

제너셈 (217190)

박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자의견

N.R

6개월 목표주가

N.R

현재주가

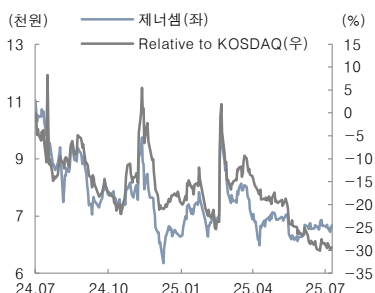
(25.07.10)

7,030

스몰캡 업종

KOSDAQ	790.36
시가총액	627억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	44억원
52주 최고/최저	12,000원 / 5,930원
120일 평균거래대금	19억원
외국인지분율	2.83%
주요주주	한복우 외 2 인 44.36%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	10.0	-8.1	-34.4
상대수익률	-2.6	-10.5	-15.9	-28.6



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	565	687	685	775	891
영업이익	36	65	69	101	134
세전순이익	31	72	73	105	138
총당기순이익	36	61	57	82	108
지배지분순이익	37	61	57	82	108
EPS	425	694	652	935	1,228
PER	31.9	98	108	7.6	5.8
BPS	4,857	5,701	6,293	7,168	8,336
PBR	2.8	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	9.0	13.1	10.9	13.9	15.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 제너셈, 대신증권 Research Center

꾸준히 준비 중인 미래

- EMI 실드, 소우싱글레이션, HBM 디본더 등 반도체 후공정 사업 영위
- HBM용 디본더 마운터 및 리무버를 새로운 성장동력으로 성장 중
- HBM CAPA 증가 효과 및 하이브리드 신규 장비 매출 점차 나타날 것

반도체 후공정 자동화 전문 업체

동사는 반도체 후공정 자동화 전문 장비 업체로 주요 장비군은 1) EMI 실드, 2) 소우 싱글레이션, 3) HBM용 디본더 및 리무버 장비를 주요 사업으로 영위 중. 24년 매출액 기준 EMI 실드 31%, 소우 싱글레이션 14%, HBM용 웨이퍼 마운터 및 리무버 장비 21%, 기타 장비 33%로 구성됨. 기존의 동사의 매출을 이끌었던 사업 부문은 EMI 실드 및 소우 싱글레이션 부문으로 EMI실드는 Electromagnetic Interference 실드 장비로 전자기기에서 발생하는 불필요한 전자파를 차단하는 장비. 소우 싱글레이션 장비는 서브스트레이트를 개별 제품으로 절단하고 세척 및 건조 후 자동 검사 과정을 통해 양품과 불량품을 선별하는 장비. HBM 웨이퍼 마운터 및 리무버 장비는 캐리어 웨이퍼를 제거하기 전에 웨이퍼를 잡아주는 테이프를 붙여주거나 떼어주는 역할을 하는 장비임. 전방 고객사의 HBM 관련 캐파 증설에 영향을 받음

