

브이엠 (089970)

김진형

jinhyung.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

80,000

신규

현재주가

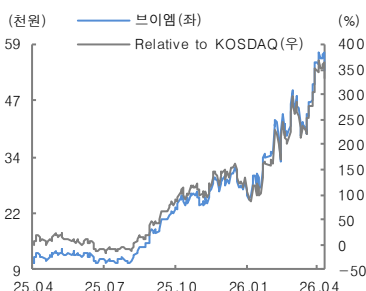
53,400

(26.04.24)

반도체업종

KOSDAQ	1192.35
시가총액	1,304십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	57,400원 / 10,500원
120일 평균거래대금	201억원
외국인지분율	15.20%
주요주주	최우형 외 2인 10.50% 국민연금공단 7.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.1	77.7	109.8	360.3
상대수익률	19.9	71.3	56.8	176.9



실적은 역대 최대, 주가는 여전히 저렴

- 투자의견 매수, 목표주가 80,000원으로 커버리지 개시
- 주요 고객사 SK하이닉스의 DRAM 투자에 따른 강한 수혜 전망
- 고객사의 단위 투자당 성장의 기울기도 증가할 것으로 기대

투자의견 매수, 목표주가 80,000원(상승여력 50%)으로 커버리지 개시

브이엠에 대해 투자의견 매수, 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 12개월 선행 EPS 3,197원에 목표 P/E 25배를 적용하여 산출. 목표 P/E는 국내 반도체 전공정 대표 장비사들의 평균 12개월 선행 P/E 35배에 높은 단일 고객 매출 의존도를 감안하여 할인율 30%를 적용. 동사는 국내 상장사 중 유일의 식각 장비 업체. 현재 고객사의 DRAM 투자 사이클의 규모는 확대되고 시기는 당겨지고 있음. 신규 장비와 공정 점유율 확대에 여타 전공정 장비사 대비 차별적인 성장성을 보여줄 전망. 신규 고객사 확보가 가시화되는 국면에서는 밸류에이션 리레이팅도 이뤄질 것으로 기대

1) 고객사의 DRAM 투자 확대, 2) 단위 투자당 성장의 기울기 증가

1) '26년 장비 매출액 2,624억원 전망. 올해 고객사의 M15X 1b 신규 투자와 M14 & M16 1c 전환 투자가 예정. 현재까지 나온 수주 공시(2,247억원)를 감안하면 올해 매출에 대한 가시성은 이미 확보. 전환 투자 규모의 확대 여지도 여전히 남아있다는 판단. 용인 Fab의 준공 시점도 당겨지고 있음. (27년 2월 Ph.1, 27년 내 Ph.2) 따라서 DRAM 투자에 대한 수혜는 '27년에도 지속될 전망. 2) 고객사의 단위 투자당 성장의 기울기를 높이기 위한 노력도 지속 중. 신규 장비 출시와 신규 공정 진입에 따라 고객사 내 공정 점유율 확대 예상. 북미향 신규 고객사 확보 위한 테스트도 진행 중이며, 이르면 올해 내 필드 테스트 진입 기대

2Q26 영업이익 294억원(+564% YoY), 2026년 883억원(+258% YoY) 전망

2Q26 매출액 896억원(+128.6%, 이하 YoY)과 영업이익 294억원(+563.7%) 예상. 2026년 매출액 2,964억원(+105.3%)과 영업이익 883억원(+258.0%)으로 전망. 고객사의 1c DRAM 전환 투자의 확대와 신규 장비 공급 시점에 따라서 실적 전망치의 추가 상향 가능성 존재

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	70	144	296	375	401
영업이익	-9	25	88	125	134
세전순이익	-5	27	96	129	139
총당기순이익	-3	26	75	102	110
지배지분순이익	-3	26	75	102	110
EPS	-135	1,018	2,850	3,890	4,192
PER	NA	29.7	19.6	14.4	13.3
BPS	4,856	6,900	9,590	13,429	17,607
PBR	1.4	4.4	5.6	4.0	3.0
ROE	-2.8	17.3	34.9	33.9	27.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

Contents

Valuation: 투자의견 및 목표주가	3
산업 개요	5
기업 개요	7
투자포인트 1. DRAM 투자는 더 많이, 더 빨리	9
투자포인트 2. 성장의 기울기도 증가	11
실적 전망	12

Valuation: 투자의견 및 목표주가

투자의견 매수, 목표주가 80,000 원 (상승여력 50%)

투자의견 매수
 목표주가 80,000원
 커버리지 개시

브이엠에 대해 투자의견 매수와 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 3,197원에 목표 P/E 25배를 적용하여 산출했다. 목표 P/E은 국내 반도체 전공정 대표 장비사들의 평균 12개월 선행 P/E 35배에 할인율 30%를 적용하여 산출하였다. 동사는 현재 단일 고객사향으로만 매출이 발생하는 점을 감안하여 할인율 30%를 적용하였다.

