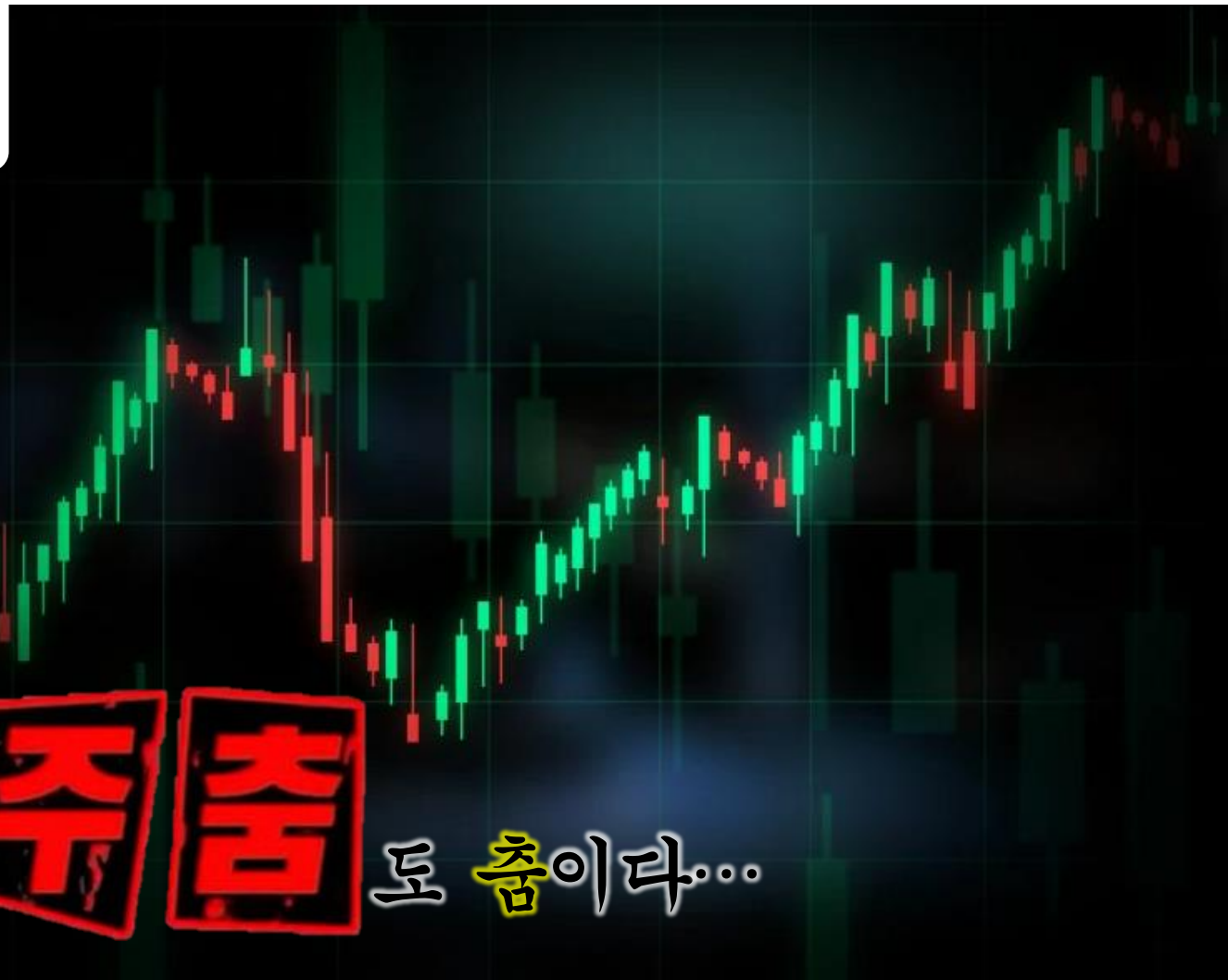


2H25 OUTLOOK

반도체 소부장

2025.06.09 | OVERWEIGHT

주춤도 춤이다



주춤

도 춤이다...

반도체 이승우 02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com
반도체 소부장 임소정 02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

CONTENTS

01/	1H25 반도체 리뷰	05
02/	중국 반도체의 부상	15
03/	미국과 일본, 그리고 한국	25
04/	메모리 시장 전망	31
05/	신기술 미리보기	37
06/	추천주	45

주춤 춤이다

메모리 가격의 지속되는 상승세로 칩 제조업체의 실적 개선 기대감도 유효하지만, 현재는 유예되고 일부 소강상태가 된 관세 관련 이슈가 언제 다시 떠오르게 될 지 모른다는 불안감도 유효한 시장이다. 불확실성이 커진 변수가 하나라도 있는 것만으로도 IT 업체, 특히 국내 소부장 업체들은 투자 매력을 잃기 쉽다는 핸디캡을 갖고 있다. 이에 주가는 시원하게 오르지 못하고 주춤하고 있고, 일부 기술 개발 소식이나 칩 제조사 투자 소식에 주가가 엇갈리는 모습이다.

최종 IT 수요 전망에 대해서도 불안감이 지속된다. 이미 관세라는 카드를 들었다는 것 하나만으로도 물류 운임, 제조 원가 등이 출렁이고, 이는 고스란히 최종 소비자에게 전가되어 수요를 더욱 위축시킬 전망이다. 스마트폰, PC, 서버 시장 가리지 않고 플랫하거나 일부 하이엔드 시장만 성장하는 그림을 예상한다.

이에 결론적으로 소부장 주가도 다같이 오르는 양상이 아닌 개별 뉴스나 HPC/데이터센터 체인 관련 기업들만 오르고 있다. 하지만 희망은 있다. 당연한 일이지만, 이런 시장에서는 향후 수요가 강하고 마진에 기여할 사업을 누가 영위하고 누가 점유율을 올릴 수 있는지에 대한 옥석 가리기가 필요하다.

여전히 후공정 분야를 추천하며 특히 업황을 타지 않는 테스트 부품, 웨이퍼 테스트와 칩 테스트 부품 모두를 추천한다. 칩 제조사들의 1번 우선순위는 가동률도 칩 가격도 아닌 수율이기 때문이다. 최선호주로 리노공업, 차선호주로 ISC와 마이크로투나노를 제시한다.

Executive Summary

by 임소정

01

1H25 반도체 리뷰

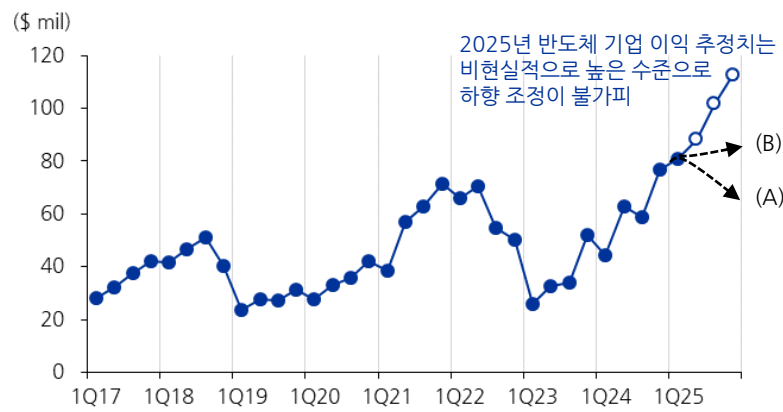
우려가 반영된 주가

지나친 장밋빛 전망, 우려는 반영됐다

반도체, 관세, 실적

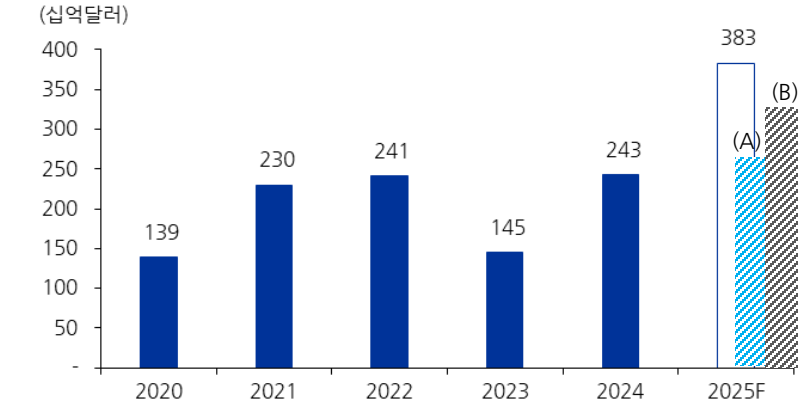
- 생각보다 반도체 관련 관세는 트럼프 대통령의 주된 관심사가 아닐 수 있음
- 미국은 반도체 순수출국으로 1997년 이후 28년 연속 무역 흑자 기록 (2024년 기준 수출 508억 달러, 수입은 402억 달러)
- 2024년 한국의 메모리 수출액은 720억 달러로, 이 가운데 미국으로의 직접 수출은 3억 달러 수준으로 매우 적은 편
- 문제는 보편 관세로 인한 최종 세트 제품의 수요로의 영향. 필연적으로 가격 상승 효과가 현실화되면서 PC, 스마트폰, 서버 모두 판매가에 영향
- 이러한 현실을 감안 시, 글로벌 반도체 기업들에 대한 이익 전망은 너무 높고, 향후 실적에 대한 조정 진행될 전망. 다만 우려는 주가에 상당 폭 반영

글로벌 반도체 업체 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: Refinitiv, 유진투자증권

글로벌 반도체 업체 연도별 영업이익 추이 및 전망



자료: TrendForce, 유진투자증권

필라델피아 반도체 지수 장기 추이

필라델피아 반도체 지수 장기 추이



자료: 유진투자증권

1H25 반도체 섹터 주가 리뷰

글로벌 반도체 시가총액 상위 기업 주가 상승률 비교

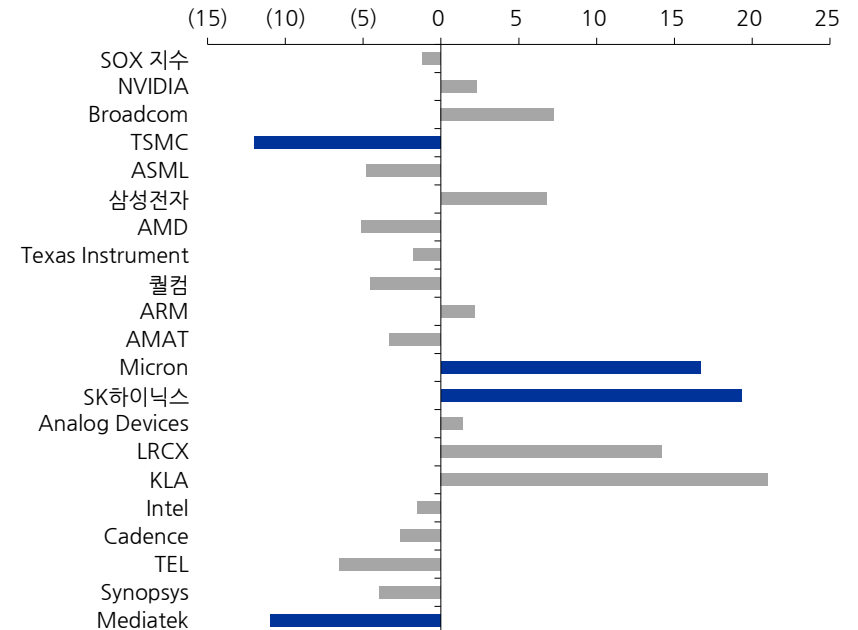
순위	기업명	국적	시가총액 (십억달러)	PER (12M Fwd)	YTD(%)
	SOX 지수				-1.2
1	NVIDIA	United States	3,352	28.0	2.3
2	Broadcom	United States	1,169	33.7	7.3
3	TSMC	Taiwan	819	14.8	-12.0
4	ASML	Netherlands	289	25.8	-4.8
5	삼성전자	South Korea	244	11.1	6.8
6	AMD	United States	186	23.8	-5.1
7	Texas Instrument	United States	167	30.3	-1.8
8	퀄컴	United States	160	12.3	-4.6
9	ARM	United States	134	64.7	2.2
10	AMAT	United States	126	15.9	-3.3
11	Micron	United States	110	9.6	16.7
12	SK하이닉스	South Korea	110	4.9	19.3
13	Analog Devices	United States	107	25.8	1.4
14	LRCX	United States	106	20.5	14.2
15	KLA	United States	101	23.0	21.0
16	Intel	United States	86	35.9	-1.6
17	Cadence	United States	80	40.2	-2.6
18	TEL	Japan	74	18.3	-6.5
19	Synopsys	United States	72	28.8	-4.0
20	Mediatek	Taiwan	67	15.8	-11.0
21	Marvell	United States	53	19.5	-44.4
22	인피니온	Germany	50	18.9	7.7
23	NXP	United States	49	15.4	-7.2
24	하이곤	China	44	83.7	-9.1
25	어드반테스트	Japan	38	23.9	-22.9
26	캠브리콘	China	35	164.5	-8.3
27	마이크로칩	United States	32	36.4	4.6
28	모노리식 파워	United States	32	36.2	13.0
29	나우라	China	31	26.4	7.1
30	SMIC	Hong Kong	31	44.9	26.1
31	ASMi	Netherlands	27	27.1	-15.2
32	Disco	Japan	24	26.2	-25.3
33	르네사스	Japan	22	9.1	-15.5
34	STMicro	United States	22	23.1	0.3
35	월세미	China	21	30.1	19.3
36	NetApp	United States	20	12.5	-14.9
37	GFS	United States	20	19.4	-16.3
38	ASE	Taiwan	20	11.7	-17.0
39	UMC	Taiwan	20	12.8	9.1
40	Western Digital	United States	18	9.6	15.8

