



# 한화비전(489790)

세미텍 가치를 적극 반영할 시기

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

**Buy** (신규)

목표주가(신규): 81,000원

현재 주가(3/21)	53,700원
상승여력	▲50.8%
시가총액	27,112억원
발행주식수	50,488천주
52 주 최고가 / 최저가	62,800 / 28,700원
90 일 일평균 거래대금	1,273.33억원
외국인 지분율	20.0%
주주 구성	
한화 (외 2인)	34.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.3%
자사주 (외 1인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.7	87.1	N/A	N/A
상대수익률(KOSPI)	14.1	77.2	N/A	N/A

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	n/a	493	1,935	2,255
영업이익	n/a	0	200	300
EBITDA	n/a	16	227	330
지배주주순이익	n/a	11	152	237
EPS	n/a	210	3,019	4,687
순차입금	n/a	62	120	-33
PER	n/a	n/a	17.8	11.5
PBR	n/a	n/a	3.1	2.4
EV/EBITDA	n/a	n/a	12.5	8.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	n/a	n/a	17.9	23.6

주가 추이



목표주가 8.1만원으로 커버리지 개시

한화비전에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8.1만원으로 커버리지 개시. SOTP 밸류에이션 방식에 따라 적정 기업가치를 4.1조원(세미텍 가치 1.7조원, 시큐리티 부문 가치 2.4조원)으로 산정. 현 주가는 시큐리티 (CCTV) 부문 가치만을 설명하는 수준으로 세미텍(반도체 사업) 가치를 거의 반영하고 있지 못한 수준. 올해부터 세미텍 성과가 가시화되는 점을 고려해 해당 가치를 주가에 적극적으로 반영해야 할 시기가 판단

세미텍 성과 가시화. SK하이닉스 TC본더 벤더 구도 재편 기대

HBM용 TC본더 시장 진입으로 반도체 부문에서의 성과가 가시화되기 시작했으며, SK하이닉스향 벤더 구도도 재편될 것으로 기대. 동사는 지난 3/14 210억원 규모의 공급 공시를 통해 TC본더 시장 진입 공식화. 당사는 SK하이닉스의 증설 계획을 고려할 때 TC본더 예상 신규 구매(개조 제외) 규모가 올해 약 60대, 내년 약 120대 수준일 것으로 예상. 동사의 예상 공급 대수는 올해 45대, 내년 90대 수준에 이르며, M/S 우위(75% 가정)를 점할 것으로 판단. TC본더를 통해 창출될 것으로 예상되는 영업이익 규모는 올해 599억원에서 내년 1,260억원으로 증가 추정하며, 적자 사업부(전공정 장비, 설계)까지 고려한 세미텍 부문의 영업이익은 올해 163억원에서 내년 935억원으로 증가 전망

또한 SK하이닉스향 진입만으로도 충분히 유의미한 성과이나, 고객사 확장 가능성이 열려있다는 점도 긍정적. 고객사 확대와 관련해 별다른 제약 요소가 존재하지 않는 것으로 파악되는 만큼 SK하이닉스 공급 안정화 이후 고객사 확대 추진 기대

전공정 ALD 장비는 또다른 성장 포인트

동사는 TC본더와 별개로 전공정 ALD 장비도 개발 중. 삼성전자향 티타늄 계열(Ti, TiN) 증착용으로 개발되고 있으며 국산화 목적. 이미 지난해 초 R&D용 장비가 공급된 것으로 파악되며, 4Q26 경 양산용 데모 장비 공급 기대. '27년부터는 본격적인 매출 기여가 시작될 것으로 기대되며, 삼성전자 디램 최선단공정에 적용될 가능성이 높을 것으로 추정되는 만큼 높은 잠재력을 보유한 사업이라 판단

## 투자 의견 Buy, 목표주가 8.1 만원으로 커버리지 개시

한화비전에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 8.1만원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 사업구조를 고려해 SOTP 밸류에이션 방식을 적용했으며, 적정 기업가치를 4.1조원(세미텍 가치 1.7조원, 시큐리티 부문 가치 2.4조원)으로 산정했다. 내년 실적을 기준으로 기업가치를 산정한 근거는 세미텍의 주요 성장 모멘텀들이 내년에 집중되어있기 때문으로, 올해부터 본격적으로 공급 개시되는 HBM 용 TC본더 공급이 내년에 크게 확대될 것으로 예상되며, 전공정 ALD 장비에서의 성과도 내년에 확인될 예정인 점을 종합적으로 고려했다. 목표 배수는 세미텍의 경우 주요 경쟁사의 현 주가 레벨과 동일한 수준을, 시큐리티 부문의 경우 주요 경쟁사들의 평균 P/E를 20% 할인해 보수적으로 적용했다.

