

| 반도체 |

테크윙(089030.KQ)

큐브 프로버 날개 달고 뽐뽐

2026E Preview: ‘26년 매출 7,902억 원(YoY+351.1%), 영업이익 2,506억 원(YoY+1,008.7%)을 전망한다. HBM向 큐브 프로버 공급이 본격적으로 개시됨에 따라, 동사의 폭발적 외형 성장이 기대된다. HBM 전환기로 발생할 테스트 공정 장비의 전방사 수요와 동사의 큐브 프로버 성장이 맞물리며, ‘26년은 동사의 ‘퀀텀 점프’가 실현되는 원년이 될 것이다.

[Investment Point 1] HBM 3사 다 공급하겠습니다.. 근데 이제 고마진을 곁들인..

‘26년 동사의 큐브 프로버 매출액 6,237억 원(YoY+2,298.8%)을 전망한다. 큐브 프로버는 기술적 우위를 기반으로, 이미 주요 HBM 제조사 2곳의 퀄리피케이션을 이미 통과하였고, 남은 1곳의 테스트도 통과가 유력한 상황이다. 고마진 제품인 큐브 프로버의 매출 폭증과 함께 동사의 강력한 외형 성장이 전망된다.

[Investment Point 2] 핸들러와 C.O.K가 내내 약간 그.. ‘나야, 현금흐름’..

‘26년 동사의 핸들러와 C.O.K 매출액을 각각 556억 원(YoY+20.6%), 747억 원(YoY+17%)을 전망한다. 동사의 투자 매력도는 큐브 프로버만으로 설명되지 않는다. 장비 산업 실적 변동성을 완충하는 핸들러와 C.O.K의 안정적인 반복 매출이 존재하기 때문이다. 글로벌 점유율을 확보한 핸들러와 세대 전환마다 매출이 발생하는 C.O.K는 동사의 현금흐름의 하방을 지탱하는 역할을 지속적으로 수행할 것으로 기대된다.

[Investment Strategy] 그래서 언제 사요?

동사에게 남은 이벤트는 ①향후 CXMT의 기조에 따른 HBM 3사의 CAPEX 확대, ②마이크론 실적 발표 및 퀄리피케이션 통과 여부다. 본 팀은 이 두 가지 모멘텀에 따른 향후 투자 전략을 제시하고자 한다.

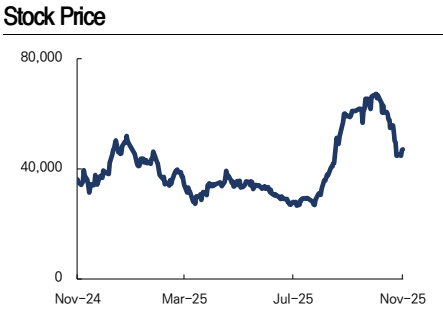
[Valuation] Historical P/E Valuation

동사의 가치 평가 방식으로는 Historical P/E Valuation을 채택하였다. ‘26년 EPS 4,940원, Target P/E 18배, 목표 주가 89,000원, **상승 여력 87%, 투자 의견 BUY**를 제시한다. Target P/E은 동사의 ‘24년 3월 P/E를 차용하였다. 또한, 교차 검증 방식으로는 DCF Valuation을 채택하였다.

Investment Fundamentals		(십억 원, %, 배)			
FYE Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	
매출액	134	186	176	792	
영업이익	3	23	23	253	
당기순이익	(9)	(21)	12	190	
EPS	(249)	(559)	319	4,940	
PER	N/A	N/A	79.1	18	
PBR	2.0	7.5	8.3	8.4	
OPM	2.2%	12.4%	13.10%	33.10%	
ROE	-4.2%	-10.2%	5.7%	47.5%	

투자의견	BUY
목표주가	89,000원
현재주가(11.30)	47,500원
상승여력	87%

Stock Data				
KOSPI(11/30)	3,926.59			
KOSDAQ(11/30)	912.67			
시가총액	1조 7,452억			
발행주식수(주)	37,053,645			
52주 최고/최저(₩)	69,050/26,050			
배당수익률(%)	0.28%			
주요주주(%)	나연성 외 6인		24.13%	
	자사주		3.54%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월	
	-29.17%	+34.19%	+30.47%	



Research Team 2		
팀장	40기 채현기	which03@cau.ac.kr
팀원	40기 박정훈	parkjhun0214@cau.ac.kr
	40기 주혜원	aldidhd1003@cau.ac.kr
	41기 박연주	genuinep@cau.ac.kr
	41기 양준모	agye03102@cau.ac.kr
	41기 이재원	7847jae@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Investment Idea	1
II . Industry Analysis	2
III . Company Overview	6
IV . Investment Point	8
1. HBM 3사 다 공급하겠습니다.. 근데 이제 고마진을 곁들인..	8
2. 핸들러와 C.O.K가 내내 약간 그.. ‘나야, 현금흐름’..	10
V . Investment Strategy	12
그래서 언제 사요?	12
VI . Valuation	13
1. Historical P/E Valuation	13
2. DCF Valuation	14
VII . Estimation Logic	15

I . Investment Idea

주가 상승의 원동력은 두 가지, ①EPS 증가, ②멀티플 확장이다. '25년 메모리 밸류체인은 이 중 EPS 증가가 가장 큰 산업군으로 부상했으며, 이는 HBM 중심의 전방사 성장에 기인한다. 특히 반도체 장비 업종은 최근까지 강한 EPS 전망치를 유지하고 있어, 업종 내 Top-Pick에 대한 점검이 필요한 시점이라 판단한다.

반도체 장비 업종, 전방사向 멀티플 리레이팅 유효

장비 업종의 실적은 칩메이커 대비 후행하는 특성을 갖는다. **현 시점은 AI 산업 확대와 메모리 슈퍼 사이클의 본격화, 그리고 '26년 HBM 3사 신규 라인 증설이 장비업체의 이익 모멘텀이 막 견인하기 시작한 시기이다.** EPS가 본격 상향되는 구간에 진입함에 따라, 실적이 주가를 이끄는 국면에 진입하고 있다. 현 구간 이후에는, 과거 사이클 상단을 넘어서는 멀티플 리레이팅까지 가능하다고 판단한다.

이제 장비 업종 내 Top-Pick이 될 수 있는 옥석을 가려보자. 멀티플 리레이팅의 조건은 다음과 같다.

① 시장이 업종 리스크의 감소 및 안정성 지속을 인정할 것

② 마진 증가 및 확대로 순이익이 개선될 것

③ 현금흐름의 질이 뚜렷하게 호전될 것

그간 장비 업종의 변동성은 전통적으로 메모리 반도체 산업 사이클에 귀속되어 왔다. 그러나 **현재 HBM만큼은 더 이상 시클리컬 산업이 아닌 구조적 성장 산업으로 자리 잡았고, 이에 따라 HBM向 장비 업종은 변동성이 축소되고 장기적 성장이 가능한 영역이 되었다.**

이러한 업황 내에서, 테크윙은 **전술한 모든 조건을 충족하고 있다.** 기존에 없던 독보적 기술력의 HBM 테스트 장비로 공급자 독점 구조를 강화했다. 마진 구조 역시 개선했으며, 꾸준한 현금흐름 창출 능력까지 보유하며 위 세 가지 조건을 충족했음에도, 동일 업종 PER보다 낮은 멀티플을 받고 있다.

또한 동사는 특정 칩메이커 편중도가 낮아 수요 변동에 취약하지 않고, 경쟁사가 없는 HBM 프로브 스테이션 시장에서 전방사의 CAPA 확대만큼 증가하는 테스트 수요를 선형적으로 흡수할 수 있는 구조를 갖추었다. 성장은 확실하고, 리스크는 제한적이며, 모멘텀은 목전에 있다.

[자료 1-1] 테크윙 & HBM 3사 주가 비교

('23년 12월=100)



출처: Bloomberg, RFS Team 2

II. Industry Analysis

AI 버블? 빅테크들의 부채 폭탄 돌리기? 전부 과도한 우려다. 오히려 슈퍼 사이클의 '슈퍼'에 걸맞은 자연스러운 사업 확대 수순이다. 이러한 슈퍼 사이클의 중심에는 HBM이 있다. 이에, 본 팀은 HBM 산업의 장기적 업황 성장의 수혜를 온전히 누릴 수 있는 HBM 전용 테스트 장비 시장과 기업에 주목하고자 한다.

이길 수 없으면 합류하라

누가 AI 슈퍼 사이클에 의문을 제기할 수 있겠는가? 지난 19일 엔비디아의 실적은 AI의 수익성을 다시금 입증했다. 최근 시장에서는 엔비디아의 폭발적 매출 성장이 하이퍼스케일러들의 회사채 발행에 기반한 외상성 구매라는 주장이 제기되기도 했다. 허나, 이는 과도한 우려이며, 오히려 AI 사이클이 '슈퍼' 사이클이 되기 위해서 반드시 필요한 과정이다.

하이퍼스케일러의 회사채 발행 증가는 일시적 수요 왜곡이 아니다. 오히려, 대규모 AI 인프라 구축에 필요한 장기 CAPEX를 조달하기 위한 현명한 재무 전략이다. 실제로 기업은 여전히 막대한 현금흐름과 높은 신용등급을 유지하고 있고, 발행된 채권은 운영비가 아닌 시설투자(데이터센터·GPU·전력 인프라)로 직접 연결되는 구조다. 즉, 매출이 단기적으로 외상 형태를 띠더라도 실물 인프라 구축 후, 현금흐름 창출 자산으로 전환되는 구조를 보인다.

MS: AAA

구글(Alphabet): AA+

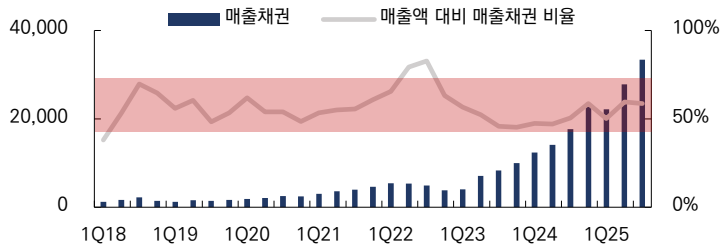
메타: AA-

아마존: AA-

여전히 빅테크들의 신용 등급 견조

[자료 2-1] 엔비디아 매출액 대비 매출채권 추이

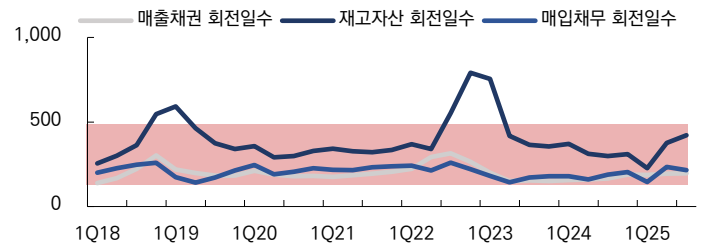
(단위: 백만 달러, %)



출처: 엔비디아, RFS Team 2

[자료 2-2] 엔비디아 운전자본 회전일수

(단위: 일)



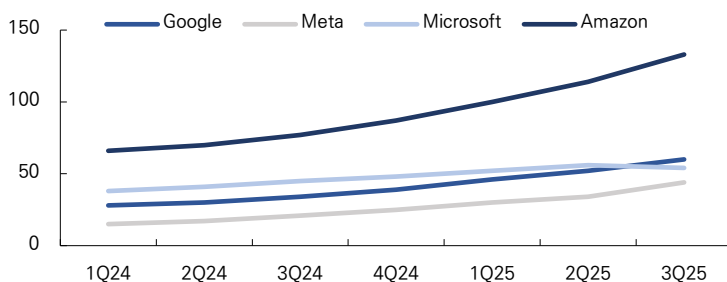
출처: 엔비디아, RFS Team 2

AI 밸류체인을 향한 천문학적인 자금 투자 흐름과 AI 추론량의 기하급수적 증가는 범용 DRAM의 쇼티지를 촉발한다. 금월 DRAM 재고는 3.3주에서 2.7주로 더 줄었고, 이는 정상 범위인 6~8주의 절반 수준에 불과하다. '25년 말~'26년 초에는 2주 이하까지 떨어질 가능성이 높다.

