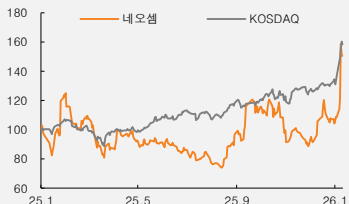


		Not Rated	
현재주가(26/1/30)		15,650원	
영업이익(25F,십억원)		-	
Consensus 영업이익(25F,십억원)			
EPS 성장률(25F,%)		-	
MKT EPS 성장률(25F,%)		-	
P/E(25F,x)		-	
MKT P/E(25F,x)		-	
KOSDAQ		1,149.44	
시가총액(십억원)		687	
발행주식수(백만주)		44	
유동주식비율(%)		44.5	
외국인 보유비중(%)		0.0	
베타(12M) 일간수익률		2.16	
52주 최저가(원)		7,680	
52주 최고가(원)		16,490	
(%)	1M	6M	12M
절대주가	42.8	78.9	55.6
상대주가	15.0	25.1	-1.4



[반도체]

장다현

dahyun.jang@miraesasset.com

253590 · LCD/반도체 장비

네오셈

HBM 다음은 HBF

SSD 검사장비 글로벌 1위 사업자

네오셈은 2002년 설립된 반도체 검사장비 전문기업으로, 2019년 코스닥에 상장했다. 2015년 글로벌 SSD 검사기 1위 업체 Flexstar Technology 인수를 통해 현재까지 10년 이상 글로벌 M/S 1위를 유지하고 있다. 모듈 테스트(매출 비중 약 80%), 컴포넌트 테스트(매출 비중 약 10%), 자동화 공정 장비 등 3개 사업부를 운영하고 있다. 현재 12M trailing PER 76배 수준에서 거래되고 있다.

SSD 세대 전환 국면에서의 기회 요인

AI 서버 시장 확대로 SSD 인터페이스가 Gen4에서 Gen5/6로 전환되고 있다. 대량 데이터의 고속 처리 수요 증가에 따라 차세대 SSD 검사장비 투자가 본격화되고 있다. 동사는 Gen4/5를 세계 최초로 개발했으며, 25년 1월 어드반테스트의 사업 철수 이후 Gen5 CPU 기반 테스트에서 글로벌 유일 플레이어로 자리잡았다. Gen6는 개발 완료 단계로 글로벌 고객사 1곳이 정식 발주 대기 중이다. 해외 빅테크 2곳도 데모 진행 중으로 하반기 발주가 예상된다. 원부자재 가격 상승분 반영과 가격 협상력을 바탕으로 ASP 상승 및 마진 개선도 기대해 볼 수 있다. Gen7 개발도 착수한 상태다. SSD 세대 전환 가속화가 동사의 기회 요인으로 작용할 전망이다.

차세대 HBF 시장 관련 관전 포인트

HBF(High Bandwidth Flash) 검사장비 시장 진입에 주목할 필요가 있다. HBF는 AI 추론 과정에서 발생하는 DRAM 병목 현상을 해결하기 위한 차세대 플래시 메모리 기술이다. 현재는 GPU 보드에 SSD를 연결해 HBM의 저장 부담을 분산시키는 방식이 사용되고 있으나, HBF는 이를 한 단계 진화시킨 형태다. 향후 GPU 보드는 HBM과 HBF가 함께 탑재될 전망이다. 현재 국내 주요 메모리사와 북미 낸드 전문 업체가 연합해 표준화를 추진 중이며, 동사는 이들과 공동 개발을 진행 중이다. 26년 말~27년 데모 버전 출시가 예상되며, 선제적 기술 확보는 HBF 시장 형성 초기의 장비 공급 기회로 연결될 여지가 있다. 다만, HBF 시장 본격화 시점 지연 가능성이 있어 표준화 진전과 고객 채택 여부를 확인할 필요가 있다.