26F P/E 20배
 Peer 평균 35배 대비
 저렴한 구간
 디스카운트 해소 기대

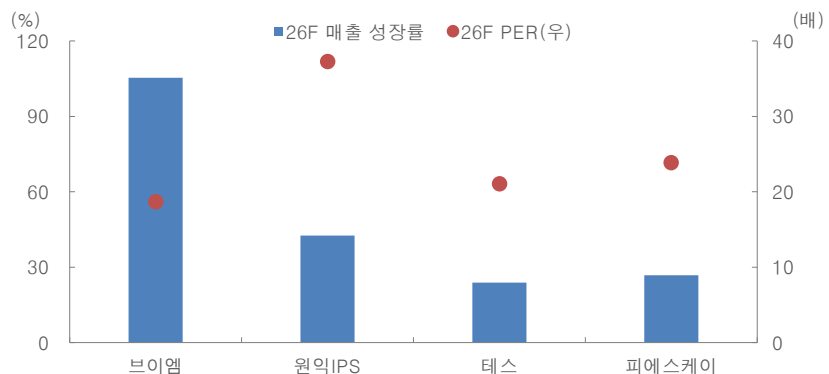
브이엠의 YTD 주가 수익률은 +360%이다. 그럼에도 여전히 밸류에이션 측면에서 저렴한 구간이라는 판단이다. 이는 동사의 메모리 투자 사이클 내 수혜 강도가 국내 반도체 전공정 장비사 중 가장 강하다는 점에 기인한다. 동사는 신규 장비와 공정 점유율 확대를 통해 차별적인 성장성을 보여줄 것으로 기대된다. 이를 감안하면 그 동안 단일 고객사로 인해 동사가 받아왔던 밸류에이션 디스카운트의 점진적 해소를 예상한다. 여기에 북미향 신규 고객사 확보가 가시화되는 국면에서는 국내 유일의 식각 장비 업체라는 희소성이 더욱 부각되면서 여타 전공정 장비사 대비 밸류에이션 프리미엄까지도 기대된다.

표 1. 목표주가 산정 테이블

구분	단위	12mF	내용
순이익	십억원	79.3	12개월 선행 순이익 적용
주식 수	백만주	248	
EPS (a)	원	3,197	12개월 선행 EPS 적용
Target PER (b)	배	25	국내 반도체 전공정 장비사 평균 12mF P/E 35 배에 할인율 30% 적용
적정주가 (a) * (b)	원	79,918	할인율 적용의 근거는 브이엠의 단일 고객사향 매출 편중
목표주가	원	80,000	
현재주가	원	53,400	
상승여력	%	49.8	

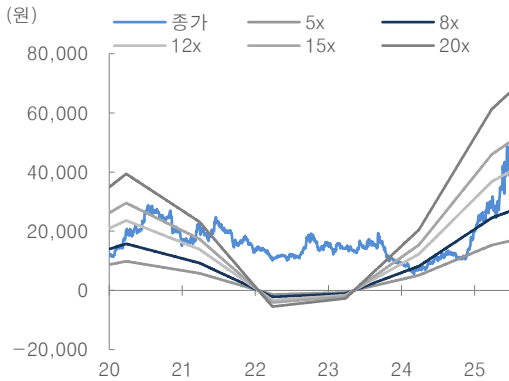
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 국내 반도체 전공정 장비주 매출액 성장률 및 12개월 선행 P/E 비교



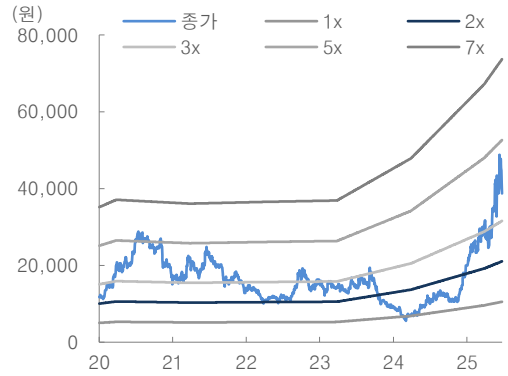
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 브이엠 P/E 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 브이엠 P/B 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. 브이엠 Peer Group

회사명		브이엠	원익 IPS	테스	피에스케이	Lam Research	AMAT
티커		089970 KQ	240810 KQ	095610 KQ	319660 KQ	LRCX US	AMAT US
주가(원, 로컬)		53,400	117,100	84,000	88,700	249	383
시가총액(십억원, USD mn)		1,303.6	5,747.7	1,626.2	1,732.1	311,079.5	303,627.2
매출액 YoY (%)	25	105.5	21.6	46.3	14.9	23.7	4.4
	26F	105.3	41.3	22.2	26.1	46.2	16.0
	27F	26.5	18.0	17.7	21.3	22.8	18.0
영업이익 YoY (%)	25	-386.9	593.6	50.3	5.4	34.1	7.9
	26F	258.0	137.4	53.2	38.6	64.3	22.4
	27F	41.0	41.2	26.1	28.9	29.5	23.4
영업이익률 (%)	25	17.1	8.1	16.5	19.4	32.2	30.0
	26F	29.8	13.6	20.7	21.3	36.2	31.7
	27F	33.2	16.3	22.1	22.6	38.2	33.1
P/E (x)	25	29.7	39.4	13.8	13.6	23.6	24.4
	26F	19.6	38.3	19.4	24.6	36.2	32.7
	27F	14.4	27.8	15.9	19.2	28.4	26.2
EV/EBITDA (x)	25	24.1	27.0	10.7	8.6	19.2	20.1
	26F	13.6	25.6	14.6	16.1	29.9	27.1
	27F	9.1	19.0	11.5	12.7	23.3	21.5
ROE (%)	25	16.0	6.8	14.5	16.0	57.8	38.5
	26F	33.1	14.3	18.6	17.5	67.4	38.2
	27F	31.7	17.3	19.5	19.2	64.9	40.2
EPS (원, 로컬)	25	1,018	1,300	2,990	2,787	4.1	9.4
	26F	2,850	3,058	4,326	3,607	6.9	11.7
	27F	3,890	4,209	5,282	4,630	8.8	14.6

