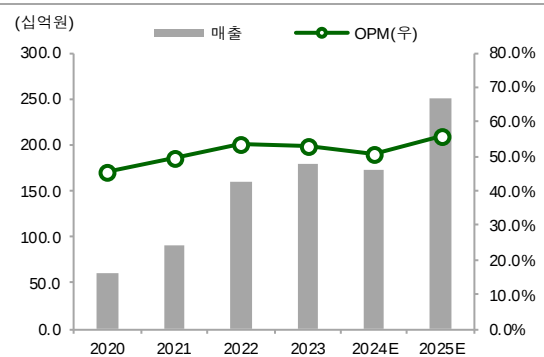
자료 : HPSP, 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기별 매출/영업이익률 추이 및 전망



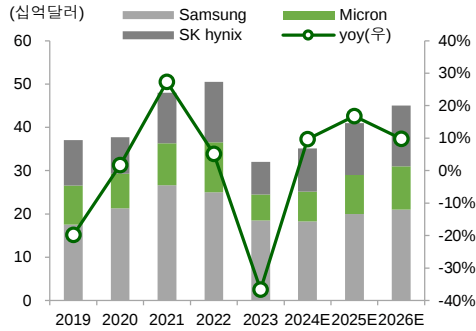
자료 : HPSP, 신영증권 리서치센터

도표 3. 연도별 매출/영업이익률 추이 및 전망



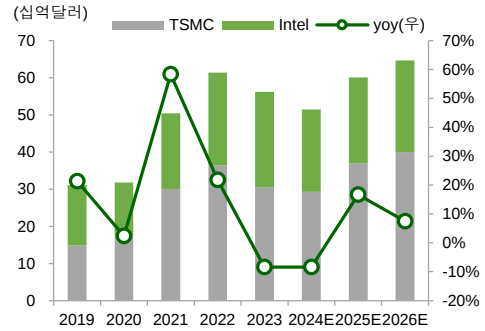
자료 : HPSP, 신영증권 리서치센터

도표 4. 메모리 반도체 업체 CAPEX 추이 및 전망



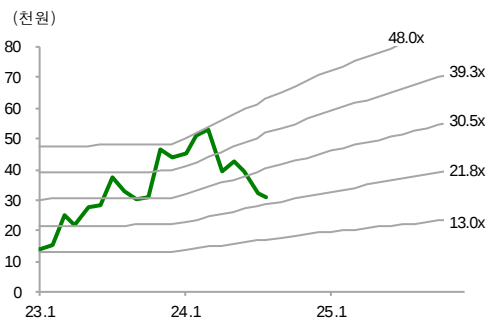
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 파운드리 업체 CAPEX 추이 및 전망



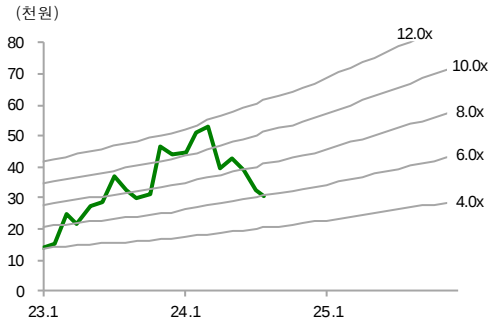
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. HPSP 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 7. HPSP 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 8. HPSP 목표주가 산출 방법

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	비고
EPS(원)	51,637	2,130	3,613	989	1,005	1,478	지배주주 순이익 기준
BPS(원)	82,315	3,157	9,629	3,391	4,246	5,577	
고점 P/E	-	-	20.0	71.3	63.6		최근 3년간 평균: 51.6
저점 P/E	-	-	11.7	16.2	31.1		최근 3년간 평균: 19.7
평균 P/E	-	-	16.5	37.8	44.3		최근 3년간 평균: 32.9
고점 P/B	-	-	7.5	20.8	15.0		최근 3년간 평균: 9.4
저점 P/B	-	-	4.4	4.7	7.4		최근 3년간 평균: 3.0
평균 P/B	-	-	6.2	11.0	10.5		최근 3년간 평균: 5.7
ROE	76.9%	81.4%	53.2%	34.0%	26.5%	30.2%	
적용 EPS						1,478	25년 EPS 적용
타겟 P/E						34.7	최근 3년 PER 밴드 중단 적용
적정 주가						51,273	
목표 주가						52,000	25년 기준 P/E 35.2배
전일 증가						30,650	25년 기준 P/E 20.7배
상승 여력						69.7%	

자료 : 신영증권 리서치센터

HPSP(403870.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,593	1,791	1,734	2,498	3,302
증가율(%)	73.5	12.4	-3.2	44.1	32.2
매출원가	492	605	525	708	865
원가율(%)	30.9	33.8	30.3	28.3	26.2
매출총이익	1,101	1,186	1,209	1,789	2,437
매출총이익률(%)	69.1	66.2	69.7	71.6	73.8
판매비와 관리비 등	249	234	308	367	619
판매비율(%)	15.6	13.1	17.8	14.7	18.7
영업이익	852	952	902	1,422	1,818
증가율(%)	88.5	11.7	-5.3	57.6	27.8
영업이익률(%)	53.5	53.2	52.0	56.9	55.1
EBITDA	863	965	906	1,431	1,829
EBITDA마진(%)	54.2	53.9	52.2	57.3	55.4
순금융손익	2	77	80	85	85
이자손익	2	77	80	85	85
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	16	13	96	64	60
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	869	1,042	1,077	1,571	1,963
계속사업손익법인세비용	209	238	244	346	432
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	660	804	834	1,225	1,531
증가율(%)	87.0	21.8	3.7	46.9	25.0
순이익률(%)	41.4	44.9	48.1	49.0	46.4
지배주주지분 당기순이익	660	804	834	1,225	1,531
증가율(%)	87.0	21.8	3.7	46.9	25.0
기타포괄이익	3	1	1	1	1
총포괄이익	663	805	835	1,227	1,532

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,450	2,758	3,522	4,760	6,209
현금및현금성자산	1,300	433	1,041	2,025	3,205
매출채권 및 기타채권	34	122	137	160	185
재고자산	339	242	281	404	534
비유동자산	159	449	464	476	484
유형자산	101	403	419	430	439
무형자산	3	17	17	17	17
투자자산	3	3	3	3	3
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,609	3,207	3,986	5,236	6,693
유동부채	634	416	472	608	647
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	211	159	163	199	237
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	21	21	31	41	51
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	656	436	503	649	697
지배주주지분	1,954	2,771	3,483	4,587	5,996
자본금	101	414	415	415	415
자본잉여금	841	590	590	590	590
기타포괄이익누계액	0	0	1	2	3
이익잉여금	960	1,748	2,458	3,561	4,969
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,954	2,771	3,483	4,587	5,996
총차입금	30	22	32	42	52
순차입금	-2,057	-2,423	-2,973	-4,045	-5,318

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	821	664	785	1,214	1,415
당기순이익	660	804	834	1,225	1,531
현금유출이없는비용및수익	336	225	168	269	358
유형자산감가상각비	11	13	4	8	11
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	-36	-126	-53	-20	-127
매출채권의감소(증가)	22	-24	-15	-23	-25
재고자산의감소(증가)	-164	85	-38	-124	-130
매입채무의증가(감소)	54	-78	3	36	38
투자활동으로인한현금흐름	-786	-1,479	-136	-141	-146
투자자산의 감소(증가)	4	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-94	-247	-20	-20	-20
단기금융투자자산의감소(증가)	-647	-1,224	-94	-98	-103
재무활동으로인한현금흐름	723	-42	-60	-109	-109
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	721	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-9	20	20	20
현금의 증가	758	-867	608	984	1,180
기초현금	542	1,300	433	1,041	2,025
기말현금	1,300	433	1,041	2,025	3,205

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	903	989	1,005	1,478	1,846
BPS	2,407	3,391	4,246	5,577	7,276
DPS	38	150	150	150	150
Multiples (배)					
PER	14.8	44.3	30.5	20.7	16.6
PBR	5.6	12.9	7.5	5.7	4.4
EV/EBITDA	10.2	35.1	26.0	15.7	11.6
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	69.7%	9.5%	1.6%	47.0%	24.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	87.2%	11.8%	-6.1%	57.9%	27.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	53.2%	34.0%	26.7%	30.4%	28.9%
ROE(지배순이익 기준)	53.2%	34.0%	26.7%	30.4%	28.9%
ROIC	4027.3%	288.0%	138.4%	209.1%	230.8%
WACC	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
안전성(%)					
부채비율	33.6%	15.7%	14.4%	14.1%	11.6%
순차입금비율	-105.3%	-87.4%	-85.4%	-88.2%	-88.7%
이자보상배율	485.6	558.2	416.5	468.9	501.4

피에스케이(319660.KQ)

명실상부 글로벌 1위 기업

매수(신규)

현재주가(8/20) 28,950원
목표주가(12M) 44,000원

분석의 기본 가정

- 메모리 반도체 업체들의 공격적인 HBM 캐파 증설
- HBM 전환으로 인한 디램 공급 부족 전망

기업 소개: 반도체 전공정 장비 제조 업체

피에스케이는 반도체 전공정에 사용되는 PR스트립, 드라이클리닝, 베벨에칭 장비 등을 제조하는 업체임. 2023년 동사 PR스트립 장비 시장 점유율은 40.1%를 기록함. 당사는 주요 고객사 증설에 따른 실적 개선과 신규 장비 매출 확대에 따른 동사의 수혜를 전망함.

캐파 증설에 따른 실적 개선 전망

당사는 2025년 디램 캐파 증설 사이클이 도래할 것으로 전망하는 바 피에스케이 실적 상승 폭이 클 것으로 전망함. 국내 주요 메모리 반도체 업체들의 지난 캐파 증설 사이클은 2021년이었음. 피에스케이의 2021년 매출 성장률은 67.8%를 기록. 금번 사이클의 증설 규모는 저번 사이클의 약 60% 수준일 전망.

목표주가 44,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

피에스케이에 대한 투자의견 매수, 목표주가 44,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2025년 EPS에 최근 3년 PER 중상단을 적용함. 2025년 디램 증설 사이클이 도래할 것으로 전망되는 바 PR스트립 장비 시장 1위 업체인 동사의 수혜가 예상됨.

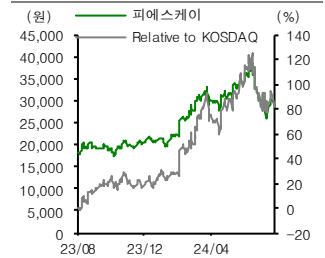
Key Data (기준일: 2024. 8. 20)

KOSPI(pt)	2696.63
KOSDAQ(pt)	787.44
액면가(원)	500
시가총액(억원)	8,386
발행주식수(천주)	28,967
평균거래량(3M, 주)	351,827
평균거래대금(3M, 백만원)	11,445
52주 최고/최저	38,600 / 17,160
52주 일간Beta	1.3
배당수익률(24F, %)	0.7
외국인지분율(%)	28.7
주요주주 지분율(%)	
피에스케이홀딩스 외 13인	32.9 %
베어링자산운용	5.9 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.4	-8.8	30.4	47.2
KOSDAQ대비 상대수익률	-5.7	-1.9	43.4	64.0

Company vs KOSDAQ composite



결산기(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	461	352	400	490	556
영업이익(십억원)	92	54	79	100	102
세전손익(십억원)	100	66	89	113	117
지배순이익(십억원)	77	53	72	91	94
EPS(원)	2,647	1,813	2,468	3,132	3,230
증감율(%)	1.9	-31.5	36.1	26.9	3.1
ROE(%)	24.1	14.1	16.8	18.2	16.1
PER(배)	5.8	11.6	12.2	9.6	9.3
PBR(배)	1.3	1.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	2.7	7.1	7.1	5.3	4.6

기업 소개: 반도체 전공정 장비 제조 업체

PR스트립, 드라이클리닝,
베벨에칭 장비 등을
제조

피에스케이이 반도체 전공정에 사용되는 PR스트립, 드라이클리닝, 베벨에칭 장비 등을 제조하는 업체다. PR스트립 장비 및 용역 매출이 약 70%를 차지하고 있으나 드라이클리닝, 베벨에처 등 신규 장비 매출 확대에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

주요 고객사 캐파 증설 및
신규 장비 매출 확대에
주목

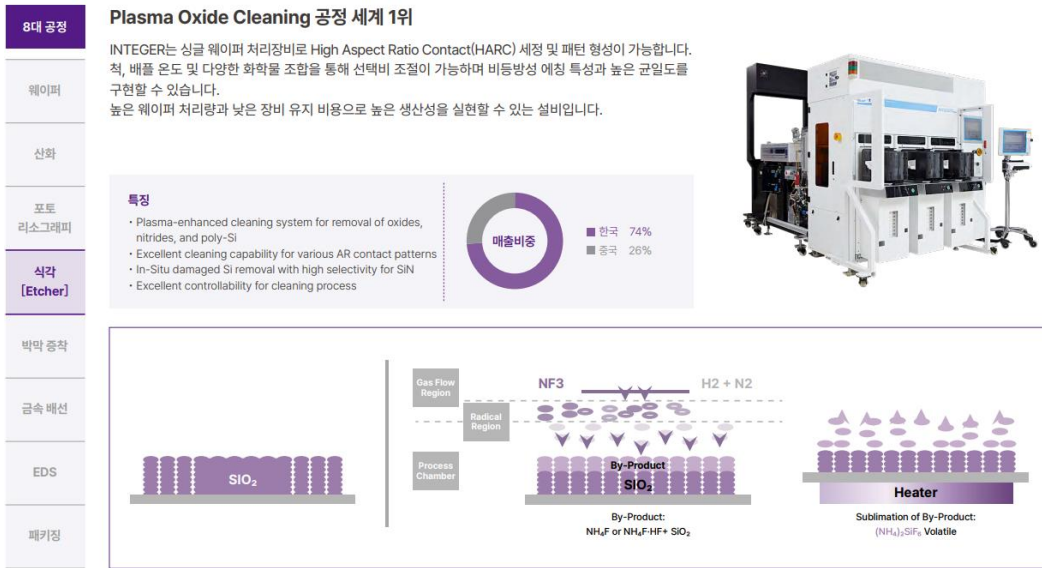
PR스트립 장비는 노광, 현상, 식각 공정 후 남아있는 PR(감광액)을 제거해주는 장비다. 동사의 2023년 PR스트립 시장 점유율은 40.1%로 추정된다. 드라이클리닝 장비는 건식으로 선풍이 낮은 회로를 세척해주는 장비다. 반도체 공정이 미세화 될수록 표면장력으로 인해 액체가 침투하기 힘들어 건식 세정을 도입해야 된다. 반도체 공정 미세화에 따른 수혜가 예상된다. 베벨에처는 웨이퍼 가장자리에 퇴적된 이물질들을 플라즈마로 세정해주는 장비다. 미국 장비 업체인 램리서치가 독점하던 장비였으나 피에스케이가 국산화에 성공해 국내 반도체 업체로 납품하고 있다. 램리서치의 특허가 만료되는 2028년도부터 해외 진출도 가능할 것으로 예상되는 바 매출 기여도 상승이 전망된다. 당사는 주요 고객사 증설에 따른 피에스케이의 실적 개선과 신규 장비 매출 확대에 따른 동사의 수혜를 전망한다.

도표 1. PR스트립 장비 개요



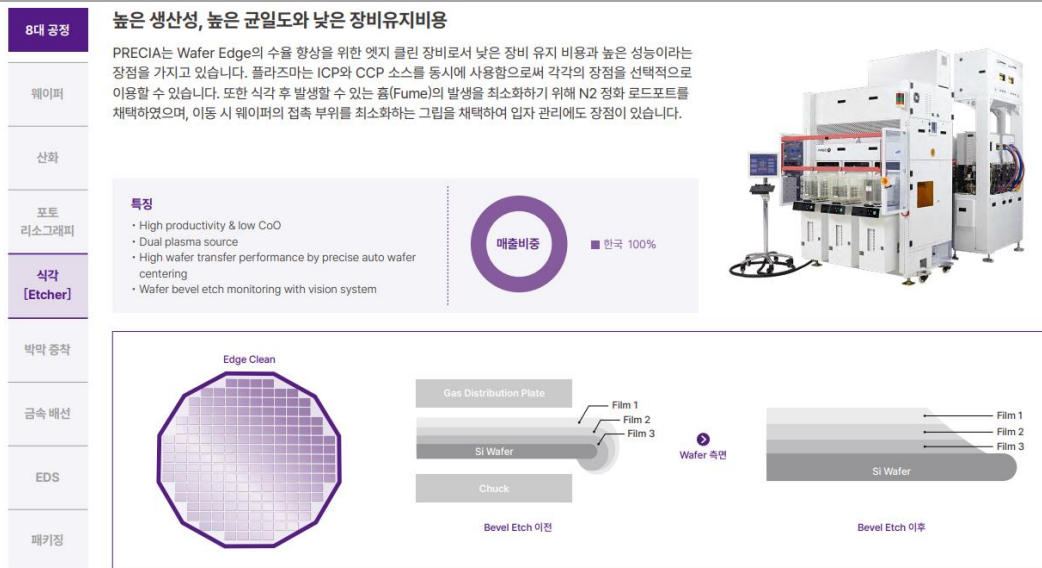
자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

도표 2. 드라이클리닝 장비 개요



자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

도표 3. 베벨에처 개요



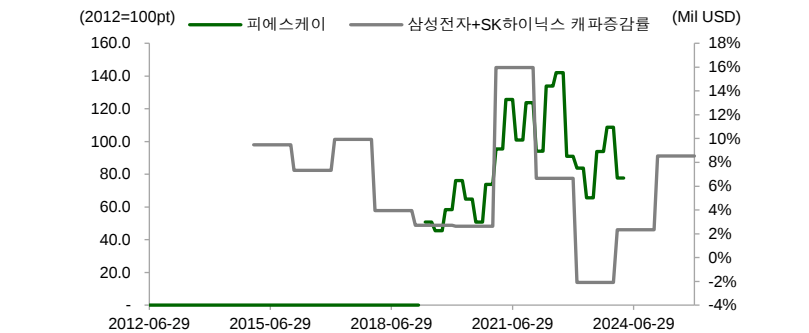
자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

캐파 증설에 따른 실적 개선 전망

주요 고객사 캐파 증설에
따른 수혜 기대

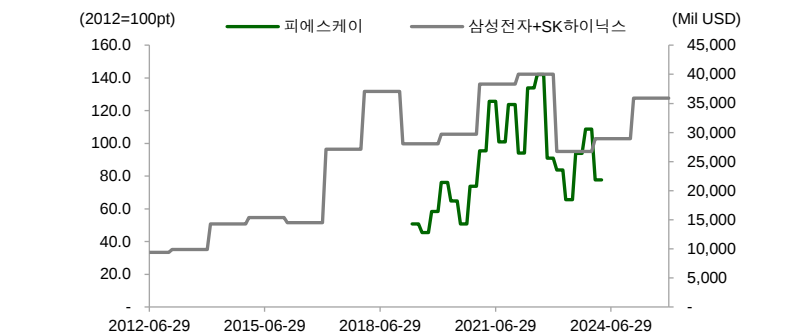
당사는 2025년 디램 캐파 증설 사이클이 도래할 것으로 전망하는 바 피에스케이 실적 상승 폭이 클 것으로 전망한다. 2021년 디램과 낸드 캐파 증설 사이클 때 피에스케이의 연간 매출 성장률은 67.8%를 기록했다. 주요 고객사의 전공정 투자 증가와 신규 장비 출시 효과가 컸다는 판단이다. 2025년 캐파 투자 사이클은 디램 위주로 발생할 전망이다. 낸드는 디램 대비 수요 회복이 더뎈 별도의 신규 캐파 증설은 제한적일 전망이다. 2025년 국내 메모리 업체들의 캐파 증설 강도는 저변 사이클의 60~65% 수준일 것으로 예상된다. 작년과 올해 고객사들의 보수적인 CAPEX로 실적이 악화됐던 만큼 2025년 기저 효과가 클 전망이다.