** 본 자료는 26년 1월 27일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	47	35	73	99	102
영업이익 (십억원)	8	3	7	8	15
영업이익률 (%)	17.0	8.6	9.6	8.1	14.7
순이익 (십억원)	5	4	9	8	18
EPS (원)	139	104	235	202	419
ROE (%)	13.5	9.1	17.9	12.0	19.9
P/E (배)	26.0	34.7	14.3	38.8	20.8
P/B (배)	3.1	2.8	2.1	4.0	3.5
배당수익률 (%)	0.6	0.4	1.0	0.4	0.7

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 네오셈, 미래에셋증권 리서치센터

I. 실적 및 밸류에이션

1. 3Q25 실적 및 전망

3Q25 매출 102억원(-69% YoY, -38% QoQ), 영업손실 5억원(적전을 기록했다. 이는 25년 상반기 HBM 투자 집중에 따른 일반 메모리 업체들의 투자 축소에 기인했다. 그러나, 메모리 가격 상승에 따른 투자 재개로 하반기부터 수주 환경이 개선되고 있다.

CXL (Compute Express Link)
CPU-메모리 간 차세대 고속 연결
규격. 여러 장치가 메모리를
효율적으로 공유할 수 있게 함.
HBM의 보완재로 주목받는 기술

CXL 시장 본격화에 따른 업사이드가 존재한다. Yole은 글로벌 CXL 시장이 23년 1,400만 달러에서 28년 160억 달러로 고성장할 것으로 전망했다. 후방 테스트 장비 시장을 전방 시장의 0.5~1% 수준으로 가정하면 26년 약 150~301억원, 28년 약 1,147~2,293억원 규모의 신규 TAM이 형성된다. 동사가 50% 점유율을 확보할 경우 28년 약 573~1,147억원의 추가 매출 기회가 발생할 수 있다.

표 1. 네오셈 실적 테이블

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출	21.6	34.0	20.4	24.9	28.5	9.9	33.2	33.6	14.9	16.3	10.2
YoY	119%	340%	-17%	-24%	32%	-71%	63%	35%	-48%	64%	-69%
QoQ	-34%	58%	-40%	22%	14%	-65%	234%	1%	-56%	10%	-38%
SSD 테스터	20.2	33.2	22.0	20.0	26.6	9.0	24.6	24.0	13.4	12.5	8.2
번인 테스터	0.3	0.2	0.6	1.1	0.3	0.5	7.9	8.1	0.5	2.2	1.6
상품	0.4	0.0	0.2	0.2	0.6	-0.4	0.1	0.3	0.1	0.1	-0.0
용역/기타	0.7	0.6	0.7	0.6	1.0	0.9	0.7	1.3	0.9	1.5	0.4
매출원가	16.2	23.4	14.5	16.4	20.8	5.6	17.1	22.4	7.6	8.4	4.6
매출원가율	75%	69%	71%	66%	73%	56%	51%	67%	51%	51%	45%
매출총이익	5.4	10.7	5.9	8.5	7.6	4.4	16.1	11.2	7.3	7.9	5.5
매출총이익률	25%	31%	29%	34%	27%	44%	49%	33%	49%	49%	55%
판매비	5.0	5.6	5.4	6.4	5.0	5.9	5.6	6.3	5.8	7.4	6.0
영업이익	0.4	5.1	0.5	2.1	2.6	-1.6	10.5	5.0	1.5	0.5	-0.5
영업이익률	2%	15%	2%	8%	9%	-16%	32%	15%	10%	3%	-5%
법인세차감전순이익	0.9	5.6	1.3	1.4	4.0	-0.2	9.3	9.5	2.1	-1.8	1.0
법인세비용	0.1	0.5	-0.0	0.5	0.4	0.1	1.1	1.8	0.3	-0.2	0.3
지배주주순이익	0.9	5.1	1.4	0.9	3.6	-0.3	8.2	7.7	1.8	-1.6	0.7
지배주주순이익률	4%	15%	7%	4%	12%	-3%	25%	23%	12%	-10%	7%