자료: Quantwise, Bloomberg, 대신증권 Research Center

산업 개요

식각 장비 업체들의 가치는 더욱 제고 전망

식각 공정은 반도체 공정 내 핵심 공정

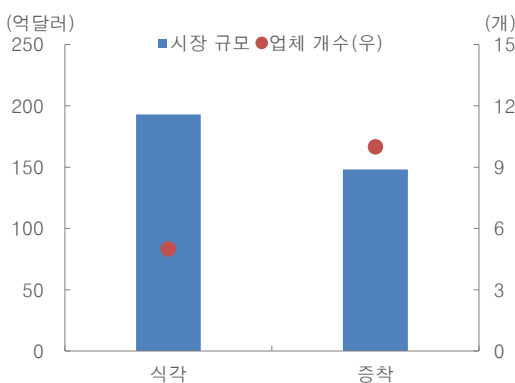
식각 공정은 노광 공정을 통해 형성된 패턴에서 불필요한 부분을 선택적으로 제거하여 최종적인 회로 패턴을 형성하는 공정으로 반도체 공정 내 핵심 공정이다. 회로 선포의 미세화(DRAM, Logic/Foundry)와 적층 단수 증가(NAND)로 인해 종횡비가 상승하면서 식각 공정의 난이도는 지속적으로 높아지고 있다. 식각 장비 업체들의 가치는 향후에도 지속 제고될 것으로 전망한다. 이는 1) 식각 장비 업체의 희소성과, 2) 식각 공정의 중요성 증대에 기인한다.

1) 식각 장비 업체의 희소성 2) 공정 개발 과정 내 핵심 역할 수행 기대

식각 장비 시장의 경우 상장된 장비 업체의 수는 중국 업체를 제외하면 5개사 뿐이다. 10개사 이상이 경쟁하는 증착 장비 시장 대비 경쟁 업체의 수가 적다. 반면 '25년 기준 시장 규모는 식각 공정이 193억 달러로 148억 달러의 증착 공정 대비 비교적 큰 시장을 형성하고 있다. 향후 신규 업체의 진입도 제한적인 상황이다. 웨이퍼가 모든 공정을 거치는데 걸리는 총 소요시간이 과거 10개월 수준에서 현재 최대 24개월 수준까지 길어졌다. 이에 따라 신규 장비의 테스트 기간도 길어지고 있는데 반도체 Fab들의 공정 개발 주기를 감안하면 신규 업체의 시장 진입은 제한적일 것으로 판단한다.

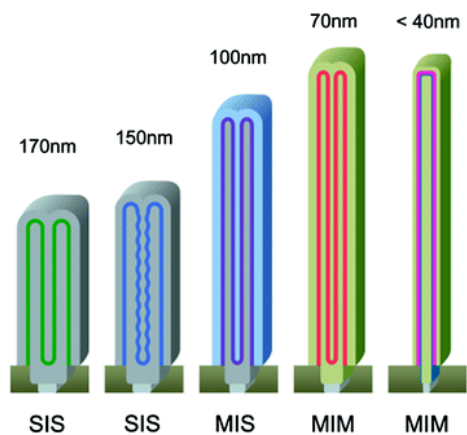
식각 공정의 반도체 공정 내 난이도와 중요성도 지속 증가할 것으로 판단한다. 삼성전자와 SK하이닉스가 DRAM 10nm 이하부터 적용할 것으로 예상되는 4F² 구조에서는 셀의 면적이 기존 6F² 대비 약 30~50% 축소된다. 이 경우 동일한 양의 전자를 저장하기 위해서는 커패시터의 높이가 높아져 종횡비가 상승하게 된다. 3D DRAM에서는 수혜 강도가 더욱 강할 것으로 전망된다. 과거 NAND의 구조가 2D에서 3D로 전환되는 과정에서 확인했듯이 3D 구조는 종횡비의 급격한 상승을 야기한다. 종횡비의 상승으로 식각 공정 난이도가 급격하게 증가하면서 식각 공정의 중요성은 더욱 부각될 것으로 판단한다.

그림 4. 식각과 증착의 시장 규모 및 장비 업체 수 비교



자료: 대신증권 Research Center

그림 5. DRAM 커패시터 높이 추이



자료: KIST, 대신증권 Research Center

식각 공정의 분류

- 1) 건식 vs. 습식
- 2) CCP vs. ICP

식각 공정은 막의 제거 메커니즘에 따라 크게 건식 식각(Dry Etching)과 습식 식각(Wet Etching)으로 구분된다. 두 방식은 적용 목적, 장비 구조, 화학 물질, 난이도가 근본적으로 다르며, 반도체 Fab에서는 두 방식을 상호 보완적으로 조합하여 사용한다.

건식 식각은 플라즈마 생성 방식에 따라 CCP(Capacitively Coupled Plasma)와 ICP(Inductively Coupled Plasma) 방식으로 분류된다. CCP는 두 개의 평행 전극 사이에 RF 전기장을 인가해 플라즈마를 생성하는 방식이다. 비교적 고압 환경에서 동작하며 깊은 구조를 수직으로 뚫어내는 데 유리하다. 따라서 단단한 물성의 유전체 식각과 고종횡비 식각에 주로 사용된다. 반면 ICP는 챔버 외부의 유도 코일이 발생시키는 고주파 자기장을 통해 플라즈마를 생성하는 방식이다. 저압 환경에서 사용이 가능한 방식으로 CCP 방식 대비 미세 공정 적용에 유리한 방식이다.

