

케이씨텍 (281820)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

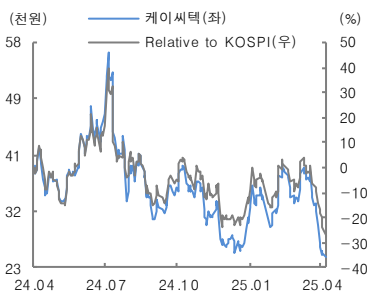
(25.04.15)

22,950

스몰캡업종

KOSPI	2477.41
시가총액	5,090억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	104억원
52주 최고/최저	56,500원 / 24,600원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	13.48%
주요주주	고석태 외 8 인 50.24% 국민연금공단 7.61%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-34.4	-24.5	-36.8	-40.7
상대수익률	-32.0	-23.9	-32.9	-36.1



락바텀 측면에서 접근유효

- CMP 장비 및 CMP 슬러리를 주된 사업으로 영위 중
- 반도체 미세화 및 3D 스택구조 성장으로 성장이 예상되는 CMP
- 동사 매출 대부분은 레거시에서 발생. 조정시 매수 전략을 추천함

CMP 장비 및 CMP 슬러리를 주된 사업으로 영위 중

24년 매출액 기준 CMP 장비 및 CMP 슬러리가 포함된 반도체 부문 80%, Wet Station 및 Coater 부문이 포함된 디스플레이 부문이 20%를 차지함. 동사의 주력 사업부문은 CMP 장비와 소모품인 CMP가 포함된 반도체 부문. 글로벌 CMP 장비사는 AMAT과 EBARA 등이 있음. 글로벌 CMP 슬러리 소재 제조업체는 Entegris, Dupont 등이 있음.

CMP 장비를 통한 1회성 장비 매출 이후, CMP 슬러리를 통한 소모성 매출이 지속적으로 발생하는 형태. 정확한 영업이익률은 비공개되어 있으나, 글로벌 업체들 사례를 보면, CMP 슬러리 부문의 마진율이 좀 더 높을 것으로 추정됨. 동사의 반도체 부문내 CMP 장비 및 슬러리 부문의 매출액 비중 및 마진율은 비공개임. 동사의 주요 고객사는 삼성전자와 SK하이닉스로 동사 매출의 90% 이상을 차지함.

반도체 미세화 및 3D 스택구조로 성장이 예상되는 CMP 공정

현재 반도체 시장은 TSV를 이용한 3D 스택구조 등 수직 구조가 증가하고, 미세화로 인한 정밀 공정의 필요성이 커짐에 따라 향후 CMP 장비 및 슬러리의 수요가 지속적으로 증가할 것으로 예상됨. CMP 공정은 Etch Back, Thermal Reflow 등 다른 평탄화 공정과 비교해서 다양한 소재에 적용이 가능하며, 정밀한 평탄화에 유리하다는 장점을 보유함. 향후 고성능 정밀 반도체 관련 평탄화 수요는 대부분 CMP 공정으로 이뤄질 것으로 추정됨

25년 매출액 3,421억원(-YoY 11.2%), 영업이익 426억원(-12.6%) 전망

24년은 4Q24에 주요 고객사향 대규모 레거시 부문 투자에 따른 매출액이 반영됨. 반면, 25년은 DRAM 가격의 점진적인 회복에도 레거시 부문 부진에 따른 레거시 부문 투자 부진이 예상됨. CMP 공정의 향후 성장성은 명확하나, 현재 동사의 CMP 공정은 어드밴스드향이 아닌 주로 레거시향으로 발생하고 있는 것으로 파악됨. 현재 동사의 주가는 25년 예상 P/E 10배 수준(5년 평균 P/E 11 배)으로 락바텀 측면에서의 접근을 추천함