DRAM 가격도 쇼티지 추이를 반영하고 있다. 3Q DRAM 계약 가격은 전년 대비 171.8% 급등했고, 일부 제품은 최근 한달간 최대 40%까지 가격이 상승했다. 재고 축소와 가격 급등이 병행되는 구간은, 업종이 사이클 초입을 넘어 '슈퍼사이클'의 궤도에 진입했음을 의미한다.

[자료 2-3] 하이퍼스케일러 CAPEX 추이

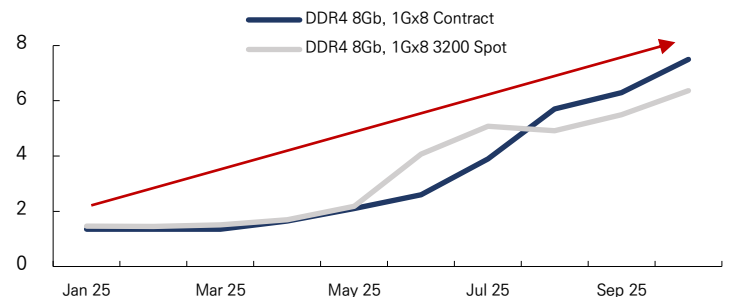
(단위: 십억 달러)



출처: 각사, RFS Team 2

[자료 2-4] DRAM 가격 추이

(단위: 달러)



출처: Trendforce, RFS Team 2

HBM 수요는 더 이상 죽지 않아

이미 다가온 메모리 슈퍼 사이클 내에서, 우리는 DRAM보다 HBM에 집중할 필요가 있다. DRAM은 여전히 PC, 모바일, 범용 서버 등 경기 민감형 수요가 대부분을 차지하고, 단기 수급에 따라 변동하는 전형적인 사이클 산업이다. 반면, HBM은 다음 3가지 이유로 단순한 사이클이 아닌 구조적 성장이 전망된다.

①AI 모델 성능과 GPU 출하량 증가에 비례해 수요가 기하급수적으로 확대된다는 점

②HBM의 공정 고도화로 공급 가능 업체가 제한된다는 점

③사전 설계 협의 및 다년 계약 구조를 기반으로 장기적 가격과 물량이 고정된다는 점

DRAM: 전형적 시클리컬 산업

HBM: 구조적 성장 국면

실제로 엔비디아, AMD 등 주요 전방사는 이미 '26년 HBM 물량 계약을 완료했다. 이에 따라 제조사는 기존 라인을 HBM 생산 라인으로 전환하고 CAPA를 증설할 수밖에 없다. HBM CAPA 증설은 동일 라인의 DRAM 생산을 잠식하며, 범용 DRAM 공급을 더욱 타이트하게 만든다.

결국 DRAM은 재고와 경기 변수에 흔들리는 후행적 사이클 산업으로 남지만, HBM은 기술 로드맵, 공급자 우위, 계약 구조가 결합된 장기 성장 사이클의 산업이 되는 것이다.

HBM4로의 전환은 시간 문제

AI 성능 개선 및 연산량 증가



메모리 스펙 요구 수준 상승

이러한 공급 압력에 AI 서버가 요구하는 메모리의 성능 고도화가 더해지며 기존 HBM3, HBM3E만으로는 전방사의 수요를 소화하기 어려운 환경이 형성되고 있다. 여기에 AI 가속기 출하까지 더해지며, CAPA 증설을 진행해도 기존 HBM 물량으로는 수요를 따라잡는 것이 불가능한 상황이다.

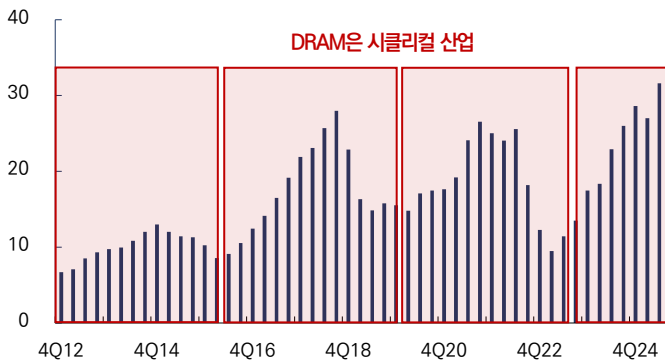
이에 따라 시장의 HBM4 전환 과도기는 당연한 수순이 되었다. 엔비디아 Rubin과 AMD 차세대 라인업 역시 HBM3E가 처리하기 어려운 대역폭과 용량 구간을 전제로 설계되고 있다. HBM4는 인터페이스 폭을 1024비트에서 2048비트로 두 배 확대하고, 스택당 용량을 최대 64GB 수준까지 늘려 스택 수 증가 없이 GPU가 요구하는 성능을 충족하도록 설계된 세대이다.

세대 전환이 본격화되면 공정 복잡도와 적층 높이가 더 올라가고, 초기 수율 안정화 기간은 불가피하게 길어진다. 이 과정에서 생산 병목 우려가 커지며, 테스트 범위 확대와 검증 강도 상향이 필수 요건으로 부상한다.

결국 HBM4 도입 초기는 테스트 장비의 중요성이 다시 부각되는 구간이며, 장비 업체에 구조적 성장 기회와 수혜가 열리는 시점이다.

[자료 2-5] 글로벌 DRAM 시장 매출 추이

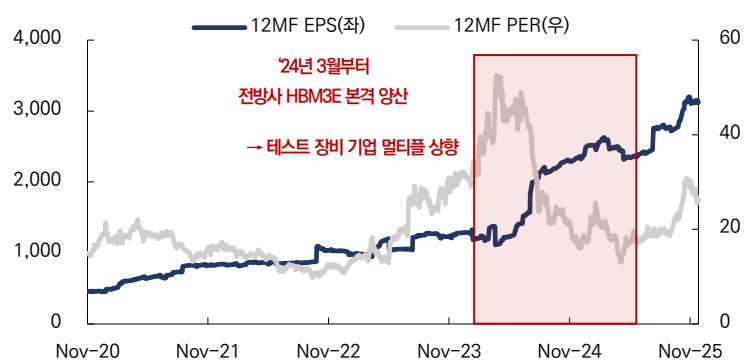
(단위: 십억 달러)



출처: 연문종합, RFS Team 2

[자료 2-6] HBM 세대 전환기별 테스트 장비 기업 12MF EPS & PER

(단위: 원, 배)



출처: Bloomberg, RFS Team 2

더욱 중요해질 HBM 테스트 공정

웨이퍼: 칩이 그려져 있는 실리콘 원판
패키징 Die: 절단이 완료된 사각형 칩

HBM의 전방 수요가 늘어날수록 테스트해야 하는 Die 수가 증가하고, 이에 따라 테스트 장비 수요도 비례 확대된다. 일반 메모리는 테스트 대상에 따라 웨이퍼 테스트와 패키지 테스트로 구분된다. 두 공정 모두에서 불량 여부를 판정하는 테스터가 공통적으로 쓰이며, 웨이퍼 테스트에는 프로브 스테이션이, 패키지 테스트에는 핸들러가 각각 투입된다.

HBM 테스트 공정은 기존 DRAM 테스트 공정과 달리, ①패키지 테스트 공정의 유무, ②전수조사의 실시 여부에 따른 2가지의 차이점을 갖는다.

①패키지 테스트 공정이 없는 대신 웨이퍼 테스트 공정을 2회 실시

HBM 테스트 공정은 ① DRAM 양품 선별 → ② 칩·Die 적층 → ③ HBM·웨이퍼 적층 → ④ KGSD 테스트의 4단계로 이루어진다. 앞의 3단계를 거친 뒤, HBM Die가 적층된 로직 웨이퍼는 다이싱되지 않은 상태로 프로브 스테이션에 올려지며, 최종 단계인 KGSD 테스트가 수행된다.

일반 DRAM은 패키징을 마친 완제품 상태에서 패키지 테스트로 최종 불량을 선별한다. 반면 HBM은 패키지 테스트가 존재하지 않기 때문에, 완제품 검사를 KGSD 테스트가 대체한다. 즉, DRAM은 패키지 상태에서 검사하는 반면, HBM은 적층된 웨이퍼 상태에서 KGSD 테스트를 통해 최종 품질을 판정한다는 점이 두 공정의 핵심적 차이다.

②전수조사 미 실시

KGSD 테스트는 [WFBI 테스트 → Hot/Cold 테스트 → Repair 테스트 → High Speed 테스트] 총 4단계로 이루어진다. 중요한 것은 KGSD 테스트 전 웨이퍼가 절단되어 있는지에 대한 여부이다. 첫 단계인 WFBI는 전체 테스트 시간의 대부분을 차지하는데, 웨이퍼가 절단되지 않은 상태에서는 중간에 불량이 발견돼도 해당 Die만 분리해 제거할 수 없다. 불량품을 조기에 제거할 수 없기 때문에, 전체 테스트 공정 시간이 비효율적으로 길어진다.

기존 동경정밀의 프로브 스테이션은 기술적 한계로 인해 KGSD 테스트 이전 다이싱이 불가능했다. 이러한 한계를 해결하기 위해선, KGSD 이전에 다이싱을 수행할 수 있는 장비가 도입되어야 한다. 또한 해당 장비가 KGSD 테스트 시작 단계에 도입될 경우, KGSD의 마지막 테스트까지 동일 장비가 사용될 것이다. 이에 따라, KGSD 테스트 이전 다이싱을 먼저 진행할 수 있는 장비에 시장의 관심이 쏠리고 있다.