식각하는 막의 종류에 따라서는 Poly, Metal, Oxide 식각으로 구분이 가능하다. 브이엠이 현재 제조하는 Poly와 Metal 식각 장비는 ICP 방식을 사용하고 있다. 또한 CCP 방식을 사용한 Oxide 식각 장비도 개발 중으로 향후 포트폴리오 확대를 통한 고객사 내 점유율 확대가 기대된다.

표 3. 습식 vs. 건식 식각 비교

항목	건식 식각 (Dry Etching)	습식 식각 (Wet Etching)
식각 방향	이방성 → 미세 패턴 가능	등방성 → Undercut 발생
선택비	비교적 낮음	매우 우수
미세화 적합성	우수, 미세한 패터닝 가능	부적합, 회로 선평 제어 어려움
장비 · 비용	고가 (진공, RF 전원 등)	저렴 (대기, 배치 처리)
처리량	웨이퍼 1장씩 처리	다수 웨이퍼 동시 처리
주요 용도	회로 패턴 형성 (FEOL/BEOL 전반)	세정, 희생층 제거, 전체 막 제거

자료: 대신증권 Research Center

표 4. CCP vs. ICP 방식별 비교

항목	CCP (Capacitively Coupled Plasma)	ICP (Inductively Coupled Plasma)
플라즈마 밀도	낮음	높음
플라즈마 분포	균일	불균일
이온 에너지	높음, 독립적 제어 불가	낮음, 독립적 제어 가능
식각 속도	상대적 느림	빠름
선택비	높음	상대적 낮음
입력 범위	상대적 고압	저압 가능
주 적용처	Oxide, 고종횡비 유전체	Poly-Si, Metal, Si

자료: 대신증권 Research Center

기업 개요

국내 상장사 중 유일한 식각 장비 업체

브이엠은 국내 유일의 식각 장비 업체

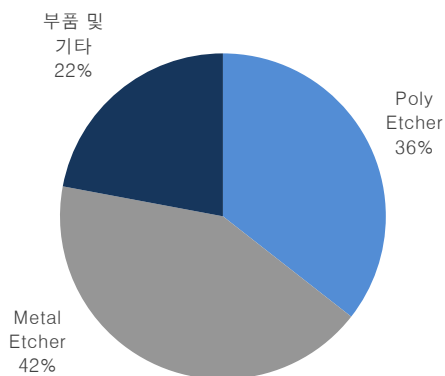
브이엠은 국내 상장사 중 유일한 반도체 식각 장비 업체이다. 동사의 주요 장비로는 300mm Poly Etcher의 Leo NK I-C와 Leo WH가 있으며 300mm Metal Etcher의 Nardo M이 있다. Metal Etcher의 경우 고객사 대비 우수한 파티클 관리 능력을 기반으로 '21년부터 독점적인 위치를 유지 중이다. 사업부별 매출 비중은 '25년 기준 Metal Etcher 42%, Poly Etcher 36%, 부품 및 기타 22%이다.

신규 장비 개발과 신규 고객사 확보 진행 중

동사는 다양한 영역의 신규 장비 개발을 진행하고 있다. 개발 진척도가 가장 높은 신규 장비는 Leo WS이다. 기존 장비들과 동일한 ICP 방식의 신규 Poly Etcher로 현재 데모 테스트가 진행 중이다. 이외에도 CCP 방식의 Oxide Etcher인 Mona Lisa와 ALE 장비인 APES A 또한 개발이 진행 중이다.

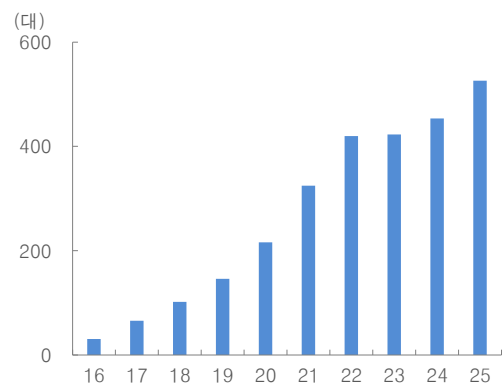
동사 매출에서 주요 고객사인 SK하이닉스가 차지하는 비중은 절대적이다. 고객사 내 동사의 점유율은 공정 기준으로 '25년 10% 수준이다. 동사가 SK하이닉스향으로 공급한 챔버는 누적 대수는 '25년 526대이다. 동사는 높은 단일 고객사 의존도를 해소하기 위해 신규 고객사 확보도 시도 중이다. 현재 복수의 복미 고객사향으로의 진입이 진행 중인 것으로 파악된다.

그림 6. 브이엠 매출액 사업부별 비중 (25년)



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

그림 7. 브이엠 SK하이닉스향 누적 챔버 공급량 추이



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

표 5. 브이엠 2026년 수주 공시 내역

계약 상대방	계약 시작일	계약 종료일	계약금액 (억원)
SK hynix Semiconductor (China) Ltd.	2026-01-16	2026-04-06	185.3
SK 하이닉스	2026-01-16	2026-05-15	783.1
SK 하이닉스	2026-02-23	2026-08-07	462.8
SK 하이닉스	2026-03-24	2026-11-23	815.6
합계			2,246.8