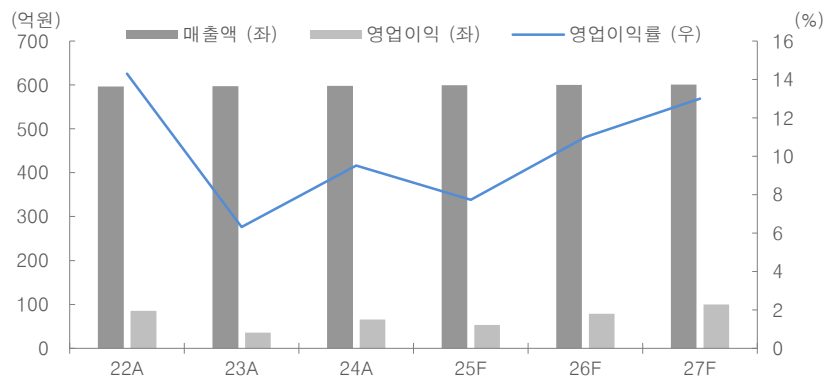
HBM에 적용될 하이브리드 본딩과 준비된 동사

동사의 소우 싱글레이션 장비는 국내 H사가 독점하던 시장을 동사가 19년부터 동사가 고객사에 판매하기 시작한 장비. 동사의 제품은 고객사의 필요에 맞는 커스터마이징을 강화해 점유율 확대를 노리고 있음. HBM용 웨이퍼 마운터 및 리무버 장비는 TC 본더 장비 10당 1대꼴로 매출이 발생 중. 내년 상용화가 예상되는 HBM4E는 기존 HBM3의 8단 대비 16단으로 단수가 2배 증가할 것으로 예상됨에 따라 HBM CAPA 증가에 따른 수혜를 예상함. 또, HBM4E부터 하이브리드본딩 공정의 도입이 예상되는데, 동사는 하이브리드 본딩에서 CMP공정까지 진행된 굿다이에 정렬 공정을 수행할 수 있도록 굿다이를 웨이퍼에 올려주는 역할을 하는 장비도 개발함. HBM의 하이브리드본딩 공정 본격적인 도입에 따른 수혜도 나타날 것

HBM 단수 증가, CAPA 증가에 따른 점차적으로 나타날 것

25년 매출액 685억원 (yoy -0.3%), 영업이익 69억원(yoy +5.4%)를 전망함. 소우 싱글레이션 장비 매출은 211억원(YoY +113%)으로 증가한 반면, 주요 고객사의 HBM 신규 캐파 증분이 감소함에 따라 HBM 관련 매출이 114억원(YoY -21.3%)으로 소폭 감소함에 따라 전사 매출액과 영업이익이 전년과 비슷한 수준에 머무를 것으로 예상함. 26년부터 HBM의 단수 증가에 따른 HBM 캐파 증가 효과와 하이브리드공정 도입에 따른 신규 장비 매출이 발생할 것으로 기대함

그림 1. 제너셈 연도별 매출액 추이 및 전망



자료: 제너셈, 대신증권 Research Center

그림 2. 제너셈 분기 및 연도별 실적추이 및 전망 (단위: 억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	24A	25F	26F	27F
매출액	271	147	150	84	687	685	775	891
yoy	126.0%	-45.7%	1.9%	-43.7%	21.8%	-0.3%	13.1%	15.0%
매출총이익	119	62	52	36	290	305	341	401
yoy	131.6%	27.5%	-18.4%	-36.7%	46.2%	5.0%	11.9%	17.6%
매출총이익률	44.0%	42.2%	34.4%	43.1%	42.2%	44.5%	44.0%	45.0%
영업이익	45	2	12	-13	65	69	101	134
yoy	229.5%	-76.1%	-48.7%	적자전환	83.7%	5.4%	46.1%	32.7%
영업이익률	16.8%	1.1%	8.0%	-15.6%	9.5%	10.1%	13.0%	15.0%
세전이익	47	-5	22	-15	72	73	105	138
yoy	297.4%	적자전환	13.7%	적자전환	131.0%	1.9%	43.4%	31.3%
세전이익률	17.5%	-3.7%	14.9%	-17.9%	10.5%	10.7%	13.6%	15.5%
당기순이익	39	-5	21	-12	61	62	89	117
yoy	364.2%	적자전환	-26.0%	적자전환	63.3%	2.6%	43.4%	31.3%
당기순이익률	14.5%	-3.6%	14.0%	-14.6%	8.9%	9.1%	11.5%	13.2%

자료: 제너셈, 대신증권 Research Center 추정

반도체 후공정 자동화 전문 장비사

반도체 후공정 자동화
전문 장비 회사

동사는 반도체 후공정 자동화 전문 장비를 사업으로 영위 중에 있다. 24년 매출액 기준 24년 매출액 기준 EMI 실드 31%, 소우 싱귤레이션 14%, HBM용 디본더 마운터 및 리 무버 21%, 기타 장비 33%로 구성되어 있다. 장비사의 특성사 부문별 매출액의 변동폭 은 나타나는 편이다.