자료: Refinitiv, 유진투자증권

낙폭 회복의 구간

- 2024년 7월 이후 평균 40% 가량 주가가 하락한 반도체 기업들은 2025년 5월 10일 관세 휴전 이후 낙폭을 상당 부분 만회
- 시가총액 상위 반도체 기업 중 주가가 많이 빠졌던 메모리 제조사들 중심으로 연초대비 상승세 기록. 하지만 미국과 중국 간 관세 긴장감에 대만의 TSMC와 미디어텍은 여전히 주가 부진

YTD 주가

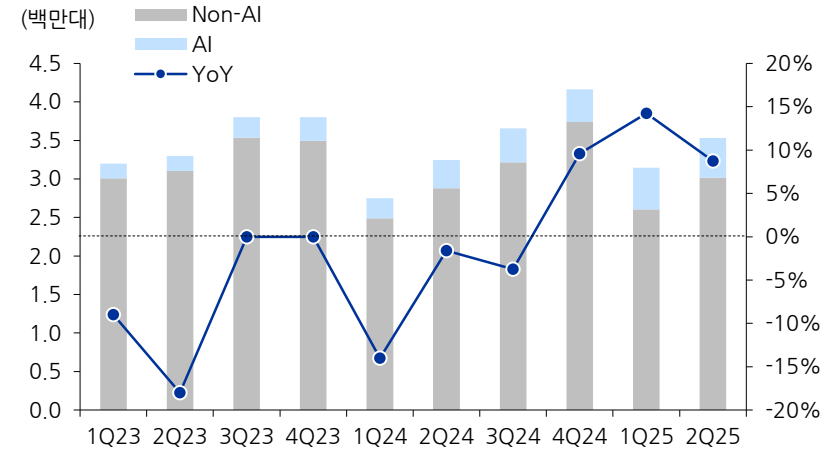


자료: Refinitiv, 유진투자증권

3대 디바이스 수요

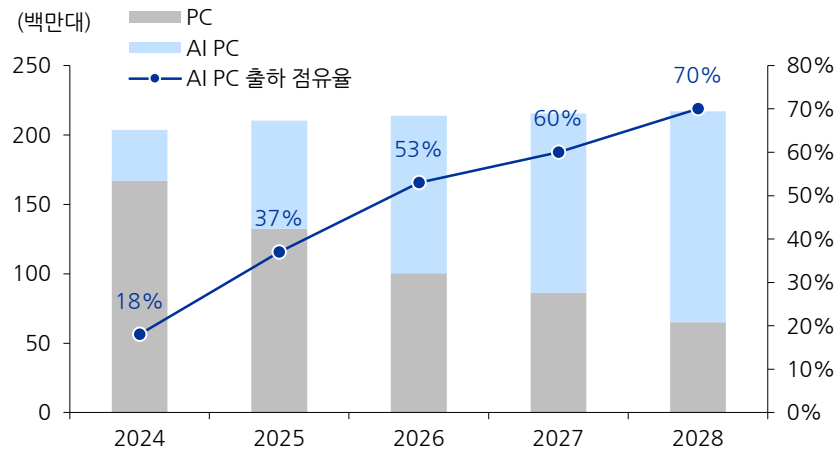
- AI를 지원하는 디바이스의 종류와 생산 벤더가 다양해지고, 점유율 또한 본격적으로 확대되는 시기
- PC의 경우 1분기 출하량이 전년대비 7% 성장했으나, 관세 적용을 앞둔 선제적 출하 물량이 포함된 것으로 분석. 하반기에는 재고 수준 정상화로 부정적일 전망
- 스마트폰의 경우 AI 도입이 중저가 부문에서 확장되며 시장 이끌어 나갈 것으로 예상
- 관세 정책 불확실성으로 인해 미리 당겨진 수급 때문에 하반기에는 전반적으로 세트 제품 성장률이 둔화될 가능성 대두

서버 시장 전망과 YoY 추이



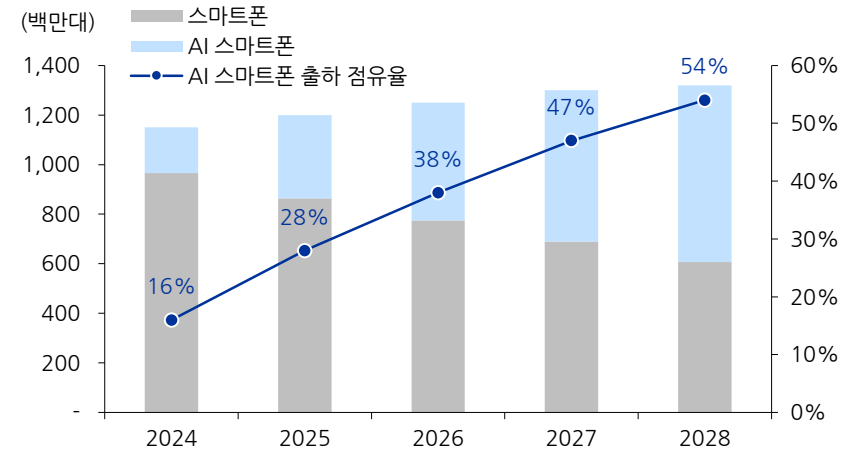
자료: 유진투자증권 추정치

데스크탑/노트북 출하량과 AI 제품 출하 점유율 전망



자료: 유진투자증권 추정치

스마트폰 출하량과 AI 제품 출하 점유율 전망



자료: 유진투자증권 추정치

<참고> 세계 최대의 데이터센터 캠퍼스 예

순위	데이터센터	위치	수전 용량 (MW)	비고
1	AWS Northern Virginia DC Cluster	버지니아 스티어링	1,000	버지니아 클러스터에 총 160개 이상의 복합 시설들로 구성 버지니아는 상업용 전기요금이 미국에서 세번째로 저렴
2	Microsoft Iowa West Des Monies Campus	아이오와 웨스트 디모인	800	6개의 복합 캠퍼스 운영 중
3	Google Council Bluffs DC	아이오와 카운슬블러프스	700	재생에너지 사용 (풍력 407MW), 07년 이후 65억 달러 투자
4	Switch The Citadel Campus	라스베이거스	650	세계 최대 규모 코로케이션, 단일 건물 최대 용량130MW
5	Meta Prineville DC	오리건 프라인빌	600	메타의 첫번째 자체 데이터센터, 11개 건물로 구성
6	Apple Mesa DC	애리조나 메사	550	2017년 가동 시작. 태양광 82%, 풍력 18%
7	Digital Realty Ashburn Campus	버지니아 애시번	500	9개 빌딩에 AWS, 금융, 네트워크 기업들 입주

북버지니아 데이터센터 클러스터 현황 (총 2.7GW 규모)



Switch The Citadel Campus (Tahoe Reno)

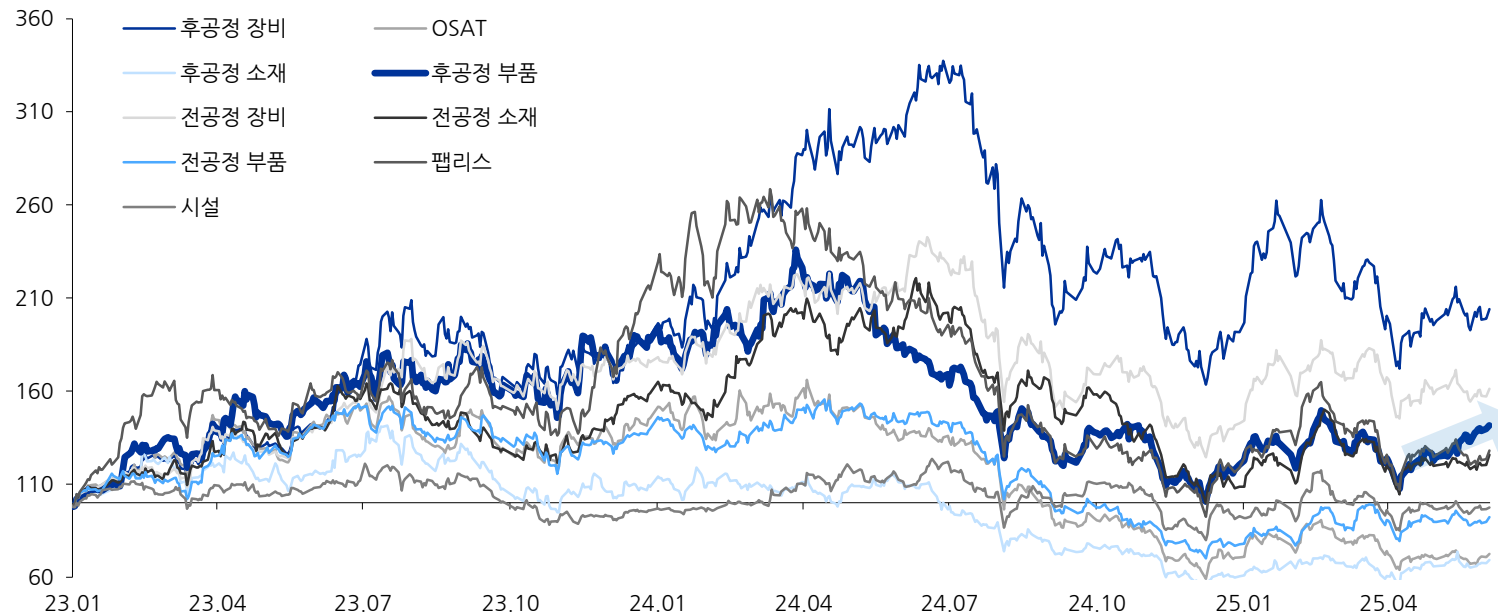


2025년 소부장 연간 전망 Key Chart

한국의 영역별 소부장 key point

- 후공정: 갈수록 어려워지는 칩 제조 수율을 잡기 위한 테스트 부품을 주목 → 프로브 카드 (마이크로투나노), 테스트 소켓 (리노공업)
- 전공정: 제한적이었던 상반기 전공정 전환 투자로 하반기는 기대감 충분히 반영할 전망 → 장비 (원익IPS, 주성엔지니어링), 부품 (티씨케이, 메카로)
- 원가 절감: 수율, 가동률보다도 여전히 원가 절감이 우선순위인 칩 제조사들의 니즈 부합 → 코미코 (특수 코팅), 미래반도체 (메모리 AS)

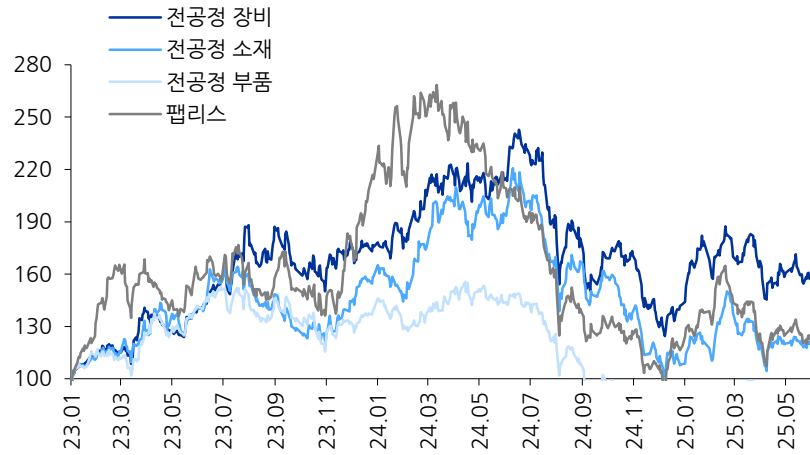
반도체 기업 분야별 주가 지수



자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

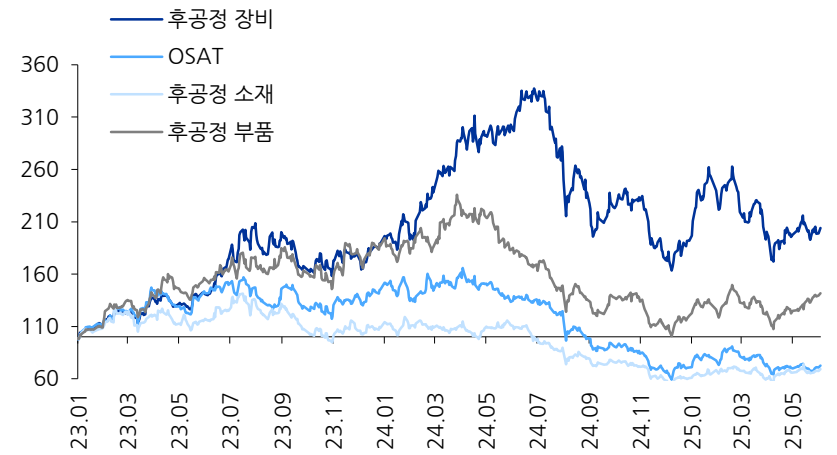
반도체 소부장 주가 Chart

전공정 기업 주가 지수



자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

후공정 기업 주가 지수



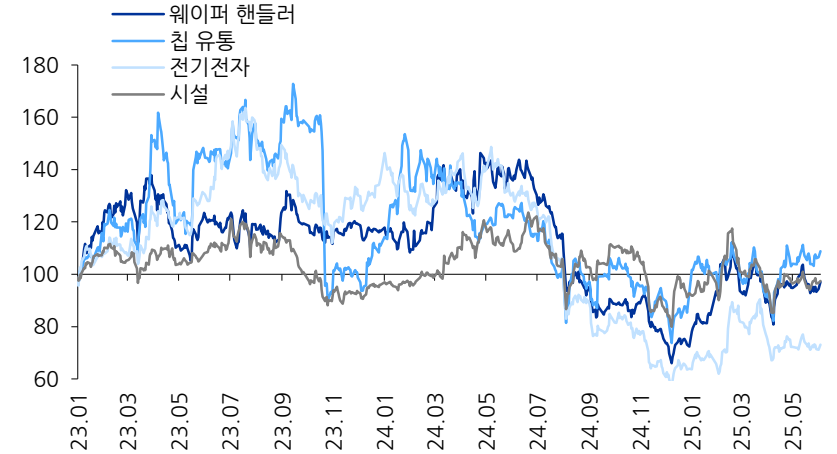
자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