동사의 현 주가는 시큐리티 부문 가치만을 설명하는 수준으로 세미텍 가치는 거의 반영하고 있지 않은 수준으로 판단된다. 최근 세미텍 부문 성과가 TC본더 수주를 통해 가시화되기 시작했으며, 내년까지 가파른 성장이 예상된다는 점을 고려할 때 세미텍 가치를 주가에 적극 반영해줄 시기가 판단한다.

[표1] 한화비전 SOTP 밸류에이션

사업가치(십억원)	순이익	배수	적정가치	비고
세미텍 부문 가치	73.8	23X	1,736.9	'26년 예상 순이익에 주요 경쟁사 올해 평균 P/E 적용
시큐리티 부문 가치	162.9	14X	2,361.6	'26년 예상 순이익에 주요 경쟁 2개사 P/E 평균 20% 할인 적용
적정기업 가치			4,098.5	
주식수(천주)			50,488.39	
주당 가치			81,177	
<b>적정주가(원)</b>			<b>81,000</b>	
현재주가(원)			53,700	3/21 종가
상승여력(%)			▲50.8%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 투자포인트 1 : 세미텍 성과 가시화. TC 본더 벤더 구도 재편 기대

지난 14일 SK하이닉스향 210억원(VAT 별도, 6대 추정) 규모의 HBM용 TC본더 공급 계약 공시를 통해 동사의 TC본더 시장 진입이 공식화 되었으며, 반도체 부문(한화세미텍)에서의 성과도 가시화되기 시작했다. 향후 SK하이닉스향 TC본더 벤더 구도에도 변화가 있을 것으로 판단된다.

SK하이닉스의 HBM 생산 Capa(TSV 기준)는 지난해 말 130K/월 수준에서 올해 말 180K/월, 내년 말 280K/월 수준까지 증가할 것으로 예상되며, 이를 고려한 TC본더 신규 구매(개조 제외) 규모는 올해 약 60대, 내년 약 120대 수준에 이를 것으로 판단한다. 당사는 1) 장비 개발 단계부터 고객사의 도입 의지가 높았고, 2) 이원화 벤더로 고려할 수 있는 선택지가 제한적이며, 3) 작은 장비 사이즈로 인해 팹 공간 활용도 측면에서 유리한 점 등을 종합적으로 고려하면 벤더 진입 첫 해임에도 불구하고 SK하이닉스 내에서 점유율 우위를 확보할 가능성이 높다고 판단한다. 당사는 동사의 올해 예상 공급 대수가 약 45대 수준일 것으로 추정(M/S 75% 가정)하며, 동일 점유율이 내년까지 유지된다고 가정할 경우 내년 예상 공급 대수는 약 90대 수준에 달할 것으로 판단한다. 이에 따라 TC본더를 통해 창출될 것으로 예상되는 영업이익 규모는 올해 599억원에서 내년 1,260억원으로 증가 추정하며, 적자 사업부(전공정 장비, 설계)를 모두 고려한 세미텍 부문의 영업이익은 올해 163억원에서 내년 935억원으로 증가 전망한다.

한편, 고객사 확장 가능성이 열려 있는 점도 긍정적이다. SK하이닉스 벤더 진입 과정에서 고객사 확대와 관련한 별다른 제약 요소가 없었던 것으로 파악되는 바, SK하이닉스 향 공급이 안정화 된 이후 고객사 확대를 추진할 가능성이 높을 것으로 판단된다.

[표 2] 한화세미텍 TC 본더 공급 계약 내용

계약명	HBM 제조용 TC본더 공급 계약
공시일	'25년 3월 14일
계약금액(억원)	210억원(VAT 미포함)
최근매출액(억원)	3,904억원
매출액대비(%)	5.38%
계약상대	SK하이닉스
계약 기간	'25년 3월 14일 ~7월 1일

