

넥스틴 348210

넥스트 스텝을 위한 성실한 준비

Dark Field 영역의 반도체 검사 솔루션 기업

넥스틴은 광학 검사 장비 내 Dark Field 영역 기반의 반도체 검사 장비를 제조 및 판매하는 기업이다. 글로벌 광학 검사 장비 산업의 규모는 2023년 기준 43억 달러(한화 약 6조원)다. 이 중에서 Dark Field의 비중은 약 30% 수준인 것으로 파악된다. 동사가 영위하고 있는 시장 내 점유율은 2023년 기준 5~6% 수준으로 파악된다. 동사의 중국향 매출 비중은 2024년 88%로 국내 대비 단가가 2배까지 높은 중국에서의 성장이 동사의 외형 성장을 견인해왔다.

HBM향 밸류체인으로의 합류 가시화

2025년 HBM용 신규 검사 장비인 크로키를 포함한 신규 장비 매출액은 407억 원으로 전망한다. 크로키는 주요 HBM 공급업체이자 최대 고객사향으로 양산 평가를 진행 중이다. 1H25 내 평가 완료 후 초도 장비의 발주가 예상된다. 크로키는 HBM 적층 시 Warpage 문제가 발생한 웨이퍼에 대해 계측/검사하는 장비이다. HBM은 적층 단수가 지속 증가하는 동시에 두께를 줄여야 하기 때문에 웨이퍼가 휘는 Warpage 현상이 발생한다. 현재 Warpage가 발생한 웨이퍼에 대해서 결함을 검출하는 장비는 크로키가 유일하다. HBM 적층 단수 증가에 따라 크로키 장비 수요 역시 확대된다는 판단이다.

투자 의견 매수, 목표주가 81,000원으로 커버리지 개시

25F 예상 EPS 4,288원에 Target P/E 19배를 적용하여 목표주가 81,000원을 제시한다. 25F 예상 매출액 1,344억원(+16.0% YoY)와 영업이익 546억원(+16.2% YoY, OPM 40.6%)을 전망한다. 1) 신규 장비 크로키의 HBM 검사 장비 시장 진입, 2) 아이리스 II 판매 본격화 등 기존 이지스에 한정되어있던 제품 라인업의 다각화는 밸류에이션 리레이팅 요소로 작용할 것으로 예상된다. 19배의 Target P/E는 과거 Historical P/E 상단에 근접한 수준으로 합당하다는 판단이다. 또한 하반기 중국 수주 회복이 확인될 경우 EPS 추정치 상향에 따른 업사이드도 기대 가능하다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	57	115	88	114	134
영업이익	22	57	36	47	55
영업이익률(%)	38.6	49.2	41.1	41.3	40.6
세전이익	23	56	38	49	56
지배주주지분순이익	18	43	31	38	44
EPS(원)	1,867	4,360	3,010	3,675	4,288
증감률(%)	20.3	133.6	-31.0	22.1	16.7
ROE(%)	32.4	52.5	27.3	27.0	25.6
PER(배)	32.2	11.4	23.1	13.9	14.7
PBR(배)	8.9	5.0	5.6	3.4	3.5
EV/EBITDA(배)	23.5	7.6	17.8	9.9	10.1

자료: 넥스틴, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김진형 연구원

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

이수림 반도체

02-709-2661

surim.lee@ds-sec.co.kr

2025.03.25

매수(신규)

목표주가(신규)	81,000원
현재주가(03/24)	63,000원
상승여력	28.6%

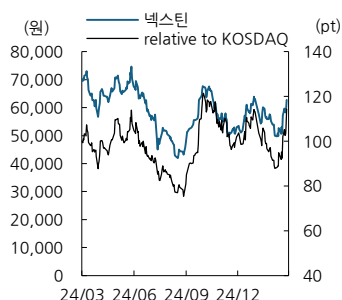
Stock Data

KOSDAQ	720.2pt
시가총액(보통주)	660십억원
발행주식수	10,477천주
액면가	500원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	66천주
60일 평균거래대금	3,770백만원
외국인 지분율	15.6%
52주 최고가	77,500원
52주 최저가	40,350원
주요주주	
AP스텔(외 4인)	26.9%
자사주(외 1인)	1.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	16.7	23.5
3M	18.4	12.5
6M	32.9	39.1