자료: 네오셈, 미래에셋증권 리서치센터

2. 밸류에이션

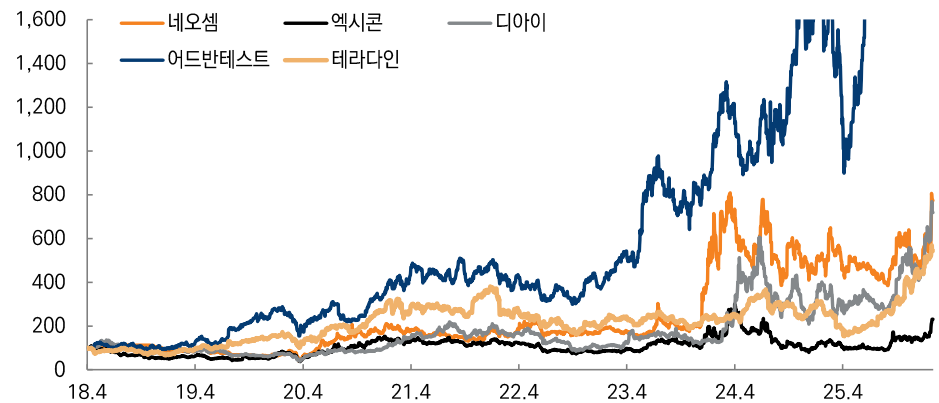
SSD (Solid State Drive)

반도체 기반 저장장치. HDD와 달리 움직이는 부품 없이 플래시 메모리로 데이터를 저장해 속도가 빠르고 내구성이 높음

현재 12M trailing PER 76배에 거래되고 있다. 글로벌 피어 어드반테스트는 25년 1월 SSD 사업 철수, 테라다인은 EPS 역성장(-15%) 상태이고, 국내 피어 엑시콘은 9분기 연속 적자, 디아이 자회사 디지털프론티어는 비상장으로 직접적 비교는 어렵다.

그림 1. 피어 주가 추이 비교

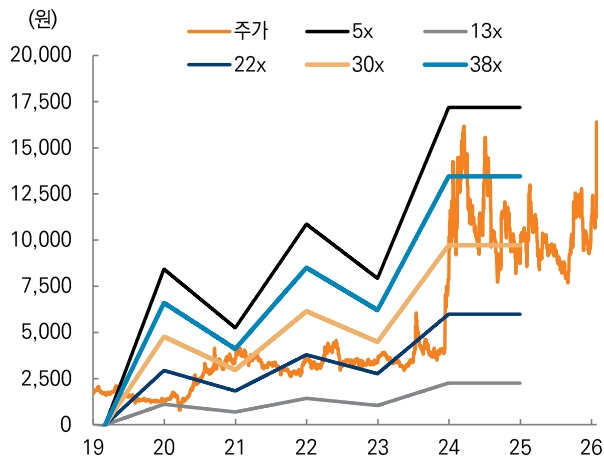
(2018.4.3=100)



주: 26.1.30 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

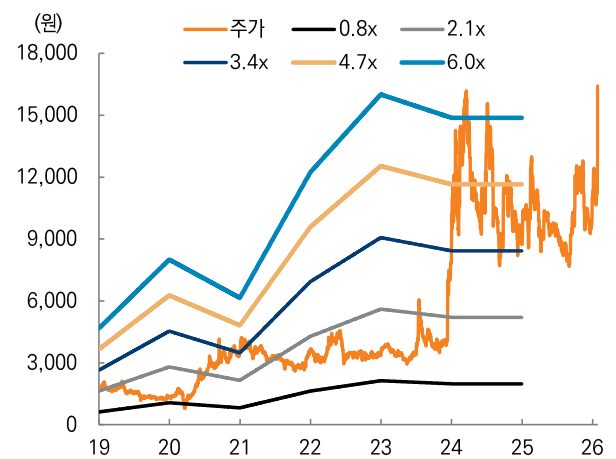
그림 2. 네오셈 PER 밴드 차트



주: 26.1.30 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 네오셈 PSR 밴드 차트



주: 26.1.30 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 피어 밸류에이션 테이블

(원, 십억원, %, 배)