칩 제조업체와 중고 장비 및 자동화 부품 기업 주가 지수



자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

전기전자 및 펌 관련 기업 주가 지수

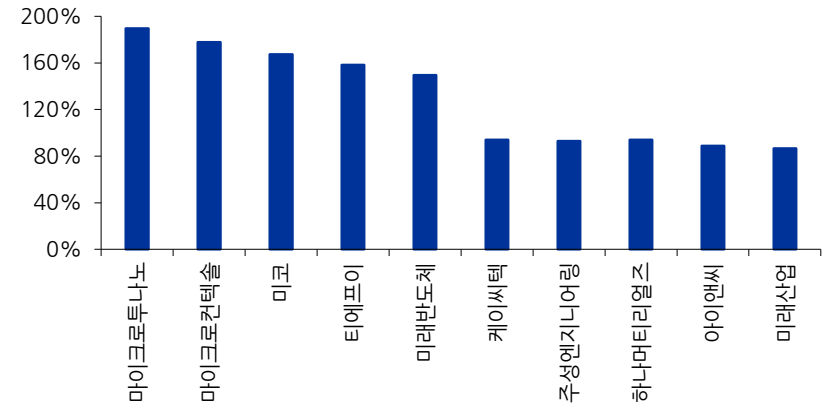


자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

반도체 소부장 주가 Chart

- 관세 불안감 확대로 주가 지수 최저점을 찍은 지난 4월 7일 이후 가장 회복세가 두드러진 영역은 테스트 부품(마이크로투나노, 티에프이)과 재사용 관련주(미코, 미래반도체). 미래반도체는 자체 칩 제조도 하나 전세계 유일한 메모리 AS 센터를 운영하기도 함. 칩 제조사들로 하여금 비싼 칩에 대해 수율 확보가 어려워짐에 따라 원가 절감에 반드시 필요한 요소들이 밸류를 많이 받게 된 것으로 추정
- 한편 후공정에서의 선단 기술 보유 기업들에 대한 관심이 높아지며, 상대적으로 전공정 장비(케이씨텍, 주성엔지니어링)와 부품(하나머티리얼즈) 주가 상승폭에 제한

2025년 4월 7일 저점 이후 주가 상승률 상위 및 하위 10개사



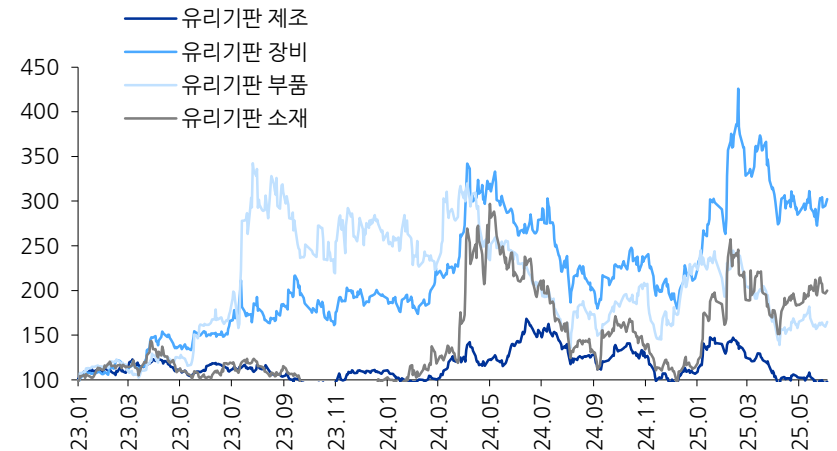
자료: 유진투자증권

유리기판 관련주 전체 주가 지수



자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

유리기판 관련 소부장 기업 주가 지수



자료: 유진투자증권
주: 2023.01.02=100

편집상의 공백페이지입니다

02

중국 반도체의 부상

옥석 가리기

중국 반도체의 추격

오랜 시간 대규모 투자의 결실이 보이는 중

- 중국 정부는 2014년 반도체를 국가 전략 산업으로 지정, 국가 집적회로 산업 투자기금을 조성하여 반도체 산업에 대한 국가 자본 투입 강화
- 2015년 발표된 <중국제조 2025>에서 2025년까지 반도체 자급률 목표를 70%로 제시했으나 실제 올해 기준 34% 정도로 추정
- 한편 반도체 투자기금은 1기 1,387억 위안(생산 능력 확대 중점), 2기 2,041억 위안(EDA, 장비, 재료 투자 확대), 3기 3,440억 위안(1과 2기의 부실투자 개선, 국유은행 대거 참여)으로 3기의 경우 2기 대비 68% 증가한 규모. 3기의 경우 6대 국유은행이 신규 주주로 참여하고 총 투자기간 15년으로 연장하여 산업 사이클에 무관한 중장기 투자 의지를 보여줌
- 2025년에는 반도체 투자에 이어 휴머노이드 로봇(푸리에 인텔리전스의 GR-1), 딥시크(DeepSeek-R1) 등 응용 분야에서도 성과를 보이는 상황

중국 반도체 산업 발전 과정

	2006년 이전	2006년 ~ 2014년	2014년 ~ 현재
목표	국가 차원의 반도체 기술 개발 로드맵 수립	반도체 기반 기술 개발 본격화	국가전략 추진, 반도체 핵심 분야 국산화를 통한 공급망 완비 추진
주요 정책	(2000) 소프트웨어 산업 및 집적회로 산업 발전 정책	(2006) 국가 과학기술 중요 프로젝트 추진 (2014) 반도체 투자기금 1기 조성	(2019) 반도체 투자기금 2기 조성 (2024) 반도체 투자기금 3기 조성
주요 성과	(2000, 2001) SMIC, Naura 설립 (2004) AMEC, 하이실리콘 설립	(2006~2017) SMEE 90nm 노광장비 개발 (2011~2015) ACMR, 웨이퍼 세정 장비 개발	(2014~2019) Naura 14nm 식각, ALD 장비 개발 (2020) YMTC 128단 QLC NAND 개발 (2023) SMIC 7nm 웨이퍼 양산, CXMT LPDDR5 생산 (2024) 12nm SiC 웨이퍼 양산, 초전도 양자컴퓨터 가동 (2025) 샤오미 3nm 웨이퍼 양산
미·중 갈등	-	-	(2018) 미·중 갈등 본격화 (2022) 미국의 대중 반도체 장비 수출 통제 (2023) 미국의 대중 수출통제 확대 조치 (2025) HBM과 엔비디아의 H2O 칩 수출 통제

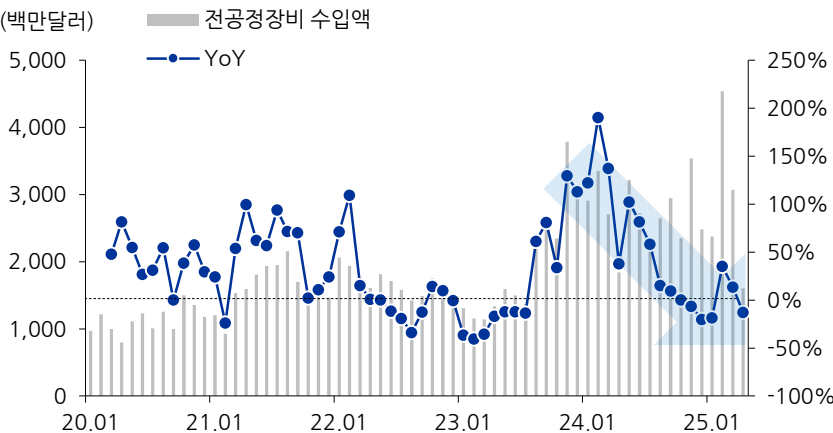
자료: 대외경제정책연구원, 유진투자증권

중국향 장비 규제 현황

높아지는 자급률 vs. 수출 규제의 효력

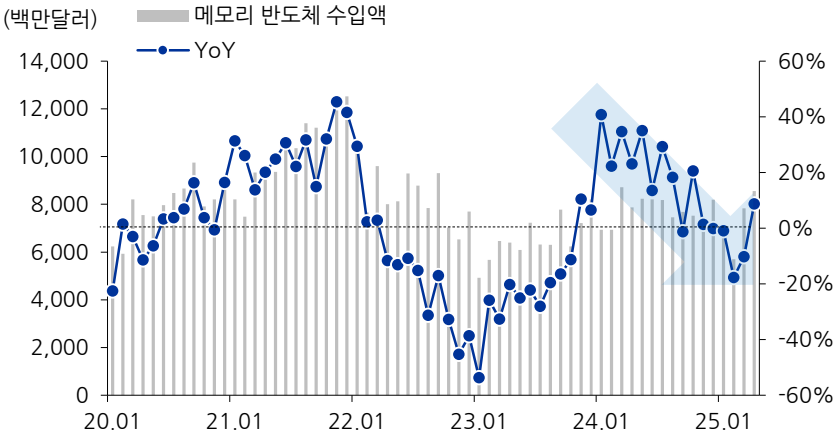
- 지난 2024년 많은 글로벌 장비사들이 중국향 매출 비중이 40%대를 기록했다는 코멘트를 남기며 미국의 반도체 규제에 대한 중국의 선제적 대응 확인
- 올해 4월까지의 중국 장비 수입액 추이를 보면 지난해에 비해 증가세가 약해진 모습. 장비 pull-in 효과로 볼 수 있지만 로우엔드 칩 제조 공정의 경우 중국의 로컬 장비사들의 점유율이 올라갔다고도 볼 수 있음
- 메모리 반도체 수입액의 경우 YoY 증가세 2024년 초부터 둔화하다가 올해 들어 소폭 반등

중국 전공정 장비 수입액 및 YoY 추이



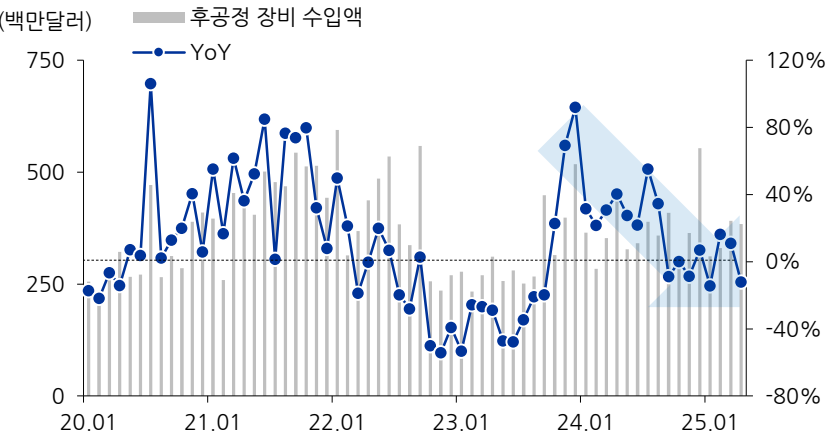
자료: China Customs, 유진투자증권

중국 메모리 반도체 수입액 및 YoY 추이



자료: China Customs, 유진투자증권

중국 후공정 장비 수입액 및 YoY 추이



자료: China Customs, 유진투자증권

중국 메모리 산업 현황

위협이 될지는 모르겠지만..