주가차트



투자의견 매수와 목표주가 81,000원으로 커버리지 개시

25F 예상 EPS 4,288원에 Target P/E 19배를 적용하여 목표주가 81,000원을 제시한다. 신규 장비 크로키의 HBM 검사 장비 시장 진입이 가시화되면서 동사는 HBM 밸류체인으로의 합류가 기대된다. 크로키 이외에도 3D 낸드형의 아이리스 II 등 기존 이지스에 한정되어있던 제품 라인업의 다각화는 밸류에이션 리레이팅 요소로 작용할 것으로 예상된다. 동사의 과거 Historical P/E 상단에 근접한 수준의 Target P/E 19배는 합당하다는 판단이다.

또한 하반기 중국 수주 회복을 확인할 경우 EPS 추정치 상향에 대한 업사이드도 열려있다는 판단이다. 미국의 대중 규제에 대비한 선제적인 장비 구매로 지연되고 있는 올해 초의 수주 분위기는 이구환신의 영향으로 상반기를 지나면서 회복될 가능성이 있다는 판단이다. 중국 수주가 하반기부터 재개될 경우 이지스 장비의 매출액은 최대 200억원 정도 상향될 가능성이 있는 것으로 추정한다.

표6 적정주가 산출 테이블

구분	단위	내용
순이익	십억원	44.1 25F 당기순이익
주식 수	백만주	10.5
EPS (a)	원	4,288 25F EPS
Target PER (b)	배	19 유사 기업 평균 25F PER 대비 30% 할인
적정주가 (a) * (b)	원	81,472
목표주가	원	81,000 백단위 절사
현재주가	원	
상승여력	%	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표7 넥스틴 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	34.2	14.1	36.9	30.7	16.0	28.6	40.9	48.9	87.9	115.9	134.4
YoY,	84.5	-60.8	156.0	61.9	-53.2	102.3	10.8	59.4	-23.5	31.8	16.0
기존 장비군	31.2	11.0	32.7	20.4	12.5	18.2	18.2	30.8	75.4	95.2	79.6
신규 장비군	0.0	0.0	0.0	5.4	0.0	6.9	19.2	14.6	0.0	5.4	40.7
기타	3.0	3.2	4.2	4.9	3.5	3.5	3.5	3.5	12.6	15.3	14.1
매출액 증감 (YoY)											
기존 장비군	121.2	-65.4	243.4	1.4	-59.9	65.7	-44.4	51.1	-25.1	26.3	-16.4
신규 장비군	-	-	-	-	-	-	-	170.2	-	-	653.2
기타	-32.2	-27.5	-14.1	-	16.8	11.1	-16.4	-28.5	-12.4	21.8	-8.1
영업이익	18.9	-0.1	14.6	13.6	6.4	11.6	16.3	20.3	36.2	47.0	54.6
영업이익률	55.4	-0.9	39.5	44.3	39.7	40.7	39.9	41.5	41.1	40.5	40.6

자료: 넥스틴, DS투자증권 리서치센터 추정

HBM향 크로키 등 신규 장비 모멘텀 산재

HBM향 신규 장비 크로키
1분기 내 양산 평가
완료 후 25F 매출액
299억원 전망

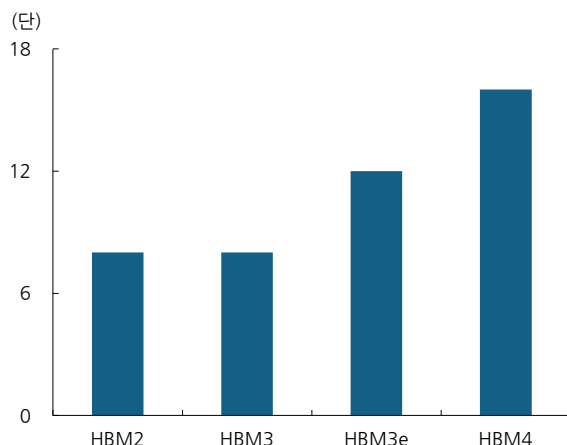
HBM3e 12단 공급의 본격화로 신규 Macro Tool 장비 크로키의 실적 기여가 가시화될 전망이다. 크로키는 소잉 후의 반도체에 대해서 계측/검사를 담당하는 장비이다. 현재 주요 HBM 공급업체이자 최대 고객사향으로 양산 평가를 진행 중으로 1H25 내 평가 완료 후 초도 장비의 발주가 예상된다. 크로키를 포함한 신규 장비들의 25F 매출액 407억원을 전망한다. 향후 크로키의 기능 추가를 통해 경쟁사 장비인 Camtek과 Onto Innovation의 장비가 담당하는 역할까지 확대해나갈 계획이다.