도표 4. 피에스케이 매출 상대강도 및 주요 고객사 캐파 증감률 추이



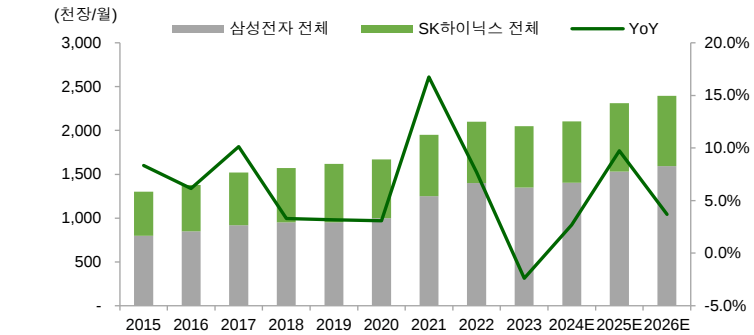
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 5. 피에스케이 매출 상대강도 및 주요 고객사 CAPEX 추이



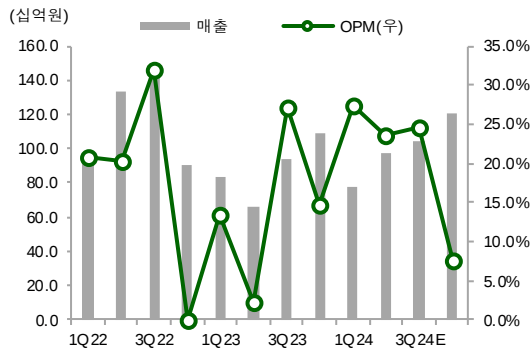
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 6. 삼성전자, SK하이닉스의 디램+낸드 캐파 추이 및 전망



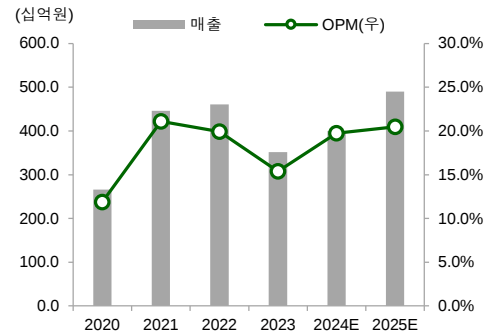
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 7. 분기별 매출/영업이익률 추이 및 전망



자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

도표 8. 연도별 매출/영업이익률 추이 및 전망



자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

도표 9. 피에스케이 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	83.7	65.5	94.0	108.7	77.7	97.1	104.2	120.7	351.9	399.7	489.7
QoQ%	-7.9%	-21.7%	43.4%	15.6%	-28.5%	24.9%	7.2%	15.9%			
YoY%	-11.0%	-51.1%	-33.8%	19.6%	-7.1%	48.2%	10.8%	11.1%	-23.7%	13.6%	22.5%
영업이익	11.3	1.5	25.5	15.9	21.3	22.8	25.7	9.1	54.1	78.9	100.3
OPM%	13.5%	2.2%	27.1%	14.7%	27.5%	23.5%	24.6%	7.5%	15.4%	19.7%	20.5%
QoQ%	35244%	-86.9%	1630%	-37.4%	34.0%	6.7%	12.6%	-64.5%			
YoY%	-42.2%	-94.6%	-43.8%	49916%	89.6%	1449%	0.8%	-42.8%	-41.1%	45.8%	27.1%
순이익	11.0	2.5	20.0	19.0	20.6	19.7	22.8	9.7	52.5	72.7	88.4
NIM%	13.2%	3.9%	21.3%	17.5%	26.6%	20.2%	21.9%	8.0%	14.9%	18.2%	18.0%
QoQ%	10584%	-77.1%	689.1%	-5.0%	8.8%	-4.8%	15.8%	-57.6%			
YoY%	-30.7%	-88.8%	-48.4%	18268%	87.0%	676.6%	14.0%	-49.1%	-32.2%	38.5%	21.5%

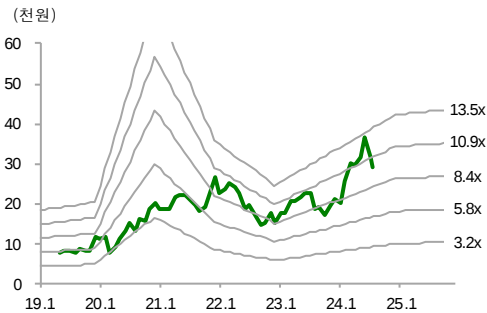
자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

목표주가 44,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

투자의견 매수로
커버리지 개시

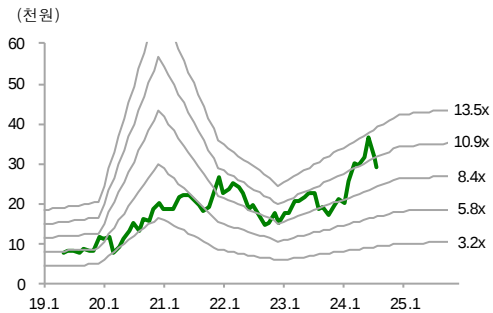
피에스케이에 대한 투자의견 매수, 목표주가 44,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 EPS에 최근 3년 PER 중상단을 적용하여 산출했다. 2025년 HBM 전환 투자로 인해 일반 디램 공급 부족 현상이 발생할 가능성이 높다. 이에 메모리 업체들은 증설로 공급을 대응할 것으로 예상된다. 당사는 PR스트립 시장에서 독보적인 점유율과 기술 경쟁력을 보유하고 있는 피에스케이의 수혜가 클 것으로 전망하는 바 2025년 실적 개선 속도에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

도표 10. 피에스케이 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 11. 피에스케이 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 12. 피에스케이 목표주가 산출 방법

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	비고
EPS(원)	1,508	5,197	2,647	1,813	2,468	3,132	지배주주 순이익 기준
BPS(원)	14,815	19,863	12,197	13,552	15,763	18,638	
고점 P/E	28.5	10.4	20.6	13.5	15.8		최근 3년간 평균: 16.6
저점 P/E	7.5	6.2	5.2	8.1	7.9		최근 3년간 평균: 7.1
평균 P/E	17.9	8.0	13.4	11.0	11.6		최근 3년간 평균: 12.0
고점 P/B	2.9	2.7	4.5	1.8	2.5		최근 3년간 평균: 3.0
저점 P/B	0.8	1.6	1.1	1.1	1.2		최근 3년간 평균: 1.3
평균 P/B	1.8	2.1	2.9	1.5	1.8		최근 3년간 평균: 2.2
ROE	11.0%	30.3%	24.1%	14.1%	16.8%	18.2%	
적용 EPS					3,132		25년 EPS 적용
타겟 P/E					14.2		최근 3년 PER 중상단 적용
적정 주가					44,481		
목표 주가					44,000		25년 기준 P/E 14.0배
전일 종가					28,950		25년 기준 P/E 9.2배
상승 여력					52.0%		

자료 : 피에스케이, 신영증권 리서치센터

피에스케이(319660.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,609	3,519	3,997	4,897	5,564
증가율(%)	3.4	-23.6	13.6	22.5	13.6
매출원가	2,476	1,873	1,965	2,445	2,783
원가율(%)	53.7	53.2	49.2	49.9	50.0
매출총이익	2,134	1,646	2,032	2,452	2,781
매출총이익률(%)	46.3	46.8	50.8	50.1	50.0
판매비와 관리비 등	1,215	1,105	1,243	1,449	1,761
판매비율(%)	26.4	31.4	31.1	29.6	31.6
영업이익	918	541	789	1,003	1,020
증가율(%)	-2.4	-41.1	45.8	27.1	1.7
영업이익률(%)	19.9	15.4	19.7	20.5	18.3
EBITDA	976	603	850	1,063	1,079
EBITDA마진(%)	21.2	17.1	21.3	21.7	19.4
순금융손익	69	108	95	121	139
이자손익	45	84	86	113	131
외화관련손익	71	7	9	9	9
기타영업외손익	13	10	10	10	10
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	1,000	659	894	1,134	1,170
계속사업손익법인세비용	226	134	179	227	234
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	774	525	715	907	936
증가율(%)	0.9	-32.2	36.2	26.9	3.2
순이익률(%)	16.8	14.9	17.9	18.5	16.8
지배주주지분 당기순이익	774	525	715	907	936
증가율(%)	0.9	-32.2	36.2	26.9	3.2
기타포괄이익	12	-17	-17	-17	-17
총포괄이익	786	508	698	891	919

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,840	3,536	4,273	5,164	6,057
현금및현금성자산	560	649	1,227	1,474	2,030
매출채권 및 기타채권	544	335	496	608	687
재고자산	1,171	1,167	1,035	1,426	1,525
비유동자산	887	1,408	1,356	1,342	1,336
유형자산	475	716	714	713	712
무형자산	105	99	90	81	74
투자자산	158	458	410	410	410
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,726	4,944	5,629	6,507	7,392
유동부채	1,009	861	907	952	977
단기차입금	0	27	27	27	27
매입채무및기타채무	396	305	351	396	421
유동성장기부채	0	60	60	60	60
비유동부채	184	157	156	156	156
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	120	130	130	130	130
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,193	1,018	1,063	1,108	1,132
지배주주지분	3,533	3,926	4,566	5,399	6,260
자본	146	146	146	146	146
자본잉여금	1,720	1,720	1,720	1,720	1,720
기타포괄이익누계액	19	15	-2	-19	-36
이익잉여금	1,649	2,045	2,702	3,552	4,430
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,533	3,926	4,566	5,399	6,260
총차입금	151	233	233	233	233
순차입금	-1,833	-1,813	-2,462	-2,847	-3,555

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	463	503	778	498	826
당기순이익	774	525	715	907	936
현금유출이없는비용및수익	581	221	145	166	153
유형자산감가상각비	50	51	52	51	51
무형자산상각비	7	11	9	9	7
영업활동관련자산부채변동	-550	-138	11	-461	-160
매출채권의감소(증가)	2	247	-161	-112	-80
재고자산의감소(증가)	-392	-15	132	-390	-99
매입채무의증가(감소)	-9	-118	46	45	25
투자활동으로인한현금흐름	-362	-364	9	-52	-66
투자자산의 감소(증가)	178	-300	48	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-129	-260	-50	-50	-50
단기금융자산의감소(증가)	-478	58	-126	-138	-152
재무활동으로인한현금흐름	-183	-41	-80	-80	-80
장기차입금의증가(감소)	-14	97	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-19	-8	-129	-119	-124
현금의 증가	-101	90	577	247	556
기초현금	661	560	649	1,227	1,474
기말현금	560	649	1,227	1,474	2,030

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	2,647	1,813	2,468	3,132	3,230
BPS	12,197	13,552	15,763	18,638	21,611
DPS	400	200	200	200	200
Multiples (배)					
PER	5.8	11.6	11.7	9.2	9.0
PBR	1.3	1.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	2.7	7.1	7.1	5.3	4.6
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	1.9%	-31.5%	36.1%	26.9%	3.1%
EBITDA(발표기준) 증가율	-1.7%	-38.2%	41.0%	25.1%	1.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	24.1%	14.1%	16.8%	18.2%	16.1%
ROE(지배순이익 기준)	24.1%	14.1%	16.8%	18.2%	16.1%
ROIC	61.8%	26.9%	37.7%	43.0%	37.5%
WACC	10.1%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
안전성(%)					
부채비율	33.8%	25.9%	23.3%	20.5%	18.1%
순차입금비율	-51.9%	-46.2%	-53.9%	-52.7%	-56.8%
이자보상배율	493.9	315.4	343.6	499.8	474.3

케이엔솔(053080.KQ)

본업과 더불어 액침냉각도 순항중

매수(신규)

현재주가(8/20) 15,470원
 목표주가(12M) 22,000원

분석의 기본 가정

- 주요 고객사들의 디램 캐파 증설

• 기업 소개: 반도체 및 이차전지 인프라 구축 업체

동사는 반도체 클린룸 및 이차전지 드라이룸을 구축하는 업체임. 올해 1분기 클린룸과 드라이룸의 매출 비중은 각각 49.5%, 32.9%임. 케이엔솔은 역대급 수주를 기반으로 매출 성장을 보여줄 것으로 예상되며, 신성장 동력으로 준비하고 있는 액침냉각 사업도 점차 가시화될 전망이다.

• 2024년부터 본격적인 성장 보여줄 전망

케이엔솔의 2024년 매출액과 영업이익은 각각 5,825억원(+39.5% yoy), 309억원(+67.1% yoy)을 기록할 것으로 예상됨. 2023년은 사업 확장 및 인력 충원으로 인해 판관비가 높아지면서 마진율이 하락함. 다만 올해는 고객사 캐파 증설에 따른 매출 증가로 인해 레버리지 효과가 발생할 전망.

• 목표주가 22,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

케이엔솔에 대한 투자의견 매수, 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시. 2025년 EPS 추정치에 PER 밴드 중하단을 적용하여 산출함. 케이엔솔의 12MF PER은 5.9배로 역사적 저점에 근접함. 주요 고객사 캐파 증설 사이클이 도래했음에도 불구하고 과도하게 저평가되었다는 판단.

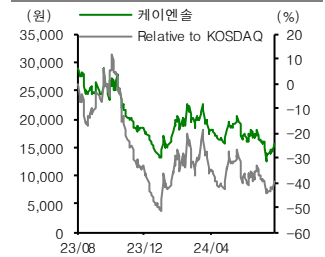
Key Data (기준일: 2024. 8. 20)

KOSPI(pt)	2696.63
KOSDAQ(pt)	787.44
액면가(원)	500
시가총액(억원)	2,011
발행주식수(천주)	13,000
평균거래량(3M, 주)	512,853
평균거래대금(3M, 백만원)	9,301
52주 최고/최저	31,500 / 12,430
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(24F, %)	1.9
외국인지분율(%)	1.3
주요주주 지분율(%)	
엔브이에이치원방테크	51.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.9	-2.1	-17.6	-41.1
KOSDAQ대비 상대수익률	-5.7	-1.9	43.4	64.0

Company vs KOSDAQ composite



결산기(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	389	417	583	703	670
영업이익(십억원)	22	18	31	41	44
세전손익(십억원)	21	15	33	44	42
지배순이익(십억원)	16	11	17	29	34
EPS(원)	1,230	867	1,682	2,722	2,589
증감율(%)	80.6	-29.0	94.1	61.9	-4.9
ROE(%)	10.5	6.9	12.3	17.6	14.6
PER(배)	7.0	20.2	8.5	5.3	5.5
PBR(배)	0.7	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	3.2	10.1	5.5	4.2	4.0

기업 소개: 반도체 및 이차전지 인프라 구축 업체

반도체 및 이차전지
인프라 업체

동사는 반도체 클린룸 및 이차전지 드라이룸을 구축하는 업체다. 반도체 생산 라인은 전체가 하나의 클린룸으로 구성되어 있다. 반도체 제조 공정에서 파티클(이물질)이 들어가면 불량률이 높아진다. 클린룸의 핵심 기술은 수만개의 FFU(Fan Filter Unit)를 설치해 단위 공간당 $0.1 \sim 0.5 \mu\text{m}$ (마이크로미터) 크기의 먼지를 일정 수 이하로 관리하는 것이다. 드라이룸은 1%미만의 상대습도와 20~25도의 환경이 요구되는 이차전지 제조 시설이다. 이차전지 제조 과정에서 수분이 들어가면 전해질과 반응해 불량율이 높아지기 때문에 실리카겔(제습제) 등으로 구성된 로터(회전체)에 습한 공기를 통과시켜 공기 중의 수분을 제거해줘야 할 필요가 있다. 케이엔솔은 반도체와 이차전지 외에도 바이오, 태양광 산업으로 사업 영역을 확장하고 있다.

도표 1. 케이엔솔 제품 개요



자료 : 케이엔솔, 신영증권 리서치센터

2024년부터 본격적인 성장 보여줄 전망

높은 수주 잔고를
기반으로 역대급 실적
보여줄 전망

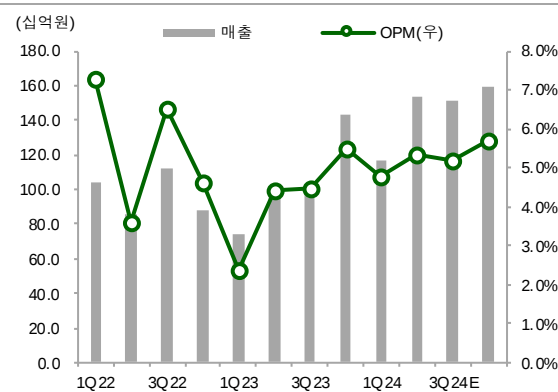
케이엔솔의 2024년 매출액과 영업이익은 각각 5,825억원(+39.5% yoy), 309억원(+67.1% yoy)을 기록할 것으로 예상된다. 2023년은 사업 확장 및 인력 충원으로 인해 판관비가 높아지면서 마진율이 하락했다. 반면 올해는 고객사 캐파 증설에 따른 매출 증가로 인해 레버리지 효과가 발생할 전망이다. 케이엔솔의 반도체 수주는 3~6개월, 이차전지 수주는 12~15개월에 걸쳐 인식된다. 2023년 수주총액이 7,374억원이었다는 점을 감안 시 2024년 매출은 동사의 추정치를 상회할 가능성도 존재한다는 판단이다.

도표 2. 케이엔솔 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	74.6	99.2	99.8	143.8	116.8	154.0	151.8	159.9	417.4	582.5	702.8
QoQ%	-15.1%	32.9%	0.6%	44.1%	-18.8%	31.8%	-1.4%	5.3%			
YoY%	-28.2%	16.2%	-10.7%	63.7%	56.5%	55.2%	52.2%	11.2%	7.4%	39.5%	20.6%
영업이익	1.8	4.4	4.5	7.9	5.6	8.2	7.9	9.1	18.5	30.9	40.9
OPM%	2.4%	4.4%	4.5%	5.5%	4.8%	5.3%	5.2%	5.7%	4.4%	5.3%	5.8%
QoQ%	-56.5%	147.9%	2.2%	76.3%	-28.8%	47.0%	-4.2%	15.9%			
YoY%	-76.7%	42.2%	-38.7%	94.5%	217.9%	88.5%	76.6%	16.2%	-15.9%	67.1%	32.6%
순이익	1.1	2.7	1.7	5.8	2.3	3.3	5.3	6.2	11.3	17.1	28.5
NIM%	1.5%	2.7%	1.7%	4.0%	2.0%	2.1%	3.5%	3.9%	2.7%	2.9%	4.1%
QoQ%	흑전	151.5%	-39.2%	249.2%	-60.6%	44.9%	59.9%	17.1%			
YoY%	-85.7%	-3.6%	-73.2%	흑전	110.6%	21.3%	218.8%	6.9%	-29.6%	51.6%	66.7%

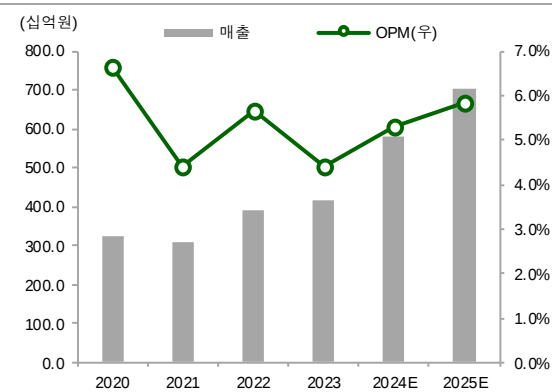
자료 : 케이엔솔, 신영증권 리서치센터

도표 3. 분기별 매출/영업이익 추이 및 전망



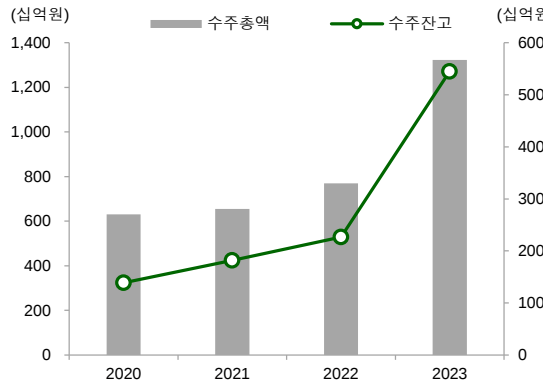
자료 : 케이엔솔, 신영증권 리서치센터

도표 4. 연도별 매출/영업이익 추이 및 전망



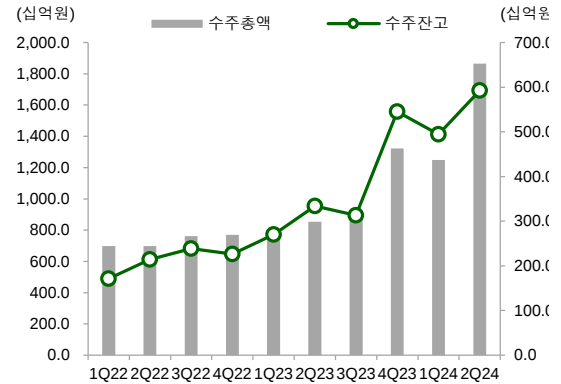
자료 : 케이엔솔, 신영증권 리서치센터

도표 5. 케이엔솔 연도별 수주총액 및 수주잔고 추이



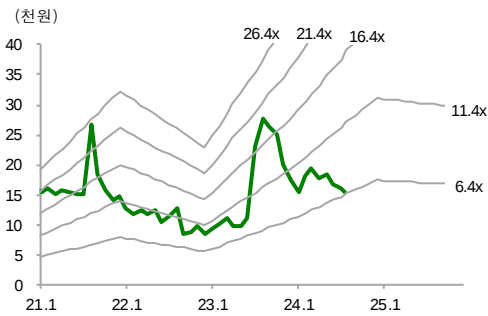
자료 : 케이엔솔, 신영증권 리서치센터

도표 6. 케이엔솔 분기별 수주총액 및 수주잔고 추이



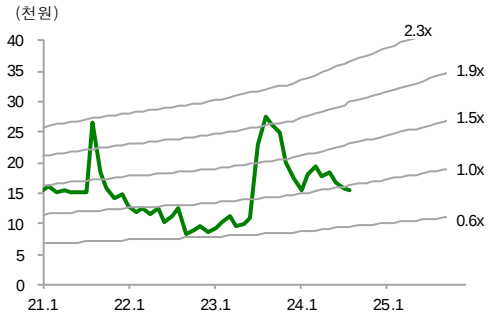
자료 : 케이엔솔, 신영증권 리서치센터

도표 7. 케이엔솔 12개월 선행 PER BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

도표 8. 케이엔솔 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Valuewise, 신영증권 리서치센터

목표주가 22,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

본업 호황에 더불어
신사업 포텐셜에 주목

케이엔솔에 대한 투자의견 매수, 목표주가 22,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치에 최근 PER 밴드 중하단을 적용하여 산출했다. 케이엔솔의 12MF PER은 5.9배로 역사적 저점에 근접해 있다. 주요 고객사 캐파 증설 사이클이 도래했음에도 불구하고 과도하게 저평가 되었다는 판단이다. 또한 케이엔솔은 글로벌 액침냉각 선두 기업과 협업하여 고객사 품질 테스트가 진행되었다. 액침냉각은 서버를 액체에 넣은 상태에서 가동시키는 기술이다. 액침냉각의 상용화 시점은 아직 이르지만 버티브, 슈퍼마이크로컴퓨터 등 주요 냉각 업체들도 준비하고 있을만큼 잠재력이 높다는 판단이다. 당사는 케이엔솔 본업에서의 호황과 신사업의 포텐셜을 감안 시 현재 케이엔솔의 밸류에이션은 저평가 되었다고 판단하는 바 매수 의견을 제시한다.