KGSD: Known Good Stacked Die,
원형 웨이퍼 위 적층된 개별 칩들

KGSD 이전 다이싱을 진행하는 것이
압도적으로 효율적

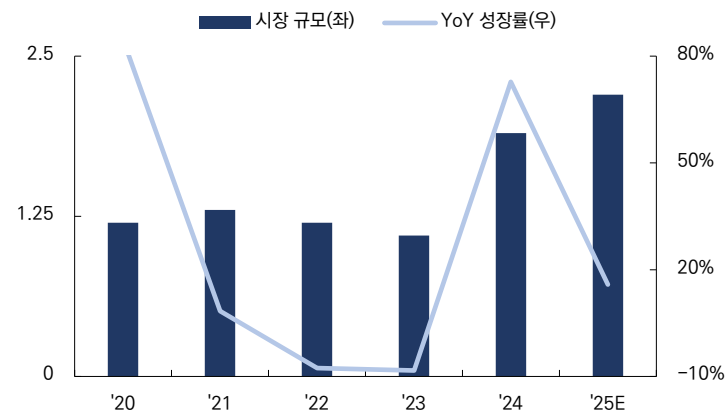
동경정밀의 프로브 스테이션은
기술적 한계 직면

[자료 2-7] 메모리 테스트 장비 시장 규모 추이 및 전망

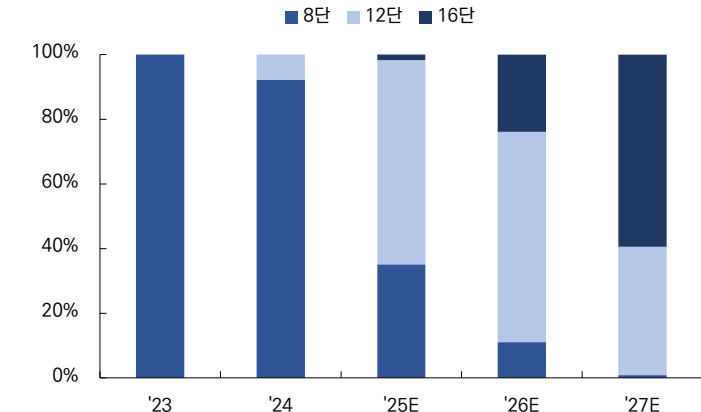
(단위: 십억 달러)

[자료 2-8] HBM 단수별 비중 추이 및 전망

(단위: %)



출처: Gartner, RFS Team 2



출처: Gartner, RFS Team 2

Top-Pick: 테크윙(089030.KQ): 큐브 프로버로 펼쳐질 날개

AI發 사이클은 여전히 견조하며, 전방사들의 GPU 수요에 따라 최소 '27년까지 HBM의 공급도 타이트할 것이다. 이러한 업황 내에서, 본 팀은 기존 DRAM 공정과는 다르게 HBM 공정 과정에만 존재하는 새로운 공정 단계에서 발생하는 기술적 한계와 해당 공정의 밸류체인 내 기업들을 분석하였다.

HBM 테스트 공정 내 기술적 해자를 가진 기업에 주목해야 한다. HBM 테스트 공정에는 DRAM 공정에서 존재하지 않던 새로운 방식의 테스트 공정이 도입되었다. HBM4 전환기인 현재, 양산 초기의 수율 확보를 위해 테스트 공정의 중요도는 더욱 높아지고 있다. 이에 따라, 시장은 진화된 공정 방식을 효율적으로 소화할 수 있는 테스트 장비와 기술력을 가진 기업에 관심을 가질 것이다.

반도체 장비 업종 내 Top-Pick으로 테크윙(089030.KQ)을 제시한다. 동사는 KGSD 테스트 진행 전 웨이퍼를 다이싱할 수 있는 프로브 스테이션인 큐브 프로버를 세계에서 유일하게 개발 및 양산하였고, '26년 HBM 3사의 신규 CAPA 증설 라인에 동사의 큐브 프로버가 대량 납품될 것이다.

삼성전자와 SK하이닉스의 경우, 올해 이미 퀄리피케이션을 통과하여 '26년부터 본격적인 납품 매출이 전망된다. 마이크론의 경우, 8월부터 퀄리피케이션이 진행 중이며 빠르면 '25년 내, 늦어도 '26년 초에 테스트 통과 후 '26년 상반기 본격적인 납품이 예상된다.

더 많아진 Die 적층으로 인해, 큐브 프로버를 포함한 제조사들이 필요한 테스트 장비의 Q가 증가할 것이다. 또한 KGSD 테스트 이전에 다이싱이 가능한 장비를 유일하게 보유하고 있는 동사의 CAPA 이슈로 큐브 프로버의 P도 증가할 것이다.

HBM 테스트 공정 내 압도적인 기술 우위를 가진 큐브 프로버의 본격 양산과, P-Q 동반 성장이 맞물리며, '26년은 동사의 폭발적 외형 성장의 원년이 될 것이다. 동사의 장비에 대한 자세한 내용과 매수 전략은 Investment Point와 Investment Strategy에서 후술하겠다.

[자료 2-9] 테크윙 주가

(단위: 원)



출처: Bloomberg, RFS Team 2

III. Company Overview

동사는 반도체 테스트 장비 및 부품 기업으로, 특히 HBM 테스트를 위한 프로브 스테이션의 독점적 지위 확보할 것이다. 동사는 향후 HBM 세대 전환으로 증가할 테스트 수요를 경쟁자 없이 전량 흡수할 역량을 보유하고 있으며, 핸들러와 C.O.K를 통한 안정적인 매출이 만들 현금흐름의 질 역시 견조할 것이다.

(1) 사업부

① **큐브 프로버**: HBM 전용 프로브 스테이션 장비로, '26년부터 매출 폭증이 전망되는 핵심 성장 동력이다. 현재 삼성전자와 SK하이닉스의 퀄리피케이션을 통과하였으며, 빠른 시일 내 마이크론의 퀄리피케이션까지 통과할 것으로 전망된다. 경쟁사인 동경정밀을 밀어내고, 향후 HBM 테스트 공정 내 프로브 스테이션 시장에서, 압도적인 침투율을 점유할 것으로 예상된다.

② **핸들러**: '데스타-핸들러-보드'가 한 세트로 구동되는 후공정 자동화 장비다. 비전기술을 활용해 칩을 정밀하게 정렬·이송하고, Chamber를 통해 영하 55도~영상 150도의 극한 온도 환경을 조성하여 주 테스트를 보조하는 역할을 한다. 글로벌 M/S 70%라는 독보적 점유율을 기반으로, 동사의 기본 이익 체력을 지탱하는 캐시카우 역할을 수행하고 있다.

③ **C.O.K**: 메모리칩의 세대 전환 및 스펙 변경 시, 핸들러 내부에서 반드시 교체해야 하는 사용자 맞춤형 인터페이스 키트다. 업종 대비 높은 마진과 매출의 반복성을 통해, 핸들러와 함께 동사의 수익 하방을 지지하는 역할을 수행하고 있다.

④ **기타**: 자회사 이앤씨테크놀로지를 포함하여, 기타 부품 및 디스플레이 장비 등이 포함된다. 고객사들의 유지보수 및 부품 교체로 지속적인 매출은 발생하나, 향후 매출 비중은 점진적 축소가 전망된다.

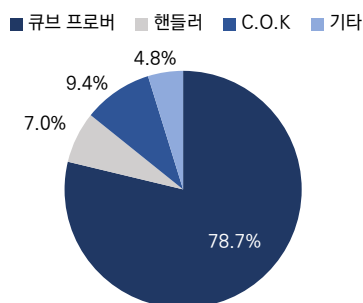
(2) 재무 분석

최근 동사는 HBM용 검사 장비 생산 시설 확충 및 운영 자금 확보를 목적으로 933억 원 규모의 교환사채를 발행하였다. 해당 교환사채는 표면·만기 이자율 0%로 설정되어 있어, 이자 비용 발생에 따른 현금 유출 부담이 전무하다. 또한, 신주를 발행하는 전환사채와 달리 기보유 자사주 약 131만주를 교환 대상으로 삼기 때문에 전체 발행 주식 수의 증가가 없다.

따라서 기존 주주 가치의 훼손이나 EPS 희석 우려는 매우 제한적일 것이다. 특히 교환가액이 기준일 주가 대비 120% 할증된 71,060원으로 산정된 점은 동사의 주가 상승 여력을 높게 평가하고 있음을 시사하며, 잔여 자사주 30만 주에 대한 소각 결정 역시 주주환원 의지를 방증한다.

'25.11.30 기준 주가 47,500원
교환가액 주가 71,060원

[자료 3-1] 2026년 예상 매출 비중

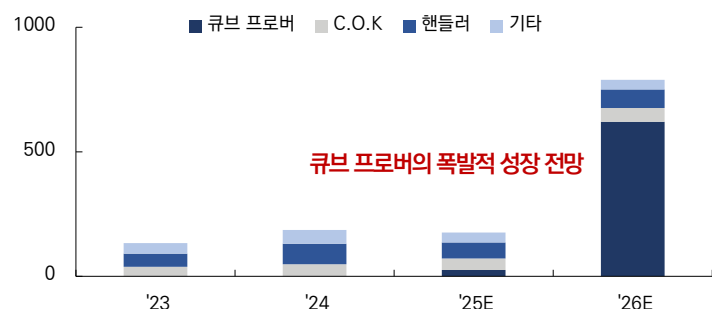


출처: RFS Team 2

(단위: %)

[자료 3-2] 테크윙 매출 비중 변화 전망

(단위: %)



출처: 테크윙, RFS Team 2

동경정밀이 동경할 때까지, 보다 더 정밀하게

HBM 전환에서 동사의 침투율 증가 전망

동사의 큐브 프로버는 WFBI 이전에 다이싱을 진행하므로, HBM 테스트 공정에서 경쟁사인 동경정밀 대비 절대적 효율 우위를 차지하고 있다. 이전 세대의 HBM용 프로브 스테이션은 동경정밀이 침투율 100%를 차지하였으나, 향후 판도가 역전될 것이다.

동사의 큐브 프로버가 동경정밀 대비 갖는 기술적 우위는 ①불량 Die 검수에 대한 완결성과 ②테스트 시간 단축에 대한 효율성이다.

①불량 Die 검수에 대한 완결성

WFBI 이전 다이싱을 진행해야
불량 Die 검수율 상향

테스트 공정의 완결성은 테스트 전/후 중 언제 다이싱(절단)이 진행되는지에 따라 결정된다. 동경정밀의 경우, 웨이퍼가 절단되지 않은 상태에서 KGSD 전체 공정을 통과한 후 다이싱을 진행한다. 중간에 불량 Die가 발생해도, 모든 테스트를 다 끝낸 후 불량 Die 제거가 가능한 비효율성이 발생한다. 또한, KGSD 테스트의 첫 단계인 WFBI 테스트는 시간이 가장 많이 소모되는 공정이다. WFBI 테스트 이전에 다이싱을 진행해야 공정의 정확도를 최대로 확보할 수 있다.