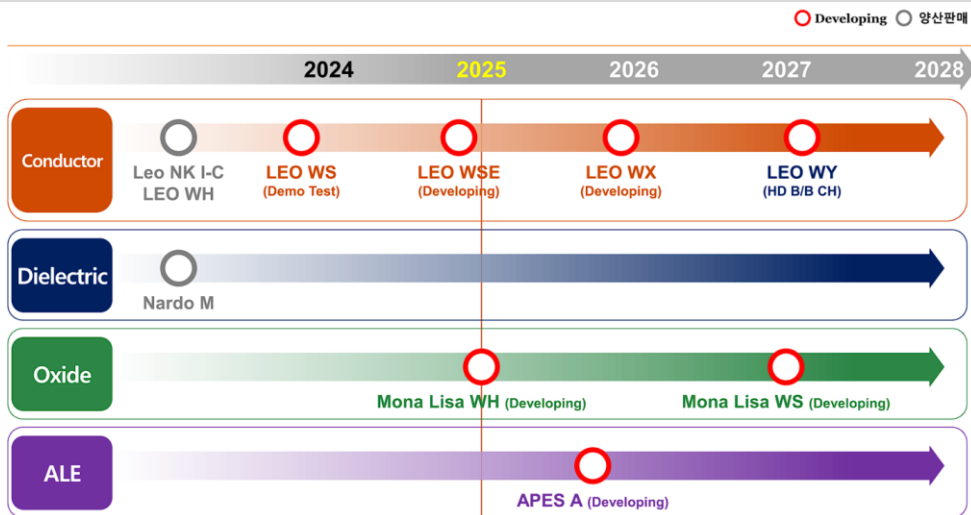
자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

표 6. 브이엠 장비 포트폴리오

구분	장비	개발 현황	적용처	비고
Poly Etcher	Leo NK I-C	양산 (’16년~)	DRAM NAND	Non-critical 식각 공정 적용 최초 양산 성공 장비
	Leo WH	양산 (’21년~)	DRAM NAND	Middle & High Critical 식각 공정 적용 HBM 향 주력 장비
	Leo WS	데모 테스트	DRAM NAND	High Critical 식각 공정 적용 2Q26 내 필드 테스트 시작 예상
Metal Etcher	Nardo M	양산 (’20년~)	DRAM NAND	파티클 관리 등 경쟁사 대비 성능 우수 고객사 독점 공급
Oxide Etcher	Mona LISA	개발 진행 중	DRAM NAND	Non-critical Oxide 식각 공정 적용 2026년 내 개발완료 및 양산 테스트 진행 예정
ALE	APES A	개발 진행 중	DRAM NAND	High Critical Etch Complex-geometry Etch

자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

그림 8. 브이엠의 장비 개발 타임라인



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

투자포인트

1) DRAM 투자는 더 많이, 더 빨리

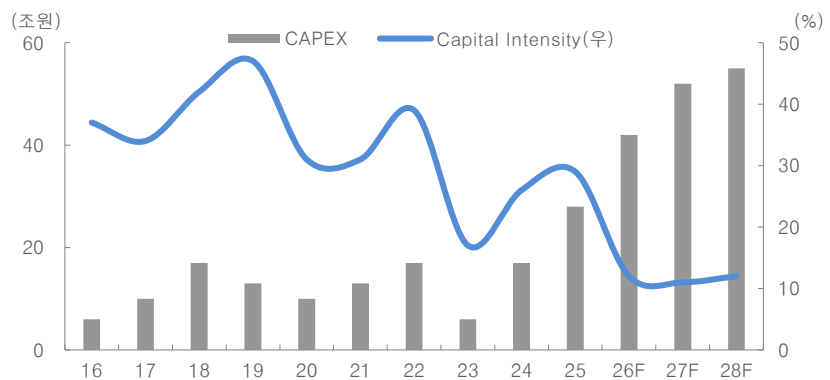
주요 고객사의
DRAM 투자는
더 많이, 더 빨리

주요 고객사 SK하이닉스의 DRAM 투자의 규모는 확대되고 시기는 당겨지는 모습이다. 1Q26 컨퍼런스콜에서도 고객사는 다시금 '26년 CAPEX의 전년 대비 큰 폭의 증가를 언급했다. '26년에는 M15X의 DRAM 1b 신규 투자와 M14 & M16의 DRAM 1c 전환 투자가 예정되어있다. M15X는 HBM 양산 라인으로 활용될 예정이다. 실적 추정치의 상향이 나올 수 있는 부분은 DRAM 1c 전환 투자이다. 고객사는 선단 공정 전환을 통해 범용 DRAM의 이익 레버리지 효과 극대화와 상향되는 DRAM 수요에 대응할 것으로 판단된다. 따라서 전환 투자 규모의 확대 여지도 여전히 남아있다는 판단이다. 또한 식각 장비의 경우 기존 장비의 개조만으로는 공정 전환 대응에 제한적인 것으로 파악된다. 이에 타 공정 장비 대비 전환 투자에 대한 수혜 강도가 더욱 클 것으로 기대된다. 고객사의 단위 투자당 매출 규모를 토대로 '26년 장비 매출액은 2,628억원(+133% YoY)으로 전망한다. 현재까지 나온 수주 공시(2,247억원)를 감안하면 올해 매출에 대한 가시성은 이미 확보되었다고 판단한다.