도표 9. 케이엔솔 목표주가 산출 방법

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	비고
EPS(원)	3,409	683	1,230	867	1,682	2,722	지배주주 순이익 기준
BPS(원)	31,715	11,257	12,294	13,083	14,396	16,750	
고점 P/E	16.8	128.9	12.2	38.5	14.5		최근 3년간 평균: 21.7
저점 P/E	11.7	19.8	6.4	9.4	7.0		최근 3년간 평균: 7.6
평균 P/E	13.1	54.5	9.0	18.7	10.4		최근 3년간 평균: 12.7
고점 P/B	1.8	3.2	1.2	2.5	1.7		최근 3년간 평균: 2.3
저점 P/B	1.3	1.2	0.6	0.6	0.8		최근 3년간 평균: 0.8
평균 P/B	1.4	1.5	0.9	1.2	1.2		최근 3년간 평균: 1.2
ROE	11.6%	6.2%	10.5%	6.9%	12.3%	17.5%	
적용 EPS						2,722	25년 EPS 적용
타겟 P/E						8.2	최근 3년 밴드 중하단 적용
적정 주가						22,322	
목표 주가						22,000	25년 기준 P/E 8.1배
전일 증가						15,470	25년 기준 P/E 5.7배
상승 여력						42.2%	

자료 : 신영증권 리서치센터

케이엔솔(053080.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,888	4,174	5,825	7,028	6,698
증가율(%)	25.0	7.4	39.6	20.7	-4.7
매출원가	3,364	3,640	5,076	6,132	5,843
원가율(%)	86.5	87.2	87.1	87.3	87.2
매출총이익	524	534	749	896	855
매출총이익률(%)	13.5	12.8	12.9	12.7	12.8
판매비와 관리비 등	305	349	387	435	416
판매비율(%)	7.8	8.4	6.6	6.2	6.2
영업이익	220	185	362	460	440
증가율(%)	60.6	-15.9	95.7	27.1	-4.3
영업이익률(%)	5.7	4.4	6.2	6.5	6.6
EBITDA	277	243	423	521	503
EBITDA마진(%)	7.1	5.8	7.3	7.4	7.5
순금융손익	-11	-13	-18	-13	-21
이자손익	-12	-13	-19	-14	-21
외화관련손익	1	0	1	1	1
기타영업외손익	5	-1	2	2	2
종속및관계기업 관련손익	-1	-16	-15	-7	0
법인세차감전계속사업이익	213	154	331	442	421
계속사업손익법인세비용	53	42	112	88	84
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	113	219	354	337
증가율(%)	81.8	-29.4	93.8	61.6	-4.8
순이익률(%)	4.1	2.7	3.8	5.0	5.0
지배주주지분 당기순이익	159	113	219	355	337
증가율(%)	82.8	-28.9	93.8	62.1	-5.1
기타포괄이익	15	34	-9	-9	-9
총포괄이익	175	147	210	345	327

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,009	2,481	2,717	3,033	3,202
현금및현금성자산	734	765	823	923	1,085
매출채권 및 기타채권	531	698	824	982	935
재고자산	12	26	29	35	33
비유동자산	1,198	1,483	1,477	1,499	1,525
유형자산	588	684	695	725	750
무형자산	290	289	277	266	257
투자자산	135	349	344	347	357
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,207	3,965	4,193	4,532	4,727
유동부채	1,154	1,967	2,063	2,131	2,072
단기차입금	293	747	747	747	747
매입채무및기타채무	410	519	657	775	766
유동성장기부채	2	200	200	200	200
비유동부채	461	303	264	229	194
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	378	179	164	149	134
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,615	2,270	2,328	2,360	2,266
지배주주지분	1,580	1,689	1,860	2,167	2,456
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	330	330	330	330	330
기타포괄이익누계액	128	168	159	150	141
이익잉여금	1,387	1,455	1,635	1,951	2,249
비지배주주지분	12	6	6	5	4
자본총계	1,592	1,695	1,866	2,172	2,460
총차입금	691	1,145	1,130	1,115	1,100
순차입금	-244	176	241	123	-57

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	402	-94	234	298	359
당기순이익	160	113	219	354	337
현금유출이없는비용및수익	73	96	206	170	169
유형자산감가상각비	44	46	49	51	55
무형자산상각비	13	13	13	11	9
영업활동관련자산부채변동	169	-255	-102	-165	-82
매출채권의감소(증가)	119	-182	-125	-158	46
재고자산의감소(증가)	7	-14	-4	-6	2
매입채무의증가(감소)	-134	84	138	117	-9
투자활동으로인한현금흐름	7	-277	-92	-113	-112
투자자산의 감소(증가)	-14	-230	-10	-10	-10
유형자산의 감소	66	1	0	0	0
CAPEX	-58	-55	-60	-80	-80
단기금융자산의감소(증가)	-38	-3	-3	-3	-3
재무활동으로인한현금흐름	99	400	-63	-63	-63
장기차입금의증가(감소)	148	454	-15	-15	-15
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	2	-22	-22	-22
현금의 증가	504	31	57	100	162
기초현금	230	734	765	823	923
기말현금	734	765	823	923	1,085

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	1,223	868	1,685	2,728	2,594
BPS	12,198	13,035	14,352	16,711	18,936
DPS	300	300	300	300	300
Multiples (배)					
PER	7.0	20.2	9.2	5.7	6.0
PBR	0.7	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.2	10.1	5.5	4.2	4.0
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	80.6%	-29.0%	94.1%	61.9%	-4.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	45.8%	-12.3%	74.1%	23.2%	-3.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	10.5%	6.9%	12.3%	17.5%	14.5%
ROE(지배순이익 기준)	10.5%	6.9%	12.3%	17.6%	14.6%
ROIC	10.6%	9.6%	13.1%	19.5%	17.4%
WACC	8.0%	8.6%	8.4%	8.3%	8.4%
안전성(%)					
부채비율	101.4%	133.9%	124.8%	108.7%	92.1%
순차입금비율	-15.3%	10.4%	12.9%	5.7%	-2.3%
이자상환배율	10.0	4.2	8.0	13.8	13.3

원익IPS(240810.KQ)

Not Rated

탐-다운 측면에서 봤을 때 가장 편한 종목

현재주가(8/20) 37,250원
목표주가(12M) N/R

분석의 기본 가정

- 메모리 반도체 업체들의 공격적인 HBM 캐파 증설
- HBM 전환으로 인한 디램 공급 부족 전망

• 기업 소개: 반도체 및 디스플레이 전공정 장비 업체

동사는 종합 반도체, 디스플레이 장비회사. ALD 및 PECVD 장비가 주력 아이템. 2024년의 경우 디스플레이 신규 투자가 적어 반도체 매출이 약 70%이상 차지할 전망. 주요 고객사는 국내 최대 메모리 반도체 업체임. 2025년 주요 고객사 캐파 증설에 따른 수혜가 예상됨.

• 하반기 실적 턴어라운드 기대

하반기부터 고객사들의 낸드 및 디스플레이 투자가 재개되며 2024년 매출액은 전년 대비 10% 성장 가능할 전망. 또한 낸드는 V8에서 V9으로 기술이 전환됨에 따라 원익IPS의 신규 장비 출하가 본격화 될 것으로 예상됨. 2024년 상반기까지 고객사 CAPEX 감소에 따라 실적이 부진했던 만큼 하반기 기저효과 클 전망.

• 본격적인 성장은 2025년에 보여줄 전망

원익IPS는 2025년부터 주요 고객사의 디램 캐파 증설에 따라 가파른 실적 성장 보여줄 전망. 글로벌 디램 3사는 2025년말까지 전체 디램 캐파의 30%를 HBM으로 전환할 계획. 일반 디램 캐파 부족 현상이 발생할 것으로 전망됨에 따라 메모리 업체들은 2025년 200~250K/M를 증설할 계획. 특히 원익IPS의 주요 고객사의 증설 규모 강도가 가장 높을 것으로 전망되는 바 동사의 수혜가 예상됨.

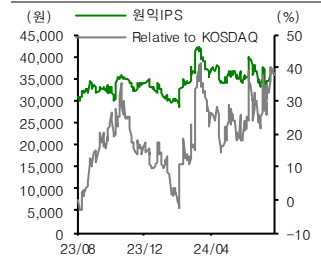
Key Data (기준일: 2024. 8. 20)

KOSPI(pt)	2696.63
KOSDAQ(pt)	787.44
액면가(원)	500
시가총액(억원)	18,284
발행주식수(천주)	49,084
평균거래량(3M, 주)	373,662
평균거래대금(3M, 백만원)	13,617
52주 최고/최저	42,100 / 28,500
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(24F, %)	0.0
외국인지분율(%)	24.9
주요주주 지분율(%)	
원익홀딩스 외 7인	33.1 %
삼성전자 외 1인	7.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	9.2	23.3	16.6
KOSDAQ대비 상대수익률	6.7	17.5	35.7	29.9

Company vs KOSDAQ composite



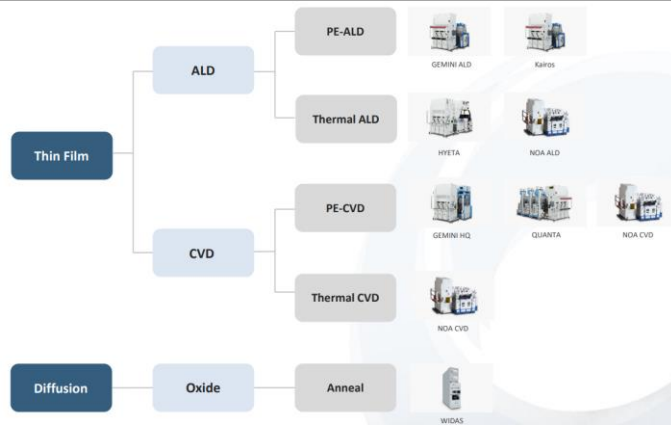
결산기(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액(십억원)	669	1,091	1,232	1,011	690
영업이익(십억원)	41	141	164	98	-18
세전순이익(십억원)	43	127	189	117	-21
지배순이익(십억원)	43	98	145	89	-14
EPS(원)	885	1,993	2,957	1,822	-275
증감율(%)	-57.9	125.1	48.4	-38.4	적전
ROE(%)	9.2	15.9	19.8	10.7	-1.6
PER(배)	40.5	22.2	14.3	13.6	-
PBR(배)	3.0	3.2	2.5	1.4	1.9
EV/EBITDA(배)	23.0	11.2	9.9	7.6	58.1

기업 소개: 반도체 및 디스플레이 전공정 장비 업체

2025년 디램 캐파
증설에 따른 수혜 기대

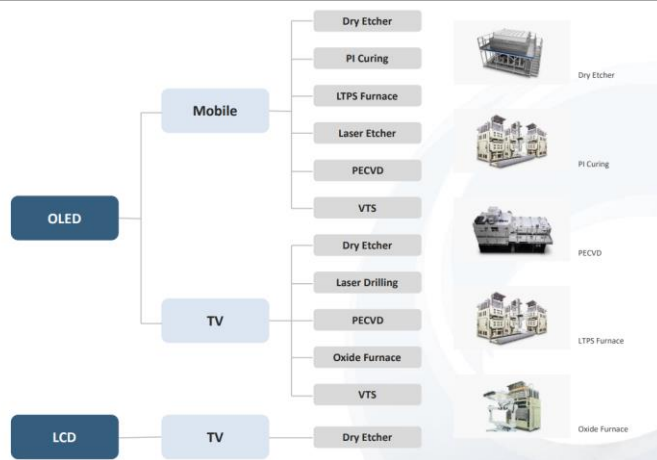
동사는 종합 반도체, 디스플레이 장비회사. ALD 및 PECVD 장비가 주력 아
이템. 반도체 소자 집적도가 높아질수록 정교한 증착이 필요함. ALD는 원자
단위의 증착이 가능한 기술로 박막 증착의 핵심 기술로 부상 중. 또한 소재 변
화에 따라 적용처가 다양해지고 있어 향후 ALD 장비 시장의 성장성이 높을
것으로 예상됨. 2024년의 경우 디스플레이 신규 투자가 적어 반도체 매출이
약 70%이상 차지할 전망. 주요 고객사는 국내 최대 메모리 반도체 업체임.
2025년 주요 고객사 캐파 증설에 따른 수혜가 예상됨.

도표 1. 원익IPS 반도체 제품 라인업



자료 : 원익IPS, 신영증권 리서치센터

도표 2. 원익IPS 디스플레이 제품 라인업



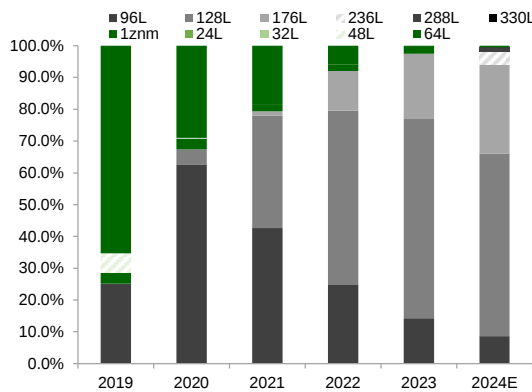
자료 : 원익IPS, 신영증권 리서치센터

하반기 실적 턴어라운드 기대

낸드 테크마이크로에이션
및 고객사 캐파 증설
효과는 하반기부터
본격화될 전망

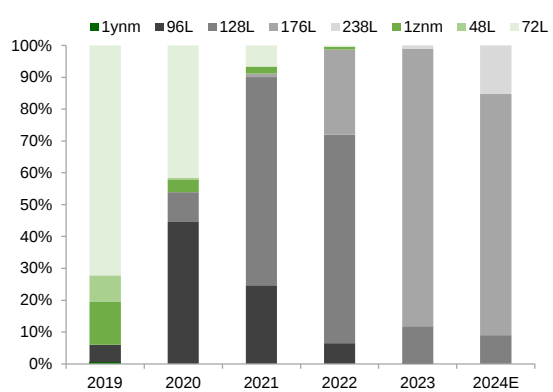
동사의 2024년 매출 컨센서스는 7,498억원으로 형성되어 있다. 하반기부터 고객사들의 낸드 및 디스플레이 투자가 재개되며 2024년 매출액은 전년 대비 5% 성장 가능할 전망이다. 또한 낸드는 V8에서 V9으로 기술이 전환됨에 따라 원익IPS의 신규 장비 출하가 본격화될 것으로 예상된다. 동사의 하반기 매출은 컨센서스는 4,795억원이므로 상반기 매출 대비 약 78% 상승할 전망이다. 2024년 상반기까지 고객사 CAPEX 감소에 따라 실적이 부진했던 만큼 하반기부터 기저효과 클 것으로 예상된다.

도표 3. 삼성전자 낸드 노드별 비중 추이 및 전망



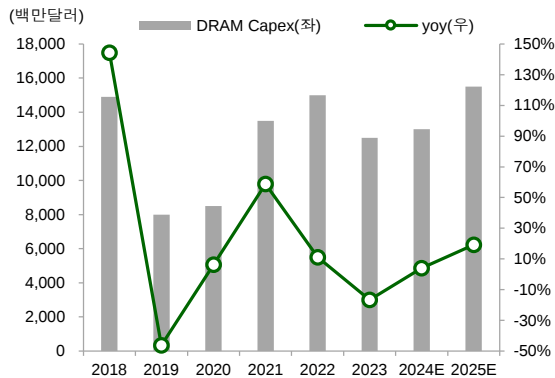
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 4. SK하이닉스 낸드 노드별 비중 추이 및 전망



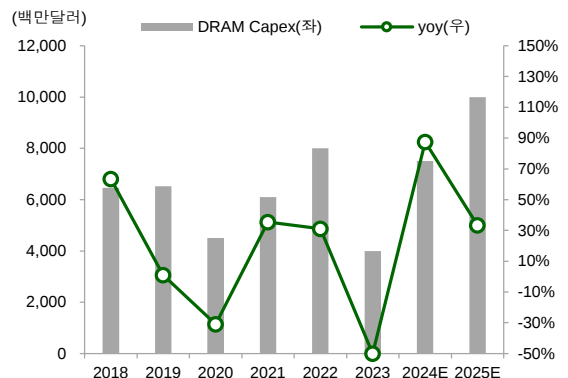
자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 5. 삼성전자 디램 CAPEX 추이 및 전망



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 6. SK하이닉스 디램 CAPEX 추이 및 전망



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

본격적인 성장은 2025년에 보여줄 전망

주요 고객사 캐파 증설에
따른 수혜 기대

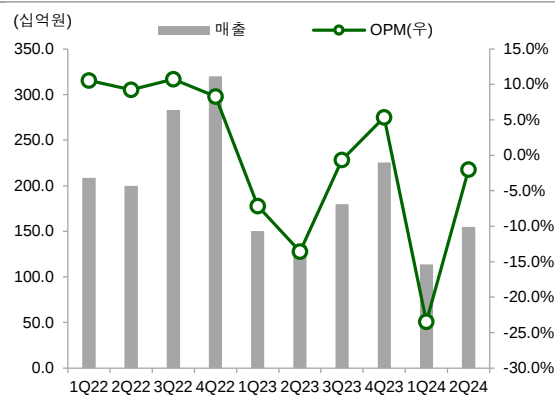
원익IPS는 2025년부터 주요 고객사의 디램 캐파 증설에 따라 가파른 실적 성장 보여줄 전망이다. 글로벌 디램 3사는 2025년말까지 전체 디램 캐파의 30%를 HBM으로 전환할 계획이다. 2025년말 기준 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 HBM 캐파는 각각 180K/M, 180K/M, 80K/M일 것으로 전망된다. 업황이 좋지 않아 인위적 감산을 진행했던 2023년의 디램 가동률 저점은 70~75%였던 것으로 파악된다. 일반 디램 캐파 부족 현상이 발생할 것으로 전망됨에 따라 메모리 업체들은 2025년 200~250K/M를 증설할 것으로 예상된다. 특히 원익IPS의 주요 고객사의 증설 규모 강도가 가장 높을 것으로 전망되는 바 동사의 수혜가 전망된다.

도표 7. 원익IPS 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2021	2022	2023
매출액	208.7	199.8	283.1	319.9	150.4	134.6	179.9	225.4	113.8	154.9	1232.3	1011.5	690.3
QoQ%	21.3%	-4.2%	41.7%	13.0%	-53.0%	-10.4%	33.6%	25.3%	-49.5%	36.1%			
YoY%	-18.0%	-53.8%	-24.2%	86.0%	-27.9%	-32.6%	-36.4%	-29.5%	-24.3%	15.0%	13.0%	-17.9%	-31.8%
영업이익	22.0	18.5	30.5	26.5	-10.7	-18.2	-1.1	12.0	-26.7	-3.1	164.1	97.6	-18.1
OPM%	10.6%	9.3%	10.8%	8.3%	-7.1%	-13.6%	-0.6%	5.3%	-23.5%	-2.0%	13.3%	9.6%	-2.6%
QoQ%	흑전	-16.0%	64.4%	-12.9%	적전	적지	적지	흑전	적전	적지			
YoY%	-9.1%	-81.6%	-53.2%	흑전	적전	적전	적전	-54.6%	적지	적지	16.7%	-40.6%	적전
순이익	21.6	24.4	47.4	-4.0	-6.7	-7.1	4.0	-3.8	-22.5	7.0	145.1	89.4	-13.5
NIM%	10.3%	12.2%	16.8%	-1.2%	-4.5%	-5.3%	2.2%	-1.7%	-19.7%	4.5%	11.8%	8.8%	-2.0%
QoQ%	흑전	13.2%	94.3%	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전			
YoY%	-15.9%	-67.9%	-13.3%	적지	적전	적전	-91.5%	적지	적지	흑전	48.4%	-38.4%	적전

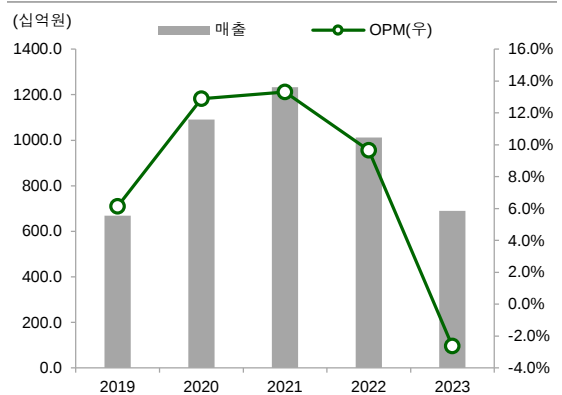
자료 : 원익IPS, 신영증권 리서치센터

도표 8. 분기별 매출 및 영업이익률 추이



자료 : 원익IPS, 신영증권 리서치센터

도표 9. 연도별 매출 및 영업이익률 추이



자료 : 원익IPS, 신영증권 리서치센터

원익IPS(240810.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	6,692	10,909	12,323	10,115	6,903
증가율(%)	3.1	63.0	13.0	-17.9	-31.8
매출원가	3,902	6,247	7,607	5,992	4,144
원가율(%)	58.3	57.3	61.7	59.2	60.0
매출총이익	2,791	4,663	4,716	4,123	2,759
매출총이익률(%)	41.7	42.7	38.3	40.8	40.0
판매비와 관리비 등	2,380	3,257	3,075	3,147	2,940
판매비율(%)	35.6	29.9	25.0	31.1	42.6
영업이익	411	1,406	1,641	976	-181
증가율(%)	-61.2	242.1	16.7	-40.5	적전
영업이익률(%)	6.1	12.9	13.3	9.6	-2.6
EBITDA	756	1,790	2,020	1,382	270
EBITDA마진(%)	11.3	16.4	16.4	13.7	3.9
순금융손익	18	31	96	84	36
이자손익	16	16	27	54	39
외환관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	9	-164	124	138	-55
종속및관계기업 관련손익	-3	-3	31	-24	-9
법인세차감전 계속사업이익	435	1,270	1,893	1,173	-209
계속사업손익법인세비용	6	291	442	279	-73
세 후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	429	978	1,451	894	-135
증가율(%)	-50.6	128.0	48.4	-38.4	적전
순이익률(%)	6.4	9.0	11.8	8.8	-2.0
지배주주지분 당기순이익	429	978	1,451	894	-135
증가율(%)	-50.6	128.0	48.4	-38.4	적전
기타포괄이익	-1	-13	25	49	-40
총포괄이익	427	965	1,477	943	-175

