오래만이야



2025.5.20

반도체 소재·부품·장비 Overweight

Initiation

Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권

2025년 5월 20일 | Equity Research

반도체 소재·부품·장비 Overweight

오랜만이야

Summary

- ✓ 반가운 신규 투자
- ✓ HBM 4 준비
- ✓ 1b, 1c 나노 공정 확대
- ✓ 신규 투자와 HBM 수혜 업체 추천

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월19일)
테스(095610)	BUY	34,000원	21,550원
주성엔지니어링(036930)	BUY	45,000원	33,550원
브이엠(089970)	BUY	15,500원	13,050원
피에스케이홀딩스(031980)	BUY	50,000원	32,100원
파크시스템스(140860)	BUY	282,000원	232,500원

목차

1. 반가운 신규 투자 3

SK하이닉스의 신규 라인 증설 3

2. HBM4 수혜 가시권 8

1) HBM4 표준화 8

2) HBM4 공정 변화 10

3) HBM4 계획대로 2025년 연내 양산 12

3. 공정 미세화는 계속 된다 14

1) 증착 공정: HKMG, ALD 14

2) 식각 공정: 고이방성 17

3) 노광 공정: EUV 확대 19

4. DRAM 수급 전망 21

2025년에도 타이트한 DRAM 수급 예상 21

기업분석 27

테스(095610) 28

주성엔지니어링(036930) 34

브이엠(089970) 40

피에스케이홀딩스(031980) 45

파크시스템스(140860) 51

2025년 5월 20일 I 산업분석_Industry In-depth

반도체 소재·부품·장비

오랜만이야

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2053년 5월 19일

테스(095610)
BUY I TP 34,000원 I CP 21,550원

주성엔지니어링(036930)
BUY I TP 45,000원 I CP 33,550원

브이엠(089970)
BUY I TP 15,500원 I CP 13,050원

피에스케이홀딩스(031980)
BUY I TP 50,000원 I CP 32,100원

파크시스템스(140860)
BUY I TP 282,000원 I CP 232,500원



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

반가운 신규 투자

2025년 DRAM의 신규 투자가 예상된다. 22년 하반기~23년 상반기에 걸친 감산 이후에 25년 상반기까지 DRAM 업체들은 전환 투자만 진행한다. 25년 하반기 중에 SK하이닉스의 15x fab이 완공되면 3년여만의 신규 투자가 시작될 것으로 전망한다. 장비 셋업 기간은 25년 4분기~26년 1분기 중으로 예상되며, 전환 투자와 달리 새롭게 라인을 설치해야 하기 때문에 전방위적으로 장비 업체들의 수혜가 기대된다. SK하이닉스 DRAM향 매출 비중이 높은 업체들 중심의 투자 전략이 유효할 것이다.

HBM 4 준비

SK하이닉스의 15x fab의 1단계 투자는 HBM 라인 증설로 예상된다. 2026년 HBM 수요에 대응하기 위해서 추가 설비가 필요한 상황이다. 장비 제작 및 입고 일정을 고려하면, 26년 1분기 중에 증설 라인 셋업 이후에 생산을 시작하면 26년 2분기 이후 고객사향 공급이 가능할 것으로 추정된다. 신규 라인은 2026년 수요 증가에 대응해야 하기 때문에 HBM4 생산을 위한 장비들을 구축할 것으로 예상된다. HBM4는 다이 사이즈의 확대와 I/O 단자의 2배 증가, 로직 다이의 파운드리 생산 등의 변화가 필요하다. HBM4로 인해 수요가 증가하는 공정 업체들의 수혜가 기대된다.

1b, 1c 나노 공정 확대

DRAM 업체 별로 HBM4향 DRAM 칩에 적용하는 공정이 상이하다. SK하이닉스는 1b 나노, 삼성전자는 1c 나노로 HBM4를 생산할 계획을 갖고 있다. 삼성전자가 1c 나노 준비를 먼저 진행하지만, 결국 SK하이닉스도 HBM이 아닌 일반 DRAM향 1c 나노 양산을 연내 진행할 것으로 판단된다. 공정 미세화로 인해 증착, 식각, 노광 등에서 변화가 필요하다. ALD 및 HKMG 공정 확대, 고이방성 식각, EUV 사용 증가에 이에 해당한다.

신규 투자와 HBM 수혜 업체 추천

2025년 신규 Fab의 완공과 HBM4 라인 투자로 인해 장비 업체들의 수혜가 기대된다. 3년여만에 진행되는 신규 투자이기 때문에 반도체 장비 업체들에 대한 투자 아이디어가 필요하다. SK하이닉스의 DRAM향 매출 비중이 높은 업체들과 HBM4 관련 수혜 업체들에 대한 비중확대 전략을 추천한다. SK하이닉스향 DRAM 비중이 높은 업체로 증착 업체인 테스와 주성엔지니어링, 식각 업체인 브이엠을 추천한다. HBM4 관련해서는 TSV 수요 증가에 따른 수혜가 가능한 피에스케이홀딩스를 추천한다. 마지막으로 공정 미세화 및 패키징 고도화로 인해 범용적으로 수요가 증가중인 원자 현미경 업체 파크시스템스도 주목한다.

1. 반가운 신규 투자

SK하이닉스의 신규 라인 증설

SK하이닉스의 15x 투자

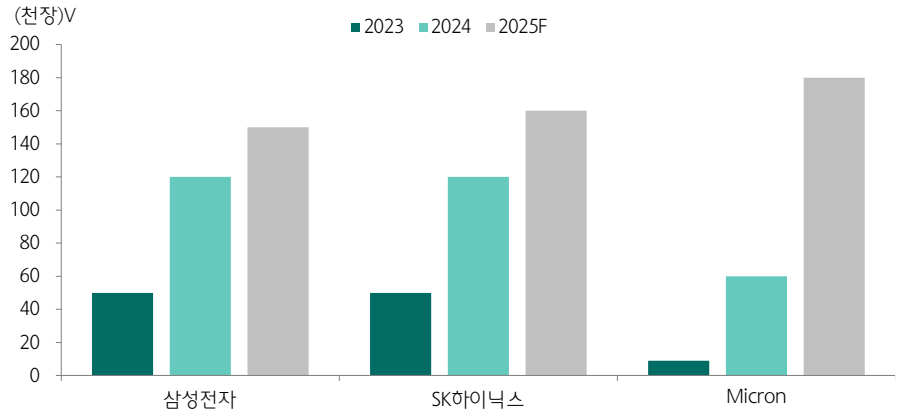
2025년 하반기에는 SK하이닉스의 15x 라인에 대한 투자가 진행될 것으로 예상한다. DRAM 업황은 2023년 감산 기조 이후에 지난 2년 넘는 기간 동안 전환 투자만 진행되었는데, 3년 만에 신규 투자가 일어날 예정이다. 15x 라인에는 HBM 생산 라인 30k가 투자될 것으로 추정한다. 기존과 달리 전환 투자가 아닌 신규 투자이기 때문에 전, 후공정에 걸친 전방위적인 장비 및 HBM 관련 장비 수혜를 기대할 수 있다. 관세 관련 수요 불확실성이 상존하기 때문에 투자 일정은 일부 지연될 수 있다. 하나증권은 이르면 2025년 연내, 늦어지면 25년 4분기~26년 1분기에 걸쳐 설비 투자가 진행될 것으로 예상한다.

15x는 2026년 생산에 기여

15x HBM 설비는 연내 장비 셋업이 완료된다고 하더라도 생산 물량은 2026년부터 기여할 것으로 추정된다. 25년 2분기 중에 주요 고객사와 2026년 공급량이 결정된다면, 투자 관련 일정도 구체화될 것으로 예상한다. SK하이닉스 외의 DRAM 업체들은 2026년 HBM 공급 물량이 결정되기 까지는 시간이 필요할 것으로 보여져 CAPA 증설에 대해서 다소 보수적인 스탠스를 보일 것으로 판단한다.

SK하이닉스 HBM CAPA

도표 1. 주요 DRAM 3사의 HBM CAPA 전망



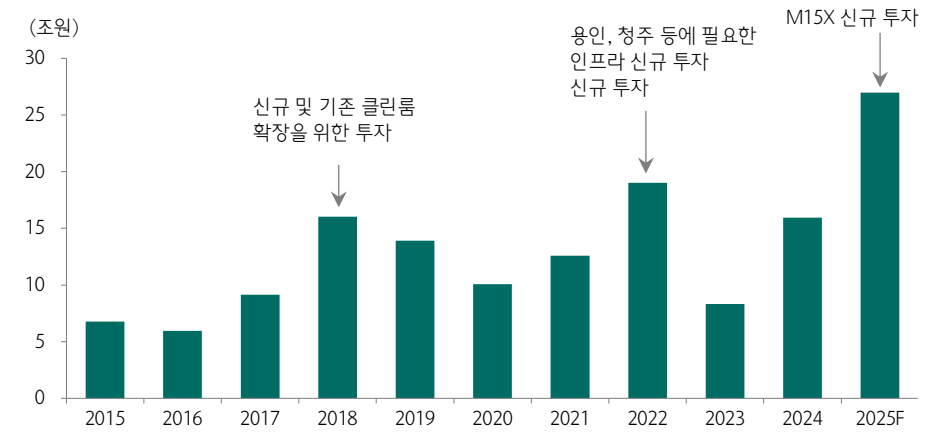
자료: Trendforce, 하나증권

15x는 HBM 중심으로 셋업 예상

SK하이닉스의 2025년 Capex는 27조원으로 전년대비 67% 증가할 것으로 예상한다. 다만, Capex 규모는 M15x에 장비 셋업 시기에 따라 변동성은 상존한다. 신규 투자는 건물 및 인프라 구축 등의 비용은 물론이고, 모든 공정 장비를 새롭게 구매해야 하기 때문에 투자 규모가 커질 수밖에 없다. 아래 도표에서처럼 신규 투자가 진행된 해에는 확연하게 투자 규모가 증가했음을 확인할 수 있다.

M15x는 HBM 중심으로 투자가 진행될 것으로 추정한다. 현재 여유 CAPA가 없는 상황에서 HBM 수요 증가에 대응하기 위해서 추가적인 라인 증설이 필요하기 때문이다. SK하이닉스의 매출액 내에서 HBM 비중은 2025년 연말에 50%에 육박할 것으로 추정된다. 아울러 높은 영업이익률로 인해 전사 수익성 개선을 견인하고 있는 것으로 판단된다. 주요 고객사의 HBM 요구 및 추론 AI용 ASIC 수요 대응을 위해서라도 추가 증설이 불가피해 보인다. 15X의 디자인 CAPA는 월 9만장 정도로 예상되는데, 첫번째 투자는 월 3만장으로 예상한다. 해당 투자에 따른 장비 셋업이 2025년에 완료되는냐 마느냐로 2025년 및 2026년 Capex에 변동이 생길 것으로 추정한다.

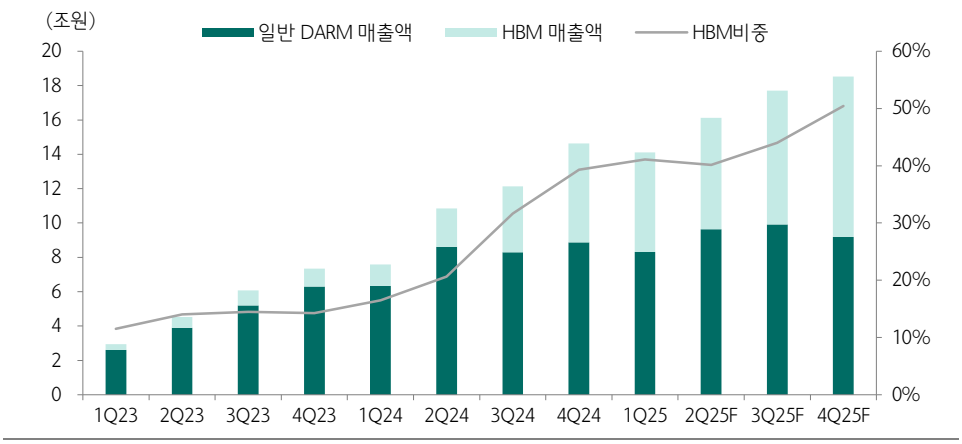
도표 2. SK하이닉스 CAPEX 추이



자료: SK하이닉스, 하나증권 추정

도표 3. SK하이닉스 HBM 매출비중 추이 및 전망

2025년 매출비중 50% 육박



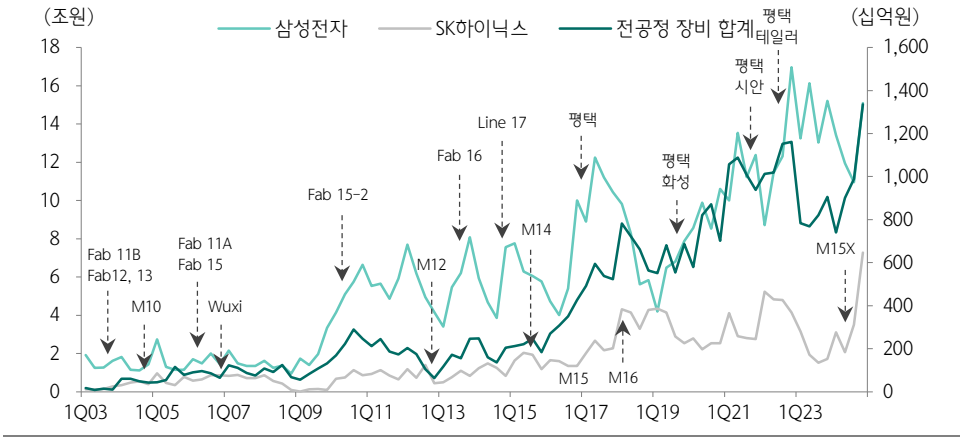
자료: SK하이닉스, 하나증권 추정

신규 라인 투자에 따른 수혜 강도가 높음

DRAM 3사의 미세 공정 전환과 SK하이닉스의 신규 투자로 인해 전공정 장비 업체들 전반적으로 수혜가 가능할 것으로 기대된다. 앞서 언급한 것처럼 신규 Fab의 투자는 25년 하반기~26년 상반기 진행될 것으로 예상되어 장비 업체들의 매출 인식 역시 2025년과 2026년에 걸쳐서 반영될 가능성이 높다. 따라서 향후 12개월 선행 실적으로 접근하면 신규 투자에 따른 수혜를 온전히 확인할 수 있을 것으로 예상한다.

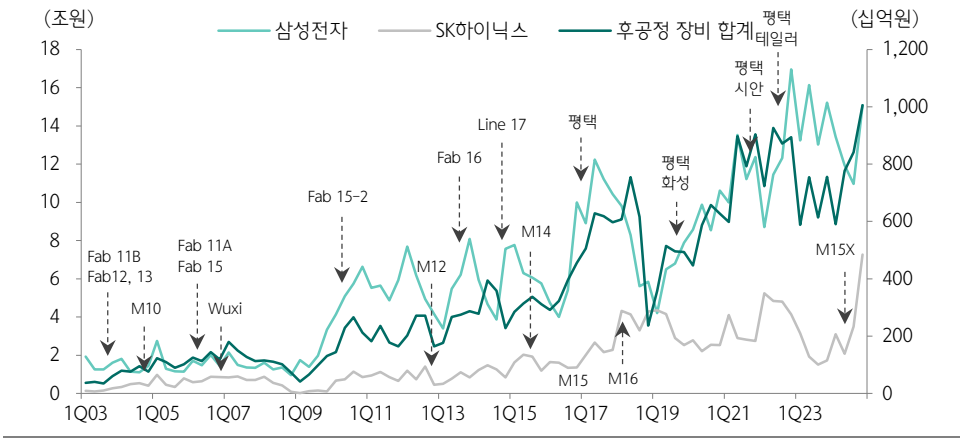
전환 투자는 특정 공정만 추가하면 되기 때문에 수혜 장비가 제한적이지만, 신규 투자는 모든 공정 장비를 새롭게 구매해야 하기 때문에 전방위적 수혜가 가능하다. 특히, 국내 장비 업체들은 글로벌 장비 업체들보다 장비 라인업이 적기 때문에 신규 라인 투자시에 수혜 강도가 두드러질 수밖에 없다. 아래 그림에서 확인할 수 있는 것처럼 메모리 업체들의 Capex와 장비 업체들의 매출액 간의 상관계수는 높은 편이다. 2025년 SK하이닉스의 삼성전자의 DRAM Capex는 전년대비 43% 증가할 것으로 예상되며, 특히 신규 라인 투자도 포함되어 있어 오랜만에 외형 성장이 가능해 현재 시점이 투자의 적기라고 판단한다.

도표 4. 메모리 업체 CAPEX와 전공정 장비업체 매출액 합계 비교



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

도표 5. 메모리 업체 CAPEX와 후공정 장비업체 매출액 합계 비교



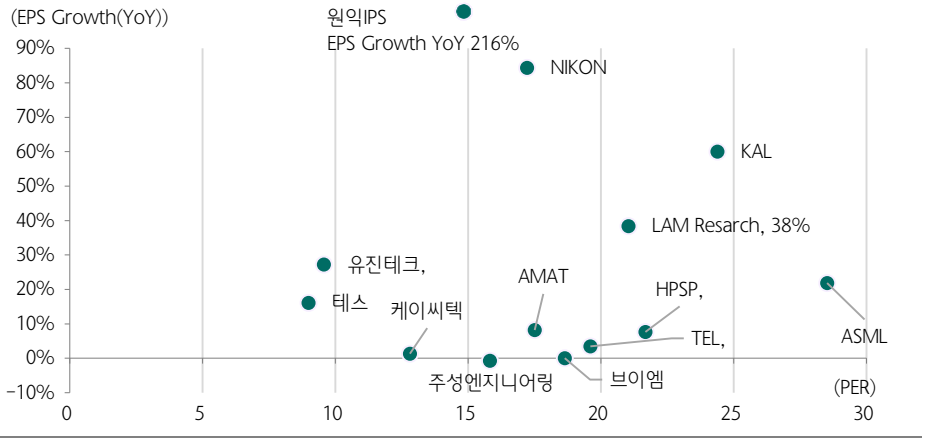
자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

글로벌대비 저평가 불가피

장비 라인업 및 점유율 확대 가능한 업체들에 주목

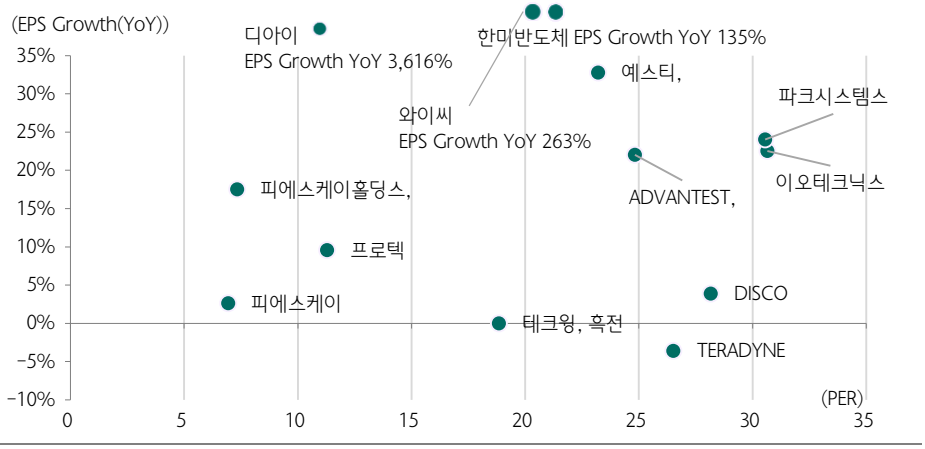
국내 반도체 장비 업체들의 중장기적 공통 투자포인트는 국산화다. 국산화라는 커다란 흐름 안에서 공정 장비 라인업을 얼마나 확대할 수 있느냐가 관건이다. 매출 규모 및 라인업의 부재로 인해 세계 4대 반도체 장비 업체들보다 저평가 받는 것은 당연하다. 다만, 장비 라인업 및 점유율 확대를 통해 외형 성장 가능성은 높을 수밖에 없다. PER이 현저하게 낮은 업체들 중에서 EPS 성장률이 상향 조정될 수 있는 업체들 중심으로 투자를 추천한다. 아울러 고객사 및 장비 추가를 시도하는 업체들은 아직 추정치에 이를 반영하지 못했을 것이기 때문에 관심 있게 지켜볼 필요가 있다고 판단한다.

도표 6. 반도체 전공정 장비업체 Global Peer 및 국내 업체



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 7. 반도체 후공정 장비업체 Global Peer 및 국내 업체



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 8. 국내외 주요 업체들 시가총액 및 밸류에이션

업종 / 업체	시총 (십억원)	종가 (원)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		P/E		P/B		EV/EBITDA		EPS 증감율 (YoY)		ROE	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
전공정 장비																
원익IPS	1,117	22,750	888	975	73	93	17.0	13.5	1.2	1.1	8.2	6.3	216.4	25.9	7.2	8.4
주성엔지니어링	1,678	35,500	411	510	110	145	16.0	12.9	2.5	2.1	11.0	8.0	-0.7	24.4	17.3	18.5
유진테크	764	33,350	473	519	97	117	9.5	8.2	1.6	1.3	3.9	3.2	27.3	15.9	18.2	17.8
테스	445	22,500	304	341	55	65	9.0	7.6	1.1	0.9	6.3	4.6	16.3	17.3	14.4	14.9
케이씨텍	575	27,800	377	423	49	58	10.9	8.9	1.0	0.9	3.2	2.1	1.3	22.0	10.5	11.6
HPSP	2,000	23,950	205	254	105	132	21.4	17.3	5.4	4.4	15.2	11.6	7.6	23.8	29.5	29.0
피에스케이	554	19,120	417	439	88	92	6.8	6.4	1.0	0.9	3.5	2.0	2.6	7.1	16.0	14.9
브이엠	300	12,440	101	147	15	30	19.0	8.8	2.2	1.7	16.9	8.5	흑전	116.7	12.9	23.5
ASML	420,855	682	50,183	54,927	16,608	18,987	29.1	25.3	14.3	12.2	22.4	19.6	21.8	15.3	49.4	51.7
LAM Resarch	151,796	85	25,554	26,165	8,192	8,113	21.1	21.1	11.0	9.3	17.3	17.3	38.4	0.3	54.3	44.8
AMAT	198,707	175	40,251	42,697	12,022	12,872	18.8	17.4	7.4	6.4	15.4	14.2	8.2	7.8	36.9	34.9
TEL	109,476	24,130	24,541	27,163	6,884	8,056	20.2	17.1	5.2	4.5	13.8	11.5	3.5	17.7	27.1	27.8
KAL	149,907	806	16,873	17,303	7,195	7,204	24.8	24.4	25.0	22.1	20.0	19.7	60.0	1.8	109.1	89.8
ONTO INNO	6,706	98	1,429	1,568	382	447	18.2	15.6	0.0	0.0	13.5	12.0	32.4	16.7	12.4	11.9
NIKON	4,621	1,440	6,999	7,312	328	418	17.3	13.8	0.7	0.7	6.8	6.2	84.3	25.4	4.2	5.5
후공정 장비																
파크시스템스	1,618	231,500	216	256	54	68	30.7	26.4	6.7	5.4	25.2	19.5	23.0	16.3	24.7	22.8
이오테크닉스	1,663	135,000	370	459	56	84	31.7	21.9	2.6	2.3	23.5	16.0	22.5	44.6	8.6	11.5
한미반도체	7,913	81,900	833	1,141	423	590	22.2	16.5	8.9	6.0	17.4	12.0	134.7	34.6	50.3	44.2
에스티아이	349	22,050	513	595	61	87	6.4	4.6	1.1	0.9	4.3	2.8	100.5	40.1	19.2	22.8
피에스케이홀딩스	741	34,350	230	241	95	94	6.6	6.4	1.4	1.2	4.9	4.0	17.5	3.3	23.8	20.6
테크윙	1,376	36,850	437	714	109	202	18.5	9.2	4.8	3.2	14.0	8.2	흑전	102.1	31.8	43.6
프로텍	263	23,900	176	193	24	35	12.4	9.5	0.7	0.6	5.3	3.4	-2.0	30.1	6.8	8.3
예스티	320	15,300	109	120	13	17	22.5	16.7	2.3	2.1	21.0	16.1	32.8	34.9	11.1	13.7
TERADYNE	18,633	83	4,056	4,807	827	1,172	25.9	18.3	4.6	4.4	17.8	13.5	-3.6	42.0	18.2	23.7
ADVANTEST	54,634	7,413	7,995	8,857	2,670	2,996	25.7	23.0	8.7	7.1	18.0	15.8	22.0	12.2	36.7	35.3
DISCO	37,369	35,830	3,993	4,475	1,702	2,098	30.3	26.0	6.8	6.0	18.4	16.1	3.9	16.5	25.8	26.2

자료: Quantiwise, 하나증권

2. HBM4 수혜 가시권

1) HBM4 표준화

HBM4는 HMB3대비 채널 수, 용량, 패키지 크기 등이 확대

2025년 4월 JEDEC(Joint Electron Device Engineering Council, 국제 반도체 표준협의기구)은 HBM4 표준을 발표했다. 주요 항목들을 살펴보면, 채널 수는 4~32채널, 채널당 비트 수는 64bit DDR 인터페이스로 밝혀졌다. 이에 따라 데이터 인터페이스 폭은 256Gb에서 최대 2,048Gb이고, 핀당 전속 속도인 4.8~8.0Gbps를 고려하면 이론상 대역폭은 153.6~2,048GB로 확인된다. 채널당 용량은 최소 3Gb에서 16Gb로 정해졌는데, 이를 기반으로 계산하면 12단 HBM4의 경우 최대 768GB, 16단의 경우 1TB를 제공한다.

이번에 제시된 HBM4의 표준을 기존의 HBM 시리즈와 비교해보면, 채널 수 및 최소 메모리 용량의 확장과 패키지 크기 증가가 있었다. 채널 수의 경우, HBM1/2 8채널, HBM3 16채널, HBM4 32채널로 증가했다. 채널 수가 기존 HBM3대비 2배 증가하면서 최대 대역폭 또한 HBM3 1,024GB에서 HBM4 2,048GB로 2배 확장됐다.

메모리 용량의 경우 HBM1 1~16Gb, HBM2 2~16Gb, HBM3 2~32Gb, HBM4 3~16Gb로, 최소 메모리 용량이 기존 2Gb에서 3Gb로 확대됐다. 이에 따라 12단을 기준으로 HBM3 48GB에서 HBM4 144GB로 크게 확대됐다. 메모리 용량 증가도 긍정적이었지만, 채널 수가 전세대 대비 2배 증가한 영향이 가장 크다.