'27년에도 동사의
장비 발주 사이클은
지속 전망

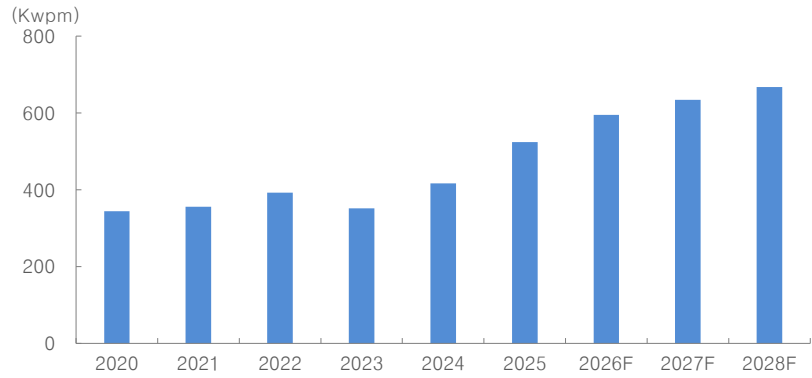
'27년에도 동사의 장비 발주 사이클은 지속될 전망이다. 이는 앞당겨지고 있는 고객사의 신규 Fab 스케줄에 기인한다. 용인 Y1 Fab Ph.1의 준공 시점은 '27년 2월로 앞당겨졌다. Ph.1에는 DRAM 라인이 구축되며 장비 반입도 2Q27부터 시작될 것으로 예상된다. Ph.2의 준공 시점도 27년 내로 당겨질 예정이다. HBM4e의 본격적인 출하가 시작되는 '27년에는 M15X의 DRAM 1c 전환 투자도 함께 이뤄질 것으로 판단한다.

그림 9. SK하이닉스 Capex와 Capital Intensity



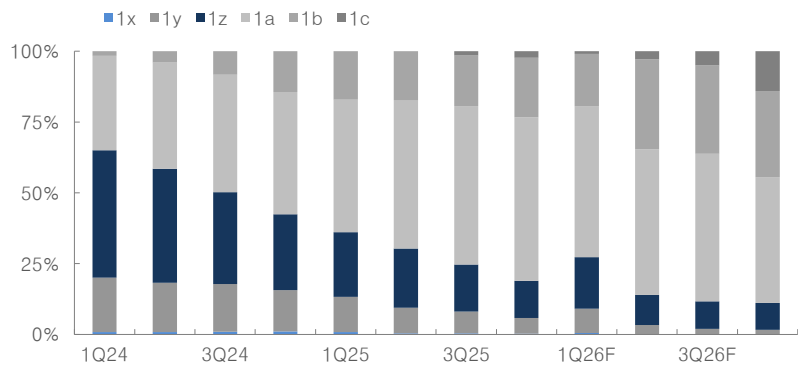
자료: 대신증권 Research Center

그림 10.SK 하이닉스 DRAM CAPA 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 11.SK 하이닉스 DRAM 노드별 비중 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

2) 성장의 기틀기도 증가

고객사 단위 투자당 성장의 기틀기 증가할 것으로 기대

동사는 고객사의 투자에 따른 성장의 기틀기를 높이기 위한 노력도 지속 중이다. 가시성이 높은 순서로 나열하면 신규 장비와 신규 공정 진입, 그 이후 신규 고객사 확보이다. 신규 장비와 신규 공정 진입을 통해 동사는 고객사의 단위 투자당 매출 규모 확대를 노리고 있다. 신규 고객사가 확보된다면 밸류에이션 리레이팅도 더욱 탄력적으로 이뤄질 것으로 예상된다.

1) 신규 장비

신규 장비: Poly-Si 계열의 상위 장비인 WS 장비의 쉘 테스트는 순조롭게 진행 중인 것으로 파악된다. 2Q26 내 필드 테스트가 시작될 것으로 예상된다. 해당 장비의 경우 Mid-End까지 커버하던 기존 장비 대비 High-End까지 커버가 가능한 상위 장비이다. 선단 공정에 적용되는 장비인 만큼 단가는 기존 장비의 Blended ASP 대비 최대 50% 수준까지 높을 것으로 추정된다. 또한 공정 난이도가 높은 만큼 공정 소요 시간도 길어져 고객사의 단위 투자당 필요 장비 대수도 증가할 것으로 예상된다.

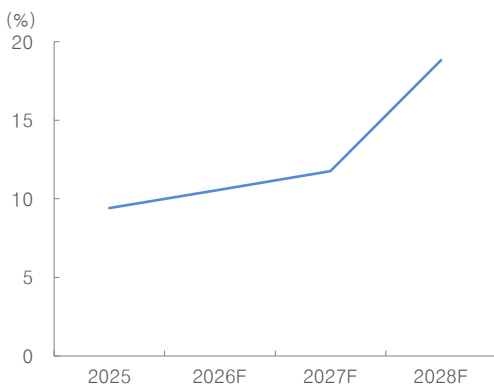
2) 신규 공정 진입

신규 공정 진입: 신규 장비 WS로 대응 예정인 High-End 공정 외에도 Mid-End 이상의 추가 공정 진입에 대해서 현재 테스트가 진행 중인 것으로 파악된다. 주요 고객사 내 공정 점유율은 '25년 10%에서 '28년 20% 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 공정 점유율 확대는 곧 고객사의 단위 투자당 매출 규모의 확대에 이어짐을 의미한다.