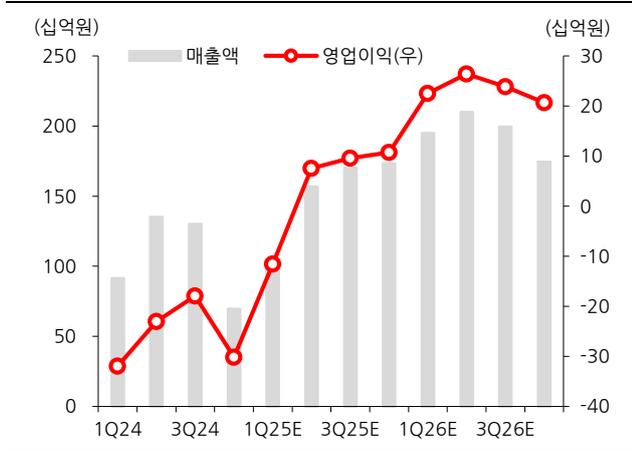
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표 3] 한화세미텍 TC 본더 매출 추정(SK 하이닉스향)

	2024	2025E	2026E
HBM Capa(K/월)	130	180	280
<b>증분</b>		<b>+50</b>	<b>+100</b>
TC본더 예상 총 수요(대)		60	120
한화세미텍 예상 공급 규모(대)		45	90
<b>한화세미텍 MS</b>		<b>75%</b>	<b>75%</b>
예상 매출액(십억원)		157.5	315.0
예상 영업이익(십억원)		59.9	126.0

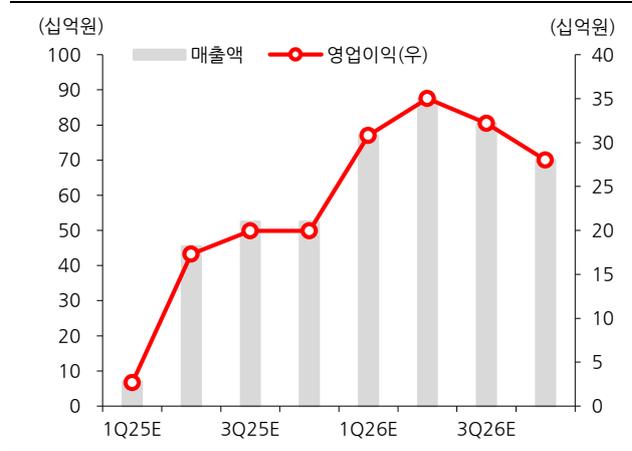
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 세미텍 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] TC본더 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

## 투자포인트 2: 전공정 ALD 장비는 또다른 성장 포인트

동사는 후공정 TC본더와 별개로 '18년부터 전공정 ALD 장비를 개발 중에 있다. 현재는 영업적자 상태의 사업부이나 '27년부터는 TC본더와 함께 중요한 성장 동력이 될 수 있을 것으로 전망한다. ALD 장비는 일부 국산화가 진행되었음에도 불구하고 여전히 추가 국산화에 대한 필요성이 높은 영역으로, 특히 진입장벽이 높은 메탈 ALD에서 그 필요성이 더 높은 것으로 파악된다.

동사는 현재 삼성전자향으로 티타늄 계열(Ti, TiN) 증착용 ALD 장비를 개발 중에 있으며, 이미 지난해 초 R&D용 장비가 공급되어 테스트 중인 것으로 파악된다. 큰 변수가 없다면 4Q26 경에는 양산용 데모장비 공급이 가능할 것으로 예상되며, '27년부터 본격적인 매출 기여가 시작될 것으로 판단된다. 삼성전자 디램 최선단공정에 적용될 가능성이 높을 것으로 추정되는 바, 높은 잠재력을 보유한 사업이라 판단된다.

### 실적 전망 : 올해부터 세미텍 실적 기여 본격화

올해 연결기준 예상실적은 매출액 1,93조원(+18% YoY), 영업이익 2,002억원(+235% YoY)으로 전망한다. 부문별 영업이익은 시큐리티 부문 1,839억원(+13% YoY), 세미텍 부문 163억원(흑전 YoY)로 전망한다. 시큐리티 부문은 미주 및 유럽 시장에서의 CCTV 교체 수요 증가로 인해 지난해와 유사한 성장세가 이어질 것으로 예상되며, 세미텍은 SK하이닉스향 TC본더 실적 기여가 본격화됨에 따라 흑자전환 가능할 것으로 판단된다. 특히 지난해 세미텍 적자폭을 키웠던 시스템반도체 설계 자회사 뉴블라가 정리됨에 따라 고정비 부담이 축소된 점도 긍정적이다.