동사의 큐브 프로버는 KGSD 테스트 이전에 절단을 진행한다. 절단을 먼저 진행하면, 테스트 이전 웨이퍼에 파티클이 떨어지게 된다. 해당 상태에서 테스트 진행 시, 파티클이 남아있는 불량 Die를 검사 중간 모두 검출할 수 있다. 동경정밀의 방식보다 동사의 장비를 사용할 때, 불량에 대한 검수 완결성이 더욱 우수하다.

②테스트 시간 단축에 대한 효율성

큐브 프로버는
동 시간 내 128배 더 많은 Die 검사 가능

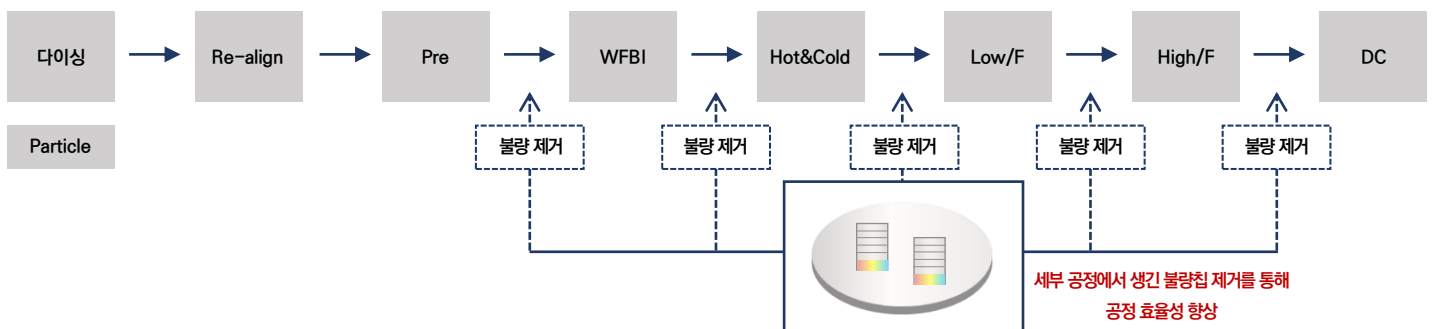
테스트 공정의 효율성은 장비의 파라(Para), 즉 장비가 한 번에 검사 가능한 웨이퍼상 Die의 개수와 직결된다. 동경정밀 프로브 스테이션의 파라는 20이다. 해당 장비로는 한 번에 2개의 Die만 검사가 가능하다. 동사의 큐브 프로버의 파라는 256으로, 동경정밀 대비 128배 더 높은 효율성을 갖는다. 이는 곧 압도적인 시간의 단축으로 이어지며 공정 과정의 효율성을 견인한다.

결국 모두 큐브 프로버로

테스트 공정은 결과의 일관성이 매우 중요하다. 두개의 서로 다른 장비를 동일한 공정이 사용하였을 때, 불량품 검수율 등의 결과물이 다르다면 공정의 신뢰성을 확보할 수 없다. 이러한 관점에서, 동사의 큐브 프로버와 동경정밀의 프로브 스테이션은 혼용될 수 없다고 판단한다.

여전히 동사의 CAPA와 납품 단가 협상 등 여러 현실적 요인들이 존재한다. 허나, 공정의 효율성을 고려한다면, 이론상 동사의 장비가 HBM 제조사들의 프로브 스테이션 TAM을 독식할 수 있을 것으로 판단한다.

[자료 3-3] 큐브 프로버 적용 시 공정 과정



V. Investment Point

Investment Point 1. HBM 3사 다 공급하겠습니다.. 근데 이제 고마진을 곁들인..

‘26년 동사의 큐브 프로버 매출액 6,237억 원(YoY +2,298.8%)을 전망한다. 큐브 프로버는 기술적 우위를 기반으로, 이미 주요 HBM 제조사 2곳의 퀄리피케이션을 이미 통과하였고, 남은 1곳의 테스트도 통과가 유력한 상황이다. 고마진 제품인 큐브 프로버의 매출 폭증과 함께 동사의 강력한 외형 성장이 전망된다.

코스피 시가총액 1,2위가 쌍날개로, 마이크론은 덤

이미 주요 HBM 제조사 ‘26년 물량 품절,
‘27년 물량 품절 기조 강력 전망

‘26년 동사의 HBM 제조사向 큐브 프로버 매출액 6,237억 원을 전망한다. 동사는 현재 HBM 메이커 3사 중 삼성전자와 SK하이닉스의 퀄리피케이션을 각각 ‘25년 4월, 9월 통과한 상태이다. 두 기업 모두 ‘26년 HBM 물량이 품절된 상태로, 해당 물량을 감당하기 위해선 절대적인 CAPA 증설이 필요한 상황이다.

삼성전자

‘26년 삼성전자向 큐브 프로버 매출액 3,465억 원을 전망한다. 삼성전자는 평택캠퍼스 P4 라인을 중심으로 DRAM 및 HBM CAPA를 공격적으로 확대하고 있다. 특히 P4는 경쟁사 대비 즉시 활용 가능한 클린룸 여력을 보유한 유일한 라인으로, HBM4 수요 증가 국면에서 유연한 대응이 가능한것으로 분석된다.

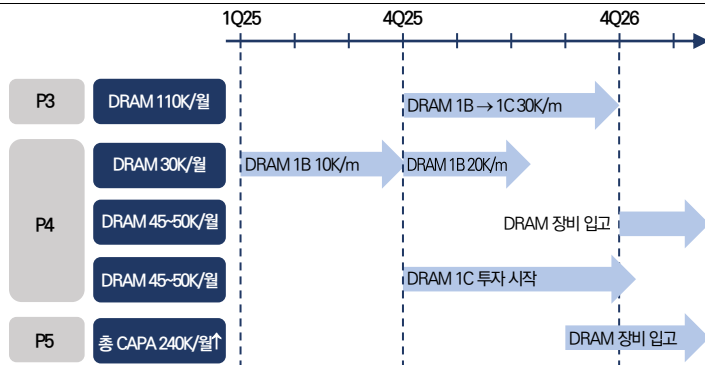
AI 반도체 수요 급증에 따라 P4는 HBM4 중심 생산 라인으로 전환되고 있으며, ‘26년 P4L 연간 웨이퍼 출하량은 디자인 CAPA 기준 150K/월까지 증가할 것으로 전망된다. 동사는 삼성전자의 HBM 테스트 체계에 정식 편입된 후 추가 수주를 이어가고 있으며, HBM 비트 비중이 아직 15% 수준에 불과해 ‘26년 삼성전자向 큐브 프로버 매출이 대폭 확대될 전망이다.

SK하이닉스

‘26년 SK하이닉스向 큐브 프로버 매출액 2,772억 원을 전망한다. SK하이닉스는 청주 M15의 확장 팹 M15X를 중심으로 DRAM과 HBM CAPA를 확대하고 있으며, ‘26년 매출의 약 30% 규모인 30조 원가량을 CAPEX에 투자하여 HBM 라인 증설 및 DRAM 1B→1C 공정 전환 가속에 집중할 전망이다.

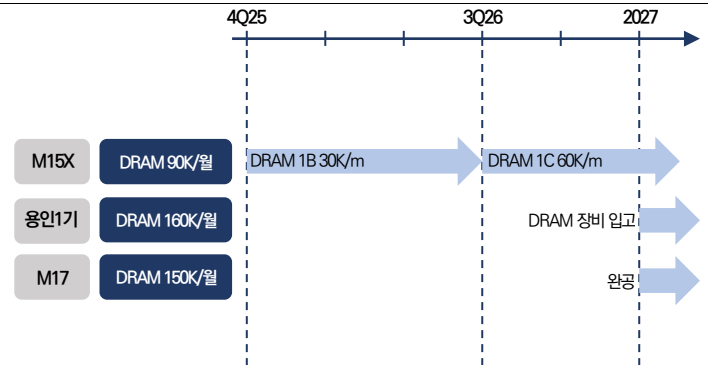
이미 4Q25 HBM4 웨이퍼 로딩을 시작하여 2Q26부터 유의미한 생산량을 기록할 것이며, ‘26년 M15X 연간 웨이퍼 출하량은 디자인 CAPA 기준 120K/월까지 증가할 것으로 전망된다. 이에 따라 큐브 프로버의 SK하이닉스向 매출 역시 ‘26년부터 폭증할 것으로 예상된다.

[자료 4-1] 삼성전자 주요 FAB 일정



출처: 삼성전자, 언론종합, RFS Team 2

[자료 4-2] SK하이닉스 주요 FAB 일정



출처: SK하이닉스, 언론종합, RFS Team 2

마이크론

‘26년 마이크론向 모멘텀 역시 긍정적이다. 동사는 ‘25년 8월부터 마이크론과 큐브 프로버 켈리피케이션을 진행 중이며, 빠른 시일 내 통과가 전망된다. 이는 ①이미 HBM 2개사의 켈리피케이션을 통과했다는 점, ②마이크론과의 과거 계약 레퍼런스가 존재한다는 점에서 기인한다.

HBM 3사를 모두 고객으로 확보
→ 특정 고객사 의존도 감소

마이크론은 올해 HBM 사업부 신설과 함께, 145조 원 규모의 뉴욕 메가 팹 구축 계획을 발표하며 HBM3E 및 HBM4 라인 확장에 공격적으로 나서고 있다. 켈리피케이션이 완료되는 즉시 마이크론向 수주가 발생할 것으로 전망되며, ‘26년은 동사의 HBM 메이커 3사에 대한 레퍼런스를 모두 확보하는 전환점이 될 것이다.

고마진 특성으로 바텀라인 성장

26년 동사의 HBM 3사向 큐브 프로버 영업이익 1,871억 원을 전망한다. 큐브 프로버는 높은 마진율을 기반으로 동사의 바텀라인 성장을 견인할 전망이다. 큐브 프로버는 기존 핸들러 대비 기계적 부하가 적고 로딩, 소팅 등 복잡한 동작이 필요하지 않아, 기구부 구성과 조립 공정이 단순하기에 원가가 낮게 형성된다.

큐브 프로버 OPM 최소 30% 전망

동사의 ‘25년 예상 OPM은 13.1%인 반면, ‘26년 예상 OPM은 33.1%로 YoY 기준 20%p 증가가 전망된다. 이는 전술한 내용을 기반으로, 큐브 프로버의 OPM이 최소 30%로 전망되기 때문이다. 향후 큐브 프로버의 매출 비중이 확대됨에 따라, 동사의 OPM 믹스 개선의 여지 또한 잔존할 것으로 판단한다.