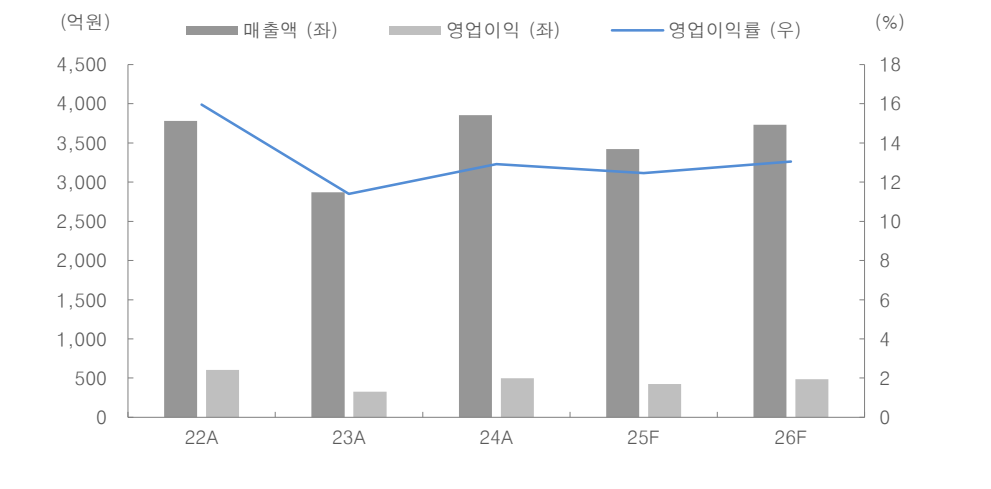
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	3,782	2,869	3,854	3,421	3,731
영업이익	603	327	498	426	487
세전순이익	705	429	664	583	644
총당기순이익	554	317	527	455	502
지배지분순이익	554	317	527	455	502
EPS	2,730	1,562	2,671	2,302	2,546
PER	5.4	17.2	9.8	10.0	9.0
BPS	20,420	21,696	23,097	25,197	27,395
PBR	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	13.7	7.2	11.3	9.1	9.2

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

그림 1. 케이씨텍 연도별 실적추이 및 전망



자료: 케이씨텍, 대신증권 Research Center

표 1. 분기 및 연도별 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	23A	24A	25F	26F
매출액	625	688	842	714	916	720	769	1,449	2,869	3,854	3,421	3,731
YoY(%)	-30.8	-26.3	-11.4	-28.3	46.5	4.6	-8.7	103.1	-24.1	34.3	-11.2	9.1
반도체	464	530	555	417	695	538	576	1,280	1,966	3,089	2,566	3,171
디스플레이	161	158	287	296	221	182	193	169	902	765	855	560
매출 총이익	179	239	297	269	282	267	272	417	984	1,238	1,063	1,210
YoY(%)	-45.4	-33.6	-17.9	2.8	57.7	11.6	-8.3	55.1	-25.0	25.8	-14.2	13.8
총이익률(%)	28.6	34.8	35.3	37.7	30.8	37.1	35.4	28.8	34.3	32.1	31.1	32.4
영업이익	3	84	131	109	100	53	90	254	327	498	426	487
YoY(%)	-97.9	-52.0	-13.6	-9.7	2988.2	-36.6	-31.2	134.0	-45.8	52.2	-14.4	14.3
영업이익률(%)	0.5	12.2	15.6	15.2	10.9	7.4	11.7	17.5	11.4	12.9	12.5	13.1
세전이익	41	115	162	111	147	94	87	336	429	664	583	644
YoY(%)	-76.8	-48.7	-29.7	50.0	260.8	-18.5	-46.2	201.9	-39.1	54.8	-12.2	10.4
세전이익률(%)	6.5	16.7	19.2	15.6	16.1	13.0	11.3	23.2	15.0	17.2	17.0	17.3
당기순이익	31	98	123	64	117	74	71	264	317	527	455	502
YoY(%)	-77.3	-38.8	-32.4	-12.2	274.6	-24.1	-42.3	310.5	-42.8	66.2	-13.7	10.4
순이익률(%)	5.0	14.3	14.6	9.0	12.8	10.3	9.3	18.2	11.0	13.7	13.3	13.5