패키지 크기 또한 확대된다. HBM3의 경우 가로/세로 10.975mm 정사각형 모양에서 HBM4로 넘어오면서 가로 길이가 24Gb/die 12.775mm, 32Gb/die 14.175mm로 확장됐다. 높이도 표준값 기준 HBM3 720μm에서 HBM4 775μm로 높아졌다. 이전에 높이가 720μm로 제한될 가능성이 제기된 바 있었는데, 720μm로 제한될 경우 채널 수 증가, 범프 수 증가 등에 대응하기 위해 하이브리드 본딩에 대한 필요성이 대두되었다. 다만, 이번에 확정된 표준은 높이 제한이 완화된 775μm로 발표되면서 기존 TSV 본딩 방식을 통해 제조가 가능할 것으로 판단된다.

도표 9. HBM4 표준 스펙

항목	구분	내용
채널수	최소	4채널
	최대	32채널
채널당 비트 수	고정	64bit DDR 인터페이스
채널당 용량	최소	3Gb
	최대	16Gb
뱅크 수	최소	16
	최대	64
프리페치	고정	256bit
버스트 길이	고정	8
핀당 전송 속도	최소	4.8Gbps
	최대	8.0Gbps
데이터 버스 폭	최소	256Gb
	최대	2,048Gb
대역폭	최소	153.6GB
	최대	2,048GB
스텍 높이	최소	4H
	최대	16H

자료: JEDEC, 하나증권

도표 10. HBM3 패키지 크기 스펙

항목	축	구성	최소	표준	최대	단위
가로	X	-	-	10.975	-	mm
세로	Y	-	-	10.975	-	mm
높이	Z	4H	695	720	745	μm
		8H	695	720	745	μm
		12H	695	720	745	μm
		16H	TBD	TBD	TBD	μm

자료: JEDEC, 하나증권

도표 11. HBM4 패키지 크기 스펙

항목	축	구성	최소	표준	최대	단위
가로	X	24Gb/die	12.75	12.775	12.8	mm
		32Gb/die	14.15	14.175	14.2	mm
세로	Y		10.95	10.975	11	mm
높이	Z	4H	750	775	800	μm
		8H	750	775	800	μm
		12H	750	775	800	μm
		16H	750	775	800	μm

자료: JEDEC, 하나증권

도표 12. 세대별 HBM 스펙

항목	세대	내용
채널수	HBM1	8채널
	HBM2	8채널
	HBM3	16채널
	HMB4	32채널
채널당 비트 수	HBM1	128bit DDR
	HBM2	128bit DDR
	HBM3	64bit DDR
	HMB4	64bit DDR
전송속도	HBM1	2.0Gbps
	HBM2	2.4~3.2Gbps
	HBM3	8.0Gbps
	HMB4	8.0Gbps
데이터 버스 폭(I/O)	HBM1	1,024bit
	HBM2	1,024bit
	HBM3	1,024bit
	HMB4	2,048bit
대역폭	HBM1	256
	HBM2	409.6GB
	HBM3	1,024GB
	HMB4	2,048GB
스텍 높이	HBM1	2H, 4H, 8H
	HBM2	2H, 4H, 8H
	HBM3	4H, 8H, 12H, 16H
	HMB4	4H, 8H, 12H, 16H
채널당 용량	HBM1	1~16Gb
	HBM2	2~16Gb
	HBM3	2~32Gb
	HMB4	3~16Gb

자료: JEDEC, 하나증권

2) HBM4 공정 변화

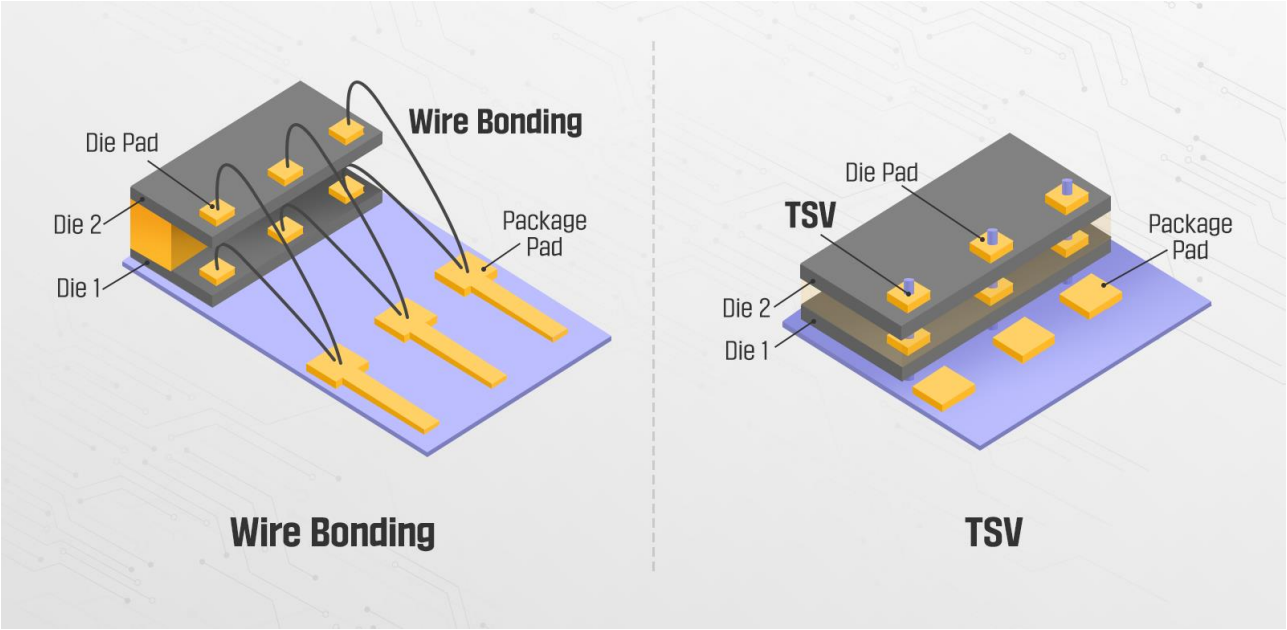
채널 확대로 더 많은 TSV 요구
TSV 증가는 더 큰 면적을 요구

규격뿐만 아니라 공정 내에서도 다양한 변화가 기대된다. 대표적으로 TSV(Through Silicon Via) 공정이 있다. TSV란 패키징 기술의 일종으로, 기존 와이어를 통한 와이어 본딩 대신에 칩에 미세한 구멍을 뚫어 상단 칩과 하단 칩을 전극으로 연결하는 기술이다. 이를 통해 기존 와이어 본딩 대비 전기 신호 전달 경로가 짧아져 신호 전달이 매우 빨라진다. 또한 칩을 하단부터 상단까지 적층하여 메모리 용량을 극대화할 수 있고, 와이어가 필요하지 않기 때문에 와이어 형성에 필요한 공간도 불필요하기 때문에 소형화에 유리하다.

TSV는 제조하는 칩의 I/O 단자 개수만큼 필요한데, HBM3의 경우 1,024개(16채널*64bit)의 I/O가 있기 때문에 1,024개의 TSV가 필요하다. 마찬가지로 HBM4의 경우 2,048개(32채널*64bit)의 I/O가 존재하기 때문에, 2,048개의 TSV가 필요하다. 이는 HBM 수요가 동일하다는 가정하에서 TSV 수요와 필요 CAPA가 2배 증가한다는 의미이다.

TSV의 증가는 필연적으로 다이 면적의 확대를 의미한다. 기존 HBM3의 면적에서 TSV를 2배 구현한다는 것이 어렵기 때문이다. 이를 증명하듯 HBM4 규격을 살펴보면 24Gb/die 기준 가로 길이가 HBM3 규격 대비 1.8mm 늘어난다. 이에 따라 1장의 웨이퍼로 생산할 수 있는 다이의 수가 HBM3 대비 줄어들 수밖에 없다. 이는 HBM4의 생산 확대가 Wafer 소비량을 증가시키는 것을 의미하고, DRAM CAPA를 제한하는 요인으로 작용할 것이다.

도표 13. 와이어 본딩과 TSV 본딩



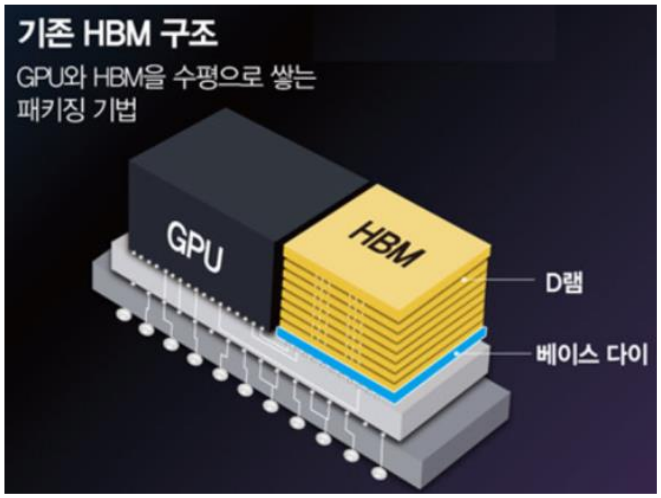
자료: SK하이닉스, 하나증권

3D 적층은 인터포저 없이 적층

적층 방식에도 변화가 있다. 기존 HBM3까지는 인터포저 위에 로직(베이스) 다이를 쌓고, 그 위에 HBM을 놓는다. 로직칩은 쌓아진 HBM 옆에 수평으로 놓는 2.5D 적층 방식을 사용했다. HBM4부터는 3D 적층 방식을 채택하면서 로직칩→ 로직 다이 → HBM순으로 수직으로 적층하는 방식으로 제조된다. 이에 따라 기존 2.5D 패키징에서 로직칩과 HBM을 연결하기 위해 사용되던 인터포저가 빠지게 된다. 인터포저가 빠지는 만큼 면적은 줄어들고, 신호 경로 또한 짧아져 더 빠른 전송속도와 더 낮은 전력소모를 가능하게 한다.

또 다른 대표 변화는 로직 다이에 있다. HBM 선두주자인 SK하이닉스는 HBM3E까지는 자체적으로 로직 다이를 생산했지만, HBM4부터는 로직 선단 공정을 이용할 계획이며, 이를 위해 TSMC가 로직 다이를 생산할 예정이다. HBM4에 선단 공정을 적용하는 이유는 채널 수 증가와 TSV 증가 등 HBM의 스펙 상향때문이다. 채널과 TSV가 증가하면서 채널 스케줄링과 신호 제어 등 더 많은 로직 기능을 필요로 한다. 이를 해결하기 위해 로직 다이 내 선단 공정을 도입해 다양한 로직 회로를 도입할 계획이다. 또한 선단 공정을 통해 다양한 기능을 추가할 수 있기 때문에 맞춤형 HBM 생산에도 유리하다.

도표 14. 2.5D 적층을 하는 기존 HBM



자료: 삼성전자, 하나증권

도표 15. 3D 적층을 하는 HBM4



자료: 삼성전자, 하나증권

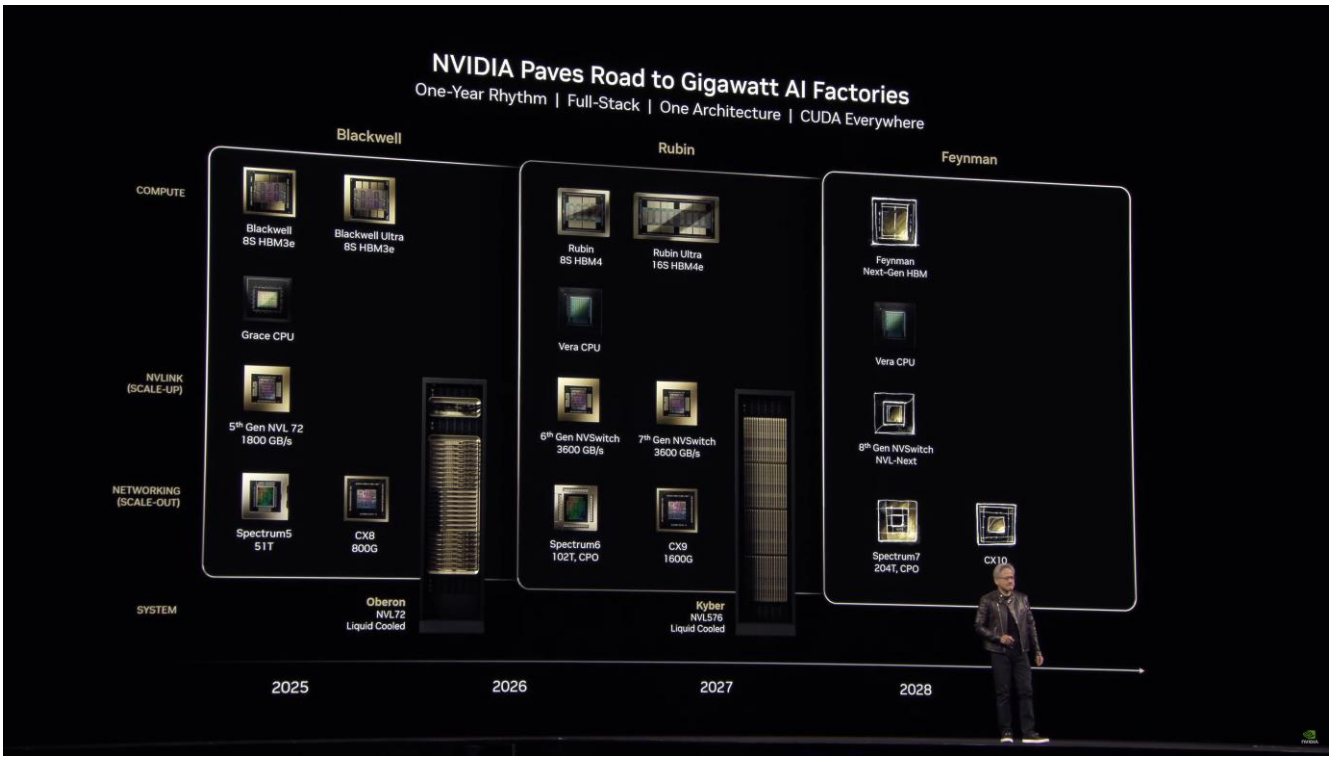
3) HBM4 계획대로 2025년 연내 양산

2025년내 HBM4 양산

HBM4 양산 개시는 2025년 연내로 알려졌다. Nvidia의 Blackwell 관련 양산 일정에 대한 노이즈로 인해 HBM4가 탑재될 예정인 Rubin 제품의 일정에도 우려가 상존한다. 다만, Nvidia의 B300, GB300에 탑재될 SK하이닉스의 HBM3E 12단은 24년 4분기 양산을 시작해서 25년 상반기 내에 출하량 증가가 확인되고 있다. 고객사의 제품 출시 일정에 대한 불확실성은 상존하지만, SK하이닉스의 HBM 양산 및 출하 일정에는 변화가 없는 것으로 파악된다. 아울러 TSMC 및 OSAT의 CoWoS 관련 생산 및 출하, CAPA에도 뚜렷한 변화는 없는 것으로 파악된다.

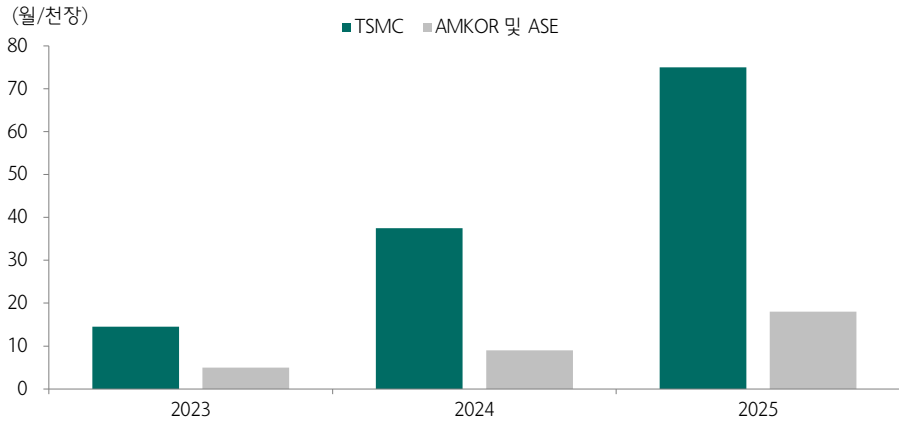
현재 시점에서 SK하이닉스의 HBM4의 연내 양산 일정은 기존 계획대로 진행중이다. Nvidia의 R100이 TSMC 3나노 공정을 통해 25년 4분기에 양산을 시작할 것으로 전망되며, 해당 제품에는 8개의 HBM4가 탑재될 것으로 예상된다. TSMC의 생산 일정이 현재 예상대로 진행된다면, SK하이닉스의 양산도 기존 계획대로 진행될 것이다. R100 제품의 서버 고객사들에게 공급되는 시기는 26년 중반으로 추정된다.

도표 16. Nvidia의 제품 라인업 로드맵



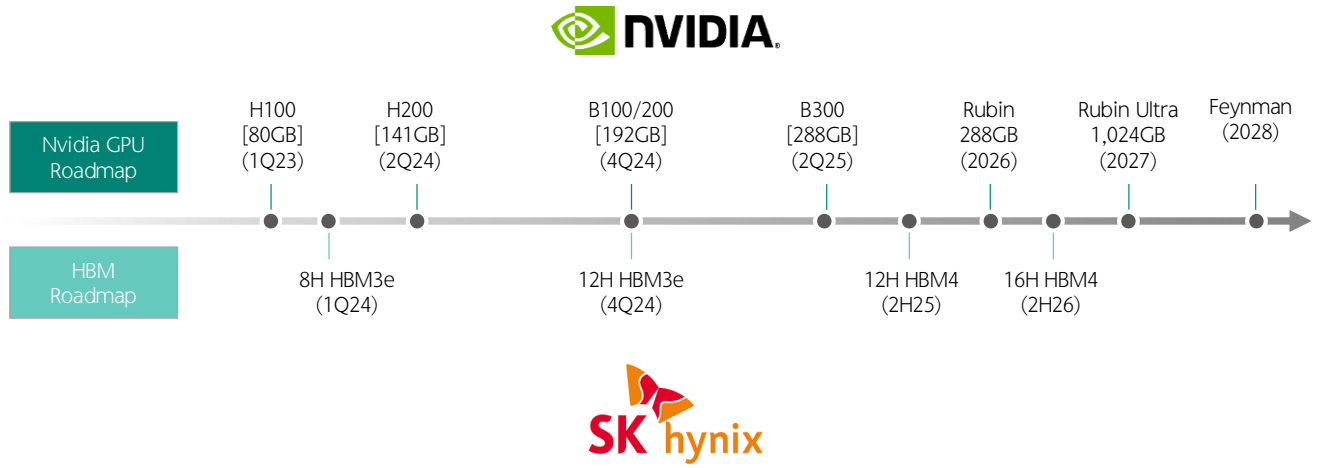
자료: GTC2025, 하나증권

도표 17. TSMC 및 OSAT 업체들의 CoWoS CAPA 계획



자료: 언론 정리, 하나증권

도표 18. Nvidia 및 SK하이닉스의 GPU/HBM Roadmap



자료: GTC2025, SK하이닉스, 하나증권

도표 19. SK하이닉스 HBM 일정

제품명	단수	메모리 용량	대역폭	양산일
HBM	4	8GB	128GB/s	2013년
HBM2	4	8GB	256GB/s	2016년
HBM2E	8	16GB	460GB/s	2019년
HBM3	8	16GB	819GB/s	06월 22일
HBM3	12	24GB	819GB/s	2023
HBM3E	8	24GB	1.15TB/s	03월 24일
HBM3E	12	36GB	1.15TB/s	09월 24일
HBM3E	16	48GB	1.15TB/s	2025년 초 샘플링
HBM4	12	36GB	1.5~2.56TB/s	2025년
HBM4	16	48GB	1.5~2.56TB/s	2026년
HBM4E	16	48GB	HBM4 대비 1.4x(루머)	2026년

자료: SK하이닉스, 언론보도, 하나증권

3. 미세공정 전환은 계속 된다

1) 증착 공정: HKMG, ALD

공정 미세화로 ALD 공정, HKMG 공정 증가중

DRAM이 미세화되면서 박막 두께 제어가 중요해졌는데, 극도로 얇고 균일한 박막을 형성하기 위해 ALD(원자층 증착) 장비 수요가 증가했다. 얇은 박막을 유지하되 정전용량을 유지 및 증가시키기 위해 High-K Mrtal Gate 수요도 증가할 수밖에 없다. 1b 및 1c 나노 공정 전환이 증가하는 과정에서 ALD 및 HKMG 관련 장비 및 소재 업체들에 대한 투자 전략이 유효할 것으로 판단한다.

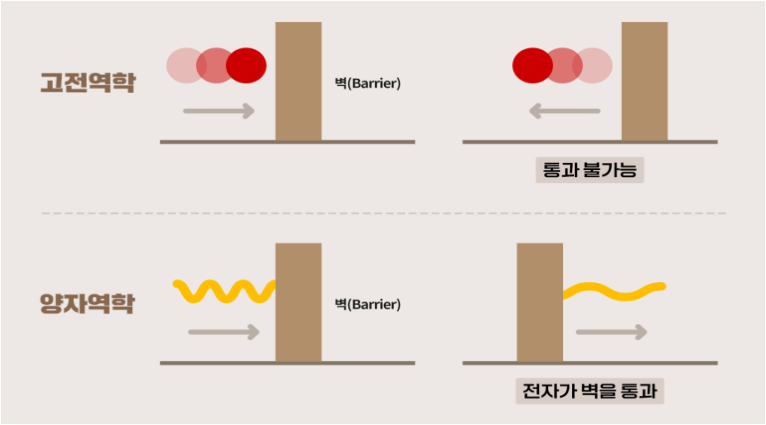
HKMG (High-K / Metal Gate)

왜 High-K Metal Gate가 필요한가? 기존의 Poly-Si 게이트 + SiON(실리콘 산질화막) 게이트 절연층 구조는 미세화에 따른 게이트 누설 전류(leakage) 증가 문제가 발생한다. 특히 절연막이 너무 얇아지면 전자가 터널링해서 전력 소모, 신뢰성 저하, 열 발생이 커지며 반도체 퍼포먼스가 떨어진다.

High-K는 '높은 유전율(K값)'을 가진 물질로, 기존 실리콘 산화막보다 두꺼운 절연막을 사용할 수 있어 누설 전류가 크게 감소한다. 또한 얇은 산화막에서도 높은 절연 특성을 유지하기 때문에 트랜지스터 신뢰성이 개선된다. Metal Gate는 고유전율이기 때문에 동일 전압에서 5배 이상의 전하 저장이 가능하다. Poly-Si보다 게이트 전도성 및 임계 전압 조절 특성이 우수하기 때문에 중용된다.

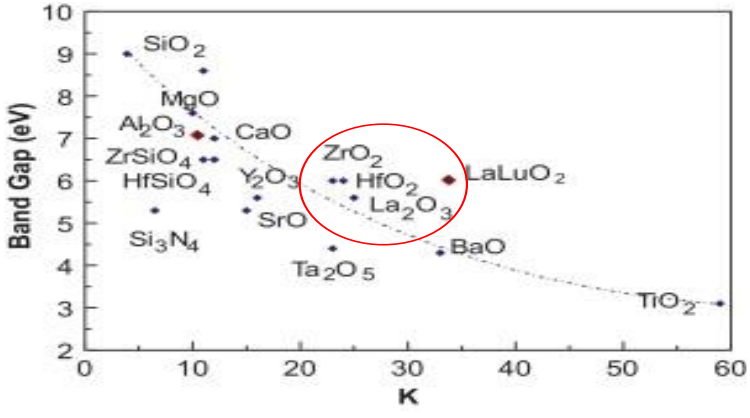
도표 20. 전자의 터널 효과

반도체의 미세화가 진행되며 전자가 확률적으로 장벽을 통과하는 터널링 현상 발생 이로 인해 누설전류 등 문제점이 발생



자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 21. 소재별 유전율



자료: ScienceDirect, 하나증권

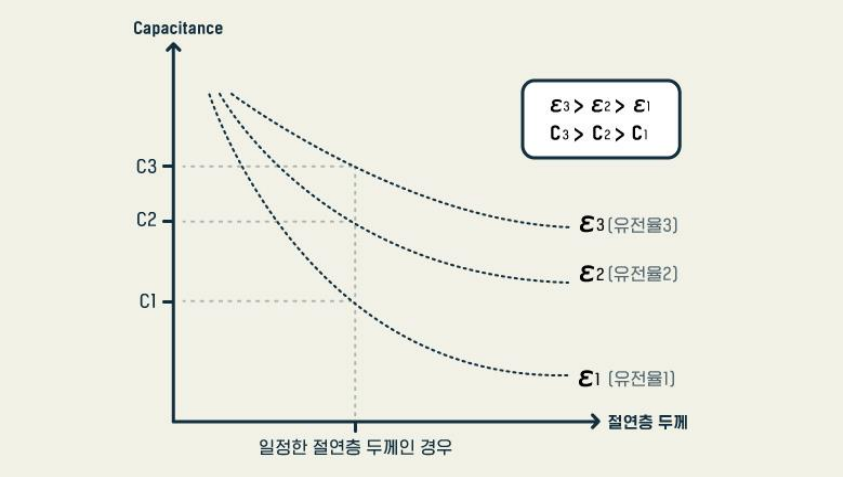
DRAM의 HKMG 확대 적용

DRAM은 로직 반도체처럼 FinFET이 아닌 플레너 구조를 유지하는 경우가 많기 때문에 고밀도 구조가 우선시 된다. 고밀도, 즉 고도의 미세화로 인해 면적은 좁아지고, 높이는 높아지기 때문에 이를 보완하기 위한 높은 유전율이 필연적으로 필요하다.

DRAM의 셀 트랜지스터는 미세화되면서 게이트 산화막이 너무 얇아져 누설 전류가 급증하고, Poly-Si 게이트의 저항 증가로 스위칭이 지연되며, 공정 변동성이 확대되어 수율이 저하되는 문제들이 발생한다. 이를 해결하기 위해 삼성전자, SK하이닉스, Micron 모두 20nm 이하 DRAM부터 HKMG를 도입하기 시작했다.

주변 회로 트랜지스터에는 HKMG가 1a 나노부터 광범위하게 적용되어 표준화 되었다고 봐도 무방하다. 셀 트랜지스터에는 1b 및 1c 나노부터 일부 적용이 시작되었다. HKMG를 적용함으로서 게이트 누설 전류가 감소하고, 정전용량이 증가하게 되었다. 이를 통해 전력 절감, 작동 속도 향상, RC 지연 감소 등의 효과를 누리고 있는 것으로 파악된다.