국가	기업명	주가	시가총액	매출	영업이익	OPM	수익률					PER	PSR	EPS 3Y 평균 성장률
				2024	2024	2024	5D	1M	3M	6M	12M			
한국	네오셈	15,650	679	105	16	15.6	29.1	37.3	23.9	88.4	64.2	75.9	8.8	54.0
	엑시콘	24,500	320	32	-16	-50.3	17.2	51.8	52.7	147.7	93.7	-	8.7	-
일본	어드반테스트	25,505	19,540	7,135	228	3.2	8.4	29.9	10.2	149.7	194.5	64.6	18.0	54.2
미국	테라다인	241	38	3,847	1	0.0	5.2	24.5	32.6	131.4	108.2	85.3	13.5	-15.0

주: 26.1.30 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 기업 분석

DIMM (Dual In-line Memory Module)

서버/PC용 메모리 모듈 규격.
메인보드에 꽂는 RAM 카드 형태.
서버 DIMM은 고용량·고신뢰성
요구

Gen5/6/7

SSD 인터페이스 세대 구분. PCIe
규격에 따른 분류로, 세대가
올라갈수록 데이터 전송 속도가 약
2배씩 향상됨

CLT (Component Level Tester)

반도체 개별 칩 단위 테스트 장비.
번인(Burn-in) 테스트를 통해
불량 칩을 사전에 걸러내는 품질
검증 장비

1. 기업 개요

네오셈은 2002년 설립된 반도체 검사장비 전문기업으로, 2019년 코스닥에 상장했다. SSD, CXL, 서버 DIMM 등 메모리 반도체의 품질 검증에 필요한 테스트 장비를 개발·공급한다. 2015년 글로벌 1위 업체 Flexstar Technology 인수 이후 SSD 검사장비 분야에서 10년 이상 글로벌 M/S 1위를 유지하고 있다.

2. 제품 및 사업 구조

1) 모듈 테스트 사업부

전체 매출의 약 80%를 차지하는 핵심 사업부로, SSD, CXL, 서버 DIMM 검사장비가 주력이다. SSD 검사장비는 2015년 글로벌 1위 Flexstar Technology 인수 이후 10년 이상 M/S 1위를 유지하고 있다. 25년은 Gen4 정체로 부진했으나, AI 서버 확대에 Gen5 양산이 확대되면서 테스트 모듈 발주가 늘어나는 흐름이다. Gen6는 개발 완료 단계로 글로벌 주요 고객 1곳 발주 대기, 빅테크 2곳 데모 진행 중이며 하반기 발주가 예상된다. 어드반테스트의 사업 철수로 Gen5 CPU 기반 테스트는 동사가 글로벌 유일 플레이어다. Gen6부터는 원가와 가격 조건에 따라 ASP 및 수익성 개선 여지가 있다.

CXL 검사장비는 1.0/2.0을 세계 최초로 개발했고, 3.1도 올해 3월 말 개발 완료를 목표로 하고 있다. HBM의 보완재로서 26년부터 의미있는 매출이 발생할 것으로 예상된다. 서버 DIMM 검사장비는 서버용 DRAM 비중 확대에 따라 기존 연 60억원에서 24년 200억원 규모로 성장했다.