HBM3e 12단은 기존 8단 대비 웨이퍼를 최대 40% 수준까지 더 얇게 갈아야 하지만 웨이퍼를 얇게 갈게 되면 웨이퍼가 휘게 되는 Warpage 현상이 발생한다. 현재 Warpage가 발생한 웨이퍼에 대해서 결함을 검출하는 기능을 갖춘 장비는 크로키가 유일하다. 추론 시장의 성장으로 고성능 추론 ASIC 칩의 수요가 증가하고 해당 칩에 탑재되는 HBM의 성능 향상의 일환으로 고용량화는 지속될 전망이다. 이에 따라 HBM의 단수가 높아지는 추세 속에서 Warpage 현상 심화와 함께 크로키 장비에 대한 수요는 점차 확대될 것이라는 판단이다.

3D 낸드향 아이리스 II
기존 장비 대비 높은 가격
향후 낸드 투자 재개 시
실적에 큰 기여 전망

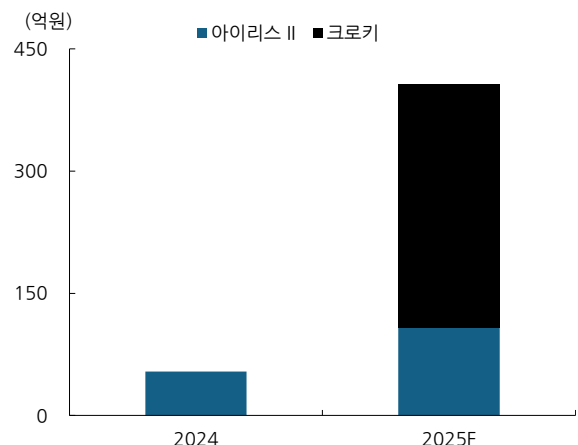
또 다른 신규 장비 아이리스 II의 일본 고객사와 국내 IDM 업체향 추가 수주 또한 기대된다. 낸드의 고적층화가 진행될수록 고객사에서 절단 후 확인하는 방식이 아닌 비파괴 방식에 대한 수요가 증가할 것으로 판단한다. 아이리스 II의 가격은 기존 이지스 대비 1.5배~2배 높은 것으로 파악된다. 고객사들의 낸드 감산 등으로 올해 당장의 실적에 기여도는 낮겠지만 높은 가격을 감안하면 향후 낸드 투자 재개 시 실적에 상당한 기여가 가능할 것으로 전망한다.

그림9 HBM 세대별 단수 추이



자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

그림10 신규 장비 매출액 전망



자료: 넥스틴, DS투자증권 리서치센터

잠시 쉬어갈 뿐인 Aegis의 중국향 수주

중국 고객사들의 증설 기조, 우호적인 경쟁 상황으로 이지스의 중국 수주 둔화 우려는 하반기 해소될 것

기존 주력 장비인 이지스의 중국향 수주 둔화 우려는 상반기를 지나면서 해소될 것으로 전망한다. 1) 중국 반도체 고객사들의 유지되고 있는 증설의 기조, 2) 동사에게 우호적인 경쟁 상황으로 인한 중국 시장 내 점유율 확대에 기인한다. 장비의 리드 타임(2~3개월)을 감안하면 하반기에 추가적인 업사이드를 확인하는 것도 기대 가능하다는 판단이다.