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	5,530	6,569	6,748	5,960	5,876
현금및현금성자산	135	1,351	377	984	540
매출채권 및 기타채권	1,271	544	730	685	743
재고자산	3,222	3,811	3,301	3,271	3,410
비유동자산	3,462	4,428	4,927	5,256	4,973
유형자산	2,447	2,732	3,336	3,676	3,537
무형자산	499	463	430	341	223
투자자산	238	348	376	378	320
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,992	10,996	11,676	11,217	10,849
유동부채	3,270	4,299	3,594	2,489	2,096
단기차입금	150	0	0	0	0
매입채무및기타채무	868	923	835	733	581
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	56	68	71	30	86
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,326	4,366	3,665	2,519	2,182
지배주주지분	5,666	6,630	8,010	8,697	8,667
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	3,514	3,514	3,514	3,514	3,514
기타포괄이익누계액	-3	-3	0	2	2
이익잉여금	2,075	3,039	4,416	5,213	4,942
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,666	6,630	8,010	8,697	8,667
총차입금	172	21	21	28	91
순차입금	-224	-1,734	-734	-1,667	-959

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동으로인한현금흐름	-162	2,251	1,373	280	-123
당기순이익	429	978	1,451	894	-135
현금유출이없는비용및수익	693	1,499	1,108	873	714
유형자산감가상각비	281	316	309	339	384
무형자산상각비	64	69	70	68	67
영업활동관련자산부채변동	-1,177	-94	-736	-1,133	-576
매출채권의감소(증가)	16	126	-172	-28	169
재고자산의감소(증가)	-408	-661	400	-63	-293
매입채무의증가(감소)	292	-59	-97	-174	-19
투자활동으로인한현금흐름	-397	-828	-2,238	607	-460
투자자산의 감소(증가)	-90	-112	1	-2	59
유형자산의 감소	1	1	0	115	0
CAPEX	-573	-583	-975	-700	-595
단기금융자산의감소(증가)	-66	-129	95	-303	199
재무활동으로인한현금흐름	-212	-164	-110	-279	138
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	-43	1	-2	1
현금의 증가	-773	1,216	-974	607	-444
기초현금	909	135	1,351	377	984
기말현금	135	1,351	377	984	540

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
Per Share (원)					
EPS	885	1,993	2,957	1,822	-275
BPS	11,880	13,845	16,657	18,283	17,854
DPS	0	200	300	200	0
Multiples (배)					
PER	40.5	22.2	14.3	13.6	na
PBR	3.0	3.2	2.5	1.4	1.9
EV/EBITDA	23.0	11.2	9.9	7.6	58.1
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-57.9%	125.1%	48.4%	-38.4%	적전
EBITDA(발표기준) 증가율	-39.2%	136.8%	12.8%	-31.6%	-80.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.2%	15.9%	19.8%	10.7%	-1.6%
ROE(지배순이익 기준)	9.2%	15.9%	19.8%	10.7%	-1.6%
ROIC	8.5%	21.6%	30.6%	13.7%	-2.8%
WACC	9.2%	9.3%	9.3%	9.3%	9.2%
안전성(%)					
부채비율	58.7%	65.9%	45.8%	29.0%	25.2%
순차입금비율	-4.0%	-26.2%	-9.2%	-19.2%	-11.1%
이자보상배율	250.4	2,574.6	2,196.7	119.0	-37.4

케이씨텍(281820.KS)

Not Rated

CMP 공정의 중요성이 부각되고 있다

현재주가(8/20) 40,550원
 목표주가(12M) N/R

분석의 기본 가정

- 2025년 초임계 세정 장비 출하 본격화
- 디램, 낸드 테크 마이그레이션으로 인한 공정 스텝수 증가

• 기업 소개: 반도체/디스플레이용 CMP 장비, 소재 제조 업체

케이씨텍은 반도체 및 디스플레이에 적용되는 CMP(Chemical Mechanical Polishing) 장비와 슬러리를 제조하는 업체임. CMP는 화학과 기계적인 방법으로 반도체 등을 평탄화 시키는 기술임. 2024년은 디스플레이 투자 감소로 반도체 매출 비중이 75~80%를 차지할 전망.

• CMP의 발전 방향성은 기술 트렌드에 부합

CMP는 반도체 노드가 작아질수록, 적층 수가 높아질수록 공정 수가 늘어남. 또한 전공정 뿐만 아니라 후공정에서도 CMP의 역할이 중요해지고 있음. HBM 스테킹을 위해 후면을 갈아주는 공정도 CMP에 해당되며 TSV 및 솔더번프의 모양을 형성하는 것도 CMP의 역할이 큼. 테크 마이그레이션에 따른 동사의 수혜가 예상됨.

• 고부가가치 신규 장비 출시 준비중

케이씨텍은 국내 메모리 반도체 업체향으로 고부가가치 장비인 초임계 세정장비를 준비하고 있음. 기존 장비 대비 3~4배 비싸다고 파악됨. 초임계 세정장비는 10nm급 반도체에 사용되는 세정 장비임. 일본의 TEL의 점유율이 가장 높을 것으로 추정됨. 한 대에 100억원 이상인 고부가가치 장비인 만큼 상용화되면 매출 기여도 높을 전망.

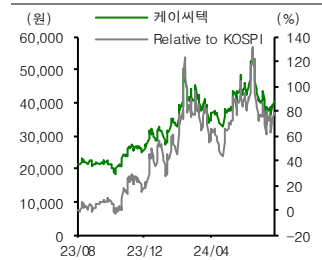
Key Data (기준일: 2024. 8. 20)

KOSPI(pt)	2696.63
KOSDAQ(pt)	787.44
액면가(원)	500
시가총액(억원)	8,459
발행주식수(천주)	20,862
평균거래량(3M, 주)	244,246
평균거래대금(3M, 백만원)	10,764
52주 최고/최저	56,500 / 18,650
52주 일간Beta	1.5
배당수익률(24F, %)	0.5
외국인지분율(%)	12.6
주요주주 지분율(%)	
고석태 외 6인	49.8 %
국민연금공단	7.5 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.9	13.9	20.1	91.3
KOSPI대비 상대수익률-2.5	15.8	18.4	77.6	

Company vs KOSPI composite



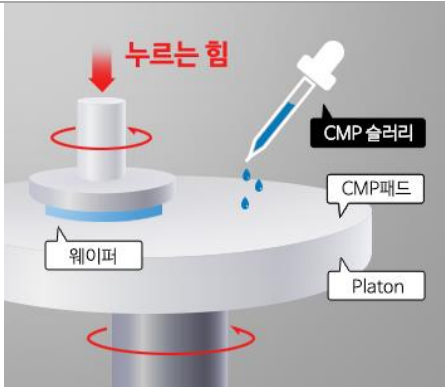
결산기(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액(십억원)	265	320	345	378	287
영업이익(십억원)	49	56	52	60	33
세전손익(십억원)	50	54	54	70	43
지배순이익(십억원)	37	43	42	55	32
EPS(원)	1,858	2,133	2,011	2,655	1,520
증감율(%)	-32.2	14.8	-5.7	32.0	-42.8
ROE(%)	13.5	13.4	11.4	13.7	7.2
PER(배)	12.6	14.4	12.0	5.6	17.6
PBR(배)	1.6	1.8	1.3	0.7	1.2
EV/EBITDA(배)	5.8	6.7	4.9	1.4	7.3

기업 소개: 반도체/디스플레이용 CMP 장비, 소재 제조 업체

CMP는 표면 평탄화 및
불필요한 막을 제거할
때 사용됨

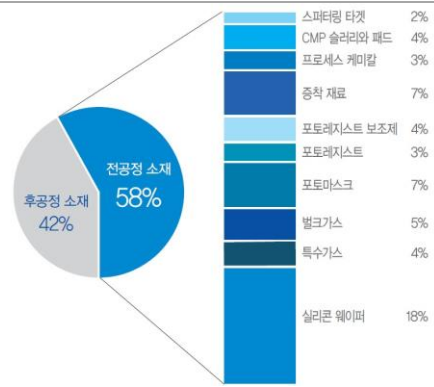
케이씨텍은 반도체 및 디스플레이에 적용되는 CMP(Chemical Mechanical Polishing) 장비와 슬러리(밀도 높은 액체와 고체의 혼합물)를 제조하는 업체다. CMP는 화학과 기계적인 방법으로 반도체 등을 평탄화 시키는 기술이다. 반도체 표면에 화학적으로 반응하는 슬러리를 도포하고 표면이 거친 CMP 패드로 평탄화를 진행한다. 반도체 공정 미세화가 진행되면서 단순 표면 평탄화뿐만 아니라 배선 형성 공정에서 옥사이드, 메탈 등 제거 공정으로 적용처가 확장됐다. 향후 반도체 노드가 미세화 될수록 CMP 공정의 중요성은 부각될 전망이다.

도표 1. CMP 공정 원리



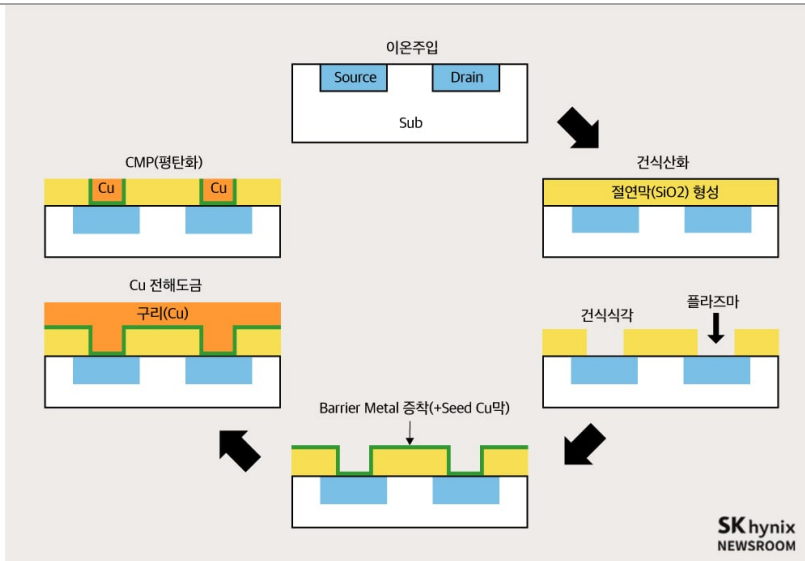
자료 : SKC, 신영증권 리서치센터

도표 2. 반도체 소재 사용량 비중



자료 : 한국수출입은행, 신영증권 리서치센터

도표 3. 다마신 공정에서 구리를 제거할 때 CMP를 적용



자료 : SK하이닉스, 신영증권 리서치센터

CMP의 발전 방향성은 기술 트렌드에 부합

기술 발전에 따라
CMP의 중요성이
부각되고 있음

당사는 반도체 공정이 미세화 되고 고단화 될수록 CMP의 역할이 중요해질 것으로 전망한다. 시스템 반도체의 경우 금속 배선이 메모리 반도체 대비 높아서 금속 배선 형성을 위해 CMP 공정 수가 증가하고 있다. 특히 FinFET에서 GAAFET으로 갈 경우 게이트가 채널을 둘러 싸는 형태를 구현하기 위해 CMP로 불필요한 산화막 등을 제거해줘야 한다. 디램은 후공정에서 CMP의 중요성이 부각되고 있다. HBM 스테킹을 위해 후면을 갈아주는 공정도 CMP에 해당되며 TSV 및 솔더범프의 모양을 형성하는 것도 CMP의 역할이 크다. 낸드도 단수가 높아지면서 CMP의 스텝 수가 증가하고 있는 추세다. CMP 패드 1위 업체인 DOW Chemical(현 DUPONT)에 따르면 48~64단의 낸드에 17~32번의 CMP 공정이 적용된다. 현재 주요 메모리 3사는 300단 이상의 낸드를 생산하고 있으며 약 50~60번의 CMP 공정이 필요할 것으로 예상된다. 당사는 반도체 테크 마이그레이션에 따른 동사의 수혜를 전망한다.

도표 4. 테크별 CMP 공정 적용 수

Memory						
Number of CMP Process	16					Cu (X)
	15					W via (X)
	14					W
	13					W (X)
	12		ILD	ILD		Cu (X)
	11		Cu	W via (X)		W via (X)
	10		W via (X)	TiN		W
	9	Cu	TiN	ILD4		W (X)
	8	W via (X)	ILD4	ILD3	Cu	SoP (X)
	7	W	ILD3	W (X)	W (X)	Poly (X)
Number of CMP Process	6	ILD3	W (X)	ILD2	ILD	SoN (X)
	5	Ox Buff (X)	ILD2	HM Buff (X)	W	HM Buff (X)
	4	ILD2	Poly	Poly	ILD	ILD2
	3	Poly	ILD1	ILD1	Poly	ILD1
	2	ILD1	Ox Buff	Ox Buff	Ox Buff (X)	Ox Buff (X)
	1	STI	STI	STI	STI	STI
# CMP Layer	10	14	17	10	14-26	17-32
Node Technology	3Xnm	2Xnm DRAM	1Xnm	2X - 1Xnm Planar	3D 32-36L NAND	3D 48-64L

Advanced logic						
Number of CMP Process	19					10-11 Cu
	18					Co IM (3)
	17					HM (4-12)
	16					W Plugs
	15					Co IM (0-2)
	14					W-TS
	13					Co-TS
	12					HM
	11					SAC2
	10					SAC1
Number of CMP Process	9					Co Gate
	8					HM
	7					POP
	6					ILD0
	5					Gate Poly
	4					III-V
	3					SiGe
	2					HM
	1					STI2
						STI1
# CMP Layer	10	12	14	15	18-25	24-30
Technology Node	65nm Planar	45nm	28nm HKMG	20nm	16/14/10nm FinFETs	7nm GAA

자료 : DOW Chemical, 신영증권 리서치센터

고부가가치 신규 장비 출시 준비 중

고부가가치 신규 장비
모멘텀 기대

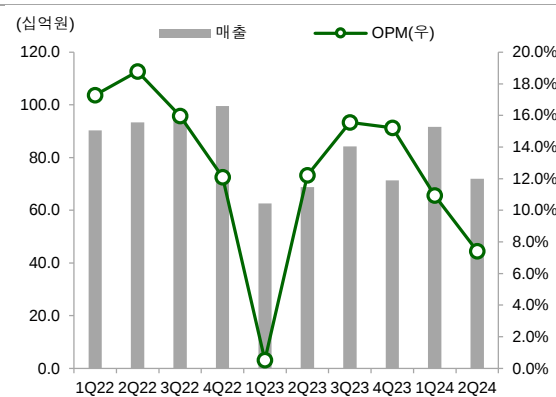
케이씨텍은 국내 메모리 반도체 업체향으로 고부가가치 장비인 초임계 세정 장비를 준비하고 있다. 초임계 세정장비는 일종의 건식 세정장비다. 반도체 선폭이 미세화 됨에 따라 액체가 표면장력으로 인해 침투하기가 힘들어졌다. 반도체 장비 업체들은 액체와 기체의 성질을 동시에 보유하고 있는 초임계 세정장비를 개발해 선폭 미세화에 대응하고 있다. 현재 초임계 장비를 과독점하고 있는 업체는 TEL이 있으며, 삼성전자 자회사인 SEMES도 개발 역력이 있다. 초임계 세정장비는 대당 120~130억원으로 기존 케이씨텍의 장비 대비 3~4배인 것으로 추측된다. 당사는 초임계 세정장비의 개발이 내년부터 가시화될 것으로 예상하는 바 ASP 믹스에 따른 매출 성장을 전망한다.

도표 5. 케이씨텍 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2021	2022	2023
매출액	90.4	93.3	95.0	99.5	62.5	68.8	84.2	71.4	91.6	72.0	344.5	378.2	286.9
QoQ%	-20.3%	3.2%	1.8%	4.7%	-37.2%	10.0%	22.4%	-15.3%	28.4%	-21.4%			
YoY%	8.0%	22.7%	33.2%	-12.3%	-30.8%	-26.3%	-11.4%	-28.3%	46.5%	4.6%	7.7%	9.8%	-24.1%
영업이익	15.6	17.5	15.2	12.0	0.3	8.4	13.1	10.9	10.0	5.3	52.1	60.3	32.7
OPM%	17.3%	18.8%	16.0%	12.1%	0.5%	12.2%	15.6%	15.2%	10.9%	7.4%	15.1%	16.0%	11.4%
QoQ%	-27.4%	12.2%	-13.5%	-20.7%	-97.3%	2492.7%	55.9%	-17.1%	-7.8%	-46.8%			
YoY%	61.3%	89.1%	30.5%	-44.1%	-97.9%	-52.0%	-13.6%	-9.7%	2988.2%	-36.6%	-7.2%	15.8%	-45.8%
순이익	13.8	16.0	18.2	7.3	3.1	9.8	12.3	6.4	11.7	7.4	41.9	55.4	31.7
NIM%	15.3%	17.2%	19.2%	7.4%	5.0%	14.3%	14.6%	9.0%	12.8%	10.3%	12.2%	14.6%	11.0%
QoQ%	-7.9%	16.2%	13.8%	-59.9%	-57.2%	213.1%	25.8%	-47.9%	82.4%	-36.5%			
YoY%	47.5%	136.2%	68.4%	-51.1%	-77.3%	-38.8%	-32.4%	-12.2%	274.6%	-24.1%	-1.5%	32.0%	-42.8%

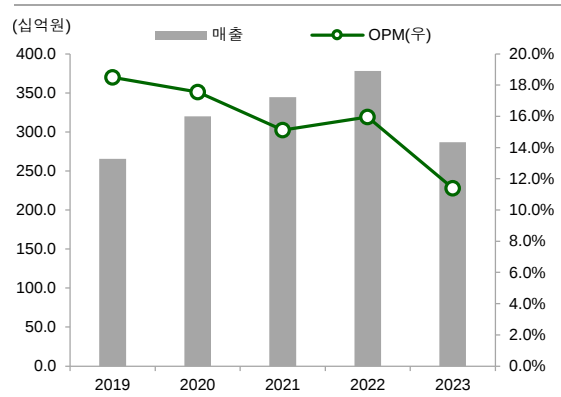
자료 : 케이씨텍, 신영증권 리서치센터

도표 6. 분기별 매출 및 영업이익률 추이



자료 : 케이씨텍, 신영증권 리서치센터

도표 7. 연도별 매출 및 영업이익률 추이



자료 : 케이씨텍, 신영증권 리서치센터

케이씨텍(281820.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	2,653	3,199	3,445	3,782	2,869
증가율(%)	-25.7	20.6	7.7	9.8	-24.1
매출원가	1,779	2,175	2,379	2,471	1,885
원가율(%)	67.1	68.0	69.1	65.3	65.7
매출총이익	874	1,024	1,067	1,311	984
매출총이익률(%)	32.9	32.0	31.0	34.7	34.3
판매비와 관리비 등	383	462	546	708	657
판매비율(%)	14.4	14.4	15.8	18.7	22.9
영업이익	491	561	521	603	327
증가율(%)	-26.7	14.3	-7.1	15.7	-45.8
영업이익률(%)	18.5	17.5	15.1	15.9	11.4
EBITDA	606	689	666	757	479
EBITDA마진(%)	22.8	21.5	19.3	20.0	16.7
순금융손익	19	12	25	36	91
이자손익	19	12	15	36	91
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-12	-38	-9	65	11
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	497	536	537	705	429
계속사업손익법인세비용	129	110	117	151	112
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	369	426	419	554	317
증가율(%)	-32.2	15.4	-1.6	32.2	-42.8
순이익률(%)	13.9	13.3	12.2	14.6	11.0
지배주주지분 당기순이익	369	426	419	554	317
증가율(%)	-32.2	15.4	-1.6	32.2	-42.8
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	369	426	419	554	317

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	2,312	2,977	3,217	3,526	3,727
현금및현금성자산	474	232	456	161	542
매출채권 및 기타채권	589	198	467	448	279
재고자산	355	497	549	581	835
비유동자산	1,063	1,096	1,313	1,307	1,273
유형자산	872	856	983	963	974
무형자산	50	86	58	64	63
투자자산	73	67	185	193	159
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,376	4,073	4,530	4,833	5,000
유동부채	471	565	640	523	421
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	289	319	333	271	221
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	20	30	38	50	52
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	491	595	679	573	473
지배주주지분	2,885	3,478	3,852	4,260	4,526
자본금	99	104	104	104	104
자본잉여금	1,840	2,042	2,042	2,042	2,042
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	947	1,333	1,707	2,215	2,481
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,885	3,478	3,852	4,260	4,526
총차입금	16	12	24	44	43
순차입금	-1,095	-1,803	-1,763	-2,033	-2,107

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동으로인한현금흐름	404	722	411	555	266
당기순이익	369	426	419	554	317
현금유출이없는비용및수익	247	359	371	336	235
유형자산감가상각비	106	119	135	145	143
무형자산상각비	10	9	10	8	9
영업활동관련자산부채변동	-118	28	-263	-212	-226
매출채권의감소(증가)	334	394	-250	30	192
재고자산의감소(증가)	-66	-142	-52	-32	-254
매입채무의증가(감소)	51	8	13	-73	-8
투자활동으로인한현금흐름	37	-1,111	-133	-680	181
투자자산의 감소(증가)	-13	6	-117	-8	34
유형자산의 감소	2	1	0	77	0
CAPEX	-133	-118	-234	-139	-129
단기금융자산의감소(증가)	197	-945	251	-586	308
재무활동으로인한현금흐름	-61	159	-56	-161	-72
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	207	0	0	0
기타현금흐름	-4	-11	2	-10	7
현금의 증가	376	-242	224	-296	382
기초현금	98	474	232	456	161
기말현금	474	232	456	161	542

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
Per Share (원)					
EPS	1,858	2,133	2,011	2,655	1,520
BPS	14,546	16,677	18,468	20,903	22,179
DPS	200	220	220	250	180
Multiples (배)					
PER	12.6	14.4	12.0	5.6	17.6
PBR	1.6	1.8	1.3	0.7	1.2
EV/EBITDA	5.8	6.7	4.9	1.4	7.3
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-32.2%	14.8%	-5.7%	32.0%	-42.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	-21.7%	13.7%	-3.3%	13.7%	-36.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	13.5%	13.4%	11.4%	13.7%	7.2%
ROE(지배순이익 기준)	13.5%	13.4%	11.4%	13.7%	7.2%
ROIC	22.2%	24.8%	21.3%	23.1%	11.2%
WACC	10.2%	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%
안전성(%)					
부채비율	17.0%	17.1%	17.6%	13.5%	10.5%
순차입금비율	-38.0%	-51.8%	-45.8%	-47.7%	-46.6%
이자보상배율	1,333.2	2,145.5	981.2	449.7	159.0

에스티아이(039440.KQ)

Not Rated

본업+신규 장비 모멘텀 기대

현재주가(8/20) 26,800원
목표주가(12M) N/R

분석의 기본 가정

- 주요 고객사들의 디램 캐파 증설

기업 소개: 반도체 인프라 업체

에스티아이는 CCSS(화학 약품 중앙 공급 장치), 세정과 리플로우 장비를 제조하는 업체임. CCSS 매출 비중은 약 90%를 차지. 국내 메모리 업체들의 CAPEX 감소 및 인프라 투자 중단으로 인해 2023년은 저조한 실적 기록함. 2024년 하반기부터 반도체 업체들의 인프라 투자가 재개에 따른 실적 개선 및 신규 장비 출시 본격화가 전망됨.

