R.F.S Rising Financial Stars

| 반도체 장비 |

한미반도체(042700.KS)

한미(寒微)하지 않은 컨센서스

투자의견	BUY
목표주가	94,400원
현재주가(04.01)	69,700원
상승여력	35.4%

2024 Review: 동사는 2024년도 매출 5,589억원(YoY +251%), 영업이익 2,554억원(YoY +638%)을 기록했다. 이는 반도체 산업의 구조적 성장 기조 하에서, 기존 고객사의 CAPEX 증대에 따른 장비 공급의 증가와 신규 고객사향 매출 확대에서 기인했다. 2025년도 고객사의 폭발적인 CAPEX 투자와 신제품의 높은 시장성을 바탕으로 매출 성장세는 견조할 것으로 예상된다. 이로 인해 **동사의 매출액은 9,220억 원(YoY +65%), 영업이익 433.1억 원으로 전망된다.**

Investment Point 1. 고객이 지르면, 우리는 웃는다

AI 산업의 구조적 성장과 HBM의 중요성 확대로 인한 고객사 CAPEX 확대에 따라 동사의 TC본더의 매출은 8,054억(YoY +81.6%)으로 증가할 예정이다. HBM에 대한 AI산업의 수요에 의해 동사의 고객사인 SK하이닉스와 Micron은 총액 40조 4000억원의 CAPEX 확대가 예정되었으며, 이에 대한 동사는 선제적인 대응으로 TC 본더 공장을 증설해 매출액 기준 약 2조원의 CAPA를 갖출 예정이다. 동사는 HBM 제조공정의 핵심인 TC본더 기술력에서 압도적인 모습으로 TC 본더 매출을 늘려나가고 있으며, 고객사의 CAPEX 증가로 매출 성장세를 이어나갈 것으로 판단된다.

Inveatment Point 2. HBM을 넘어 파운드리까지

고객사 TSMC의 공장 증설을 통한 생산성 증대로 동사의 매출 1,629억 원을 전망한다. 이는 해당 공장 내 동사의 제품이 필수적으로 적용되는 CoWoS 공정이 포함되는 것에 기인한다. TSMC는 급격히 증가 중인 AI 반도체 수요를 기반으로 '2025년 약 63억 달러 규모의 첨단산업 패키징 설비 투자에 나설 계획이다. 이와 같은 공격적인 증설을 통해 TSMC의 첨단 패키징 공정 CoWoS의 생산 능력이 2배 확대될 것으로 예상되며, 해당 공정에는 TSMC 맞춤형 장비인 동사의 신제품 '2.5D BIG DIE TC BONDER'이 필수적으로 도입될 전망이다. 더불어 **동사는 고도화 및 최적화된 기술력을 바탕으로 높은 진입장벽까지 확보하고 있어, 이에 따라 동사의 가파른 매출 수혜가 기대된다.**

Valuation

가치평가 방식으로 Peer PER Method을 채택하였다. 1) 전방 산업인 반도체 제조사들의 CAPEX 투자 확대와 2) 구조화된 산업의 지속적인 성장에 따른 기대감을 반영하였다. 예상되는 동사의 실적 성장이 시장의 성장세와 유사할 것이라는 판단으로 Peer PER Method를 적용하였다. **12fwd 목표가 94,400 원, 상승여력 35.4% 제시한다.**

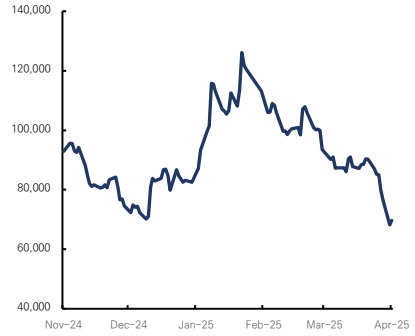
Investment Fundamentals (단위: 백만 원, %)

FYE Dec	2022A	2023A	2024A	2025E
매출액	32,759	15,900	55,891	94,304
영업이익	11,185	3,452	25,539	44,498
순이익	9,225	2,671	15,300	35,547
EPS	934	2,745	1,573	3,679
PER	12.31	22.48	52.5	19.1
PBR	2.87	10.45	14.5	8.3
OPM	34.14	27.71	27.37	37.69
ROE	25	55.5	27.4	100.3

Stock Data

KOSPI(4/1)			2521.39
KOSDAQ			691.45
시가총액			6조 7,340억
발행주식수(주)			96,614,259
52주 최고/최저가(원)			196,200/67,500
외국인지분율(%)			11.35%
주요주주(%)	곽동신		33.95%
	국민연금공단		5.58%
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	-25.8%	-25%	-48.8%

Stock Price



Research Team 1

팀장	39기	유재현	jayyoo2000@gmail.com
	39기	손규영	sonjong980304@naver.co
	40기	박정훈	Hoon030409@naver.com
	40기	주혜원	joohw5048@naver.com
	40기	최예림	choiyerim89@gmail.com

CONTENTS

Ⅰ. Intro ····· 1

Ⅱ. CheckPoint ····· 2

Ⅲ. 산업분석 ····· 3

Ⅳ. 기업분석 ····· 6

Ⅴ. Investment Point ····· 10

1. 고객이 지르면, 우리는 웃는다 ····· 10

2. HBM을 넘어 파운드리까지 ····· 14

Ⅵ. Risk ····· 18

Ⅶ. Estimate Logic ····· 19

Ⅷ. Valuation ····· 21

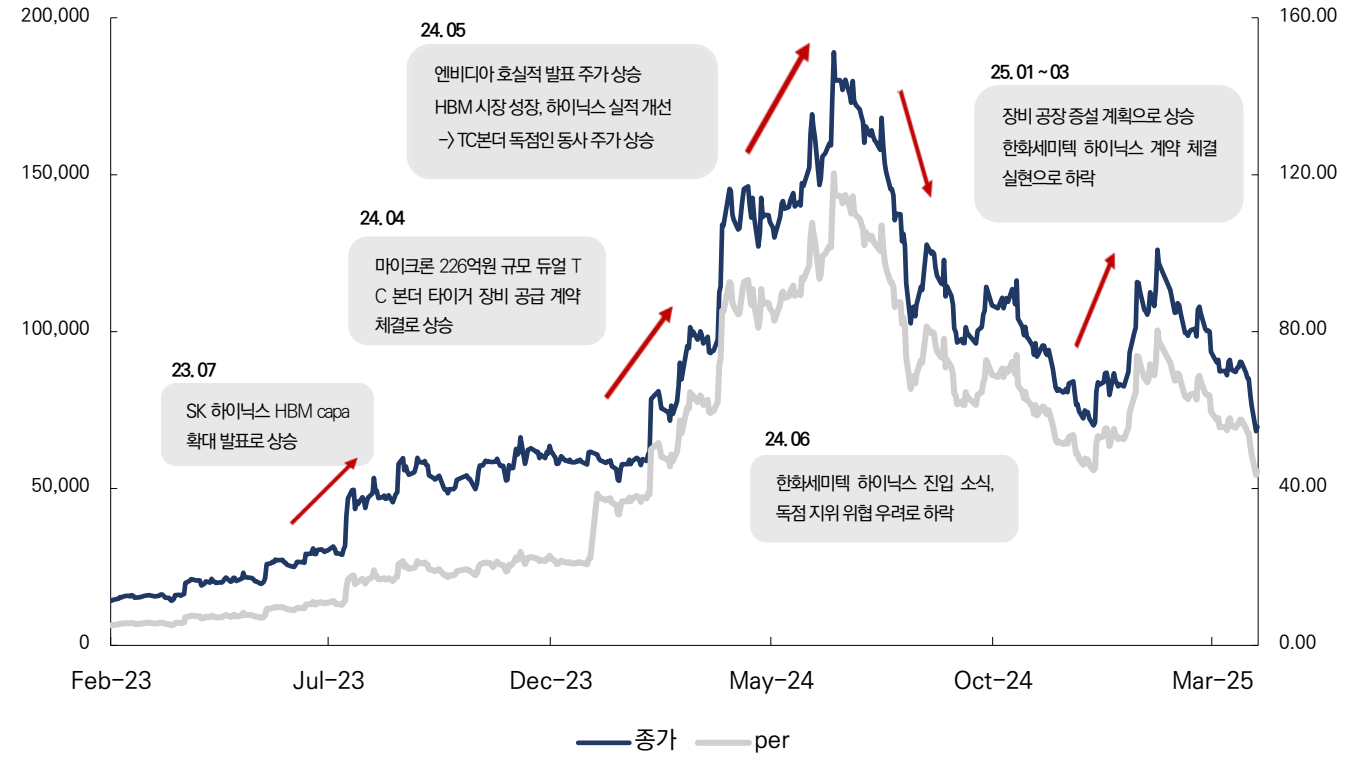
Ⅰ. Intro

2024년 당사는 전년 대비 급격한 매출 성장을 시현하며 주가 반등의 단초를 마련하였으나, 그 상승 흐름은 다소 제한적인 양상을 보였다. **이는 1) 일시적 사이클에 대한 시장의 의구심, 2) 한화세미텍의 등장으로 인한 독점 구조의 균열, 3) HPSP의 급격한 주가하락에 의한 금융자산 평가손실 인식 등으로 과대평가된 PER 은 실적과 주가 간의 괴리를 발생시켰다**. 특히, 2023년 HPSP의 2대 주주였던 동사가 해당 지분을 매각하면서 지분법으로 인식하던 관계기업투자자산을 HPSP주식의 공정가치로 인식하면서 동사는 약 2000억 원의 차익을 실현하였다. 이러한 요인으로 인해 2023년 당기순이익은 급격히 증가하였고, '2024년 실적과의 비교에 있어 착시를 유발하였다. 이는 2024년 해당 주식의 평가손실로 인한 EPS 감소가 PER의 급격한 상승으로 이어지며, 수치상 고평가된 것처럼 보이는 심리를 자극하였다. 이와 더불어 한화세미텍과 SK하이닉스 간 계약소식이 전해지면서 일부 투자자들은 실질적인 이익 둔화로 오해하고 매수세를 주저하는 흐름이 나타났다.

그러나 이러한 우려는 중장기적인 구조적 성장 흐름 속에서 점차 완화될 것으로 판단된다. **1) AI 반도체를 통한 안정적인 구조적 성장 2) 하이닉스와 마이크론의 추가적인 CAPEX 확대를 통한 추가 수요 발생 3) HBM의 공정난이도의 지속적인 증가에 따른 높은 진입장벽 4) TSMC, 마이크론 등 신규 고객 확보를 통한 외형 성장은 향후 주가의 정상화를 견인할 핵심 요소로 판단된다**.