도표 22. DRAM의 캐패시턴스: 높은 유전율이 필요



자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 23. HKMG의 확대 적용

노드	적용 여부 (셀 트랜지스터 기준)
1x (~20nm)	Poly-Si + SiON
1y (~18nm)	일부 고속 제품에서 검토
1a (~15nm)	주변 회로 트랜지스터에 필수 적용, 셀은 유지
1b (~13nm)	고속 DRAM, 일부 셀 트랜지스터 적용 시작
1c (~10nm)	셀에도 HKMG 점차 확대 예정

자료: 하나증권

도표 24. HKMG 사용 재료 정리

층	재료	특성
High-K 유전막	HfO_2, ZrO_2	높은 ε, 낮은 누설 전류
Metal Gate	TiN, TaN, Al, Ru	낮은 저항, Work function 조절
Gate Fill	W (텅스텐)	Gap 채움, 안정성

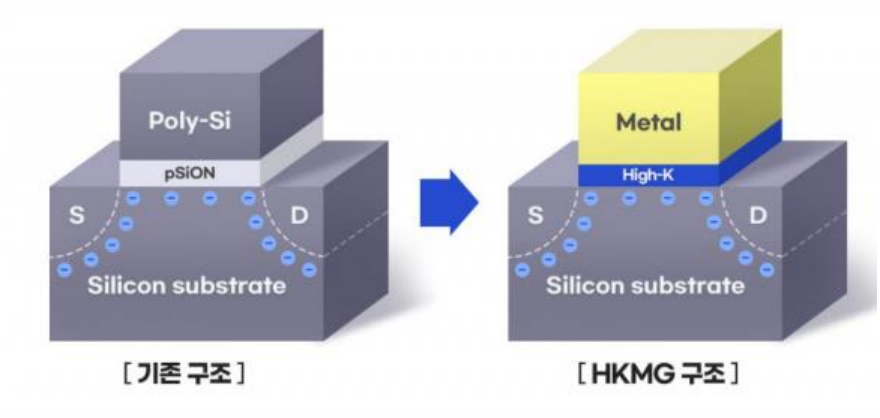
자료: 하나증권

DRAM의 캐패시터에 유전율 증가를 위해 사용

DRAM의 용량을 좌우하는 캐패시터는 전극 + 유전막 구조로 형성되어 있는데, 매우 작은 면적에도 불구하고 높은 캐패시턴스를 확보하기 위해서 High-k 유전막을 증착한다. 공정 단계를 보면, 우선 하부 전극(Bottom Electrode) 패턴을 도전성 물질인 Poly-Si 또는 TiN(티타늄 질화물)으로 CVD 또는 ALD로 증착한다. 이어서 유전막(Dielectric)을 ALD 방식으로 증착하는데, High-K 유전체 재료인 ZrO_2(지르코늄), HfO_2(하프늄) 등이 사용된다. 이후에 상부 전극(Top Electrode)은 화학적 안정성과 전도성을 고려해 TiN, Ru(루테늄) 등이 증착된다. 마지막으로 캐패시터 주변에 절연막을 형성하고 평탄화를 통해 캐패시터를 완성한다.

유전체의 High-K 재료로 사용되는 지르코늄, 하프늄 등은 기존 SiO_2보다 유전율이 높기 때문에 절연막을 두껍게 하면서도 용량은 유지할 수 있게 해준다. 상/하부 전극 형성에는 안정성이 높으면서도 저항이 낮은 TiN, Ru 등이 사용되는데, 1b 및 1c 나노 등의 공정 미세화 진행으로 Ru(루테늄) 사용이 확대될 것으로 예상된다. Ru는 산화에 강하고, 퍼포먼스가 안정적이라 도입이 확대되고 있는 추세인 것으로 파악된다.

도표 25. DRAM Capacitor 구조 및 High-k 적용



자료: 한양대학교

도표 26. DRAM에서 ALD가 사용되는 공정

공정 단계	사용 목적	재료
Capacitor Dielectric	고유전율 유전체 증착	HfO_2, ZrO_2, Al_2O_3
Capacitor Electrode	MIM 구조 하부/상부 전극	TiN, Ru, WN
Spacer / Liner	Gate, STI 등	SiN, SiO_2, Al_2O_3
Gate Oxide	High-k/Metal Gate	HfO_2, LaO, TiN
Hard Mask	Etch mask	Al_2O_3, SiON
Passivation / Encapsulation	수분 및 이온 차단	Al_2O_3, SiN
Barrier / Seed Layer	금속전극 형성 전 Cu/Co diffusion barrier	TiN, TaN, Ru, WN

자료: 하나증권

2) 식각 공정: 고이방성

고종횡비 식각 증가에 따른 문제

공정 전환 미세화로 셀 피치가 작아지고 층간 구조가 복잡해지기 때문에 식각해야 하는 구조의 깊이는 더 깊어지고 폭은 더 좁아진다. 즉, 고종횡비 식각 수요가 증가할 수밖에 없다. 다만, 더 깊게 식각하기 위해서 온도를 올려 플라즈마의 활성도를 높이게 되면 측벽이 손상되거나 형상 유지가 어려워지는 문제점이 발생할 수 있다. 측벽이 침식되면 셀 간 간섭이 증가하기 때문에 전기적 특성이 저하, 즉 반도체 성능이 나빠질 수밖에 없다.

고이방성 식각 필요
저온, 저압, 측벽 방어

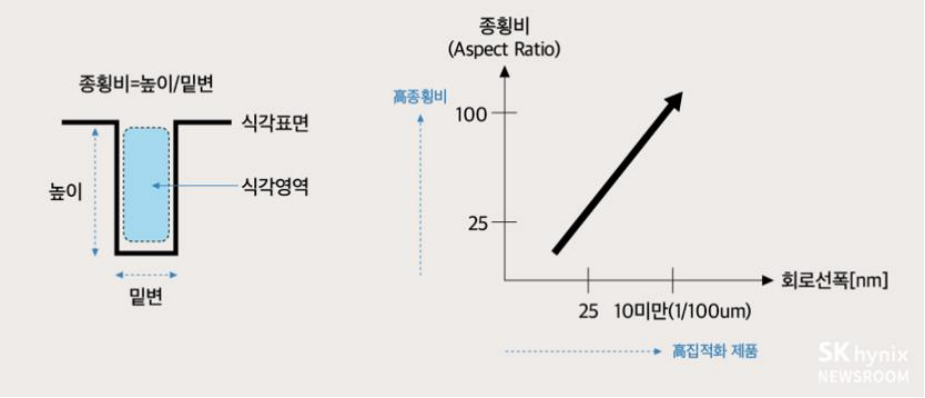
이를 방지하기 위해 수평 방향으로는 거의 식각되지 않고, 수직 방향으로 식각이 진행되는 것이 중요한데, 이를 이방성(Anisotropy) 식각이라 한다. 이방성이 높은 플라즈마 식각을 위해서는 RF 파워, 저온, 저압, 적절한 가스 조합이 필요하다.

저온에서도 식각이 가능한 기술 및 장비가 개발되고 있고, 최근에 TEL의 초저온(-20도~-100도) 식각 장비가 점유율을 확대하고 있다. 저온에서는 플라즈마의 반응성이 낮아지기 때문에 컨트롤이 용이해져 과도한 식각을 방지할 수 있다. 아울러 식각 부산물이 웨이퍼 표면에서 쉽게 증발하지 않고 재결정되어 측벽 보호막 역할을 수행한다. DRAM의 Contact Hole, 3D NAND의 Channel Hole 공정에서 수요가 증가중인 것으로 파악된다. DRAM에서는 SiO_2, SiN 등의 절연막을 식각하기 위해 사용되며, Hbr + O_2 등으로 측벽 보호가 강화된다.

적절한 가스 조합이 필요한 이유는 F 계열 가스는 유전체, Cl 계열 가스는 금속 식각에 적합하기 때문에 고이방성 플라즈마(Cl_2, CF_4, HBr 계열) 사용이 증가할 것으로 전망한다.

반도체 선폭이 미세화될수록
높은 종횡비를 요구
이에 따라 더 깊은 식각이 필요

도표 27. 고종횡비로 인해 깊은 식각 필요



자료: 하나증권

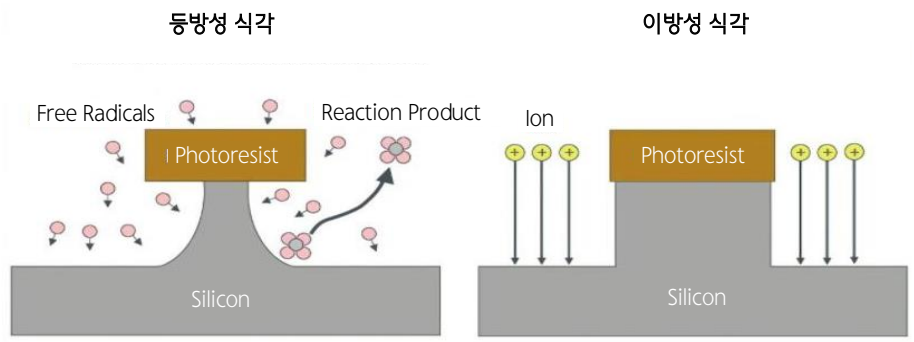
도표 28. 고이방성 플라즈마 구현 요소

요소	설명
Bias Power (RF 전압)	이온을 수직으로 가속시켜 바닥만 식각되게 유도
Low Pressure (저압)	이온의 충돌 경로가 길어져 수직성 확보
Sidewall Passivation	측벽을 보호하는 얇은 막을 형성해 옆면 침식 방지 (예: HBr, O_2 사용)
Gas Chemistry 조절	F계 가스는 유전체, Cl계는 금속 식각에 적합. 혼합 조절 필요
온도 제어	반응 부산물의 휘발성과 막 형성을 조절해 수직도 확보

자료: 하나증권

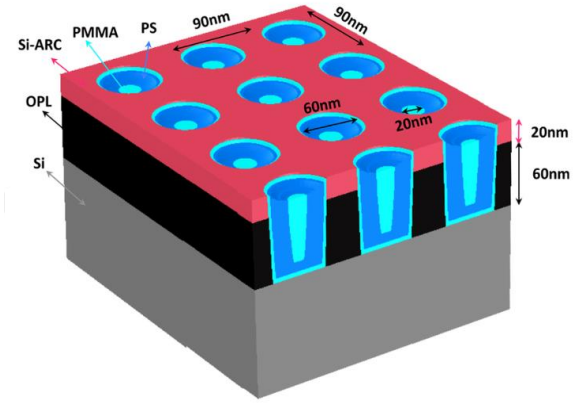
이방석 식각은 수직 방향

도표 29. 등방성 식각과 이방성 식각



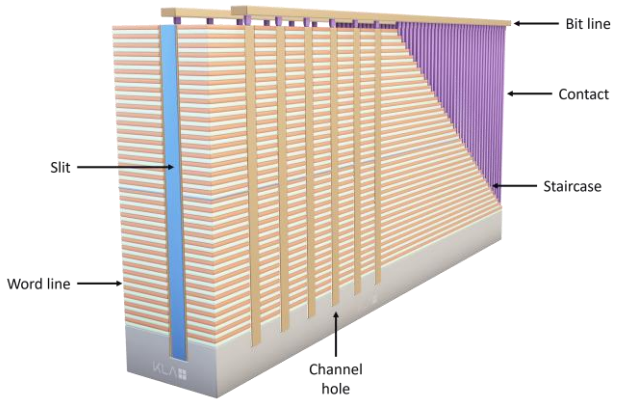
자료: 하나증권

도표 30. DRAM의 Contact Hole



자료: ResearchGate, 하나증권

도표 31. NAND의 Channel Hole



자료: KLA, 하나증권

도표 32. TEL의 초저온 식각 장비 CELLESTA, Tactras



자료: TEL, 하나증권

3) 노광 공정: EUV 확대

EUV 공정 도입 배경

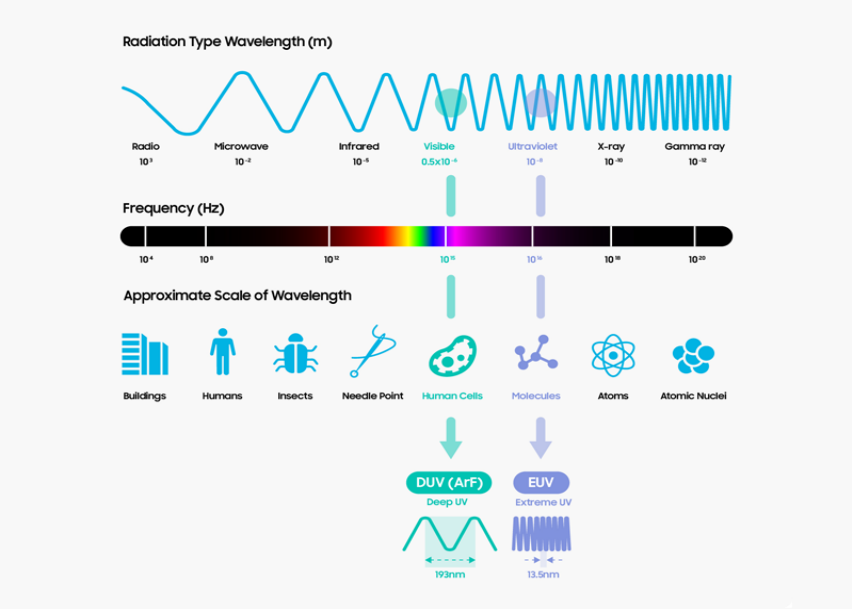
공정 미세화로 인해 EUV 공정이 확대 적용되고 있다. EUV는 빛의 파장이 짧기 때문에 13.5nm 이하의 고해상도 패턴을 그릴 수 있어 미세 공정에 대응 가능하다. 또한, EUV 도입을 하면 멀티 패터닝을 적용해야 하는 공정이 축소되기 때문에 공정 단순화, 공정 구 축소로 인한 누적 오차 감소 등을 기대할 수 있다.

EUV의 특성 및 장비 변화

EUV가 갖고 있는 고유의 특성 때문에 장비 구성 및 환경에도 변화가 필요하다. 짧은 파장 때문에 기준 투과형 렌즈 사용이 불가능해 전부 반사형 광학계로 구성되어 있다. 집광, 투사 등 모든 광학 부품이 반사형 미러다. 마스크도 반사형으로 제작되며, 수십 층의 Mo(몰리브덴)과 실리콘 구조로 구성된다. 또한 13.5nm 파장은 공기 중에 흡수되므로 진공 상태에서 진행되어야 한다.

도표 33. EUV 공정이 필요한 이유

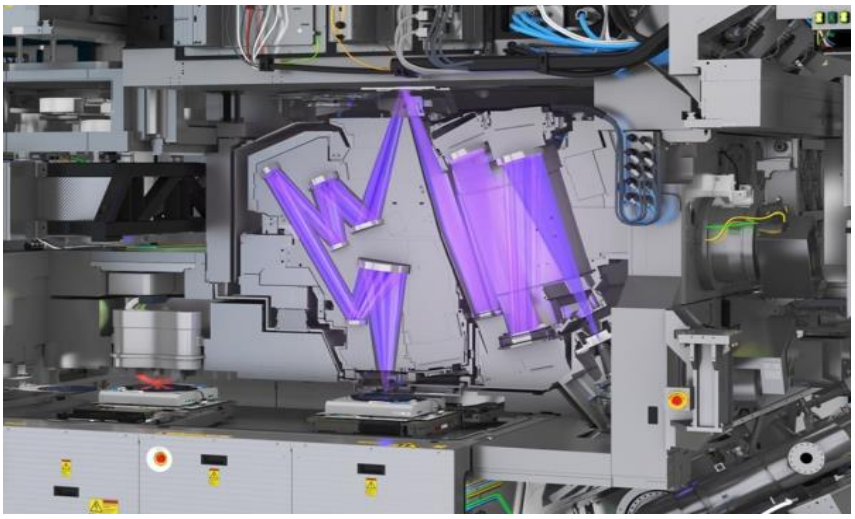
짧은 빛의 파장 필요



자료: 삼성전자, 하나증권

도표 34. EUV 노광 장비 구성

짧은 파장으로 인해 반사형 광학계 구성 필요



자료: ASML, 하나증권

업체 별로 상이하지만, EUV 공정 확대 적용중

DRAM 업체들은 노드 별로 EUV 공정 도입 시기 및 적용 Layer 수에는 차이는 있지만, 1b 및 1c 나노로 미세화되면서 적용 범위는 확실하게 확대중이다. 삼성전자는 선제적으로 EUV 공정을 도입해 현재 가장 많은 레이어에 EUV를 채택하고 있는 것으로 파악된다. 업체별로 상이하지만, DRAM의 핵심 공정 레이어 중에서 Gate, Isolation 및 일부 Metal 레이어에 EUV 공정을 적용하고, 향후에는 Active, Bit Line, Contact, 추가 Metal 레이어로 점진적 확대 채용이 예상된다. EUV 확대 적용으로 인해 포토레지스트 및 이를 세정해야 하는 린스에도 변화가 동반되는데, 국내 업체 중에서는 동진쎄미켐, 와이씨켐 등이 해당 수혜가 가능한 종목으로 파악된다.

도표 35. DRAM 미세 공정에 따른 EUV 적용

공정 노드	EUV 적용 여부	적용 레이어 수 (예시)
1z	선택적 도입	1~2개 레이어
1a	선택적 도입 시작	2~3개 레이어
1b	확대 적용	3~4개 레이어
1c	본격 도입	4~5개 레이어
1d	주력 공정 및 고정적 활용	5개 이상 가능 (일부 업체 기준)

자료: 하나증권

도표 36. DRAM 레이어 및 EUV 적용

DRAM Layer	설명	EUV 적용 이유
Active Layer	트랜지스터 형성	셀 크기 축소로 오차 허용도 감소
Gate Layer	Word Line 형성	선폭 균일성, LWR 제어
Isolation Layer	셀 간 절연	패턴 정렬 정확도 필요
Capacitor Layer	DRAM 저장하는 캐패시터 형성	고종횡비 Hole 해상도
Contact Layer	Bit Line과 Cell 연결	오버레이 요구사항 급증
Bit Line Layer		비선형 배선 등 복잡한 패턴 처리
Metal Layer	배선 및 신호 연결	오버레이 + 마스크 결함 내성

자료: 하나증권

도표 37. ASML의 EUV 장비 NXE 시리즈

항목	NXE:3400C	NXE:3600D	NXE:3800E
Numerical Aperture (NA)	0.33	0.33	0.33
해상도(최소 패턴 크기)	~13nm	~13nm	~12nm
웨이퍼 처리 속도	170+ wph	185+ wph	200+ wph
overlay 오차	< 2nm	< 1.5nm	< 1.3nm
사용 용도	초기 DRAM, Logic	DRAM/HBM 대량생산	1c 이후 노드용

자료: 하나증권

4. DRAM 수급 전망

2025년에도 타이트한 DRAM 수급 예상

2025년 DRAM Capex 증가
HBM 중심의 주자 지속
일반 DRAM 증가는 제한

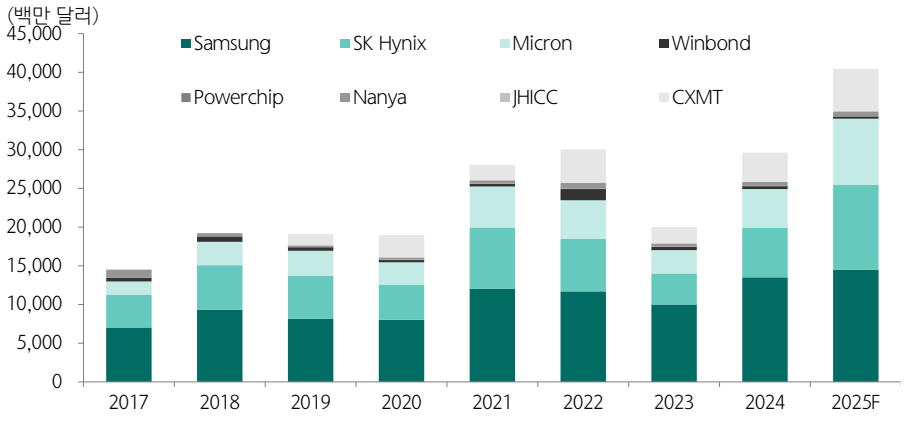
HBM을 제외한 일반 DRAM의 경우, 관세로 인한 수요 불확실성에 노출되어 있기 때문에 상대적으로 불안정하다. 다만, 일반 DRAM의 공급이 잘 제한되어 있는 만큼 수급 밸런스는 양호할 가능성이 높을 것으로 판단한다. 2025년에도 주요 3사의 투자 기조는 선단 공정 전환 및 HBM, 미래 공간 확보에 집중될 것으로 예상된다. 주요 3사의 합산 Capex는 47.6조원으로 전년대비 37% 증가할 것으로 추정한다. CXMT 포함한 여타 업체들의 합산 기준으로도 전년대비 37% 증가한 56.7조원으로 전망한다.

전년대비 투자 규모가 증가하지만, 일반 DRAM CAPA 증가폭은 제한될 것으로 예상한다. SK하이닉스와 Micron은 증설할 공간이 제약되어 있고, 삼성전자는 수익성 중심의 투자 기조를 유지할 것으로 추정된다. SK하이닉스의 15x가 완공되면서 DRAM CAPA를 투자할 수 있는 여유 공간은 확보되지만, HBM 중심의 투자가 진행되기 때문에 이 역시 일반 DRAM의 공급 증가에는 기여하지 못 할 것으로 판단한다.

2025년 연말 기준 DARM 주요 3사의 합산 CAPA는 월 111만장으로 감산을 결정했던 2022년 연말 136.8만장보다 19% 낮은 수준으로 전망한다.

도표 38. DRAM Capex 추이 및 전망

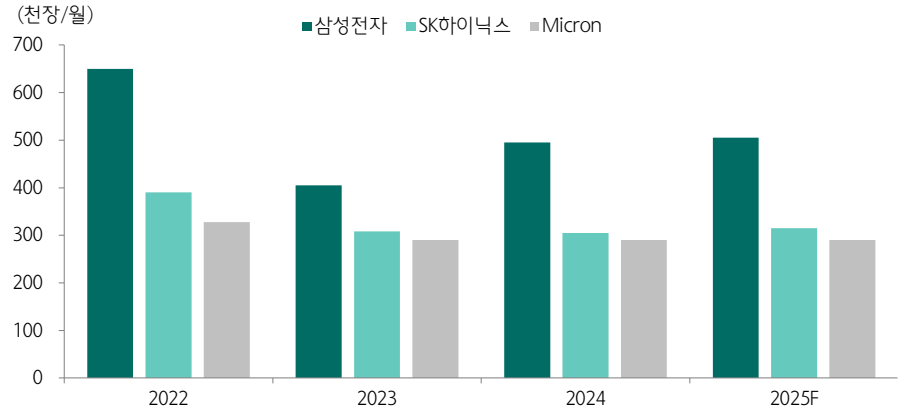
2025년 DRAM Capex는
전년대비 37% 증가 전망



자료: Trendforce, 하나증권

도표 39. 주요 DRAM 3사의 일반 DRAM CAPA 전망

일반 DARM CAPA 증가 제한



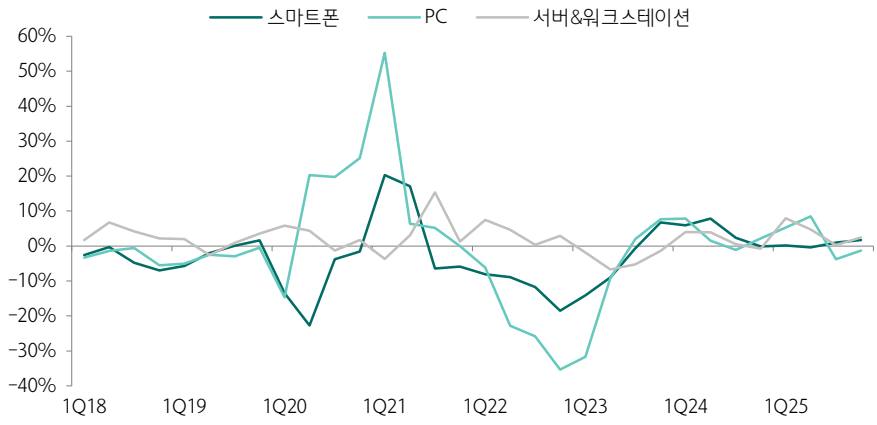
자료: Trendforce, 하나증권

DRAM 주요 전방의 출하 성장률은 제한적

2025년 DRAM의 주요 전방 산업의 출하량 성장률은 양호하다고 언급하기 어렵다. 스마트폰은 전년과 유사한 수준으로 전망되고, PC는 기존에 하반기 중심으로 전년대비 증가세 시현을 전망했는데, 관세로 인한 선제적인 물동량 증가로 하반기 불확실성이 상존한다. 서버의 경우에는 AI 서버의 견조한 성장률로 인해 전년대비 28% 증가하겠지만, 일반 서버의 성장률은 제한될 것으로 예상한다.

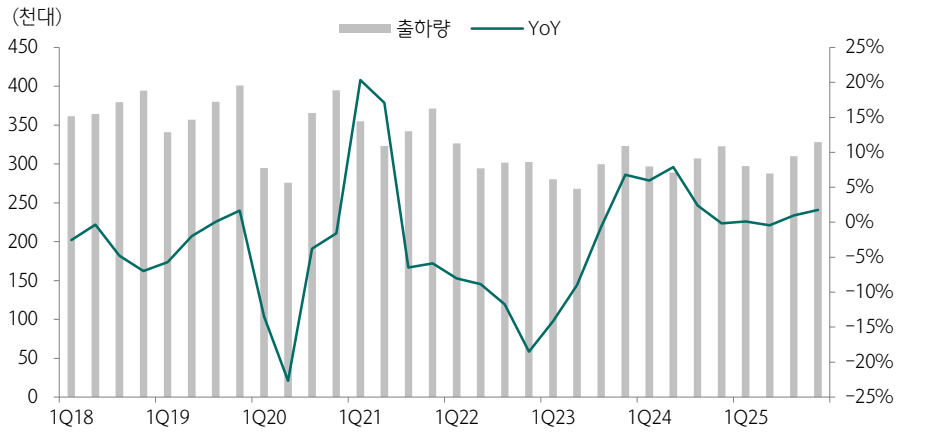
스마트폰은 이구환신으로 인해 중국 중심으로 25년 1분기 출하량이 양호했지만, 2024년 출하량이 견조했던 역기저로 인해 연간 출하량에 대한 눈높이는 낮추는 것이 합리적이라 판단한다. 하나증권은 2025년 연간 스마트폰의 출하량 성장률을 0.6%로 전망한다. 상반기 출하가 상대적으로 견조했던 만큼 현재 시점에서는 하반기 성장률이 우려되는 상황이다.