HBM 이전 - EMI 실
드와 소우 싱귤레이션
이 메인 사업부

HBM 이전 동사의 기존 주력 사업은 EMI 실드와 소우 싱귤레이션 장비로 현재도 EMI 실드와 소우싱귤레이션 장비의 매출이 전체 매출의 50% 가량을 차지하고 있다. EMI 실 드는 전자기기에서 발생하는 불필요한 전자파를 차단하는 장비로 아이폰에 처음 적용된 이후, 점차 적용되는 장비의 수가 증가하면서 꾸준히 성장해왔다. 현재는 IT 기기 출하대 수가 증가하지 않음에 따라 EMI 실드 관련 매출도 정체하고 있다.

소우싱귤레이션 장비
국산화에 성공. 국내
메모리 반도체사 및
국내외 OSAT로 데모
제품 납품 완료

소우 싱귤레이션 장비는 반도체 공정이 완료된 칩을 패키징 하기 전에 칩을 잘라주는 공 정에서 사용되는 장비다. 일본의 Disco가 거의 독점하고 시장을 국내 H사가 국산화에 성공한 Microsaw 장비를 국내 장비사들이 주로 사용하고 있다. 소우 싱귤레이션 장비는 기존의 설치된 노후화된 장비들의 교체 수요가 꾸준히 존재하는 상황이다. 국내 메모리 반도체사향으로 동사 장비의 점유율 확대가 기대되며, 국내 및 해외 OSAT 업체로의 데 모 매출이 발생함에 따라 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

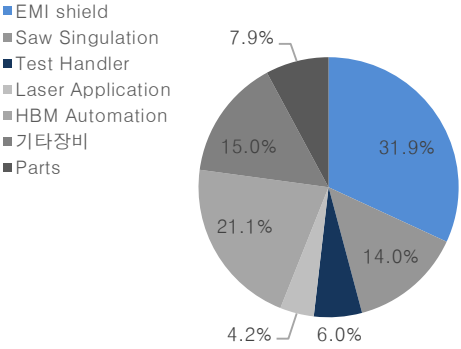
HBM 라미네이션 공
정에서 사용되는 웨이
퍼 마운터 및 리무버
장비

HBM 용 웨이퍼 마운터 및 리무버는 HBM 에 사용하는 DRAM 을 그라인딩 하기 전 DRAM 웨이퍼를 캐리어 웨이퍼에 붙이거나 떼는 과정에서 사용된다. HBM3 에서 HBM4E 로 감에 따라 HBM 의 단수가 HBM3 8 단에서 HBM4E 16 단으로 증가함에 공정 수혜가 나타날 것으로 예상된다.

신규 공정 기술인 하
이브리드공정에 들어
가는 정렬 장비 개발
완료

또, 동사는 하이브리드 본딩 공정에 들어가는 신규 장비를 개발한 상황이다. 하이브리드 공정에서는 레이저로 범프를 제거 후, 불순물을 세정한 후 다이를 재배열하는 공정이 필 요한데, 동사는 여기에서 다이를 재별하는 공정에 들어가는 장비를 개발했다. 주요 고객 사의 26년 말부터 HBM에서 하이브리드 공정을 도입할 것으로 기대됨에 따라 신규 장 비 매출이 발생할 것으로 기대된다.