이러한 요소들은 단기적인 실적 변동에 기반한 접근이 아니라, 산업 구조 변화에 따른 중장기적 수혜 가능성에 주목해야 함을 시사한다. 이는 향후 주가의 정상화 및 재평가(Re-rating)를 이끄는 핵심 모멘텀이 될 것으로 예상된다.

한미반도체 제품별 설명 및 매출 비중 **(단위: 원)**



출처: 한미반도체, RFS Team 1

Ⅱ. Checkpoint

2024년 손실 후 2025년 반등… 금융자산이 실적 견인하는 한미반도체

동사가 금융자산으로 보유하고 있던 HSPS(403870)주가가 2025년 상승세가 전망되면서 610억원의 기타수익 발생, **전년 대비 3,436억(YoY +125%) 상승한 당기순이익에의 영향이 기대된다.**

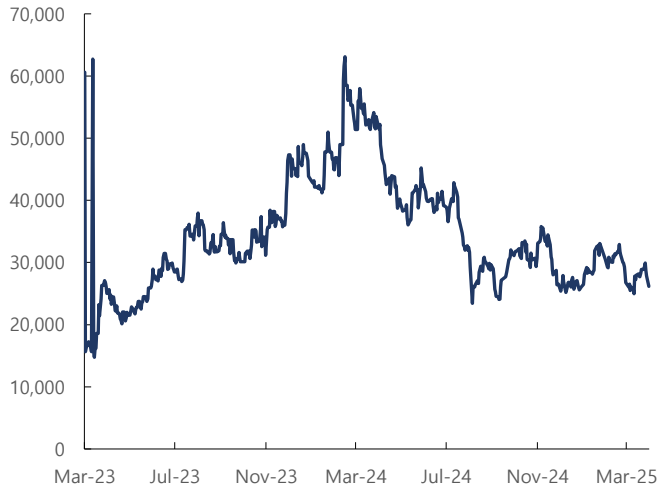
동사는 2023년 관계기업이었던 HSPS의 주식을 일부 매각함으로서 유의미적 영향력을 상실하였고, 이에 FVPL금융자산으로 대체되면서 금융자산 평가 이익 약 2,000억원을 인식하였다. 이는 2023년 동사의 매출액(1,590억 원)을 상회하는 규모로, 2023년도 당기순이익에 상당한 영향을 미친 것으로 해석된다.

이제 오를 차례인가

동사가 투자했었던 HPSP는 2024년도 사모펀드 시장에 매물로 나오며, 회사의 비즈니스 모델에 변화가 없었으며, 우수한 실적치를 보였음에도 불구하고 그 주가가 지속적으로 하락하였다. 그러나 2025년 1분기 미국 PEF 운용사 베인캐피탈과 국내 최대 규모 PEF 운용사 MBK파트너스 및 스카이레이크 PE 등 다수의 사모펀드가 매입 경쟁에 뛰어들며 2025년 그 주가가 정상적으로 회복할 전망이다.

이에 각 증권사들은 HSPS의 TARGET 35배로 설정, 위와 같은 적정 주가를 산출하였고, 이러한 기대감에 따라, **2025년 보유 금융자산은 1,542억으로 추정되며, 전년동기 인식되었던 금융자산평가손실 980억 원은 610억원의 금융자산평가이익으로 계상될 것을 전망한다.**

2023~2025년도 HPSP 주가 추이 (단위: 원)



출처 : Investing.com, RFS Team 1

증권사별 HSPS 주가 추정 (단위: 원)

증권사	주가	TARGET PER
NH	37000	32.1
한화	38000	35
KB	40000	DCF
한국투자	41000	30
LS	47000	30
평균	40600	31.775

출처 : 각 증권사, RFS Team1

Ⅲ. 산업분석

AI시대의 엔진, HBM 산업

D램

: 데이터를 저장하는 개별 메모리 반도체

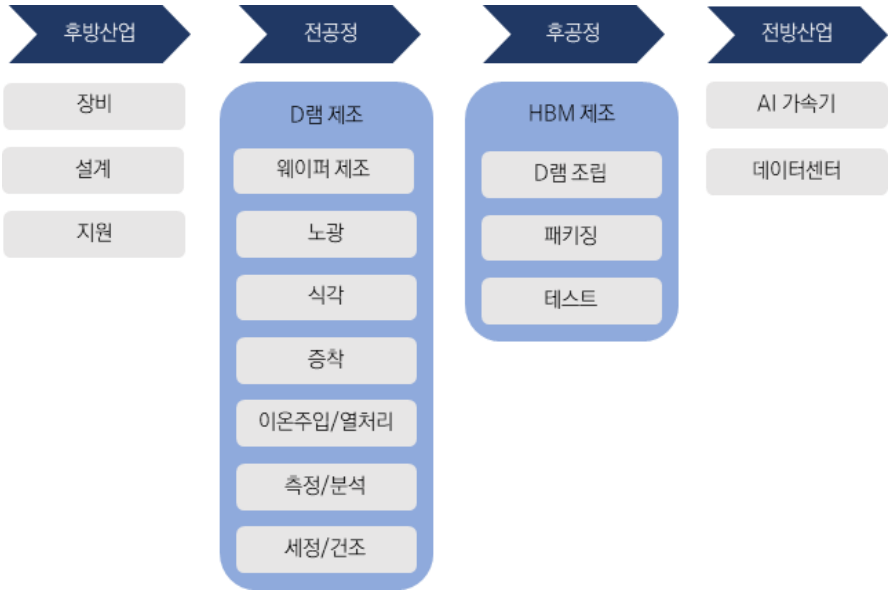
HBM 산업이란 AI 서비스, 소프트웨어 개발에 필수적인 데이터센터 내에서 빠른 학습과 추론을 돕는 역할을 담당하는 핵심 반도체인 HBM과, 그 생산과정에 활용되는 재료와 장비를 포함하는 산업을 일컫는다. HBM산업은 각각의 공정 단계에 장비·설계·지원을 담당하는 후방산업과 AI 산업을 전방산업으로 두고 있으며, HBM산업은 제조공정에 따라 D램을 만드는 전공정 산업과 완성된 D램을 HBM용으로 조립하고 수직으로 적층하는 후공정 산업으로 구분된다.

D램은 컴퓨터와 가전제품 등의 전자기기에 데이터 저장과 전송을 위해 사용되는 단일 메모리 반도체를 의미한다. 또한 데이터 전송방식이 데이터센터에 최적화되지 않고, 단일 반도체 구조상 전송 속도가 느리기 때문에 단일 D램이 AI산업에 활용되기보다 HBM용으로 개조되어 하나의 구성요소로 기능한다. 반도체 제조사는 전공정을 통해 D램을 생산하고, 후공정에서 이를 조립 및 패키징하여 HBM을 만든다.

HBM의 탄생까지: 전(前)공정과 후(後)공정

전공정은 실리콘 원판인 웨이퍼에 회로를 인쇄하고, 이온을 주입하여 D램을 제조하는 공정으로 웨이퍼 제조, 식각, 증착, 이온주입/열처리, 측정/분석, 세정/건조 단계로 구성된다. 전공정을 통해 만들어진 D램은 후공정을 거치게 된다. 후공정은 D램 조립, 패키징, 테스트 단계로 구성되며, 개별 D램은 D램 조립 단계를 통해 HBM에 최적화되고, 패키징에서 합쳐진 후 테스트 단계에서 불량 여부를 거쳐 완성된다.

그림1) HBM 산업의 밸류 체인과 공정 단계



출처 : 중소기업전략기술로드맵, RFS Team 1

HBM은 지금 다층화 시대

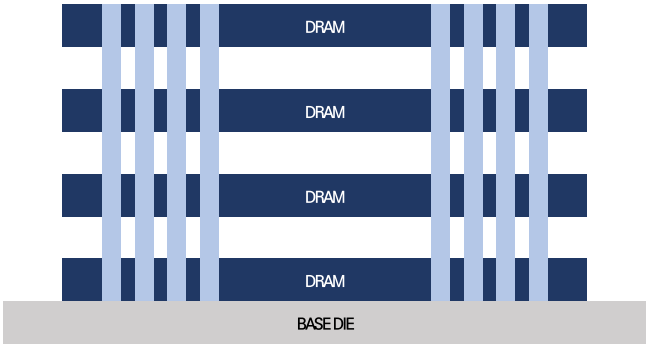
GDDR: 데이터센터용 수평 배치 메모리 반도체

HBM은 수직 적층 구조상 빠른 데이터 전송이 가능해 수요가 확대될 것으로 예상된다. 메모리 반도체는 여러 겹으로 적층될수록 대역폭이 높아져 데이터 전송 속도가 향상된다. 대역폭은 단위 시간 동안 전송할 수 있는 데이터의 양을 의미하며, 대역폭이 높다는 것은 동시에 처리할 수 있는 데이터 양이 증가한다는 것을 뜻한다. 최신 모델 기준으로 HBM은 수직 적층 구조를 통해 GDDR 대비 16배 높은 대역폭과 그에 따른 빠른 속도를 가능하게 하며, 이는 **HBM이 AI 데이터센터에 적합한 메모리 반도체임을 시사한다.**

GDDR은 데이터센터에 활용될 수 있도록 데이터 전송 방식을 최적화한 메모리 반도체로, 기존 컴퓨터용 단일 D램 여러 개를 수평으로 배치해 구성된다. 전송 방식의 개선과 수평 배치 구조를 통해 D램 대비 빠른 데이터 전송 속도를 구현하지만 수평 구조의 물리적 제약으로 인해 대역폭이 낮아 HBM 대비 전체적인 데이터 전송 속도는 크게 뒤처진다.