도표 40. 스마트폰, PC, 서버&워크스테이션의 전년대비 성장률 추이 및 전망



자료: Trendforce, 하나증권 추정

도표 41. 스마트폰 출하량과 전년대비 증감률 추이 및 전망



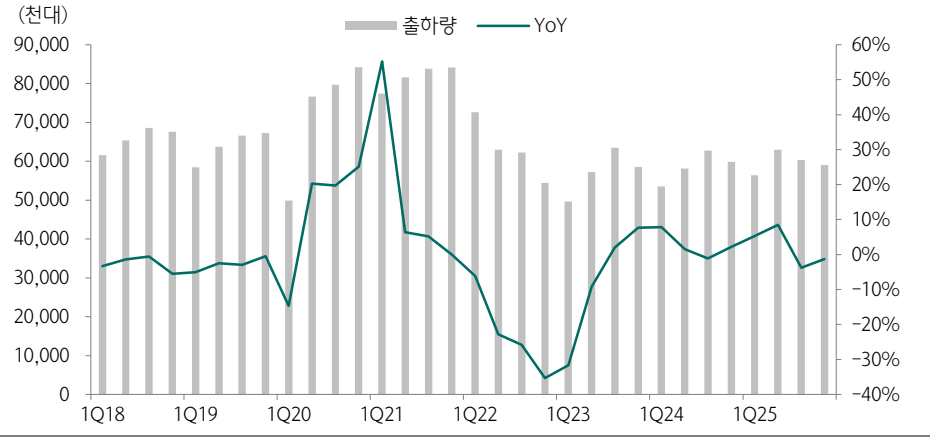
자료: Counterpoint, 하나증권

PC는 Windows 10 지원 종료 서버는 AI가 출하 성장 견인

PC 출하량의 경우에는 25년 하반기~26년 상반기에 성장을 기대했었다. Windows 10 지원 종료와 20년 2분기~21년 상반기 코로나 수혜 구간에 양호했던 노트북의 교체주기 5~6년이 맞물리기 때문이다. 과거 사례를 보면, Windows 세대별 지원 종료 이후에 PC 출하량이 2~3개 분기 정도 양호했었다. 이번에는 코로나 이후 교체 주기와 겹치며 양호한 출하량을 기대할 수 있었는데, 25년 1분기 PC 출하량이 전년동기대비 6% 증가해 예상보다 견조했다. 연간 출하 성장률을 2%대로 전망하고 있기 때문에 스마트폰과 마찬가지로 하반기 수요에 대한 우려가 불거질 수 있는 상황이다.

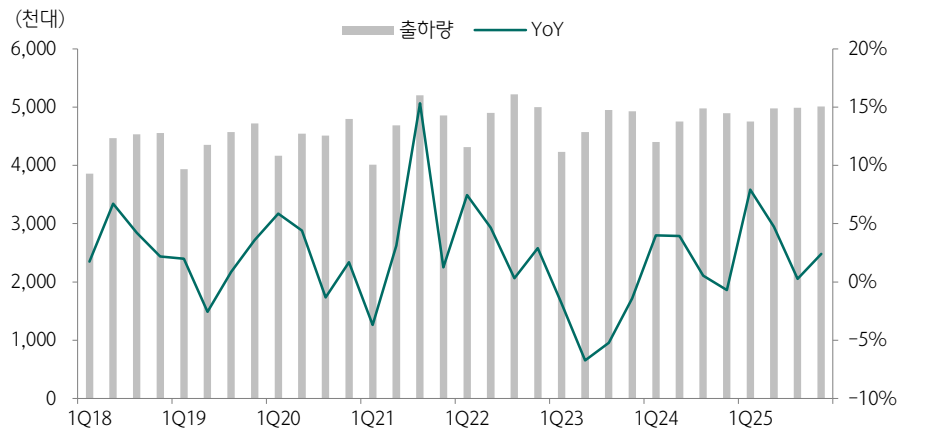
2025년 AI 서버 출하량은 전년대비 28% 증가할 것으로 전망한다. 과거 2년 동안 각각 46%, 35% 성장했던 것과 비교하면 성장률이 둔화되긴 하지만 여전히 높은 성장률이라 할 수 있다. 다만, 일반 서버 출하 성장은 제한되기 때문에 서버 전체로 보면 9%의 출하 성장률을 전망한다.

도표 42. PC 출하량과 전년대비 증감률 추이 및 전망



자료: Trendforce, 하나증권

도표 43. 서버 출하량과 전년대비 증감률 추이 및 전망



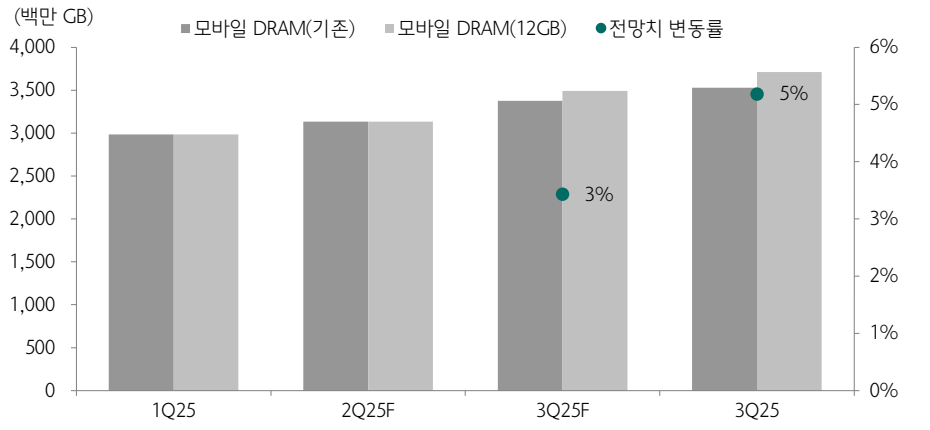
자료: Trendforce, 하나증권

대당 용량 증가는 고무적

출하 성장률이 제한된 가운데, 대당 용량 증가폭은 양호할 것으로 기대된다. 스마트폰은 iPhone 17 시리즈에 DRAM 12GB가 탑재될 것으로 예상된다. DRAM 용량 탑재는 AI 기능의 강화로 인해 할당 DRAM 용량이 증가되기 때문이다. 프로 시리즈와 더불어 17 시리즈에 신규로 추가될 것으로 예상되는 슬림형 모델 Air(가칭)에도 12GB 탑재 가능성이 상존한다. 과거 데이터를 집계해 보면 프로 라인업의 비중은 60%를 초과하고, 플러스 모델이 10% 내외를 차지하기 때문에 합산으로 70% 이상이 12GB로 상향될 것으로 추산된다. 이는 글로벌 모바일 DRAM의 수요를 분기당 5% 내외 증가시키는 효과이며, DRAM 전체로 봐도 1% 내외 증가에 기여한다. 하반기 DRAM 수급 밸런스에 충분히 영향을 줄 수 있는 수치다.

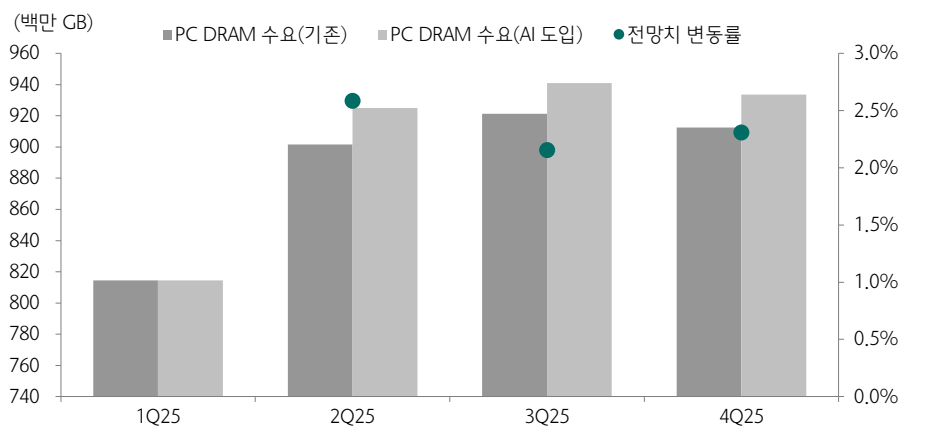
PC의 경우에도 AI 기능 탑재로 인해 대당 DRAM 용량 증가를 기대할 수 있다. AI 엔트리급에서의 DRAM 용량이 16GB, 하이엔드 AI에는 24GB의 DRAM이 탑재될 것으로 예상된다. 엔트리급 비중을 70% 정도로 감안하면 평균 DRAM 탑재량은 18GB에 달하는데, 이는 현재 PC 평균 DRAM 용량보다 32% 높은 수준이다. 하반기 출하량에 대한 불확실성이 상존하지만, DRAM 용량 증가로 인해 이를 상쇄 가능할 것으로 예상한다.

도표 44. iPhone 17 시리즈 DRAM 용량 증가에 따른 DRAM 수요 증가 효과



자료: Trendforce, 하나증권

도표 45. AI PC 침투율에 따른 PC용 DRAM 용량 증가 시나리오



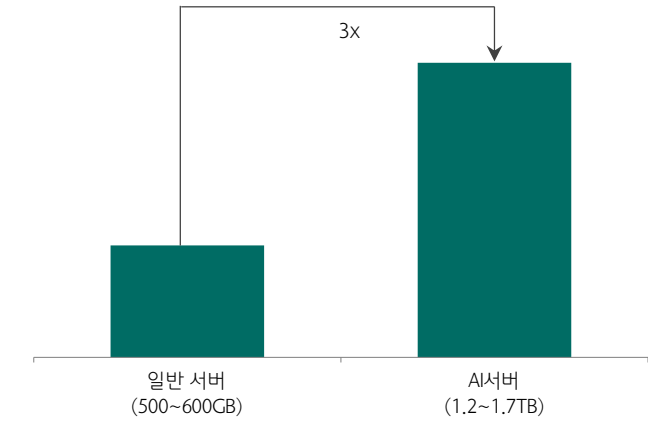
자료: Trendforce, 하나증권

서버 DRAM이 전체 수요 견인

AI 서버의 DRAM 용량은 약 1,450GB로 일반 서버 550GB보다 2.6배 더 크다. AI 서버가 전체 서버 시장을 견인하고 있기 때문에 지난 2년간 서버의 DRAM 탑재량도 빠른 속도로 증가했다. 2025년에 서버의 대당 DRAM 탑재량은 713GB로 전년대비 565% 증가할 전망이다. 서버는 대당 탑재량과 출하 성장률 모두 스마트폰 및 PC보다 견조하기 때문에 서버향 DRAM이 전체 수요를 견인할 것으로 판단한다.

뿐만 아니라 AI 서버에 탑재되는 HBM 수요로 인해 그래픽용 DRAM 수요 증가폭이 두드러진다. 그래픽카드향 DRAM 수요는 전년대비 67% 증가할 것으로 전망되어 전체 DRAM 내에서의 비중이 2025년부터 10%를 초과할 것으로 추정된다. 그래픽향 DRAM 수요는 PC 수요를 초과하면서 향후 DRAM 수요의 한 축으로 자리 잡을 것으로 기대된다.

도표 46. 일반 서버 vs AI 서버 DRAM 탑재량 비교



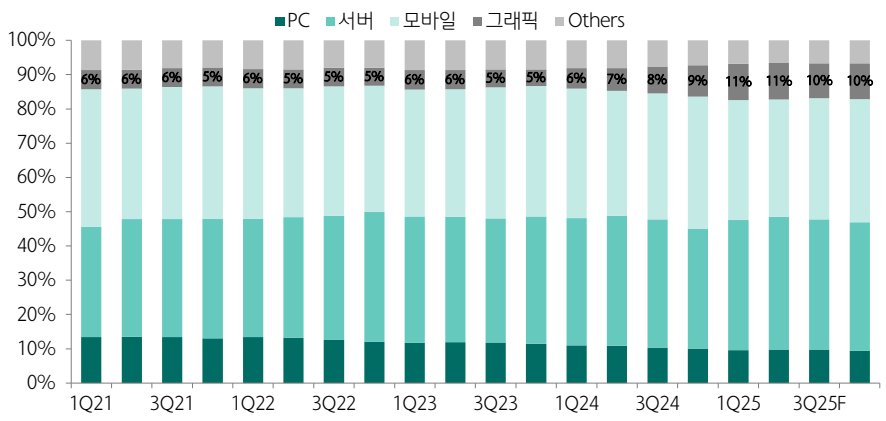
자료: Trendforce, 하나증권

도표 47. 서버용 DRAM의 전년동기대비 수요 증가율 전망



자료: Trendforce, 하나증권

도표 48. 전방산업별 비중 추이 및 전망

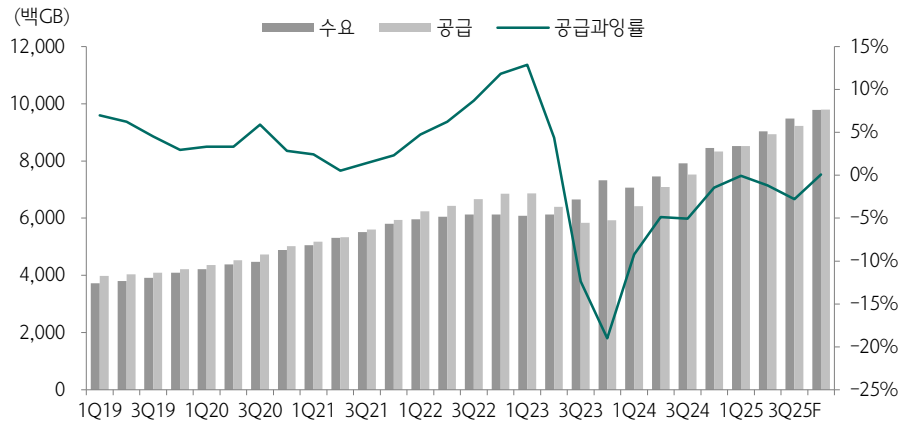


자료: Trendforce, 하나증권

서버 DRAM이 전체 수요 견인

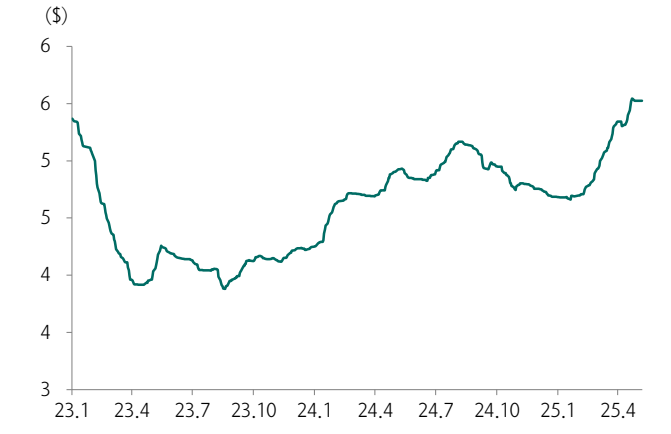
2025년 DRAM 업황은 제한된 공급과 AI를 기반으로 한 서버 및 그래픽향 수요로 인해 안정적인 수급 밸런스를 보일 것으로 전망한다. 스마트폰과 PC는 출하 성장률을 기대할 수 없는 상황이었는데, 25년 1분기 이구환신 및 관세 부과 이전 물동량 증가 등으로 인해 예상대비 견조한 출하 성장률을 시현했다. 이는 DRAM 업체들의 25년 1분기 bit growth가 가이던스를 상회한 이유로도 지목된다. PC와 스마트폰 고객사들의 재고 수준이 정상화 되었을 것이라는 코멘트도 있었다. DRAM Spot price 역시 반등하며 DRAM 수급 밸런스 안정화 과정을 보여줬다. 반면에 이로 인해 하반기 수요에 대한 불확실성이 높아진 점은 부담일 수 있다. 다만, 하나증권은 스마트폰과 PC의 경우에 하반기 iPhone 17 시리즈와 AI 기능 탑재한 PC 출시로 출하량보다는 용량 증가로 DRAM 수요에 기여할 수 있을 것으로 전망한다. HBM을 제외한 일반 DRAM 역시 견조한 수급 밸런스를 기반으로 안정적인 업황이 전개될 것으로 판단한다.

도표 49. DRAM 공급, 수요 및 공급 과잉률 추이와 전망



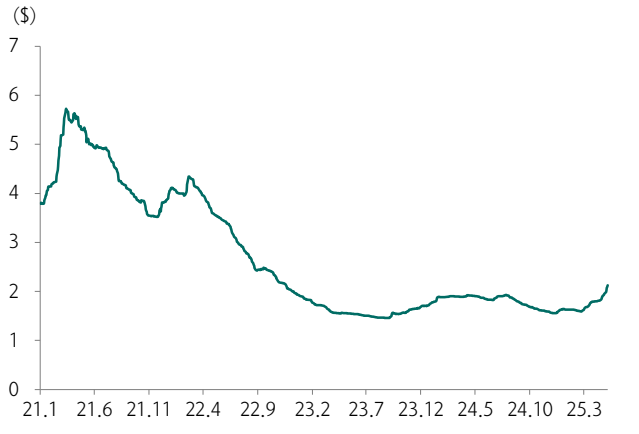
자료: Trendforce, 하나증권

도표 50. DDR5 가격 추이



자료: Trendforce, 하나증권

도표 51. DDR4 가격 추이



자료: Trendforce, 하나증권

기업분석

테스(095610) 28

주성엔지니어링(036930) 34

브이엠(089970) 40

피에스케이홀딩스(031980) 45

파크시스템스(140860) 51

2025년 5월 20일 | 기업분석_Update

테스(095610)

달라졌네요

BUY (신규)

목표주가(12M)	34,000원
현재주가(5.19)	21,550원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	713.75
52주 최고/최저(원)	27,300/13,090
시가총액(십억원)	426.0
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	19,768.2
60일 평균 거래량(천주)	136.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
외국인지분율(%)	5.77
주요주주 지분율(%)	
주승일 외 8 인	29.32
국민연금공단	6.08

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	303.9	337.3
영업이익(십억원)	54.1	63.9
순이익(십억원)	48.9	56.6
EPS(원)	2,475	2,862
BPS(원)	20,132	23,798

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	146.9	240.1	298.8	339.9
영업이익	(5.9)	38.5	54.6	65.5
세전이익	2.3	49.8	58.9	69.1
순이익	1.6	42.7	48.5	56.9
EPS	79	2,158	2,453	2,880
증감율	(96.66)	2,631.65	13.67	17.41
PER	254.43	7.18	9.19	7.83
PBR	1.12	0.79	1.05	0.94
EV/EBITDA	(688.03)	5.94	6.79	5.41
ROE	0.52	13.55	13.86	14.51
BPS	17,993	19,594	21,549	23,897
DPS	500	600	600	600



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

SK하이닉스향 DRAM 비중 확대

테스의 고객사 및 전방 산업이 달라졌다. 과거 테스의 장비는 주로 삼성전자향 NAND 장비 중심으로 공급이 되었는데, 2024년 기준 SK하이닉스향 DRAM 장비 비중이 확대되었다. 2020~2023년 삼성전자 비중은 70% 내외였는데, 2024년 40% 미만으로 축소되었다. 동기간 SK하이닉스 비중은 30% 내외에서 47%로 확대되었다. 2024년 기준 최대 고객사가 SK하이닉스로 변경되었다. 전방 산업 비중에도 변화가 생겼는데, 2020~2023년 평균 NAND 비중 62%에서 2024년 23%로 축소되었다. 동기간 DRAM 비중이 38%에서 77%로 확대되었다. 현재 메모리 업황 중에서 가장 가시성 높은 수요가 HBM이기 때문에 투자도 해당 영역에 집중될 것으로 전망되는 만큼 테스도 SK하이닉스의 DRAM 신규 투자 수혜가 기대된다.

DRAM 신규 투자와 NAND 전환 투자 수혜 진행중

2025년 SK하이닉스의 신규 Fab인 15x 라인은 HBM 신규 투자가 진행될 것으로 예상된다. 3년여만에 신규로 진행되는 투자이기 때문에 전공정 장비 전반적으로 수혜가 가능할 전망이다. 테스의 주력 장비는 PECVD 장비로서 플라즈마로 저온에서 균일한 박막을 증착하는데 주로 활용된다. 동사의 PECVD는 DRAM 및 NAND의 절연체 증착 중에 ACL(Amorphous Carbon Layer), ARC(Anti Reflection Coating) 공정에 적용된다. 삼성전자의 NAND V8 전환 투자에 따른 수혜도 확인되고 있어 2025년 견조한 실적이 예상된다.

공정 장비 확대 기대감 상존

BSD(Backside Deposition) 장비와 DRAM용 Low-K PECVD 장비도 외형 성장에 기여할 것으로 전망한다. BSD는 웨이퍼의 휨 방지를 위해 웨이퍼 후면에 SiO_2, SiN 등의 박막을 증착하는 장비로, NAND향으로 연내 성과가 기대된다.

상대적으로 편안한 밸류에이션

테스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 34,000원으로 커버리지를 개시한다. 2025년 매출액은 2,988억원, 영업이익은 546억원으로 전년대비 각각 24%, 42% 증가할 전망이다. 2024년 SK하이닉스의 DRAM향 장비 공급이 본격화되면서 실적이 회복된 바 있다. 해당 기조가 유지되며, SK하이닉스의 15x 라인 완공 이후 신규 증설에 따른 수혜가 가능할 것으로 기대된다. 또한, 삼성전자의 NAND V8 전환 투자도 진행되고 있어 두 고객사 기반으로 견조한 성장이 예상된다. 12개월 선행 PER은 8.57배로 국내외 증착 장비 업체 중에 가장 저평가된 업체다. 장비 라인업 때문에 할인된 멀티플을 적용하더라도 매력적인 밸류에이션이며, 향후 장비 확대 가능성을 감안하면 비중확대 기회라 판단한다.

Valuation: 저평가 영역

국내 증착 장비 업체들 PER 적용

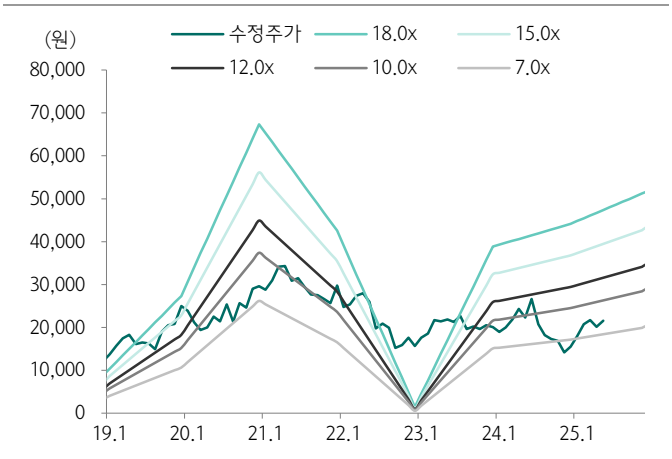
테스에 대한 목표주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 11.3배를 적용해서 산출한다. 목표 PER은 국내 반도체 증착 장비 업체들의 2025년 평균 PER 14.2배에 할인율 20%를 적용했다. 할인율을 적용한 이유는 장비 라인업이 미비되어 있어 매출액 규모가 상대적으로 작기 때문이다. 다만, 테스는 추가적으로 장비 라인업을 확대해 고객사들 테스트가 진행되고 있는데, 공급 여부는 2025년 연내 결정될 것으로 예상된다. Low-k 증착 장비 및 BSD 장비 등의 공급이 결정되면, 실적뿐만 아니라 멀티플의 추가 상향 가능성도 상존한다. 현재 주가 수준은 매력적이라 판단한다.

도표 1. PER Valuation

		비고
EPS (원)	**2,965**	**12m forward EPS**
비교 P/E (x)	14.2	국내 반도체 전공정 장비 평균 PER
할인률 (%)	20%	ALD 장비 부재
적정 P/E (x)	**11.3**	
적정주가 (원)	33,590	
목표주가 (원)	**34,000**	
현재주가 (원)	21,550	2025.05.19 종가 기준
상승여력 (%)	57.8	

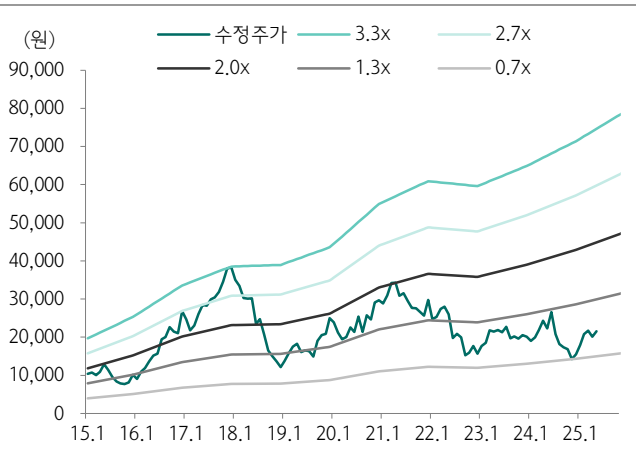
자료: 하나증권

도표 2. PER 밴드



자료: 하나증권

도표 3. PBR 밴드



자료: 하나증권

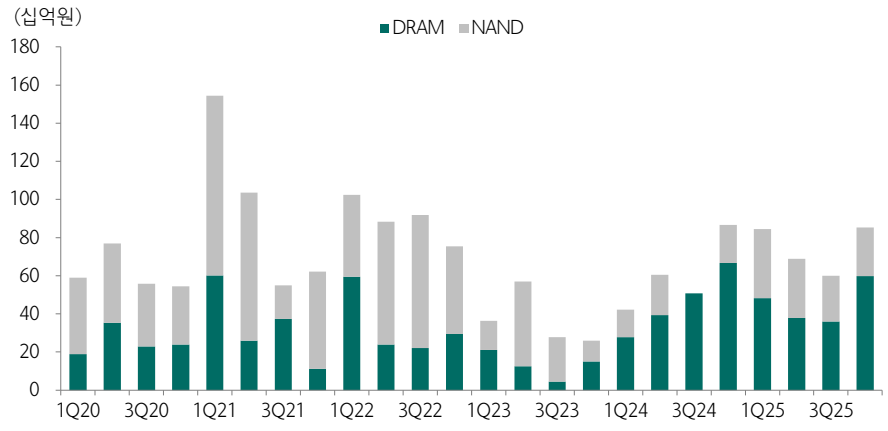
균형 잡힌 고객 및 전방 비중 확보

국내 고객사향 DRAM, NAND 전천후 대응

테스는 삼성전자향 NAND 장비 매출비중이 높은 업체였다. 과거 V-NAND 투자 때에 큰 수혜를 누렸고, 장비 역시 NAND 중심으로 공급되었다. 지난 2년간 NAND 업황은 감산으로 인해 고객사들의 투자가 감소한 반면에 DRAM은 HBM 중심으로 수요가 증가해 전환 투자가 활발하게 진행되었다. 동기간 테스의 매출비중도 SK하이닉스향 DRAM 중심으로 전환되었다. 2025년은 국내 두 고객사의 DRAM 1b 나노 전환 투자와 삼성전자의 V8 전환 투자, SK하이닉스의 신규 라인 투자로 인해 전방 산업 비중의 균형이 전년대비 개선될 것으로 추정된다.