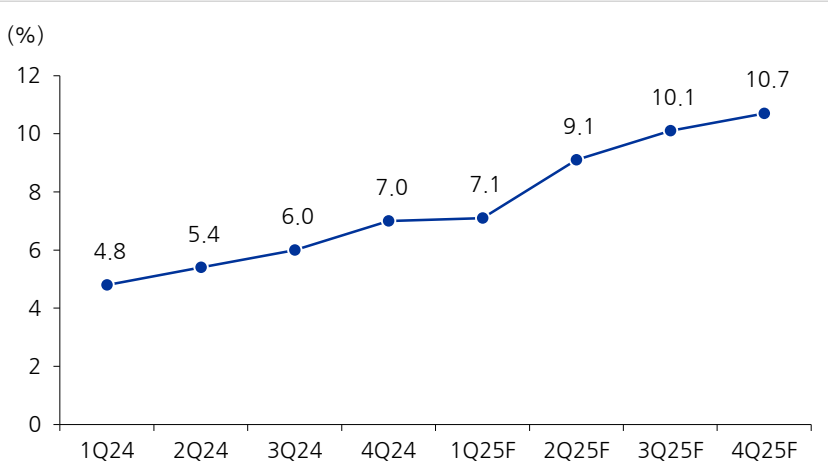
- 글로벌 메모리 제조사들에 비해 중국 메모리 업체들은 여전히 기술적으로 다소 열위에 위치. 2022년 기준 CXMT와 YMTC의 양산 제품은 선두 기업들과 각각 5년과 2년 정도의 기술 격차가 있던 것으로 추정. 하지만 글로벌 메모리 시장 내 중국 기업들의 비중은 2025년 말에는 두 자릿수를 기록할 것으로 전망
- 기술 격차가 다소 적은 범용 메모리 시장에서 낮은 단가에 많은 물량을 쏟아내는 전략을 활용한다면 점유율은 올리면서 단가 경쟁에서 선두 업체들을 제칠 수 있다는 의견 확대. 한편 선단 칩 경쟁에서는 논외로 보고 있지만, 대규모의 정부 지원금으로 격차를 좁혀 나갈 가능성 존재

중국 메모리 업체 및 각 기업별 기술 노드 수준

기업명	분야	보유 기술
CXMT	DRAM	올해 2분기 17nm 비중 48%, DRAM에 GAA 공정 도입 검토
YMTC	3D NAND	Xtacking 3D NAND 기술 개발 232단 양산, 280-290단(추정) 양산 준비
Giga Device	NOR, MCU	CXMT와 공동으로 19nm DRAM 발표 SPI NOR 중국 1위, 글로벌 3위
Ingenic	차량용, SRAM	Xburst 시리즈 CPU Core Helix, Radix 시리즈 VPU
Dosilicon	SLC NAND	NAND, NOR, DRAM, MCP 설계 기술 SMIC와 NAND 전략적 제휴 관계

자료: 36Kr, 유진투자증권

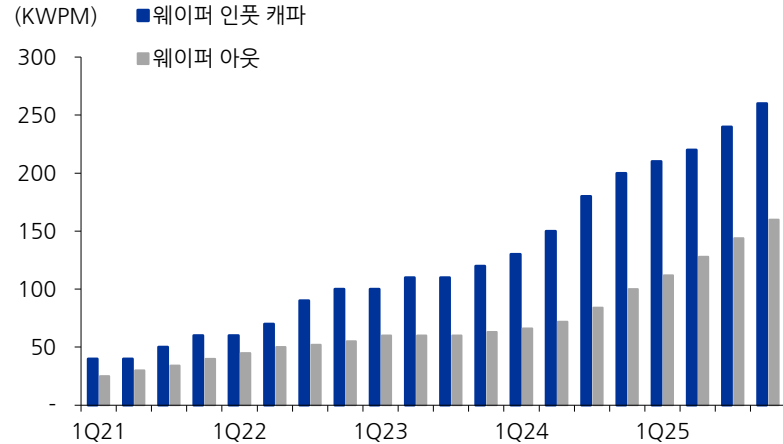
글로벌 메모리 시장 내 중국 비중 추이 및 전망



자료: TrendForce, 유진투자증권

CXMT: 유효 가동률을 주목

CXMT의 웨이퍼 캐파 전망

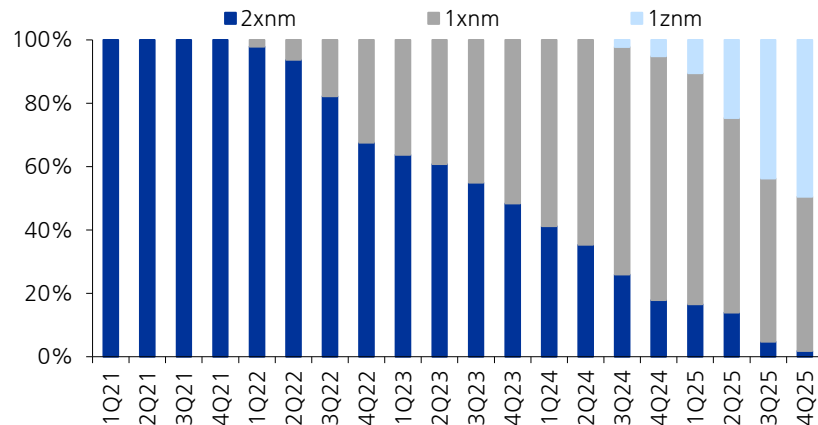


자료: 유진투자증권

기술력 향상은 사실이나 쓸 만한 칩이 나오는 정도는?

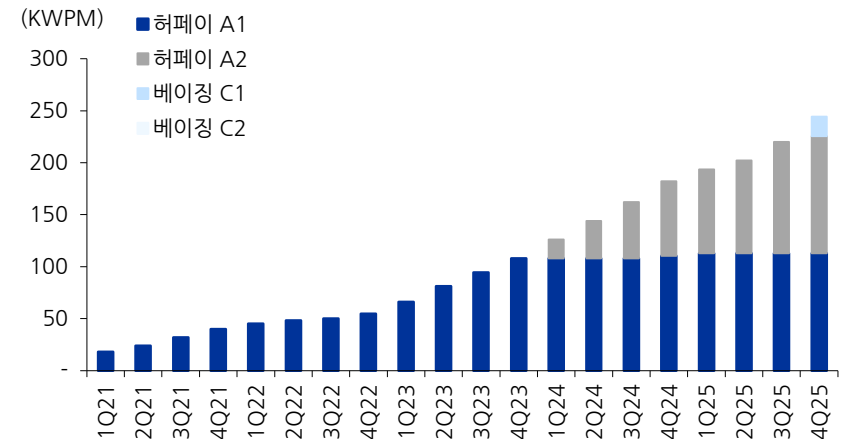
- CXMT는 허페이에 A1, A2, 베이징에 C1, C2 팹 시설을 갖추고 있음. 모두 완공이 되면 최대 월 300K의 캐파를 갖게 될 것으로 추정됨.
- TrendForce의 경우 2026년 캐파를 325~350k로 하향. 하지만, 실제 웨이퍼 아웃풋은 이에 현저히 미치지 못할 것으로 보임
- CXMT의 웨이퍼 아웃풋은 2025년 1분기 월 112K 수준으로 유효 가동률은 약 50% 수준으로 추정. 웨이퍼 인풋 캐파 기준에 비해 아웃풋 기준 점유율은 훨씬 낮은 편

CXMT의 공정별 노드 점유율 추이 및 전망



자료: TechInsights, 유진투자증권

CXMT 공장별 CAPEX 추이 및 전망



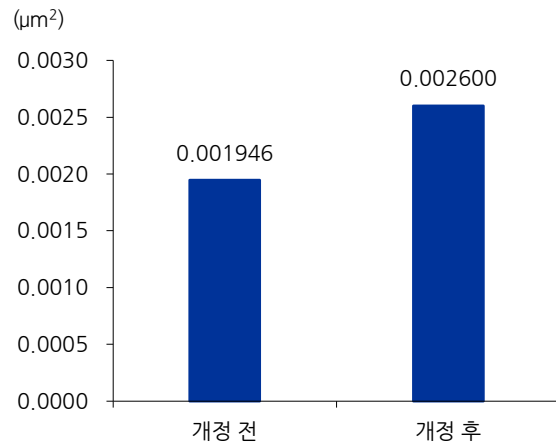
자료: TechInsights, 유진투자증권

CXMT: 중국의 제재도 여전히 진행 중

핀셋 규제는 진행되는 중

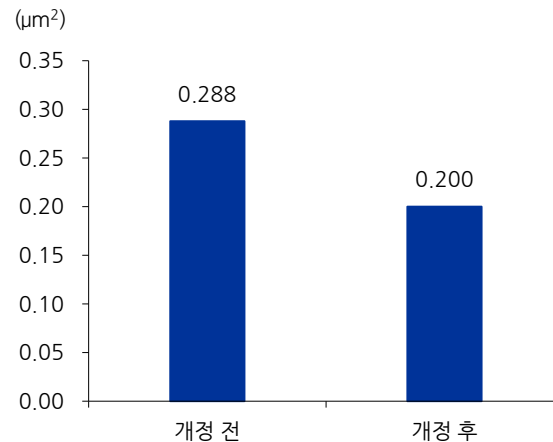
- 미국 상무부는 올해 1월 DRAM 셀 면적 규제 대상을 $0.001946\mu\text{m}^2$ 이하에서 $0.0026\mu\text{m}^2$ 이하로 확대. 밀도(집적도)는 $0.288\text{Gb}/\text{mm}^2$ 이상에서 $0.200/\text{Gb}/\text{mm}^2$ 이상으로 확대
- HBM 칩에 대해서는 더 구체적으로 메모리 대역폭 밀도가 s/mm^2 당 2GB 이상인 제품을 통제품목으로 추가. 하지만 미국이나 한국 등 동맹국에 본사를 둔 업체가 메모리 대역폭 밀도가 s/mm^2 당 3.3GB 미만의 제품을 중국 및 마카오 등에서 패키징하기 위해 (재)수출 또는 국내 이전하고자 하는 경우 일정 조건 만족 시 예외적으로 제외

미국 중국향 DRAM 수출 제품 셀 면적 규제



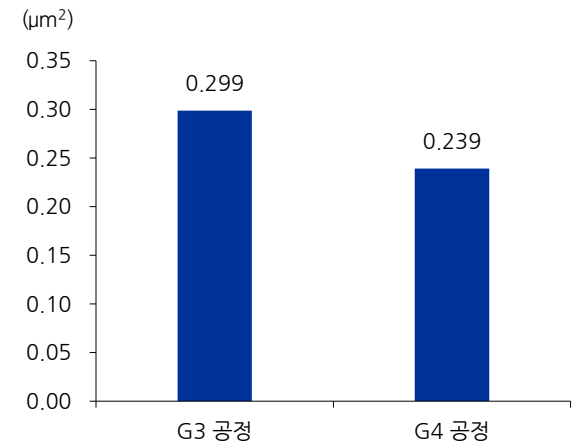
자료: Digitimes, 유진투자증권

미국 중국향 DRAM 수출 제품 밀도 규제



자료: Digitimes, 유진투자증권

CXMT 노드별 DRAM 밀도



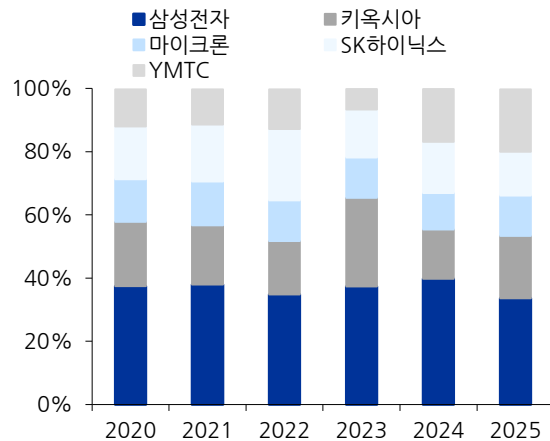
자료: Digitimes, 유진투자증권

YMTC: 하이브리드 본딩의 리더

YMTC의 Xtacking 기술을 주목할 것

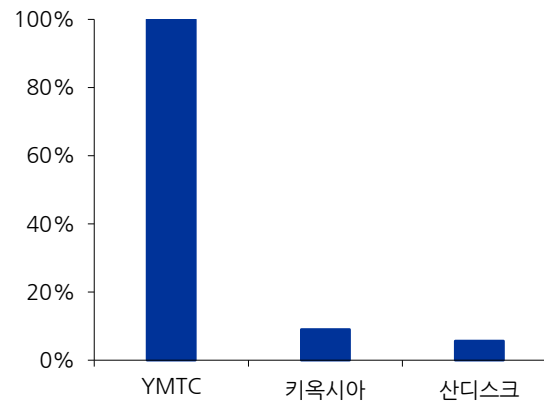
- YMTC는 지난 2월 294단 NAND플래시 양산에 성공, 세계 최고 높이 제품 최초 양산. 중국 내 공공·산업용 서버 메모리 시장에서는 YMTC의 점유율이 30%에 근접한 것으로도 추정. NAND에 있어서는 중국이 글로벌 기업들을 따라가는 것이 아닌 시장 주도권을 쥐어나가는 중
- 당사의 가장 상징적인 기술인 Xtacking 기술은 NAND의 로직을 담당하는 Peri 영역을 별도의 웨이퍼에서 생산한 이후 메모리 유닛과 접합하는 구조. SMIC가 Peri를 생산하면, YMTC의 셀과 접합하여 NAND를 완성하는 방식. 삼성전자와 SK하이닉스는 웨이퍼에 Peri를 먼저 만들고 위에 셀을 쌓아 올리는 방식을 활용
- YMTC 이외에도 웨이퍼 두 개를 맞붙이는 방식의 본딩 기술을 적용하는 기업으로는 현재 키옥시아와 산디스크가 있음. 이들은 전체 제품의 10%도 안되는 비중에서 W2W 기술을 도입했으나 YMTC는 100%의 제품에 하이브리드 본딩 기술 적용

글로벌 NAND 업체별 CAPEX 추이 및 전망



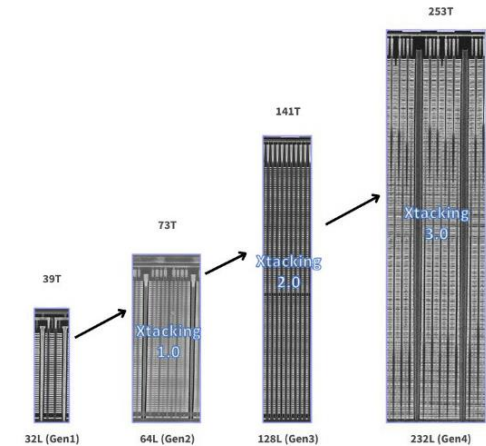
자료: TechInsights, 유진투자증권

Wafer-to-Wafer 본딩 기술 적용 비중



자료: TechInsights, 유진투자증권

YMTC의 NAND Xtacking 기술



자료: YMTC, 유진투자증권

중국의 반도체 공급망 짚어보기

미국의 수출 통제로 기대주가 되어가는 중국 로컬 소부장 기업들

- 미국 기업들이 독과점하고 있는 EDA 시장(글로벌 시장 규모 145억달러)의 경우 무분별하게 많은 기업들이 중국 정부의 지원으로 설립되며 시장이 활성화되기 어려울 것으로 판단했으나, 케이던스와 시놉시스, 그리고 지멘스 EDA가 미 상무부로부터 수출 통제 대상이 되면서 로컬 기업들에 관심. 3개사가 중국 시장 내 86%를 차지했던 점으로 보아, 중국 로컬 기업들에게는 중국 내 고객사에 맞춤형으로 생태계 구축 및 개발에 힘쓰는 중
- OSAT 업체들의 경우 2010년 전체 매출이 1조원을 겨우 넘겼으나 2021년 14조원으로 큰 폭의 성장세를 기록. 2024년 기준 글로벌 10개사 가운데 중국 기업들만이 전년대비 두 자릿수 성장세를 기록