HBM은 세대를 거듭해 4단에서 12단으로 점차 여러 층으로 다층화되어 왔으며, 이에 따라 최신 모델인 5세대 HBM인 HBM3E 12단 모델은 1세대 HBM인 HBM1 대비 8배 높은 대역폭을 보인다. **데이터 전송 속도가 빠를수록 데이터 처리가 지연되는 병목현상을 방지할 수 있기 때문에, 향후 HBM의 다층화는 더욱 심화될 것으로 전망된다.**

그림2) HBM의 구조



출처 : 한미반도체, RFS Team 1

표4) HBM의 다층화

항목	GDDR6	1 세대 HBM	5 세대 HBM
최대 단 수	1 단	4 단	8 단/12 단
전체 대역폭	64 GB/s	128 GB/s	1024 GB/s

출처 : 메모리반도체사종합, RFS Team1

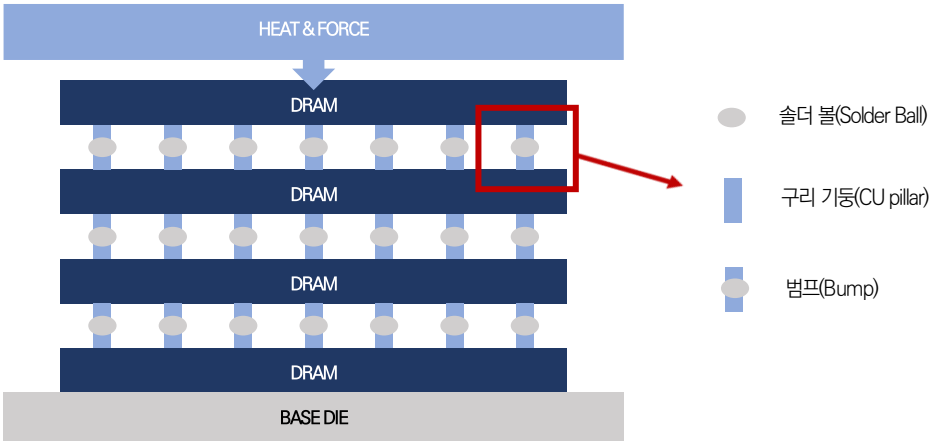
다층화 시대를 여는 TC 본더

Warpage

: 패키지나 웨이퍼가 열처리, 적층 등의 공정 중에 내부 응력 차이로 인해 휘어지는 변형 현상

TC본더는 여러 층을 적층할수록 성능이 향상되는 HBM의 특성 때문에 중요성이 확대될 전망이다. TC 본더는 패키징 공정에서 열압착 방식을 통해 D램을 여러 겹 쌓는 장비이다. TC 본더 이전에 사용되었던 와이어 본더는 금속 와이어로 각각의 D램을 연결하는 방식으로 구성되었으나 다층화가 쉽지 않은 단점이 있었다. 반면, TC 본더는 열압착 방식으로 더 많은 DRAM을 쌓을 수 있어, HBM 다층화의 핵심으로 작용한다. **휘는 현상(Warpage)과 같은 불량 현상 없이 다층화하기 위해 나노 단위의 정밀한 배치, 온도 및 압력 조절 등 해당 장비의 기술력 수준이 주목받을 것으로 예상된다.**

그림3) TC 본더의 기술



출처 : 한미반도체, RFS Team 1

보이지 않는 기술, TC 본더 기술력의 본질

TC 본더의 기술은 중추기술과 보조기술로 구분된다. 중추기술은 열압착에 직접적으로 관여하는 기술로 얼라인먼트 관리, 열 관리, 압력관리를 포함하며, 보조 기술은 중추 기술의 완성도에 영향을 주는 기술로 진공 관리, 헤드포지션 관리, 진동 관리로 구분된다. TC 본더의 기술에서 차별화 지점은 중추 기술을 적용하여 각 적층 단에 적절한 온도와 압력을 가해 열압착을 수행하고, 보조 기술을 통해 다방면의 공통변수를 통제하는 데 있다.

표5) TC본더 기술

기술명	기술 내용
얼라인먼트	개별 반도체를 헤드 포지션과 스테이지 포지션에 정렬시키는 기술, 마이크로미터(㎛) 단위의 수평 정렬이 필수적이며, 정렬 오차 최소화가 핵심.
열 관리	적층된 반도체의 각 층에 최적의 온도를 가하는 기술. 반도체 변형을 방지하기 위해 초 단위 정밀 온도 조절이 요구됨.
압력 관리	적층된 반도체를 가열한 후 최적의 압력으로 접합하는 기술. 각 층마다 상이한 압력 계수를 적용하여 균일한 접합 품질 확보.
진공 관리	장비 내부를 정밀하게 제어된 진공 상태로 유지하는 기술. 불순물 유입을 방지하고, 화학 반응 최적화를 위해 산소 포화도를 정밀 조절.
헤드포지션 관리	본더 헤드의 반복 동작에 따른 미세한 위치 변화를 감지하고 보정하는 기술. 나노미터(nm) 단위의 정밀 제어가 필수적
진동 관리	다수의 TC 본더 동작 시 발생하는 미세 진동을 억제하는 기술. 고속 작업 환경에서도 정밀도를 유지하기 위한 필수 요소.

출처 : 한미반도체, RFS Team 1

Ⅳ. 기업개요

AI 시대를 선도하는 HBM 패키징 기술 리더

동사는 반도체(HBM) 후공정 중 패키징 단계에 포함되는 TC본더 장비를 자체 개발 및 제조하여, 반도체 제조사에 공급하는 반도체 기업으로, 주요제품으로는 Bonder(79%), Micro saw&Vision Placement(9%), Emi shield(3%) 등이 있다. 특히 **동사의 TC 본더는 경쟁사 대비 4배 이상의 생산성을 확보**하며, 글로벌 반도체 패키징 장비 시장에서 독보적인 기술력을 보유하고 있다.

표6) 한미반도체 제품별 설명 및 매출 비중

제품부문	주요제품	설명	매출비중
Bonder	HBM	HBM 용 TSV 칩을 정밀하게 적층 및 본딩하기 위한 Dual TC Bonder	79%
	Bonder	칩과 기판을 전기적으로 연결하기 위한 TC 본딩 또는 와이어 본딩용 장비	
MSVP	Vision Placement	머신 비전 기반으로 반도체 칩(Die)을 자동으로 정렬 및 배치하는 장비	9%
	Micro saw	웨이퍼 또는 패키지를 마이크로 단위로 정밀하게 절단(Sawing)하는 장비	
Emi shield	Emi shield	전자기 간섭을 차단하기 위해 칩 상부, 패키지 외부에 금속막을 증착·코팅하는 장비	3%
기타	meta grinder	웨이퍼 표면의 메탈층(금속)을 정밀하게 평탄화하거나 특정 두께로 연마하는 장비	9%
	laser	고정밀 레이저를 이용해 웨이퍼, 패키지, 기판 등을 비접촉 방식으로 절단하는 장비	

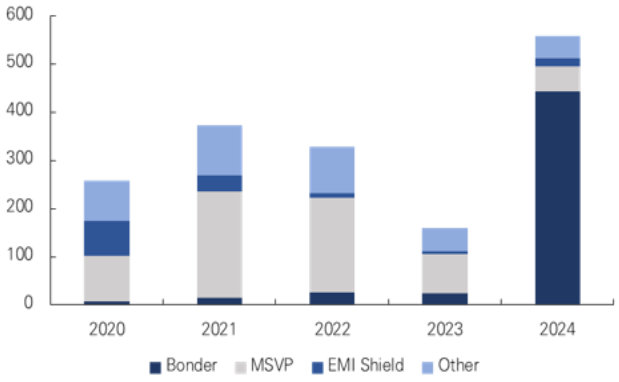
출처: 한미반도체, RFS Team 1

Bonder는 반도체 칩과 기판 또는 웨이퍼를 열·압력 등을 이용해 정밀하게 접합하는 장비로, HBM, SiP, CIS 등 다양한 고집적 패키징 공정에 필수적으로 사용된다. MSVP는 반도체 패키지 후공정에서 필수적인 자동화 솔루션으로, 절단(Micro SAW)과 정렬 검사(Vision Placement) 공정을 하나의 장비에서 통합 제공한다는 점에서 높은 경쟁력을 갖춘다. EMI Shield는 반도체 칩 및 패키지를 전자파 간섭(EMI)으로부터 보호하기 위해 금속막을 코팅하는 장비로, 스마트폰뿐 아니라 전기차, 자율주행, LEO 위성통신, UAM 등 6G 산업에 필수적으로 적용된다.

사진1) DUAL DIE TC BONDER 1.0

출처 : 한미반도체, RFS Team 1

표7) 제품 별 매출 비중 **(단위: 십억 원)**



출처 : 한미반도체, RFS Team1

DUAL TC BONDER의 매출 견인

'DUAL TC BONDER'

: 웨이퍼 간 적층을 통해 2.5D 및 3D 구조 구현이 가능하여 HBM패키지 생산에 필수적인 열압착 본딩 장비

전술한 제품 중, **동사의 주력 장비인 'DUAL TC BONDER'는 HBM 생산의 핵심 공정 장비로서 글로벌 수요 확대에 따른 수혜가 기대된다**. 'DUAL TC BONDER'는 웨이퍼 간 적층을 통해 2.5D 및 3D 구조 구현이 가능하여 HBM패키지 생산에 필수적인 TC본더이며, 세계 최초로 2모듈+4헤드 구조를 상용화하여 기존 1모듈+2헤드 대비 생산성을 최대 4배까지 향상시킬 수 있는 구조적 강점을 갖추고 있다. 동일 장비 면적 내에서 복수의 모듈과 헤드가 고속으로 동시에 작동하는 설계는 고집적 패키지 대응력을 높이는 한편, 업계 공통의 기술적 과제인 진동 간섭에 따른 수율 저하 문제를 수반한다.

이에 대해 동사는 **경쟁사 대비 탁월한 수준의 진동 제어 기술을 구현함으로써, 복수 모듈 환경에서도 공정 간 간섭 없이 적층 정밀도와 공정 안정성을 동시에 확보하였다**. 이러한 기술적 우위를 바탕으로, 'DUAL TC BONDER'는 1,200UPH(Unit Per Hour)의 초고속 생산성을 구현하면서도 높은 생산성과 수율을 동시에 만족시키는 유일한 장비로 평가받고 있으며, 글로벌 HBM 수요 확대의 최대 수혜 장비로 부상하고 있다.

맞춤형 장비로 반도체 시장을 정조준하다

동사는 고객사의 요구와 공정 조건에 맞춰 맞춤형 반도체 장비를 설계·제작함으로써, 단순 납품이 아닌 기술 협력 모델을 구축해 경쟁사 대비 독보적인 위치를 확보하고 있다. 동사는 표준화된 장비를 일방적으로 판매하는 방식이 아닌, 고객사의 요구에 따라 맞춤형 장비를 설계·제작하여 공급하는 구조를 갖추고 있다. 이로 인해 단순한 납품을 넘어, 고객의 제품 개발 및 공정 전략과 밀접하게 연동되는 기술 협력 모델이 구축되었으며, 이는 고객사의 요구에 유연하게 대응할 수 있는 기술력을 바탕으로 가능해진 구조이다.