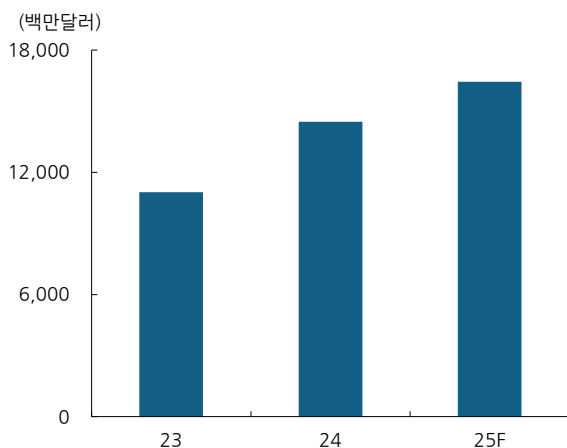
이구환신으로 레거시 재고 소진이 빨라지고 이지스 4의 4분기 출시 후 Y사향 수주 기대

올해 중국향 신규 수주의 지연은 작년 중국 고객사들의 미국 규제에 대비한 선제적인 장비 구매에서 비롯되었다. 중요한 점은 동사 장비에 대한 수요가 꺾인 것은 아니며 중국 고객사들의 높은 증설의 강도의 유지가 전망된다는 점이다. 이구환신의 영향으로 레거시 반도체 재고가 줄어들고 있으며 상반기를 지나며 수주 분위기도 반전될 가능성이 있다는 판단이다. 수주가 취소되었던 Y사향 이지스 2의 물량도 고객사의 스펙 향상 요구로 취소되었던 만큼 검사 감도를 향상시켜 4분기 출시 예정인 이지스 4의 수주도 기대된다.

우호적인 경쟁 환경으로 중국 시장 내 점유율 확대 가능성에 주목

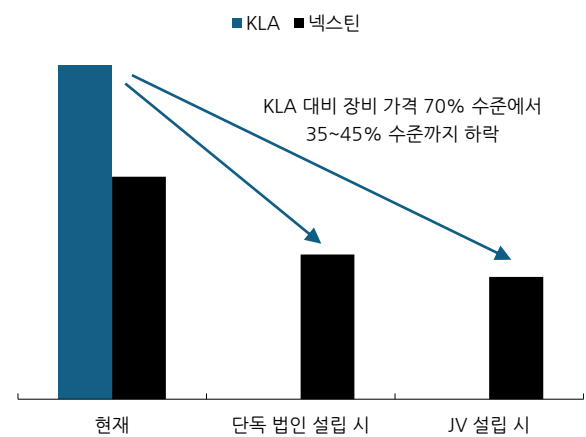
Dark Field 장비 산업 내 경쟁 환경도 동사에게 우호적이라는 판단이다. 1) 현재 중국에 대한 미국의 반도체 관련 규제는 지속적으로 심화되고 있는 상황이다. 레거시용 장비가 중심인 동사와 다르게 미국의 KLA는 향후에도 중국에 장비를 공급하는데 어려움을 겪을 가능성이 있다는 판단이다. 2) 중국 법인 설립을 통해서 가격 경쟁력을 확고히 다질 수 있을 전망이다. 동사 장비 가격은 KLA의 장비 대비 70% 수준이다. 향후 설립 법인의 형태에 따른 고객사들의 보조금 수령으로 가격은 35~45% 수준까지 내려올 전망이다. 법인 형태의 차이가 있을 뿐 향후 중국 내 가격 경쟁력의 강화라는 방향성은 동일하게 적용된다. 3) 장비 개발의 난이도를 감안하면 중국 업체로의 장비 국산화 또한 근시일 내의 실현 가능성은 낮다고 판단한다.

