



BUY (유지)

목표주가(12M) 39,000원(상향)
현재주가(12.03) 27,100원

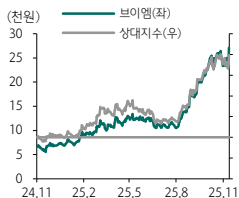
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	932.01
52주 최고/최저(원)	27,100/5,550
시가총액(십억원)	661.6
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	24,411.7
60일 평균 거래량(천주)	603.0
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
외국인지분율(%)	7.72
주요주주 지분율(%)	
최우형 외 2인	10.35
KB자산운용	7.41

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	136.3	210.8
영업이익(십억원)	23.1	60.0
순이익(십억원)	19.6	54.3
EPS(원)	694	1,873
BPS(원)	5,557	7,825

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	26.0	70.3	144.0	213.7
영업이익	(11.0)	(8.6)	24.2	52.6
세전이익	(7.3)	(4.6)	24.5	53.9
순이익	(7.0)	(3.5)	20.7	44.2
EPS	(273)	(135)	858	1,833
증감율	적전	적지	흑전	113.64
PER	(51.65)	(50.89)	29.14	13.64
PBR	2.48	1.20	3.43	2.78
EV/EBITDA	(31.18)	(14.16)	21.32	9.12
ROE	(5.81)	(2.80)	14.20	23.35
BPS	5,679	5,709	7,283	8,983
DPS	0	0	0	0



Analyst 김록호 rookkim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 12월 4일 | 기업분석_Earnings Preview

브이엠(089970)

최대 실적이 보인다

4Q25 Preview: 매출액 500억 돌파

브이엠의 25년 4분기 매출액은 504억원(YoY +53%, QoQ +38%), 영업이익은 88억원(YoY 흑자전환, QoQ -3%)으로 전망한다. 고객사의 전환 투자 및 M15x 신규 투자에 힘입어 22년 2분기 이후 3년여만에 분기 매출액 500억원을 초과할 것으로 추정된다. 브이엠의 주력 장비인 폴리 및 메탈 식각 장비 모두 수혜가 가능할 것으로 기대된다. 영업이익은 다소 보수적으로 추정하는데, 이는 연말 특성상 일회성 비용 가능성을 상정했기 때문이다. 아울러 지난 분기에 일회성 성격의 이익이 반영되었던 부분도 상기할 필요가 있다.

2026년 최대 매출액 전망

브이엠의 2026년 매출액은 2,137억원, 영업이익은 526억원으로 각각 전년대비 48%, 117% 증가할 전망이다. 매출액은 기존 최대 실적이었던 2021년 1,781억원을 초과 달성할 것으로 기대된다. 고객사의 M15x 신규 투자시에 식각 장비의 경우에는 기존 장비 활용이 제한되는 것으로 추정된다. 그로 인해 26년 상반기 신규 투자에 따른 실적 가시성이 높을 것으로 판단한다. 아울러 1c나노 전환 투자 규모도 10만장 내외에 달할 것으로 추정되어 이로 인한 수혜가 연중 지속될 것으로 기대된다. 최근에 Nvidia가 SOCAMM 2 관련 물량을 문의하고 있는 것으로 파악되어, 추가적으로 전환 투자 규모가 증가할 가능성도 상존한다. 최대 매출액 갱신에도 불구하고 영업이익 전망치를 보수적으로 전망하는 이유는 비용 증가를 반영했기 때문이다. 직원 수가 2021년 연말 64명에서 25년 3분기 102명으로 증가했는데, 연구개발직 및 해외 판로 개척을 위한 인력들 중심으로 충원했음을 감안해야 한다. 다만, 2026년 매출액이 2017년을 20% 가까이 상회하기 때문에 당시 영업이익률 30% 달성도 충분히 가능하다고 판단한다.