인프라 투자 재개에 따른 실적 개선 전망

2025년 디램 캐파 증설 사이클이 도래함에 따라 올해 하반기부터 CCSS 실적 개선이 본격화될 전망. 2025년은 삼성전자의 P3, P4, 하이닉스의 M15X 팹 증설이 예정되어 있음. 국내 CCSS 점유율을 50% 차지하고 있는 동사의 수혜가 예상됨. 인프라 투자 리드타임이 4~5개월이라는 점 감안 시 올해 하반기부터 매출 상승 보여줄 전망.

신규 장비인 리플로우 모멘텀도 남아있다

올해 4분기부터 신규 장비인 리플로우 장비 추가 수주가 들어올 것으로 예상됨. 에스티아이는 올해 HBM 업체로 리플로우를 납품했음. 고객사의 선제적 투자로 인해 추가 수주는 없는 상황이나 2025년 하반기 HBM 캐파 증설 고려 시 올해 4분기부터 추가 수주를 받을 가능성이 높다는 판단. 본업 호황과 더불어 신규 수주 모멘텀에 주목할 필요가 있다고 전망됨.

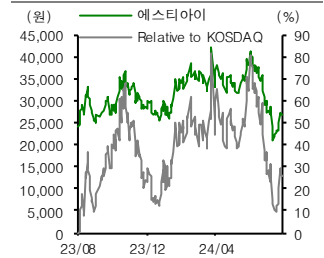
Key Data (기준일: 2024. 8. 20)

KOSPI(pt)	2696.63
KOSDAQ(pt)	787.44
액면가(원)	500
시가총액(억원)	4,242
발행주식수(천주)	15,830
평균거래량(3M, 주)	454,230
평균거래대금(3M, 백만원)	15,106
52주 최고/최저	42,000 / 21,100
52주 일간Beta	1.3
배당수익률(24F, %)	0.8
외국인지분율(%)	3.9
주요주주 지분율(%)	
성도이엔지 외 3인	27.1 %
국민연금공단	6.1 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.8	-25.2	-21.2	-5.3
KOSDAQ대비 상대수익률	-8.3	-19.6	-13.3	5.5

Company vs KOSDAQ composite



결산기(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액(십억원)	319	269	320	422	319
영업이익(십억원)	27	15	26	35	24
세전손익(십억원)	28	10	30	37	28
지배순이익(십억원)	23	11	23	30	24
EPS(원)	1,466	689	1,466	1,885	1,521
증감율(%)	14.3	-53.0	112.6	28.7	-19.3
ROE(%)	14.6	6.4	12.6	14.4	10.5
PER(배)	14.0	26.3	14.5	6.3	19.4
PBR(배)	1.8	1.6	1.6	0.8	1.8
EV/EBITDA(배)	9.8	12.9	10.9	4.0	15.5

기업 소개: 반도체 인프라 업체

고객사 인프라 투자
재개

에스티아이는 CCSS(화학 약품 중앙 공급 장치), 세정과 리플로우 장비를 제조하는 업체다. 2023년 전체 매출의 87%를 차지하는 CCSS는 반도체 및 디스플레이 제조 공정에 사용되는 화학 물질을 운송, 보관하는 장치다. 국내 메모리 업체들의 CAPEX 감소 및 인프라 투자 중단으로 인해 2023년은 저조한 실적을 기록했다. 반면 2024년 하반기부터 주요 고객사들의 인프라 투자가 재개될 것으로 예상되는 바 실적 개선이 전망된다.

도표 1. 에스티아이 제품 개요



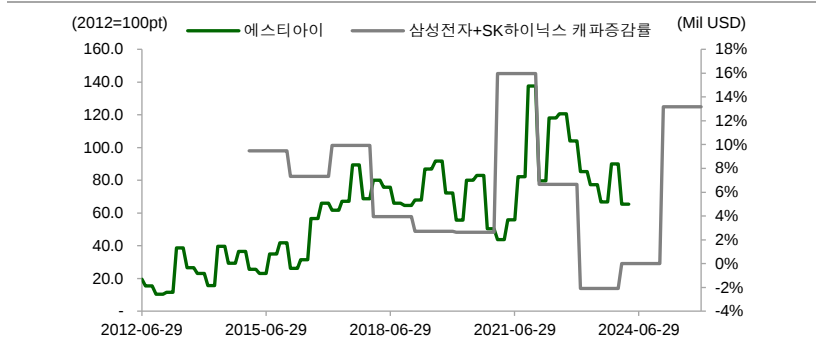
자료 : 에스티아이, 신영증권 리서치센터

인프라 투자 재개에 따른 실적 개선 전망

고객사 캐파 증설에 따른
실적 개선 기대

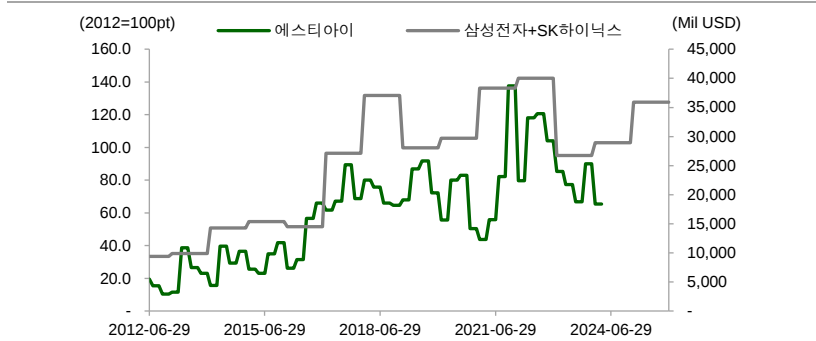
2025년 디램 캐파 증설 사이클이 도래함에 따라 올해 하반기부터 CCSS 실적 개선이 본격화될 전망이다. 2025년은 삼성전자의 P3, P4, SK하이닉스의 M15X 팹 증설이 예정되어 있다. 삼성전자와 SK하이닉스의 캐파 증설 규모는 각각 170K/M, 90K/M일 것으로 전망된다. 에스티아이의 CCSS 점유율은 약 45~50%로 국내 업체들 중에서 가장 높은 점유율을 차지하고 있어 고객사 증설에 따른 수혜 강도가 가장 클 것으로 전망된다. 통상적으로 인프라 투자는 반도체 팹 가동 12개월 전에 진행된다. 에스티아이의 CCSS 리드타임이 3~5개월이란 점을 감안 시 올해 하반기부터 매출 상승이 본격화될 전망이다.

도표 2. 에스티아이 매출 상대강도 및 주요 고객사 캐파 증감률 추이



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

도표 3. 에스티아이 매출 상대강도 및 주요 고객사 CAPEX 추이



자료 : OMDIA, 신영증권 리서치센터

신규 장비인 리플로우 모멘텀도 남아있다

고부가가치 제품인
리플로우 매출 증가
기대

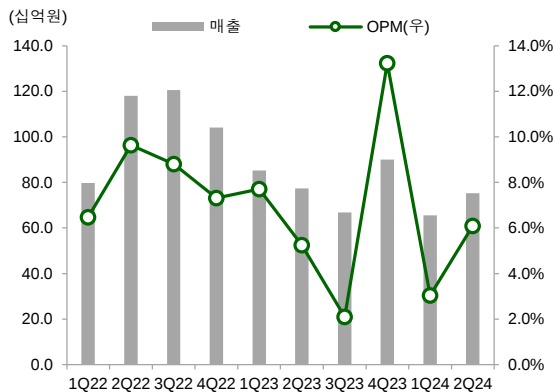
올해 4분기부터 신규 장비인 리플로우 장비 추가 수주가 들어올 것으로 예상된다. 에스티아이에는 올해 HBM 업체로 리플로우 장비를 납품했다. 고객사의 선제적 투자로 인해 추가 수주는 없는 상황이나 2025년 하반기 HBM 캐파 증설 고려 시 올해 4분기부터 추가 수주를 받을 가능성이 높다는 판단이다. 리플로우 장비의 수익성은 CCSS대비 약 3.5~4배 높은 것으로 파악된다. 올해 리플로우가 전사 매출에서 차지하는 비중은 약 6.5%일 전망이나 영업이익 비중은 19.4%에 달할 전망이다. 당사는 에스티아이의 본업 호황과 더불어 신규 장비 수주 모멘텀에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

도표 4. 에스티아이 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2021	2022	2023
매출액	79.7	118.1	120.6	104.0	85.3	77.4	66.8	90.0	65.5	75.3	319.5	422.4	319.5
QoQ%	-42.1%	48.1%	2.2%	-13.7%	-18.0%	-9.3%	-13.6%	34.6%	-27.2%	14.9%			
YoY%	82.3%	111.1%	46.8%	-24.4%	7.0%	-34.5%	-44.6%	-13.5%	-23.2%	-2.7%	18.7%	32.2%	-24.4%
영업이익	5.2	11.4	10.6	7.6	6.6	4.1	1.4	11.9	2.0	4.6	25.6	34.8	23.9
OPM%	6.5%	9.6%	8.8%	7.3%	7.7%	5.3%	2.1%	13.2%	3.0%	6.1%	8.0%	8.2%	7.5%
QoQ%	-63.1%	120.5%	-6.6%	-28.4%	-13.6%	-38.2%	-65.5%	748.6%	-83.3%	130.8%			
YoY%	349.7%	381.1%	31.5%	-45.6%	27.4%	-64.3%	-86.8%	56.6%	-69.8%	12.8%	65.9%	36.0%	-31.1%
순이익	5.1	14.0	13.9	-3.1	8.8	3.6	1.9	9.7	4.0	4.8	23.2	29.8	24.1
NIM%	6.4%	11.8%	11.5%	-3.0%	10.4%	4.7%	2.9%	10.8%	6.2%	6.3%	7.3%	7.1%	7.5%
QoQ%	-47.4%	176.1%	-0.7%	적전	흑전	-58.9%	-47.3%	407.0%	-58.3%	17.9%			
YoY%	72.0%	576.3%	62.3%	적전	74.4%	-74.0%	-86.2%	흑전	-54.2%	31.3%	112.6%	28.7%	-19.3%

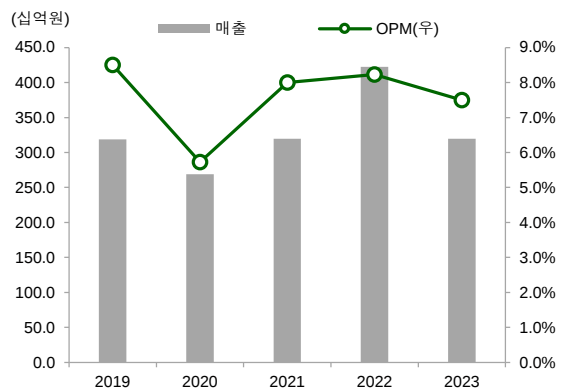
자료 : 에스티아이, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기별 매출 및 영업이익률 추이



자료 : 에스티아이, 신영증권 리서치센터

도표 6. 연도별 매출 및 영업이익률 추이



자료 : 에스티아이, 신영증권 리서치센터

에스티아이(039440.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	3,189	2,691	3,195	4,224	3,195
증가율(%)	11.3	-15.6	18.7	32.2	-24.4
매출원가	2,575	2,227	2,602	3,448	2,544
원가율(%)	80.7	82.8	81.4	81.6	79.6
매출총이익	614	464	593	776	650
매출총이익률(%)	19.3	17.2	18.6	18.4	20.3
판매비와 관리비 등	343	309	338	429	411
판매비율(%)	10.8	11.5	10.6	10.2	12.9
영업이익	271	154	256	348	239
증가율(%)	22.6	-43.2	66.2	35.9	-31.3
영업이익률(%)	8.5	5.7	8.0	8.2	7.5
EBITDA	310	200	302	394	280
EBITDA마진(%)	9.7	7.4	9.5	9.3	8.8
순금융손익	-6	-15	2	-6	25
이자손익	-5	-3	-2	-6	3
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	19	-35	45	24	18
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	285	104	302	365	283
계속사업손익법인세비용	55	-4	70	67	42
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	230	107	232	298	241
증가율(%)	16.2	-53.5	116.8	28.4	-19.1
순이익률(%)	7.2	4.0	7.3	7.1	7.5
지배주주지분 당기순이익	232	109	232	298	241
증가율(%)	19.0	-53.0	112.8	28.4	-19.1
기타포괄이익	-14	-4	17	4	-6
총포괄이익	216	104	249	303	235

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	1,718	1,323	2,336	2,255	2,170
현금및현금성자산	214	297	298	186	202
매출채권 및 기타채권	875	336	1,104	986	407
재고자산	65	83	125	207	229
비유동자산	939	1,113	1,032	1,033	992
유형자산	850	884	857	830	827
무형자산	39	31	25	21	28
투자자산	4	1	1	39	25
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,657	2,436	3,368	3,289	3,162
유동부채	932	672	1,396	1,089	779
단기차입금	128	169	346	11	0
매입채무및기타채무	393	197	681	521	407
유동성장기부채	7	5	5	4	6
비유동부채	46	38	21	7	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	978	711	1,417	1,096	785
지배주주지분	1,670	1,731	1,952	2,193	2,377
자본금	79	79	79	79	79
자본잉여금	768	768	762	762	762
기타포괄이익누계액	0	0	10	8	7
이익잉여금	919	987	1,203	1,477	1,676
비지배주주지분	9	-5	0	0	0
자본총계	1,678	1,725	1,952	2,193	2,377
총차입금	150	187	363	22	12
순차입금	-222	-272	-81	-306	-333

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동으로인한현금흐름	760	278	-597	715	292
당기순이익	230	107	232	298	241
현금유출이없는비용및수익	127	108	118	183	89
유형자산감가상각비	24	38	40	40	38
무형자산상각비	15	8	6	6	2
영업활동관련자산부채변동	448	103	-949	320	43
매출채권의감소(증가)	205	430	-1,358	385	369
재고자산의감소(증가)	62	-18	-42	-82	-23
매입채무의증가(감소)	-1	-202	477	-145	-114
투자활동으로인한현금흐름	-774	-164	447	-410	-206
투자자산의 감소(증가)	0	2	0	-38	13
유형자산의 감소	29	6	0	0	0
CAPEX	-435	-69	-8	-13	-31
단기금융자산의감소(증가)	-8	-11	17	8	25
재무활동으로인한현금흐름	-398	-26	150	-403	-69
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-4	2	-15	-2
현금의 증가	-413	83	1	-112	16
기초현금	627	214	297	298	186
기말현금	214	297	298	186	202

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
Per Share (원)					
EPS	1,466	689	1,466	1,885	1,521
BPS	11,187	11,612	13,006	14,727	15,978
DPS	250	150	200	250	200
Multiples (배)					
PER	14.0	26.3	14.5	6.3	19.4
PBR	1.8	1.6	1.6	0.8	1.8
EV/EBITDA	9.8	12.9	10.9	4.0	15.5
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	14.3%	-53.0%	112.6%	28.7%	-19.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	23.0%	-35.5%	51.0%	30.5%	-28.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	14.3%	6.3%	12.6%	14.4%	10.5%
ROE(지배순이익 기준)	14.6%	6.4%	12.6%	14.4%	10.5%
ROIC	16.7%	12.3%	12.9%	16.3%	12.7%
WACC	11.7%	11.4%	10.9%	12.2%	12.0%
안전성(%)					
부채비율	58.3%	41.2%	72.6%	50.0%	33.0%
순차입금비율	-13.2%	-15.8%	-4.1%	-14.0%	-14.0%
이자보상배율	24.5	31.5	72.7	44.7	240.4

ASML (ASML.NL)

2025년 성장 기대감 유효

Not Rated

현재주가(8/19) 829.40EUR
 목표주가(12M) N/R

분석의 기본 가정

- 공정 미세화 및 반도체 고집적화에 따른 EUV 장비 수요 지속
- High-NA EUV 노광 장비 리드타임 약 12개월 가정

• 2Q24 Review: 3분기는 쉬어가지만...

ASML의 2Q24 매출액과 EPS는 각각 62.4억유로(+18.0% qoq, -9.6% yoy), 4.01유로(+28.9% qoq, -18.7% yoy)를 기록하였다. 지역별로는 중국이 49%를 기록하며 여전히 높은 비중을 차지하였고, 한국이 28%, 대만이 11%로 그 뒤를 이었다. 응용처별로는 로직 54%, 메모리 46%를 기록하며 전분기(로직 63%, 메모리 37%) 대비 메모리의 비중이 증가하였다. 2Q24 실적은 시장 기대치를 상회하였으나, 3Q24 매출액과 GPM 가이드언스를 각각 67억~73억유로, 50~51%로 제시하면서 컨센서스(매출액 74억유로, GPM 51.1%)를 하회하였다.

• 신규 장비 성장성에 주목

ASML의 주요 고객사들이 High-NA EUV 장비를 주문을 완료하였으며 제품당 단가는 3.5억유로 이상으로 책정될 전망이다. 또한 High-NA EUV는 기존 장비 대비 트랜지스터 밀도를 3배 증가시킬 수 있으며, 2025년에 파운드리, 2025~26년에 디램 공정에 도입될 것으로 전망된다. 최근 미국의 대중 수출 규제에 따른 정치적 불확실성이 투자 심리를 위축시킬 가능성이 제기되었다. 다만 동사의 연간 실적 가이드언스는 유지되었다는 점과 2025년부터 점차 낮아질 중국 비중을 감안할 시 펀더멘탈의 변화는 없다는 판단이다.