2) 컴포넌트 테스트 사업부

전체 매출의 약 10%를 차지하며 번인 테스터가 대표 제품이다. 2011년 사업 시작 이후 약 10년간 국내 메모리사 QA에만 납품했으나, 24년 타 국내 주요 메모리사 수주를 확보했다. 기존 국내 메모리사향 CLT는 올해 전체 발주 물량 10~15대 중 최소 30%를 확보할 전망이다. 해당 고객 양산라인 첫 진입이라는 점에서 유의미하다. 낸드 전용 번인 시장에도 진출해 24년 12월 북미 낸드 업체향 140억원을 수주했다. 북미 낸드 업체 비중이 확대되면서 번인 사업부 매출 규모도 확대되는 흐름이다.

3) 자동화 사업부

Gemini(서버 DIMM 오토메이션)와 Shelby(SSD 오토메이션) 두 가지 제품을 보유하고 있다. 2019년 투자 시작 후 아직 적자 상태다. Gemini는 북미 메모리사향으로 중국, 페낭, 인도에 셋업을 완료했으며, 양산성 검증 이후 추가 발주 가능성이 있다. Shelby는 국내 메모리사와 북미 메모리사에 QA용으로 납품 중이며, 양산용 Shelby G 개발이 진행 중이다.

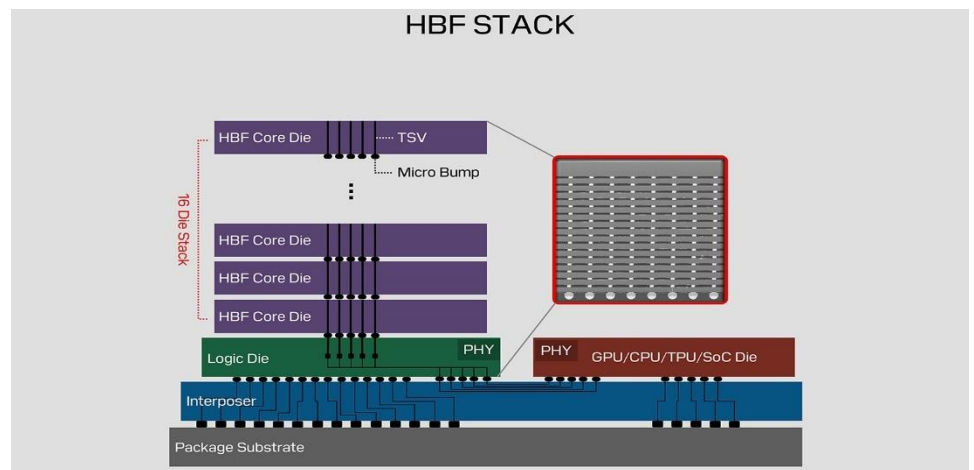
HBF (High Bandwidth Flash)
차세대 고대역폭 플래시 메모리.
GPU 옆에서 HBM의 데이터 저장
부담을 분산시켜 DRAM 병목
현상을 해소하는 신기술

3. 신사업: HBF

동사는 낸드 분야에서 HBF(High Bandwidth Flash) 검사장비를 개발 중이다. HBF는 GPU 옆에 위치해 HBM의 메모리 버퍼 역할을 수행하며, AI 연산 시 누적되는 데이터를 분산 저장해 DRAM 병목을 해소한다. 트렌드포스에 따르면 HBF는 HBM 대비 약 10배의 용량을 제공해 대규모 AI 추론 작업에 적합하며, 2027년 말~2028년 초 엔비디아, AMD, 구글 등 글로벌 빅테크 제품에 탑재될 전망이다. HBM6 도입 시점부터 본격적인 시장 확대가 예상된다.

현재 국내 주요 메모리사와 북미 낸드 전문 업체가 연합해 표준화를 추진 중이며, 국내 대형 메모리사도 개발을 진행하고 있다. 동사는 해당 연합과 공동 개발을 진행 중으로, 2026년 말~2027년 데모 버전 출시를 목표로 하고 있다. 동사는 국내 유일 HBF 검사장비 개발사로서 선제적 진입에 따른 사업 기회 확대 가능성이 존재한다.