DRAM 매출비중 확대 추세

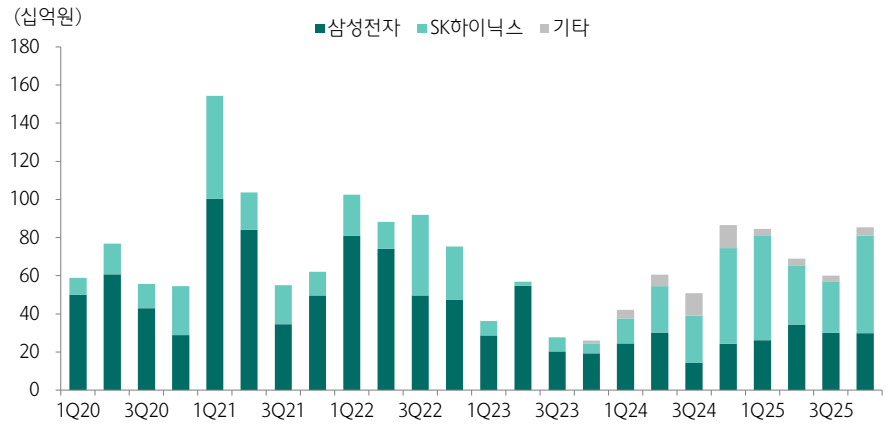
도표 4. 테스의 전방산업별 매출액 추이 및 전망



자료 테스, 하나증권 추정

SK하이닉스 매출비중 확대

도표 5. 테스의 고객사별 매출액 추이 및 전망



자료: 테스, 하나증권 추정

장비 라인업 확대 계획

BSD, Low-K 외에도 SiCN, HD ACL 장비도 준비중

테스는 PECVD 장비로 대응할 수 있는 공정 장비의 라인업을 지속 확대하고 있다. DRAM향 Low-k 물질 증착 장비를 최초로 국산화에 성공해 고객사 내 점유율 확대를 도모하고 있다. BSD 장비 역시 NAND 업체향으로 테스트를 진행중에 있는데, 휨 컨트롤 기능을 개발해 양호한 피드백을 받은 것으로 파악되며 상반기 내에 성과가 나오게 되면 하반기부터는 양산할 가능성이 상존한다.

아직 시기를 구체화하기에는 이르지만, SiCN 증착 장비는 국내 최초 쿼드 챔버 장비로 국산화에 성공해 고객사 내 장비를 공급하기 위해 노력하고 있다. ACL 장비의 업그레이드 버전이라 할 수 있는 HD(High Density) ACL 장비는 국내 최초로 ICP 방식의 저온 ACL 증착 장비개발해 양산 테스트를 시도하고 있다. 경쟁력을 확보한 PECVD 내에서 적용 공정 장비를 확대하는 정석적인 전략을 통해 외형 성장을 도모하고 있다.

도표 6. 테스의 연구개발 실적

연구과제	개발완료	연구결과 및 기대효과	제품화 내용
ACL PECVD장비	2013년	· 300mm Wafer용 Hardmask 증착 · 생산성 향상을 통한 효용성 증대 · 3D NAND FLASH 및 DRAM 미세화 공정에 적용	· Challenger HT+ [2013년 양산적용] · Challenger HTi [2014년 양산적용] · Challenger HTx [2015년 양산적용] · Challenger HTe [2018년 양산적용] · Challenger HTA [2018년 양산적용] · Challenger SE/SE+ [2024년 양산적용]
a-Si PECVD 장비	2018년	· Amorphous silicon Hard Mask 증착 장비 · 기존 ACL과 차별화된 Hard Mask 증착	· MEISSA [2021년 양산적용]
Low-k PECVD 장비	2021년	· Low-K 물질 증착 장비 · 100% 수입되고 있는 외산 장비 수입대체	· SAIPH [2022년 양산적용]
BSD PECVD 장비	2021년	· Wafer Backside 증착 장비 · 국내최초 Warpage Control 기능 개발	· KEID [2022년 양산적용]
Dry Clean 장비	2022년	· Plasma를 이용한 Radical Etch 장비 (SiCN Recess) · 기존 Wet Clean 장비 대체 가능할 것으로 기대	· SPICA [2022년 양산적용]
SiCN PECVD 장비	2019년~ 진행중	· 고생산성 SiCN 증착 장비 · 100% 수입되고 있는 외산 장비 수입대체 · 국내최초 Quad Chamber 장비 개발	· TETRA [수요기업 평가 진행 중]
HDACL PECVD 장비	2023년~ 진행 중	· High Density ACL 증착 장비 · 국내최초 ICP 방식의 저온 ACL 증착	· CYGNUS [수요기업 평가 진행 중]

자료: 테스, 하나증권

도표 7. 테스의 ACL 장비 CHALLENGER HT 시리즈

Applications

- ACL
- SiON, SiN, SiO2, SiCN

Features

- Multi process capability & Maximized Productivity
- Optimized system energy savings & Environmental Safety
- Easy Maintenance & Excellent Technical Support
- Lowest cost of ownership



자료: 테스, 하나증권 추정

2025년 실적 전망

영업이익 전년대비 42% 증가

테스의 2025년 매출액은 2,988억원, 영업이익은 546억원으로 전년대비 각각 24%, 42% 증가할 것으로 전망한다. SK하이닉스의 DRAM 비중이 확대된 만큼 주요 고객사의 전환 투자가 진행되는 과정에서 24년 하반기부터 받았던 수혜가 상반기 중에도 지속될 것으로 추정된다. 아울러 NAND 전환 투자도 진행되고 있어 25년 상반기 실적은 전년동기대비 큰 폭으로 증가할 것으로 전망한다. 아울러 25년 하반기에는 신규 라인 투자에 대한 수혜가 가능할 것으로 기대된다.

25년 2분기 매출액은 689억원(YoY +14%, QoQ -18%), 영업이익은 104억원(YoY +4%, QoQ -36%)으로 전망한다. 25년 1분기에 장비 매출 인식이 잘 진행되었기 때문에 2분기는 전분기대비 실적 감소가 불가피할 것으로 추정된다. 다만, 전년동기대비 실적 증가가 지속되고 있고, 하반기에는 신규 투자 수혜가 가능하기 때문에 현재 밸류에이션에서는 비중확대 전략이 유효하다고 판단한다.

도표 8. 테스의 세부 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**42.2**	**60.5**	**50.8**	**86.6**	**84.5**	**68.9**	**60.0**	**85.3**	**240.1**	**298.8**	**339.9**
YoY	*16%*	*6%*	*83%*	*233%*	*100%*	*14%*	*18%*	*-1%*	*63%*	*24%*	*14%*
QoQ	*62%*	*43%*	*-16%*	*71%*	*-2%*	*-18%*	*-13%*	*42%*			
장비	25.3	37.4	34.0	60.6	63.7	45.7	40.4	60.6	157.2	210.5	249.0
PECVD	14.0	29.7	29.8	53.1	56.1	35.5	32.5	50.2	126.6	174.4	209.2
Dry Clean	11.0	7.4	4.1	4.6	7.3	9.7	7.3	9.7	27.1	34.0	37.4
Display&LED	0.3	0.2	0.2	2.9	0.3	0.6	0.6	0.7	3.6	2.2	2.4
Parts	16.9	23.2	16.8	26.0	20.8	23.2	19.6	24.7	82.8	88.3	90.9
매출비중											
장비	60%	62%	67%	70%	75%	66%	67%	71%	65%	70%	73%
PECVD	33%	49%	59%	61%	66%	51%	54%	59%	53%	58%	62%
Dry Clean	26%	12%	8%	5%	9%	14%	12%	11%	11%	11%	11%
Display&LED	1%	0%	0%	3%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Parts	40%	38%	33%	30%	25%	34%	33%	29%	34%	30%	27%
영업이익	**2.4**	**10.0**	**4.1**	**22.0**	**16.3**	**10.4**	**7.8**	**20.1**	**38.5**	**54.6**	**65.5**
영업이익률	***6%***	***17%***	***8%***	***25%***	***19%***	***15%***	***13%***	***24%***	***16%***	***18%***	***19%***
YoY	*흑전*	*6%*	*흑전*	*흑전*	*584%*	*4%*	*92%*	*-9%*	*흑전*	*42%*	*20%*
QoQ	*흑전*	*321%*	*-59%*	*442%*	*-26%*	*-36%*	*-25%*	*158%*			
세전이익	8.0	15.4	2.6	23.9	**15.3**	**12.2**	**9.8**	**21.5**	**49.8**	**58.9**	**69.1**
법인세	1.1	2.5	0.1	3.5	-0.5	3.0	2.5	5.4	7.2	10.4	12.2
법인세율	*13%*	*16%*	*5%*	*15%*	*-3%*	*25%*	*25%*	*25%*	*14%*	*18%*	*18%*
순이익	**6.9**	**12.9**	**2.5**	**20.3**	**15.9**	**9.1**	**7.4**	**16.1**	**42.7**	**48.5**	**56.9**
순이익률	***16%***	***21%***	***5%***	***23%***	***19%***	***13%***	***12%***	***19%***	***18%***	***16%***	***17%***

자료: 테스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**358.0**	**146.9**	**240.1**	**298.8**	**339.9**
매출원가	275.1	134.1	175.5	216.5	246.3
매출총이익	82.9	12.8	64.6	82.3	93.6
판관비	26.9	18.7	26.1	27.7	28.1
영업이익	**55.9**	**(5.9)**	**38.5**	**54.6**	**65.5**
금융손익	(0.0)	8.0	12.7	7.6	5.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.6)	0.1	(1.3)	(3.4)	(1.7)
세전이익	**54.3**	**2.3**	**49.8**	**58.9**	**69.1**
법인세	7.5	0.7	7.2	10.4	12.2
계속사업이익	46.8	1.6	42.7	48.5	56.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**46.8**	**1.6**	**42.7**	**48.5**	**56.9**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**46.8**	**1.6**	**42.7**	**48.5**	**56.9**
지배주주지분포괄이익	46.4	1.0	40.4	49.1	56.9
NOPAT	48.2	(4.0)	32.9	45.0	53.9
EBITDA	61.3	(0.5)	44.2	59.9	69.8
성장성(%)					
매출액증가율	(4.58)	(58.97)	63.44	24.45	13.76
NOPAT증가율	(18.17)	적전	흑전	36.78	19.78
EBITDA증가율	(9.32)	적전	흑전	35.52	16.53
영업이익증가율	(10.13)	적전	흑전	41.82	19.96
(지배주주)순익증가율	(36.76)	(96.58)	2,568.75	13.58	17.32
EPS증가율	(36.79)	(96.66)	2,631.65	13.67	17.41
수익성(%)					
매출총이익률	23.16	8.71	26.91	27.54	27.54
EBITDA이익률	17.12	(0.34)	18.41	20.05	20.54
영업이익률	15.61	(4.02)	16.03	18.27	19.27
계속사업이익률	13.07	1.09	17.78	16.23	16.74

대차대조표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**189.0**	**194.3**	**183.2**	**209.4**	**258.4**
금융자산	83.5	61.8	60.4	50.9	79.6
현금성자산	33.7	20.9	11.6	8.9	35.1
매출채권	36.3	9.3	43.0	42.4	46.6
재고자산	59.9	53.0	41.2	78.1	88.9
기타유동자산	9.3	70.2	38.6	38.0	43.3
비유동자산	**147.5**	**127.5**	**198.0**	**208.1**	**209.8**
투자자산	77.5	49.8	70.6	75.0	81.1
금융자산	77.5	49.8	33.4	38.3	39.3
유형자산	51.3	59.0	109.5	115.5	111.6
무형자산	**5.8**	**5.3**	**5.0**	**4.6**	**4.1**
기타비유동자산	**12.9**	**13.4**	**12.9**	**13.0**	**13.0**
자산총계	**336.5**	**321.8**	**381.2**	**417.5**	**468.2**
유동부채	**27.8**	**20.9**	**37.4**	**34.9**	**38.8**
금융부채	0.2	0.2	6.3	2.3	2.4
매입채무	13.5	10.1	13.3	13.1	14.9
기타유동부채	14.1	10.6	17.8	19.5	21.5
비유동부채	**2.1**	**2.1**	**13.3**	**13.4**	**13.8**
금융부채	**0.2**	**0.0**	**10.1**	**10.3**	**10.3**
기타비유동부채	1.9	2.1	3.2	3.1	3.5
부채총계	**29.8**	**22.9**	**50.6**	**48.3**	**52.6**
지배주주지분	**306.7**	**298.9**	**330.5**	**369.2**	**415.6**
자본금	**9.9**	**9.9**	**9.9**	**9.9**	**9.9**
자본잉여금	57.4	57.4	57.4	57.4	57.4
자본조정	(56.8)	(56.8)	(56.8)	(56.8)	(56.8)
기타포괄이익누계액	6.7	7.1	0.1	0.7	0.7
이익잉여금	289.4	281.3	320.0	358.0	404.4
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**306.7**	**298.9**	**330.5**	**369.2**	**415.6**
순금융부채	(83.2)	(61.6)	(44.0)	(38.3)	(67.0)

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,366	79	2,158	2,453	2,880
BPS	18,386	17,993	19,594	21,549	23,897
CFPS	3,306	(33)	2,442	3,192	3,484
EBITDAPS	3,103	(25)	2,236	3,030	3,533
SPS	18,109	7,433	12,145	15,114	17,195
DPS	500	500	600	600	600
주가지표(배)					
PER	6.64	254.43	7.18	9.19	7.83
PBR	0.85	1.12	0.79	1.05	0.94
PCFR	4.75	(609.09)	6.35	7.06	6.47
EV/EBITDA	3.70	(688.03)	5.94	6.79	5.41
PSR	0.87	2.70	1.28	1.49	1.31
재무비율(%)					
ROE	15.55	0.52	13.55	13.86	14.51
ROA	13.89	0.48	12.13	12.14	12.86
ROIC	40.55	(2.58)	17.40	21.10	22.55
부채비율	9.73	7.67	15.32	13.08	12.66
순부채비율	(27.12)	(20.61)	(13.30)	(10.37)	(16.12)
이자보상배율(배)	6,792.06	(399.12)	490.38	291.09	0.00

현금흐름표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**15.4**	**28.6**	**30.5**	**14.7**	**47.8**
당기순이익	46.8	1.6	42.7	48.5	56.9
조정	1.8	(3.0)	13.0	13.7	4.4
감가상각비	5.4	5.4	5.7	5.3	4.4
외환거래손익	0.0	0.5	(1.1)	(0.1)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	1.6	1.5	0.0
기타	(3.6)	(8.9)	6.8	7.0	0.0
영업활동자산부채변동	(33.2)	30.0	(25.2)	(47.5)	(13.5)
투자활동 현금흐름	**(13.2)**	**(34.6)**	**(50.1)**	**21.6**	**(8.7)**
투자자산감소(증가)	(8.0)	27.6	(20.9)	(4.4)	(6.1)
자본증가(감소)	(5.8)	(17.4)	(54.8)	(10.1)	0.0
기타	0.6	(44.8)	25.6	36.1	(2.6)
재무활동 현금흐름	**(31.5)**	**(8.9)**	**7.4**	**(15.9)**	**(10.5)**
금융부채증가(감소)	0.1	(0.2)	16.2	(3.8)	0.0
자본증가(감소)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(20.8)	0.1	0.0	(1.6)	0.0
배당지급	(10.4)	(8.8)	(8.8)	(10.5)	(10.5)
현금의 증감	**(29.4)**	**(14.9)**	**(12.3)**	**(3.1)**	**26.2**
Unlevered CFO	65.4	(0.6)	48.3	63.1	68.9
Free Cash Flow	9.5	11.2	(24.3)	4.6	47.8

자료: 하나증권

2025년 5월 20일 | 기업분석_Update

주성엔지니어링(036930)

ALD 선도 업체 고객사 다변화 시도

BUY (신규)

목표주가(12M)	45,000원
현재주가(5.19)	33,550원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	713.75
52주 최고/최저(원)	42,450/22,250
시가총액(십억원)	1,585.9
시가총액비중(%)	0.43
발행주식수(천주)	47,268.3
60일 평균 거래량(천주)	821.9
60일 평균 거래대금(십억원)	30.6
외국인지분율(%)	17.42
주요주주 지분율(%)	
황철주 외 9 인	29.76
최규옥 외 2 인	9.98

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	411.3	510.3
영업이익(십억원)	109.8	144.7
순이익(십억원)	105.0	130.5
EPS(원)	2,219	2,761
BPS(원)	14,164	16,737

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	284.7	409.4	413.6	488.1
영업이익	28.9	97.2	104.8	138.0
세전이익	44.7	127.5	115.6	149.1
순이익	34.0	106.8	93.6	122.3
EPS	705	2,235	1,979	2,587
증감율	(67.95)	217.02	(11.45)	30.72
PER	48.51	13.18	17.74	13.57
PBR	3.10	2.26	2.38	2.06
EV/EBITDA	32.81	10.25	11.07	7.75
ROE	6.80	19.76	15.42	17.43
BPS	11,017	13,041	14,743	17,053
DPS	50	287	287	287



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

선도적인 ALD 장비 업체

주성엔지니어링의 증착 장비는 ALD에 집중되어 있다. DRAM의 공정 미세화로 인해 지속적으로 중용되는 장비를 글로벌 업체들과 대등한 수준으로 공급하고 있는 것으로 파악된다. 국내 메모리 업체 업체뿐만 아니라 중화권 업체들향 공급을 진행하고 있어 고객사가 다변화되어 있다. 이는 2023년 국내 DRAM 업체들의 감산 속에서 여타 업체들과 차별화된 실적을 기록한 근거이기도 하다. 24년 하반기 국내 업체의 1b 나노 전환 투자로 인한 실적 수혜가 확인되었다. 2025년에도 HBM 투자를 위해 1b 나노 전환 투자는 지속될 것으로 예상되며, 아울러 하반기에는 15x 투자에 따른 수혜도 기대된다. 이번 투자는 3년여만에 진행되는 신규 투자이기 때문에 수혜 강도가 전년대비 증가할 가능성이 높다는 판단이다.

고객사 추가 확보로 외형 레벨업 가능

주성엔지니어링의 매출 규모가 레벨업 되기 위해서 추가 고객사 확보는 중요하다. ALD 장비 전천후 라인업을 기반으로 글로벌 고객사 다변화를 도모하고 있다. 북미와 일본의 메모리 반도체 업체들과 장비 공급에 관한 테스트를 진행하고 있는데, 하반기 중에 결과가 나올 것으로 예상된다. 현재 시점에서 결과를 예상하기는 어렵지만, 공급이 결정된다면 2026년 실적에 기여할 것으로 판단된다. 비메모리향 장비도 테스트가 진행되고 있기 때문에 전방산업 및 고객사 다변화에 따른 외형 성장 기회는 상존한다.

차세대 성장 동력으로 주목 받는 글래스 기판 장비

반도체 장비 외에도 차세대 성장동력으로 글래스 기판 시장이 기대된다. 글래스 기판 시장 자체가 아직 형성되지는 않았지만, 향후 시장이 고도화되었을 때에 ALD 기반의 TGV(Through Glass Via) 기술이 필요해질 것으로 전망된다. 당사는 기확보한 ALD 기술을 기반으로 차세대 글래스 기판 시장을 선점하기 위한 준비를 진행하고 있다.

글로벌 업체들과 대등한 밸류에이션 입증

주성엔지니어링에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 글로벌 장비 업체들의 평균 PER을 적용해 산출한다. ALD 글로벌 탑티어로서의 지위와 향후 고객사 다변화 가능성을 고려하면 동등한 수준의 멀티플 적용이 가능하다고 판단한다. 2025년 매출액은 4,136억원, 영업이익은 1,048억원으로 전년대비 각각 1%, 8% 증가에 그칠 전망이다. 이는 디스플레이향 장비 매출액이 감소하기 때문인데, 반도체 장비 매출액은 전년대비 15%의 견조한 성장률을 시현할 것으로 추정한다. 국내 고객사의 신규 라인 투자로 25년 하반기~26년 상반기에 수혜가 예상된다.

Valuation: 저평가 영역

글로벌 증착 장비 업체 PER 적용

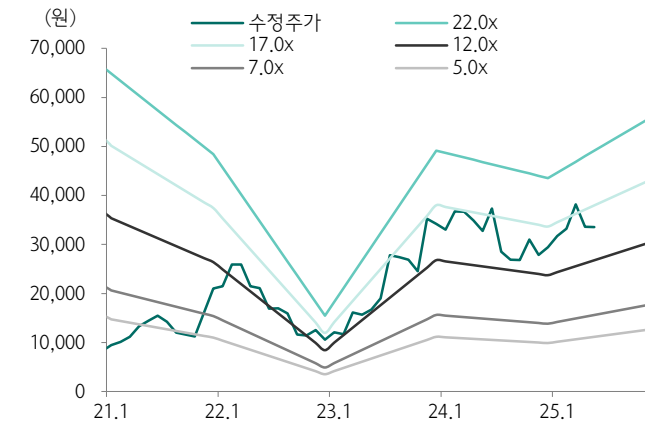
주성엔지니어링에 대한 목표주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 19.5배를 적용해서 산출한다. 목표 PER은 글로벌 반도체 증착 장비 업체들의 2025년 평균을 그대로 적용했다. 전방위적인 ALD 장비 라인업을 보유하고 있어 글로벌 업체들과 동등한 수준의 기술력을 확보했다고 판단한다. 아울러 중국 외에도 미국, 일본 메모리 고객사 확보 가능성과 비메모리 장비 공급 가능성 등을 고려했다. 실제로 해당 고객사향 장비 공급이 결정된다면, 외형 성장 차별화가 가능할 것으로 판단되어 밸류에이션 할증도 가능할 것으로 기대한다.

도표 1. PER Valuation

		비고
EPS (원)	**2,283**	12m forward EPS
비교 P/E (x)	**19.5**	**글로벌 반도체 전공정 장비 평균 PER**
할인률 (%)		
적정 P/E (x)	**19.5**	
적정주가 (원)	44,588	
목표주가 (원)	**45,000**	
현재주가 (원)	33,550	2025.05.19 종가 기준
상승여력 (%)	34.1	

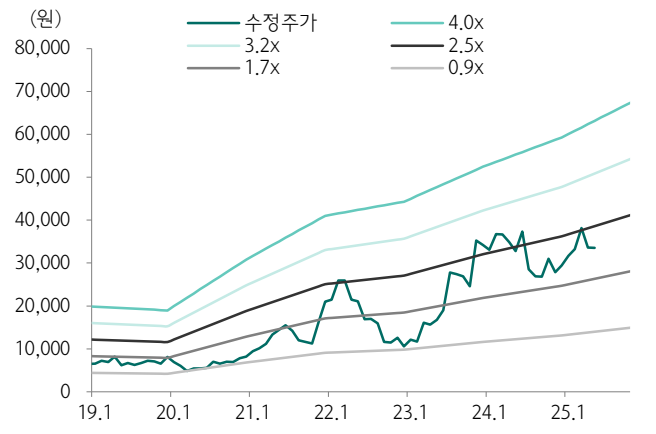
자료: 하나증권

도표 2. PER 밴드



자료: 하나증권

도표 3. PBR 밴드



자료: 하나증권

ALD 장비 라인업 풍부

독보적 ALD 라인업

주성엔지니어링은 DRAM 증착용 ALD 라인업을 다양하게 확보하고 있다. DRAM 미세화로 인해 고종횡비 증착에 대한 수요가 증가하고 있기 때문에 공급 가능한 장비 가지수 역시 확대되고 있는 상황이다. ALD 장비는 캐패시터 상/하부 전극 형성 및 절연막용 High-k 유전체 증착, Gate 절연막, Metal Barrier 증착 등에 사용된다. 주성엔지니어링은 ALD, High-k 등의 공정 수요 확대에 따른 수혜로 안정적인 매출 성장을 이어오고 있다.

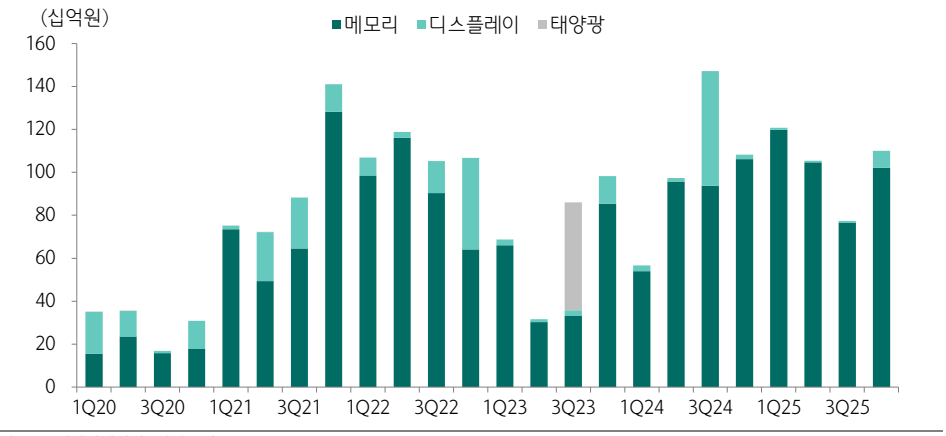
메모리 업황의 극심한 불황인 2020년이나 2023년에는 전년대비 외형 감소폭이 큰 편이었지만, 이는 국내 반도체 장비업체들 대부분이 겪은 실적이다. 2021년 이후 2년 간의 실적 레벨업과 2024년 실적 증가가 가능했던 이유는 다양한 ALD 장비 포트폴리오를 기반으로 국내 업체향 점유율 확대와 더불어 중화권 고객사를 확보했기 때문이다. 주요 고객사인 SK하이닉스의 1a, ab 나노 전환 투자와 M15x 신규 라인 투자에도 ALD 장비 채용은 확대될 것으로 예상되어 안정적인 실적 흐름이 유지될 것으로 판단한다.

도표 4. DRAM에서 ALD가 사용되는 공정

공정 단계	사용 목적	재료
Capacitor Dielectric	고유전율 유전체 증착	HfO_2, ZrO_2, Al_2O_3
Capacitor Electrode	MIM 구조 하부/상부 전극	TiN, Ru, WN
Spacer / Liner	Gate, STI 등	SiN, SiO_2, Al_2O_3
Gate Oxide	High-k/Metal Gate	HfO_2, LaO, TiN
Hard Mask	Etch mask	Al_2O_3, SiON
Passivation / Encapsulation	수분 및 이온 차단	Al_2O_3, SiN
Barrier / Seed Layer	금속전극 형성 전 Cu/Co diffusion barrier	TiN, TaN, Ru, WN

자료: 하나증권

도표 5. ALD 장비 포트폴리오 구축으로 반도체 장비의 견조한 실적



자료: 주성엔지니어링, 하나증권

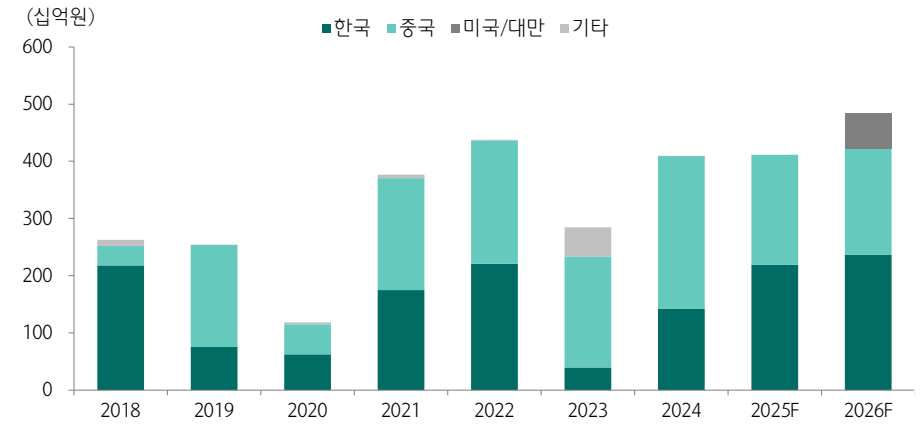
신규 고객사 확보로 고객 및 전방산업 다변화 모멘텀

해외 메모리, 비메모리 공급 추진

주성엔지니어링의 주요 고객은 2024년 기준 SK하이닉스 60%, 중화권 고객사들 40%로 추정된다. 중국향 매출액에는 SK하이닉스의 우시향이 포함되어 있다. 추가 성장 동력은 신규 고객사 확보 여부다. 북미 및 일본 메모리 고객사 및 해외 비메모리 고객사향 2개 업체에 장비 공급 테스트를 진행하고 있다. 이르면 25년 상반기, 늦어도 25년 하반기에는 장비 공급 여부가 결정될 것으로 예상된다. 현재 주력 고객사인 SK하이닉스와 중화권 메모리 업체들에 이어 해외 메모리 고객사 2곳에 장비 공급을 하게 되면 글로벌 ALD 장비 업체로서의 지위를 굳건히 할 것으로 기대된다.