3) 신규 고객사 확보

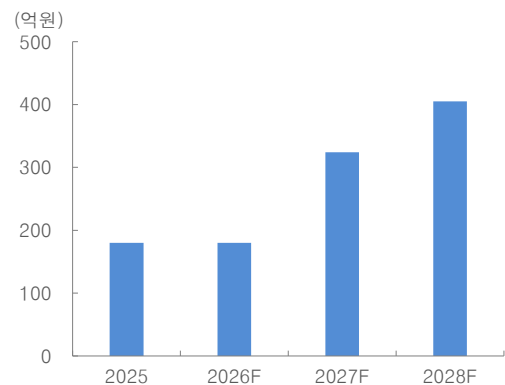
신규 고객사 확보: 북미 신규 고객사향 테스트도 진행 중이다. 현재 Metal Etcher향으로 테스트가 진행 중인 것으로 파악된다. Metal Etcher의 경우 경쟁사 대비 성능 우위를 바탕으로 동사가 고객사 내 점유율을 독점하고 있는 장비군이다. 이르면 올해 내 필드 테스트 진입도 기대된다. 신규 고객사 확보는 동사의 밸류에이션 리레이팅을 견인할 것으로 예상된다.

그림 12. 고객사 내 공정 점유율 추이 및 전망



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

그림 13. 고객사의 단위 투자당 매출 규모 전망



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

실적 전망

2026년 역대 최대 실적 전망

2026F 매출액
896억원 (+129% YoY)
영업이익 294억원
(+564% YoY)

2Q26 매출액 896억원(+128.6% YoY)과 영업이익 294억원(+563.7 YoY, OPM 32.8%)으로 전망한다. 고객사의 M15X와 M14 & M16 전환 라인의 가동 시점에 따른 장비 발주 시점을 고려하면 연간으로는 상저하고의 실적 흐름을 예상한다.

2026F 매출액
2,964억원
(+105% YoY)
영업이익 883억원
(+258% YoY)

2026년 매출액 2,964억원(+105.3% YoY)과 영업이익 883억원(+258.0% YoY, OPM 29.8%)으로 전망한다. 역대 최고 수준 매출액에도 불구하고 영업이익률이 가장 높았던 '20년의 수익성에는 다소 미치지 못하는 이유는 인력 총원에 따른 인건비 상승에 기인한다. 역대 최대 실적 달성에 따른 성과급 비용도 하반기에 반영될 것으로 추정한다. 다만 추정치 상향에 대해서 기대해볼 수 있는 요인들도 남아있다. 고객사의 DRAM 1c 전환 투자의 확대와 신규 장비의 공급 시점에 따라서 당사 추정치 대비 추가적인 상향이 나올 수 있을 것으로 판단한다.

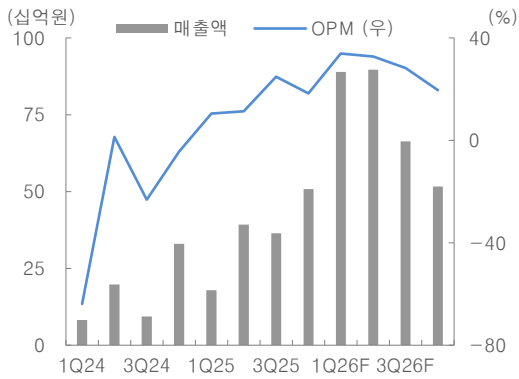
표 7. 브이엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	17.9	39.2	36.5	50.8	88.9	89.6	66.3	51.6	70.3	144.4	296.4	375.1	400.8
YoY	117.6	98.7	290.0	54.2	396.4	128.6	81.9	1.5	170.2	105.5	105.3	26.5	6.9
장비	11.4	32.3	24.6	44.3	80.4	80.4	57.7	44.2	53.8	112.6	262.8	332.8	347.3
Poly	11.4	8.9	11.2	19.9	46.0	46.0	27.6	18.4	49.5	51.4	138.1	225.3	236.6
Metal	0.0	23.4	13.4	24.4	34.4	34.4	30.1	25.8	4.3	61.2	124.7	107.5	110.7
부품 및 기타	6.5	6.9	11.9	6.5	8.5	9.2	8.6	7.4	16.5	31.8	33.7	42.2	53.5
매출액 증감 (YoY)													
장비	109	97	350	67	605	149	135	0	484	109	133	27	4
Poly	109	-46	106	-11	304	418	146	-7	438	4	169	63	5
Metal	-	-	-	474	-	47	125	6	-	1,339	104	-14	3
부품 및 기타	133	105	207	1	30	33	-28	13	-2	93	6	25	27
영업이익	1.9	4.4	9.0	9.3	30.1	29.4	18.7	10.1	-8.6	24.7	88.3	124.6	134.3
영업이익률	10.5	11.3	24.8	18.3	33.9	32.8	28.2	19.6	-12.2	17.1	29.8	33.2	33.5
영업외손익	0.3	-2.9	2.3	2.9	3.9	1.7	1.8	0.2	4.0	2.6	7.6	4.4	4.7
세전이익	2.2	1.5	11.3	12.2	34.0	31.1	20.5	10.4	-4.6	27.3	96.0	129.0	139.0
세전이익률	12.3	3.9	31.0	24.0	38.3	34.7	30.9	20.1	-6.5	18.9	32.4	34.4	34.7
당기순이익	1.6	2.1	11.3	11.2	25.6	24.7	16.3	8.2	-3.5	26.1	74.8	102.4	110.3
순이익률	8.7	5.4	31.0	22.0	28.8	27.5	24.5	16.0	-4.9	18.1	25.2	27.3	27.5

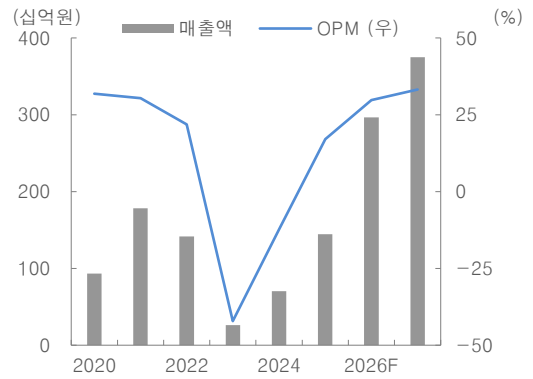
자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