추가 공정 확보시 업사이드 역시 상존

브이엠에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 39,000원으로 상향한다. 2026년 EPS를 기존대비 6% 상향했기 때문이다. 2026년 영업이익 상향폭대비 EPS 상향폭이 작은 이유는 3분기 중 자기주식 처분으로 인해 2분기 말대비 유통주식수가 약 7% 증가했기 때문이다. M15x 신규 투자시에 투입되는 장비 대수가 하나증권의 예상보다 많고, 1c나노 전환 투자 규모도 당초 예상을 초과하는 것으로 파악된다. 매출액 전망치를 상향하며 그에 따른 이익률 추가 상향 역시 가능하다고 판단한다. 동일한 장비라도 미세화가 진행되며 일부 기능들이 추가되거나 개선되기 때문에 단가가 상승할 수 있는 구조로 파악된다. 아울러 추가적으로 공정을 확보할 가능성도 논의되고 있는데, 이를 반영하면 실적 역시 추가 상향 여력이 상존한다. 식각 장비 업체라는 밸류에이션과 희소성을 감안해 장비 업체 내에서 최선호주를 유지한다.

도표 1. 브이엠의 세부 실적 전망(변경)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	17.9	39.2	36.4	50.4	61.7	61.8	50.0	40.3	70.3	144.0	213.7
YoY	117%	99%	291%	53%	245%	58%	37%	-20%	136%	105%	48%
QoQ	-46%	119%	-7%	38%	22%	0%	-19%	-19%			
Poly Etcher	11.4	8.9	11.2	16.8	23.8	23.8	21.0	15.7	49.5	48.3	84.3
Metal Etcher	0.0	23.4	13.4	26.7	31.2	31.2	22.3	17.8	4.3	63.5	102.4
상품 및 기타매출	6.5	6.9	11.9	6.9	6.7	6.8	6.8	6.8	16.5	32.2	27.1
매출비중											
Poly Etcher	64%	23%	31%	33%	39%	39%	42%	39%	70%	34%	39%
Metal Etcher	0%	60%	37%	53%	51%	50%	45%	44%	6%	44%	48%
상품 및 기타매출	36%	18%	33%	14%	11%	11%	14%	17%	23%	22%	13%
영업이익	1.9	4.4	9.0	8.8	16.6	16.3	11.1	8.6	-8.6	24.2	52.6
영업이익률	10%	11%	25%	17%	27%	26%	22%	21%	-12%	17%	25%
YoY	흑전	1544%	흑전	흑전	786%	267%	23%	-3%	적자 유지	흑자 전환	117%
QoQ	흑전	136%	104%	-3%	89%	-2%	-32%	-23%			
세전이익	2.2	1.5	11.3	9.5	16.7	16.3	11.9	9.0	-4.6	24.5	53.9
법인세	0.6	-	0.6	-	0.0	3.0	2.9	2.1	7.2	3.9	9.7
법인세율	29%	-38%	0%	40%	18%	18%	18%	18%	-159%	16%	18%
순이익	1.6	2.1	11.3	5.7	13.7	13.4	9.7	7.4	-3.4	20.7	44.2
순이익률	9%	5%	31%	11%	22.2%	21.6%	19.5%	18.2%	-5%	14%	21%

자료: 브이엠, 하나증권

도표 2. 브이엠의 세부 실적 전망(기존)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	17.9	39.2	36.4	50.4	57.2	57.3	43.3	43.6	70.3	140.5	192.9
YoY	117%	99%	291%	53%	220%	46%	19%	-13%	136%	100%	37%
QoQ	-46%	119%	-7%	38%	13%	0%	-24%	1%			
Poly Etcher	11.4	8.9	11.2	16.8	23.8	23.8	14.3	19.0	49.5	47.0	80.0
Metal Etcher	0.0	23.4	13.4	26.7	26.7	26.7	22.3	17.8	4.3	70.2	93.6
상품 및 기타매출	6.5	6.9	11.9	6.9	6.7	6.8	6.8	6.8	16.5	23.4	19.3
매출비중											
Poly Etcher	64%	23%	31%	33%	42%	42%	33%	44%	70%	33%	41%
Metal Etcher	0%	60%	37%	53%	47%	47%	51%	41%	6%	50%	49%
상품 및 기타매출	36%	18%	33%	14%	12%	12%	16%	16%	23%	17%	10%
영업이익	1.9	4.4	9.0	8.5	15.6	12.7	8.9	8.1	-8.6	22.4	45.0
영업이익률	10%	11%	25%	17%	27%	22%	20%	19%	-12%	16%	23%
YoY	흑전	1544%	흑전	흑전	733%	186%	-2%	-5%	적자 유지	흑자 전환	101%
QoQ	흑전	136%	104%	-6%	83%	-19%	-30%	-8%			
세전이익	2.2	1.5	11.3	9.2	15.7	12.7	9.6	8.5	-4.6	19.6	42.4
법인세	0.6	-	0.6	-	0.0	3.7	2.8	2.3	7.2	3.1	7.6
법인세율	29%	-38%	0%	40%	18%	18%	18%	18%	-159%	16%	18%
순이익	1.6	2.1	11.3	5.5	12.9	10.4	7.9	7.0	-3.4	16.5	34.7
순이익률	9%	5%	31%	11%	22.6%	18.2%	18.3%	16.0%	-5%	12%	18%