플럭스리스

본딩 공정에서 플럭스를 사용하지 않고도 칩 간 접합이 가능하도록 구현된 장비로, 잔여물 없는 고신뢰성 접합과 하이브리드 본딩 전환을 위한 중간 기술 단계로 평가

특히 최근 SK하이닉스와 마이크론 등 메모리 반도체 제조사의 HBM 생산 시설 CAPEX 확대, TSMC의 고집적 패키징 공장 증설 등 고부가가치 공정 확대 흐름 속에서 동사의 맞춤형 장비가 실질 수요로 이어지고 있으며, 이는 기존 고객 확대는 물론, 신규 고객 확보 가능성 확대에도 긍정적인 영향을 미치고 있다.

이러한 지속적 수요 확대는 동사가 R&D 센터를 기반으로 꾸준히 기술을 내재화하고, 핵심 장비 기술을 선제적으로 개발해 온 결과다. 실제로 동사는 '세미콘 코리아 2025'에서 업계 최초로 플럭스리스 TC 본더(FTLC Bonder) 실물 장비를 공개하며, 차세대 하이브리드 본딩 시장에서도 기술적 주도권을 선점할 전망이다.

뿐만 아니라 HBM 공정, 진동 제어, 고속 정밀 배치, EMI 차폐 등 다양한 핵심 공정에서 단기간 내 모방이 어려운 독자 기술을 다수 확보하고 있으며, **이는 경쟁사가 쉽게 진입하기 어려운 기술적 장벽으로 작용하고 있다.** 이러한 기술력 기반의 기술 협력 모델과 독보적 R&D 역량을 바탕으로, 14개 해외 거점 및 협력사를 통해 320개 고객사와 밀접한 수주·납품 체계를 운영하고 있으며, 기술력·생산성·고객 적응력을 모두 갖춘 경쟁사 대비 차별화된 글로벌 반도체 장비 시장을 이끌고 있다.

재무분석

1. 제조원가 분석

동사의 제조원가는 재료원가가 대부분을 차지하며, 낮은 고정비의 비중을 보인다. 동사의 2024년 말 제조원가 구조를 보면 재료비 89%, 인건비 8%, 제조간접비(감가상각비) 3%로 구성되어 있다. 이는 고정비의 비중이 낮고 변동비의 비중이 절대적으로 높은 구조로, 제조원가의 대부분인 재료비의 변동이 동사의 이익에 큰 영향을 미치는 구조로 해석된다. 그러나 최근 3년간 동사의 매출원가율을 보면 40%대로 안정적으로 나타나고 있다. 이는 동사의 독점적인 기술력 및 차별화된 제품 경쟁력이 고객사와의 가격 협상력에서 우위를 확보하고 있음을 시사한다.

2. 안전성 분석

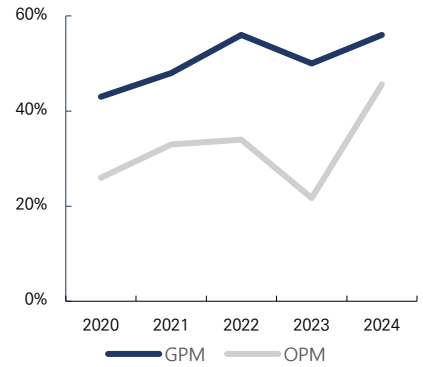
외환차손 및 외화환산손실은 실질적인 현금의 유출이 아닌 환율변동에 따른 회계상 손실

동사는 20%대의 낮은 부채비율과 300%이상의 높은 유동비율을 보이며 안정적인 재무구조를 보인다. 2024년말 기준 동사는 차입금이 존재하지 않아 이자비용이 미미한 수준이며, 2024년 기준 이자비용은 약 1억원으로 리스부채로 인한 비용이 대부분을 차지하고 있다. 따라서 금융원가의 경우 수출비중이 높은 사업구조 특성상 외환차손 및 외화환산손실이 대부분을 차지하고 있다. 이는 실질적인 현금의 유출이 아닌 환율변동에 따른 회계상 손실이며, 기업의 재무적 자급력을 확인할 수 있는 부분으로 해석된다. 또한, 차입금이 존재하지 않는다는 것은 동사가 외부 자금의존 없이 내부 자금만으로도 운전자금 및 설비투자를 충분히 진행할 수 있는 내부 유보 여력이 높은 재무구조를 보유하고 있음을 의미한다.

3. 활동성 분석

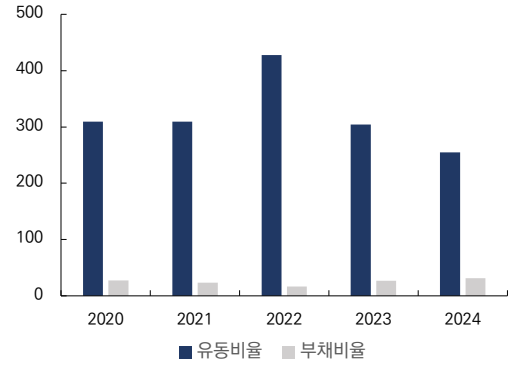
동사는 2024년 매출이 약 3배 이상 큰 폭으로 성장함에 따라, 매출채권과 매입채무 모두 전년대비 2~3배 이상 증가하였다. 이는 HBM 생산시설 확대에 따른 고객사의 수요 증가로 인해 동사의 영업활동이 전반적으로 확대된 결과로 해석될 수 있다. 특히 동사는 매출채권 및 매입채무 회전율이 2024년 각각 4.39 및 14.26으로 산업평균 대비 높은 수준을 보이고 있다. 이는 단순히 매출 증가에 그치는 것이 아니라 협력사와의 대금결제 조건 개선을 통해 현금흐름을 효율적으로 운영하고 있음을 시사한다. 이는 전반적으로 동사의 성장이 운전자본 관리와 병행되고 있음을 시사하며, 현재의 높은 수준의 채권 잔액은 당기에 재무 안정성 및 현금흐름 측면에서 긍정적인 요소로 작용할 전망이다.

표8) GPM/OPM (단위: %)



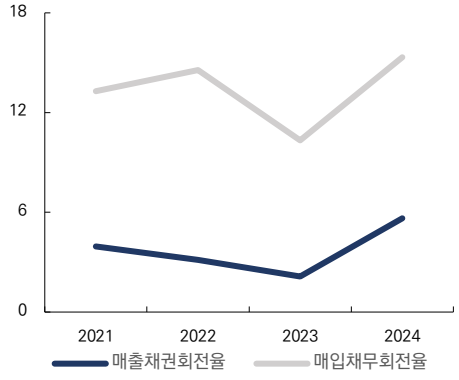
출처 : RFS Team 1

표9) 유동비율 및 부채비율 (단위: %)



출처 : RFS Team 1

표10) 매출채권 및 매입채무 회전율 (단위: %)



출처 : RFS Team 1

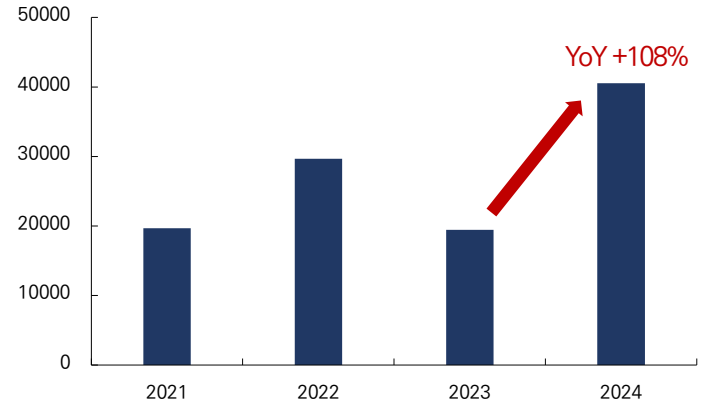
4. 이례적인 자기 주식 취득

동사는 2024년 1,900억 규모의 자기주식을 취득하여 주주 이익 증대를 도모하였다. 이는 2022년 200억 원, 2023년 505억 원 규모의 자기주식 취득과 비교할 때 이례적으로 큰 규모로 보인다. 이러한 영향으로 동사의 현금 및 현금성자산은 지속적으로 증가세를 보이다가 2024년 750억 원 감소하는 양상을 보였다. 이는 동사가 직면한 대외 RISK인 한화세미텍의 영향(RISK 문단에서 상세설명)으로 인한 주가 하방 압력에 대응하기 위한 의도로 해석된다. 또한, 이러한 방어 목적을 넘어 자기주식을 취득하는 것은 '신호효과'를 발생시켜 시장에서 기업의 가치를 과소평가하고 있다는 '자신감'을 드러내는 의도로도 해석될 수 있다.

5. 지속적인 배당

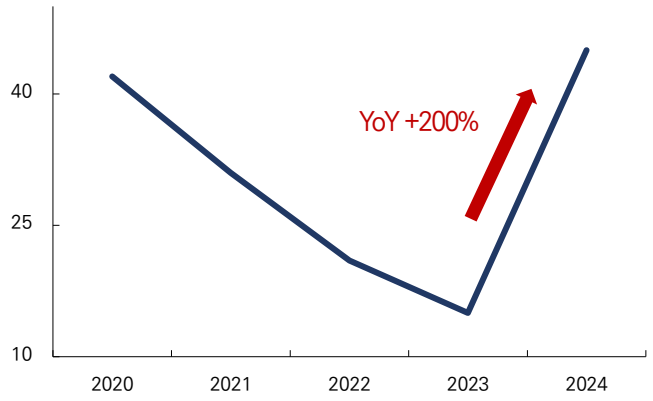
동사는 2025년 약 683억 원(주당 720원)의 배당지급을 결의하며 2023년 405억 원(주당 420원) 대비 배당 규모를 약 68% 확대하였고, 향후 배당 성향 확대 기조가 지속될 것으로 전망된다. 특히 이번 배당의 경우, 자본잉여금을 이익잉여금에 전입하지 않고 직접 배당함으로써 주주들이 비과세 배당을 받을 수 있도록 구조화하였다. 배당금을 대폭 인상하고 비과세 혜택까지 부여함으로써, 동사는 견고한 실적 기반의 주주환원 정책을 시행하며 장기적으로 안정적인 주주 가치 제고를 도모하는 전략적 의지를 나타내고 있다고 해석된다.

표 11) 배당 지급액 (단위: 백만 원)



출처 : RFS Team 1

표 12) 배당성향 (단위: %)



출처 : RFS Team 1

Ⅵ. Investment Point

Investment Point 1. 고객이 지르면, 우리는 웃는다

반도체 산업이 HBM 중심으로 재편됨에 따라, 과거와 같은 가격 중심의 싸이클 구조에서 벗어나 구조적 성장 국면에 진입하고 있으며, 이에 따른 주요 고객사의 설비투자 확대는 동사의 중장기 매출 성장에 있어 안정적인 수요 기반으로 작용할 것으로 전망된다.