자료: 케이씨텍, 대신증권 Research Center 추정

다양한 반도체 평탄화 공정과 CMP 공정

반도체 평탄화 공정	반도체 CMP(Chemical Mechanical Planarization)는 화학적, 기계적으로 반도체를 평탄화하는 공정을 말한다. 반도체 평탄화는 다층 구조의 반도체 소자 제조 과정에서 각 층의 표면을 균일하게 만들어 후속 공정의 정확도를 높이는 기술이다. 평탄화의 목적은 특정 층을 다른 층과 격리 시키거나, 다층배선의 저항 감소, EM(Electron Migration)개선을 통한 신뢰성 향상에 있다.
CMP 공정 - 다양한 소재 사용가능, 정밀함. 다만, 높은 가격	평탄화 방식은 크게 세 가지가 있다. CMP, Etch back, Thermal Reflow방식이다. CMP는 웨이퍼를 연마 패드 위에 놓고, 화학적 세정제(슬러리)와 연마입자를 이용해 표면을 평탄화하는 방식이다. Etch Back은 웨이퍼의 돌출된 부분을 화학적 식각으로 제거하여 평탄화하는 방법이다. Thermal Reflow는 고온의 웨이퍼 표면을 녹여서 표면 장력에 의해 자연스럽게 평탄화하는 방법이다.
Etch Back - 비용효율적이나, 잔류물이 불균일하게 표면에 발생함	각각의 방법들은 장단점이 존재한다. CMP는 웨이퍼 표면 전체의 평탄화가 가능하다는 장점이 있는 반면, 두꺼운 희생층이 필수적으로 필요하고, 비용이 높다는 단점이 있다. Etch Back방식은 비용 효율적이라는 장점이 있으나, 잔류물이 불균일하게 표면에 발생할 수 있다는 단점이 있다. Thermal Reflow는 단순 공정에 최적화되어 있다는 장점이 있으나, 사용할 수 있는 재료가 제한적이며, 표면 거칠기에 대한 제어의 어려움이 있다는 장점이 있다.
Thermal Reflow - 단순 공정에 최적화되어 있으나, 사용할 수 있는 재료가 제한적	각각의 공정별로 장,단점이 존재하지만, CMP 공정은 다른 두 공정과 비교하여 정밀한 평탄화가 가능하다는 장점이 존재한다. TSV 공정을 이용한 3D 스택 구조의 필요성 등 반도체 공정에서의 미세화와 정밀성이 점차 커짐에 따라 다른 공정보다 CMP 공정의 필요성은 점차 커질 것으로 예상된다.
하이브리드 본딩 및 2.5D, 3D 등 정밀 공정의 필요성이 커지면서 CMP의 필요성도 함께 커짐	동사는 CMP 장비와 CMP슬러리를 모두 제조 및 납품하는데, 동사 매출 내에서 장비와 슬러리가 차지하는 비중과 마진율은 영업기밀로 알려져 있지 않다. 다만, 동사의 경우 대부분 레거시향으로 매출이 발생하고 있다.
대부분 레거시향으로 발생하는 동사 매출	

그림 2. 다양한 종류의 평탄화 방식과 장,단점

공정	장점	단점
CMP	전역 평탄화 가능(전 웨이퍼 표면 동시 처리) 구리 패터화(다마신) 필수 공정 다양한 재료(금속, 산화물) 적용 가능 환경 친화적(유해 가스 미사용)	미세 스크래치/델라미네이션 발생 가능 고비용 장비 및 세정 공정 필요 두꺼운 희생층 필수
Etch Back	비용 효율적(CMP 대비 장비/세정 비용 절감) 얇은 희생층 적용 가능 복합 재료 계면 평탄화 용이	고종횡비 구조 평탄화 한계 잔류물/불균일 표면 발생 위험 다단계 공정 필요 시 효율 감소
Thermal Reflow	단순 공정/저비용(BPSG 등 특정 재료에 최적화) 고종횡비 트랜치 충전 성능 우수 후속 공정과의 열적 호환성	재료 제한적(폴리머/유리 재료 등 특정 소재만 적용) 고온 노출로 인한 열 예산 증가 표면 거칠기 제어 어려움

자료:산업자료, 대신증권 Research Center

반도체 CMP 공정의 순서와 주요 제조회사

CMP 공정의 7단계

- 1.웨이퍼 청소
- 2. CMP 슬러리 준비
- 3. CMP 패드 준비
- 4. 패드 컨디셔닝
- 5. 연마
- 6. 세척
- 7. 검사 및 후공정

CMP공정은 다음의 과정을 통해서 이루어진다. 1. 웨이퍼 청소. 2. CMP 슬러리 준비. 3. CMP 패드 준비 4. 패드 컨디셔닝 5. 연마 6. 세척 7. 검사 및 후처리 과정이다. 이 과정을 상술하면, 아래와 같다.