내년에는 세미텍 실적 기여가 TC본더 공급 증가에 따라 더욱 두드러질 것으로 판단된다. SK하이닉스 내 TC본더 점유율이 올해와 동일하게 유지된다고 가정할 경우, 약 90대 수준의 장비 공급이 가능할 것으로 추정된다. 이에 따라 세미텍의 영업이익 규모도 935억원(+473% YoY)으로 올해대비 고성장 예상되며, 전사 영업이익도 세미텍 기여도 증가에 따라 3,001억원(+50% YoY) 달성이 가능할 것으로 판단된다.

[표4] 한화비전 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>428.5</b>	<b>505.1</b>	<b>510.4</b>	<b>490.8</b>	<b>568.1</b>	<b>601.2</b>	<b>564.7</b>	<b>521.2</b>	<b>1641.2</b>	<b>1934.8</b>	<b>2255.2</b>
세미텍	102.6	156.7	170.2	173.2	194.9	210.0	199.6	174.4	426.3	602.8	778.9
TC 본더	7.0	45.5	52.5	52.5	77.0	87.5	80.5	70.0	-	157.5	315.0
SMT	65.8	78.7	79.5	81.0	78.6	83.7	80.0	75.7	287.0	305.0	318.0
기타	29.8	32.5	38.2	39.8	39.3	38.8	39.1	28.7	139.3	140.3	145.9
시큐리티	325.9	348.4	340.2	317.6	373.2	391.2	365.1	346.8	1214.9	1332.0	1476.3
미주/유럽	251.5	271.1	259.0	235.4	295.4	312.9	282.4	263.0	890.6	1017.0	1153.6
기타	74.4	77.3	81.1	82.2	77.8	78.3	82.8	83.8	324.3	315.0	322.7
<b>QoQ/YoY(%)</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>1%</b>	<b>-4%</b>	<b>16%</b>	<b>6%</b>	<b>-6%</b>	<b>-8%</b>	<b>-</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>
세미텍	48%	53%	9%	2%	12%	8%	-5%	-13%	-	41%	29%
TC 본더	-	550%	15%	0%	47%	14%	-8%	-13%	-	-	100%
SMT	32%	20%	1%	2%	-3%	7%	-4%	-5%	-	6%	4%
기타	52%	9%	17%	4%	-1%	-1%	1%	-26%	-	1%	4%
시큐리티	15%	7%	-2%	-7%	18%	5%	-7%	-5%	-	10%	11%
미주/유럽	23%	8%	-4%	-9%	25%	6%	-10%	-7%	-	14%	13%
기타	-7%	4%	5%	1%	-5%	1%	6%	1%	-	-3%	2%
<b>영업이익</b>	<b>36.7</b>	<b>61.3</b>	<b>57.4</b>	<b>44.8</b>	<b>78.6</b>	<b>89.5</b>	<b>74.3</b>	<b>57.7</b>	<b>59.7</b>	<b>200.2</b>	<b>300.1</b>
<b>QoQ/YoY(%)</b>	<b>흑전</b>	<b>67%</b>	<b>-6%</b>	<b>-22%</b>	<b>75%</b>	<b>14%</b>	<b>-17%</b>	<b>-22%</b>	<b>-</b>	<b>235%</b>	<b>50%</b>
<b>OPM(%)</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	n/a	n/a	493	1,935	2,255
매출총이익	n/a	n/a	253	947	1,083
영업이익	n/a	n/a	0	200	300
EBITDA	n/a	n/a	16	227	330
순이자손익	n/a	n/a	-2	-7	-6
외화관련손익	n/a	n/a	38	13	15
지분법손익	n/a	n/a	0	0	0
세전계속사업손익	n/a	n/a	20	193	300
당기순이익	n/a	n/a	3	152	237
지배주주순이익	n/a	n/a	11	152	237
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	n/a	n/a	292.2	16.6
영업이익	n/a	n/a	n/a	흑전	49.9
EBITDA	n/a	n/a	n/a	1,355.2	45.4
순이익	n/a	n/a	n/a	4,646.8	55.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	n/a	n/a	51.3	49.0	48.0
영업이익률	n/a	n/a	0.0	10.3	13.3
EBITDA 이익률	n/a	n/a	3.2	11.7	14.6
세전이익률	n/a	n/a	4.0	10.0	13.3
순이익률	n/a	n/a	0.7	7.9	10.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	n/a	n/a	57	13	234
당기순이익	n/a	n/a	3	152	237
자산상각비	n/a	n/a	16	26	29
운전자본증감	n/a	n/a	18	-81	-37
매출채권 감소(증가)	n/a	n/a	97	-82	-33
재고자산 감소(증가)	n/a	n/a	-31	-68	-23
매입채무 증가(감소)	n/a	n/a	-46	66	17
투자현금흐름	n/a	n/a	-74	-73	-83
유형자산처분(취득)	n/a	n/a	-20	-58	-68
무형자산 감소(증가)	n/a	n/a	-1	-5	-5
투자자산 감소(증가)	n/a	n/a	-53	-2	-2
재무현금흐름	n/a	n/a	-107	-12	-6
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	-103	-12	-6
자본의 증가(감소)	n/a	n/a	-4	0	0
배당금의 지급	n/a	n/a	0	0	0
총현금흐름	n/a	n/a	36	94	272
(-)운전자본증가(감소)	n/a	n/a	504	81	37
(-)설비투자	n/a	n/a	25	58	68
(+)자산매각	n/a	n/a	4	-5	-5
Free Cash Flow	n/a	n/a	-490	-50	162
(-)기타투자	n/a	n/a	-521	8	9
잉여현금	n/a	n/a	32	-58	154
NOPLAT	n/a	n/a	0	158	237
(+) Dep	n/a	n/a	16	26	29
(-)운전자본투자	n/a	n/a	504	81	37
(-)Capex	n/a	n/a	25	58	68
OpFCF	n/a	n/a	-514	45	161