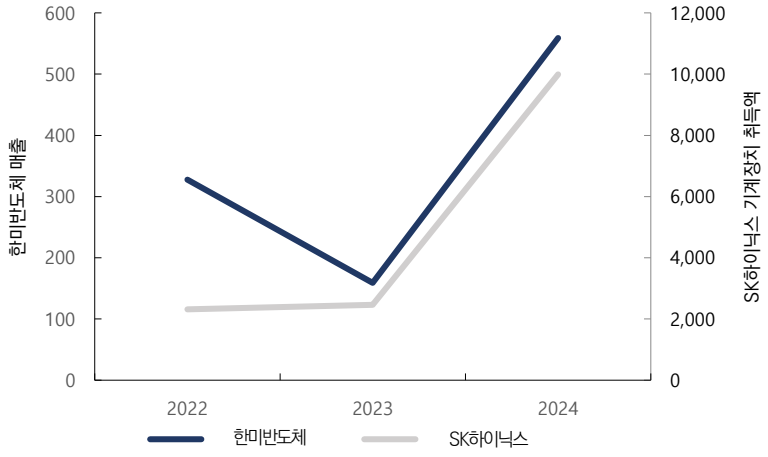
1-(1) 고객사의 CAPEX확대 = 동사의 매출성장

SK하이닉스와 마이크론의 공격적인 설비투자(CAPEX) 확대는 당사가 추정한 2025년 매출 9,220억(YoY +65%) 달성을 견인할 핵심적인 선행 지표로 판단된다. SK하이닉스는 HBM의 안정적인 공급을 위해 용인 반도체 클러스터 투자를 확대하고 있으며, 2024년보다 늘어난 20조 원 규모의 CAPEX가 이뤄질 것으로 예상되고 있다. 마이크론의 경우 당기 CAPEX 투자 계획을 20조 4,200억 원으로 제시하며 이례적인 수준의 대규모 선제 투자를 단행하고 있다.

2024년 SK 하이닉스의 CAPEX 확장

2024년 동사의 매출 성장은 주요 고객사의 패키징 CAPEX 일정과 맞물려 상반기부터 고성능 장비 수요가 본격화되었다. SK하이닉스는 2024년 NVIDIA와의 HBM3E 공급 계약을 체결함에 따라 대대적인 CAPA 확장을 진행하였고, 이에 따른 설비투자가 폭발적으로 증가하였다. **실제로 2024년 SK하이닉스의 유형자산 취득액은 약 18조 원(YoY +276%)이며, 이중 기계장치 취득액만 무려 9조 9,000억 원(YoY +413%)에 달한다.** 이러한 전방 고객사의 설비투자 확장은 후공정 장비 수요로 직결되었으며 동사의 매출은 전년대비 약 352% 증가하는 결과를 보였다. 2024년 기준 SK하이닉스향 공시된 공급계약 체결액은 대략 2,570억으로 나타난다. 전년 대비 동사의 4,000억의 대규모 매출 증가를 고려하면 SK하이닉스의 설비투자규모는 동사의 매출에 직결되는 것으로 해석된다.

표13) 동사의 매출 및 기계장치 취득액 추이 비교 **(단위: 십억 원)**



출처 : 각 사, RFS Team 1

마이크론을 통한 고객사 다변화 및 매출 확대

동사는 2024년 마이크론과의 신규 공급계약 체결을 통해 고객사 포트폴리오가 다변화되었으며, 2025년 마이크론의 공격적인 CAPEX 투자는 전년 대비 더욱 가파른 매출 성장을 견인할 것으로 전망된다. 마이크론은 2025년 1월 싱가포르 우즈랜드 지역에 HBM 패키징 전용 공장을 착공했으며, 이를 통해 글로벌 HBM 시장에서 현재 약 9% 수준의 점유율을 2025년 20% 수준까지 확대하겠다는 목표를 제시하였다. 이를 통해 월 2만 장에 불과한 HBM 생산능력을 최대 월 6만 장 수준까지 3배 확대할 전망이다.

앞서 2024년 마이크론의 약 10조 8,000억 원 규모의 대만 패키징 라인 증설 과정에서도, 동사는 약 226억 원 규모의 'DUAL TC BONDER' 장비 공급 계약을 체결한 바 있으며, 이는 후공정 장비 수요가 CAPEX 증설에 직접적으로 연동됨을 입증한 사례로 해석된다. 이를 고려하면 마이크론의 2025년 전년 대비 2배 이상의 CAPEX 투자로 동사는 추가적인 매출 성장 모멘텀을 확보할 것으로 전망한다.

이와 같은 흐름은 단기적 사이클이 아닌 산업 구조적 성장에 기반한 수요로, 향후에도 고객사의 CAPEX 집행은 지속적인 실적 모멘텀으로 작용할 것으로 전망된다. **따라서 본 리서치팀은 2025년 고객사의 CAPEX 확대에 따라 2025년 9,220억 원(YoY +65%)을 전망한다.**

1-(2) 경쟁사 진입을 불허하는 기술 장벽, 한미반도체의 독점적 포지셔닝

TSV(Through-Silicon Via)

: 반도체 칩을 수직으로 관통하는 미세한 전극 구멍을 통해 3D 적층 및 고속 신호 전달을 가능하게 하는 패키징 기술

수율

반도체 제조 과정 내 전체 생산 수량 중 결함 없이 정상적으로 동작하는 칩의 비율

HBM의 기술 진보 속도가 가속화됨에 따라, 동사의 독점체제는 한층 더 견고해질 것으로 전망된다. SK하이닉스는 동사와의 가격 협상력을 갖추기 위해 공급망 이원화를 추진 중인 것으로 파악되지만, HBM의 가속화되고 있는 발전 속도는 동사의 경쟁사가 SK하이닉스 공급망에서 자리잡는데 더 오랜 시간을 소요될 것으로 예상되고 있다. 이는 HBM 공정 특성상 TSV(Through Silicon Via)를 활용한 칩 간 연결성과 수직 정렬의 정밀도가 수율에 결정적인 영향을 미치는 것에 기인한다. 따라서 고객사는 장비 안정성과 품질 검증이 완료된 공급업체 외에는 새로운 장비 도입을 쉽게 결정하기 어려운 구조를 가지고 있다. 특히, 엔비디아 등 주요 고객사의 제품 공급 일정이 연간 단위로 단축되고 있는 상황에서, 공정 리스크를 수반한 신규 장비 채택은 더욱 보수적으로 접근될 가능성이 높을 전망이다.

동사는 기술 신뢰성과 공정 호환성 측면에서 진입장벽을 더욱 높이고 있으며, 이는 동사가 현재 확보하고 있는 HBM용 TC본더 분야의 사실상 독점 지위를 중장기적으로 더욱 공고히 하는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

'선택받는 기술' 한미반도체, 마이크론 계약으로 입증된 신뢰

HBM 시장에서 점유율 3위를 기록 중인 마이크론이 후공정 장비 파트너로 동사를 선택했다는 사실은, 동사의 독보적인 기술력과 시장 내 신뢰도를 다시 한번 입증하는 대목으로 해석된다. 동사는 2024년 마이크론과 HBM 생산에 필수적인 TC 본더 공급 계약을 체결하였으며, 수주금액은 약 226억으로 공시되었다. 전술한 바와 같이 마이크론은 현재 대만에서만 진행 중인 HBM 생산을 전세계로 확대하고 있으며, 2025년까지 HBM 시장 점유율을 20%대로 끌어올리겠다는 목표를 세우고 있다. 이러한 전략에 따라, 마이크론은 동사에 대한 장비 수주를 지속적으로 확대할 것으로 예상된다. 동사는 현재 HBM 생산용 TC 본더 시장에서 세계 1위의 점유율을 보유하고 있으며, SK하이닉스와 마이크론에 장비를 공급하고 있다. **마이크론의 HBM 생산 확대에 따라, 동사의 장비가 마이크론의 후공정 장비 중 차지하는 비율은 더욱 높아질 것으로 전망된다.**

표14) Micron 계약 내용

Micron 단일판매 · 공급체결		
1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명		HBM 제조용
		'DUAL TC BONDER TIGER' 장비 수주
2. 계약내역	계약금액(원)	22,591,392,000
	최근매출액(원)	159,008,528,366
	매출액대비(%)	14.21
	대규모법인여부	미해당
3. 계약상대		MICRON
4. 판매 · 공급지역		대만
5. 계약기간	시작일	2024-04-10
	종료일	2024-07-08
6. 계약(수주)일자		2024-04-10

출처 : Dart, RFS Team 1

1-(3) 기다리지 않고 준비한다, 선제적 CAPA 확장

선제적 CAPEX 투자로 생산 역량 완비

동사는 주요 고객사의 공격적인 설비 투자에 대응할 충분한 CAPA를 확보하여 지속적인 수요 확대에 선제적으로 대응할 것으로 전망된다. 동사는 현재 후공정 장비 수요를 원활하게 감당할 수 있는 1조원 규모의 생산능력을 갖추고 있으며, 2026년까지 2조원 규모의 CAPA를 확보하려는 의지를 보이고 있다. 해당 규모는 TC본더를 최대 월 35대까지 생산 가능한 규모로 지속적인 수요 증가에 충분히 대응 가능한 CAPA이다. 동사는 현재 총 293억 원 규모의 CAPEX를 집행 중이며, 이를 통해 기존 대비 생산능력이 1.5~2배 확대될 것으로 예상된다.