1. 웨이퍼를 청소하여 준비한다. 2. CMP 슬러리를 준비한다. CMP슬러리는 연마재 입자와 화학적 용매로 구성된 액체 상태의 연마제이다. 3. CMP 패드를 준비한다. CMP공정에서는 폴리싱 패드가 사용된다. 연마재와 함께 작동하여 연마 효율을 높이는 용도다. 4. 패드 컨디셔닝을 통해서 패드 표면에 낀 잔류물들을 제거한다. 5. 웨이퍼를 CMP 장비에 적재하고 슬러리를 흘려가며 웨이퍼 표면과 패드 사이에서 연마가 진행된다. 화학적 반응과 기계적 압력으로 표면이 평탄화된다. 6. CMP후 웨이퍼 표면에 남은 슬러리 및 부산물을 제거하기 위해 세척 과정을 진행한다. 이 때, 고순도 용액이나 용매를 사용한다. 7. CMP 후 웨이퍼의 표면 품질을 검사하고 측정한다. 다음 공정으로 넘어간다.

쉽게 요약하자면, CMP 공정은 화학적 용매를 웨이퍼 위에 흘린 다음에 기계적인 압력을 가해서 웨이퍼를 평탄화하는 과정이다.

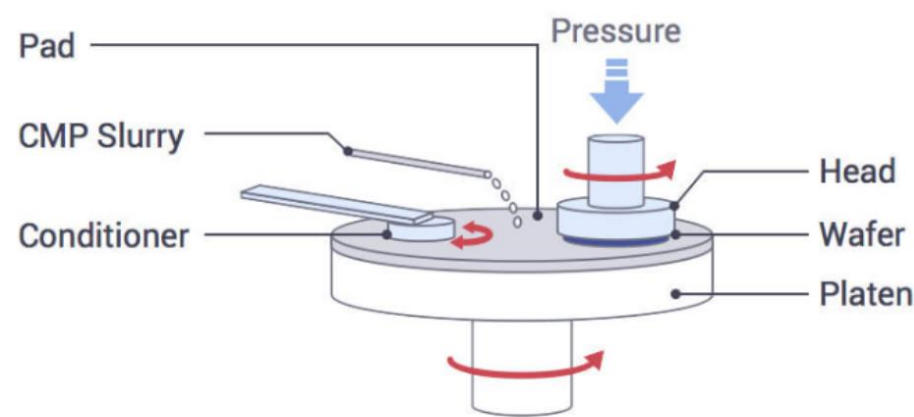
CMP 대표 장비 회사
- 어플라이드, 에바라

글로벌 CMP 장비 회사는 북미의 어플라이드 머트리얼즈(NASDAQ:AMAT)과 일본의 EBARA(TYO:6361)가 대표적이다. 하이브리드 본딩, 2.5D, 3D패키징의 경우, 미세한 평탄화의 필요성이 커져 CMP의 수요도 같이 증가하고 있다. 다만, 이런 어드밴스드 공정의 경우 현재 어플라이드 머트리얼즈가 시장을 선점하여 매우 앞서 있는 것으로 알려져 있다.

CMP 슬러리 제조
회사 - 인테그리스,
다우

CMP 장비가 설치되고 나면, CMP 슬러리의 매출이 지속적으로 발생하는데, 장비보다 CMP 슬러리의 마진율이 더 높은 것으로 알려져 있다. CMP 슬러리와 관련한 주된 제조사는 북미의 인테그리스(NASDAQ:ENTG), 다우(NYSE:DOW) 등이 있다.

그림 3. 반도체 CMP 공정



자료: 케이씨텍, 대산증권 Research Center

25년은 레거시 부문 투자 부진으로 쉬어갈 것으로 전망

레거시 부문 반도체
투자와 연관성이 높은
동사의 매출액

동사의 주요 고객사는 국내 메모리반도체 회사로 국내 메모리 반도체 투자와 매출액의 연관성이 높다. 또, 동사는 현재 매출이 대부분 레거시향에서 발생하는 관계로 레거시 반도체 부문의 투자가 중요하다. 2024년은 4Q24에 주요 고객사향 레거시 투자가 대규모 매출액에 반영됨에 따라 매출액 3,854억원으로 전년대비 33% 넘게 상승하였다.