그림 4. HBF 구조



자료: Tom's Hardware, 미래에셋증권 리서치센터

네오셀 (253590)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	35	73	99	102
매출원가	16	45	70	66
매출총이익	19	28	29	36
판매비와관리비	16	21	21	21
조정영업이익	3	7	8	15
영업이익	3	7	8	15
비영업손익	1	3	1	6
금융손익	-1	-2	1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	10	9	21
계속사업법인세비용	0	1	1	3
계속사업이익	4	9	8	18
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	4	9	8	18
지배주주	4	9	8	18
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	4	9	8	18
지배주주	4	9	8	18
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	3	8	8	16
FCF	-8	-10	26	16
EBITDA 마진율 (%)	8.6	11.0	8.1	15.7
영업이익률 (%)	8.6	9.6	8.1	14.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.4	12.3	8.1	17.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	57	67	60	96
현금 및 현금성자산	20	7	28	52
매출채권 및 기타채권	18	1	1	17
재고자산	5	47	16	14
기타유동자산	14	12	15	13
비유동자산	25	26	31	38
관계기업투자등	7	7	7	7
유형자산	13	17	22	25
무형자산	0	0	0	0
자산총계	82	93	91	134
유동부채	10	37	10	27
매입채무 및 기타채무	6	8	6	18
단기금융부채	4	21	4	2
기타유동부채	0	8	0	7
비유동부채	26	2	1	1
장기금융부채	26	1	1	1
기타비유동부채	0	1	0	0
부채총계	36	38	12	28
지배주주지분	46	55	79	105
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	15	20	37	44
이익잉여금	29	37	43	60
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	46	55	79	105

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	-6	-7	32	20
당기순이익	4	9	8	18
비현금수익비용가감	1	6	2	4
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	0	5	1	3
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-11	-22	23	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	16	0	-15
재고자산 감소(증가)	-1	-43	30	1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	4	-2	6
법인세납부	0	0	-2	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-17	1	-8	-4
유형자산처분(취득)	-2	-3	-6	-4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	5	-5	0
기타투자활동	-3	-1	3	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17	-8	-2	7
장단기금융부채의 증가(감소)	16	-26	0	1
자본의 증가(감소)	2	5	18	7
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	0	14	-19	0
현금의 증가	-6	-14	21	24
기초현금	26	20	7	28
기말현금	20	7	28	52

자료: 네오셀, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	34.7	14.3	38.8	20.8
P/CF (x)	26.3	8.8	31.4	16.9
P/B (x)	2.8	2.1	4.0	3.5
EV/EBITDA (x)	39.2	17.0	35.1	19.9
EPS (원)	104	235	202	419
CFPS (원)	138	383	250	516
BPS (원)	1,285	1,572	1,949	2,483
DPS (원)	15	35	30	60
배당성향 (%)	13.9	14.1	15.3	13.9
배당수익률 (%)	0.4	1.0	0.4	0.7
매출액증가율 (%)	-26.9	111.6	35.6	3.1
EBITDA증가율 (%)	-60.9	139.1	4.8	91.9
조정영업이익증가율 (%)	-66.0	168.9	5.4	94.9
EPS증가율 (%)	-24.9	125.5	-14.1	107.3
매출채권 회전율 (회)	2.8	7.8	77.5	11.5
재고자산 회전율 (회)	8.1	2.8	3.1	6.8
매입채무 회전율 (회)	5.6	9.4	11.8	8.0
ROA (%)	5.5	10.3	8.8	16.4
ROE (%)	9.1	17.9	12.0	19.9
ROIC (%)	10.8	15.1	15.5	36.8
부채비율 (%)	79.5	69.9	14.7	27.0
유동비율 (%)	550.7	182.4	569.1	354.9
순차입금/자기자본 (%)	-8.9	14.2	-45.1	-57.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.9	3.2	14.5	125.7

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.