인천 가좌동 일대에 HBM TC 본더 전용 공장 증설 중

2024년 동사의 건설중인 자산은 470억 원이며 이는 2025년 대부분 기계장치로 대체될 것으로 전망된다. 2023년 건설중인 자산 273억 원은 2024년 기계장치 243억 원으로 대체되었다. 이는 신규 공장 부지를 확보한 상황에서 지속적으로 라인을 증설하고 있음을 보인다. 또한, 본 리서치 팀이 조사한 바에 따르면, 동사는 각각의 라인이 증설될 때마다 곧바로 생산을 개시하고 있는 것으로 파악하였다. 이러한 조치는 **2025년 SK하이닉스와 마이크론 등 주요 고객사의 CAPEX 투자 확대에 따른 TC 본더의 수요에 신속하게 대응할 수 있을 것으로 판단된다.**

안정적인 재무건전성

동사의 재무 건전성은 높은 수준을 유지하고 있어, 추가적인 설비 투자에 대한 부담이 크지 않은 것으로 파악된다. 동사는 2024년 현금 및 현금성 자산 1,039억 원을 보유하고 있으며, 부채비율은 21%로 매우 안정적인 수준을 유지하고 있다. 감가상각비 비중도 전체 비용의 약 3.2%에 불과해 유형자산 확장에 따른 비용 증가가 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

이에 따라 동사는 선제적인 CAPEX 확장을 통해 고객사의 대규모 설비 투자에 대응할 충분한 생산능력을 확보하고 있으며, 이를 기반으로 지속적인 실적 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

Investment Point 2. HBM을 넘어 파운드리까지

2-(1) 끝없이 증설 중, TSMC의 투자 RUSH

블랙웰(Blackwell)

NVIDIA의 매출 급증 원천인 AI 가속기로, AI 연산 성능이 기존 H100보다 5배 증가하여 고도화되고 있는 AI학습에 최적

TSMC의 공장 증설을 통한 생산성 증대로 동사의 TSMC향 매출 1,629억 원을 전망한다. TSMC는 2025년 약 63억달러 규모의 첨단산업 패키징 설비 투자에 기반하여 CoWoS(Chip-on-Wafer-on-substrate) 생산 능력을 연간 2배 수준으로 확대할 것으로 보인다. 이와 같은 공격적인 증설은 블랙웰과 같은 AI 반도체 시장의 급격한 성장과 이에 따른 칩 패키징 수요 급증에 대응하기 위한 조치이며, 이러한 칩 패키징에는 **동사의 제품이 필수적으로 들어가는 CoWoS 공정이 존재**하기 때문에 이에 대한 수혜를 받게 될 전망이다.

인기쟁이 CoWoS가 필요로 하는 우리 신제품

심화된 AI연산을 위해 고성능 GPU뿐만 아니라 고대역폭 메모리 HBM이 필수적

TSMC가 개발한 CoWoS는 HBM을 고속으로 근접 연결하는 데 최적화된 첨단 패키징 기술로, AI반도체 성능의 핵심으로 주목받고 있다. AI 반도체인 GPU와 HBM을 붙이기 위해서 CoWoS공정이 필수적으로 사용되는데, 이는 HBM의 성능을 유지하기 위해 GPU와 아주 가까이 배치하는 기술력과, HBM의 수천 개 신호선을 정밀히 연결하는 미세 배선 기술이 필요한 것에서 기인한다.

표15) CoWoS 공정 과정

1. 개별 칩 제작 (Chiplet)	2. 인터포저 제작 (Interposer)	3. 인터포저 위 본딩 (Chip-on-Wafer)	4. 웨이퍼 기판 위 본딩 (Wafer-on-Substrate)	5. 몰딩&언더필 (Molding&Underfill)	6. 테스트 및 절단 (Testing&Dicing)
각각의 칩(GPU, HBM)을 기존의 웨이퍼 공정에서 제작	얇은 실리콘으로 이뤄진 중간 기판, 칩간의 통신을 빠르게 함	칩들을 인터포저 위 정밀히 배치, 본딩 TSV 를 통해 칩과 인터포저 간 전기적 연결	인터포저와 칩이 결합된 웨이퍼를 PCB 기판 위에 접합	칩과 인터포저 사이 생기는 미세한 틈 채움	웨이퍼를 개별 패키지 단위로 절단, 테스트 후 출하

출처 : TSMC, RFS Team 1

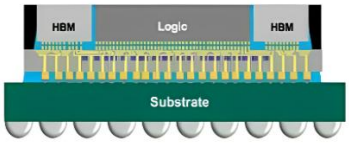
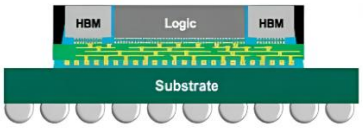
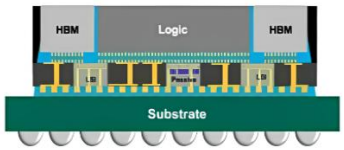
특히 앞서 언급했던 블랙웰은 CoWoS-L이라는 새로운 패키징 공정을 통해 제작된다. CoWoS-L은 '25년 TSMC의 신기술로, Large Silicon Interposer을 갖춘 첨단 패키징 공정이며 이를 기반으로 블랙웰과 같은 초대형 AI칩에 필수로 적용된다. 또한 CoWoS-L은 더 큰 실리콘 위에 GPU와 HBM을 가까이 배치할 수 있어 지연을 최소화하고 전력 효율을 극대화한다.

Big Die

: NVIDIA H100, AMD MI300 등의 크기가 큰 칩, 거대한 면적을 가지며 수천에서 수만개의 접점을 통해 인터포저 및 HBM과 연결되는 구조

2025년 하반기, 위와 같은 CoWoS-L공정 내 동사의 TC본더가 적용될 전망이다. 동사는 글로벌 반도체 사양에 맞춰 최신 기술을 적용한 본더를 제작하고 있으며, 해당 장비들은 정렬부터 배치, 열압착까지 통합 수행하여 CoWoS-L의 본딩 처리에 최적화된 구조이다. 동사는 2025년 블랙웰과 같은 Big Die칩을 전문적으로 다루는 '2.5D BIG DIE TC BONDER' 신제품 공급을 시작할 것으로, CoWoS 성장과 함께 매출 증가가 예상된다.

표16) CoWoS 종류

그림			
이름	CoWoS-S	CoWoS-R	**CoWoS-L**
인터포저 재료	실리콘(Silicon)	유기물(RDL – Redistribution Layer)	**확장형 실리콘 (Large Interposer)**
특징	가장 오래되고 보편적인 형태	가격↓, 면적↑에 유리	**초고집적, 블랙웰(B100) 등 사용**

출처: TSMC, RFS Team 1

눈덩이처럼 불어나는 TSMC 생산성

TSMC는 2025년 CoWoS 공정의 월간 생산량을 기존 대비 두 배 인 75,000대로 끌어올릴 계획이다. 이미 TSMC는 AI 수요 급증에 따른 공급 병목을 경험하였으며, 이에 대응하여 2024년 생산 능력을 2023년 대비 두 배로 증대한 바 있다. 그럼에도 불구하고 현재까지도 수요가 공급을 초과하고 있어, 2025년에도 추가적인 생산 증대가 불가피한 상황이다.

TSMC는 대만 남부과학단지 타이난 지구 확장 건설 3기 지역에 두 개의 CoWoS 생산 공장과 하나의 사무동을 건설하고 있으며, 이에 63억 달러 즉 약 8조 8,000억원이 투입되어 2025년 4월까지 완공될 전망이다. 2025년 하반기 내 총 2000대의 생산 장비가 설치될 예정이며 이 공장 내에서만 월 40,000-50,000개의 웨이퍼 용량을 지원할 수 있는 25만㎡의 면적을 가질 것으로 보인다. 또한 TSMC 본사가 위치한 난커 지역의 200만㎡규모의 CoWoS 공장 6개를 2027년까지 추가로 확장할 것이며, 이와 같은 **공장 증설은 동사 신제품의 지속적 수요 증가를 야기할 것으로 보인다.**

2-(2) 완벽하게 수혜받을 한미 반도체

증설되는 타이난 공장에 동사의 신제품 '2.5D BIG DIE TC BONDER 1.0'이 필수적이기에, 동사의 매출 1,629억의 수혜를 전망한다. 전술한 바와 같이 CoWoS가 주목받고있는 상황 속, CoWoS 패키징 공정에서 필요한 고정밀/고속 특화 장비의 수요 증가는 자명하다. 큰 규모의 칩 Big Die를 본딩할 때 조금이라도 높이가 틀어지거나 압착이 고르지 않으면 불량, 파손, 신호 손실 등의 문제를 야기한다. 동사의 신제품 '2.5D BIG DIE TC BONDER 1.0'은 인터포저 위에 Big Die즉 초대형 GPU와 HBM을 올리는 다이 본딩 단계에서 1마이크로미터 이하의 초정밀 정렬을 통해 TSV로 연결된 칩들을 균일하게 연결해 주기에 TSMC 공장에 반드시 적용될 것으로 보인다.

사진3) 2.5D BIG DIE TC BONDER 1.0

출처 : 한미반도체, RFS Team 1

사진4) NVIDIA H100

출처 : NVIDIA , RFS Team 1

경쟁사 BESI는 범용 Flip Chip Bonder, Fan-Out용 장비, ASMPT는 모바일용, 와이어 본더, 범용 다이본더가 CoWoS 적용

경쟁 부재 속 기술 선점

'2.5D BIG DIE TC Bonder'는 CoWoS에 대한 수요를 직접적으로 겨냥해 개발된 최초이자 유일한 장비로, CoWoS 공정에 최적화되어 있다. 동사의 장비 없이 진행되어 온 기존 CoWoS 공정에서는 범용 본딩 장비를 응용해 사용하거나, TSMC가 자체적으로 장비 조합을 구성해서 생산하였다. 여러 개의 반도체를 인터포저 위에 극도로 정밀하게 배치해야 하며 Die가 클수록 미세한 오차도 치명적으로 작용하는 CoWoS 공정 내, 경쟁사들의 범용 본더는 다양한 작업에 대응하도록 설계된 만큼 정밀도, 속도 및 수율이 저하되는 결과를 초래한다.

반면, 동사의 '2.5D BIG DIE TC Bonder'는 Big Die의 적층, 열압착, 대형 인터포저를 커버할 수 있는 높은 수준의 장비로, 생산성과 수율을 안정적으로 보장할 것으로 보인다. 전술한 바와 같이 CoWoS 공정은 본딩 과정에서 여러 개의 반도체를 인터포저 위에 극도로 정밀한 배치해야 하는 것뿐만 아니라, 큰 칩의 크기로 인한 까다로운 기술 조건을 요구한다. 이는 큰 칩일수록 온도 변화와 압력에 의해 휘어질 가능성이 크고, 중심과 가장자리간 오차가 커져 정렬 오차가 발생하며, 열팽창 차이가 커져 온도 스트레스로 균열 위험이 발생함에 기인한다. 더불어 큰 면적에 압력, 점도를 균일하게 가하기 위한 미세 접착 제어 또한 요구된다. 이렇게 민감한 CoWoS 공정 내에서 Big Die 본더는 1마이크로미터 이하의 초정밀 정렬을 통해 TSV로 연결된 칩들을 균일하게 배치하고 연결해줄 뿐만 아니라 아래와 같은 기술력으로 까다로운 조건을 모두 충족시켜 CoWoS 공정 내 중요한 역할을 수행한다.