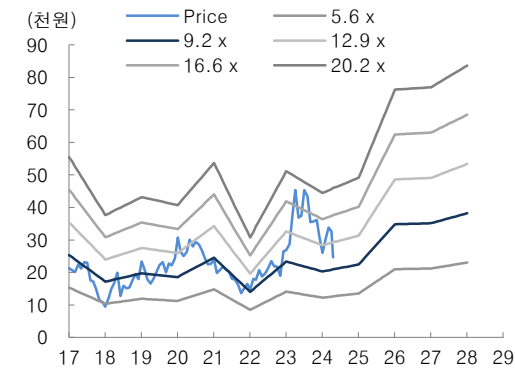
DRAM가격 회복에도
레거시 부문 투자는
부진할 전망

반면, 2025년은 DRAM 가격의 점진적인 회복에도 전반적인 레거시 부문의 부진이 이어질 것으로 예상된다. 이를 반영하여 2025년은 매출액 5,522억원(-YoY 8.6%), 영업이익 357억원(- 22.7%)을 전망한다.

조정시 락바텀 측면에
서의 접근이 유효할
것으로 전망

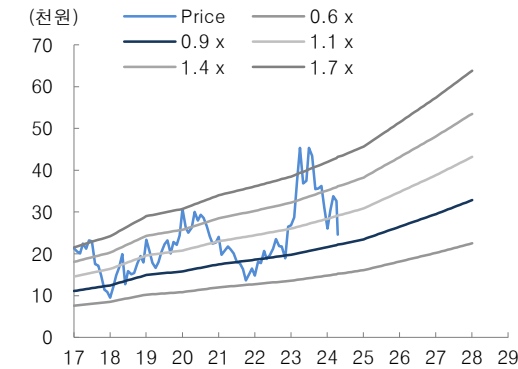
동사가 영위하고 있는 CMP 공정의 향후 성장성은 어드밴스드 시장의 성장을 고려한다면, 명확하다. 다만, 대부분의 매출이 현재 레거시향으로 발생하고 있으며, 아직까지 어드밴스드향으로 진출할 구체적인 로드맵이 없는 상황이다. 현재 주가기준으로 25년 예상 P/E 10배 수준으로 동사의 5년 평균 P/E 11배를 고려한다면, 조정시 락바텀 측면에서의 접근이 유효할 것으로 전망한다.

그림 4. 케이씨텍 PER 밴드



자료: 케이씨텍, 대신증권 Research Center

그림 5. 케이씨텍 PBR 밴드



자료: 케이씨텍, 대신증권 Research Center

그림 6. 케이씨텍 역사적 주가추이



자료: 케이씨텍, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억 원)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	3,782	2,869	3,854	3,421	3,731
매출원가	2,471	1,885	2,616	2,358	2,521
매출총이익	1,311	984	1,238	1,063	1,210
판매비와관리비	708	657	740	637	722
영업이익	603	327	498	426	487
영업이익률	16.0	11.4	12.9	12.5	13.1
EBITDA	757	479	661	568	622
영업외손익	102	102	166	157	157
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	38	93	101	89	89
외환관련이익	90	23	120	120	120
금융비용	-1	-2	-2	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	65	11	67	67	67
법인세비용차감전순손익	705	429	664	583	644
법인세비용	-151	-112	-137	-128	-142
계속사업순손익	554	317	527	455	502
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	554	317	527	455	502
당기순이익률	14.6	11.0	13.7	13.3	13.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	554	317	527	455	502
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	554	317	527	455	502
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	554	317	527	0	0

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS	2,730	1,562	2,671	2,302	2,546
PER	5.4	17.2	9.8	10.0	9.0
BPS	20,420	21,696	23,097	25,197	27,395
PBR	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	3,628	2,296	3,167	2,743	3,004
EV/EBITDA	1.6	7.6	3.8	2.3	1.3
SPS	18,129	13,753	18,476	16,515	18,032
PSR	0.8	1.9	1.3	1.5	1.4
CFPS	4,264	2,646	3,629	3,097	3,358
DPS	250	180	270	270	270