CAPA 증설까지

동사는 ‘26년 상반기 내로, 큐브 프로버 CAPA를 월간 40대 수준으로 확장할 것으로 예상된다. 근거는 명확하다. 큐브 프로버의 CAPA 확대를 위한 천안 BIT 산업단지 조성이 당분기 마무리되었다는 점이다. 산업단지 조성은 인허가, 환경평가, 기반시설 구축 등으로 통상 수년이 소요되는 가장 긴 병목 구간인 반면, 조성 완료 이후의 공장 준공은 이에 비해 짧은 리드타임을 가진다. 동종 업체의 증설 사례를 감안하여도, 동사의 CAPA 증설은 최대 10개월 내로 완료 가능한 수준이다.

현재 동사는 기존 아산 사업장의 클린룸 증설을 통해 큐브 프로버 CAPA를 월 20대에서 월 30대 수준으로 이미 끌어올린 상태이다. 다만 실제 가동률은 현재 약 60% 수준에 머물러 있어, 생산성 개선 여력은 충분하다. 동사는 조립 및 정합 단계에서 요구되는 숙련도를 높이기 위해 엔지니어 교육을 강화하고 있으며, 증설에 따른 SOP 표준화, FAT/SAT 반복 경험 축적 등 제조 효율 향상을 위한 체계적 투자를 진행 중이다.

가동률 증가가 곧 외형 성장과 직결

이를 감안한다면, ‘26년 동사의 큐브 프로버 가동률은 최소 70%까지 개선될 것으로 전망된다. 가동률 개선이 매출 성장으로 직결되는 현 동사의 상황에서, 대규모 발주 물량을 소화할 수 있는 CAPA 구축은 향후 동사의 수익성 견인에 핵심 요인이 될 것이다.

[자료 4-3] 국내 주요사 반도체 장비업체 공장 증설 리드타임

구분	원익IPS	태성	한미반도체
착공 시점	2021.10	2025.02	2023.01
준공 시점	2022.06	2025.10	2023.11
총 소요기간	약 8개월	약 9개월	약 10개월
증설 유형	신규 공장 신축	신규 공장 신축	신규 라인 증설

[자료 4-4] 큐브 프로버 판매 대수에 따른 동사의 믹스 실적 개선 추이 (단위: 백만 원)

판매 대수	예상 매출액	영업이익	영업이익률	순이익
250대	718,335	179,027	24.9%	115,833
300대	828,335	289,027	34.9%	225,833
350대	938,335	399,027	42.5%	335,833
400대	1,048,335	509,207	48.6%	445,833

출처: 언론종합, RFS Team 2

출처: RFS Team 2

Investment Point 2. 핸들러와 C.O.K가 내내 약간 그.. ‘나야, 현금흐름’..

‘26년 동사의 핸들러와 C.O.K 매출액을 각각 556억 원(YoY +20.6%), 747억 원(YoY +17%)을 전망한다. 동사의 투자 매력도는 큐브 프로버만으로 설명되지 않는다. 장비 산업 실적 변동성을 완충하는 핸들러와 C.O.K의 안정적인 반복 매출이 존재하기 때문이다. 글로벌 점유율을 확보한 핸들러와 세대 전환마다 매출이 발생하는 C.O.K는 동사의 현금흐름의 하방을 지탱하는 역할을 지속적으로 수행할 것으로 기대된다.

압도적 M/S의 핸들러

메모리 세대 전환
→ 필연적 C.O.K 교체

동사는 글로벌 메모리 핸들러 시장에서 70%에 달하는 기설치 점유율을 확보하고 있다. 이는 산업위축 구간에서도 꾸준한 교체 수요를 이어진다. 설령, 신규 장비 수주가 일시적으로 둔화되더라도, 기납품된 핸들러에서 발생하는 고마진 소모품 매출이 전사 이익의 하방을 지지해준다.

소모성과 반복성이 견인할 동사의 실적 하방

동사의 C.O.K(Change-Over-Kit)는 반복 구매가 필수적이다. 메모리 테스트 장비가 패키지 형태, 핀맵, 접촉 방식, 발열 조건 등 환경이 바뀔 때마다 최적의 테스트 환경을 유지하기 위해 인터페이스 모듈을 교체해야 하기 때문이다. 핸들러 본체는 장기간 사용되지만, 테스트 대상 메모리는 세대가 전환될 때마다 인터페이스 구성은 달라지므로 C.O.K는 지속적인 수요가 발생하는 반복성 매출원이다.

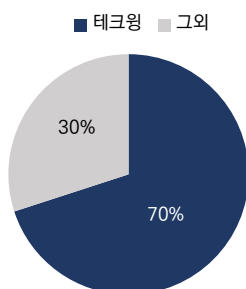
C.O.K는 핸들러가 한 번 설치되면 동사의 C.O.K 구매가 강제되는 강력한 락인 효과가 발생한다. 해당 라인에서 생산되는 칩의 규격이 바뀔 때마다 인터페이스 모듈을 교체해야 하기 때문이다. 이러한 구조는 장비 수주 공백기에도 고마진 소모품 매출이 지속적으로 발생하는 기반을 제공하며, 전사 이익률을 방어하는 캐시카우 역할을 수행한다. 결국 C.O.K는 동사 실적의 안정성을 만들어내는 핵심 원동력이다.

숫자로 증명된 ‘기술 변화 = 매출 성장’ 공식

도래한 반도체 세대 전환은 C.O.K 매출 성장의 트리거가 될 것이다. 이는 과거 데이터로 명확히 입증된다. ‘16~‘17년에는 마이크론, 샌디스크, SK하이닉스가 일제히 2D에서 3D NAND 전환을 진행하며 층수, 스택, 열 구조가 크게 변화했다. 이에 따라 전 라인의 테스트 스펙 조정이 전 라인에 발생해 인터페이스 전면 교체 수요가 촉발되었다. 이로 인해 동사는 ‘17년 C.O.K 매출 427억 원(YoY + 50.35%)을 기록한 바 있다.

최근의 빅사이클인 ‘20년~‘22년 구간에서도 동일한 흐름이 확인된다. 주요 고객사가 176~232단 NAND, DDR5, HBM 등 세대 전환급 업그레이드를 동시에 도입하면서 공정 변경이 대규모로 진행되었고, 동사의 C.O.K 매출은 ‘20년 538억 → ‘21년 727억 원 → ‘22년 823억 원으로 확대되며, 2년 만에 매출이 54.6% 증가했다. 이는 핀맵 변경, PMIC 탑재 등 전방 기술 변화가 C.O.K 교체 수요를 자극한다는 증거이다.

[자료 4-5] 글로벌 메모리 테스트 핸들러 M/S

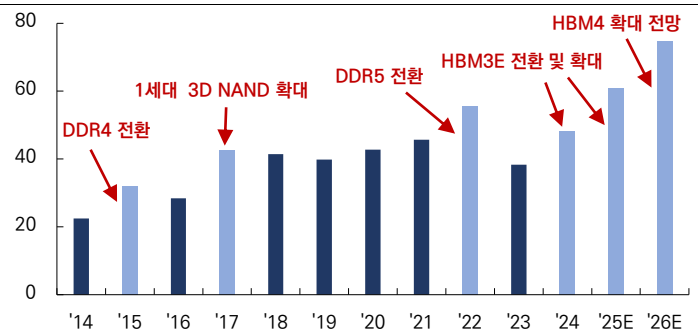


출처: 테크윙, RFS Team 2

(단위: %)

[자료 4-6] C.O.K 매출 추이 및 주요 메모리 세대 전환 이벤트

(단위: 십억 원)



출처: 테크윙, RFS Team 2

과거와 같은 빅사이클은 '26년 반복 전망

세대 전환 이벤트로 수혜

'26년 메모리 시장의 세대 전환은 동사의 C.O.K Q 증가로 직결될 것이다. '26년은 DDR, HBM, 모바일 DRAM 등 모든 메모리 반도체에서 업그레이드가 동시에 진행될 해가 될 것으로 전망된다. DDR5는 '26년 전년 대비 침투율이 20%p 확대될 것으로 예상되며, HBM4는 '26년 본격 양산이 시작되어 전체 HBM 시장의 약 20%를 차지할 전망이다. 또한 LPDDR5X 역시 모바일 DRAM으로 전환될 것이다. 이러한 모든 세대 전환 이벤트는 테스트 패키지 변경을 요구하기에, C.O.K 수요 증가는 필연적이다.

쇼티지로 수혜

'26년 글로벌 DRAM 쇼티지는 동사의 C.O.K 매출로 이어질 것이다. DRAM의 수요량 대비 공급량은, '25년 -3.51%, '26년 -0.79%로 공급 부족이 전망된다. 고객사는 부족한 공급을 메우기 위해 기존 생산 라인의 가동률을 100% 수준으로 유지할 수밖에 없다. 핸들러가 24시간 가동되면 소모품인 C.O.K의 마모 속도는 더욱 빨라지고, 이 역시 부품 교체 주기를 앞당기며 C.O.K의 Q 증가로 이어진다.

DRAM 쇼티지 + NAND 수요증가

→ C.O.K 교체 증가

특히 주목할 점은 서버용 DRAM 수요이다. '26년 서버 수요는 YoY +19.7% 성장하며 전체 DRAM 시장을 주도할 전망이다. 서버용 모듈은 칩 사이즈가 크고 테스트 조건이 모바일/PC 대비 가혹하므로, C.O.K의 단가가 높고 교체 빈도가 더욱 잦다. 고수익 시장에서의 P·Q 동반 성장이 전망된다.

NAND 시장의 성장 역시 동사의 C.O.K 수요를 직접적으로 증가시킬 것이다. AI 데이터센터용 eSSD는 '25년 +38%, '26년 +39% 성장이 전망되며, 이는 NAND 테스트 공정의 부하 급증으로 이어질 것이다. 특히 V9 고적층 NAND 기반 대용량 eSSD는 테스트 시간이 길고 스트레스가 커 C.O.K 마모 속도를 크게 앞당긴다. NAND의 세대 전환 역시 동사 C.O.K의 반복 매출을 강화할 것으로 전망한다.

이 모든 수혜는 현금흐름 창출로

반복 매출과 락인 효과가

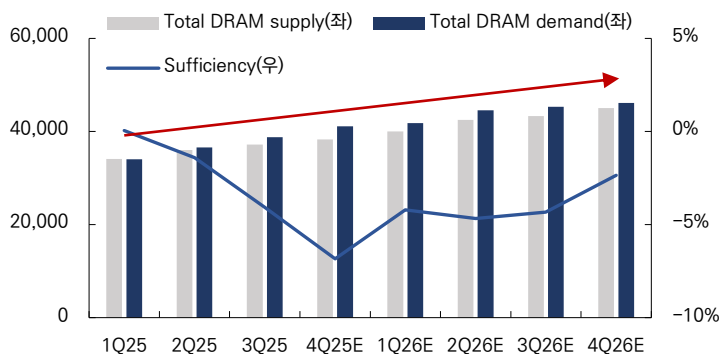
양질의 현금흐름 창출

핸들러와 C.O.K의 반복 매출은 동사의 안정적 현금흐름 창출로 직결된다. 기설치 비중 70%에 달하는 핸들러는 다운사이클에도 꾸준한 교체·보수 수요를 발생시키며 현금흐름의 하방을 지지한다. 또한, 세대 전환마다 필연적으로 교체가 이루어지는 C.O.K는 높은 마진 구조를 바탕으로 장비 수주 공백기에도 현금 유입을 지속시키는 역할을 한다. 특히 메모리 반도체의 전방 기술 변화 및 FAB 규격 변경은 동사의 C.O.K Q를 주기적으로 자극하면서 락인 효과를 유발한다.