중국 반도체 Supply Chain 현황

영역	기업명
EDA	화다주텐(Empryrean), 가이룬전자(Primarius), 광리마이크로(Semitronix)
팹리스	무어스레드, 바이렌테크, 이노실리콘, 베리실리콘, MetaX, Jingjia
메모리	CXMT(DRAM), YMTC(NAND), 기가디바이스(MCU)
파운드리	SMIC, 화홍반도체, JCET, HT-Tech
OSAT	JCET, TFME, TSHT, Forehope(SiP), CR-Micro(차량용), LEADYO(테스트)
소재사	NSIG(웨이퍼), 징루이(PR), 야커커지(특수가스), Konfoong(CMP)
부품사	푸황정밀, Semicorex, Semicera, Unipretec-Ceramic, VeT다
장비사	Naura, SMEE, AMEC, ACMR, JCET, Kingsemi, Piotech, Betong

자료: 세계경제포커스, 각 사, 유진투자증권

글로벌 Top 10개 OSAT 업체 매출

순위	업체명	2023년 매출 (십억달러)	2024년 매출 (십억달러)	증감률
1	ASE	18.68	18.54	-0.7%
2	Amkor	6.50	6.32	-2.8%
3	JCET	4.19	5.00	+19.3%
4	TFME	3.14	3.32	+5.6%
5	PTI	2.26	2.28	+1.0%
6	TSHT	1.59	2.01	+26.0%
7	WiseRoad	1.48	1.56	+5.0%
8	하나마이크론	0.74	0.92	+23.7%

자료: TrendForce, 유진투자증권

<참고> 중국의 반도체 공급망 짚어보기

실제 장비 없이 사진만으로 많은 인파를 모은 SEMICON CHINA의 SiCarrier



자료: TrendForce, 유진투자증권

Kingsemi 지분 인수(3,500억 원)를 신고한 Naura

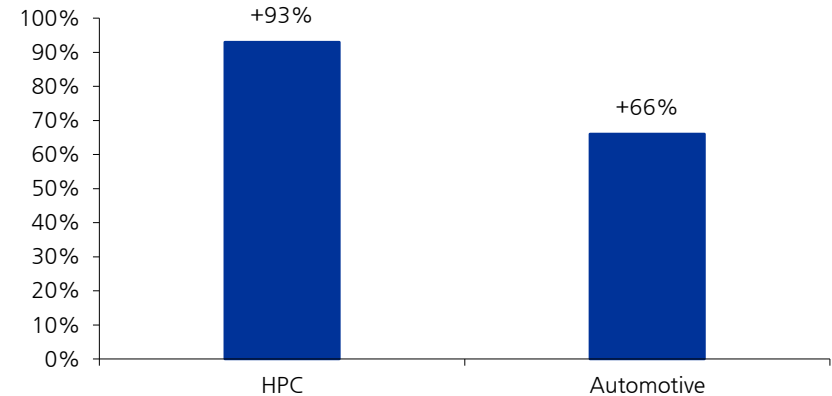
北方华创科技集团股份有限公司
关于协议受让沈阳先进制造技术产业有限公司所持
沈阳芯源微电子设备股份有限公司9.48%股份
完成过户登记的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

北方华创科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）于 2025 年 3 月 10 日召开第八届董事会第二十次会议，审议通过了《关于协议受让沈阳芯源微电子设备股份有限公司部分股份的议案》。同日，公司与沈阳先进制造技术产业有限公司（以下简称“先进制造”）签署了股份转让协议，公司协议受让先进制造持有的 19,064,915 股沈阳芯源微电子设备股份有限公司（股票代码 688037，以下简称“芯源微”）股份。具体内容详见公司于 2025 年 3 月 11 日在指定信息披露媒体《中国证券报》《证券时报》《上海证券报》及巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn)披露的《第八届董事会第二十次会议决议公告》和《关于协议受让沈阳芯源微电子设备股份有限公司部分股份的公告》。

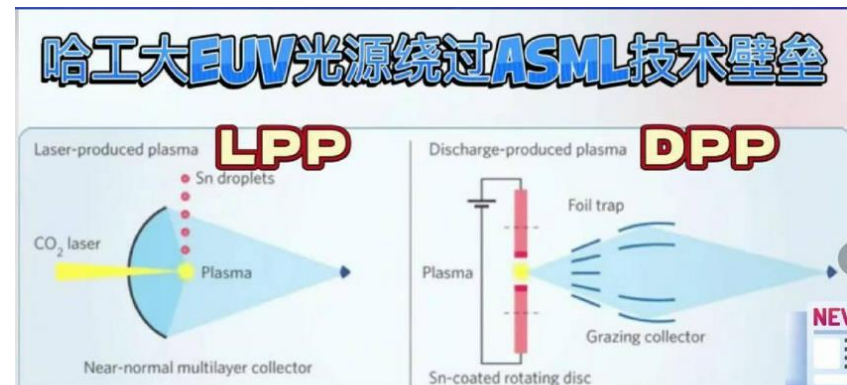
자료: Naura, 유진투자증권

역대 연간 최대 매출을 기록한 OSAT 업체 JCET의 영역별 매출 성장률



자료: JCET, 유진투자증권

ASML의 특허를 우회해 DPP 시스템 응용한 13.5nm EUV 개발한 하얼빈 대학 연구소(HIT)



합工大喜报! 国产光刻机大进展 绕过ASML技术封锁

자료: HIT, 유진투자증권

<참고> 중국의 반도체 공급망 짚어보기

중국 반도체 제조장비 국산화 성공 분야 및 기업 현황('24.02 기준)

공정 및 기업명	잉곳 제조		에칭	세정	증착			열처리		포토리소그래피		이온 주입	CMP	PR 스트립	전공정 테스트		후공정 테스트			Adv. PKG
	실리콘	SiC			PVD	CVD	ALD	산화	RTP	리소	非리소				검사	계측	테스트	소터	프로브	
나우라	○	○	○	○	○	○	○	○												○
Jingsheng	○	○				○														
AMEC			○			○	○													
ACM Research				○		○	○	○			○		○							
PNC				○																○
Hwatsing													○							
Piotech						○	○													
Changchuan																	○	○	○	○
KINGSEMI			○	○							○			○						
Xinyichang																				
Shanghai Wanye			○		○	○			○			○								
Skyverse															○	○				
Huafeng																	○			
Crystal Growth	○	○																		
E-Town			○						○					○						
SMEE										○						○				
Jingce															○	○				

자료: Trendforce, 유진투자증권

03

미국과 일본, 그리고 한국

각 국가별 성과 점검

반도체 기업 투자도 활발: 중국 vs 미국

각자가 힘을 길러야 하는 시기

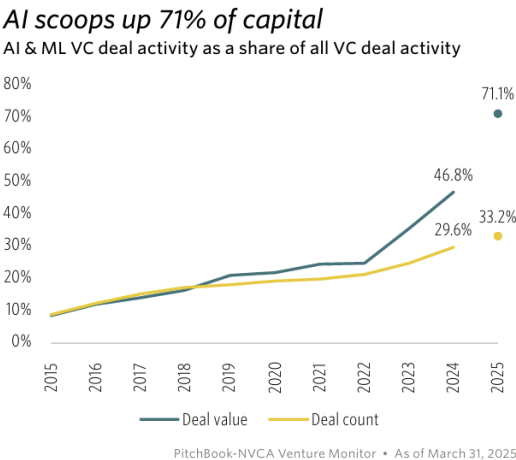
- 중국은 반도체 산업 자립을 위해 지난 2월과 3월 간 100건의 자금 조달이 이루어졌고, 약 1.2조원 규모를 달성. 전통적으로 중국의 반도체 주요 투자처였던 칩 설계 업체들의 자금 조달이 주가 되는 가운데, 칩 제조의 수율을 결정하는 결정적 소재인 포토마스크 소재(OMNISUN)나 테스트 장비(Jingce, Siscantech)들도 여러 차례 자금 조달 라운드를 거침
- 한편 BNPL 업체 Klarna의 경우 미국 상장을 연기하고, OpenAI 공급업체인 CoreWeave 상장 후 10% 급락하기도 했지만, VC 펀딩에 있어 70% 이상이 AI 관련 딜일 정도로 관련 투자 흐름이 견조. 지난 2024년 AI 스타트업 관련 투자 규모는 총 2,090억 달러 중 46.4%를 차지

중국 반도체 생산업체 파이낸싱 현황 (2025년 2월~3월)

기업명	주요 제품	펀딩 규모
Giantsemi	팹리스	10억 위안 내외
OMNISUN	포토마스크 소재	7.4억 위안
Zhonghao Xinying	AI 칩	7.4억 위안
Jingce Electronic	검사, 측정 장비	7억 위안
PNJ	전력 반도체	5억 위안 내외
Zhejiang Eagles	데이터센터, 차량 반도체	3억 위안 이상
iSTAR	디스플레이 장비	3억 위안 내외
WINCOSEMI	광통신 반도체	2억 위안

자료: DRAmEXchange, 유진투자증권

AI 및 머신러닝 관련 VC 딜 규모와 건수 (1Q25 기준)



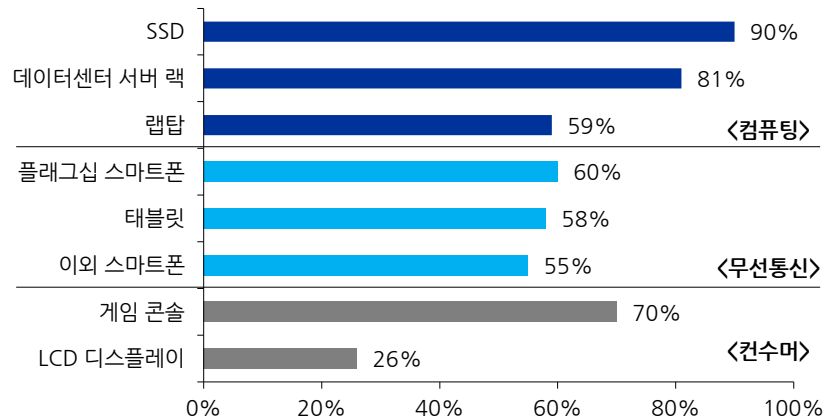
자료: PitchBook, 유진투자증권

미국: 관세 유예로도 돌이킬 수 없는 영향

이미 수급과 가격은 움직이는 중

- 미 트럼프 정부의 중국과의 관세 협상이 90일 간 유예되고, 연방 항소법원에서는 판결 집행을 일시 중단하여 그때까지 유지가 가능하다고 결정. 소강 상태에 접어들어 보이지만 이미 산업 전반에 유통 물량 증가에 따른 운임 인상과 pull-in 효과로 인한 가격 상승 등을 겪고 있음
- 중국향 관세가 10%로 잠정 하향되었고, 어차피 미국의 관세는 중국을 겨냥했던 것이기 때문에 이외 국가에 대한 관세도 이보다 더 강할 확률은 적은 것으로 판단. 하지만 갈피가 안 잡히는 상황 속에서 이미 많은 반도체 관련 기업들이 인도와 베트남, 말레이시아 등 상호관세가 발효된 지역의 투자를 어느 정도 진행했기 때문에, IT 제품으로의 영향이 적진 않을 것
- 컴퓨팅 기기와 무선통신 기기, 컨슈머 IT 제품들을 보면 BOM Cost 중 반도체가 차지하는 비중이 대부분 높기 때문에, 향후 반도체를 대상으로 한 관세가 발효되면 전반적인 수요에 영향을 줄 수 밖에 없음. 그러면 칩 제조나 최종 패키지 과정 등 어떤 레벨에서 관세가 부과될 지의 싸움이 시작될 것

최종 IT 제품별 BOM 내 반도체 비중



자료: UN Comtrade Database, 유진투자증권

스마트폰 서플라이 체인 별 흐름도



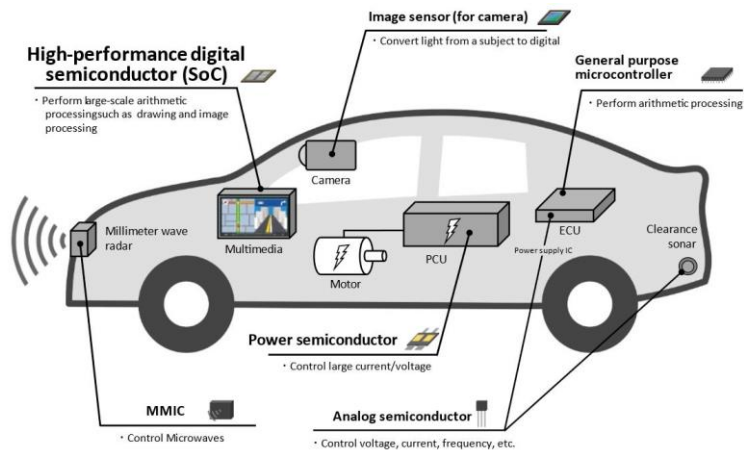
자료: McKinsey, 유진투자증권

반도체 산업의 부활을 꿈꾸는 일본, 하지만?