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	9.8	-24.1	34.3	-11.2	9.1
영업이익 증가율	15.8	-45.8	52.2	-14.4	14.3
순이익 증가율	32.0	-42.8	66.2	-13.7	10.4
수익성					
ROIC	28.6	13.5	23.1	23.1	30.1
ROA	12.9	6.7	9.5	7.4	7.7
ROE	13.7	7.2	11.3	9.1	9.2
안정성					
부채비율	13.5	10.5	14.0	15.0	17.2
순차입금비율	-44.4	-43.4	-54.0	-72.3	-76.0
이자보상배율	449.7	159.0	261.7	0.0	0.0

자료: 케이씨텍, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 억 원)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	3,526	3,727	4,200	4,693	5,296
현금및현금성자산	161	542	822	1,575	1,587
매출채권 및 기타채권	448	295	343	294	311
재고자산	581	835	649	576	628
기타유동자산	2,336	2,054	2,385	2,247	2,770
비유동자산	1,307	1,273	1,292	1,308	1,349
유형자산	963	974	939	905	877
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	344	298	353	404	472
자산총계	4,833	5,000	5,491	6,001	6,645
유동부채	523	421	619	705	868
매입채무 및 기타채무	271	221	343	324	338
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	252	200	276	382	530
비유동부채	50	52	54	76	109
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50	52	54	76	109
부채총계	573	473	673	782	977
자배지분	4,260	4,526	4,818	5,219	5,668
자본금	104	104	104	103	103
자본잉여금	2,042	2,042	2,042	2,042	2,042
이익잉여금	2,215	2,481	2,971	3,373	3,822
기타지분변동	-101	-101	-299	-299	-299
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,260	4,526	4,818	5,219	5,668
순차입금	-1,892	-1,966	-2,601	-3,775	-4,308

현금흐름표	(단위: 억 원)				
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	555	266	999	751	639
당기순이익	554	317	527	455	502
비현금항목의 가감	336	235	230	187	193
감가상각비	154	152	163	142	134
외환손익	5	3	-59	-85	-85
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	177	81	126	130	144
자산부채의 증감	-212	-226	244	149	-3
기타현금흐름	-123	-60	-2	-39	-52
투자활동 현금흐름	-680	181	-491	-580	-695
투자자산	-547	321	-384	-58	-74
유형자산	-61	-129	-101	-101	-101
기타	-72	-10	-6	-421	-520
재무활동 현금흐름	-161	-72	-261	-79	-78
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	-1	0
현금배당	-46	-51	-37	-53	-53
기타	-115	-22	-224	-25	-25
현금의 증감	-296	382	280	753	12
기초 현금	456	161	542	822	1,575
기말 현금	161	542	822	1,575	1,587
NOPLAT	474	242	395	332	380
FCF	478	256	448	373	413

[Compliance Notice]

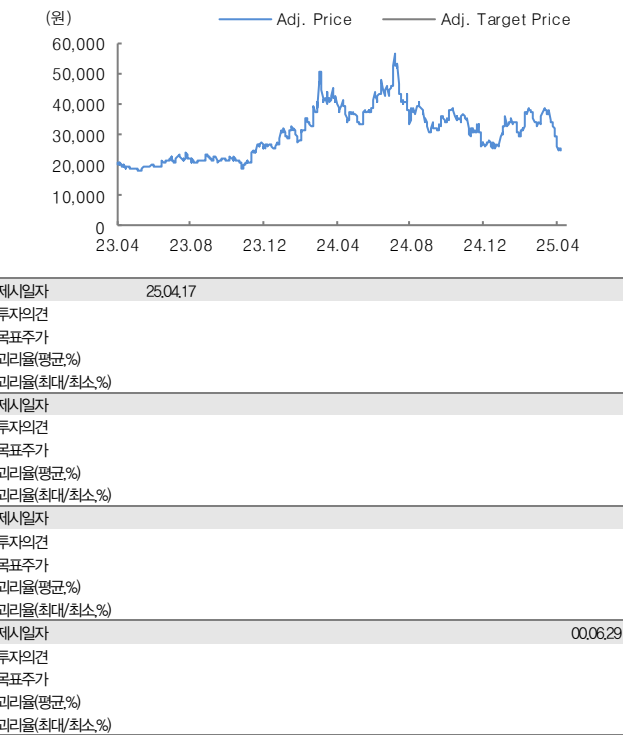
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

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]

케이씨텍(281820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250414)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상