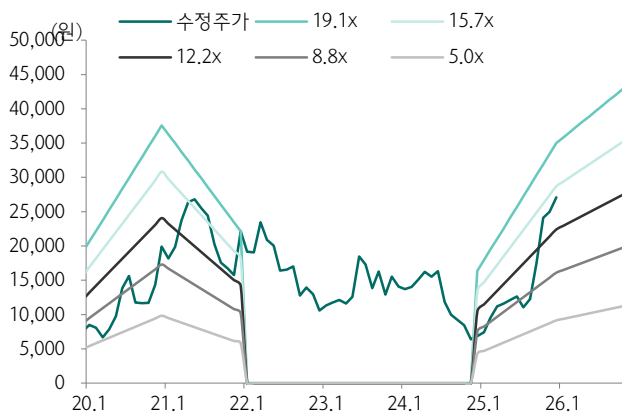
자료: 브이엠, 하나증권

도표 3. PER Valuation

		비고
EPS (원)	1,833	12m forward EPS
비교 P/E (x)	30.2	국내 반도체 전공정 장비 평균 PER
할인률 (%)	30%	실적 규모 열위 및 단일 고객사
적정 P/E (x)	21.1	
적정주가 (원)	38,749	
목표주가 (원)	39,000	
현재주가 (원)	26,450	2025.12.3 종가 기준
상승여력 (%)	47.4	

