

한미반도체 042700

HBM의 승부사

TC본더 수요 증가와 고객사 확장의 콜라보

TC본더는 열과 압력을 이용하여 칩을 적층하고 전기적으로 연결하는 장비로 HBM 생산의 핵심 장비이다. 식각 공정에서 TSV를 뚫으면 TC본더는 형성된 TSV를 통해 칩을 적층/연결한다. 동사는 주요 메모리 업체향으로 TSV TC본더를 메인 벤더로 납품 중이다. 메모리 업체들의 공격적인 HBM Capa 증설과 스택 수 증가가 지속될 것으로 전망하며 이에 따라 TC본더 수요 역시 증가한다는 판단이다. 또한 HBM 선두 업체향 공급 레퍼런스를 기반으로 후발 업체들의 장비 요청이 증가하고 있어 글로벌 고객사 확장 역시 기대된다.

HBM4 이후에도 경쟁력 유지 전망

HBM4는 기존 720 μ m 높이에서 16단 적층이 요구되어 하이브리드 본딩 도입이 불가피할 것으로 예상했으나 JEDEC에서 적층 높이를 775 μ m로 완화함에 따라 1) Advanced MR-MUF와 NCF 방식 모두 적용 가능하며, 2) 수율이 높고, 3) 하이브리드 본딩 대비 해당 장비 단가가 낮은 TC본딩 방식을 유지할 가능성이 높다. 전체 HBM TC본더 시장 점유율 약 65% 이상을 차지하는 동사의 수혜가 지속될 것이다. 궁극적으로 더 높은 스택 수와 더 낮은 높이를 구현하기 위해 하이브리드 본딩 방식으로의 진화는 불가피하다. 하지만 기술 난이도 감안 시 27~28년까지도 TC본딩 방식을 병행할 것으로 전망하며 동사 역시 하이브리드 본딩 개발을 지속하고 있어 장비 수요 감소 우려는 이르다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

2024년 매출액 5,418억원(+241% YoY), 영업이익 2,113억원(+511% YoY, OPM 39%)을 전망하며 2025F 추정 EPS 3,146원에 Target P/E 60배를 적용하여 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. Target P/E는 글로벌 후공정 장비업체 DISCO, BESI 12M Fwd P/E 평균에 HBM TC본더 시장점유율 감안하여 20% 프리미엄 적용했다. TC본더 매출은 SK하이닉스, Micron 수주에 힘입어 23년 약 100억원에서 24년 3천억대 후반 이상으로 대폭 증가를 기대하며 추가적인 고객사 확장 가능성 감안할 때 25년 전사 매출 8천억원 이상 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	257	373	328	159	542
영업이익	67	122	112	35	211
영업이익률(%)	25.9	32.8	34.1	21.7	39.0
세전이익	66	136	128	345	276
지배주주지분순이익	50	104	92	267	217
EPS(원)	487	1,056	948	2,745	2,239
증감률(%)	189.2	116.9	-10.2	189.6	-18.4
ROE(%)	21.0	34.6	25.0	55.5	32.3
PER(배)	18.6	17.9	12.1	22.5	72.8
PBR(배)	1.8	2.7	2.9	10.5	20.6
EV/EBITDA(배)	11.7	14.1	8.4	134.8	70.4

자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

2024.05.29

매수(신규)

목표주가(신규)	190,000원
현재주가(05/28)	163,000원
상승여력	16.6%

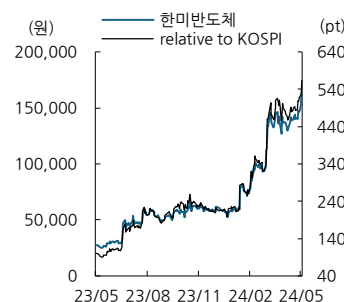
Stock Data

KOSPI	2,722.9pt
시가총액(보통주)	15,810십억원
발행주식수	96,994천주
액면가	100원
자본금	13십억원
60일 평균거래량	2,680천주
60일 평균거래대금	340,890백만원
외국인 지분율	13.5%
52주 최고가	164,500원
52주 최저가	24,500원
주요주주	
곽동신(외 8인)	55.3%
국민연금공단(외 1인)	6.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	18.8	16.3
3M	80.9	78.2
6M	164.6	156.6

주가차트



Valuation

투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

한미반도체 2025F 추정 EPS 3,146원에 Target P/E 60배를 적용하여 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. Target P/E는 글로벌 후공정 Top-Tier 장비업체 DISCO, BESI의 12M Fwd P/E 평균에 HBM TC본더 시장점유율 감안하여 20%의 프리미엄을 적용했다.