그림 14.브이엠 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



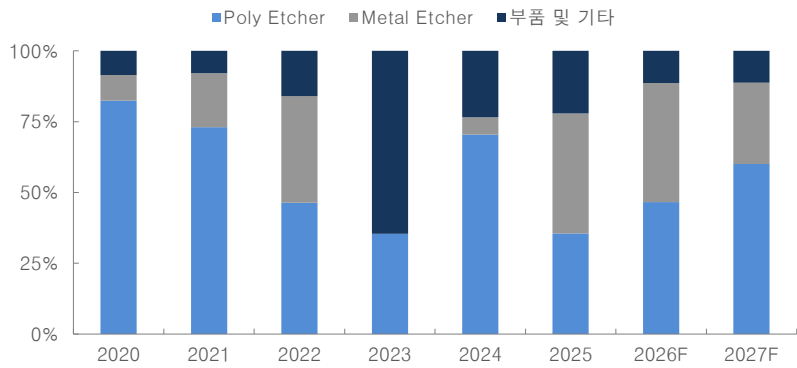
자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

그림 15.브이엠 연도별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

그림 16.브이엠 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 브이엠, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	70	144	296	375	401
매출원가	47	91	174	215	228
매출총이익	23	54	122	160	172
판매비와관리비	32	29	34	36	38
영업이익	-9	25	88	125	134
영업이익률	-12.2	17.1	29.8	33.2	33.5
EBITDA	-7	26	94	133	145
영업외손익	4	3	8	4	5
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	7	10	7	8
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-4	-2	-3	-4
외환관련손실	0	1	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-5	27	96	129	139
법인세비용	1	-1	-21	-27	-29
계속사업순손익	-3	26	75	102	110
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3	26	75	102	110
당기순이익률	-4.9	18.1	25.2	27.3	27.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-3	26	75	102	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-1	26	75	102	110
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-1	26	75	102	110

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-135	1,018	2,850	3,890	4,192
PER	NA	29.7	19.6	14.4	13.3
BPS	4,856	6,900	9,590	13,429	17,607
PBR	1.4	4.4	5.6	4.0	3.0
EBITDAPS	-271	1,029	3,578	5,064	5,505
EV/EBITDA	NA	24.1	12.7	8.5	7.2
SPS	2,746	5,623	11,301	14,246	15,225
PSR	2.5	5.4	4.7	3.7	3.5
CFPS	-44	1,020	3,977	5,339	5,790
DPS	0	0	0	0	0

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	170.2	105.5	105.3	26.5	6.9
영업이익 증가율	적지	흑전	258.0	41.0	7.8
순이익 증가율	적지	흑전	186.1	37.0	7.7
수익성					
ROC	-9.7	34.9	64.4	62.7	56.8
ROA	-5.4	11.9	30.7	32.5	26.9
ROE	-2.8	17.3	34.9	33.9	27.0
안정성					
부채비율	33.3	40.4	29.6	24.5	20.3
순차입금비율	-54.0	-57.0	-45.9	-49.3	-57.2
이자보상배율	-4.6	18.3	42.3	59.7	64.3

자료: 삼양엔씨랩, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	150	224	282	380	488
현금및현금성자산	92	131	148	210	305
매출채권 및 기타채권	9	23	46	59	66
재고자산	47	69	86	109	116
기타유동자산	3	2	2	2	2
비유동자산	15	25	44	60	70
유형자산	12	19	39	55	64
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	3	6	6	6	6
자산총계	166	249	326	440	557
유동부채	39	68	71	83	90
매입채무 및 기타채무	12	35	34	42	45
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	27	33	37	40	45
비유동부채	2	3	4	4	4
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	4	4	4
부채총계	41	72	74	87	94
자배지분	124	177	252	354	464
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	42	48	48	48	48
이익잉여금	89	115	190	293	403
기타자본변동	-10	12	11	11	11
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	124	177	252	354	464
순차입금	-67	-101	-115	-174	-265

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	22	18	40	85	112
당기순이익	0	0	75	102	110
비현금항목의 가감	2	0	30	38	42
감가상각비	2	2	6	9	11
외환손익	-5	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	-2	23	29	31
자산부채의 증감	21	-12	-41	-27	-9
기타현금흐름	-1	30	-23	-29	-31
투자활동 현금흐름	-6	-4	-25	-25	-20
투자자산	0	4	0	0	0
유형자산	-6	-8	-25	-25	-20
기타	0	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	25	-1	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	1	5	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	20	-1	-1	-1
현금의 증감	24	39	17	62	94
기초 현금	68	92	131	148	210
기말 현금	92	131	148	210	305
NOPLAT	-7	24	69	99	107
FCF	-11	16	49	83	97

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김진형)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

브이엠(089970) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260428)													
		구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)										
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>26.05.04</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td>Buy</td></tr> <tr><td>목표주가</td><td>80,000</td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	26.05.04	투자의견	Buy	목표주가	80,000	과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		비율	91.0%	9.0%	0.0%
제시일자	26.05.04														
투자의견	Buy														
목표주가	80,000														
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		산업 투자의견 - Overweight(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweight(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		기업 투자의견 - Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>00.06.29</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	00.06.29	투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)					
제시일자	00.06.29														
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															