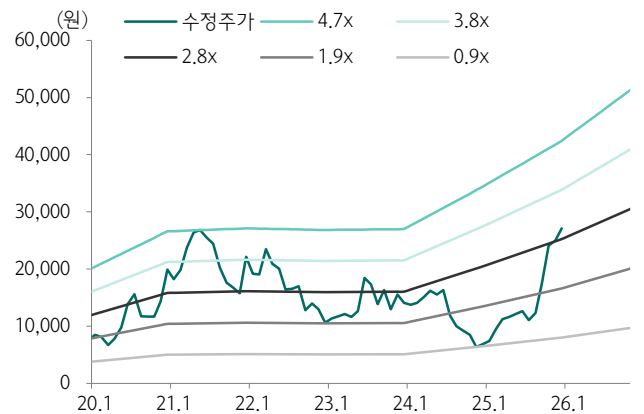
자료: 하나증권

도표 4. PER 밴드



자료: Fnwise, 하나증권

도표 5. PBR 밴드



자료: Fnwise, 하나증권

도표 6. 장비 라인업 확대 도모

연구 과제	연구결과	기대효과 및 진행상황
Leo WS(WSE) 장비 개발 (2021.01.~2025.10)	성능 향상 및 Model명 변경하여 개발 진행중	- 차세대 Poly Etch. Leo WS 개발 진행 중 - 장비 개발 진행 중으로 현재 초도 장비 구성 및 일부 추가 개선 완료 후 개발 검증 최종단계 (공정 활용 평가) 진행중 - 최신 공정 Trend에 맞춰 Leo WS 사양 업그레이드 버전인 Leo WSE 개발 중 - Leo WS Chamber를 아래 사양에 맞춰 개조 및 TEST 예정 - RFS Upgrade(3kW → 6kW). RF Multi Level Pulse 4 Level 이상 적용. TMP 용량 증가 (3300L → 4400L)
Da Vinci WH 장비 개발 (2021.01.~) (구)Tigris	개발중	- 300mm Oxide Etch. 개발 진행 중 - 독자적인 기술을 통해 고종횡비(High Aspect Ratio) 산화막 식각 장비로서 업계 최고 수준 HW 퍼포먼스를 목적으로 함. - 양산 개발 완료 후 기존 Poly/Metal Etcher에 더하여 Oxide Etcher Line up 확대로 전체 Dry Etcher 시장 점유율 확대 및 매출 증대 예상 - 2025년 개선 및 추가 개발 아이템 평가 진행 중
Mona Lisa WH 장비 개발 (2023.12.~)	개발중	- 300mm Oxide Etch. 개발 진행 중 - Da Vinci WH와는 산화막 식각 목적성이 일부 다른 Oxide Etch Chamber로써, 독자적인 기술을 추가하여 외산 산화막 식각장비와의 경쟁력을 갖추도록 개발 진행중 - 2024년 Alpha Ver, Prototype Chamber 제작, 기초 통신/공압 IO, 기초 Function 테스트 진행 완료 - 2025년 공정테스트 진행, HW 개선 평가 등 추가 테스트 진행중 - 2025년 양산형 Ver. chamber 제작 예정
APES ALE 장비 개발 (2024.04.01~)	개발중	- 300mm Atomic Layer Etch Model인 APES 개발 진행 - 고효율 Remote Plasma 및 Thermal Type의 Hybrid Concept 특허를 기반으로 신규 ALE 시장에서의 경쟁력 확보 - 2024년 3월 산업통상자원부 산하 산업기술평가원 주최 산업기술혁신사업의 차세대 지능형 반도체 기술 개발 국책과제 선정 - 2025년 특허 출원에 근거한 Alpha Ver. Prototype Chamber 제작 및 function check 진행 중. 추가 개선 아이템 적용 및 평가 예정

자료: 브이엠, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	26.0	70.3	144.0	213.7	249.5
매출원가	13.3	46.9	88.1	119.9	134.3
매출총이익	12.7	23.4	55.9	93.8	115.2
판매비	23.6	32.0	31.7	41.2	47.4
영업이익	(11.0)	(8.6)	24.2	52.6	67.8
금융손익	3.7	3.9	(0.5)	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.7	1.3	1.3
기타영업외손익	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
세전이익	(7.3)	(4.6)	24.5	53.9	69.1
법인세	(0.3)	(1.1)	3.9	9.7	13.1
계속사업이익	(7.0)	(3.5)	20.7	44.2	56.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.0)	(3.5)	20.7	44.2	56.0
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(7.0)	(3.5)	20.7	44.2	56.0
지배주주지분포괄이익	(6.6)	(1.0)	19.9	44.2	56.0
NOPAT	(10.5)	(6.5)	20.4	43.1	54.9
EBITDA	(9.3)	(6.9)	25.8	53.8	68.7
성장성(%)					
매출액증가율	(81.61)	170.38	104.84	48.40	16.75
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	111.27	27.38
EBITDA증가율	적전	적지	흑전	108.53	27.70
영업이익증가율	적전	적지	흑전	117.36	28.90
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	113.53	26.70
EPS증가율	적전	적지	흑전	113.64	26.73
수익성(%)					
매출총이익률	48.85	33.29	38.82	43.89	46.17
EBITDA이익률	(35.77)	(9.82)	17.92	25.18	27.54
영업이익률	(42.31)	(12.23)	16.81	24.61	27.17
계속사업이익률	(26.92)	(4.98)	14.38	20.68	22.44

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(273)	(135)	858	1,833	2,323
BPS	5,679	5,709	7,283	8,983	11,139
CFPS	(217)	(44)	1,152	2,286	2,904
EBITDAPS	(365)	(271)	1,069	2,232	2,850
SPS	1,019	2,746	5,976	8,869	10,355
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(51.65)	(50.89)	29.14	13.64	10.76
PBR	2.48	1.20	3.43	2.78	2.24
PCFR	(64.98)	(156.14)	21.70	10.94	8.61
EV/EBITDA	(31.18)	(14.16)	21.32	9.12	6.51
PSR	13.84	2.50	4.18	2.82	2.41
재무비율(%)					
ROE	(5.81)	(2.80)	14.20	23.35	23.40
ROA	(4.54)	(2.18)	10.18	17.23	18.39
ROIC	(14.59)	(9.78)	23.66	40.30	51.82
부채비율	23.53	33.31	44.02	28.82	25.95
순부채비율	(38.64)	(53.98)	(31.88)	(52.93)	(58.02)
이자보상배율(배)	(16.32)	(4.59)	23.98	0.00	0.00