표1 한미반도체 Valuation Table

구분	2025F	비고
EPS (원)	3,146	2025년 추정 EPS
Target Multiple (배)	60.3	DISCO, BESI 12M Fwd P/E 평균 * 1.2
주당기업가치 (원)	189,715	
목표주가 (원)	190,000	
현재주가 (원)	163,000	2024.05.28 종가
상승여력	17%	

자료: DS투자증권 리서치센터

한미반도체 투자포인트는 다음과 같다.

1) TC본더는 HBM 생산의 핵심 장비로 메모리 업체들의 공격적인 HBM Capa 증설과 스택 수 증가로 인해 추가적인 장비 수주가 기대된다. 글로벌 HBM Capa는 2023년 말 99K에서 2024년 말 300K 이상으로 3배 가까이 증가할 것으로 추정하며 AI 반도체 수요 증가에 따라 2025년 이후에도 Capa 및 출하량 증가가 전망된다.

2) 고객사 확장 가능성이 있다. ASMPT, 신카와 등도 TC본더 라인업을 보유하고 있지만 동사의 선두 업체향 공급 레퍼런스를 기반으로 후발 업체의 장비 요청이 증가하고 있다. 후발 업체들로 고객사 확장 시 장비 단가가 상승하며 수익성 역시 더욱 개선될 것으로 전망한다. 동사 Capa는 월 12대에서 최근 월 22대까지 확대하였고 2025년 월 35대 수준까지 증설 전망이다.

3) 전체 HBM TC본더 시장 점유율 약 65%를 차지하는 동사의 수혜는 HBM4 이후에도 지속된다는 판단이다. HBM4 높이 표준 완화로 인해 1) Advanced MR-MUF와 NCF 방식 모두 적용 가능하며, 2) 수율이 높고, 3) 하이브리드 본딩 방식 대비 해당 장비 단가가 낮은 TC본딩 방식을 유지할 가능성이 높다. 향후 하이브리드 본딩 전환 흐름에도 27~28년까지도 TC본딩 방식을 병행할 것으로 전망하며 동사 역시 하이브리드 본더를 개발 중에 있다.

실적 전망

2024년 매출액 5,418억원(+241% YoY), 영업이익 2,113억원(+511% YoY, OPM 39%)을 전망한다. 1Q24 실적은 매출액 773억원(+48% QoQ, +192% YoY), 영업이익 287억원(+56% QoQ, +1,283% YoY, OPM 37%)으로 시장 컨센서스 대비 영업이익 소폭 상회하는 실적을 발표했다. 상회 원인은 TC본더 매출액이 471억원(매출비중 61%)으로 급증한 것과 중화권 하이엔드 스마트폰용 EMI Shield 매출 증가 등이다.

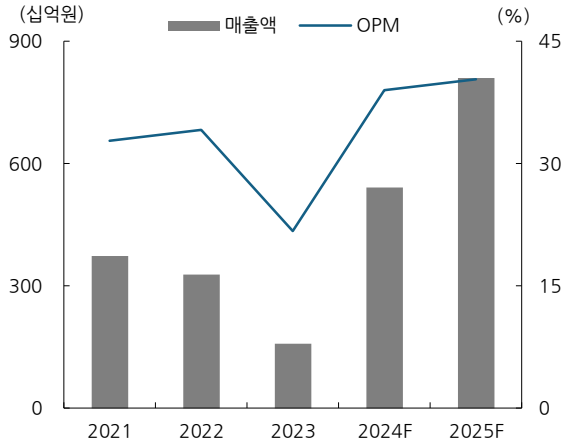
TC본더 매출은 SK하이닉스, Micron 수주에 힘입어 23년 약 100억원 수준에서 24년 3천억대 후반 이상으로 대폭 증가할 것으로 기대하며 추가적인 고객사 확장 가능성 감안할 때 25년 전사 매출 8천억원 이상을 기대한다. TC본더는 기존 후공정 장비와는 다르게 HBM 세대별로 전용 장비를 필요로 한다. 세대가 진화할 때마다 신규 장비가 필요하기 때문에 고객사별로 차세대 제품 출시 시마다 신규 장비 납품이 가능할 것이다.