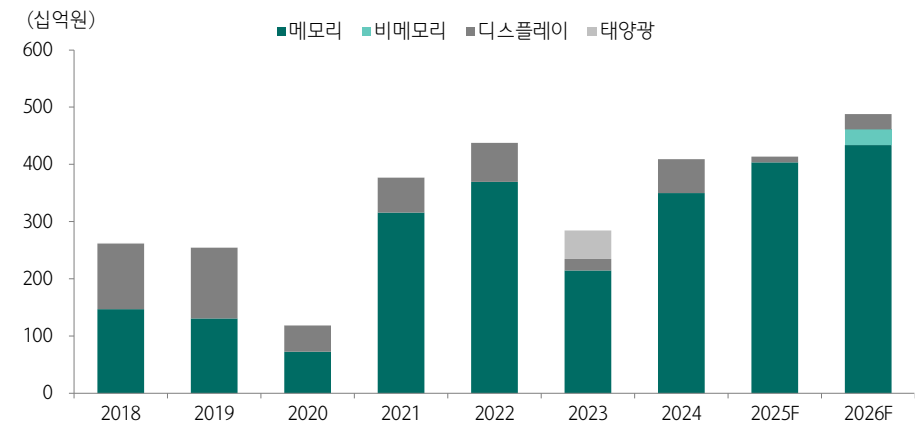
비메모리 고객사향 장비 같은 경우에는 기존 주력 전방 산업인 메모리를 넘어서는 전방산업 다변화 측면에서 유의미하다. 대부분의 국내 장비 업체들이 국내 고객사향 의존도가 높은 편인데, 주성엔지니어링은 기존 중화권 고객사에 이어 미국, 일본, 대만 등으로 해외 고객사를 확대가 기대되어 이 역시 밸류에이션 프리미엄을 정당화한다고 판단한다.

도표 6. 지역별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 주성엔지니어링, 하나증권
주: 중국 매출액에는 SK하이닉스 우시향 포함. 2026년 미국/대만 고객사향 매출액은 업사이드 요인

도표 7. 전방 산업별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 주성엔지니어링, 하나증권
주: 2026년 비메모이향 매출액은 업사이드 요인

2025년 실적 전망

반도체는 견조한 성장 지속

주성엔지니어링의 2025년 매출액은 4,123억원, 영업이익은 997억원으로 전년대비 각각 1%, 3% 증가에 그칠 것으로 전망한다. 이는 디스플레이 장비 매출액이 88억원으로 전년 597억원에서 급감할 것으로 추정되기 때문이다. 반도체 장비 매출액만 보면 전년대비 15% 이상의 견조한 성장률을 시현할 것으로 추정한다. 해외 메모리 고객사 2개 업체, 비메모리 고객사 2개 업체향으로 신규 장비 공급을 위한 테스트가 원활하게 진행되고 있다. 이로 인한 2026년 실적 상향의 근거가 마련될 것으로 판단한다

25년 2분기 매출액은 1,047억원(YoY +8%, QoQ -13%), 영업이익은 290억원(YoY -20%, QoQ -14%)으로 전망한다. 국내 고객사의 1b나노 전환 투자가 지속될 예정이고, 하반기에는 신규 라인향 장비 공급 가능성도 상존한다. 해당 라인 투자의 일정에 의해 25년 하반기 및 26년 상반기 매출액에 변동이 생길 것으로 예상된다. 신규 fab이 마련된 만큼 향후 2~3년에 걸쳐 신규 라인 투자가 진행될 것으로 예상되어 전환 투자에만 의존하던 때보다 수혜 규모가 커질 것으로 기대한다.

도표 8. 주성엔지니어링의 세부 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**56.6**	**97.3**	**147.2**	**108.3**	**120.8**	**105.5**	**77.3**	**110.1**	**409.4**	**413.6**	**488.1**
YoY	*-18%*	*208%*	*71%*	*10%*	*113%*	*8%*	*-47%*	*2%*	*44%*	*1%*	*18%*
QoQ	*-42%*	*72%*	*51%*	*-26%*	*12%*	*-13%*	*-27%*	*42%*			
반도체	54.0	95.7	93.8	106.2	120.0	104.7	76.7	102.1	349.7	403.5	433.9
디스플레이	2.6	1.6	53.4	2.1	0.8	0.7	0.6	8.0	59.7	10.2	27.2
태양광	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출비중											
반도체	95%	98%	64%	98%	99%	99%	99%	93%	85%	98%	89%
디스플레이	5%	2%	36%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	6%
태양광	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	7%	15%	2%	5%
영업이익	**7.1**	**36.1**	**52.2**	**1.9**	**33.9**	**29.0**	**14.4**	**27.5**	**97.2**	**104.8**	**138.0**
영업이익률	***12%***	***37%***	***35%***	***2%***	***28%***	***28%***	***19%***	***25%***	***24%***	**25%**	**28%**
YoY	*-39%*	*-510%*	*740%*	*-90%*	*380%*	*-20%*	*-72%*	*1329%*	*237%*	*8%*	*32%*
QoQ	*-65%*	*411%*	*45%*	*-96%*	*1658%*	*-14%*	*-50%*	*92%*			
세전이익	13.7	40.7	44.8	28.3	36.5	31.7	16.9	30.4	127.5	115.6	149.1
법인세	-2.4	7.6	9.2	6.3	7.5	6.0	3.1	5.5	20.7	22.1	26.8
법인세율	*-17%*	*19%*	*20%*	*22%*	*21%*	*19%*	*18%*	*18%*	*16%*	*19%*	*18%*
순이익	**16.1**	**33.1**	**35.6**	**22.1**	**29.0**	**25.7**	**13.9**	**25.0**	**106.8**	**93.6**	**122.3**
순이익률	*28%*	*34%*	*24%*	*20%*	*24%*	*24%*	*18%*	*23%*	*26%*	*23%*	*25%*

자료: 주성엔지니어링, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**437.9**	**284.7**	**409.4**	**413.6**	**488.1**
매출원가	190.4	134.6	160.4	166.5	194.4
매출총이익	247.5	150.1	249.0	247.1	293.7
판관비	123.7	121.2	151.8	142.4	155.7
영업이익	**123.9**	**28.9**	**97.2**	**104.8**	**138.0**
금융손익	(2.7)	(2.3)	0.2	(0.7)	0.2
종속/관계기업손익	(0.1)	0.3	0.0	0.1	0.1
기타영업외손익	13.9	17.9	30.0	11.4	10.8
세전이익	**135.1**	**44.7**	**127.5**	**115.6**	**149.1**
법인세	28.9	10.7	20.6	22.1	26.8
계속사업이익	106.2	34.0	106.8	93.6	122.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**106.2**	**34.0**	**106.8**	**93.6**	**122.3**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**106.2**	**34.0**	**106.8**	**93.6**	**122.3**
지배주주지분포괄이익	130.0	48.7	103.7	93.6	122.3
NOPAT	97.4	22.0	81.5	84.8	113.2
EBITDA	141.2	48.5	115.7	122.2	153.6
성장성(%)					
매출액증가율	16.06	(34.99)	43.80	1.03	18.01
NOPAT증가율	13.65	(77.41)	270.45	4.05	33.49
EBITDA증가율	19.76	(65.65)	138.56	5.62	25.70
영업이익증가율	20.76	(76.67)	236.33	7.82	31.68
(지배주주)순익증가율	(27.01)	(67.98)	214.12	(12.36)	30.66
EPS증가율	(27.06)	(67.95)	217.02	(11.45)	30.72
수익성(%)					
매출총이익률	56.52	52.72	60.82	59.74	60.17
EBITDA이익률	32.24	17.04	28.26	29.55	31.47
영업이익률	28.29	10.15	23.74	25.34	28.27
계속사업이익률	24.25	11.94	26.09	22.63	25.06

대차대조표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**290.3**	**239.0**	**398.1**	**501.7**	**690.0**
금융자산	131.3	110.9	255.8	357.1	519.2
현금성자산	121.0	110.6	250.7	351.8	513.0
매출채권	31.3	17.0	28.7	29.2	34.4
재고자산	99.2	81.3	100.6	102.3	120.8
기타유동자산	28.5	29.8	13.0	13.1	15.6
비유동자산	**542.7**	**566.2**	**588.7**	**571.3**	**555.9**
투자자산	5.6	10.6	10.5	10.6	10.7
금융자산	3.6	10.5	10.4	10.4	10.6
유형자산	283.0	289.7	305.7	289.5	275.0
무형자산	**6.2**	**6.5**	**7.8**	**6.6**	**5.6**
기타비유동자산	**247.9**	**259.4**	**264.7**	**264.6**	**264.6**
자산총계	**833.1**	**805.3**	**986.8**	**1,073.0**	**1,246.0**
유동부채	**127.3**	**61.5**	**191.7**	**194.5**	**225.3**
금융부채	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
매입채무	12.1	19.0	16.7	17.0	20.1
기타유동부채	114.5	41.9	174.4	176.9	204.5
비유동부채	**221.2**	**229.0**	**228.5**	**231.5**	**264.4**
금융부채	**50.8**	**50.3**	**49.8**	**49.8**	**49.8**
기타비유동부채	170.4	178.7	178.7	181.7	214.6
부채총계	**348.5**	**290.5**	**420.2**	**426.0**	**489.8**
지배주주지분	**484.6**	**514.7**	**566.6**	**647.0**	**756.2**
자본금	**24.1**	**24.1**	**24.1**	**24.1**	**24.1**
자본잉여금	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0
자본조정	(7.5)	(16.8)	(49.9)	(49.9)	(49.9)
기타포괄이익누계액	47.7	63.2	61.6	61.6	61.6
이익잉여금	311.3	335.2	421.8	502.2	611.4
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**484.6**	**514.7**	**566.6**	**647.0**	**756.2**
순금융부채	(79.8)	(59.9)	(205.5)	(306.7)	(468.7)

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,200	705	2,235	1,979	2,587
BPS	10,199	11,017	13,041	14,743	17,053
CFPS	3,356	1,230	3,169	2,815	3,483
EBITDAPS	2,926	1,004	2,421	2,585	3,249
SPS	9,077	5,902	8,564	8,750	10,326
DPS	193	50	287	287	287
주가지표(배)					
PER	4.82	48.51	13.18	17.74	13.57
PBR	1.04	3.10	2.26	2.38	2.06
PCFR	3.16	27.80	9.29	12.47	10.08
EV/EBITDA	3.06	32.81	10.25	11.07	7.75
PSR	1.17	5.79	3.44	4.01	3.40
재무비율(%)					
ROE	24.86	6.80	19.76	15.42	17.43
ROA	13.74	4.15	11.92	9.08	10.55
ROIC	32.22	6.09	23.88	29.69	42.59
부채비율	71.90	56.44	74.17	65.83	64.77
순부채비율	(16.46)	(11.64)	(36.27)	(47.40)	(61.98)
이자보상배율(배)	35.18	7.85	26.67	0.00	0.00

현금흐름표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**101.0**	**0.9**	**224.7**	**114.5**	**177.5**
당기순이익	106.2	34.0	106.8	93.6	122.3
조정	31.8	1.0	42.5	17.3	15.5
감가상각비	17.3	19.5	18.5	17.4	15.5
외환거래손익	3.4	(1.3)	(8.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.3)	0.6	0.0	0.0
기타	11.0	(16.9)	31.7	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	(37.0)	(34.1)	75.4	3.6	39.7
투자활동 현금흐름	**(48.4)**	**(1.2)**	**(40.3)**	**(0.1)**	**(1.1)**
투자자산감소(증가)	7.7	6.9	6.1	(0.0)	(0.2)
자본증가(감소)	(36.7)	(14.4)	(31.0)	0.0	0.0
기타	(19.4)	6.3	(15.4)	(0.1)	(0.9)
재무활동 현금흐름	**(48.4)**	**(9.8)**	**(33.6)**	**(13.1)**	**(13.0)**
금융부채증가(감소)	(40.5)	(0.5)	(0.6)	0.0	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.9)	(9.3)	(33.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	(13.1)	(13.1)
현금의 증감	**1.8**	**(10.1)**	**150.7**	**104.4**	**161.2**
Unlevered CFO	161.9	59.3	151.5	133.0	164.7
Free Cash Flow	64.3	(13.5)	193.7	114.5	177.5

자료: 하나증권

2025년 5월 20일 | 기업분석_Update

브이엠(089970)

희소성 높은 식각장비 업체

BUY(신규)

목표주가(12M)	15,500원
현재주가(5.19)	13,050원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	713.75
52주 최고/최저(원)	19,400/5,550
시가총액(십억원)	314.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	24,075.6
60일 평균 거래량(천주)	150.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
외국인지분율(%)	3.93
주요주주 지분율(%)	
김남헌 외 5 인	11.93
최우형 외 2 인	10.33

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	98.6	115.5
영업이익(십억원)	14.3	20.6
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	26.0	70.3	131.9	156.0
영업이익	(11.0)	(8.6)	21.2	27.6
세전이익	(7.3)	(4.6)	23.7	30.5
순이익	(7.0)	(3.5)	19.0	24.7
EPS	(273)	(135)	742	965
증감율	적전	적지	흑전	30.05
PER	(51.65)	(50.89)	16.47	12.66
PBR	2.48	1.20	1.89	1.65
EV/EBITDA	(31.18)	(14.16)	11.76	8.77
ROE	(5.81)	(2.80)	14.20	15.89
BPS	5,679	5,709	6,451	7,416
DPS	0	0	0	0



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

SK하이닉스향 식각 장비 업체

브이엠은 반도체 식각 장비 업체로서 SK하이닉스가 주요 고객사다. 동사의 주력 장비인 Poly Etcher는 건식 전도체 식각 장비로서 독자적 플라즈마 소스 기술을 기반으로 경쟁력을 확보해서 국산화에 성공했다. 2016년에 최초로 양산에 성공한 이후 라인업을 확대하고 있다. Metal Etcher는 DRAM 배선 공정에서 생기는 텅스텐, 구리 등 금속막을 식각하는 장비다. Poly Etcher에 비해 기술의 낮이도가 낮고 시장 규모도 작지만, 주요 고객사 내에서 점유율은 견조한 것으로 추정된다. 2024년 매출비중은 Poly Etcher 70%, Metal Etcher 6%, 상품 및 기타매출 24%이다.

차기 성장 동력 Oxide Etcher

브이엠은 Oxide Etcher를 통해 외형 성장을 도모하고 있다. 유전체를 식각하는 Oxide Etcher는 실리콘 산화막(SiOs)을 식각하는 장비다. 동사는 주로 인터커넥트 소재로 활용되는 Low-K 시장에 진입하려는 것으로 파악된다. 기존에는 전도성이 높고 가공하기 용이한 알루미늄 배선이 활용되었는데, 구리는 저항 값이 낮아 고성능 반도체 배선에서 활용되기 시작했다. 다만, 구리 소재는 깔끔하게 식각되지 않고, 주변 물질로 쉽게 확산되는 단점이 있다. 이로 인해 구리 소재 인터커넥트가 서로 간섭되지 않게 하기 위해 SiCOH와 같은 Low-K 유전체가 활용되는데, 이를 식각하는 장비이다.

2025년 매출액 전년대비 92% 증가 전망

브이엠의 2025년 매출액은 1,319억원은 전년대비 88% 증가, 영업이익은 210억원으로 흑자전환할 것으로 전망한다. 주요 고객사의 신규 투자 라인인 15x가 완공된 이후에 식각 장비 수요가 전년대비 크게 증가할 것으로 추정된다. 아울러 Oxide Etcher에 대한 퀄 여부가 결정되면, 2026년에 실적에 기여할 것으로 기대된다. 고객사 내 식각 장비 중에서 꾸준히 점유율을 확대하고 있는 만큼 외형 성장에 대한 기대감은 높다.

식각 장비 국산화를 통한 성장 가능성에 주목

브이엠에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 15,500원으로 커버리지를 개시한다. 고객사의 신규 라인 투자와 식각 장비 내에서의 점유율 확대를 통해 2025년 실적 회복이 전망된다. 2026년 이후에는 신규 식각 장비 진입이라는 모멘텀도 기대할 수 있다. 12개월 선행 기준 PER은 14.6배인데, 외형 회복과 함께 수익성 개선폭이 추정치를 상회할 가능성은 상존한다. 주요 고객사의 신규 라인 투자에 따른 신규 장비 진입에 따른 점유율 확대가 기대되고 있어 관심을 가질만한 종목이라 판단한다.

Valuation: 글로벌 식각 장비 업체들 평균 PER에 할인 적용

국내 유일한 식각 장비 상장사

브이엠에 대한 목표주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 15.6배를 적용해서 산출한다. 목표 PER은 글로벌 반도체 식각 장비 업체들의 2025년 평균 PER 19.5배에 할인율 20%를 적용했다. 할인율을 적용한 이유는 고객사가 다변화되어 있지 않기 때문이다. 다만, 장비 라인업 확대로 적용 공정 수를 확대하고 있어, 향후 성장 가능성은 높은 것으로 판단한다.

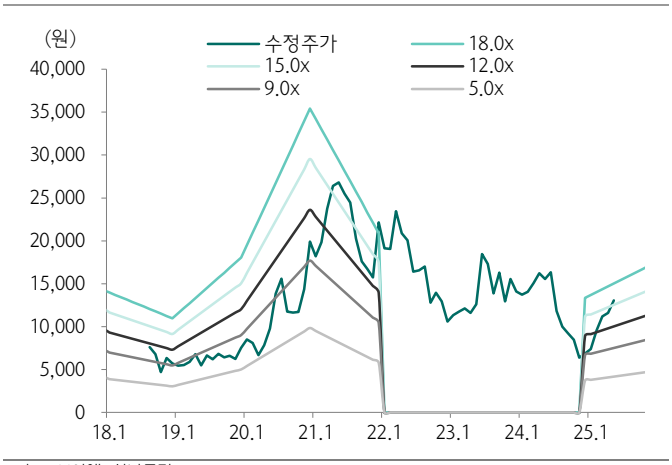
테스는 추가적으로 장비 라인업을 확대하고 있고, 고객사들 공급 여부가 2025년 연내 결정될 것으로 예상되어 있다. 해당 장비의 공급이 결정될 경우에는 실적뿐만 아니라 멀티플의 추가 상향 가능성도 상존한다. 현재 주가 수준은 매력적이라 판단한다.

도표 1. PER Valuation

		비고
EPS (원)	**993**	**12m forward EPS**
비교 P/E (x)	19.5	글로벌 반도체 식각 장비 평균 PER
할인률 (%)	20%	단일 고객사
적정 P/E (x)	**15.6**	
적정주가 (원)	15,490	
목표주가 (원)	**15,500**	
현재주가 (원)	13,050	2025.05.19 종가 기준
상승여력 (%)	18.8	

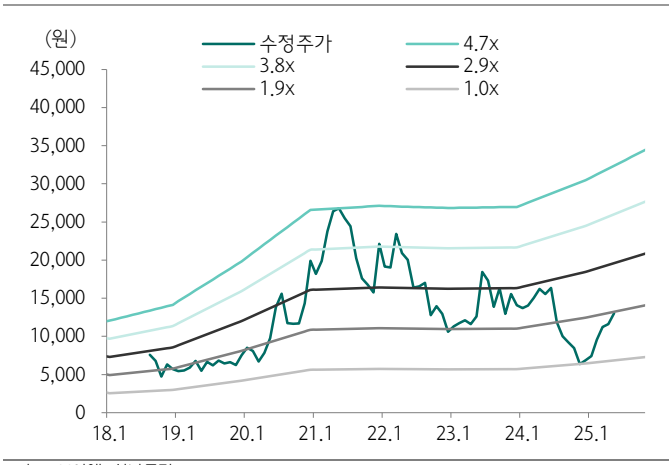
자료: 브이엠, 하나증권

도표 2. PER 밴드



자료: 브이엠, 하나증권

도표 3. PBR 밴드



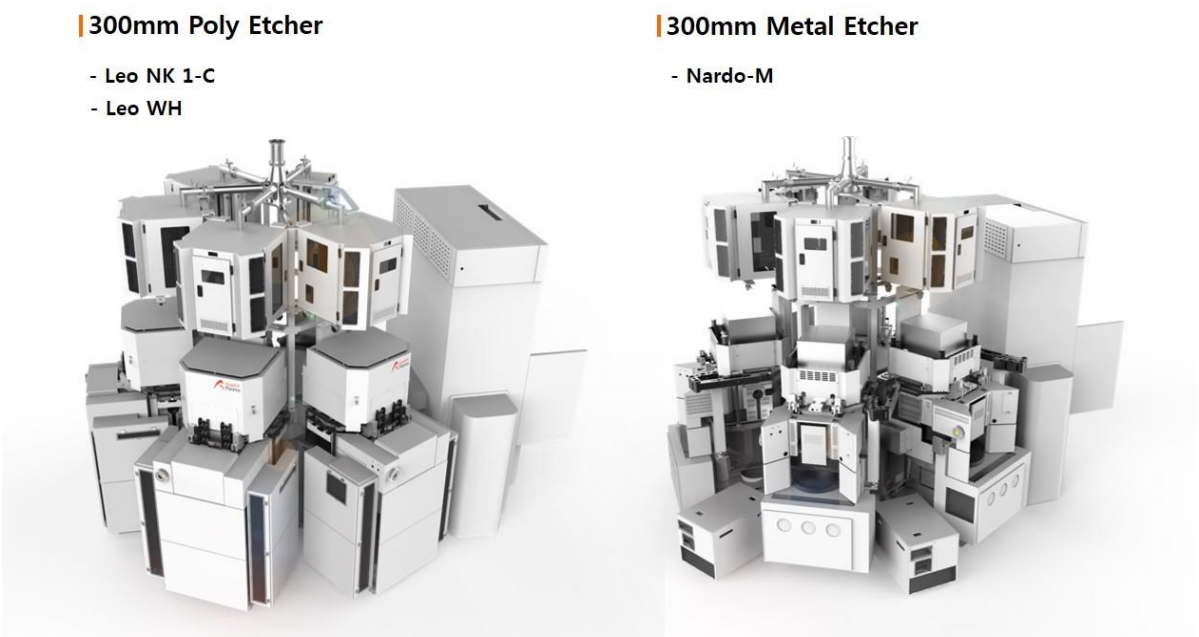
자료: 브이엠, 하나증권

도표 4. 장비 라인업 확대 도모

연구 과제	연구결과	기대효과 및 진행상황
Leo WS(WSE) 장비 개발 (2021.01.~2025.10)	성능 향상 및 Model명 변경하여 개발 진행중	- 차세대 Poly Etch. Leo WS 개발 진행 중 - 장비 개발 진행 중으로 현재 초도 장비 구성 및 일부 추가 개선 완료 후 개발 검증 최종단계 (공정 활용 평가) 진행중 - 최신 공정 Trend에 맞춰 Leo WS 사양 업그레이드 버전인 Leo WSE 개발 중 - Leo WS Chamber를 아래 사양에 맞춰 개조 및 TEST 예정 - RFS Upgrade(3kW → 6kW) - RF Multi Level Pulse 4 Level 이상 적용 - TMP 용량 증가 (3300L → 4400L)
Da Vinci WH 장비 개발 (2021.01.~) (구)Tigris	개발중	- 300mm Oxide Etch. 개발 진행 중 - 독자적인 기술을 통해 고종횡비(High Aspect Ratio) 산화막 식각 장비로써 업계 최고 수준 HW 퍼포먼스를 목적으로 함. - 양산 개발 완료 후 기존 Poly/Metal Etcher에 더하여 Oxide Etcher Line up 확대로 전체 Dry Etcher 시장 점유율 확대 및 매출 증대 예상 - 2022년 6월 산업통상자원부-한국산업기술진흥원 주관 월드클래스 후보기업 국책과제 선정 - 2023년 8월 Alpha Ver. Prototype Chamber 제작 - 2025년 개선 및 추가 개발 아이템 평가 진행 중
Mona Lisa WH 장비 개발 (2023.12.~)	개발중	- 300mm Oxide Etch. 개발 진행 중 - Da Vinci WH와는 산화막 식각 목적성이 일부 다른 Oxide Etch Chamber로써, 독자적인 기술을 추가하여 외산 산화막 식각장비와의 경쟁력을 갖추도록 개발 진행중 - 2023년 기초 설계 및 시스템 구성 진행 개시 - 2024년 Alpha Ver, Prototype Chamber 제작, 기초 통신/공압 IO, 기초 Function 테스트 진행 완료 - 2025년 공정테스트 진행, HW 개선 평가 등 추가 테스트 진행중 - 2025년 양산형 Ver. chamber 제작 예정
APES ALE 장비 개발 (2024.04.01~)	개발중	- 300mm Atomic Layer Etch Model인 APES 개발 진행 - 고효율 Remote Plasma 및 Thermal Type의 Hybrid Concept 특허를 기반으로 신규 ALE 시장에서의 경쟁력 확보 - 2024년 3월 산업통상자원부 산하 산업기술평가원 주최 산업기술혁신사업의 차세대 지능형 반도체 기술 개발 국책과제 선정 - 2025년 특허 출원에 근거한 Alpha Ver. Prototype Chamber 제작 및 function check 진행 중. 추가 개선 아이템 적용 및 평가 예정

자료: 브이엠, 하나증권

도표 5. 브이엠의 장비 라인업



자료: 브이엠, 하나증권

2025년 실적 전망

실적 회복의 원년

브이엠의 2025년 매출액은 1,319억원으로 전년대비 88% 증가하고, 영업이익은 212억원으로 흑자 전환할 것으로 추정한다. 동사의 매출액은 주요 고객사인 SK하이닉스의 DRAM향 중심으로 구성되어 있다. 고객사의 전환 투자가 진행되는 과정에서 점유율 확대를 통해 실적이 회복되고 있다. 메모리 업체들의 22년 하반기 감산이 시작되기 전에는 분기 평균 매출액 400억원 이상을 기록했었다. 감산 이후부터는 실적이 급감해서 적자를 시현해 왔다. 2024년 고객사들의 1b 나노 전환 투자가 시작되며 재차 장비 출하가 시작되었다. 2025년은 실적 회복의 원년으로 3년만에 흑자 전환에 성공할 전망이다.