내부적으로는 오토 칩에 집중, 외부로는 인력과 생산 시설 확보

- 새 내각의 본격적인 반도체 및 AI 투자 언급에도 아직 가시적인 성과는 없는 것으로 분석. 기존 강했던 자동차 관련 기술을 이용하여 차량용 첨단 SoC 연구 집단 ASRA(Advanced SoC Research for Automotive) 설립. 토요타, 혼다, 파나소닉, 르네사스, 케이던스 재팬을 포함한 14개사로 구성되어 2030년까지 양산 차량에 SoC 칩셋 기술 적용된 칩 탑재가 목표
- 반도체 공장은 적극적으로 신설되어 가는 듯 했으나, 공장 7곳 중 양산에 돌입하지 못한 공장이 4곳인 걸로 추정. 르네사스의 경우 폐쇄했던 야마나시현 공장에서도 칩 재양산 계획이 있었으나 전력 반도체 수요 감소로 연기 중이며 롬은 시제품 제조 후 무소식

ASRA의 SoC 적용 기술



자료: Just Auto, 유진투자증권

일본 내외 반도체 투자 현황

업종	기업	투자 내용
반도체 제조	Rapidus	베트남 대학교와의 협업 통해 5만 명의 반도체 인력 훈련 시설 설립
반도체 부품	Ferrotec	말레이시아 케다에 2.3억달러 규모의 반도체 부품 제조 시설 설립
통신	소프트뱅크	미국 인텔과 함께 반도체 개발을 위해 '사이메모리' 설립, 30억 엔 출자 결정
파운드리	TSMC	가동률 부진과 차량용 반도체 수요 위축으로 일본 2공장 건설 지연

자료: 각 사, 유진투자증권

한국 소부장이 살아남으려면?

정부의 지속적인 투자와 생태계 전반적 지원이 필수

- 신 정부가 반도체 산업을 국가 전략 산업으로 육성하고자 하는 의지를 표명한 바, 관련 공약 가운데 반도체특별법 제정과 용인 클러스터, 판교 K-팹 리스 밸리 조성 등이 중요해질 것. 이외에도 미니팹 조기 구축을 통한 소부장 기업 기술경쟁력 확보와 첨단 패키징 등 지원 확대할 것으로 예상
- AI와 관련해서도 100조원 집중 투자, 고성능 GPU 확보 통한 AI 고속도로 구축, AI 해외 인재 유치 및 R&D 지원 확대 등을 언급
- 소부장 기업들까지도 혜택이 닿기 위해서는 금전적 지원과 생태계 조성에 정부와 칩 제조업체 모두 힘써야 할 것으로 판단

신 정부 반도체 주요 공약

공약	기업
반도체특별법 제정	반도체특별법 제정 (주52시간 예외 조항은 제외)
세제 혜택	국내에서 생산 및 판매되는 반도체에 대해 최대 10% 생산세액공제 적용
인프라 구축	RE100 지원 및 용인 반도체 클러스터 조성
인재 양성	시스템반도체 및 파운드리 R&D 지원 및 반도체대학원 설립

자료: 언론보도, 유진투자증권

반도체 재정 투자 강화 방안

 인프라 구축	용인·평택 반도체클러스터 송전선 지중화 70% 국비 지원 대규모 클러스터 전력·용수 등 국비 지원 최대 1000억원으로 상향 첨단전략산업 특화단지 기반시설 구축 국비 지원 최대 50%로
 소부장 투자 지원	반도체·디스플레이·2차전지·바이오 중소기업 30~50% 보조금 첨단전략산업기금에서 반도체 저리 대출 20조원으로 확대 반도체 투자세액공제율 국가전략기술 대비 5%포인트 상향
 차세대 반도체 개발	팹리스 기업이 자유롭게 활용 가능한 고성능 장비 대폭 확충 용인 반도체클러스터에 첨단 반도체 양산 연계형 미니팹 투자 NPU, PIM 등 차세대 첨단 반도체 핵심 기술 개발 지원

자료: 기획재정부, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

04

메모리 시장 전망

기대감 유효

메모리 전반

하반기 불확실성 우려는 주가에 이미 반영 → 단기적 2Q 메모리 가격 상승과 관세 위험 약화 반영으로 반등 기대

- 2분기 가격 상승으로 메모리 기업 실적은 개선 가능성이 높음. 엔비디아의 경우 원가의 가장 큰 부분을 차지하는 HBM(약 50%) 물량 확보가 관건
- 지난 2년간 상대적으로 부진했던 메모리가 리스크-리워드에서 최소한 불리하진 않을 전망. 다만 장기 불확실성으로 올해와 내년 실적 전망치 하향 조정은 필요해 보임
- 삼성전자는 현재 PBR이 낮고, HBM 쿼 테스트가 아직 통과되지 않았다는 낮은 기대감에 주가 하락 리스크도 낮은 편
- SK하이닉스도 하반기 실적 변동성이 생각보다 커질 수 있다고 판단하나 이러한 리스크 감안해도 현재 주가 수준 과도하게 낮은 편
- 최근 2분기에 대한 가격 전망은 DRAM 3~8% 상승, NAND 3~8% 상승으로 전망치 상향

제품별 DRAM 가격 전망

		1Q25E	2Q25F
PC DRAM	DDR4	-13~18%	-3~8%
	DDR5	-10~15%	보합
	Blended	-10~15%	보합
서버 DRAM	DDR4	-10~15%	-3~8%
	DDR5	-3~8%	보합
	Blended	-5~10%	보합
모바일 DRAM	LPD4X	-8~13%	-0~5%
	LPD5X	-3~8%	+0~5%
그래픽 DRAM	GDDR6	-8~13%	-3~8%
	GDDR7	-0~5%	-0~5%
컨수머 DRAM	DDR3	-3~8%	보합
	DDR4	-10~15%	+0~5%
합계	일반 DRAM	-8~13%	-0~5%
	HBM Blended	-0~5%	+3~8%
	HBM 점유율	8%	9%

자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

제품별 NAND 가격 전망

	1Q25E	2Q25F
eMM C UFS	-15~20%	보합
eSSD	-18~23%	보합
클라이언트	-18~23%	+3~8%
3D NAND 웨이퍼	-8~23%	+10~15%
합계	-15~20%	+0~5%

자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

DRAM 시장 모델

DRAM 모델	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025	2026
수요 (GB bil)	7.47	7.97	7.97	7.95	7.81	8.71	9.50	9.98	24.7	25.5	30.5	35.9	41.9
YoY	43%	28%	11%	-7%	4%	9%	19%	26%	7%	3%	20%	18%	17%
QoQ	-12%	7%	0%	0%	-2%	12%	9%	5%					
HBM (GB bil)	0.15	0.25	0.40	0.68	0.42	0.56	0.74	0.93	0.131	0.339	1.480	2.660	4.341
YoY	172%	257%	348%	444%	184%	124%	85%	37%	70%	160%	336%	80%	63%
QoQ	19%	68%	61%	69%	-38%	33%	33%	25%					
% of Total	2.0%	3.1%	5.0%	8.6%	5.4%	6.4%	7.8%	9.3%	0.5%	1.3%	4.7%	7.4%	10.3%
DDR (GB bil)	7.33	7.71	7.57	7.27	7.38	8.15	8.76	9.05	24.35	26.78	29.88	33.34	37.75
YoY	42%	25%	7%	-13%	1%	6%	16%	25%	0%	10%	12%	12%	13%
QoQ	-13%	5%	-2%	-4%	2%	10%	7%	3%					
조정 수요 (GB bil)	7.27	7.55	8.03	8.16	8.19	8.67	9.16	9.55	24.9	25.8	31.0	35.6	42.1
YoY	25%	25%	20%	13%	13%	15%	14%	17%	5%	3%	20%	15%	18%
생산 (GB bil)	6.69	7.27	7.53	7.83	8.14	8.54	9.13	9.78	29.9	25.7	29.3	35.6	42.7
YoY	-7%	11%	24%	32%	22%	18%	21%	25%	26%	-14%	14%	21%	20%
출하 (GB bil)	7.47	7.97	7.97	7.95	7.81	8.71	9.50	9.98	24.5	27.1	31.4	36.0	42.1
YoY	43%	28%	11%	-7%	4%	9%	19%	26%	1%	11%	16%	15%	17%
출하/수요	1.03	1.06	0.99	0.97	0.95	1.00	1.04	1.05	0.98	1.05	1.01	1.01	1.00
ASP (\$/GB)	2.43	2.80	3.28	3.55	2.84	2.84	2.87	2.87	3.2	1.9	3.0	2.9	2.8
YoY	27%	54%	77%	74%	17%	2%	-13%	-19%	-17%	-40%	58%	-6%	-2%
QoQ	19%	15%	17%	8%	-20%	0%	1%	0%					
HBM (\$/GB)	10.9	11.7	11.9	12.2	13.1	12.9	12.6	12.2	9.3	10.6	11.9	12.6	11.7
YoY	9%	14%	11%	11%	19%	10%	6%	0%	16%	14%	12%	6%	-7%
QoQ	-1%	7%	2%	2%	7%	-1%	-2%	-4%					
DDR (\$/GB)	2.3	2.5	2.8	2.7	2.3	2.2	2.0	1.9	3.1	1.8	2.6	2.1	1.8
YoY	23%	46%	62%	44%	0%	-14%	-28%	-30%	-17%	-43%	43%	-19%	-14%
QoQ	19%	11%	13%	-3%	-18%	-5%	-5%	-6%					
DRAM 시장규모 (\$ bil)	18.2	22.3	26.2	28.2	22.2	24.8	27.3	28.7	77.8	51.9	94.9	102.9	118.4
YoY	82%	97%	97%	62%	22%	11%	4%	2%	-16%	-33%	83%	8%	15%
QoQ	5%	23%	18%	8%	-21%	12%	10%	5%					
HBM (\$ bil)	1.6	2.9	4.8	8.3	5.5	7.2	9.4	11.3	1.2	3.6	17.7	33.5	50.9
YoY	197%	308%	398%	501%	239%	146%	96%	36%	97%	197%	389%	90%	52%
% of Total	9.0%	13.2%	18.3%	29.4%	24.9%	29.2%	34.5%	39.5%	1.6%	7.0%	18.6%	32.5%	43.0%
DDR (\$ bil)	16.5	19.3	21.4	19.9	16.7	17.5	17.8	17.4	76.6	48.3	77.2	69.4	67.5
YoY	75%	83%	74%	25%	1%	-9%	-17%	-13%	-17%	-37%	60%	-10%	-3%
% of Total	91.0%	86.8%	81.7%	70.6%	75.1%	70.8%	65.5%	60.5%	98.4%	93.0%	81.4%	67.5%	57.0%

HBM 시장 모델

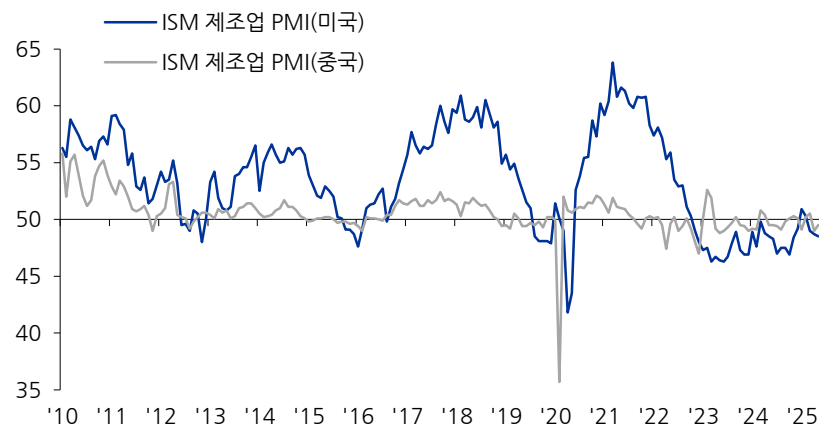
HBM	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025	2026
출하 (GB mil)	149	250	402	680	423	561	745	931	131	339	1,480	2,660	4,341
Samsung	65	100	164	312	76	131	236	365	60	148	641	809	1,427
SK	80	140	210	320	270	330	370	380	71	185	750	1,350	1,770
MU	4	10	28	48	77	96	128	158	-	6	90	459	840
CXMT					-	4	11	27	-	-	-	42	303
Revenue (\$ bil)	1.6	2.9	4.8	8.3	5.5	7.2	9.4	11.3	1.2	3.6	17.7	33.5	50.9
Samsung	0.7	1.1	1.9	3.6	1.0	1.7	2.9	4.3	0.7	1.5	7.3	9.8	16.3
SK	0.9	1.7	2.6	4.0	3.5	4.2	4.7	4.8	0.6	2.0	9.2	17.2	21.8
MU	0.0	0.1	0.3	0.6	1.0	1.3	1.7	2.0	-	0.1	1.1	6.0	9.7
Others					-	0.0	0.1	0.3				0.5	3.1
비트 점유율													
Samsung	44%	40%	41%	46%	18%	23%	32%	39%	46%	44%	43%	30%	33%
SK	54%	56%	52%	47%	64%	59%	50%	41%	54%	55%	51%	51%	41%
MU	3%	4%	7%	7%	18%	17%	17%	17%	0%	2%	6%	17%	19%
Others					0%	1%	1%	3%	0%	0%	0%	2%	7%
매출 점유율													
Samsung	42%	38%	39%	44%	18%	23%	31%	38%	53%	43%	42%	29%	32%
SK	55%	58%	54%	49%	63%	59%	50%	42%	47%	56%	52%	51%	43%
MU	3%	4%	7%	7%	19%	18%	18%	18%	0%	2%	6%	18%	19%
Others					0%	1%	1%	3%	0%	0%	0%	1%	6%