이러한 반복성·소모성 매출원은 동사의 이익 하방을 견고히 지지할 뿐 아니라, HBM 장비 매출 증가 구간에서는 레버리지 효과로 현금흐름의 개선까지 가능하게 한다.

[자료 4-7] 글로벌 DRAM 수급 전망

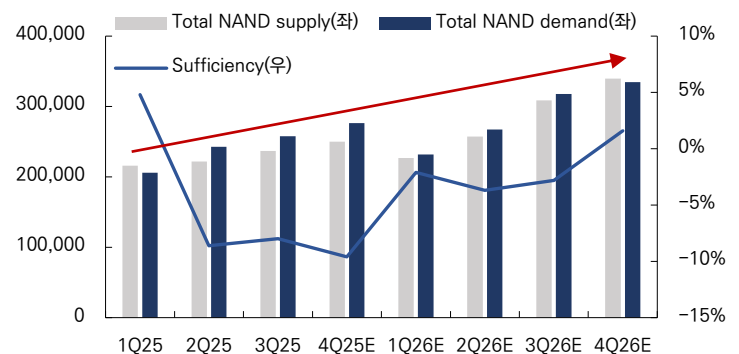
(단위: million 2Gb, %)



출처: TrendForce, RFS Team 2

[자료 4-8] 글로벌 NAND 수급 전망

(단위: 8Gb M Equiv, %)



출처: TrendForce, RFS Team 2

VI. Investment Strategy

그래서 언제 사요?

동사에게 남은 이벤트는 ①향후 CXMT의 기조에 따른 HBM 3사의 CAPEX 확대, ②마이크론 실적 발표 및 퀄리피케이션 통과 여부다. 본 팀은 이 두 가지 모멘텀에 따른 향후 투자 전략을 제시하고자 한다.

(1) 모두가 P 사이클에 주목할 때, CAPEX 확대를 살펴보자

IDM들의 Capex 규율 속에서 메모리 업황은 Q보다는 P 중심의 상승 사이클이 전망됨에 따라, 최근까지 반도체 업종에서는 삼성전자와 SK하이닉스 등 대형주의 랠리가 이어져 왔다. 그러나 DRAM 중심의 가격 상승 모멘텀은 이미 시장에 상당 부분 선반영된 것으로 판단한다.

본 팀은 향후 소외되었던 장비업체들의 모멘텀이 리레이팅되는 CAPEX 상황 사이클이 나타날 것으로 전망하며, 그 시작점은 중국의 CXMT가 될 것으로 전망한다. 현재 글로벌 IDM들이 보수적 CAPEX 기조를 유지할 수 있는 이유는, 미국의 장비 수출 규제에 의해 CXMT의 DRAM CAPA 증설이 제한적이기 때문이다. 이에 중국의 제3기 투자 기금은 나우라, Potech, AMEC 등 내수 장비업체들에 집중되고 있으며, 이는 장비 사이클의 방향 전환을 촉발할 초기 신호로 해석된다.

‘26년 중국이 장비 내재화에 성공할 경우, ‘27년 CXMT의 신규 상하이 FAB과 함께 DRAM CAPA 증설이 본격 재개될 것이다. 중국 업체들의 DRAM 사업 진입과 생산 확대가 가시화되면, 삼성전자와 SK하이닉스 역시 점유율 방어를 위한 CAPEX 상황이 불가피해진다. 결국 중국발 CAPA 증설 재개는 글로벌 메모리 업황 전반의 CAPEX 사이클을 재건시키는 촉매가 될 것이다.

매수 적기는 두 차례

①중국향 부품 업체들의 실적 회복이 확인되는 시점이다. 장비 내재화 흐름 속에서 중국 매출 비중이 높은 국내 부품 업체들이 이미 ‘21~‘22년 고점 수준의 실적을 회복하고 있으며, 수주잔고·설비 가동률이 동시에 개선되는 구간이 1차 비중 확대 타이밍이다.

②‘27년 CXMT 신규 상하이 FAB 증설과 삼성전자·SK하이닉스의 DRAM CAPEX 상황이 확인되는 시점이다. CXMT의 증설 재개는 중국 내 DRAM 경쟁 심화를 넘어, 글로벌 IDM들의 방어적 CAPEX 확대와 HBM 라인 증설을 촉발한다. 이는 HBM 테스트 장비를 보유한 동사에 명확한 2차 레버리지 모멘텀으로 작용할 것이다.

(2) 마이크론 퀄리피케이션 통과는 크리스마스 선물

‘25년 내, HBM 3사 큐브 프로버 레퍼런스 확보가 가능할 것으로 전망한다. 동사의 큐브 프로버는 삼성 전자와 SK하이닉스의 테스트를 통과했으며, 마이크론향 퀄리피케이션은 이미 8월부터 진행 중이다. 마이크론의 HBM4 양산이 가시화되는 시점에서 큐브 프로버가 우선 순위로서 퀄리피케이션 통과 속도가 빠를 가능성이 높고, 과거 마이크론향 레퍼런스가 충분한 만큼 테스트에 실패할 가능성은 매우 낮다고 판단한다.

이에 분할 매수로 기본 비중을 확보하는 전략이 적절하다고 판단한다. 마이크론 퀄리피케이션 발표 전인 현재는 이미 삼성·SK에서 장비 성능이 검증된 상태이므로, 테스트 실패 리스크 대비 업사이드가 더 크기 때문이다. 테스트 통과 또는 3사 발주 확인 시점은 HBM 테스트 장비 독점 구조가 사실상 완성되는 시기이며, 시장이 ‘26~‘27년 EPS를 빠르게 상향 조정하기 시작할 것이므로 비중 확대 구간이라 판단한다.

중국의 CAPA 증설
↓
HBM 제조사 CAPEX 상향의 촉매제

중국향 비즈니스 부품사:
티씨케이, 메카로, 미코세라믹스

큐브 프로버의
마이크론 테스트 실패 우려는 제한적

여전히 EPS 상향 여지 존재

VII. Valuation

Historical P/E Valuation

동사의 가치 평가 방식으로는 Historical P/E Valuation을 채택하였다. '26년 EPS 4,940원, Target P/E 18배, 목표 주가 89,000원, 상승 여력 87%, 투자의견 BUY를 제시한다. Target P/E은 동사의 '24년 3월 P/E을 차용하였다.

Valuation 방식 및 Target P/E 선정 근거

①Industry

당시는 SK하이닉스와 마이크론이 HBM3E를 도입하며 테스트 장비 기업의 리레이팅이 시작되던 시기였다. 전방사들의 공격적 증설로 테스트 장비 업체들의 실적 및 수익성 급증이 전망되던 시기이며, 현재 HBM4로의 전환기에 도입하며 증설이 진행되고 있는 현재 반도체 업황과 유사하다. 이에, 과거 업종 전체가 경험한 Forward P/E 리레이팅을 현재에도 동일하게 적용하는 것이 합리적이라 판단하였다.

②Company

동사 역시 HBM 증설 수혜로, 1Q24 기준 2개 분기 후인 3Q24에 당기순이익 흑자전환에 성공하였다. 이 역시 현재 3Q25 당기순이익은 적자이지만, 2개 분기 이후인 1Q26부터 당기순이익 흑자전환 및 급증이 전망되는 동사의 전망과 유사하다. 당사는 파생상품 관련 손실로 1개 분기 후 다시 적자로 전환된 바 있다.

하나, '26년은 동사의 매출, 영업이익, 당기순이익 모두 흑자 지속 및 전년 대비 폭증이 전망되므로 과거의 변동성이 재현될 가능성이 낮을 것으로 전망한다. 외형 성장 및 수익 안정성에 힘입어, 향후 추가적인 멀티플 상향의 여지도 존재한다고 판단한다.

③Peer

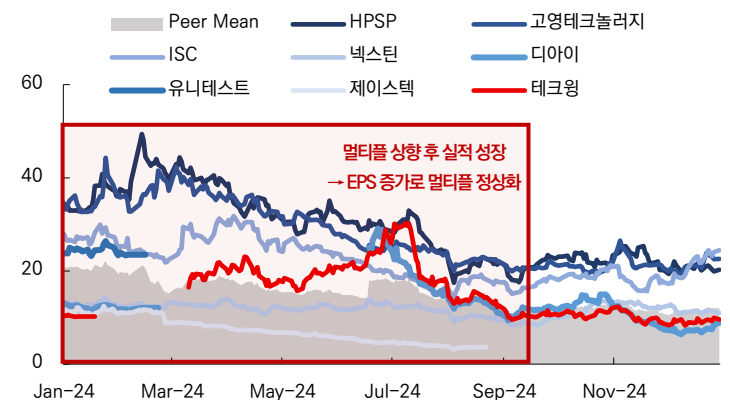
당시 동사의 Forward P/E은 약 18배로, 동기간 반도체 테스트 장비의 업종 평균 Forward P/E인 19배와도 차이가 없다. 현재 동 기업군의 평균 Forward P/E이 23배임을 감안하면, 당시 동사의 Forward P/E인 18배를 차용하는 것은 과하지 않은 추정이라 판단한다.

[자료 6-1] Historical P/E Valuation Table

테크윙 Historical P/E Valuation			
'26E 당기순이익	189,533	백만 원	(A)
Target P/E	18	배	(B)
발행 주식 수	38,366,816	주	(C)
'26E EPS	4,940	원	(D)
적정주가	88,920	원	(E)=(B)*(D)
Target Price	89,000	원	
Current Price	47,500	원	'25.11.28 기준
Upside	87	%	

출처: RFS Team 2

[자료 6-2] 테크윙 & Peer Historical Forward P/E Table



출처: Bloomberg, RFS Team 2

DCF Valuation

앞서, 본 팀은 동사의 **적정 주가 산출을 위해 상대가치평가 방법인 Historical P/E Valuation**을 활용하였다. 해당 **목표 주가의 타당성 교차검증**을 위한 보조 수단으로 **절대가치 평가 방법인 DCF Valuation**을 진행하여 **동사의 중장기 현금흐름**을 보조적으로 확인하였다.

동사는 '26년부터 본격적으로 매출이 발생하는 **큐브 프로버를 통해 수익성이 급격히 개선될** 것으로 판단된다. 동사는 기존 핸들러와 C.O.K 장비를 중심으로 매출과 현금흐름을 창출해 왔으며, 향후 큐브 프로버 제품군의 본격적인 양산 및 출하가 시작되면서 전체 제품 믹스가 고부가가치 장비 중심으로 이동하면서, **동사의 수익성 구조에도 변화가 나타날** 전망이다.