그림 3. 제너셀 부문별 연도별 매출액 추이



자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

그림 4. 제너셀 HBM Wafer Mounter 장비



자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

HBM 용 후공정의 제조 과정

HBM 후공정의 6단계 캐리어 웨이퍼에 임시 적으로 부착함	일반 DRAM은 다음 과정을 거쳐서 후공정이 진행된다. 먼저, 라미네이션 공정이다. DRAM회로가 형성된 웨이퍼 전면을 보호하는 공정이다. 이후 웨이퍼를 얇게 가는 백그라인딩 공정에서 웨이퍼가 휘거나 깨지는 것을 방지하기 위한 과정으로 테이프를 통해서 단단한 지지체 역할을 하는 캐리어 웨이퍼를 임시로 부착하는 과정이다. 이 때, 동사의 장비가 테이프를 붙이거나 떼는 용도로 사용된다.
DRAM 적층을 위해 웨이퍼의 두께를 연마 함	둘 째, 백그라인드(Back Grind) 공정이다. DRAM 웨이퍼의 뒷면을 그라인드로 얇게 연마하여서, DRAM 웨이퍼의 두께를 줄인다. DRAM의 적층을 위해 얇게 연삭하는 과정으로 연삭 이후, CMP를 통해서 표면을 매끄럽게 만들어 준다.
개별 디램으로 떼어냄	셋 째, 웨이퍼 소우(Wafer Saw) 공정이다. 웨이퍼를 개별 칩으로 정밀하게 분리한다. 백그라인드를 마친 얇은 웨이퍼를 개별 DRAM 칩 단위로 자르는 공정이다. 레이저를 사용하는 스텔스 다이싱을 통해서 주로 다이싱한다.
떼어진 개별 디램을 정렬함	넷 째, 다이 어태치(Die Attach) 공정이다. 잘려 나온 개별 DRAM 다이들을 쌓아서 하나의 3D 스택을 만드는 과정에서, 각 다이를 정밀하게 정렬하는 공정이다. 현재 사용되는 TC 본딩에서는 TC 본딩에 정밀 얼라이먼트 모듈을 내장해 정렬과 함께 본딩이 이루어진다. 향후, 하이브리드 공정이 적용되면, 동사의 정렬 장비가 이 부분에서 사용될 예정이다.
정렬한 디램을 붙여주 는 공정을 거침	다섯째, 본딩(Bonding) 공정이다. 정렬된 칩들을 이어 붙여주는 과정이다. 열을 통해서 압착해서 정렬된 DRAM이 부착되어서 각 다이들 간의 연결이 이루어 지도록 한다. 향후, 마이크로 범프를 사용하지 않는 하이브리드 본딩이 적용될 예정이다.
로직다이와 결합한후, 출품되며, 최종 COWS 공정을 거쳐서 서버로 사용됨	여섯째, 로직다이와의 접합이다. 적층된 DRAM에서 KGD(Known Good Die)로 분류된 양질의 DRAM들을 제조된 로직다이와 접합하여, 최종 패키징 사업자에게 출하된다. 출품된, HBM 은 GPU 와 인터포저를 통해서 접합된 뒤, COWS 공정을 통해서 최종적으로 보드에 실장되어서, 테스트 이후, 서버로 사용되게 된다.

그림 5. HBM 용 반도체 후공정의 과정



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

연구개발을 통해서 꾸준히 확장되는 동사의 포트폴리오

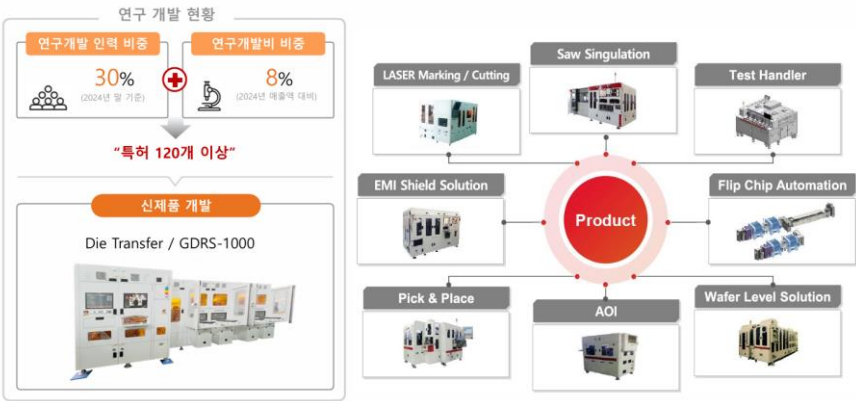
연구개발을 통해서 꾸준히 확장되고 있는 동사의 포트폴리오

제너셀은 기술연구소를 중심으로 시장의 니즈에 부합하는 신제품 개발을 지속해오며 반도체 후공정 장비 연구개발비에 투자 매년 새로운 반도체 후공정 장비를 출시하고 있다.