MACRO 환경 - ISM 지수

위축 국면이 이어지는 제조업 지수

- 미국의 5월 제조업 구매관리자지수는 48.5pt로 전월대비 악화됐으며 여전히 50pt를 상회하지 못하는 중. 하위 지표들을 보면 대부분 악화되었음을 확인. 관세로 인한 불확실성이 주된 원인으로 지목
- 한편 중국의 제조업 구매관리자지수는 49.5pt를 기록하며 2개월 연속 경기 수축 국면 지속

미국과 중국 제조업지수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 제조업지수 하위 지표

지표	5월	4월	MoM 추이	방향
제조업지수	48.5	48.7	-0.2%p	위축
신규 주문	47.6	47.2	+0.4%p	위축
생산	45.4	44.0	+1.4%p	위축
고용	46.8	46.5	+0.3%p	위축
공급자 운송 시간	56.1	55.2	+0.9%p	둔화
재고	46.7	50.8	-4.1%p	위축
가격	69.4	69.8	-0.4%p	상승

자료: ISM, 유진투자증권

미국 ISM 리포트 중 컴퓨터&전자제품 산업 코멘트

4월 코멘트

WHAT RESPONDENTS ARE SAYING

- “Business climate is apprehensive, and with tariff costs implemented, all inbound Chinese shipments are on hold. It is not feasible for our business or customers to sustain the pricing required to provide an acceptable margin.” [Computer & Electronic Products]

5월 코멘트

WHAT RESPONDENTS ARE SAYING

- “Government spending cuts or delays, as well as tariffs, are raising hell with businesses. No one is willing to take on inventory risk.” [Computer & Electronic Products]

자료: ISM, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

05

신기술 미리보기

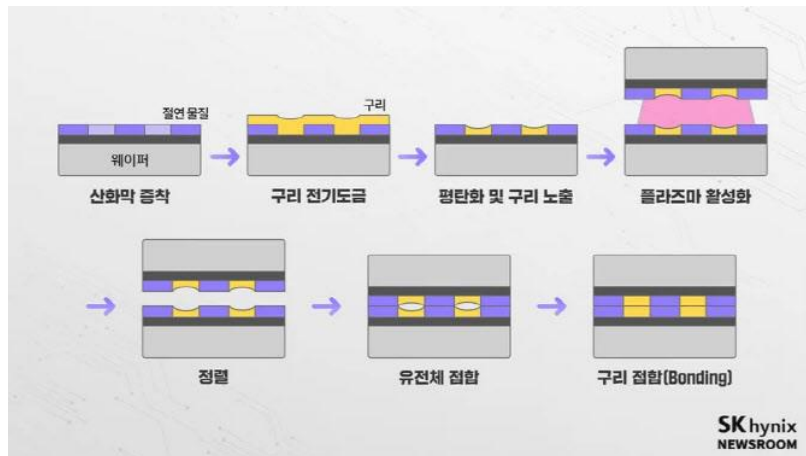
하이브리드 본딩, CXL, PIM, VWB, 레이저 본딩

하이브리드 본딩

전공정 기술이 99%

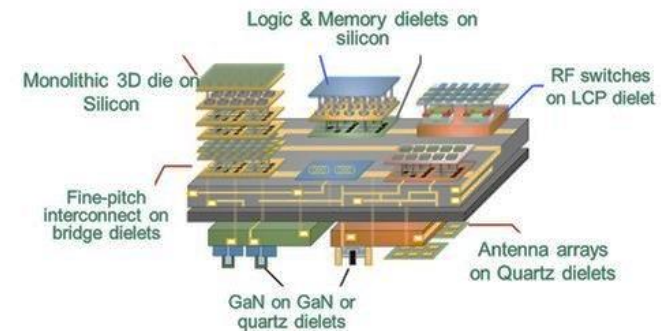
- 하이브리드 본딩 장비 자체는 후공정 장비사에서 출시할 수 있으나, 공정을 보면 웨이퍼를 직접 다루는 전공정의 기여도가 월등히 높다는 것을 알 수 있음. 이에 따라 글로벌 기업들은 AMAT-BESI, ASMPT-EVG 등 전공정과 후공정 장비사가 페어를 이루어 기술 개발 중. AMAT의 경우 BESI의 지분 9%를 확보, 최대주주가 되며 공동개발(CoE) 계약을 연장하기도 함. ASMPT는 EVG와 함께 각각 다이 본딩 기술과 다이 클리닝 및 액티베이션 기술을 공유하여 장비 개발 중. EVG의 경우 이미 오래 전부터 CMOS-광다이오드 접합에 필요한 하이브리드 본딩 기술을 보유
- 현재는 기술적 어려움과 수요에 따라 D2W 장비 위주로 개발이 이루어지고 있으나, 더 높은 성능과 낮은 높이 등을 구현하기 위해서는 W2W 기술로 가는 방향을 선택해야 할 전망

하이브리드 본딩 공정 개요



자료: SK하이닉스 뉴스룸, 유진투자증권

ASMPT-EVG 하이브리드 본딩 및 3D 패키징 기술 개요



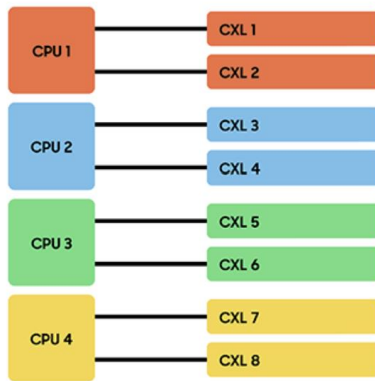
자료: Electronics Weekly, 유진투자증권

일단 메모리 업체들은 최선을 다 하는 중

- CXL 기술 도입에 있어서 모든 칩들이 메모리 풀링 기능을 지원할 수 있는 2.0 버전을 도입했는지 여부가 가장 중요. CXL 2.0 버전은 여러 컴퓨팅 노드들이 풀링된 자원에 CXL 스위치를 통하여 접근하는 메커니즘을 제공. 단일 컴퓨팅 노드가 메모리 또는 가속기를 과다하게 구성할 필요가 없어 일시적 수요도 유연하게 대응 가능. Memory overprovisioning 문제를 효율적으로 해결하는 등 TCO(Total Cost of Ownership)을 크게 줄임
- 하지만 현재 서버 시장을 주도하지도, 회사 상황이 유연하지 않은 CPU 최대 기업 인텔의 개발 공백이 이어지면서, 본격적 도입은 더욱 미뤄질 전망
- 한편 SK하이닉스는 CXL 2.0 기반 DRAM CMM 제품에 대한 고객 인증을 완료, 새로운 고객과도 인증 절차를 진행 중. 삼성전자의 경우 CXL 모듈에 NAND를 결합한 제품을 개발, 고속도와 대용량을 한 번에 누릴 수 있는 최신 솔루션 제공

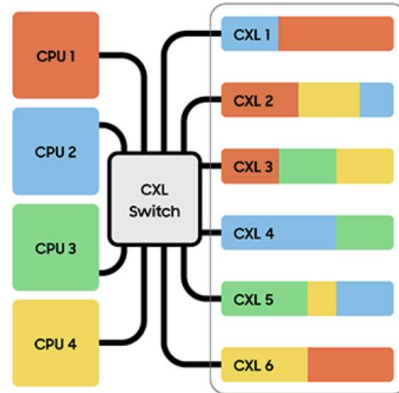
CXL 1.1과 2.0 버전의 차이

CXL 1.1 Memory Expansion

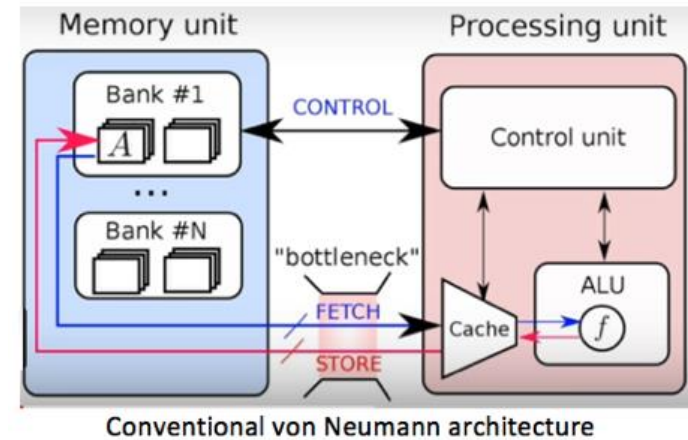


자료: 삼성전자, 유진투자증권

CXL 2.0 Memory Pooling



메모리 중심 컴퓨팅 구조로 넘어가기 위해서는 CXL이 필수



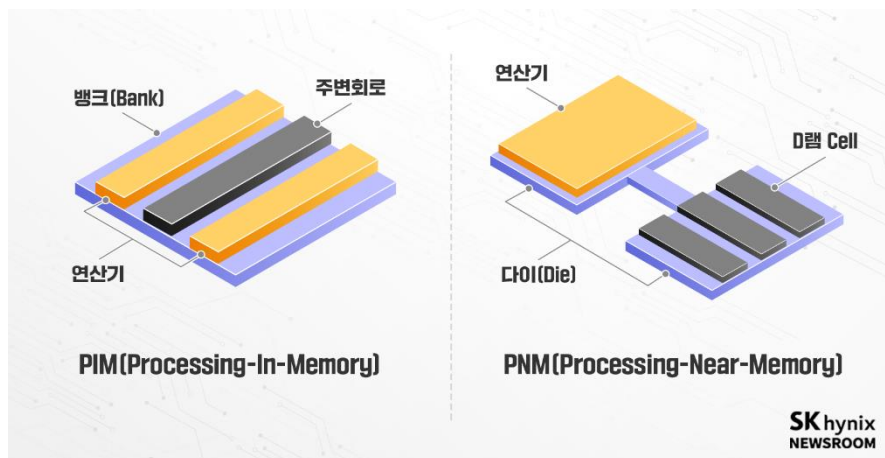
자료: IBM Research, 유진투자증권

PIM과 PNM

제품 개발은 됐지만 도입을 글썄..

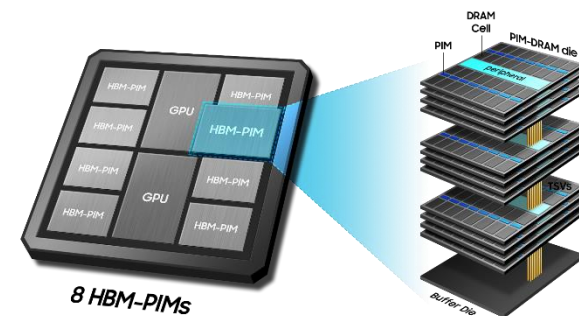
- PCU(Programmable Computing Unit)를 통해 메모리 내부에서 프로세싱이 가능하게끔 개선시킨 제품이 PIM이며, 이는 GPU나 CPU와 메모리 간 데이터 전송량을 줄여 대역폭 병목을 줄이고 전력을 효율적으로 활용한다는 장점을 보유. 데이터 전송 자체도 연산 과정에서 상당 부분을 차지하기 때문에 아예 전송을 하지 않아도 연산할 수 있게 하는 구조는 획기적이라고 볼 수 있음
- PNM은 Processing-Near-Memory로 연산 장치가 메모리에 가까이 있지만 별도로 칩에 있는 구조. PIM은 DRAM 칩 면적이 넓어지나 용량에 비례해 연산 속도가 올라가는 장점을 보유, PNM은 로직 칩이 함께 있어 비용 절감에 유리
- 이러한 구조적 장점을 HBM이라는 고성능 DRAM 제품과 결합하여 삼성전자에서는 PIM 기술을 HBM에 세계 최초로 적용한 제품 출시. 이는 AMD의 MI-100 가속기 카드에 탑재되었으며 기존 GPU 가속기 대비 성능은 2배 늘고 에너지 소모는 50% 감소한 것을 확인

PIM과 PNM 기술



자료: SK하이닉스 뉴스룸, 유진투자증권

삼성전자의 HBM-PIM



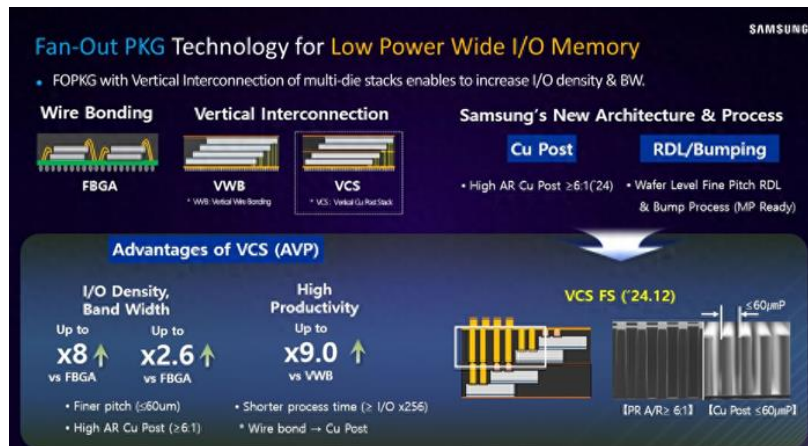
자료: 삼성전자, 유진투자증권

VCS? VFO? VWB?