표2 한미반도체 실적 추정 Table

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액 (십억원)	27	49	31	52	77	130	164	171	328	159	542
<i>QoQ/YoY %</i>	-56	85	-36	67	48	68	27	4	-91	-51	241
MSVP	12	31	18	21	11	19	31	34	196	81	96
본더	1	5	1	17	51	95	113	115	26	24	375
카메라모듈	7	2	0	2	0	1	2	3	15	11	6
EMI Shield	0	0	3	2	7	5	6	5	9	6	22
기타	1	3	1	1	1	2	1	1	33	6	5
소모품	6	8	9	9	7	8	10	12	49	32	38
영업이익 (십억원)	2	11	3	18	29	52	61	70	112	35	211
<i>QoQ/YoY %</i>		439	-74	534	56	81	17	15	-91	-69	511
영업이익률 (%)	8	23	9	35	37	40	37	41	34	22	39
순이익 (십억원)	133	34	15	85	70	43	48	56	92	267	217
매출비중 (%)											
MSVP	44	62	58	40	14	15	19	20	60	51	18
본더	4	10	2	33	66	73	69	67	8	15	69
카메라모듈	25	4	0	4	0	0	1	2	4	7	1
EMI Shield	0	1	11	3	9	4	4	3	3	3	4
기타	5	6	2	2	1	2	1	1	10	4	1
소모품	23	17	29	17	10	6	6	7	15	20	7

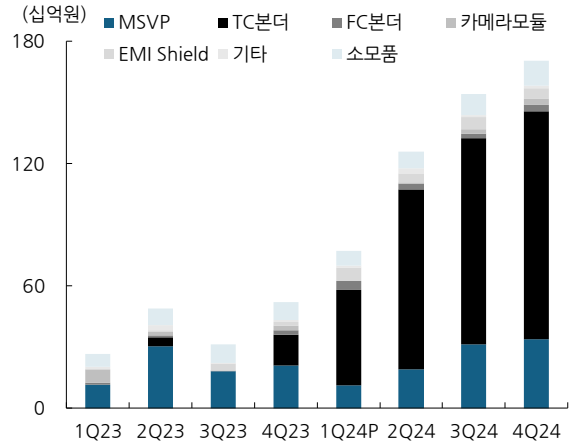
자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 한미반도체 연간 실적 추이 및 전망



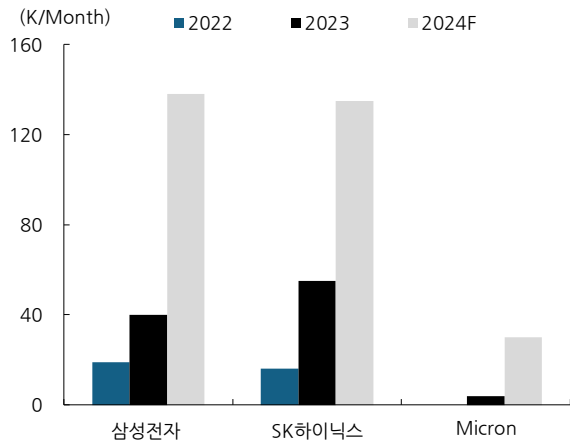
자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터