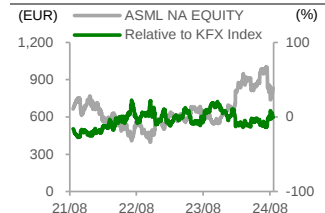
Key Data (기준일: 2024. 8. 19)

현재주가(EUR)	829.40
시가총액(bil EUR)	331
시가총액(억원)	4,895,539
Shares	400 (백만주)
52주 최고/최저(EUR)	1,021.80 / 534.40
평균거래대금(90일, EUR)	0.5 (십억달러)
MKT PER(24F, 배)	45.3
배당수익률(24F, %)	0.8
국가	NE
상장거래소	EN Amsterdam
산업	Semiconductors
주요주주(%)	
1. 크레디 아그리	7.9
2. 블랙록	7.8
3. CAPITAL GROUP COMPANIES	7.0

Company Performance

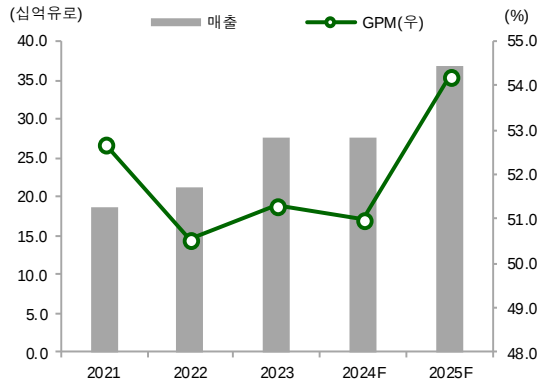
주가수익률(%)	1M	6M	12M
절대수익률	0.0	-3.5	38.6
KFX대비상대수익률	-1.4	-7.9	7.5

Company vs KFX composite



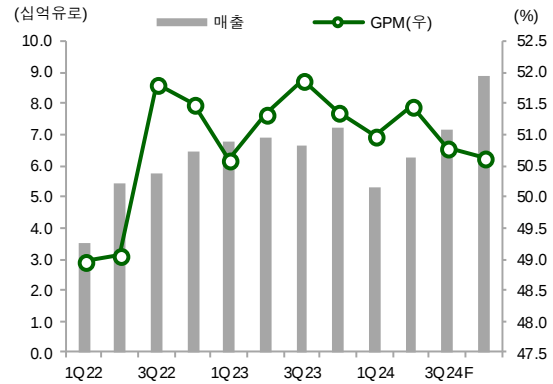
결산기(12월)	2023A	2024A	2025F	2Q23A	2Q24A
매출액(bil EUR)	21.2	27.6	27.6	6.9	6.2
영업이익(bil EUR)	6.5	9.0	8.6	2.3	1.8
영업이익률(%)	30.7	32.8	31.2	32.8	29.4
순이익(bil EUR)	5.6	7.8	7.4	1.9	1.6
EPS(EUR)	14.1	19.9	18.7	4.9	4.0
ROE	59.7	70.7	48.8	81.4	53.6
PER	35.6	34.2	44.4	35.4	56.3
PBR	22.6	19.9	20.5	25.2	26.2

도표 1. 연도별 매출액/매출총이익률 추이 및 전망



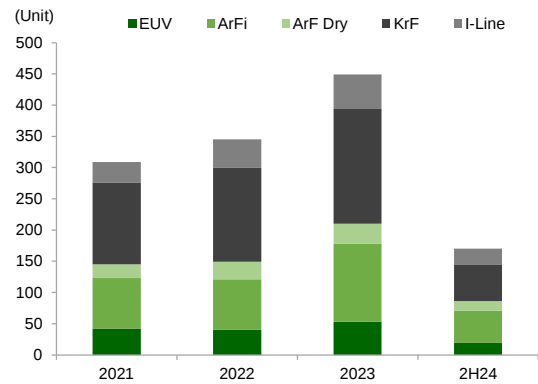
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기별 매출액/매출총이익률 추이 및 전망



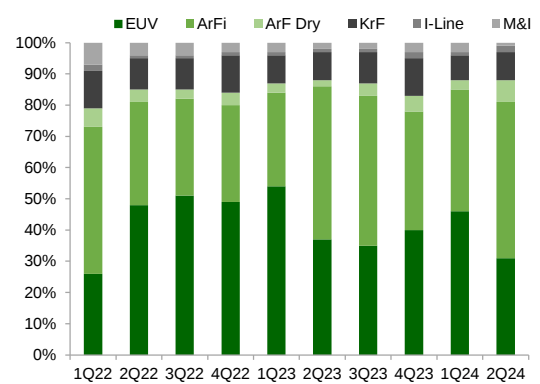
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 연도별 장비 판매 대수 추이



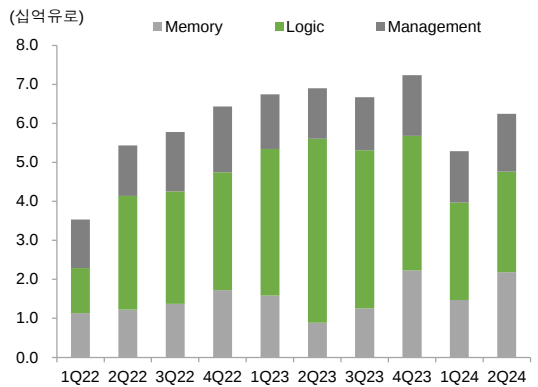
자료: ASML, 신영증권 리서치센터

도표 4. 분기별 장비 판매 비중 추이



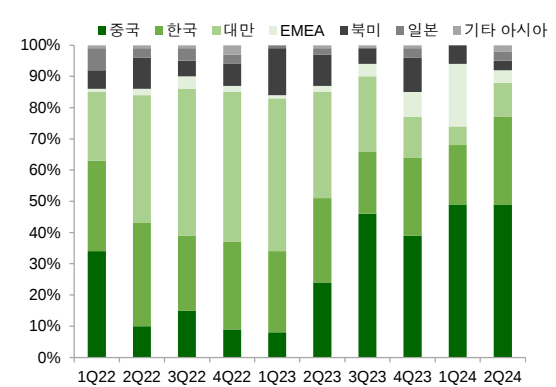
자료: ASML, 신영증권 리서치센터

도표 5. 응용처별 매출액 추이



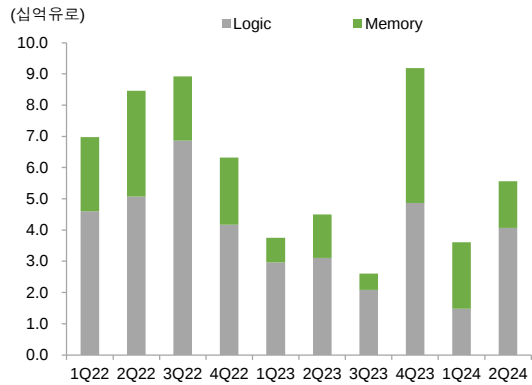
자료: ASML, 신영증권 리서치센터

도표 6. 지역별 매출 비중 추이



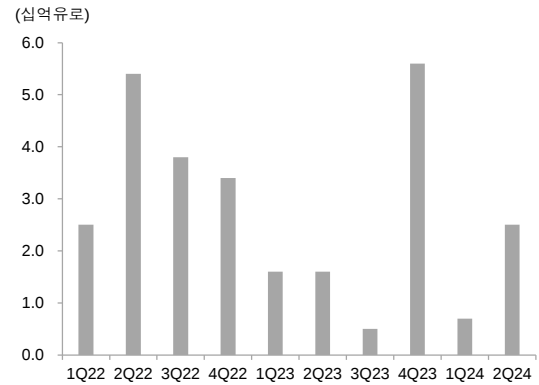
자료: ASML, 신영증권 리서치센터

도표 7. Net Bookings 추이



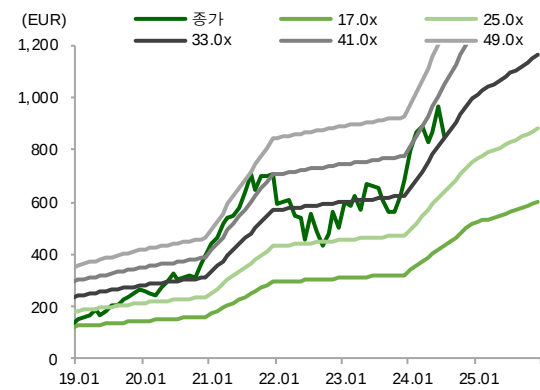
자료 : ASML, 신영증권 리서치센터

도표 8. EUV Bookings 추이



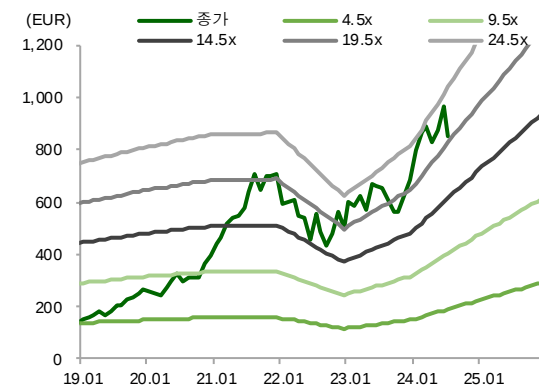
자료 : ASML, 신영증권 리서치센터

도표 9. ASML 12개월 선행 PER BAND



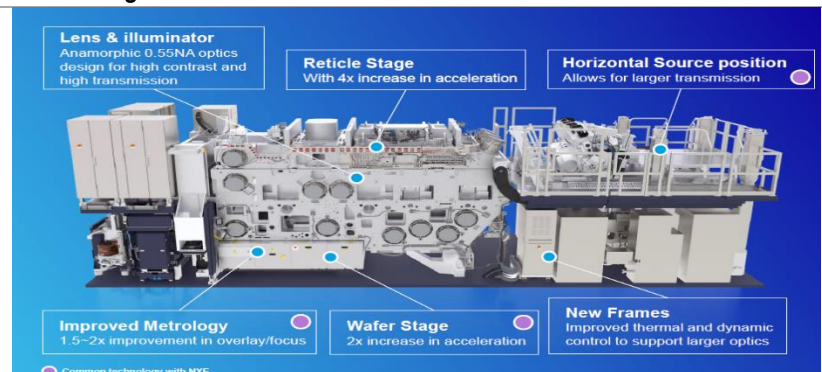
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. ASML 12개월 선행 PBR BAND



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. High-NA EUV EXE:5000



자료 : ASML, 신영증권 리서치센터

도표 12. ASML 실적 요약

(단위: 십억유로, %)

	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	6.7	6.9	6.7	7.2	5.3	6.2	7.1	8.9	27.6	27.6	36.8
매출총이익	3.4	3.5	3.5	3.7	2.7	3.2	3.6	4.5	14.1	14.1	19.9
GPM	50.6%	51.3%	51.9%	51.4%	51.0%	51.5%	51.0%	50.6%	51.3%	51.0%	54.2%
영업이익	2.2	2.3	2.2	2.4	1.4	1.8	2.2	3.1	9.0	8.6	13.8
OPM	32.7%	32.8%	32.7%	33.1%	26.3%	29.4%	31.4%	34.5%	32.8%	31.2%	37.6%
세전이익	2.2	2.3	2.2	2.4	1.4	1.8	2.3	3.0	9.1	8.7	13.8
지배순이익	2.0	1.9	1.9	2.0	1.2	1.6	1.9	2.6	7.8	7.4	11.8
NIM	29.0%	28.1%	28.4%	28.3%	23.1%	25.3%	26.6%	29.2%	28.4%	26.7%	32.0%
YoY											
매출액	90.9%	27.1%	15.5%	12.5%	-21.6%	-9.6%	7.0%	23.2%	30.2%	0.1%	33.3%
매출총이익	97.2%	33.0%	15.6%	12.3%	-21.0%	-9.4%	5.2%	21.3%	32.1%	-0.5%	41.7%
영업이익	181.0%	36.9%	12.6%	12.6%	-36.9%	-18.9%	2.7%	28.7%	39.1%	-4.7%	60.5%
지배순이익	181.3%	37.6%	11.3%	12.7%	-37.4%	-18.7%	0.4%	26.9%	39.4%	-6.0%	59.9%
장비별											
EUV	2.9	2.1	1.9	2.3	1.8	1.5			9.2		
ArFi	1.6	2.7	2.5	2.2	1.5	2.4			9.0		
ArF Dry	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.3			0.9		
KrF	0.5	0.5	0.5	0.7	0.3	0.4			2.2		
I-Line	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1			0.2		
Metrology & Inspection	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0			0.4		
지역별											
중국	0.4	1.3	2.4	2.2	1.9	2.3			7.3		
한국	1.4	1.5	1.1	1.4	0.8	1.3			6.9		
대만	2.6	1.9	1.3	0.7	0.2	0.5			8.1		
EMEA	0.1	0.1	0.2	0.5	0.8	0.2			1.2		
북미	0.8	0.6	0.3	0.6	0.2	0.1			3.2		
일본	0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.1			0.6		
기타 아시아	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1			0.3		

주: GAAP 기준

자료: ASML, 신영증권 리서치센터

도표 13. ASML 2Q24 실적발표 Q&A 주요 내용 정리

Q: 2nm 파운드리에 적용되는 EUV 장비 발주가 2Q~3Q에 있는지? High-NA 장비도 그것에 포함되는지?

A: 2분기 장비 매출 중 73%가 로직이었으므로, 2nm 공정용도 포함되어 있을 것. High-NA 장비는 mix에 포함되지 않았음.

Q: 미국의 대중국 무역 규제와 당사의 높은 중국향 매출 비중에 대한 코멘트?

A: 시장 루머에 대한 별도의 코멘트를 원하지 않음. 다만 성숙 반도체 시장에서 CAPA 확장 및 지속적인 투자 추세가 더 중요할 것.
수주잔고 내 중국이 차지하는 비중은 20%를 조금 넘는 수준.

Q: 2nm 이상 로직에서의 EUV 추가 수주의 가능성? AI 산업의 발전이 동사에게 큰 업사이드를 제공할지?

A: 2nm 공정은 성공적인 시작 단계이며, 고객들이 추가 증설을 지속함에 따라 추가 수주 기대 가능.
현재 디램에서의 투자는 HBM에 집중되고 있는데, '25~26년에는 메모리와 로직 반도체 모두에서 강한 수요 회복과 투자가 지속될 것.

Q: 주요 고객사들의 로직/메모리 랩프업 현황 및 단계? 메모리에서의 High-NA EUV 채택 시기 전망?

A: 2nm 파운드리의 경우 주요 고객사들의 랩프업 완료 전망 시기를 2H25로 보고 있으며, 디램에서 '25~26년 High-NA EUV 도입 전망.

Q: 포트폴리오 내 장비들의 Capacity와 High-NA EUV의 ASP 전망?

A: DUV 600대, EUV 90대, High-NA EUV는 20대로 전망하고 있음. High-NA EUV는 대당 3.5억유로 이상의 가격일 것.

Q: 발주 시기와 매출 인식 시기 간의 차이? 4분기 매출에 확신이 있는지?

A: High-NA가 선적 과정에 있더라도 site에서 수락하는 순간에 수익을 인식함. 여전히 인식되지 않은 매출이 있으며, 2분기에 그 영향은 약 10억유로.
3800 장비를 여러 대 선적 중. 선적과 수요 측 모두에서 모멘텀이 있으며, 4Q24 90억 유로 이상의 수익을 예상하고 있음.

Q: High-NA EUV의 리드타임이 매우 긴 편에 속하는데, 양산장비 개발 및 생산 시기를 예상 가능한지?

A: 이전에도 언급했듯, 모든 EUV 고객들이 High-NA 시스템 주문을 완료하였음.
랩에서 진행되는 연구가 고객으로 하여금 최초의 데이터를 얻을 수 있는 기회를 제공한다는 점에서 매우 중요.

Q: 지난 3개월간, 특히 올 2분기 선적과 관련한 고객의 큰 변화가 있었는지?

A: 큰 변화는 존재하지 않았으며, 주요 고객사들의 2분기의 시장 전망은 1분기와 매우 유사함.
Immersion 장비의 경우 특히 Dry 장비의 비중이 2분기에 높았음.

Q: AI의 발전과 PC/스마트폰의 사이클 회복으로 '25~26년 한자릿수 성장을 가정할 때, 현재 디램, 낸드, Logic의 CAPA가 충분하다고 생각하는지?

A: 현재 AI가 많은 수익을 창출하는 것은 아니지만 투자가 많이 진행되고 있으며 고객들은 2028년 이전에 더 많은 증설을 계획하고 있음.
메모리의 경우 HBM으로 기존 CAPA를 재할당한 이후 그 외 디램이 회복되려면 더 많은 CAPA가 필요할 것으로 전망됨.

자료 : ASML, 신영증권 리서치센터

도쿄일렉트론 (8035.JP)

수요도 수익도 강하다

Not Rated

현재주가(8/20) 28,405.00JPY
목표주가(12M) N/R

분석의 기본 가정

- 삼성전자 V10 2H25 양산 시작
- 연내 중국 매출 비중 -10%p 이상 하향 안정화

• FY1Q25 Review: 전년 대비 대폭 성장

도쿄일렉트론의 CY2Q24(FY1Q25) 매출액과 EPS는 각각 5,551억 엔(+1.4% qoq, +41.7% yoy)과 272.4엔(+1.2% qoq, +98.9% yoy)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 시스템 반도체향 장비 매출액이 3,107억엔(+18.7% qoq, +54.6% yoy)으로 크게 증가하였고 72%의 비중을 기록하였다. 지역별로는 중국 매출액이 2,770억엔으로 전체의 49.9%를 차지하였으며 대만(14.4%), 한국(12.2%), 일본(7.0%) 순으로 높았다.

• 극저온 식각장비와 함께 실적 역대 최고 실적을 향해

도쿄일렉트론(TEL)은 반도체장비 시장 전반에서 2023년 기준 글로벌 10%의 점유율을 보유한 기업이다. 동사의 FY2025 가이던스는 매출액 2조 3,000억엔(+25.6% yoy)과 GPM 46.6%(+1.2%p yoy)로 기대치를 상회하였다. AI 서버향 투자와 세트 수요 회복 기대감 덕분이다. TEL은 2025년부터 고객사에 극저온 식각 장비를 공급할 전망이다. 주요 고객사의 차세대 낸드 양산 기대로 내년 상반기 출하 및 수익 인식이 예상된다.

결산기(3월)	2023A	2024A	2025F	1Q24A	1Q25A
매출액(bil JPY)	2,209.0	1,830.5	2,279.6	391.7	555.1
영업이익(bil JPY)	617.7	456.3	618.8	82.4	165.7
영업이익률(%)	28.0	24.9	27.1	21.0	29.9
순이익(bil JPY)	471.6	364.0	474.0	64.3	126.2
EPS(JPY)	1,007.8	783.8	1,025.3	137.5	273.2
ROE	32.0	21.3	26.0	31.4	25.3
PER	15.9	50.5	27.4	21.5	37.9
PBR	4.7	10.4	6.7	6.2	9.1

주: 회계연도 기준

Key Data

(기준일: 2024. 8. 20)

현재주가(JPY)	28,405.00
시가총액(bil JPY)	13,397
시가총액(억원)	1,219,954
Shares	472 (백만주)
52주 최고/최저(JPY)	40,860.00/19,205.00
평균거래대금(90일, JPY)	132.6 (십억달러)
MKT PER(25F, 배)	27.7
배당수익률(25F, %)	1.8
국가	JN
상장거래소	Tokyo
산업	Semiconductors
주요주주(%)	
1. 노무라 홀딩스	8.8
2. GOVT PENSION INVST F JP	8.7
3. 제이피모간체이스	6.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	6M	12M
절대수익률	-8.9	-18.0	37.9
NKY대비상대수익률	-4.1	-17.4	13.9

Company vs NIKKEI composite

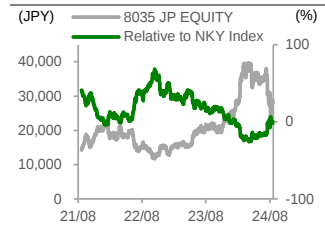
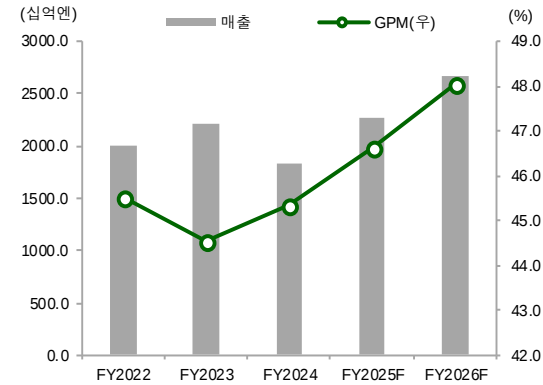
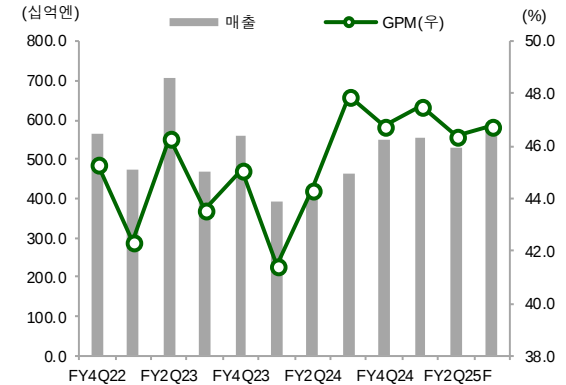


도표 1. 연도별 매출액/매출총이익률 추이 및 전망



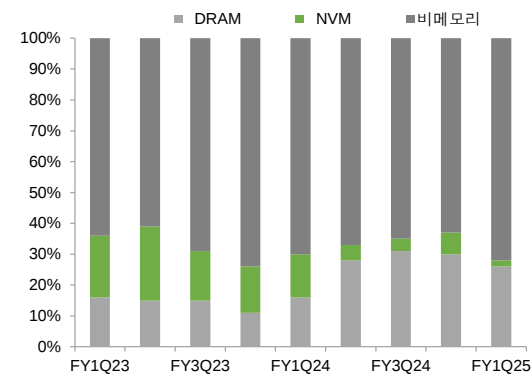
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기별 매출액/영업이익률 추이 및 전망



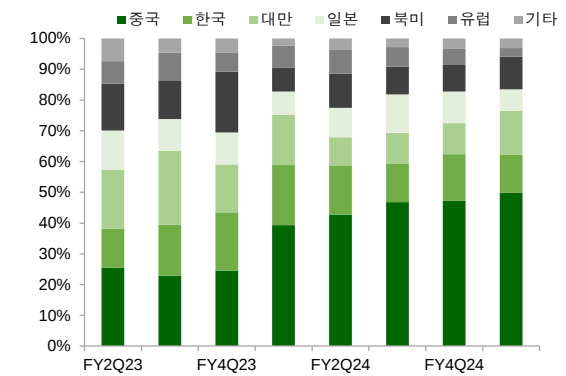
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 용역처별 매출 비중 추이



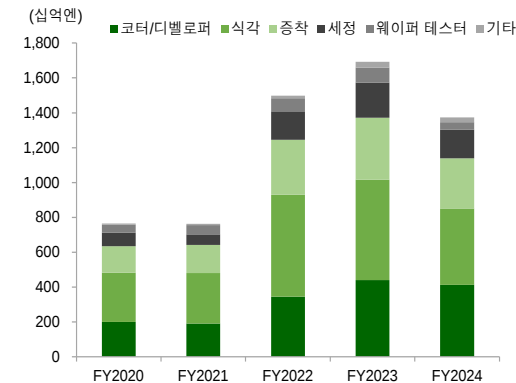
자료: TEL, 신영증권 리서치센터

도표 64. 지역별 매출 비중 추이



자료: TEL, 신영증권 리서치센터

도표 5. SPE 신규 장비별 매출액 비중 추이



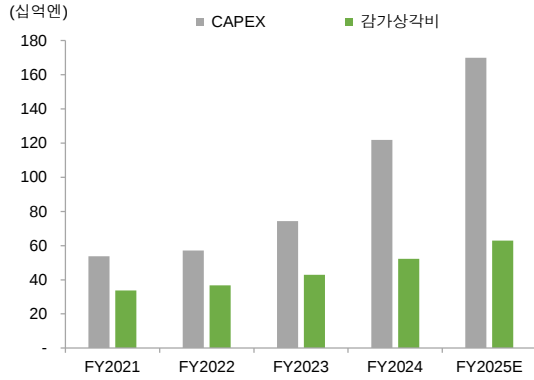
자료: TEL, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 장비 시장점유율 현황 (2023년 기준)

장비 분류		M/S
코터/디벨로퍼		90%
건식 식각		22%
증착	ALD	16%
	CVD	40%
	산화/확산	40%
세정		22%
웨이퍼 테스터		34%