동사는 전체 인력의 30%가 연구개발 인력이며, 매출액의 8%를 연구개발비로 지속적으로 사용하고 있다. 다양한 장비를 개발해서 특허만 120개 이상을 보유하고 있다.

SK하이닉스, 삼성전자 등 메모리 반도체 업체뿐 아니라 JCET, ASE, Qualcomm 등 국내외 다양한 고객사들을 고객사로 두고 안정적인 매출 성장의 기반을 구축해나가고 있다.

그림 6. 연구개발 중심의 제너셀



자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

그림 7. 글로벌 고객사 기반으로 안정적인 매출 기반을 구축한 동사



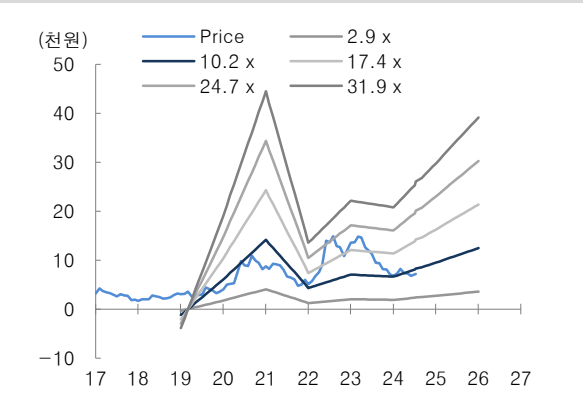
자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

순차적으로 미래를 준비해나가는 중

HBM 신규 캐파 증분 감소로 올해 실적은 작년 정도 수준을 예상함. 내년은 공정 변화 수혜로 성장을 예상함

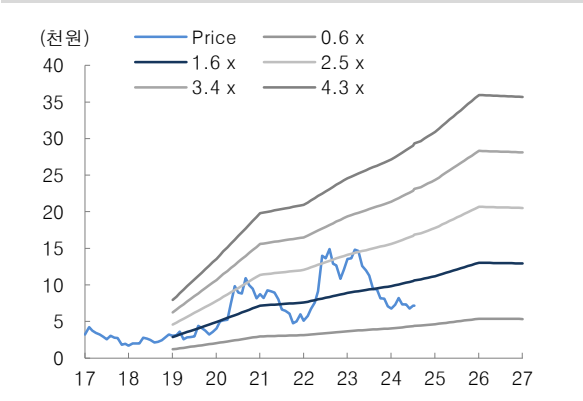
25년 매출액 685억원 (yoy -0.3%), 영업이익 69억원(yoy +5.4%)으로 작년과 비슷한 정도의 매출과 영업이익을 기록할 것으로 전망한다. 소우 상공레이션 장비 매출은 211억원 (YoY +113%)으로 증가한 반면, 주요 고객사의 HBM 신규 캐파 증분이 감소함에 따라 HBM 관련 매출이 114억원(YoY -21.3%)으로 소폭 감소할 것으로 예상한다. 26년부터 HBM4E로 HBM의 단수 증가에 HBM 캐파 증설 효과를 볼 수 있을 것으로 기대한다. 또한, 26년부터 HBM에도 하이브리드 공정이 도입됨에 따라 신규 장비 매출이 발생할 것으로 기대된다. 26년부터 순차적인 매출 성장이 나타날 것으로 예상한다.

그림 8. 제너셀 PER 밴드



자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

그림 9. 제너셀 PBR 밴드



자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

그림 10. 제너셀 역사적 주가추이



자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	565	687	685	775	891
매출원가	366	397	381	434	490
매출총이익	199	290	305	341	401
판매비와관리비	163	225	236	240	267
영업이익	36	65	69	101	134
영업이익률	6.3	9.5	10.1	13.0	15.0
EBITDA	48	78	82	114	147
영업외손익	-4	7	4	4	4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	8	18	6	6	6
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-12	-11	-1	-1	-1
외환관련손실	3	2	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	31	72	73	105	138
법인세비용	5	-11	-16	-23	-30
계속사업순손익	36	61	57	82	108
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	61	57	82	108
당기순이익률	6.4	8.9	8.3	10.6	12.1
비지배지분순이익	-1	0	0	0	0
지배지분순이익	37	61	57	82	108
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-7	13	14	15	16
포괄순이익	29	74	71	97	124
비지배지분포괄이익	-1	0	0	0	0
지배지분포괄이익	30	74	71	97	124