그림2 한미반도체 제품별 실적 추이 및 전망



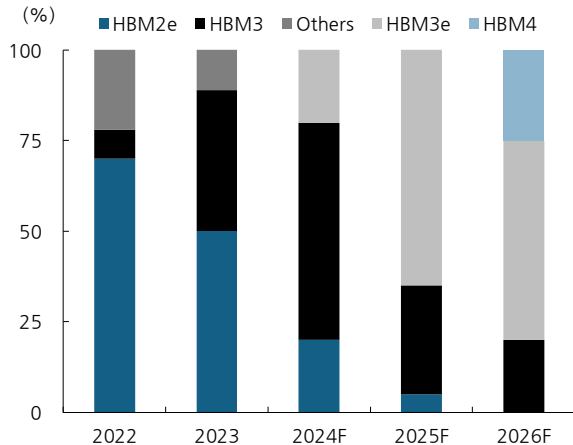
자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터

그림3 메모리 3사 TSV Capa 증설 전망



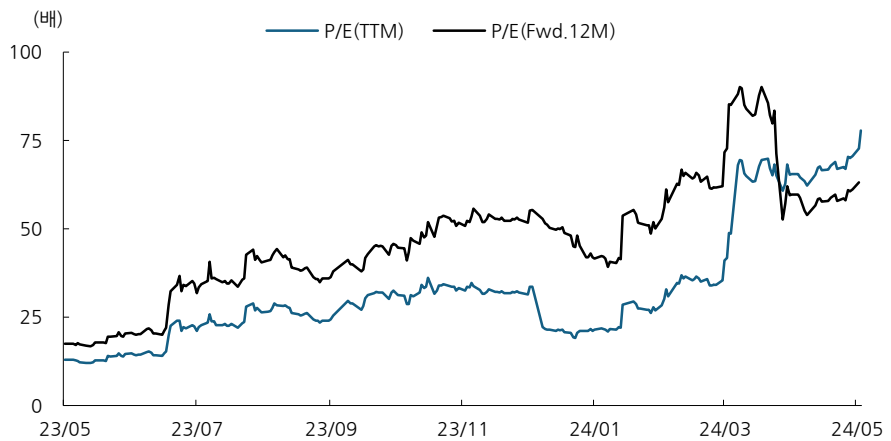
자료: DS투자증권 리서치센터

그림4 HBM 제품별 비중 추이 및 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 한미반도체 P/E Valuation 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

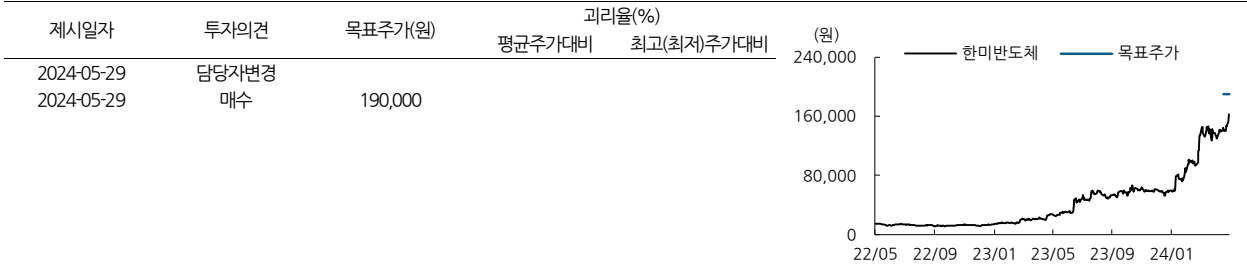
[한미반도체 042700]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	209	250	270	319	461	매출액	257	373	328	159	542
현금 및 현금성자산	81	50	91	180	122	매출원가	147	193	143	80	237
매출채권 및 기타채권	79	113	81	43	112	매출총이익	111	180	185	79	305
재고자산	48	86	80	95	225	판매비 및 관리비	44	58	73	45	94
기타	1	1	17	1	2	영업이익	67	122	112	35	211
비유동자산	118	180	186	404	539	(EBITDA)	73	129	121	43	223
관계기업투자등	14	55	52	262	325	금융손익	-6	10	11	8	10
유형자산	90	108	113	127	199	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	3	5	4	4	4	관계기업등 투자손익	1	6	0	76	1
자산총계	327	429	455	724	1,000	기타영업외손익	4	-2	5	227	54
유동부채	68	81	63	105	168	세전계속사업이익	66	136	128	345	276
매입채무 및 기타채무	40	45	25	69	122	계속사업법인세비용	16	32	36	78	60
단기금융부채	0	0	1	1	1	계속사업이익	50	104	92	267	217
기타유동부채	28	36	36	36	45	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2	2	2	47	61	당기순이익	50	104	92	267	217
장기금융부채	0	0	1	0	0	지배주주	50	104	92	267	217
기타비유동부채	2	1	2	46	61	총포괄이익	50	105	93	266	217
부채총계	70	82	65	152	229	매출총이익률 (%)	43.0	48.3	56.5	49.9	56.3
지배주주지분	257	347	390	572	771	영업이익률 (%)	25.9	32.8	34.1	21.7	39.0
자본금	13	13	13	13	13	EBITDA마진률 (%)	28.3	34.5	36.8	27.2	41.1
자본잉여금	48	51	51	56	56	당기순이익률 (%)	19.5	28.0	28.2	168.0	40.0
이익잉여금	215	283	325	532	749	ROA (%)	17.2	27.6	20.9	45.3	25.1
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	21.0	34.6	25.0	55.5	32.3
자본총계	257	347	390	572	771	ROIC (%)	31.7	46.3	33.7	14.6	72.9