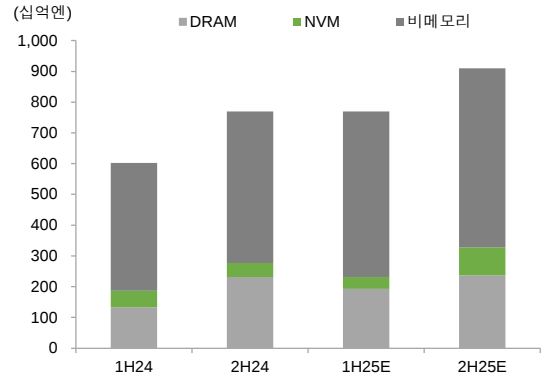
자료: TEL, 신영증권 리서치센터

도표 7. CAPEX/감가상각비 추이 및 전망



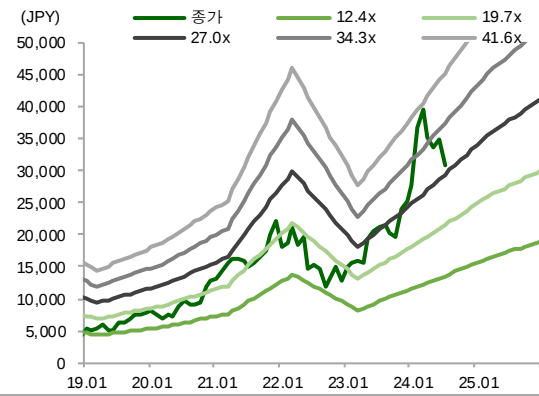
자료 : TEL, 신영증권 리서치센터

도표 8. 응용처별 매출액 가이던스



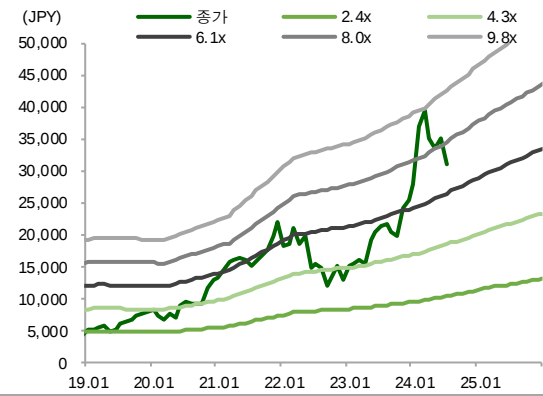
자료 : TEL, 신영증권 리서치센터

도표 9. 도요일렉트론 12개월 선행 PER 밴드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 10. 도요일렉트론 12개월 선행 PBR 밴드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. 도쿄일렉트론 실적 요약

(단위: 십억엔, %)

CY	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24F	4Q24F			
FY	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25F	3Q25F	2023A	2024A	2025F
매출액	558.3	391.7	427.8	463.7	547.3	555.1	530.9	578.7	2,209.0	1,830.5	2,278.6
매출총이익	251.7	162.3	189.7	222.1	256.1	264.0	246.4	270.5	984.4	830.3	1,062.3
GPM	45.1%	41.4%	44.3%	47.9%	46.8%	47.6%	46.4%	46.8%	44.6%	45.4%	46.6%
영업이익	152.8	82.4	96.1	132.5	145.2	165.7	135.2	162.0	617.7	456.3	618.5
OPM	27.4%	21.0%	22.5%	28.6%	26.5%	29.9%	25.5%	28.0%	28.0%	24.9%	27.1%
세전이익	155.6	83.0	98.1	134.4	157.9	167.2	134.2	157.6	624.9	473.4	626.9
지배순이익	118.7	64.3	73.2	101.5	124.9	126.2	101.4	120.5	471.6	364.0	473.6
NIM	21.3%	16.4%	17.1%	21.9%	22.8%	22.7%	19.1%	20.8%	21.3%	19.9%	20.8%
YoY											
매출액	-1.2%	-17.3%	-39.7%	-0.9%	-2.0%	41.7%	24.1%	24.8%	10.2%	-17.1%	24.5%
매출총이익	-1.7%	-19.1%	-42.2%	8.9%	1.8%	62.7%	29.9%	21.8%	8.0%	-15.7%	27.9%
영업이익	-9.4%	-29.9%	-58.7%	15.4%	-4.9%	101.1%	40.7%	22.3%	3.1%	-26.1%	35.6%
지배순이익	-6.4%	-27.0%	-59.2%	18.6%	5.3%	96.2%	38.6%	18.7%	7.9%	-22.8%	30.1%
부문별											
Memory	112.1	86.1	104.1	123.6	154.3	120.8			565.8	468.1	
NVM	47.4	45.9	88.3	109.4	125.1	112.2			240.2	368.8	
디램	64.7	40.2	15.8	14.1	29.2	8.6			325.6	99.3	
Foundry/Logic	319.1	201.0	211.3	229.5	262.7	310.7			1126.7	904.4	
Field Solutions	115.2	100.2	104.4	104.4	119.3	118.1			473.9	428.3	
지역별											
중국	137.0	153.9	182.9	217.3	259.1	277.0			527.4	813.3	
한국	105.9	76.7	67.5	58.2	82.0	67.8			358.7	284.4	
대만	87.1	64.0	39.9	46.4	55.3	80.0			432.7	205.5	
일본	58.0	29.6	41.3	57.4	56.6	38.5			239.9	184.9	
북미	110.2	30.1	47.4	42.2	48.4	59.0			344.3	168.1	
유럽	34.1	28.2	33.6	29.5	28.2	15.5			184.3	119.4	
기타	25.9	9.3	15.2	12.7	17.5	17.0			121.7	54.7	

주 : 3월 결산

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

표 12. 도요일렉트론 CY2Q24 실적발표 Q&A 주요 내용 정리

Q: 이전 예측보다 로직/파운드리 비중이 낮고 디램 비중이 높는데, 주요 분야, 중국 매출 등 실적에서 강했던 부분과 약했던 부분은?

A: AI 서버용 로직 매출이 여전히 강하며, 메모리 수요가 상승하면서 일부 로직 투자가 메모리로 전환됨.

중국용 매출은 3분기에는 40%, 4분기에는 30% 내외로 향후 25~30%를 유지할 것으로 전망.

Q: 1분기 호실적 요인과 실적 상향 전망에 관한 시장 및 동사의 특징?

A: 주요 고객의 투자 증가, 로직과 AI용 투자의 증가, 테스트 공정에서의 추가적 지출이 시장의 상승을 이끌고 있음.

Q: 극저온 식각 장비에 대한 업데이트? 경쟁사와 비교했을 때 우위 및 향후 전망?

A: 전기부터 평가 장비를 납입, 고객사에서 웨이퍼를 사용하여 테스트를 진행 중. 현재까지 결과도 좋으며 시장점유율에서 자신 있음.

공식 POR은 곧 획득할 것이며 내년 생산 시작 전망. 경쟁사와 비교할 때 수익성 기여와 기술 진척도에서 우위라 판단.

CF가스를 사용하지 않음으로써 기존 방식에 비해 지구온난화 잠재력 84% 감소, 지속적으로 환경 데이터 확보 및 추진에 힘쓸 것.

Q: 2025년 WFE(Wafer Fab Equipment) 시장 어플리케이션 및 지역별 전망?

A: 디램의 증가세는 확실히 긍정적, 3D 낸드의 경우 최근 투자는 디램/첨단 로직에 비해 적으나 2배 정도로 증가세 전망할 수 있음.

최첨단 로직의 경우 AI 서버용 및 PC/스마트폰용 어플리케이션 모두 지속 성장할 것으로 전망.

중국에서 20개 이상의 신흥 제조업체들의 투자 주목. 그러나 이미 진행된 투자이므로 향후에는 중국 매출과 비중의 소폭 감소 전망.

Q: 1분기 제품 믹스(어플리케이션별/지역별) 상세 상황 및 기여 정도?

A: 대만에서 크게 성장-DDR5 디램, GBM, GPU 관련 제품, 테스트 공정 등이 주로 기여하였음. 북미와 중국 주요 고객 투자도 증가.

재고 회전율과 제품 포트폴리오가 지속 변화 중, 신규 장비 도입 시 구형 모델 판매 등으로 재고 관리. 2Q GPM을 소폭 낮출 수 있음.

Q: 낸드 식각 장비(극저온)에 대한 전망 및 양산 POR 획득 시점 구체화?

A: 고객의 파일럿 양산 시작이 2025년, 대량 양산 시작이 2026년이라 하면, 적층의 증가에 따라 해당 시점부터 당사 장비의 우위 전망.

다양한 요인을 고려해야 하나, POR을 획득할 정확한 시기는 전망하기 어려움. 다만 평가 진행 상황은 양호.

Q: 중국 매출 비중과 투자에 영향을 미치는 세부 요인?

A: 중국에서는 레거시 노드와 파일럿 투자에서 상당 부분 투자가 이루어졌으므로 그 양이 지속적으로 감소할 것.

고객이 매우 많으므로 트렌드를 간략히 표현하기 어려움. 그러나 전력반도체와 관련해서는 투자가 지연될 것으로 판단.

Q: 미국 주요 고객의 20% CAPEX 축소 의지, 다른 고객이 투자할 시 내년 로직 매출의 지속 상승 기대할 수 있을지?

A: PC/스마트폰 고객 가동률이 유의미하게 상승할 것으로 전망하며, 신규 장비 수요에도 직면해 있음. 실적은 내년에 더 강할 것.

Q: 디램 추가 투자 증가세 현황?

A: 전분기보다 강해지고 있으며, 이전 25%로 설정했던 디램 매출 비중을 27%까지 상향 조정하였음.

하반기에는 25%였으나 34%까지 크게 상향 조정하였으며, 이는 현재 고객에게 받은 요청을 반영한 전망치임.

자료 : TEL, 신영증권 리서치센터

KLA (KLAC.US)

견조한 성장세 지속

Not Rated

현재주가(8/19) 820.45USD
 목표주가(12M) N/R

분석의 기본 가정

- 3nm 증설 및 2nm 공정 양산 2H25 진행
- HBM 전환에 따른 디램 캐파 부족 현상 지속

• CY2Q24 Review: 실적도 가이드선도 서프라이즈

KLA의 CY2Q24(FY2Q24) 매출액과 EPS는 각각 25.7억달러(+8.9% qoq, +9.1% yoy)와 6.2달러(+39.5% qoq, +24.3% yoy)로 시장 기대치를 상회하였다. 웨이퍼 검사 장비 매출이 11.7억달러로 전체 매출의 45.5%를 차지하였고, 공정제어 소프트웨어 업데이트 등 서비스 매출이 6.1억달러, 패턴링 관련 장비 매출이 5.4억달러로 그 뒤를 이었다. 지역별로는 중국 매출액이 11.5억달러(비중 45%)로 가장 높았다. 동사가 제시한 다음 분기 가이드선 역시 26억~29억달러의 매출액, 58.9~60.9%의 매출총이익률로 시장 기대치를 상회하였다.

• 검사 및 계측장비 글로벌 Top Player

KLA는 글로벌 반도체장비(SPE) 업체들 중 작년 매출액 기준으로 5위를 기록하였다. 웨이퍼 검사 및 계측장비 시장에서는 60%에 근접한 점유율을 확보한 독보적 플레이어로 파악된다. 동사는 최근 실적 발표에서 검사 및 계측장비 시장이 전체 WFE시장보다 빠르게 성장할 것으로 전망하였다. 주요 소자 업체들의 선제적 증설과 메모리 가격 상승세가 동사 장비 수요 성장을 촉진할 것으로 판단한다.

Key Data

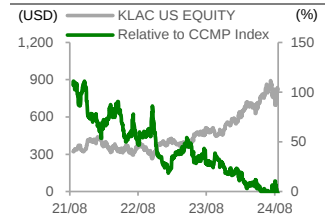
(기준일: 2024. 8. 19)

현재주가(USD)	820.45
시가총액(bil USD)	110
시가총액(억원)	1,471,145
Shares	134 (백만주)
52주 최고/최저(USD)	896.32 / 440.15
평균거래대금(90일, USD)	0.7 (십억달러)
MKT PER(24F, 배)	35.3
배당수익률(24F, %)	0.7
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Semiconductors
주요주주(%)	
1. VANGUARD GROUP	9.9
2. 블랙록	8.6
3. 스테이트 스트리트	4.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	6M	12M
절대수익률	7.6	24.1	71.7
CCMP대비상대수익률	6.7	9.5	27.6

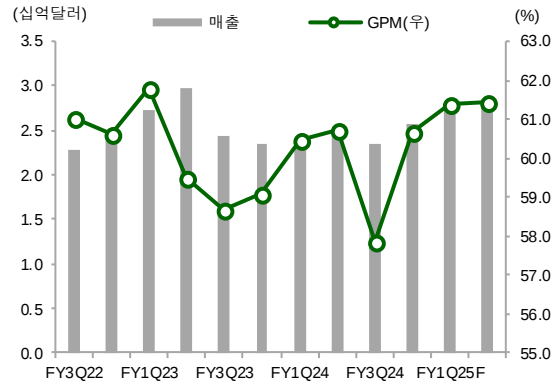
Company vs NASDAQ composite



결산기(6월)	2023A	2024A	2025F	3Q24A	4Q24A
매출액(bil USD)	10.5	9.8	11.5	2.4	2.6
영업이익(bil USD)	4.0	3.3	4.8	0.8	1.0
영업이익률(%)	38.1	34.1	41.8	35.0	38.0
순이익(bil USD)	3.4	2.8	4.0	0.7	0.8
EPS(USD)	24.3	20.4	30.0	5.0	6.2
ROE	163.9	103.1	92.4	163.9	103.1
PER	19.2	34.6	27.3	19.2	34.6
PBR	22.7	32.9	24.1	22.7	32.9

주: 회계연도 기준

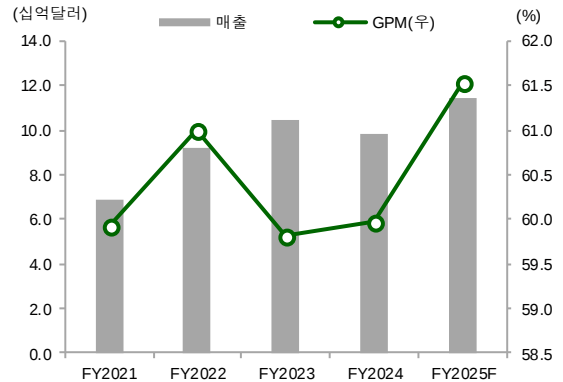
도표 1. 연도별 매출액/매출총이익률 추이 및 전망



주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

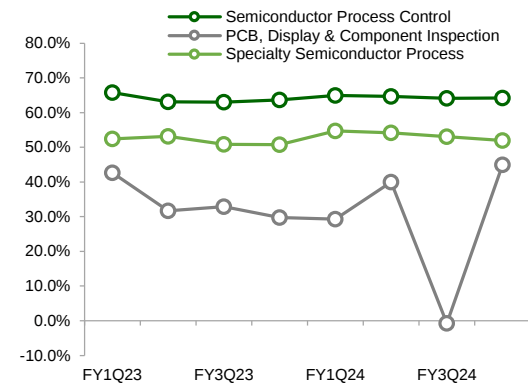
도표 2. 분기별 매출액/매출총이익률 추이 및 전망



주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준

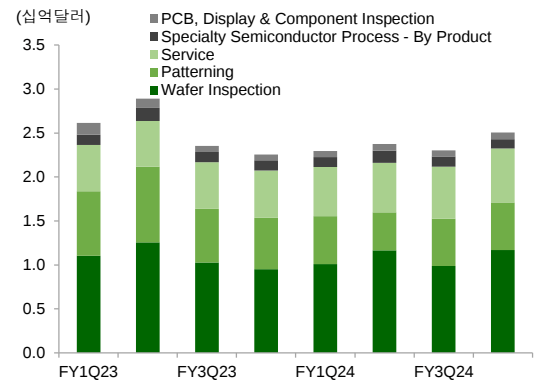
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 사업부문별 매출총이익률 추이



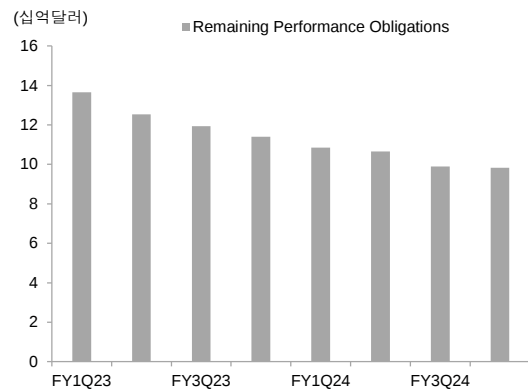
자료: KLA, 신영증권 리서치센터

도표 4. End-User별 매출액 추이



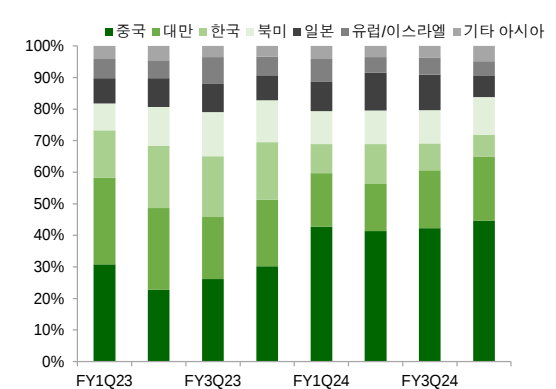
자료: KLA, 신영증권 리서치센터

도표 5. 분기별 RPO 추이



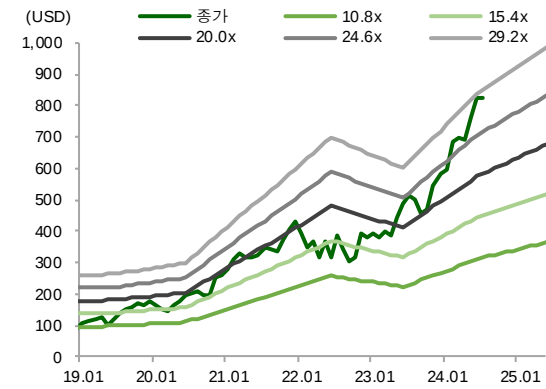
자료: KLA, 신영증권 리서치센터

도표 6. 지역별 매출 비중 추이



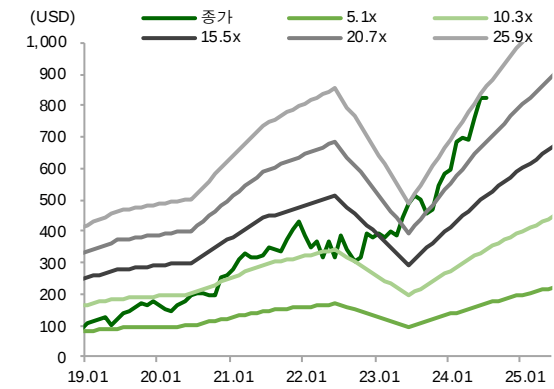
자료: KLA, 신영증권 리서치센터

도표 7. KLA 12개월 선행 PER BAND



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. KLA 12개월 선행 PER BAND



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 9. KLA 실적 요약

(단위: 십억달러, %)

CY	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24F	4Q24F			
FY	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25F	2Q25F	2023A	2024F	2025F
매출액	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5	2.6	2.8	10.5	9.8	11.2
매출총이익	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	6.3	6.0	6.9
GPM	58.7%	59.1%	60.5%	60.7%	57.9%	60.8%	61.2%	61.4%	59.8%	61.6%	61.5%
영업이익	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7	1.0	1.1	1.1	4.0	3.8	4.6
OPM	35.4%	35.0%	37.5%	29.5%	31.2%	39.6%	40.4%	41.3%	38.1%	39.3%	41.5%
세전이익	0.8	0.8	0.9	0.7	0.7	1.0	1.0	1.1	3.8	3.6	4.4
지배순이익	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	3.4	3.2	3.8
NIM	28.7%	29.1%	30.9%	23.4%	25.5%	32.8%	33.3%	34.2%	32.3%	32.5%	34.4%
YoY											
매출액	6%	-5%	-12%	-17%	-3%	7%	9%	11%	14%	-7%	14%
매출총이익	2%	-8%	-14%	-15%	-4%	10%	11%	12%	12%	-4%	14%
영업이익	-4%	-15%	-19%	-39%	-14%	21%	18%	55%	9%	-4%	21%
지배순이익	-4%	-15%	-28%	-40%	-14%	21%	18%	62%	2%	-6%	21%
부문별											
Semiconductor Process Control	2.2	2.1	2.1	2.2	2.1	2.3			9.3	8.7	
PCB & Display Inspection	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			0.6	0.6	
Specialty Semiconductor Process	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1			0.5	0.5	
지역별											
중국	0.6	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1			2.9	4.2	
대만	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5			2.5	1.7	
일본	0.5	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2			1.9	0.9	
북미	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3			1.3	1.1	
한국	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2			0.9	1.0	
유럽/이스라엘	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1			0.7	0.5	
기타 아시아	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			0.4	0.4	