표17) 공정 문제 요소 및 신제품 기술 설명

문제 요소	2.5D BIG DIE TC Bonder 기술
다이 휨(warpage)	초단위 열 균일 제어 시스템
정렬 오차(alignment error)	나노 단위 정렬 알고리즘 및 초고정밀 카메라 탑재
온도 스트레스	다이별 온도 제어 및 스테이지 정밀 온도 조절 시스템
미세 접착 제어	정밀 디스펜서 및 압력 분포 균형 제어 시스템

출처 : 한미반도체, RFS Team 1

동사는 경쟁사 내 유일하게 맞춤형 본딩 장비 신제품을 출시하여 CoWoS 시장에서 유리한 위치를 선점할 것으로 추정된다. 경쟁사들은 2022년 97억 달러로 작은 규모였던 AI칩 시장 대신 469.2억 달러로 대규모 시장이었던 DRAM, 모바일 중심으로 투자를 진행해 왔는데, 현재 537억 달러(YoY +15.23%)규모로 발전한 AI칩 시장에 진입하기 위해선 기존 플랫폼을 전면으로 개편해야 하기에 쉽게 진입하지 못하는 구조이다. 또한 CoWoS는 TSMC 독점 구조로, 해당 시장만을 타겟하여 제품을 만드는 것은 대규모 업체에게는 수익성 위험으로 다가온다. 이러한 상황 속 동사는 HBM 적층 장비로 이미 TSV 정밀 본딩 노하우를 확보하고 있으며 CoWoS의 Big Die 적층 트렌드와 맞물려 기존 플랫폼을 응용하는 방식으로 맞춤형 본딩 장비 신제품을 출시하여 CoWoS 시장에서 유리한 위치를 선점할 것으로 해석된다.

Big Die Bonder으로 진입 Barrier 형성

기술력이 중요한 CoWoS 시장 구조를 기반으로, 경쟁사들의 Big Die 본더 유입을 막는 진입 장벽이 형성될 전망이다. 동사는 비메모리 시장에서 큰 점유율을 갖진 않지만, 앞서 언급했듯 규모가 큰 다른 기업들은 고정밀 TSV본딩 기술이 없이 범용 본더만을 만들고 있다. 당사가 가진 고정밀 본딩 기술은 진입장벽이 높아 후발주자 진입이 어렵다.

더불어 TSMC는 신규 장비 채택 전 수개월, 길게는 수년간 공급업체 비즈니스 자격 심사와 기술 자격 심사로 해당 기업과 기술이 자사와의 협력에 적합한지 엄격하게 평가하는 절차를 거쳐, 한번 채택되면 장기간 공급 가능성이 높아진다. 이는 동사의 신제품 계약이 단순한 장비 공급을 넘어 기술, 품질 평가를 통과한 검증된 장비임을 의미한다.

또한 동사의 제품 공급은 공정 고도화 및 고객사의 수율 최적화 요구에 따라 고객사의 신규 라인 확장 시 동일 장비의 반복 수주가 이어지는 구조이며, 특히 고객사를 위해 맞춤 제작된 '2.5D BIG DIE TC Bonder' 장비의 경우, 한 번 채택된 이후 동일 라인·동일 고객사 중심의 '고정 수주' 구조가 발생할 것으로 보인다. 이를 통해 신제품이 안정적인 Q로 자리 잡을 것을 예측한다.

VI. RISK

동사는 주 고객사인 SK하이닉스의 공급망 이원화 전략에 따라, 기존의 TC본더 독점 공급 구조가 무너진 상황에 직면했으나 이는 동사의 독점체제 자체를 견고하게 만들 것으로 보인다.

2025년 추정 매출은 8,903억(YoY +59%)이며, 목표 주가는 91,240원으로 전술한 바와 같은 리스크에도 불구하고 상승할 전망이다. 이는 1) 동사의 법적 소송 충당부채 금액 환입 2) 특허 소송 중 한화세미텍의 방어 논리 미흡 가능성 제기에 기인한다.

동사는 법적소송충당부채 금액의 환입을 기반으로, 한화세미텍과의 분쟁에서 유리한 위치를 선점하고 있음이 추정된다. 2024년 동사의 법적 소송 충당부채는 0원이며, 이는 2021~2023년 2년간 유지됐던 5.23억 원 대비 대폭 줄어든 수치이다. 2021년 한화세미텍과의 전직 금지 및 부정경쟁행위 금지 소송으로 법적소송충당부채 5.23억 원을 인식하여 2023년 환입하였는데, 이후 TC본더 특허 침해 소송을 제기한 2024년에 충당부채를 새로 인식하지 않은 것으로 보아 동사가 현 소송을 위험 요소로 판단하지 않으며, 객관적 제3자인 외부 감사인까지 소송에 의한 내부적 손실 가능성을 매우 낮게 판단한다 해석된다.

추가적으로, 2024년 동사가 제기한 특허 침해 소송 과정 중 한화세미텍에게 보정권고가 내려졌다. 동사는 특허 침해 소송에서 2017년 업계 최초로 개발한 2개 모듈·4개 본딩 헤드 방식이 한화정밀기계의 장비에 동일하게 적용되어 구조와 외관 등 설계가 유사하다는 입장을 보였다. 이에 한화 세미텍은 특허 침해가 사실이 아니라 주장하며 소장에 대한 답변서를 제출했으나 법원은 해당 기업의 서면에 대해 보정권고를 내렸으며, 이는 제출한 서면에 논리적, 형식적 미비가 있었음을 시사함과 동시에 동사 소송의 정당성이 강하다는 것을 반증한다.

표18) '24 TC본더 특허 침해 소송 과정

2024.12.04	한미 소장 접수	선제적으로 특허 보호에 나섰고, 절차상 적법하게 소 제기 완료.
2024.12.12	한화에 소장 송달	법원이 한미의 주장을 기반으로 정식 소송 절차를 개시, 한화도 방어에 돌입.
2025.01.09	한화 답변서 제출	한화가 침해를 부인하거나 무효 주장한 것으로 추정, 이는 곧 특허 자체는 유효하다는 점을 암묵적으로 인정하는 효과도 있음.
2025.01.13	한화 보정권고	한화의 서면에 논리적/형식적 미비가 있었음을 시사. 방어 논리 미흡 가능성.
2025.02.04	한화 보정서 제출	기술적, 법리적 설득력이 약하다는 증거로 해석 가능. 방어 논리 정제 중이라는 점은 곧 완성도가 낮음을 반영.
2025.02.13	한미에도 보정권고	일반적 절차이나, 한미는 지체 없이 신속하게 보정서 제출(2025.02.17). 대응 속도 빠르고 준비 철저함을 보여줌.
2025.03.14	한화의 반복된 연장신청	반복된 기한 연장은 내부 준비 부족 또는 방어 논리 미흡 가능성 시사. 소송을 장기화하려는 전략으로 보이며, 이는 한미 기술의 정당성이 강하다는 점을 반증.

출처 : 대한민국법원, RFS Team 1

Ⅶ. Estimate Logic

매출 추정

매출 추정 방식은 Top-down 방식을 사용하였다. 동사는 주요 고객사의 Capex 투자 확대에 따른 매출액 증가분을 반영하고자 하였다. 동사는 TC본더의 매출을 SK하이닉스, 마이크론으로 나누고, 기타 매출은 별도로 추정하였다.

(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025F
전체 매출	77,318	123,478	208,525	149,596	161,304.4	164,395.6	271,969.5	324,325.7	159,009	558,917	921,995.3
YoY%	*191.5%*	*151.6%*	*568.4%*	*186.5%*	*108.6%*	*33.1%*	*30.4%*	*116.8%*		*251.5%*	*65.0%*
MSVP	*11,000*	*16,115*	*12,600*	*11,370*	*12,977.77*	*12,977.77*	*12,977.77*	*12,977.77*	81,300	51,085	51,911.1
EMI Shield	*6,700*	*9,500*	*1,100*	-	*4,394.94*	*4,394.94*	*4,394.94*	*4,394.94*	5,500	17,300	17,579.8
Bonder	*51,418*	*85,763*	*182,225*	*124,014*	*135,732*	*134,923*	*241,997*	*292,741*	23,908	443,420	805,392.4
Other	*8,200*	*12,100*	*12,600*	*14,212*	*8,200*	*12,100*	*12,600*	*14,212*	48,300	47,112	47,112.0

1. TC본더

TC본더의 경우, SK하이닉스 및 마이크론의 과거 기계장치 취득액의 데이터를 기반으로 매출을 추정하였다. 각 고객사의 과거 기계장치 취득액 대비 당사의 계약금액이 차지하는 평균 비율을 산출한 후, 이를 2025년 고객사별 예상 CAPEX에 적용하여 매출을 추정하였다. 특히, 동사의 하이닉스발 TC본더의 가격인상분 25%를 2Q25부터 반영하여 매출액을 조정하였다. 마이크론의 경우 과거 동사의 TC본거 수주 건이 1건 뿐이므로 SK하이닉스의 기계장치 취득액 대비 계약금액이 차지하는 비율에 할인율을 적용하여 산출하였다.

TSMC향 매출의 경우 신규 제품이 처음으로 공급되는 시점이므로 실적 추정에 있어 불확실성이 높다고 판단하였다. 이에 따라 보수적 관점을 적용하여, 마이크론향 신규 매출이 발생하는 2025년 상반기의 마이크론향 매출 금액을 기준으로 TSMC향 매출을 추정하였다.

2. 기타 매출

기타 매출의 경우 반도체 후공정 장비의 연평균 시장규모 성장률을 적용하였다. 해당 수치는 중소기업기술정보진흥원(TIPA)의 연도별 통합보고서 내용을 참고하였다.