WACC의 경우, 9.84%로 가정하였다. Wd 14.34%, We 85.66%, Rd 3.49%로 도출하였다. **무위험수익률**의 경우, 동사는 코스닥 시장에 상장되어 있기에, 한국 5년 만기 국고채 3.08%를 가정하였다. **MRP**의 경우, 한국공인회계사회에서 발표한 7%로 가정하였다. **주당 가치**의 경우, '25년 10월 발행된 교환사채가 전부 전환된다는 가정하에 희석 주식수 38,366,816주를 나누어 도출하였다.

DCF Valuation으로 도출한 주당 가치는 Historical PER Valuation과의 괴리율 7.8%를 보이는 6,932원으로, 상승 여력이 최소 72.8%라는 점에서 동사의 상방은 확장 여지가 존재한다고 판단된다.

[자료 6-3] NOPLAT & FCF 추정 Table

(단위: 백만 원)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
세후영업이익(NOPLAT)	46,715	2,560	18,962	18,494	202,203	243,998	256,198	269,008	282,458
(+) 상각비	11,152	10,136	11,856	15,390	10,928	10,758	10,534	8,926	8,420
(-) 순운전자본(NWC) 변동 (기말-기초)		(19,842)	1,184	18,691	133,976	9,768	27,441	2,323	10,321
기초 순운전자본		125,560	105,718	106,902	125,593	259,569	269,337	296,778	299,102
기말 순운전자본	125,560	105,718	106,902	125,593	259,569	269,337	296,778	299,102	309,423
(-) Capex	14,158	53,157	54,010	35,029	15,390	10,928	10,758	10,534	8,926
잉여현금흐름(FCF)		(20,619)	(24,376)	(19,836)	63,764	234,061	228,532	265,076	271,631

출처: RFS Team 2

[자료 6-4] 테크윙 DCF Valuation Table

[자료 6-5] WACC Calculation Table

테크윙 DCF Valuation	(단위: 백만원, %)
WACC	9.84%
Terminal growth rate(g)	3.00%
Σ PV of FCF	776,428
PV of TV	2,556,668
영업가치	3,333,096
(+) 비영업자산가치	103,519
(-) 타인자본가치 (순차입금)	287,909
주주가치(Equity Value)	3,148,706
발행주식수	38,366,816
적정주가:	82,100
현재주가:	47,500
상승(하락)여력:	72.8%
투자이견	BUY

WACC Calculation Table		
Wd(Debt/Capital)	14.34%	시가총액 대비 차입금 비율
We(Equity/Capital)	85.66%	
Rd(타인자본비용)	3.49%	
(1-t)	81%	IS Sheet 참고
$Rd*(1-t)*Wd$	0.41%	
무위험수익률(Rf)	3.08%	국고채 5년 수익률
시장위험프리미엄(MRP, $Rm-Rf$)	7.00%	한국공인회계사회 MRP
β (조정베타)	1.13	5년 베타 1.201
Re (자기자본비용)	11.02%	$Re=Rf+\beta(Rm-Rf)$
$Re*We$	9.44%	
WACC	9.84%	

출처: RFS Team 2

출처: RFS Team 2

VIII. Estimation Logic

매출 추정

동사의 매출 추정은 큐브 프로버, 핸들러, C.O.K, 기타 부문으로 구분하여 진행하였다. '26년 큐브 프로버의 본격 납품으로 동사의 '26년 매출 비중은 '25년과 상이할 것으로 판단하였고, 이에 예상 매출 비중의 크기에 따라 사업 부문을 재구분하여 매출 추정을 진행하였다.

[자료 7-1] 전 사업 부문별 매출 추정 Table

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출	34,587	48,894	41,766	50,315	143,991	219,447	212,607	215,990	175,562	792,035
YoY(%) or QoQ(%)	-	41.36%	-14.58%	20.47%	186.18%	52.40%	-3.12%	1.59%	-	351.14%
큐브 프로버	3,000	10,000	5,000	8,000	103,950	173,250	173,250	173,250	26,000	623,700
of Revenue(%)	8.67%	20.45%	11.97%	15.90%	72.19%	78.95%	81.49%	80.21%	14.81%	78.75%
핸들러	8,000	7,000	10,000	14,276	11,211	18,434	11,415	14,561	46,104	55,621
of Revenue(%)	23.13%	14.32%	23.94%	28.37%	7.79%	8.40%	5.37%	6.74%	26.26%	7.02%
C.O.K	12,000	13,000	17,000	19,500	18,692	18,692	18,692	18,692	63,889	74,767
of Revenue(%)	34.69%	26.59%	40.70%	38.76%	12.98%	8.52%	8.79%	8.65%	36.39%	9.44%
기타	11,587	18,894	9,766	8,539	10,138	9,072	9,250	9,487	39,569	37,947
of Revenue(%)	33.50%	38.64%	23.38%	16.97%	7.04%	4.13%	4.35%	4.39%	22.54%	4.79%

출처: RFS Team 2

큐브 프로버

큐브 프로버는 '26년 HBM 전환기에 맞물려 전년 대비 폭발적 성장이 전망된다. 이에 따라 P-Q 추정을 적용하였다.

[자료 7-2] 큐브 프로버 매출 추정 & ASP Table

단위: 백만 원	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	단위: 대/백만 원	
큐브 프로버	8,000	103,950	173,250	173,250	173,250	623,700	웨이퍼 출하량 1K당 필요한 큐브 프로버수	1.5
YoY(%) or QoQ(%)	-	1199.38%	66.67%	0.00%	0.00%	-	큐브 프로버 ASP	2,200

출처: RFS Team 2

P

IR에서 큐브 프로버의 단가를 20억 내외이며, 동경정밀의 프로브 스테이션(40~50억 원 추정) 단가 대비 50% 수준이라 발표한 점과 기타 자료 등을 통해, 큐브 프로버의 단가를 대당 22억 원으로 추정하였다.

Q

동사가 이미 퀄리피케이션을 통과한 삼성전자의 SK하이닉스의 '26년 신규 HBM 증설이 확정된 라인에 동사의 큐브 프로버가 납품될 것으로 전제된 후, 시설별 웨이퍼 출하량을 기반으로 동사의 Q를 추정하였다. 웨이퍼 출하량 1K당 필요한 큐브 프로버 수는 K당 1.5~2대라는 IR측 내용과 업계 자료를 확인하였고, 보수적 추정을 위해 K당 1.5대로 적용하였다.

HBM 제조사별 공급 대수

삼성전자의 경우, '26년 HBM 전용 생산 라인으로 추정되는 P4L만 동사의 계약 대상으로 추정하였다. 해당 라인의 분기별 월평균 웨이퍼 출하량의 증가분을 추정한 후, K당 1.5대의 큐브 프로버를 적용하여 동사의 납품 대수를 산출하였다.

SK하이닉스의 경우, '26년 HBM 전용 생산 라인으로 추정되는 M15X만 동사의 계약 대상으로 추정하였다. 해당 라인의 분기별 월평균 웨이퍼 출하량의 증가분을 추정한 후, K당 1.5대의 큐브 프로버를 적용하여 동사의 납품 대수를 산출하였다.

[자료 7-3] 삼성전자 & SK하이닉스 HBM 전용 증설 라인 웨이퍼 출하량 증가분 추정 Table

단위: K	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
2026년 신규 라인 웨이퍼 증가량	-	45	75	75	75	270
SK하이닉스(분기 총 출하량)	-	15	45	30	30	120
M15X 분기별 월평균 웨이퍼 출하량	-	5	20	30	40	95
M15X 웨이퍼 출하량 증가분	-	5	15	10	10	-
삼성전자(분기 총 출하량)	-	30	30	45	45	150
P4L 분기별 월평균 웨이퍼 출하량	-	10	20	35	50	115
P4L 웨이퍼 출하량 증가분	-	10	10	15	15	-

출처: RFS Team 2

마이크론의 경우, 아직 퀄리피케이션 결과가 발표되지 않았고 동사의 CAPA 여력이 제한된다는 점을 감안하여, 보수적 추정으로 큐브 프로버 매출 추정에서 제외하였다. 허나, 빠른 시일 내 퀄리피케이션이 통과되어 '26년 상반기 수주가 예상된다는 점을 고려한다면, 동사의 추가적인 수익성 및 멀티플 상향의 여지가 잔존할 것으로 판단한다.

CAPA 시나리오 & 케이스 분류

본 팀이 동사의 IR 자료를 토대로 추정한 동사의 CAPA 증설 계획대로라면, 3Q26부터 동사는 최대 생산량 40대/가동률 70%로 월 28대를 생산할 수 있게 된다. 연간 최대 290대가 생산 가능한 것이다. 두 HBM 제조사의 신규 증설 라인을 기준으로 총 필요한 큐브 프로버 대수는 405대이다. 동사의 CAPA 증설이 앞당겨지지 않는 한, 두 전방사의 큐브 프로버 수요에 대해 침투율 100%를 적용할 수 없다.

이에 본 팀은 동사의 CAPA 증설 일정에 따라 침투율을 100%/70%로 설정하여 Bull/Base 케이스로 나누어 추정을 진행하였다. 동사의 CAPA가 앞당겨 증설될 경우, 동사는 연간 400대 내외로 큐브 프로버를 생산할 수 있게 되어 추가적인 수익성 상황이 전망되므로, 이를 Bull 케이스로 채택하였다. 허나, 현실적인 동사의 착공 상황을 감안하였을 때, 연간 280~300대를 생산하는 것이 합리적이라 판단되어, 연간 290대의 생산량을 Base 케이스로 채택하였다.

[자료 7-4] 침투율별 큐브 프로버 매출 추정 및 Bull/Bear 케이스 분류 Table

단위: K	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
판매대수(침투율 100%)	4	68	113	113	113	405
Bull 큐브 프로버 매출	8,800	148,500	247,500	247,500	247,500	891,000
판매대수(침투율 70%)	4	47	79	79	79	284
Base 큐브 프로버 매출	8,800	103,950	173,250	173,250	173,250	623,700

출처: RFS Team 2

핸들러

메모리 핸들러 부문은 이미 글로벌 M/S 70%를 확보하여 성숙기에 진입했다고 판단하였다. 이에 따라 추가적인 점유율 확대에 따른 성장은 제한적일 것이다. 특히 신규 장비인 큐브 프로버의 성장이 가속화됨에 따라, 기존 메모리 핸들러의 매출 비중은 상대적으로 축소될 전망이다. ASP를 대당 5억 원을 적용하여, 1Q25~3Q25 3개 분기 매출의 평균을 적용하여 보수적으로 산정하였다.

비메모리 핸들러 부문은 현재 점유율이 5% 수준에 불과해 향후 잠재 성장력이 매우 높다고 판단하였다. 특히 데이터센터 향 수요 증가와 더불어, 주요 고객사인 웨스턴 디지털의 SSD 컨트롤러 핸들러 발주 확대가 기대된다. 낮은 기저 효과와 전방 산업의 수요를 고려하여 연간 매출 성장률을 가산하였고, ASP 대당 3억원을 적용하여 고객사 발주가 집중되는 2분기 실적을 높게 추정하여 주기성을 반영하였다.