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023	2024F		2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동 현금흐름	37	52	110	45	92	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	50	104	92	267	217	P/E	18.6	17.9	12.1	22.5	72.8
비현금수익비용가감	25	41	63	-226	-25	P/B	1.8	2.7	2.9	10.5	20.6
유형자산감가상각비	6	6	8	8	11	P/S	3.6	5.0	3.4	37.8	29.3
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.7	14.1	8.4	134.8	70.4
기타현금수익비용	18	35	54	-235	-47	P/CF	12.5	12.9	7.2	147.3	82.9
영업활동 자산부채변동	-30	-71	-7	27	-100	배당수익률 (%)	2.2	1.6	1.7	0.7	0.3
매출채권 감소(증가)	-40	-32	11	48	-65	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-12	-39	1	-19	-131	매출액	113.8	45.0	-12.2	-51.5	240.7
매입채무 증가(감소)	12	9	-20	6	95	영업이익	385.6	83.7	-8.6	-69.1	511.2
기타자산 부채변동	10	-9	2	-8	0	세전이익	167.1	107.6	-6.2	170.1	-20.0
투자활동 현금	12	-65	-18	85	-92	당기순이익	160.3	108.3	-11.7	189.6	-18.9
유형자산처분(취득)	-6	-25	-8	-26	-82	EPS	189.2	116.9	-10.2	189.6	-18.4
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	-37	-13	106	-9	부채비율	27.2	23.8	16.7	26.6	29.7
기타투자활동	18	-1	4	4	0	유동비율	309.2	309.6	427.6	304.2	274.8
재무활동 현금	-15	-20	-51	-44	-61	순차입금/자기자본(x)	-31.5	-14.1	-26.0	-31.3	-15.8
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	-1	0	영업이익/금융비용(x)	985.5	3,341.4	923.9	437.2	3,844.0
자본의 증가(감소)	-15	-20	-50	-42	-61	총차입금 (십억원)	0	1	2	1	1
배당금의 지급	5	20	30	19	41	순차입금 (십억원)	-81	-49	-101	-179	-122
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	33	-32	41	89	-57	EPS	487	1,056	948	2,745	2,239
기초현금	48	81	50	91	180	BPS	4,992	7,012	4,008	5,875	7,921
기말현금	81	50	91	180	122	SPS	2,499	3,772	3,365	1,634	5,566
NOPLAT	51	94	81	27	166	CFPS	725	1,472	1,596	419	1,967
FCF	56	10	130	152	0	DPS	200	300	200	420	420

자료: 한미반도체, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한미반도체 (042700) 투자이건 및 목표주가 변동추이



투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 +10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자이건 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.