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	n/a	n/a	996	1,076	1,281
현금성자산	n/a	n/a	209	139	286
매출채권	n/a	n/a	456	538	571
재고자산	n/a	n/a	309	377	400
비유동자산	n/a	n/a	595	639	691
투자자산	n/a	n/a	204	213	221
유형자산	n/a	n/a	305	336	375
무형자산	n/a	n/a	86	90	95
<b>자산총계</b>	n/a	n/a	1,591	1,716	1,972
유동부채	n/a	n/a	530	588	603
매입채무			203	269	286
유동성이자부채	n/a	n/a	247	236	231
비유동부채	n/a	n/a	236	241	246
비유동이자부채	n/a	n/a	24	23	22
<b>부채총계</b>	n/a	n/a	766	829	849
자본금			25	25	25
자본잉여금	n/a	n/a	699	699	699
이익잉여금	n/a	n/a	12	165	401
자본조정	n/a	n/a	87	-4	-4
자기주식	n/a	n/a	-4	-4	-4
<b>자본총계</b>	n/a	n/a	825	886	1,123

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>주당지표</b>					
EPS	n/a	n/a	210	3,019	4,687
BPS	n/a	n/a	16,298	17,521	22,208
DPS	n/a	n/a	0	0	0
CFPS	n/a	n/a	709	1,857	5,385
ROA(%)	n/a	n/a	n/a	9.2	12.8
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	17.9	23.6
ROIC(%)	n/a	n/a	n/a	16.8	22.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	n/a	n/a	17.8	11.5
PBR	n/a	n/a	n/a	3.1	2.4
PSR	n/a	n/a	n/a	1.4	1.2
PCR	n/a	n/a	n/a	28.9	10.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	12.5	8.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	n/a	n/a	92.9	93.5	75.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	7.5	13.6	-3.0
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	396.6	53.0	-10.1
유동비율	n/a	n/a	187.9	182.9	212.4
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	22.5	35.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	n/a	n/a	68.1	74.1	68.2
현금+투자자산	n/a	n/a	31.9	25.9	31.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	n/a	n/a	24.7	22.6	18.4
자기자본	n/a	n/a	75.3	77.4	81.6

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 03월 24일)

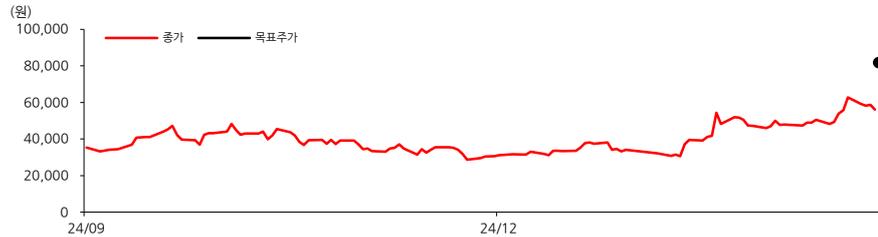
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

한화비전은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한화비전 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일시	2025.03.24	2025.03.24				
투자 의견	담당자 변경	Buy				
목표 가격	김광진	81,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.03.24	Buy	81,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%