25년 1분기 양호한 실적을 발표했고, 2분기 매출액은 437억원(YoY +122%, QoQ +144%), 영업이익은 76억원(YoY +2,721%, QoQ +306%)으로 전망한다. 고객사의 전환 투자에 따른 수혜로 Poly Etcher, Metal Etcher 모두 공급이 시작되며 분기 400억원대 매출액으로 회복될 전망이다. 25년 하반기에는 신규 라인 투자에 따른 수혜도 예상되는데, 26년 상반기까지 외형 성장 가시성은 높을 것으로 기대된다. 신규 장비 공급을 통한 모멘텀도 긍정적인 포인트다.

도표 6. 브이엠의 세부 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**8.2**	**19.7**	**9.3**	**33.0**	**17.9**	**43.7**	**19.9**	**50.4**	**70.3**	**131.9**	**156.0**
YoY	*-25%*	*368%*	*-14%*	*798%*	*117%*	*122%*	*113%*	*53%*	*136%*	*88%*	*18%*
QoQ	*125%*	*139%*	*-53%*	*254%*	*-46%*	*144%*	*-55%*	*153%*			
Poly Etcher	5.5	16.4	5.5	22.3	11.6	17.4	11.6	17.4	49.5	58.0	69.6
Metal Etcher	0.0	0.0	0.0	4.3	0.0	21.3	4.3	29.8	4.3	55.3	72.3
상품 및 기타매출	2.8	3.4	3.9	6.5	6.3	5.0	4.0	3.2	16.5	18.6	14.1
매출비중											
Poly Etcher	*66%*	*83%*	*58%*	*68%*	*65%*	*40%*	*58%*	*35%*	70%	44%	45%
Metal Etcher	*0%*	*0%*	*0%*	*13%*	*0%*	*49%*	*21%*	*59%*	6%	42%	46%
상품 및 기타매출	34%	17%	42%	20%	35%	12%	20%	6%	23%	14%	9%
영업이익	**-5.3**	**0.3**	**-2.2**	**-1.5**	**1.9**	**7.6**	**2.5**	**9.2**	**-8.6**	**21.2**	**27.6**
영업이익률	***-64%***	***1%***	***-23%***	***-4%***	***10%***	***17%***	***12%***	***18%***	***-12%***	***16%***	***18%***
YoY	*적자 유지*	*흑자 전환*	*적자 전환*	*적자 유지*	*흑자 전환*	*2721%*	*흑자 전환*	*흑자 전환*	*적자 유지*	*흑자 전환*	*30%*
QoQ	*적자 유지*	*흑자 전환*	*적자 전환*	*적자 유지*	*흑자 전환*	*306%*	*-68%*	*275%*			
세전이익	- 3.0	0.6	- 3.9	1.7	2.2	8.1	3.0	10.4	- 4.6	23.7	30.5
법인세	- 0.1	- 0.1	- 1.0	0.1	0.6	1.5	0.6	2.0	7.2	4.7	5.8
법인세율	*2%*	*-22%*	*26%*	*4%*	*29%*	*19%*	*19%*	*19%*	*-159%*	*20%*	*19%*
순이익	**-2.9**	**0.7**	**-2.9**	**1.6**	**1.6**	**6.6**	**2.5**	**8.4**	**-3.4**	**19.0**	**24.7**
순이익률	***-36%***	***4%***	***-31%***	***5%***	***9%***	***15%***	***12%***	***17%***	***-5%***	***14%***	***16%***

자료: 브이엠, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**26.0**	**70.3**	**131.9**	**156.0**	**177.3**
매출원가	13.3	46.9	70.3	81.3	90.2
매출총이익	12.7	23.4	61.6	74.7	87.1
판관비	23.6	32.0	40.4	47.1	52.8
영업이익	**(11.0)**	**(8.6)**	**21.2**	**27.6**	**34.3**
금융손익	3.7	3.9	(3.2)	(4.7)	(4.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	5.7	7.7	7.4
기타영업외손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	**(7.3)**	**(4.6)**	**23.7**	**30.5**	**37.3**
법인세	(0.3)	(1.1)	4.7	5.8	7.1
계속사업이익	(7.0)	(3.5)	19.0	24.7	30.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(7.0)**	**(3.5)**	**19.0**	**24.7**	**30.2**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**(7.0)**	**(3.5)**	**19.0**	**24.7**	**30.2**
지배주주지분포괄이익	(6.6)	(1.0)	19.0	24.7	30.2
NOPAT	(10.5)	(6.5)	16.9	22.3	27.8
EBITDA	(9.3)	(6.9)	22.5	28.6	35.0
성장성(%)					
매출액증가율	(81.61)	170.38	87.62	18.27	13.65
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	31.95	24.66
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	27.11	22.38
영업이익증가율	적전	적지	흑전	30.19	24.28
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	30.00	22.27
EPS증가율	적전	적지	흑전	30.05	21.97
수익성(%)					
매출총이익률	48.85	33.29	46.70	47.88	49.13
EBITDA이익률	(35.77)	(9.82)	17.06	18.33	19.74
영업이익률	(42.31)	(12.23)	16.07	17.69	19.35
계속사업이익률	(26.92)	(4.98)	14.40	15.83	17.03

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**140.8**	**150.5**	**192.3**	**220.3**	**260.0**
금융자산	70.4	93.7	75.0	91.1	113.4
현금성자산	68.2	92.0	73.3	89.3	111.6
매출채권	1.1	8.6	13.1	13.6	15.4
재고자산	67.8	46.8	102.3	113.7	129.2
기타유동자산	1.5	1.4	1.9	1.9	2.0
비유동자산	**10.2**	**15.2**	**14.1**	**13.2**	**12.6**
투자자산	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9
금융자산	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9
유형자산	7.7	12.2	10.9	10.0	9.4
무형자산	**0.4**	**0.4**	**0.2**	**0.2**	**0.1**
기타비유동자산	**0.6**	**1.1**	**1.3**	**1.2**	**1.2**
자산총계	**150.9**	**165.7**	**206.5**	**233.5**	**272.6**
유동부채	**27.0**	**39.3**	**60.1**	**62.2**	**70.7**
금융부채	22.7	26.5	40.6	42.0	47.8
매입채무	2.8	9.3	14.1	14.7	16.7
기타유동부채	1.5	3.5	5.4	5.5	6.2
비유동부채	**1.8**	**2.1**	**3.1**	**3.2**	**3.6**
금융부채	**0.5**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
기타비유동부채	1.3	2.0	3.0	3.1	3.5
부채총계	**28.8**	**41.4**	**63.2**	**65.5**	**74.4**
지배주주지분	**122.2**	**124.3**	**143.3**	**168.1**	**198.2**
자본금	**2.4**	**2.4**	**2.4**	**2.4**	**2.4**
자본잉여금	41.2	42.4	42.4	42.4	42.4
자본조정	(16.8)	(14.8)	(14.8)	(14.8)	(14.8)
기타포괄이익누계액	2.4	4.9	4.9	4.9	4.9
이익잉여금	93.0	89.4	108.4	133.2	163.4
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**122.2**	**124.3**	**143.3**	**168.1**	**198.2**
순금융부채	(47.2)	(67.1)	(34.4)	(49.0)	(65.5)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(273)	(135)	742	965	1,177
BPS	5,679	5,709	6,451	7,416	8,594
CFPS	(217)	(44)	1,103	1,414	1,652
EBITDAPS	(365)	(271)	879	1,114	1,365
SPS	1,019	2,746	5,146	6,086	6,917
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(51.65)	(50.89)	16.47	12.66	10.38
PBR	2.48	1.20	1.89	1.65	1.42
PCFR	(64.98)	(156.14)	11.08	8.64	7.40
EV/EBITDA	(31.18)	(14.16)	11.76	8.77	6.69
PSR	13.84	2.50	2.37	2.01	1.77
재무비율(%)					
ROE	(5.81)	(2.80)	14.20	15.89	16.48
ROA	(4.54)	(2.18)	10.21	11.25	11.92
ROIC	(14.59)	(9.78)	20.29	19.48	21.87
부채비율	23.53	33.31	44.11	38.95	37.52
순부채비율	(38.64)	(53.98)	(23.97)	(29.15)	(33.03)
이자보상배율(배)	(16.32)	(4.59)	2.84	2.81	3.21

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(15.6)**	**22.2**	**(25.4)**	**24.4**	**27.1**
당기순이익	(7.0)	(3.5)	19.0	24.7	30.2
조정	1.1	5.0	8.8	10.8	11.3
감가상각비	1.6	1.7	1.4	1.0	0.7
외환거래손익	(0.4)	(5.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	8.4	7.4	9.8	10.6
영업활동자산부채변동	(9.7)	20.7	(53.2)	(11.1)	(14.4)
투자활동 현금흐름	**26.8**	**(5.8)**	**(0.3)**	**(0.0)**	**(0.1)**
투자자산감소(증가)	0.2	(0.0)	(0.3)	(0.0)	(0.1)
자본증가(감소)	(1.7)	(6.1)	0.0	0.0	0.0
기타	28.3	0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**17.1**	**4.7**	**6.6**	**(8.4)**	**(4.9)**
금융부채증가(감소)	6.9	3.4	14.0	1.4	5.7
자본증가(감소)	2.3	1.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	7.9	0.1	(7.4)	(9.8)	(10.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**28.3**	**21.0**	**(7.4)**	**16.0**	**22.2**
Unlevered CFO	(5.6)	(1.1)	28.3	36.2	42.3
Free Cash Flow	(17.3)	16.1	(25.4)	24.4	27.1

자료: 하나증권

2025년 5월 20일 | 기업분석_Update

피에스케이홀딩스(031980)

가장 저평가되어 있는 AI 수혜주

BUY (신규)

목표주가(12M)	50,000원
현재주가(5.19)	32,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	713.75
52주 최고/최저(원)	81,200/27,900
시가총액(십억원)	692.2
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	21,562.4
60일 평균 거래량(천주)	242.1
60일 평균 거래대금(십억원)	9.6
외국인지분율(%)	4.40
주요주주 지분율(%)	
박경수 외 20 인	67.24

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	222.4	229.8
영업이익(십억원)	81.6	85.4
순이익(십억원)	94.3	100.3
EPS(원)	4,373	4,649
BPS(원)	23,852	27,917

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	94.7	215.5	220.2	241.5
영업이익	27.0	88.5	85.8	99.5
세전이익	48.9	116.9	117.5	132.6
순이익	42.7	95.8	96.6	109.1
EPS	1,980	4,444	4,482	5,059
증감율	4.76	124.44	0.86	12.87
PER	13.61	8.56	7.65	6.78
PBR	1.70	1.90	1.44	1.22
EV/EBITDA	14.88	7.02	5.34	3.92
ROE	13.70	24.80	20.46	19.48
BPS	15,829	20,010	23,792	28,151
DPS	600	700	700	700



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

HBM 수혜로 주력 장비 수요 급증

피에스케이홀딩스의 장비들은 후공정에 해당하는 패키징 부문에서 활용되고 있다. 주력 장비의 매출 비중은 Descum 43%, Reflow 41%로 구성되어 있다. Descum 장비는 리소그래피 공정 후에 잔류한 찌꺼기(scum)를 제거하는 장비로 표면 처리를 통해 각 필름이나 층간의 접착력이나 기타 누설 전류를 개선해 준다. HBM에서는 TSV 공정 중에 발생한 찌꺼기를 제거하기 위해 활용되고 있다. Reflow 장비는 열을 가해 솔더 범프를 구형으로 만드는데 활용되는 장비로 이를 통해 범프 간 높이를 최소화하고 표면을 매끄럽게 해 본딩 공정 시에 접합성을 향상시켜 준다. HBM 공정에서는 DRAM을 적층할 때에 정렬을 위해 칩 간 연결을 위해 사용된다. HBM 수요 증가로 인해 동사의 주력 장비의 수요가 급증했고, 2024년 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 128%, 228% 증가했다.

Descum 장비: HBM4 TSV 수요 증가로 수혜 기대

Descum 장비의 주요 고객사는 DRAM 3사와 OSAT 업체들이다. DRAM 3사를 모두 고객사로 확보하고 있어 HBM 업황의 수혜를 전방위적으로 누릴 수 있다. 특히, HBM4는 I/O 개수가 기존 1,024개에서 2,048개로 증가하면서 TSV 수요가 증가할 전망이다. TSV 이후에 찌꺼기를 제거하는 Descum 장비의 수혜가 기대되는 근거다. HBM의 투자 CAPA가 둔화되더라고 TSV 수요 증가로 인해 동사에게는 여전히 기회가 있을 것으로 판단한다.

Reflow 장비: HBM CAPA 증가와 고단화 수혜

Reflow 장비의 주요 고객사 역시 DRAM 3사와 TSMC로 파악된다. 당초에 HBM4에 하이브리드 본딩이 채택되면 Reflow 수요에 대한 우려가 상존했다. 다만, 현재 시점에서 하이브리드 본딩에 대한 수요는 시간이 걸릴 것으로 파악된다. 국내 주요 HBM 공급사는 12단을 기존 방식으로 진행할 것으로 예상되어 동사의 Reflow 장비 수혜는 지속될 것으로 추정된다. HBM의 고단화 수혜가 가능하다.

차세대 HBM 수혜에도 불구하고 저평가 구간

피에스케이홀딩스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식을 통해 산출한다. 종속회사 이익을 제외한 순이익에 피에스케이의 시가총액을 할인한 가치를 합산했다. 차세대 HBM 및 고단화에 따른 수혜가 가능해 외형 성장 기회가 다분하고, 영업이익률이 40%로 매우 높은 수준이다. 그럼에도 불구하고 연결 기준 PER 8.2배, 종속회사 제외 기준 10.8배에 불과해 밸류에이션 매력도 확보했다. HBM 관련 수혜주 중에 가장 저평가 받은 종목으로 비중확대를 추천한다.

Valuation: 차별화된 수익성에도 불구하고 극심한 저평가

HBM 수혜에도 낮은 PER

피에스케이홀딩스에 대한 목표주가는 SOTP 방식으로 진행한다. 영업가치는 종속회사인 PSK의 이익을 제외한 순이익에 국내외 반도체 후공정 장비 업체들의 평균 PER을 적용한다. 비영업가치는 PSK의 시가총액에 지분율과 할인율을 적용해 산출한다. 이를 합산한 적정 가치는 1조 141억원으로 목표주가는 50,000원으로 제시한다.

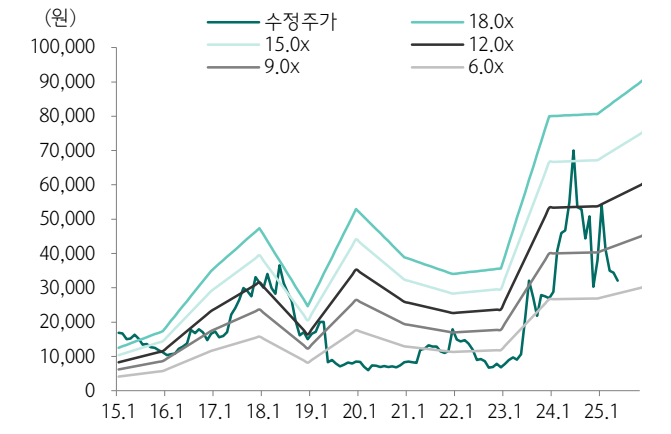
피에스케이홀딩스의 주력 장비들은 차세대 HBM에서 수요가 증가하는 TSV 및 고단화에 따른 수혜가 가능하다. 아울러 영업이익률은 30~40%로 준수하다. 그럼에도 불구하고 연결 순이익 기준 8.2배, PSK 제외한 순이익 기준 10.8배에 불과하다. HBM 수혜 업체 중에 밸류에이션 매력 높아 비중확대를 추천한다.

도표 1. SOTP 밸류에이션

		비고
순이익 (십억원)	77.1	2025년
비교 P/E (x)	13.1	국내외 반도체 후공정 장비 평균 PER
할인률		
적정 P/E (x)	13.1	
적정 시가총액 (십억원)	1,014.1	
PSK 시가총액 (십억원)	563.1	
지분율	32.76%	
할인률	30%	
적용 시가총액 (십억원)	55.3	
합산 시가총액 (십억원)	**1,069.4**	
유통주식수 ㈜	21,562,395	
목표주가 (원)	**50,000**	
현재주가 (원)	32,100	2025.05.19 종가 기준
상승여력 (%)	55.8	

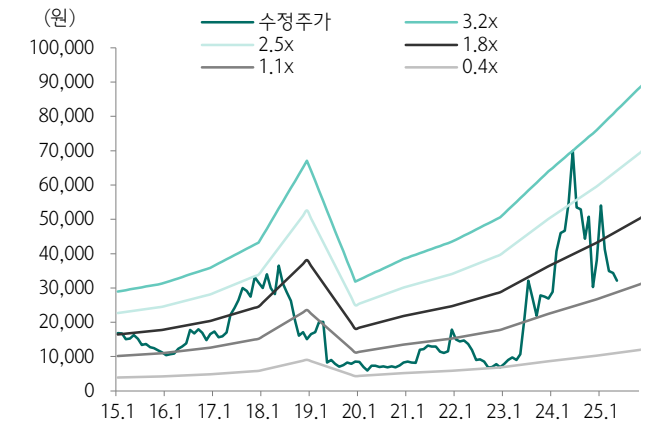
자료: 피에스케이홀딩스, 하나증권

도표 2. PER 밴드



자료: 피에스케이홀딩스, 하나증권

도표 3. PBR 밴드



자료: 피에스케이홀딩스, 하나증권

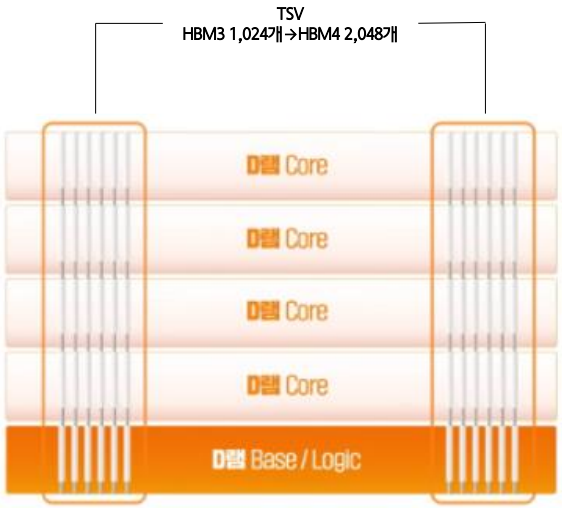
Descum 장비: TSV 증가 수혜

HBM4 I/O 2배 증가

Descum 공정은 리소그래피 공정 후의 잔류 찌꺼기(scum)를 제거하는 공정으로 반도체 패키징의 RDL(재배선) profile과 범프 모양에 영향을 준다. 패키징 공정에 필요한 필름 코팅 전 또는 RDL 애칭 후에 막질 표면의 성질을 개선하거나 잔류물을 제거해 준다. 이를 통해 각 필름이나 층 간의 접착력이나 기타 누설 전류를 개선시킬 수 있다.

HBM에서는 TSV 공정 통해 형성된 구멍 사이의 찌꺼기를 제거하기 위해 활용된다. TSV 공정은 칩에 구멍을 뚫어 칩을 수직으로 연결할 수 있는 통로를 형성하는 공정이다. 해당 통로 및 주변에 찌꺼기가 남게 되면 통로가 막힐 수도 있기 때문에 이를 제거하는 공정이 필요하다. HBM4는 I/O 단자가 2,048개로 기존대비 2배 증가하는 만큼 TSV 회수가 늘어날 수밖에 없기 때문에 Descum 수요도 증가할 것으로 예상된다. HBM 증설 규모가 둔화되더라도 동사의 Descum 장비 수요는 수혜가 가능하다.

도표 4. HBM4은 I/O가 기존 1,024개에서 2,048개로 증가



자료: SK하이닉스, 하나증권

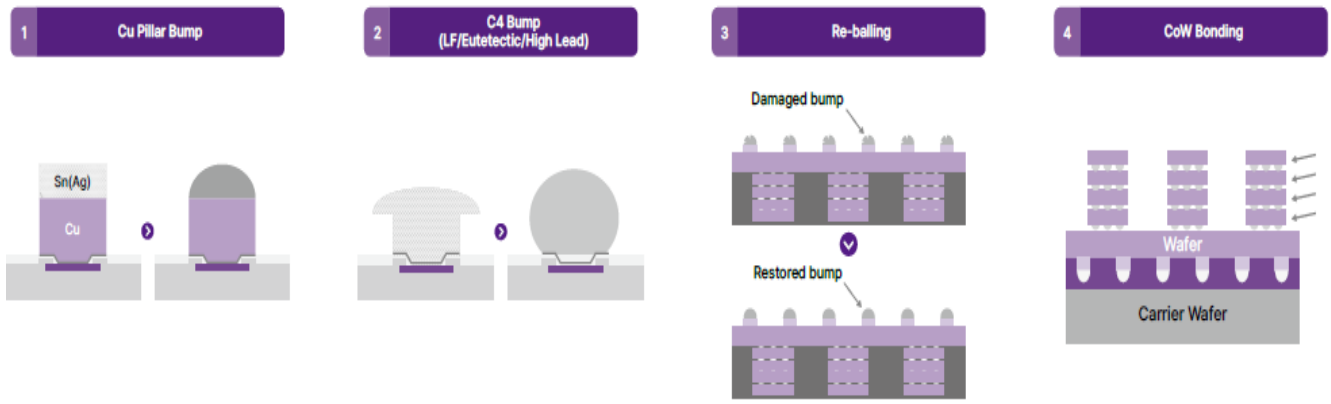
Reflow 장비: 고단화 수혜

HBM 단수 증가

Reflow 장비는 도금된 솔더 범프에 열을 가해 범프를 구형으로 만드는 장비다. 이를 통해 범프 간 높이를 줄이고 범프 표면을 매끄럽게 해서 본딩을 공정할 때에 접합성을 향상시킨다. HBM은 DRAM에 TSV로 구멍을 뚫어 8층, 12층으로 적층을 하는데, 각각의 칩은 범프를 통해 전기적으로 연결된다. 해당 범프를 형성할 때와 적층을 완료한 이후에 범프를 재정렬할 때에 Reflow 장비가 사용된다. HBM 단수가 높아질수록 Reflow 공정 회수가 증가할 것으로 예상되기 때문에 해당 수혜를 누릴 수 있을 것으로 판단한다.

피에스케이홀딩스의 Reflow 장비의 차별화 포인트는 Fluxless 장비라는 점이다. Flux는 솔더의 산화를 방지하는 소재인데, 해당 소재를 사용하게 되면 챔버 내부가 오염되기 때문에 세정이 불가피해진다. 동사의 장비는 세정이 필요 없는 만큼 공정 회수 및 비용을 줄일 수 있다는 측면에서 메리트가 있다.

도표 5. Reflow 공정



자료: 피에스케이홀딩스, 하나증권

2025년 실적 전망

중장기 성장 가시성 높음

피에스케이홀딩스의 2025년 매출액은 2,202억원으로 전년대비 2% 증가하고, 영업이익은 858억원으로 전년대비 3% 감소할 전망이다. 2024년은 HBM 및 CoWoS CAPA 급증으로 인해 역대 최대 실적을 경신했다. 2025년에는 전년대비 CAPA 증가폭이 둔화될 것으로 예상되지만, 동사의 장비는 TSV 수요 증가와 고단화 수혜가 외형 성장은 가능할 것으로 판단한다. 메모리 업체들 외에도 대만 및 글로벌 OSAT향 고객사도 다수 확보하고 있는 점도 안정적인 성장률의 근거다.

25년 2분기 매출액은 436억원(YoY +8%, QoQ +40%), 영업이익은 155억원(YoY -1%, QoQ +62%)으로 전망한다. 25년 1분기에 출하된 장비가 2분기 중에 매출 인식되면서 전분기대비 외형 성장이 두드러질 것으로 추정한다. 이는 매년 반복되는 실적 패턴으로 예년과 같은 흐름을 보이는 것이다. 25년 상반기에 Reflow 장비가 고객사 내에서 점유율을 확보하는 과정이 전개될 것으로 예상되어 해당 매출 비중이 확대될 것으로 예상한다. Descum 장비는 25년 하반기 국내 주요 고객사의 신규 라인 HBM 투자에 따른 수혜가 기대된다.