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	425	694	652	935	1,228
PER	31.9	9.8	10.8	7.6	5.8
BPS	4,857	5,701	6,293	7,168	8,336
PBR	2.8	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	545	893	935	1,299	1,677
EV/EBITDA	26.7	7.6	6.8	4.4	2.8
SPS	6,438	7,839	7,815	8,838	10,163
PSR	2.1	0.9	0.9	0.8	0.7
CFPS	858	1,270	1,260	1,624	2,002
DPS	0	75	75	75	75

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-5.3	21.8	-0.3	13.1	15.0
영업이익 증가율	-58.2	83.7	5.4	46.1	32.7
순이익 증가율	-70.5	70.2	-6.6	43.4	31.3
수익성					
ROIC	7.7	10.3	9.9	14.4	18.2
ROA	4.5	8.0	7.9	10.7	12.8
ROE	9.0	13.1	10.9	13.9	15.8
안정성					
부채비율	83.3	73.2	62.1	57.4	52.1
순차입금비율	21.2	0.4	-12.9	-20.6	-28.3
이자보상배율	4.1	7.4	0.0	0.0	0.0

자료: 제너셀, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	361	435	464	559	681
현금및현금성자산	113	200	248	318	406
매출채권 및 기타채권	120	89	87	97	112
재고자산	120	130	114	129	149
기타유동자산	9	16	15	15	15
비유동자산	417	429	428	428	428
유형자산	366	393	396	399	402
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	50	36	32	29	26
자산총계	778	864	892	987	1,109
유동부채	273	297	273	290	309
매입채무 및 기타채무	86	64	64	68	72
차입금	73	128	139	150	161
유동성채무	77	38	0	0	0
기타유동부채	37	66	69	72	76
비유동부채	81	68	69	70	71
차입금	57	34	34	34	34
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	24	34	35	36	37
부채총계	354	365	342	360	380
자배지분	426	500	552	629	731
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	107	107	107	107	107
이익잉여금	158	216	267	343	444
기타지분변동	117	133	134	136	137
비지배지분	-2	-1	-1	-2	-2
자본총계	424	499	550	627	729
순차입금	90	2	-71	-129	-206

연금흐름표	(단위: 억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	30	101	119	105	124
당기순이익	36	61	57	82	108
비현금항목의 가감	39	50	53	60	68
감가상각비	12	13	13	13	13
외환손익	2	-7	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	25	44	45	52	59
자산부채의 증감	-36	-3	25	-14	-21
기타현금흐름	-9	-7	-16	-23	-30
투자활동 현금흐름	-2	-8	-8	-9	-10
투자자산	0	0	3	2	2
유형자산	-3	-15	-15	-15	-15
기타	1	7	4	4	3
재무활동 현금흐름	-19	-9	-34	4	4
단기차입금	43	55	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	20	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	0	-7	-7	-7
기타	-75	-64	-38	0	0
현금의 증감	8	88	47	70	88
기초 현금	105	113	200	248	318
기말 현금	113	200	248	318	406
NOPLAT	41	56	54	79	104
FCF	47	52	51	76	102

[Compliance Notice]

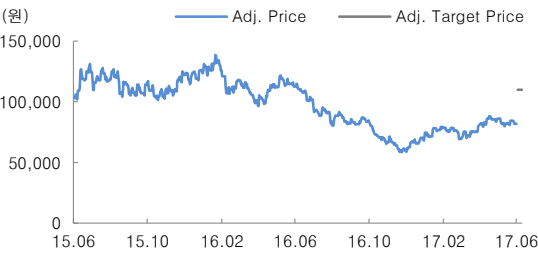
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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]

제너셀(217190) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	00.06.29
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250708)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	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