그림11 주요 중국 고객사들의 합산 CAPEX 추이 및 전망



자료: 업계 자료, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 KLA와의 장비 단가 비교



자료: 넥스틴, KLA, DS투자증권 리서치센터

[넥스틴 348210]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024	2025F		2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	60	100	79	111	125	매출액	57	115	88	114	134
현금 및 현금성자산	15	50	8	32	38	매출원가	22	37	26	34	41
매출채권 및 기타채권	12	8	10	15	15	매출총이익	35	78	62	80	94
재고자산	18	29	52	55	63	판매비 및 관리비	13	22	26	33	39
기타	15	13	9	8	8	영업이익	22	57	36	47	55
비유동자산	16	21	64	79	98	(EBITDA)	24	58	39	51	62
관계기업투자등	3	5	9	10	12	금융손익	1	-1	1	3	3
유형자산	9	12	25	36	46	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	0	1	1	2	3	관계기업등 투자손익	0	0	0	-1	-1
자산총계	76	121	143	190	222	기타영업외손익	0	0	1	0	0
유동부채	10	20	14	19	23	세전계속사업이익	23	56	38	49	56
매입채무 및 기타채무	4	8	12	8	11	계속사업법인세비용	5	12	7	11	12
단기금융부채	0	1	1	0	0	계속사업이익	18	43	31	38	44
기타유동부채	5	11	2	11	11	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	1	13	13	당기순이익	18	43	31	38	44
장기금융부채	0	1	1	10	10	지배주주	18	43	31	38	44
기타비유동부채	0	1	1	3	3	총포괄이익	18	43	32	39	44
부채총계	10	22	16	32	36	매출총이익률 (%)	61.3	68.0	70.9	69.9	69.8
지배주주지분	66	100	127	158	186	영업이익률 (%)	38.6	49.2	41.1	41.3	40.6
자본금	5	5	5	5	5	EBITDA마진률 (%)	42.4	50.8	44.8	45.2	46.3
자본잉여금	32	33	34	34	34	당기순이익률 (%)	31.6	37.8	35.2	33.8	32.8
이익잉여금	29	67	93	125	164	ROA (%)	27.8	44.0	23.4	23.1	21.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	32.4	52.5	27.3	27.0	25.6
자본총계	66	100	127	158	186	ROIC (%)	50.0	97.6	39.7	32.3	32.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024	2025F		2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동 현금흐름	10	51	0	43	33	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	18	43	31	38	44	P/E	32.2	11.4	23.1	13.9	14.7
비현금수익비용가감	7	17	11	20	-7	P/B	8.9	5.0	5.6	3.4	3.5
유형자산감가상각비	2	2	3	4	7	P/S	10.2	4.3	8.1	4.7	4.9
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	23.5	7.6	17.8	9.9	10.1
기타현금수익비용	5	16	8	16	-22	P/CF	22.9	8.2	16.9	9.1	18.0
영업활동 자산부채변동	-13	-4	-26	-12	-4	배당수익률 (%)	0.8	1.0	0.7	1.0	0.8
매출채권 감소(증가)	-4	4	-2	-6	0	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-8	-10	-25	-4	-8	매출액	15.5	101.3	-23.5	29.3	18.2
매입채무 증가(감소)	-1	3	1	-2	4	영업이익	21.9	156.1	-36.0	29.9	16.2
기타자산, 부채변동	-1	0	-1	1	0	세전이익	62.4	140.9	-32.3	30.2	14.7
투자활동 현금	-10	-4	-38	-19	-21	당기순이익	22.9	140.2	-28.7	24.2	14.7
유형자산처분(취득)	-4	-5	-16	-15	-17	EPS	20.3	133.6	-31.0	22.1	16.7
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	11	5	4	-2	-3	부채비율	15.8	21.6	12.6	20.4	19.3
기타투자활동	-17	-4	-27	-1	0	유동비율	625.1	493.4	543.8	572.8	539.1
재무활동 현금	1	-10	-4	0	-5	순차입금/자기자본(x)	-22.7	-52.3	-8.6	-16.8	-17.6
차입금의 증가(감소)	0	-1	-1	8	0	영업이익/금융비용(x)	340.0	795.4	3,139.6	1,123.7	1,395.6
자본의 증가(감소)	1	-9	-4	-10	-5	총차입금 (십억원)	1	1	2	10	10
배당금의 지급	0	5	5	5	5	순차입금 (십억원)	-15	-52	-11	-26	-33
기타재무활동	0	0	1	1	0	주당지표(원)					
현금의 증가	0	35	-42	24	6	EPS	1,867	4,360	3,010	3,675	4,288
기초현금	15	15	50	8	32	BPS	6,778	10,007	12,357	15,075	17,829
기말현금	15	50	8	32	38	SPS	5,898	11,544	8,555	10,875	12,851
NOPLAT	17	44	30	37	43	CFPS	2,630	6,116	4,098	5,614	3,505
FCF	2	54	-22	28	11	DPS	500	500	500	500	500

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