도표 6. 피에스케이홀딩스의 세부 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**40.3**	**42.9**	**39.1**	**97.8**	**31.1**	**43.6**	**42.2**	**103.2**	**215.5**	**220.2**	**241.5**
YoY	*155%*	*59%*	*163%*	*148%*	*-18%*	*8%*	*8%*	*6%*	*128%*	*2%*	*10%*
QoQ	*-4%*	*6%*	*-4%*	*150%*	*-68%*	*40%*	*-3%*	*145%*			
제품	**37.1**	**39.1**	**35.1**	**93.0**	**26.2**	**38.6**	**37.0**	**97.5**	**199.7**	**199.3**	**219.6**
Descum	17.4	18.4	19.0	38.6	7.1	14.2	18.4	44.0	93.4	83.7	93.7
Reflow	13.9	14.7	12.6	48.1	13.3	18.3	14.6	46.9	89.4	93.0	102.3
HDIW	1.9	2.0	1.6	2.1	2.0	2.0	1.9	2.1	7.6	8.1	8.3
Plasma	3.8	4.1	1.9	4.1	3.9	4.1	2.1	4.5	13.9	14.6	15.3
기타	**3.3**	**3.8**	**3.9**	**4.8**	**4.9**	**5.1**	**5.2**	**5.7**	**15.8**	**20.9**	**21.9**
매출비중											
제품	92%	91%	90%	95%	84%	88%	88%	94%	93%	91%	91%
Descum	43%	43%	49%	40%	23%	32%	44%	43%	43%	38%	39%
Reflow	35%	34%	32%	49%	43%	42%	35%	45%	41%	42%	42%
HDIW	5%	5%	4%	2%	6%	5%	5%	2%	4%	4%	3%
Plasma	9%	9%	5%	4%	13%	9%	5%	4%	6%	7%	6%
기타	8%	9%	10%	5%	16%	12%	12%	6%	7%	9%	9%
영업이익	**15.4**	**15.6**	**14.3**	**43.2**	**9.5**	**15.5**	**15.9**	**44.9**	**88.5**	**85.8**	**99.6**
영업이익률	***38%***	***36%***	***37%***	***44%***	***31%***	***35%***	**38%**	**43%**	***41%***	***39%***	***41%***
YoY	*341%*	*82%*	*1437%*	*209%*	*-38%*	*-1%*	*11%*	*4%*	*228%*	*-3%*	*16%*
QoQ	*10%*	*1%*	*-8%*	*202%*	*-78%*	*62%*	*3%*	*183%*			
세전이익	23.4	21.9	22.5	49.2	17.8	23.1	**24.3**	**52.4**	116.9	117.5	132.7
법인세	4.4	6.7	2.6	7.4	2.1	4.2	4.6	9.9	21.1	20.9	23.6
법인세율	19%	31%	12%	15%	12%	18%	19%	19%	18%	18%	18%
순이익	**19.0**	**15.2**	**19.8**	**41.9**	**15.6**	**19.0**	**19.6**	**42.4**	**95.8**	**96.7**	**109.1**
순이익률	***50%***	***37%***	***51%***	***43%***	***50%***	***44%***	**47%**	**41%**	***44%***	***44%***	***45%***

자료: 피에스케이홀딩스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**72.8**	**94.7**	**215.5**	**220.2**	**241.5**
매출원가	30.3	36.9	79.7	78.7	86.3
매출총이익	42.5	57.8	135.8	141.5	155.2
판관비	25.6	30.9	47.3	55.8	55.7
영업이익	**16.9**	**27.0**	**88.5**	**85.8**	**99.5**
금융손익	(8.8)	4.7	2.7	4.8	3.8
종속/관계기업손익	25.1	17.0	25.7	27.1	29.4
기타영업외손익	0.7	0.2	0.0	(0.1)	(0.0)
세전이익	**33.9**	**48.9**	**116.9**	**117.5**	**132.6**
법인세	(6.9)	6.2	21.1	20.9	23.5
계속사업이익	40.8	42.7	95.8	96.6	109.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**40.8**	**42.7**	**95.8**	**96.6**	**109.1**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**40.8**	**42.7**	**95.8**	**96.6**	**109.1**
지배주주지분포괄이익	42.3	42.2	103.1	96.6	109.1
NOPAT	20.3	23.5	72.5	70.5	81.9
EBITDA	21.6	31.6	94.5	94.3	106.9
성장성(%)					
매출액증가율	(10.78)	30.08	127.56	2.18	9.67
NOPAT증가율	10.93	15.76	208.51	(2.76)	16.17
EBITDA증가율	(20.88)	46.30	199.05	(0.21)	13.36
영업이익증가율	(25.22)	59.76	227.78	(3.05)	15.97
(지배주주)순익증가율	(12.45)	4.66	124.36	0.84	12.94
EPS증가율	(12.58)	4.76	124.44	0.86	12.87
수익성(%)					
매출총이익률	58.38	61.03	63.02	64.26	64.27
EBITDA이익률	29.67	33.37	43.85	42.82	44.27
영업이익률	23.21	28.51	41.07	38.96	41.20
계속사업이익률	56.04	45.09	44.45	43.87	45.18

대차대조표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**128.4**	**165.2**	**241.1**	**325.7**	**414.8**
금융자산	100.4	130.5	173.0	253.8	335.9
현금성자산	46.3	87.6	121.5	200.6	279.6
매출채권	9.5	13.9	37.5	39.6	43.4
재고자산	15.7	17.7	28.6	30.1	33.0
기타유동자산	2.8	3.1	2.0	2.2	2.5
비유동자산	**200.0**	**236.2**	**272.4**	**272.4**	**280.7**
투자자산	132.7	154.4	176.6	185.1	200.8
금융자산	17.1	26.1	22.7	22.7	22.7
유형자산	32.0	48.9	72.3	65.4	59.4
무형자산	**13.4**	**11.2**	**10.7**	**9.1**	**7.7**
기타비유동자산	**21.9**	**21.7**	**12.8**	**12.8**	**12.8**
자산총계	**328.4**	**401.4**	**513.6**	**598.1**	**695.5**
유동부채	**22.2**	**35.1**	**51.7**	**53.9**	**55.6**
금융부채	5.2	6.1	2.5	2.5	0.3
매입채무	2.3	6.1	11.4	12.1	13.3
기타유동부채	14.7	22.9	37.8	39.3	42.0
비유동부채	**24.1**	**25.0**	**30.4**	**31.3**	**32.9**
금융부채	**12.8**	**13.7**	**13.9**	**13.9**	**13.9**
기타비유동부채	11.3	11.3	16.5	17.4	19.0
부채총계	**46.3**	**60.1**	**82.1**	**85.1**	**88.5**
지배주주지분	**282.2**	**341.3**	**431.5**	**513.0**	**607.0**
자본금	**10.8**	**10.8**	**10.8**	**10.8**	**10.8**
자본잉여금	48.9	65.1	65.1	65.1	65.1
자본조정	(26.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
기타포괄이익누계액	6.9	7.3	18.0	18.0	18.0
이익잉여금	241.8	273.4	352.8	434.3	528.3
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**282.2**	**341.3**	**431.5**	**513.0**	**607.0**
순금융부채	(82.3)	(110.7)	(156.6)	(237.4)	(321.7)

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,890	1,980	4,444	4,482	5,059
BPS	13,597	15,829	20,010	23,792	28,151
CFPS	1,112	1,528	4,402	5,526	6,044
EBITDAPS	1,000	1,466	4,383	4,372	4,960
SPS	3,376	4,393	9,995	10,211	11,199
DPS	500	600	700	700	700
주가지표(배)					
PER	3.62	13.61	8.56	7.65	6.78
PBR	0.50	1.70	1.90	1.44	1.22
PCFR	6.16	17.64	8.64	6.21	5.68
EV/EBITDA	3.03	14.88	7.02	5.34	3.92
PSR	2.03	6.13	3.81	3.36	3.06
재무비율(%)					
ROE	15.27	13.70	24.80	20.46	19.48
ROA	12.85	11.70	20.94	17.39	16.86
ROIC	44.49	38.71	91.17	82.61	105.21
부채비율	16.39	17.62	19.03	16.60	14.58
순부채비율	(29.18)	(32.43)	(36.30)	(46.28)	(53.00)
이자보상배율(배)	128.22	1,009.99	250.57	192.24	239.13

현금흐름표 (단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**19.1**	**32.5**	**66.6**	**105.9**	**117.8**
당기순이익	40.8	42.7	95.8	96.6	109.1
조정	(17.5)	(5.0)	(8.7)	8.6	7.4
감가상각비	4.7	4.6	6.0	8.5	7.4
외환거래손익	0.1	0.1	(1.1)	0.0	0.0
지분법손익	(25.8)	(17.0)	(25.7)	0.0	0.0
기타	3.5	7.3	12.1	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(4.2)	(5.2)	(20.5)	0.7	1.3
투자활동 현금흐름	**(17.4)**	**(15.0)**	**(23.9)**	**(10.2)**	**(18.8)**
투자자산감소(증가)	(12.8)	(22.2)	(20.9)	(8.5)	(15.7)
자본증가(감소)	(10.9)	(17.8)	(17.5)	0.0	0.0
기타	6.3	25.0	14.5	(1.7)	(3.1)
재무활동 현금흐름	**(10.1)**	**18.7**	**(16.4)**	**(15.1)**	**(17.3)**
금융부채증가(감소)	1.7	1.7	(3.4)	0.0	(2.2)
자본증가(감소)	(0.0)	16.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.5)	11.1	(0.1)	0.0	(0.0)
배당지급	(8.3)	(10.2)	(12.9)	(15.1)	(15.1)
현금의 증감	**(7.1)**	**36.1**	**26.3**	**90.4**	**79.0**
Unlevered CFO	24.0	32.9	94.9	119.2	130.3
Free Cash Flow	8.2	14.6	49.1	105.9	117.8

자료: 하나증권

2025년 5월 20일 | 기업분석_Update

파크시스템스(140860)

독보적 기술 확보한 공수겸장

BUY (신규)

목표주가(12M)	282,000원
현재주가(5.19)	232,500원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	713.75
52주 최고/최저(원)	247,500/153,800
시가총액(십억원)	1,625.2
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	6,990.0
60일 평균 거래량(천주)	25.1
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2
외국인지분율(%)	32.79
주요주주 지분율(%)	
박상일 외 7 인	32.74

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	215.9	256.4
영업이익(십억원)	54.2	67.5
순이익(십억원)	52.9	61.4
EPS(원)	7,546	8,778
BPS(원)	34,369	43,218

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	144.8	175.1	202.8	231.2
영업이익	27.6	38.5	51.7	60.5
세전이익	27.1	47.2	59.9	66.0
순이익	24.6	42.8	53.3	58.7
EPS	3,530	6,134	7,625	8,400
증감율	(12.49)	73.77	24.31	10.16
PER	49.15	34.48	30.23	27.44
PBR	8.29	7.77	6.71	5.46
EV/EBITDA	36.24	31.81	26.57	22.82
ROE	18.68	25.83	25.04	22.13
BPS	20,921	27,214	34,333	42,237
DPS	400	500	500	500



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

비접촉형 원자현미경으로 차별화

파크시스템스는 나노계측장비인 원자현미경을 개발 및 생산하는 업체다. 원자현미경의 배율은 최고 수천만배에 달해 0.01nm까지 측정이 가능하다. 최고 수천배의 광학현미경 및 최고 수십만배의 배율을 가진 전자현미경보다 우위를 보인다. 높낮이와 각도 등 3차원적 형상을 정량적으로 측정하는 것 외에도 전자기적, 기계적, 광학적 특성 등 다양한 물리적 성질을 나노미터 수준에서 측정 및 분석할 수 있다. 여타 원자현미경과의 차별화 포인트는 비접촉식으로 측정이 가능하다는 점인데, 접촉식은 검사 대상의 표면을 프로브로 훑으면서 검사하기 때문에 특정 각도 및 상황에서 훼손 우려가 상존한다.

수익성 우수한 산업용 장비의 주요 고객사는 글로벌 반도체 업체들

2024년 기준 제품 별 비중은 산업용 70%, 연구용 24%, 기타 소모품 및 서비스 6%로 구성되어 있다. 산업용 장비가 고가이면서 수익성도 우수한데, 주로 글로벌 반도체 업체들을 고객사로 확보하고 있다. 주력 장비는 NX-Wafer인데, 다방면으로 활용되는 장비이지만, CMP 후에 평탄도 검사하는 비중이 큰 편으로 파악된다. 뿐만 아니라 EUV 리페어 및 후공정 3D 스캐닝용 장비들도 확보하고 있다. 반도체 공정의 미세화로 인해 반도체 업체들의 원자현미경 검사 수요가 전방위적으로 증가하고 있다. 동사는 메모리, 비메모리, 전공정, 후공정 가리지 않고 글로벌 유수의 반도체 업체들에게 원자현미경을 공급하고 있다. 고객사 비중을 보면, 해외 고객사가 80% 비중을 차지하고, 전방산업별로는 메모리와 비메모리가 대등한 수준으로 파악된다.

고성장과 고수익성 양립이 최대 투자 포인트

파크시스템스은 차별화된 기술력을 기반으로 고성장과 고수익성 두마리 토끼를 잡고 있다. 지난 5년간 연평균 28%의 외형 성장률과 영업이익률 22%를 시현했다. 25년 1분기에도 호실적을 시현해 실적 가시성도 이미 확보한 상황이다. 2022년 독일 아큐리온, 2024년 린시텍을 인수하며 Digital Holographic Microscope 기술을 확보해 향후 반도체 및 첨단 산업 전반에서의 계측 솔루션을 한층 고도화할 수 있게 되었다.

독보적 기술을 기반으로 밸류에이션 프리미엄 정당화

파크시스템스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 282,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 과거 3개년간 PER 평균인 35.3배를 적용해 산출한다. 글로벌 독보적인 기술력을 기반으로 매년 15~20% 수준의 고성장과 20% 중반대의 영업이익률을 시현하고 있어 밸류에이션 프리미엄이 가능하다고 판단한다.

Valuation: 스스로 만들어가는 멀티플

밸류에이션 프리미엄 정당화

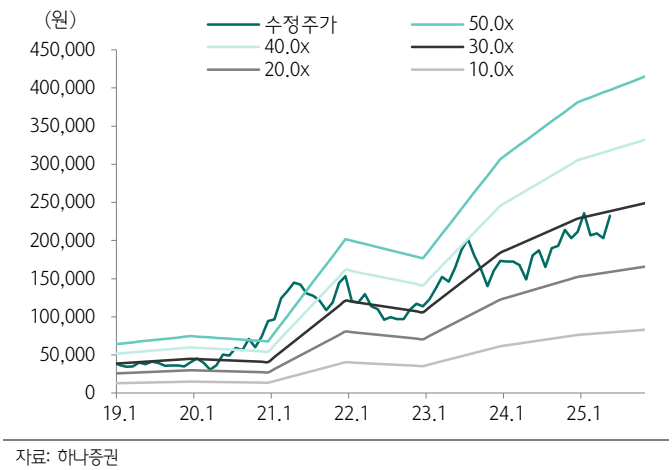
파크시스템스에 대한 목표주가는 12개월 선행 EPS에 목표 PER 35.3배를 적용해서 산출한다. 목표 PER은 과거 3개년간 PER 평균이다. 동사는 원자현미경 글로벌 1위 업체로 추정되는데, Bruker와 Oxford Instruments는 주로 연구용 원자현미경을 공급하고 있어 경쟁사라고 보기가 어렵다. 수익성이 우수한 산업용 원자현미경에서는 차별화 포인트인 비접촉식 검사로 인해 점유율이 80% 수준에 달하는 것으로 파악된다. 아울러 원자현미경은 메모리, 비메모리, 전/후공정 가리지 않고 전천후로 수요가 증가하고 있어 반도체 미세화에 따른 수혜가 중장기적으로 지속될 가능성이 높다. 이로 인해 Target PER 30배 이상이라는 프리미엄이 타당하다는 판단이다.

도표 1. PER Valuation

		비고
EPS (원)	**8,003**	**12m forward EPS**
비교 P/E (x)	35.3	과거 3개년간 평균 PER
할인률 (%)		
적정 P/E (x)	**35.3**	
적정주가 (원)	282,264	
목표주가 (원)	**282,000**	
현재주가 (원)	232,500	2025.05.19 종가 기준
상승여력 (%)	21.3	

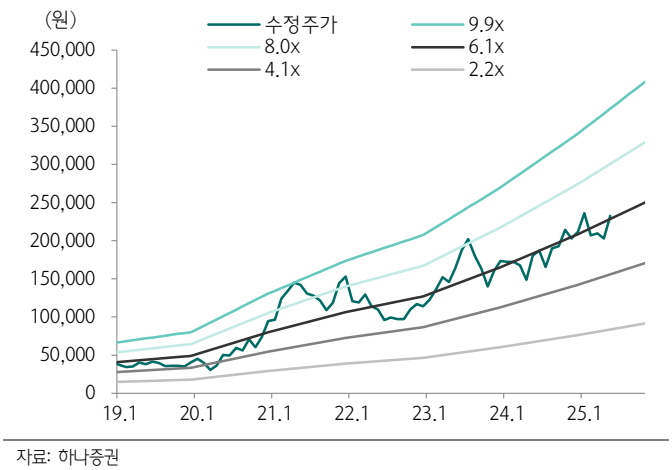
자료: 하나증권

도표 2. PER 밴드



자료: 하나증권

도표 3. PBR 밴드



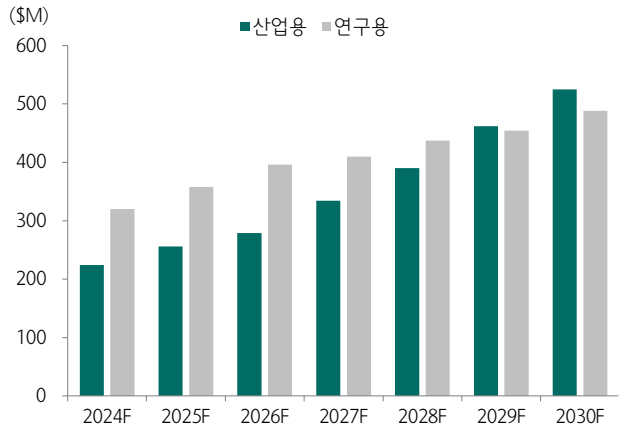
자료: 하나증권

원자 현미경 시장 글로벌 1위

QY리서치에 따르면 글로벌 원자 현미경 시장은 2024년 5.4억 달러에서 2030년 10.1억 달러로 연평균 11%의 성장률을 시현할 전망이다. 2025년에는 전년대비 13% 증가할 것으로 추정된다. 그 안에서도 산업용 시장의 성장률이 보다 가파를 것으로 예상되는데, 2030년까지 연평균 15%의 성장률이 기대된다. 반도체, 디스플레이, 바이오 등의 다양한 전방 산업에서 3D 기반의 검사 수요가 증가하기 때문이다. 파크시스템스는 산업용 매출액 기반으로 16% 성장률이 기대되는데, 반도체 공정 미세화 수혜를 누리고 있다. 주력 장비인 NX-Wafer는 평탄화 정도를 검사하는데, 미세화에 따른 증착, 식각, 노광 공정 회수 증가로 검사에 대한 수요가 전공정, 후공정 가리지 않고 증가한다. NX-Mask는 포토마스크 공정 중에 발생하는 나노미터 크기의 결함을 제거해서 재사용이 가능하게 만들어 준다. 수율 향상은 물론 원가 절감에 기여하기 때문에 EUV 공정 회수의 증가에 따른 수혜가 가능하다.

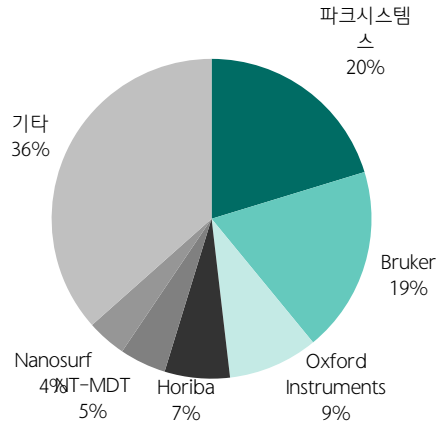
파크시스템스는 원자 현미경 내 독보적인 기술력을 기반으로 글로벌 점유율 20% 이상으로 1위 자리를 차지하고 있다. 2위 업체인 Bruker(19%)는 원자 현미경 외에도 다양한 계측 장비를 보유하고 있어 원자 현미경 외의 영역으로도 연구 개발 인력을 배치하고 있다. 3위 Oxford Instruments(9%)는 점유율 격차가 큰 편인데, 산업용에서 보다는 연구용 중심으로 공급하고 있어 파크시스템스의 1위 지위는 견고할 것으로 판단한다.

도표 4. 글로벌 원자현미경 시장 전망



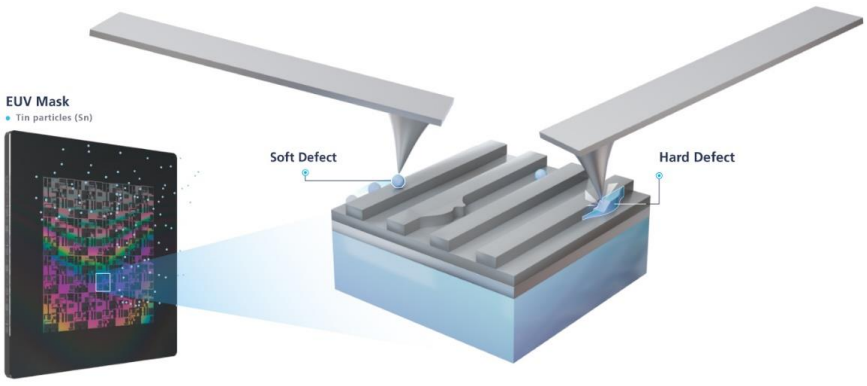
자료: 파크시스템스, 하나증권

도표 5. 글로벌 원자현미경 점유율



자료: 파크시스템스, 하나증권

도표 6. 비접촉 검사로 인한 경쟁력 확보



자료: 파크시스템스, 하나증권

2025년 실적 전망

반도체 미세화 및 패키징 고도화 수혜 확대 가능

파크시스템스의 2025년 매출액은 2,028억원, 영업이익은 517억원으로 전년대비 각각 16%, 34% 증가할 것으로 전망한다. 반도체 미세화 및 패키징의 고도화, HBM 등의 고난이도 기술이 확대되면서 원자현미경에 대한 수요가 증가하고 있는 것으로 파악된다. 25년 1분기에도 매출액 507억원(YoY +98%, QoQ -20%), 영업이익 132억원(YoY +2,533%, QoQ -21%)을 기록해 연간 실적 달성 가능성을 높여줬다. EUV 장비의 확대 적용으로 NX-Mask의 수혜가 지속되고 있다. 아울러 AI 수요 증가로 인해 반도체 업체들의 Capex가 증가하는 상황인데, 동사의 NX-TSH 장비는 대면적 검사에 유리한 장비로서 반도체 패키지기의 대면적화로 인해 해당 장비에 따른 수요가 기대된다.

도표 7. 파크시스템스의 세부 실적 전망

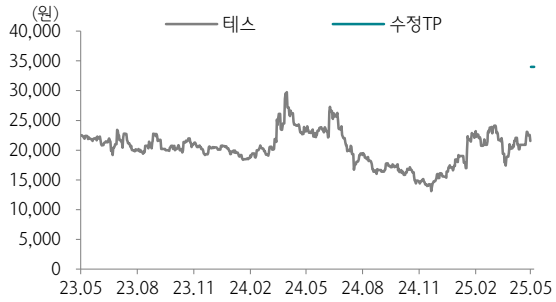
(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**25.7**	**44.7**	**41.4**	**63.3**	**50.9**	**43.7**	**44.4**	**63.7**	**175.1**	**202.8**	**231.2**
YoY	-7%	13%	28%	39%	98%	-2%	7%	1%	21%	16%	14%
QoQ	-44%	74%	-7%	53%	-20%	-14%	2%	43%			
산업용	18.5	30.8	27.9	47.6	35.2	28.1	28.3	48.1	124.7	139.7	170.2
연구용	5.6	10.4	10.1	11.1	14.4	13.7	13.8	12.5	37.3	54.3	55.0
기타	1.5	3.4	3.4	4.6	1.3	2.0	2.4	3.1	13.0	8.7	6.0
매출비중											
산업용	*72%*	*69%*	*67%*	*75%*	*69%*	*64%*	*64%*	*76%*	*71%*	*69%*	*74%*
연구용	*22%*	*23%*	*24%*	*18%*	*28%*	*31%*	*31%*	*20%*	*21%*	*27%*	*24%*
기타	*6%*	*8%*	*8%*	*7%*	*3%*	*4%*	*5%*	*5%*	*7%*	*4%*	*3%*
영업이익	**0.5**	**12.7**	**8.7**	**16.6**	**13.2**	**9.6**	**11.6**	**17.3**	**38.5**	**51.7**	**60.5**
영업이익률	*2%*	*28%*	*21%*	*26%*	*26%*	*22%*	*26%*	*27%*	*22%*	*25%*	*26%*
YoY	*-77%*	*26%*	*60%*	*69%*	*2533%*	*-24%*	*32%*	*4%*	*40%*	*34%*	*17%*
QoQ	*-95%*	*2439%*	*-31%*	*90%*	*-21%*	*-27%*	*20%*	*50%*			
세전이익	2.8	14.7	6.3	23.3	14.8	11.6	13.2	20.3	47.0	59.9	66.0
법인세	0.1	1.3	0.0	2.5	1.6	1.3	1.5	2.2	3.8	6.6	7.3
법인세율	*3%*	*9%*	*0%*	*11%*	*11%*	*11%*	*11%*	*11%*	*8%*	*11%*	*11%*
순이익	**2.7**	**13.4**	**6.3**	**20.8**	**13.2**	**10.3**	**11.8**	**18.1**	**43.2**	**53.3**	**58.7**
순이익률	*11%*	*30%*	*15%*	*33%*	*26%*	*24%*	*26%*	*28%*	*25%*	*26%*	*25%*

자료: 파크시스템스, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

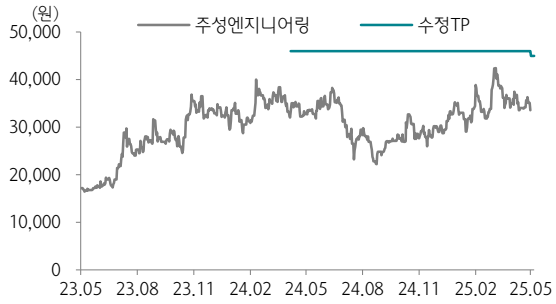
테스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.20	BUY	34,000		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

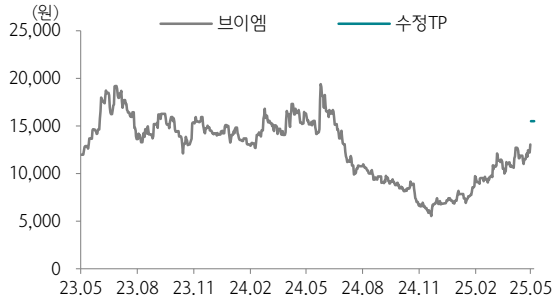
주성엔지니어링



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.20	BUY	45,000		
25.5.15	담당자 변경		-	-
25.4.24	1년 경과		-	-
24.4.24	BUY	46,000	-31.31%	-7.72%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

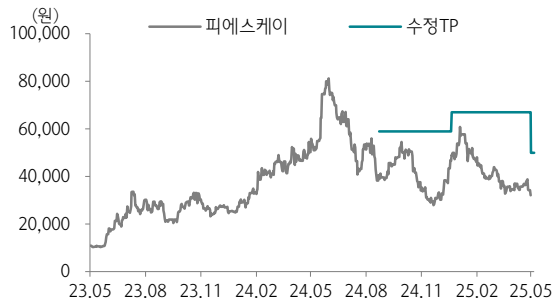
브이엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.20	BUY	15,500		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

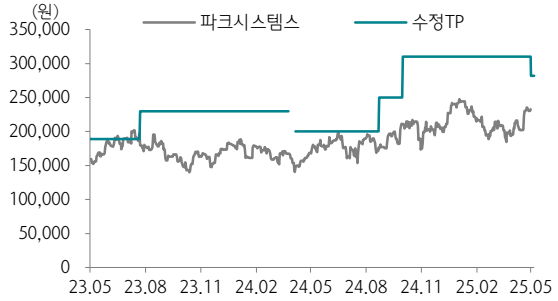
피에스케이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.20	BUY	50,000		
25.5.15	담당자 변경		-	-
25.1.8	BUY	67,000	-36.89%	-9.25%
24.9.10	BUY	59,000	-31.97%	-7.63%
24.8.16	Not Rated	-	-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

파크시스템스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.20	BUY	282,000		
25.5.15	담당자 변경		-	-
24.10.19	BUY	310,000	-31.73%	-20.16%
24.9.10	BUY	250,000	-23.60%	-15.40%
24.4.24	BUY	200,000	-11.72%	-0.80%
23.8.10	BUY	230,000	-27.04%	-15.00%
23.5.15	BUY	189,000	-5.64%	6.88%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2025년 5월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.88%	5.12%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 17일