비용 추정

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025F
매출액	**77.3**	**123.5**	**208.5**	**149.6**	**161.3**	**164.4**	**272.0**	**324.3**	**159.0**	**558.9**	**922.0**
YoY %	*191.5%*	*151.6%*	*568.4%*	*186.5%*	*108.6%*	*33.1%*	*30.4%*	*116.8%*		*251.5%*	*65.0%*
매출원가	38.4	55.4	88.1	62.5	75.8	67.5	114.6	138.1	79.6	244.4	396.1
매출총이익	**38.9**	**68.1**	**120.4**	**87.1**	**85.5**	**96.9**	**157.3**	**186.2**	**79.4**	**314.5**	**525.9**
GPM%	*50.4%*	*55.1%*	*57.7%*	*58.2%*	*53.0%*	*59.0%*	*57.8%*	*57.4%*	*49.9%*	*56.3%*	*57.0%*
판매관리비	10.2	12.6	21.1	15.2	17.1	17.2	26.8	31.7	44.8	59.1	92.8
영업이익	**28.7**	**55.4**	**99.3**	**71.9**	**68.4**	**79.7**	**130.6**	**154.5**	**34.6**	**255.4**	**433.1**
OPM%	*37.1%*	*44.9%*	*47.6%*	*48.1%*	*42.4%*	*48.5%*	*48.0%*	*47.6%*	*21.7%*	*45.7%*	*47.0%*
당기순이익	**69.6**	**-11.8**	**38.4**	**56.4**	**57.4**	**66.3**	**106.5**	**125.4**	**267.2**	**152.6**	**355.7**
NPM%	*90.0%*	*-9.6%*	*18.4%*	*37.7%*	*35.6%*	*40.4%*	*39.2%*	*38.7%*	*168.0%*	*27.3%*	*38.6%*

1. 원재료의 사용액

원재료의 경우 2개년 간 매출액의 30%~40% 비중으로 일정하게 나타나고 있다. 따라서 과거 2개년 간 매출액 대비 원재료 사용액의 비중을 평균한 값과 매출액을 곱하여 산정하였다. 추가로, 하이닉스 매출의 가격 인상 효과를 반영하여, 2025년 2분기 및 하반기에는 단가 인상에 따른 원재료비 감소 효과를 반영하였다.

"2. 인건비

구분	202203(1Q)	202206(2Q)	202209(3Q)	202212(4Q)	202303(1Q)	202306(2Q)	202309(3Q)	202312(4Q)	202403(1Q)	202406(2Q)	202409(3Q)	202412(4Q)	202503(1Q)	202506(2Q)	202509(3Q)	202512(4Q)
인건비 총액	12,310	12,698	12,434	12,235	11,120	12,329	14,753	19,111	12,609	12,825	15,774	16,635	14,690.02	14,362.90	21,600.13	26,611.64
원가	8,823	9,127	8,841	8,694	7,636	8,869	11,402	15,970	8,620	8,869	11,402	12,368	10,435.08	10,202.71	15,343.69	18,903.62
원가비중	*71.67%*	*71.88%*	*71.10%*	*71.06%*	*68.67%*	*71.93%*	*77.28%*	*83.56%*	*68.37%*	*69.15%*	*72.28%*	*74.35%*	*71.04%*	*71.04%*	*71.04%*	*71.04%*
판관비	3,487	3,571	3,593	3,541	3,484	3,460	3,351	3,142	3,989	3,957	4,373	4,268	4,255	4,160	6,256	7,708
판관비비중	*28.33%*	*28.12%*	*28.90%*	*28.94%*	*31.33%*	*28.06%*	*22.71%*	*16.41%*	*26.93%*	*26.43%*	*24.03%*	*22.31%*	*28.96%*	*28.96%*	*28.96%*	*28.96%*
직원수(*)	653	639	635	637	625	624	617	616	620	645	674	688	688	688	879	1048
인원당 매출	96.77	192.77	126.48	95.62	42.44	78.64	50.57	84.76	124.71	191.44	309.38	217.44	234.45	238.95	309.38	309.38
인당인건비	18.85	19.87	19.58	19.21	17.79	19.76	23.91	31.02	20.34	19.88	23.40	24.18	21.35	20.88	24.57	25.39

인건비의 경우 2024년말 정규직 직원 688명이 2Q25까지 유지된다고 가정하였다. 2025년 하반기의 경우 인당 매출액이 과대 계상되는 효과를 방지하고자 2024년 3분기 인당 매출액을 이용하려 직원수를 다시 추정하였다. 또한, 인당 인건비의 경우 2024년 인당 인건비의 2025년 예상 연봉인상상승률인 4.99%를 반영하여 산출하였다. 최종 인건비 총액은 산출한 직원 수와 인당 인건비를 기초로 산출하였으며, 해당 금액은 제조원가와 판매관리비로 적절히 배분하였다.

3. 감가상각비

2024년 하반기 감가상각비 효과가 2025년 상반기까지 유지된다고 가정하였다. 2025년 하반기의 경우 동사의 CAPA 증설효과를 반영하여 산출하였다.

Ⅷ. Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Peer PER Valuation을 채택하였다. 동사가 속한 반도체 장비 산업은 1) 전방 산업인 반도체 제조사들의 CAPEX 투자 확대와 2) 구조화된 산업의 지속적인 성장에 대한 기대감이 반영되어 있다.

현시점 시장의 기대감을 적절히 반영하기 위해서는 Peer Group을 활용한 상대가치 평가법이 적합하다고 판단하였다. Peer Group의 경우, 국내기업 중 반도체 후공정 장비를 생산하는 기업인 리노공업(반도체 테스트 핀), 이오테크닉스(레이저 마킹/검사 장비), 파크시스템스(반도체 후공정 검사장비), 고영(자동광학 검사기)를 선정하였다. Target PER의 경우 Peer Group 4사의 산술평균인 32.8배를 적용하였다.

이에 따라 Peer Group의 Fwd PER 산술평균인 **25.7배를 Target PER로 선정**하였다. **12M Fwd EPS 3,556원을 적용**하여 **Target Price 91,240원, 상승여력 30.9%, 투자의견 BUY**를 제시한다.

한미반도체 PER Valuation Table

한미반도체 PER Valuation			
12M Fwd 당기순이익	355,704	(백만 원)	(A)
Target P/E	25.7	(배)	(B)
적정 기업가치	**9,126**	**(십억 원)**	**(C) = (A)*(B)**
발행 주식 수	96,614	(천 주)	(D)24.12.31 기준
적정주가	94,463	원	(E) = (C)/(D)
Target Price	**94,400**	**원**	**목표주가**
Current Price	69,700	원	25.04.01 기준
Upside	35.4	%	

출처: RFS Team 1

한미반도체 Peer Group Table

Ticker	기업명	Fwd P/E	P/B	시가총액
58470	리노공업	23.20	4.09	2 조 9281 억원
140860	파크시스템스	29.14	6.35	1 조 4606 원
039030	이오테크닉스	22.38	2.46	1 조 7013 억원
98460	고영	27.91	2.79	9474 억원

출처: RFS Team 1

예상 포괄손익계산서 (요약)	2022	2023	2024	2025E
매출액	328	159	559	890
매출원가	143	80	244	382
매출총이익	185	79	315	508
판매비와관리비	55	29	41	90
조정영업이익	112	35	255	418
영업이익	112	35	255	418
비영업손익	4	298	(85)	61
금융손익	10	8	28	(44)
관계기업등 투자손익	12	44	1	-
세전계속사업손익	127	345	198	435
계속사업법인세비용	36	78	46	91
계속사업이익	91	267	153	344
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	92	267	153	344
지배주주	92	267	153	344
비지배주주	-	-	-	-
총포괄이익	151	266	93	344
지배주주	151	266	93	344
비지배주주	-	-	-	-
EBITDA	120	43	265	431
FCF	100	18	88	156
EBITDA 마진율 (%)	36.6	26.8	47.5	48.4
영업이익률 (%)	34.1	21.7	45.7	46.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	28.2	168.0	27.4	38.6

예상 재무상태표 (요약)	2022	2023	2024	2025E
유동자산	266	319	408	683
현금 및 현금성자산	91	180	104	191
매출채권 및 기타채권	80	41	147	199
재고자산	80	95	153	204
기타유동자산	15	4	3	89
비유동자산	186	404	303	140
투자자산	6	9	9	9
유·무형자산	117	131	180	132
기타	63	264	115	-
자산총계	455	724	711	932
유동부채	63	105	160	119
매입채무 및 기타채무	12	18	54	84
단기금융부채	12	49	14	27
기타유동부채	10	9	12	8
비유동부채	2	47	10	19
장기금융부채	-	-	-	17
기타비유동부채	1	47	10	2
부채총계	65	152	170	138
지배주주지분	390	572	541	793
자본금	13	13	13	3
자본잉여금	51	27	(82)	49
이익잉여금	325	532	610	863
기타포괄손익누계액	1	-	-	-
자본총계	390	572	541	793

예상 현금흐름표 (요약) (십억원)	2022	2023	2024	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	110	45	141	194
당기순이익	92	267	153	344
감가상각비	8	8	10	14
기타현금수익비용	59	147	37	37
자산처분손실(이익)	(5)	(21)	16	-
지분법, 관계기업손실(이익)	1	(71)	-	-
운전자본변동	(7)	27	(121)	(67)
기타	(39)	(312)	46	(133)
투자활동으로 인한 현금흐름	(18)	85	9	7
유형자산처분(취득)	(8)	(26)	(53)	(80)
무형자산감소(증가)	-	-	-	-
투자자산감소(증가)	(1)	-	(1)	-
기타투자활동	(9)	111	63	87
재무활동으로 인한 현금흐름	(51)	(44)	(232)	(114)
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	(20)	(51)	(190)	(35)
배당금의 지급	(30)	(19)	(41)	(91)
기타재무활동	(1)	26	(2)	12
현금의 증가(환율변동효과 포함)	41	89	(76)	87
기초현금	50	91	180	104
기말현금	91	180	104	191

예상 주당가치 및 valuation (요약)	2022	2023	2024	2025E
P/E (x)	12.31	22.48	52.5	19.1
P/B (x)	2.87	10.45	14.5	8.3
EV/EBITDA (x)	9.5	130.09	30.07	15.01
EPS (원)	934	2745	1573	3556
BPS (원)	4008	5907	5698	8213
DPS (원)	200	420	720	600
배당성향 (%)	20.94	15.19	45.58	26.5
배당수익률 (%)	2.21	1.59	1.74	1.4
매출액증가율 (%)	(12)	(51)	252	59
EBITDA증가율 (%)	(7)	(64)	523	63
조정영업이익증가율 (%)	(8.6)	(69)	639	64
EPS증가율 (%)	(5)	190	(43)	125
매출채권 회전율 (회)	89.7	93.3	95.9	81.5
재고자산 회전율 (회)	205.0	437.6	229.1	194.7
매입채무 회전율 (회)	31.8	84.3	80.1	80.1
ROA (%)	20.9	45.3	21.3	36.9
ROE (%)	25.0	55.5	27.4	43.3
ROIC (%)	35.51	39.13	38.4	60.6
부채비율 (%)	16.8	26.6	31.4	14.8
유동비율 (%)	427.6	304.2	255	664
자기자본비율 (%)	85.7	79.0	76.1	85.2