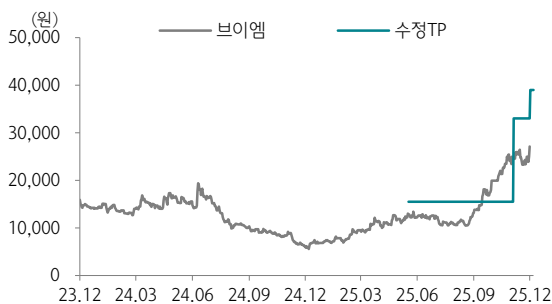
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	140.8	150.5	221.6	254.5	319.7
금융자산	70.4	93.7	104.3	154.7	203.4
현금성자산	68.2	92.0	101.2	151.5	200.2
매출채권	1.1	8.6	13.1	10.5	12.2
재고자산	67.8	46.8	102.4	87.8	102.5
기타유동자산	1.5	1.4	1.8	1.5	1.6
비유동자산	10.2	15.2	19.0	17.6	16.9
투자자산	1.5	1.5	1.7	1.6	1.7
금융자산	1.5	1.5	1.7	1.6	1.7
유형자산	7.7	12.2	15.3	14.2	13.5
무형자산	0.4	0.4	0.7	0.6	0.4
기타비유동자산	0.6	1.1	1.3	1.2	1.3
자산총계	150.9	165.7	240.6	272.1	336.6
유동부채	27.0	39.3	70.4	58.3	66.4
금융부채	22.7	26.5	50.9	42.7	48.2
매입채무	2.8	9.3	14.2	11.3	13.2
기타유동부채	1.5	3.5	5.3	4.3	5.0
비유동부채	1.8	2.1	3.2	2.6	3.0
금융부채	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2
기타비유동부채	1.3	2.0	3.0	2.4	2.8
부채총계	28.8	41.4	73.5	60.9	69.3
지배주주지분	122.2	124.3	167.1	211.2	267.2
자본금	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
자본잉여금	41.2	42.4	64.3	64.3	64.3
자본조정	(16.8)	(14.8)	(13.8)	(13.8)	(13.8)
기타포괄이익누계액	2.4	4.9	4.1	4.1	4.1
이익잉여금	93.0	89.4	110.1	154.3	210.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	122.2	124.3	167.1	211.2	267.2
순금융부채	(47.2)	(67.1)	(53.3)	(111.8)	(155.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(15.6)	22.2	(19.6)	58.6	43.2
당기순이익	(7.0)	(3.5)	20.7	44.2	56.0
조정	1.1	5.0	5.8	1.2	0.8
감가상각비	1.6	1.7	1.6	1.2	0.9
외환거래손익	(0.4)	(5.1)	1.7	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	8.4	2.5	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(9.7)	20.7	(46.1)	13.2	(13.6)
투자활동 현금흐름	26.8	(5.8)	(5.1)	0.2	(0.1)
투자자산감소(증가)	0.2	(0.0)	(0.3)	0.2	(0.1)
자본증가(감소)	(1.7)	(6.1)	(4.2)	0.0	0.0
기타	28.3	0.3	(0.6)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	17.1	4.7	43.5	(8.2)	5.4
금융부채증가(감소)	6.9	3.4	14.1	(8.2)	5.4
자본증가(감소)	2.3	1.2	21.9	0.0	0.0
기타재무활동	7.9	0.1	7.5	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	28.3	21.0	20.5	50.4	48.7
Unlevered CFO	(5.6)	(1.1)	27.8	55.1	70.0
Free Cash Flow	(17.3)	16.1	(23.9)	58.6	43.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

브이엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.12.4	BUY	39,000		
25.11.7	BUY	33,000	-24.52%	-17.88%
25.5.20	BUY	15,500	-6.22%	64.19%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2025년 12월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 브이엠 은/는 투자자문업(타 자산운용사가 운영하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등에) 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.73%	4.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 12월 01일