주 : 6월 결산, GAAP 기준

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

표 10. KLA CY2Q24 실적발표 Q&A 주요 내용 정리

Q: AI 고객들이 로드맵을 가속화하고 있는데, 동사의 WFE 시장점유율에 어떠한 영향을 미칠지?
A: 현재도 추가적인 공정 제어 문제에 관한 솔루션을 제공하는 점에서 시장 내 입지는 우수한 편. 향상된 AI칩은 다이가 크기 때문에 수율 문제를 감안할 시 검사 수요는 더 많아질 것.
Q: 2025년 메모리 업황 회복세를 언급하였는데, 디램/낸드 구분 가능한지? 디램 내에서는 HBM CAPA 전환과 DDR5 전망을, 낸드에서는 적층 수나 그린필드 등에 대한 전망을 제공 가능한지?
A: WFP(웨이퍼 패키지) 관점에서는 내년엔 더 큰 성장을 기대. 디램과 HBM은 내년 성장 동력이며, ASP 및 수익성 상승하여 추가 투 자로도 이어질 것. 낸드의 경우 디램보다 덜 긍정적, WFP 시장 성장은 디램이 주도할 것. 25~26년까지 HBM이 현저한 CAPA 증가를 보이지 않음.
Q: 업황 회복 및 수요 강세 하에서 동사의 상대적 퍼포먼스에 대한 자신이 있는지?
A: EUV 도입 이후 한번에 여러 개의 칩을 투입하면서 추가 패키징과 각 디램 다이가 잘 작동하는지 샘플링할 기회를 늘렸음. 내년에도 강한 퍼포먼스를 유지할 전망. 선단 디램에서의 프린트 체크와 펠리클 관련 문제들은 당사의 공정 제어 채택을 늘릴 것.
Q: 공정의 발전이 공정 제어 강도를 높이고 있는데, 이를 정량화할 방법은? 역사적으로 메모리 사용 강도는 10% 수준이었었는데, 향후 몇 년 간 어떻게 변화할지?
A: 오늘날 메모리 사용 강도는 11%를 초과하는 수준이며, 향후 개발 중인 제품과 제어능력을 제공할 시 더욱 다양한 기회가 생길 것. 3D 낸드를 고려해 보면 리소그래피는 오히려 후퇴했으며 기존 리페어가 유효했음. 디램의 기존 물이 유지되던 것처럼 공정 제어에서 로직과 첨단 파운드리가 성장과 공정 사용 강도를 강화할 것. 고객들이 공정 제어 능력에 대한 필요성을 절감하고 있음. Advanced 패키징과 HBM에서도 그러하므로 동사에는 여전히 기회가 많음.
Q: 하반기 중국 매출에 대한 전망이 이전과 동일한지? 중국에 대한 내년 전망은?
A: 절대 달러 기준으로는 플랫폼 것이나 제품 믹스가 달라질 수 있음. 로직 파운드리, 메모리 등 인프라 투자가 진행될 것. 디램은 상/하반기 모두 강세를 보일 것이고, 웨이퍼는 조금 약해질 것. 레티클 측면과 로직 파운드리 쪽도 강세를 보임.
Q: High-NA 장비의 도입에 따른 영향? 예정된 일정에 변화가 있을지?
A: High-NA의 특징은 스케일링이 지속된다는 것. 더 미세한 결함과 레티클 쿨에 대한 문제가 발생할 것. High-NA는 또한 믹스의 변동을 이끌어냄. 도입 시기가 더 빨라지기는 어려우며 오히려 HBM 구현이 조금 더 지연될 수 있음.
Q: EPC(Electronics, Packaging and Components)에 관한 올해 전망?
A: 특수반도체의 경우 이번 분기에 약간 감소하였으나, 연간 기준으로는 여전히 소폭 성장할 전망. 평판 패널 사업 철수 발표한 상황이며, 그 과정에서 일부 매출 1Q25까지 발생 가능. 소비자 중심 PCB 시장은 여전히 부진한 상태. '20~'21년 코로나 기간 동안 호황으로 증설이 많았고, 현재는 초과 공급을 해소하고 있는 상황. 사업 전체적으로는 로우~미드 싱글 성장률.
Q: APMI 마스크 검사장비 시장에 진입했다가 철수한 게 맞는지? 해당 시장에 대한 접근 방식과 전략은?
A: High-NA 장비가 본격적으로 도입될 때가 되어야 해당 기술이 필요한 시장 수요가 존재할 것이라고 판단하였음. 현재 기술 노드에서는 문제를 해결하는 방법이 크게 3가지가 있음 - 1. 레티클의 품질 문제는 6xx 제품군을 활용, 2. 초고해상도 검사용 E-beam은 여전히 현존 최고 수준, 3. 레티클 품질 검사는 웨이퍼에 인쇄하여 활용, Gen-5 인쇄 검사에 사용. High-NA 액티닉(검사광원) 장비에 관한 투자에는 확신이 있으나, 당장 필요성을 느끼지는 않음.

자료 : KLA, 신영증권 리서치센터

IV. Appendix

도표 65. 반도체 밸류체인 밸류에이션 테이블(1)

분류	기업명	시가총액 (십억원)	주가 (원)	수익률		PER(배)			PBR(배)			OPM(%)				
				1M(%)	YTD(%)	23	24E	25E	23	24E	25E	22	23	24E	25E	
부품	블랭크마스크/ 펠리클	에프에스티	624.4	28,700	-6.7	16.4	-35.6	-	-	1.8	-	-	2.9	-5.5	-	-
		에스앤에스텍	620.0	28,900	-18.8	-36.2	36.9	19.2	14.2	4.2	2.4	2.0	13.0	16.7	17.9	18.3
	실리콘부품	티씨케이	1,255.1	107,500	-10.3	-3.4	19.0	16.7	13.2	2.5	2.4	2.1	39.8	29.4	32.0	35.1
		하나머티리얼즈 월덱스	780.2 427.6	39,450 25,900	-26.5 10.5	-21.4 1.2	25.9 7.5	20.0 -	11.0 -	2.2 1.7	1.8 -	1.6 -	30.5 19.8	17.7 22.5	19.0 -	27.5 -
	쿼츠부품	원익QnC	771.6	29,350	-13.2	2.3	18.2	10.7	8.0	1.7	1.6	1.4	14.7	10.3	14.7	15.8
		비씨앤씨	191.4	14,960	-9.4	-30.9	187.2	25.9	14.5	3.1	2.3	2.1	14.1	-0.1	9.6	14.5
	패키징부품	덕산하이메탈	258.5	5,690	-11.1	-20.5	54.3	6.8	6.0	1.1	0.8	0.7	-2.3	-7.6	12.3	13.5
		엠케이전자	202.8	9,190	-4.9	-24.9	-8.5	-	-	0.8	-	-	7.9	4.2	-	-
	세라믹부품	샘씨엔에스	386.5	6,620	7.0	19.1	-199.1	56.9	38.9	2.5	3.4	3.1	29.7	-9.4	11.7	15.3
		리노공업	3,124.7	205,000	-6.6	1.2	21.5	28.0	24.2	4.3	5.1	4.5	42.4	44.8	44.9	45.3
테스트소켓	ISC	1,250.6	59,000	6.9	-26.5	86.3	21.3	17.9	2.7	2.3	2.0	31.2	7.7	28.6	31.4	
	티에스이	587.4	53,100	10.6	7.4	3987.8	22.3	11.4	1.6	1.7	1.4	16.7	-1.0	9.7	17.0	
	티에프이	253.2	22,250	-15.2	-38.2	20.4	-	-	3.2	-	-	10.2	11.5	-	-	
소재	전구체/ 식각액/ 세정액	한솔케미칼	1,719.6	151,700	-16.2	-33.2	21.6	13.4	10.4	2.6	1.8	1.6	21.0	16.1	17.6	21.3
		솔브레인	1,991.3	256,000	-8.9	-15.8	14.5	11.6	10.1	2.1	1.9	1.6	19.0	15.8	20.8	21.4
		레이크머티리얼즈	1,260.7	19,180	13.2	10.6	36.0	51.4	34.7	7.9	8.4	6.8	26.9	25.1	19.2	21.6
		덕산테크피아	826.6	40,400	-9.2	116.2	-43.4	-	-	1.8	-	-	8.3	-6.6	-	-
		디엔에프	171.0	14,780	-11.2	-38.3	41.4	-	-	1.4	-	-	12.1	-3.4	-	-
	PR	동진세미켐	1,737.8	33,800	-10.1	-12.7	14.1	-	-	2.2	-	-	14.8	13.5	-	-
	가스	티이엠씨	253.2	11,880	-19.4	-54.0	19.3	10.3	7.1	2.5	1.3	1.1	15.1	10.5	11.9	14.0
		후성	691.8	6,450	-7.1	-44.9	-22.0	-59.7	31.9	3.8	1.8	1.7	17.3	-8.8	-1.3	6.6
원익머트리얼즈		375.1	29,750	-6.6	-1.0	25.4	7.4	6.2	0.8	0.8	0.7	15.3	6.3	17.8	18.2	
후공정/ 파운드리/ 팹리스	테스트	두산테스나	612.2	36,000	-10.5	-38.6	15.1	11.9	9.0	2.0	1.5	1.3	24.2	18.0	18.4	21.0
		유니테스트	228.3	10,800	-15.0	-19.3	40.4	-	-	1.8	-	-	-4.8	4.3	-	-
		네패스아크	204.2	16,760	-16.0	-38.4	-9.3	-	-	1.3	-	-	14.6	-5.5	-	-
		LB루셈	122.1	4,965	-17.0	-20.4	149.3	-	-	0.9	-	-	6.3	-0.7	-	-
	패키징	SFA반도체	690.7	4,200	D	-30.4	-66.9	31.8	25.3	1.9	1.4	1.4	9.0	-3.8	3.1	4.9
		하나마이크론	847.3	14,820	-16.5	-40.5	-71.1	89.6	10.3	3.1	2.6	2.0	11.6	6.0	8.3	13.1
		네패스아크	259.9	11,270	-15.6	-42.7	-4.4	-	-	2.9	-	-	-1.1	-14.6	-	-
		LB세미콘	227.7	5,200	-9.9	-32.7	-21.5	-	12.2	1.3	0.9	0.8	10.8	-3.1	0.7	5.3
		시그네틱스	95.6	1,115	-8.6	-9.8	-7.3	-	-	1.0	-	-	3.1	-8.1	-	-
	세정/코팅	코미코	758.4	72,500	-10.5	12.4	16.7	11.9	7.8	2.5	2.7	2.0	19.2	10.8	31.3	28.9
파운드리	DB하이텍	1,882.5	42,400	-22.9	-27.7	9.4	11.2	7.2	1.3	1.0	0.9	45.6	23.0	17.3	24.6	
디자인하우스	에이디테크놀로지	289.0	21,500	-5.3	-33.4	-18.1	517.1	16.8	1.9	1.7	1.5	2.7	-17.4	0.4	8.1	
	가온칩스	644.5	56,100	-3.9	-1.9	62.1	55.5	26.3	6.4	7.7	5.9	9.0	6.8	7.2	9.6	
	코야시아	181.1	6,880	-23.6	-8.0	-8.4	-	-	2.1	-	-	-4.9	-6.8	-	-	
	에이직랜드	346.0	32,400	-29.2	-45.3	105.2	99.4	46.1	5.0	3.2	3.0	16.4	5.2	4.7	7.2	
	LX세미콘	1,154.8	71,000	-9.0	-18.2	15.3	8.8	6.0	1.6	1.1	0.9	14.7	6.8	8.5	10.8	
	어보브반도체	251.2	14,130	-10.3	2.3	-13.9	-	-	1.5	-	-	10.7	-6.3	-	-	
	텔레칩스	234.7	15,500	-16.7	-53.5	4.6	-14.0	14.2	1.2	1.0	0.9	6.1	8.8	4.7	8.3	
	제주반도체	519.4	15,080	-10.0	10.1	10.8	-	-	1.1	-	-	16.6	12.2	-	-	
	픽셀플러스	62.0	7,590	-15.6	9.4	-138.3	-	-	0.6	-	-	4.6	-12.4	-	-	
	알파홀딩스	37.7	945	0.0	0.0	-1.6	-	-	1.1	-	-	-3.6	-3.5	-	-	
	자람테크놀로지	276.1	44,550	-20.3	48.5	-158.0	-	-	5.7	-	-	1.3	-18.4	-	-	
	파두	705.9	14,350	-19.9	-38.5	-24.2	-	-	8.1	-	-	2.7	-260.7	-	-	
	넥스트칩	157.6	8,710	-28.0	-53.2	-9.0	-	-	8.3	-	-	-212.9	-139.4	-	-	
	IP	켈리타스반도체	173.4	12,730	-29.9	-66.8	-31.1	-	-	10.7	-	-	-34.0	-103.8	-	-
오픈엠티테크놀로지		360.4	16,500	-13.5	-35.7	-27.4	-786.9	30.4	19.9	18.7	11.6	-252.3	-81.0	-0.4	22.9	
칩스앤미디어		345.7	16,600	-17.2	-47.9	-12.5	36.6	24.6	4.7	4.0	3.4	30.3	28.1	24.5	34.9	

자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 66. 반도체 밸류체인 밸류에이션 테이블(2)

분류		기업명	시가총액 (십억원)	주가 (원)	수익률		PER(배)			PBR(배)			OPM(%)			
					1M(%)	YTD(%)	23	24E	25E	23	24E	25E	22	23	24E	25E
증착		원익IPS	1,828.4	37,250	1.4	9.7	-117.1	124.9	18.8	1.8	2.1	1.9	9.7	-2.6	1.3	11.1
		주성엔지니어링	1,408.6	29,800	-5.6	-12.9	30.2	12.6	10.8	2.0	2.2	1.8	28.3	10.2	28.2	28.5
		유진테크	1,132.1	49,400	5.8	21.1	31.3	27.2	17.2	2.2	3.0	2.5	17.3	8.8	12.5	17.0
		테스	385.5	19,500	-11.4	-3.0	257.5	-	-	1.2	-	-	15.6	-4.0	-	-
후공정	절단/본딩	한미반도체	12,172.7	125,500	-16.9	103.4	13.3	42.4	31.9	6.2	14.2	10.0	34.2	21.7	41.4	43.9
	테스터	와이씨	1,271.7	15,500	-3.9	210.9	23.5	37.8	21.0	1.0	3.7	3.1	12.8	3.4	14.6	19.4
		네오셈	458.4	10,450	-27.7	33.1	19.0	48.7	18.0	1.9	4.5	3.7	11.2	8.0	9.3	19.5
		엑시콘	192.2	14,730	-33.7	-14.5	26.7	-	-	0.9	-	-	11.3	1.8	-	-
	핸들러	테크윙	1,748.2	46,800	-10.9	308.7	-30.5	58.2	13.6	1.3	6.9	3.9	21.6	2.4	21.9	26.9
	세정 패키징	피에스케이홀딩스	1,162.2	53,900	-15.8	100.0	9.2	13.6	10.1	1.2	2.7	2.2	23.2	28.5	40.0	41.2
코세스		178.3	10,750	-22.7	-0.3	27.0	-	-	2.8	-	-	11.7	8.4	-	-	
진공장비		엘오티베쿰	210.2	11,800	-12.9	-41.4	6.3	-	-	1.2	-	-	8.0	14.2	-	-
검사장비		인텍플러스	212.1	16,490	-20.0	-45.5	-31.7	116.6	12.0	5.9	3.4	2.8	16.3	-14.8	2.0	13.2
		오로스테크놀로지	188.3	20,100	-21.0	-31.3	54.2	36.2	12.9	2.9	2.7	2.2	-9.3	5.2	5.7	22.6
		파크시스템스	1,342.4	192,300	17.5	10.8	44.6	35.1	25.2	7.6	7.4	5.8	26.2	19.0	23.7	27.7
		넥스틴	536.5	51,800	-12.7	-25.4	21.7	13.4	9.4	5.3	3.3	2.5	49.2	41.1	45.6	46.9
장비	어닐링장비	이오테크닉스	2,226.1	180,700	-10.5	18.2	39.0	42.2	22.7	2.5	3.6	3.1	20.8	9.0	12.5	21.1
		AP시스템	299.5	19,600	-13.3	-12.1	5.0	4.9	3.7	0.9	0.8	0.6	18.6	11.3	12.9	17.0
		에스티	348.3	16,640	-18.2	0.3	-8.5	-	-	3.1	-	-	-22.2	-0.5	-	-
		HPSP	2,541.9	30,650	-15.6	-30.1	28.6	28.2	18.4	8.4	6.6	4.9	53.5	53.2	51.9	55.0
		레이저셀	54.6	6,260	-23.7	-28.5	-466.1	-	-	2.4	-	-	-83.4	-95.9	-	-
	식각장비	브이엠	264.1	10,970	-16.3	-22.2	-50.2	45.2	18.4	2.6	1.9	1.7	21.9	-42.2	5.8	16.3
	스트립장비	피에스케이	838.6	28,950	-10.4	37.5	11.0	11.5	8.8	1.5	1.9	1.6	19.9	15.4	21.7	23.8
	CMP장비	케이씨텍	845.9	40,550	-5.9	51.3	13.6	17.7	12.7	0.9	1.6	1.4	16.0	11.4	12.7	15.1
	세정장비	제우스	477.4	15,390	0.1	-1.5	36.4	10.0	5.9	1.2	1.3	1.1	9.1	1.8	12.7	16.5
	가스공급장비	원익홀딩스	231.7	3,000	-10.5	-11.0	-8.5	-	-	0.3	-	-	11.9	6.1	-	-
	화학약품공급장비	에스티아이	424.2	26,800	-12.9	-9.3	13.6	12.2	5.1	1.3	1.5	1.2	8.2	7.5	9.1	14.4
		티이엠씨씨엔에스	76.5	7,650	-17.3	-40.5	10.9	-	-	1.3	-	-	13.8	9.5	-	-
		씨앤지하이테크	135.0	14,020	11.4	10.3	8.8	-	-	1.0	-	-	13.2	7.6	-	-
	스크러버/칠러	유니셈	242.3	7,900	-21.2	-6.2	13.2	11.7	6.5	1.1	1.0	0.8	11.5	7.5	9.4	13.6
		GST	328.2	17,630	-6.0	27.7	6.4	-	-	1.0	-	-	18.2	15.2	-	-
		지앤비에스 에코	127.0	4,015	-9.5	-28.7	9.1	-	-	1.8	-	-	22.4	20.5	-	-
이송장비	씨이맥스	148.0	13,550	-19.0	-6.2	14.2	-	-	0.9	-	-	10.9	4.5	-	-	
	라운테크	93.4	7,450	-17.5	-21.4	54.0	-	-	4.3	-	-	15.1	5.7	-	-	
	로체시스템즈	195.2	12,760	-10.8	104.8	12.4	11.9	5.4	1.0	1.5	1.2	18.3	11.3	11.6	16.0	
	제이티	64.8	6,280	-10.8	-26.6	15.7	9.1	5.4	1.3	0.8	0.7	18.4	6.3	9.9	14.8	

자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 67. 용어 정리

용어	뜻
Bit	컴퓨터에서 정보를 디지털 신호로 다룰 때 데이터 저장의 최소 기본 단위, 0 과 1
Byte	하나의 문자를 표현하는 단위로 8 개의 bit 를 묶어 1Byte 로 표현
Bit Growth (B/G)	메모리 반도체의 생산량 증가율을 나타내는 용어 메모리 용량을 1bit 단위로 환산하여 계산
다이	전자 회로가 집적되어 있는 IC 칩으로 물리적인 최소 제품 단위 웨이퍼에서 분리되지 않은 상태의 전공정에서 주로 사용
칩	웨이퍼를 분리한 후 개별적으로 구분된 상태에서는 다이를 칩으로 칭함
Net Die (넷 다이)	웨이퍼 당 생산 가능한 다이의 수 Gross Die 라고도 하며 Good 다이와 Fail 다이를 모두 합친 수
Node (노드)	반도체 회로를 구성하는 트랜지스터의 선폴을 뜻함 노드가 작을수록 칩의 성능과 전력 효율성이 향상되어 반도체는 노드를 축소하는 방향으로 발전
Tech Node (테크 노드)	장비의 세대와 설비를 뜻하는 단어, 오늘날에는 개정된 공정을 뜻하는 말로 쓰임
Tech Migration	보통 선단공정으로의 전환. 운영체제나 장비, 생산물질을 바꿔 기술적 진일보를 꾀하는 형태
Contents per box	기기 당 메모리 채용량
Sufficiency Ratio	메모리의 수요 대비 공급 비율
DDR	Double Data Rate, SDR 에서 진화한 디램 형태로 메모리를 처리하는 데이터 속도가 세대를 진화하면서 점점 빨라짐. DDR5 는 DDR1 대비 16 배가 빠르며 전력 소비는 절반 이하
LPDDR	Low Power DDR, 저소비전력 디램으로 탑재공간과 발열, 전력소비량에 민감한 모바일 등 소형 전자기기에 주로 사용
DIMM	Dual Inline Memory Module, 단품 형태의 디램을 8~16 개 또는 9~18 개 단위로 회로기판 위에 탑재하여 구성한 모듈. 컴퓨팅 메모리의 형태. 디램 1 개 사용 시보다 여러 개를 묶어 사용할 때 고용량의 데이터들을 고속으로 처리할 수 있기 때문
HBM	High Bandwidth Memory, 디램 칩을 적층하고 TSV 를 이용해 채널을 확장하여 전송 속도를 높일 수 있는 고성능 디램 인터페이스
SSD	Solid State Drive, 낸드 Flash 를 사용하여 만든 저장 장치. HDD 대비 속도가 빠르고 안정성이 높으며 전력소모가 적어 전자기기의 장시간 사용을 가능케 함
HDD	Hard Disk Drive, 디스크 방식의 저장장치로 디스크의 회전을 통해 데이터를 처리
Advanced Packaging (AVP)	반도체 미세화 한계로 인해 성능 향상의 대안으로 떠오르게 된 패키징 방식. AVP 는 2.5D, 3D 등 서로 다른 반도체 다이 블록을 통합하여 하나의 칩셋으로 만드는 모든 기술을 총망라
Chiplet (칩렛)	기능별로 분리된 개별 칩을 패키징으로 다시 연결하여 하나의 칩으로 구현하는 기술

자료 : 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

■ 투자등급

종목

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율				
기준일(20240630)		매수 : 90.58%	중립 : 7.97%	매도 : 1.45%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
HPSP	-	-	-	-	-	-	-	-
원익IPS	-	-	-	-	-	-	-	-
케이씨텍	-	O	-	-	-	-	-	-
피에스케이	-	O	-	-	-	-	-	-
에스티아이	-	-	-	-	-	-	-	-
케이엔솔	-	-	-	-	-	-	-	-