[자료 7-5] 핸들러 매출 추정 Table

단위: 백만 원	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	
핸들러	14,276	11,211	18,434	11,415	14,561	69,897	
YoY(%) or QoQ(%)	-	-21.47%	64.43%	-38.07%	27.56%	-	
메모리 핸들러	8,276	8,061	8,459	8,265	8,261	41,322	단위: 백만 원
메모리 핸들러 Q	17	16	17	17	17	83	메모리핸들러 ASP 500
비메모리 핸들러	6,000	3,150	9,975	3,150	6,300	28,575	비메모리핸들러 ASP 300
비메모리 핸들러 Q	20	11	33	11	21	95	

출처: RFS Team 2

C.O.K

C.O.K는 반도체 칩 디자인 변경 및 공정 전환 사이클에 민감하게 반응하는 특성을 보인다. 시계열 자료 분석한 결과, 특정 주기별 성장률 증가를 확인하였다. '13~'14년: +42%, '16~'17년: +50%, '21~'22년 +21%의 성장률을 적용하였다. 이에 연도별 매출액을 ASP로 나누어 연간 Q를 역산하였다. 과거 성장 사이클이 발생했던 연도의 평균 판매 대수 증가분을 '26년 추정치에 반영했으며, 이를 분기별로 안분하였다.

[자료 7-6] C.O.K 매출 추정 Table

단위: 백만 원	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	
C.O.K	19,500	18,692	18,692	18,692	18,692	74,767	단위: 백만 원
YoY(%) or QoQ(%)	-	-4.15%	0.00%	0.00%	0.00%	-	C.O.K ASP 30
C.O.K Q	650	623	623	623	623	2,492	

출처: RFS Team 2

기타

기타 부문의 경우, 전체 매출액 대비 비중이 크지 않고 향후 별도의 변동성이 존재하지 않을 것으로 전망된다. 이에 4Q25는 직전 분기와 동일한 매출로 가정한 뒤, '26년부터 직전 3개 분기 이동평균을 적용하였다.

[자료 7-7] 기타 매출 추정 Table

단위: 백만 원/수	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
기타	8,539	10,138	9,072	9,250	9,487	37,947
YoY(%) or QoQ(%)	16.97%	7.04%	4.13%	4.35%	0.30%	-

출처: RFS Team 2

비용 추정

①**매출원가**: 동사는 다양한 제품을 취급하기에, 매출원가 내 구성항목이 아닌 제품별 매출원가를 추정하는 것이 합리적이라 판단하였다. 이에 큐브 프로버, 핸들러, C.O.K, 기타로 나누어 추정하였으며, 동사의 IR 자료를 통해 파악할 수 있는 제품별 OPM과 전체 OPM을 통해 역산하였다.

②판매비와 관리비

인건비: 매출액 상관계수 0.98로 선형관계라 판단하여, 직전 3개년 매출액 대비 인건비 비율로 산출하였다.

여비교통비: 매출액 상관계수 0.92로 선형관계라 판단하여, 직전 3개년 매출액 대비 여비교통비 비율로 산출하였다.

접대비: 매출액 상관계수 0.98로 선형관계라 판단하여, 직전 3개년 매출액 대비 접대비 비율로 산출하였다.

경상연구개발비: 매출액과 선형관계에 있지 않고, '24년까지 증가하는 추세였지만, '25년에 들어 감소하였다. 이에 경향성이 없다 판단하여 직전 4개 분기 이동평균을 적용하여 산출하였다.

운반비: 매출액 상관계수 0.91로 선형관계라 판단하여, 직전 3개년 매출액 대비 운반비 비율로 산출하였다.

포장비: 매출액 상관계수 1로 선형관계라 판단, 직전 3개년 매출액 대비 포장비 비율로 산출하였다.

그 외 비용: 매출액과 선형관계에 있지 않다고 판단하여, 직전 4개 분기 이동평균 적용하여 산정하였다.

③**법인세율**: 법인세를 차감하기 전 순이익을 과세표준으로 삼은 후, 국세청에서 발표한 법인세율에 따라 계산하였다. 또한, '26년부터 기획재정부에서 발표한 세제개편안에 따라 각 구간별 1%p씩 상승한 법인세율을 적용하였다. 분기별로 계산한 후, 마지막 분기에는 해당 연도의 법인세 비용을 정산하여 산출하였다.

[자료 7-8] Expected I/S

단위: 백만 원	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	34,587	48,894	41,766	50,315	143,991	219,447	212,607	215,990	175,562	792,035
매출원가	19,942	30,065	22,407	28,341	75,987	115,125	110,888	112,990	100,755	414,989
(%)	57.7%	61.5%	53.6%	56.3%	52.8%	52.5%	52.2%	52.3%	57.4%	52.4%
매출총이익	14,645	18,829	19,359	21,974	68,004	104,322	101,719	103,000	74,807	377,046
GPM(%)	42.3%	38.5%	46.4%	43.7%	47.2%	47.5%	47.8%	47.7%	42.6%	47.6%
판매비와 관리비	13,347	12,624	12,248	13,792	24,878	33,524	32,755	33,161	52,012	124,318
(%)	38.6%	25.8%	29.3%	27.4%	17.3%	15.3%	15.4%	15.4%	29.6%	15.7%
영업이익	1,298	6,204	7,111	8,182	43,126	70,798	68,964	69,839	22,795	252,727
OPM(%)	3.8%	12.7%	17.0%	16.3%	30.0%	32.3%	32.4%	32.3%	13.0%	31.9%
금융수익	857	4,147	-4,293	434	286	143	-857	2	1,145	-426
금융원가	2,220	4,778	3,088	4,538	3,656	4,015	3,824	4,008	14,624	15,504
기타수익	2,296	22,829	-6,173	5,560	6,128	7,086	3,150	5,481	24,511	21,845
기타비용	4,445	575	1,711	11,820	4,638	4,686	5,714	6,714	18,550	21,751
법인세차감전순이익	-2,214	27,826	-8,154	-2,182	41,247	69,326	61,719	64,599	15,277	236,891
법인세비용	-141	6,260	-1,468	-1,769	7,832	13,167	11,722	12,915	2,883	47,358
당기순이익	-2,073	21,566	-6,686	-413	33,415	56,159	49,997	51,684	12,394	189,533
(%)	-6.0%	44.1%	-16.0%	-0.8%	22.9%	25.3%	23.2%	23.9%	7.1%	23.9%

출처: RFS Team 2

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	134	186	176	792
매출원가	84	114	101	415
매출총이익	50	72	75	377
일반판매관리비	(46)	(48)	(52)	(124)
조정영업이익	3	23	23	253
영업이익	3	23	23	253
비영업손익	(14)	(45)	5	0
금융손익	(3)	(13)	(13)	(16)
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	(13)	(35)	15	237
법인세 비용(환급)	(2)	(13)	3	47
계속영업이익	(11)	(22)	12	190
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	(11)	(22)	12	190
지배주주	(9)	(21)	11	181
비지배주주	(2)	(1)	1	9
총포괄이익	(12)	(23)	13	191
지배주주	(10)	(22)	12	181
비지배주주	(2)	(1)	1	10
EBITDA	13	35	32	262
FCF	N/A	-25	-26	65
EBITDA 마진율 (%)	7%	18.8%	18.2%	33.1%
영업이익률 (%)	2.2%	12.4%	13.1%	32%
지배주주귀속 순이익률 (%)	-6.7%	-11.3%	6.3%	22.8%

예상 현금흐름표 (단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
영업활동으로 인한 현금흐름	20	33	27	197
당기순이익	(11)	(22)	12	190
감가상각비(계)	10	12	9	9
유형자산 감가상각비	7	9	7	8
무형자산 상각비	3	3	2	2
사용권자산 상각비	0	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	10	(7)	(18)	(55)
법인세납부	(5)	1	3	35
기타	16	28	21	18
투자활동으로 인한 현금흐름	(67)	(30)	(33)	(15)
현금유입액	15	45	14	12
현금유출액	(83)	(75)	(45)	(12)
장단기금융자산의 감소(증가)	(10)	(2)	(4)	(15)
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	37	8	29	(51)
현금유입액	54	53	90	32
현금유출액	(12)	(40)	(56)	(78)
배당금의 지급	(5)	(5)	(5)	(5)
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	(9)	12	23	131
기초현금	23	13	25	48
기말현금	14	25	48	179

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2023A	2024A	2025E	2026E
유동자산	144	156	195	502
현금 및 현금성자산	14	25	48	179
매출채권 및 기타채권	41	45	57	234
재고자산	81	79	82	81
기타유동자산	8	7	8	8
비유동자산	342	350	364	358
유형자산	271	232	242	230
무형자산	21	12	10	8
기타자산	50	94	112	120
자산총계	489	506	559	860
유동부채	139	219	156	267
매입채무 및 기타채무	14	15	12	57
단기금융부채	74	69	106	106
기타유동부채	51	135	38	104
비유동부채	131	99	193	193
장기금융부채	120	88	177	177
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	270	318	349	460
지배주주지분	217	191	212	401
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	40	40	40	50
이익잉여금	172	146	153	332
비지배주주지분	(1)	(2)	(2)	(1)
자본총계	216	188	210	400

예상 주당 가치 및 Valuation	2023A	2024A	2025E	2026E
P/E (x)	N/A	N/A	79.1	18.0
P/B (x)	2	7.6	8.3	8.4
EV/EBITDA (x)	N/A	23.7	26.8	23.4
EPS (원)	-297	-588	316	4,940
BPS (원)	5,772	5,041	5,526	10,526
DPS (원)	130	130	130	130
배당성향 (%)	N/A	N/A	41.1%	2.6%
배당수익률 (%)	1.1%	0.3%	0.3%	0.1%
매출액증가율 (%)	-50.1%	38.8%	-5.4%	350%
EBITDA증가율 (%)	-78.0%	169.2%	-8.6%	718.8%
조정영업이익증가율 (%)	-88.9%	666.7%	0%	1000%
EPS증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	1463.3%
매출채권 회전일수	126.7	81.9	118.1	108.9
재고자산 회전일수	365.1	257.1	293.0	71.9
매입채무 회전일수	58.1	46.6	44.6	49.8
ROA (%)	-2.3%	-4.4%	2.1%	22.1%
ROE (%)	-4.2%	-10.2%	5.7%	47.5%
ROIC (%)	0.7%	3.9%	4.7%	34.7%
부채비율 (%)	125.4%	168.8%	166.2%	115%
유동비율 (%)	103.6%	71.2%	80%	188%
당좌비율 (%)	45.3%	35.2%	72.4%	157.7%
자기자본비율 (%)	44.2%	37.2%	37.6%	46.5%