애플의 러브콜을 받을 기술은?

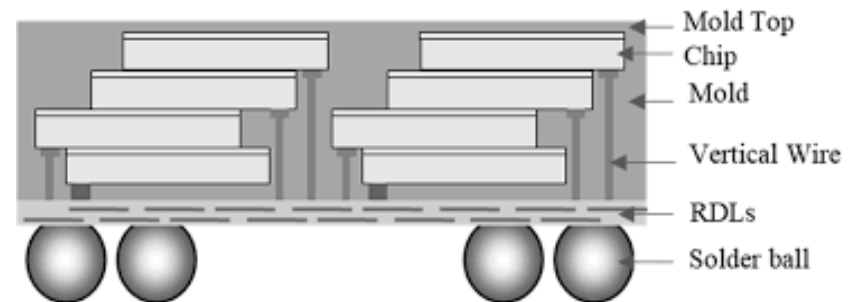
- 아직 기술 표준이 정해지지 않은 VCS/VFO는 애플 등 스마트폰 기업들의 DRAM에 대한 요구 사항으로, low power wide I/O로 대역폭을 확대하여 데이터 이동 공간을 더 많이 확보하는 데에 집중한 기술. 삼성전자는 VCS(Vertical Cu-post Stack) 기술을 통해 VWB에 비해 생산성이 9배가 높고, 일반 모바일용 DRAM보다 I/O 수가 8배가 많음
- SK하이닉스는 유사한 기술을 VFO(Vertical Fan Out)라고 부르며 기존 와이어 본딩을 수직으로 연결하여 가능한 가장 작은 크기의 팬아웃 웨이퍼 레벨 패키지를 구현. 두 기업 간에는 에폭시와 구리 기둥 형성 공정 순서에 차이가 있음. 삼성전자의 경우 에폭시를 우선 투입 후 레이저나 식각 공정 통해 틈 형성, 이후에 구리 기둥을 형성. 반면 SK하이닉스는 구리 선을 먼저 DRAM에 연결 후 에폭시를 주입하여 경화

삼성전자의 VCS 구조



자료: 삼성전자, 유진투자증권

SK하이닉스의 VFO 구조



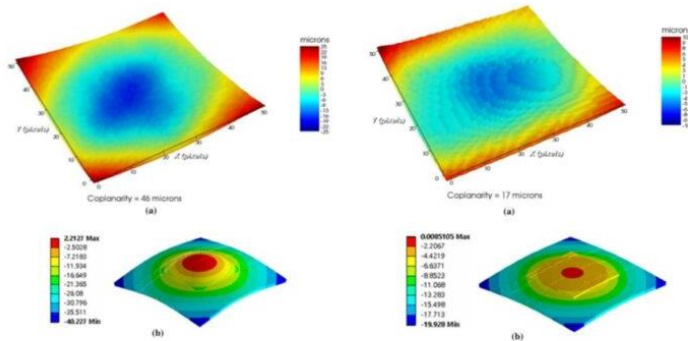
자료: IEEE, 유진투자증권

레이저 본딩

개화는 언제쯤

- 본딩 차세대 기술로 언급되는 레이저 본딩 기술은, 현재 HBM을 비롯한 첨단 메모리 시장에서 TC 본딩 기술을 선제적으로 도입하는 바람에 개화가 늦어지는 중. 비메모리 반도체 제조에서 일부 응용될 가능성은 있지만 아직 OSAT 기업들은 테스트 진행 중인 상황
- 반면 레이저 리플로우는 이미 일부 글로벌 주요 OSAT 기업들이 공정에 사용 중에 있으나 확대되는 속도는 느린 편
- 칩이 작아지고 기판이 얇아지면서 점점 더 피하기 어려워지는 warpage 현상에 대한 압도적 대안책으로 초반에는 관심을 많이 받았으나, 높은 비용과 고객사의 신기술 도입에 대한 보수적 접근 (수율 확보 면에서의 리스크) 등으로 난항을 겪는 중

Warpage 현상을 개선시켜주는 레이저 본딩 기술



Source : Jang, Y.M., Kim, Y. & Choa, S.H., *Microsyst Technol* 26, 1043–1054 (2020).

<Lower warpage with LAB: Mass reflow(left) vs. LAB(right)>

자료: Microsystem Technology, 유진투자증권

프로텍의 레이저 본딩 장비



자료: 프로텍, 유진투자증권

반도체 소부장의 결론

소부장의 사분면 DMIT: Demand, Market, Investment, Technology

- 국내 칩 제조사들과 별개로, 소부장 기업들을 분석할 때 봐야할 영역을 4개로 본다면, 1)반드시 이 회사의 소재/부품/장비가 필요한 건지, 2)해당 시장과 매크로 환경이 적극적인 수요로 이어지게끔 하는지, 3)이 소재/부품/장비에 대한 투자가 활발히 일어날 것인지, 4)이 회사의 기술력이 압도적인지를 판단할 필요

반도체 영역별 DMIT 평가

영역		수요가 강한가?	유망한 시장인가?	적극 투자의 영역인가?	기술력이 중요한가?	주요 기업
패리스/DSP		△ 글로벌 1위 파운드리 협력사만	○ 시장 자체는 유망, 파트너가 중요	△	△ 파트너사 기술력에 좌우	에이디테크놀로지
전공정	장비	○	○ 중국 납품 제재에 대한 불안감	◎ 1b, 1c로의 전환 투자 시점	◎ 몇 없는 벤더 간의 쉐어 싸움	원익IPS
	소재	△	△ 메모리 제조사 가동률 올라야만	○	○	
	부품	○ 장비사 점유율이 너무 큰 변수	○ 포커싱, 프로브 카드 등 유망	○	○	마이크로투나노
후공정	장비	○	◎ 전공정 후공정 장비사 모두 진입	◎ 전공정에서 나오는 고민의 해결점	◎ 어드밴스드 패키징 도입 활발	오로스테크놀로지
	소재	△	○ 어드밴스드 패키징 관련 소재만	○	○	
	부품	◎ 더 어렵고 다양한 칩 대응 필요	◎ 미세화 기술 하나로 전영역 진출	◎	○ 기술력 좋다고 벤더 뚫기는 어려움	리노공업
	OSAT	△ 본격적 가동률 상승 시점은 아직	△ 글로벌 1위 파운드리 협력사만	○	△ 고객사 물량에 좌우	
유리 기판		△ 잠재 고객들은 현재 SC에 집중	◎ 전성비가 뛰어나다는 전제 하에	◎ 신소재는 언제나 환영	◎ 업계 최초의 본격적 대량 생산	필옵틱스

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

06

추천주

리노공업, ISC, 메카로

리노공업

(058470)

투자의견
BUY
(유지)

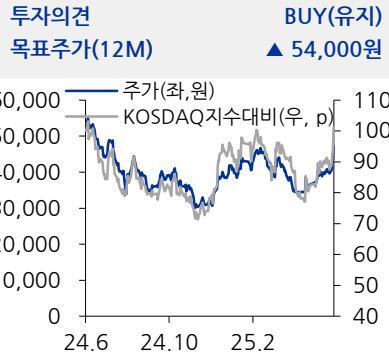
목표주가
54,000원
(상향)

추가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	28.3	45.7	-11.3
절대기준(%)	23.5	33.0	-0.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	54,000	52,000	▲
영업이익(25)	156	151	▲
영업이익(26)	189	176	▲

임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

현재주가(25.06.05)	47,150원
시가총액(십억원)	3,593
발행주식수(천주)	76,212
52주 최고가(원)	278,000
최저가(원)	35,650
52주 일간 Beta	1.46
60일 일평균거래대금(억원)	139
외국인 지분율(%)	0.0
배당수익률(2025F)(%)	1.3
주주구성(%)	
이체윤 (외 1인)	34.7
Wasatch Advisors (외 1인)	9.1



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	256	278	323	367	371
영업이익	114	124	156	189	177
세전손익	142	147	172	205	199
당기순이익	111	113	136	158	154
EPS(원)	1,455	1,486	1,780	2,078	2,017
증감률(%)	-3.0	2.1	19.8	16.7	-2.9
PER(배)	27.8	25.8	26.5	22.7	23.4
ROE(%)	21.1	19.2	20.3	20.1	16.5
PBR(배)	1.1	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	21.5	18.5	18.3	14.6	15.7

자료: 유진투자증권

Steady한 비즈니스의 중요성

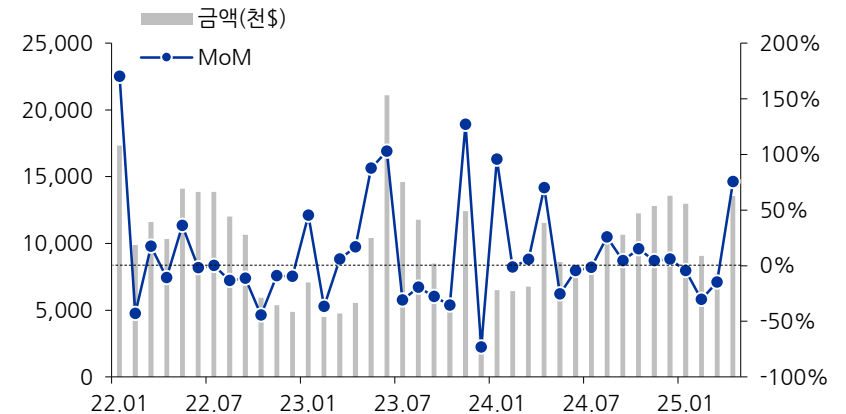
1H25 리뷰 및 주요 포인트

- 지난 4월 소켓 수출 금액 호실적을 보이며 견조한 흐름 유지 중이며, 글로벌 스마트폰 시장 회복에 대한 의문과 대조적으로 R&D 소켓 매출이 강하고 매출 비중도 70%대를 기록
- 주요 고객사의 주문이 안정화되는 가운데 고성능 AP 대응에 속도

실적 전망 및 밸류에이션

- 신규 글로벌 고객사향 매출이 하반기부터 본격적으로 증가할 전망
- 스마트폰 시장의 변동성과 별개로 테스트 부품 시장은 안정적인 편
- 실적 추정치 상향에 따라 12M Fwd EPS에 Peer P/E에 10% 할증한 54,000원으로 목표주가 상향 및 투자의견 BUY 유지

부산지역 테스트 소켓 수출 추이



자료: 한국무역협회, 유진투자증권

ISC
(095340)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
67,000원
(하향)

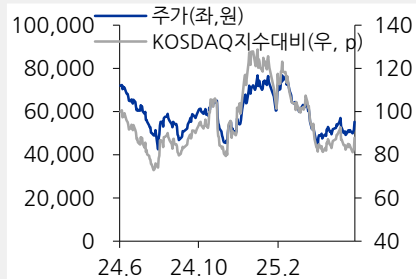
주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	5.5	-18.0	-20.8
절대기준(%)	3.6	-23.7	-19.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	67,000	81,000	▼
영업이익(25)	49	71	▼
영업이익(26)	70	100	▼

임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

현재주가(25.06.05)	55,200원
시가총액(십억원)	1,170
발행주식수(천주)	21,197
52주 최고가(원)	80,700
최저가(원)	41,100
52주 일간 Beta	1.49
60일 일평균거래대금(억원)	78
외국인 지분율(%)	0.0
배당수익률(2025F)(%)	0.5
주주구성(%)	
SKC (외 4인)	48.9
자사주 (외 1인)	3.5

투자의견 **BUY(유지)**
목표주가(12M) **▼ 67,000원**



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	140	174	183	234	284
영업이익	11	45	49	70	94
세전손익	18	70	55	91	108
당기순이익	14	55	45	72	85
EPS(원)	623	2,579	2,137	3,359	3,998
증감률(%)	-75.3	314.0	-17.1	57.2	19.0
PER(배)	128.9	28.0	25.8	16.4	13.8
ROE(%)	3.6	11.0	8.4	12.2	12.8
PBR(배)	3.6	2.9	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	74.5	22.0	13.4	8.5	5.9

자료: 유진투자증권

늘어나는 수주

1H25 리뷰 및 주요 포인트

- 1분기에는 글로벌 고객사들의 매출 이월 등으로 인해 일시적으로 영업이익 감소했으나, 메타의 데이터센터 관련 솔 벤더로 수출 진행 중이며 이외 후공정 장비 관련 사업 포트폴리오 확장 중에 있음
- 사업 부문별로 보면 여전히 비메모리향 매출 비중이 80%로 견조하며 신규 AP 및 빅테크 고객사 확보 역시 순항 중

실적 전망 및 밸류에이션

- 2분기 말부터는 다시 이익성 회복될 전망이며 이는 HBM과 SoC 관련 매출이 뒷받침해줄 것. 하반기에는 비메모리 스마트폰 고객사 중심으로 실적 증가를 견인할 것으로 예상
- 포트폴리오 확장 관련 후공정 관련 2개사 인수, 6월부터 연결로 반영 시 약 200억원 기여할 전망
- 2025년 예상 실적은 매출 1,834억원, 영업이익 498억원으로 추정
- 수주가 늘어나고 기업 체질이 바뀌고 있으나 여전히 메모리와 비메모리 업황의 부정적 영향이 잔존. 실적 추정치 하향 조정에 따라 12M Fwd EPS에 Peer P/E에 10% 할인한 67,000원으로 목표주가 하향하나 투자의견은 'BUY' 유지함

메카로 (241770)

투자의견
-

목표주가
NR

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-1.1	60.2	23.4
절대기준(%)	-5.8	47.5	34.5
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	-	-	-
목표주가(원)	-	-	-
영업이익(25)	-	-	-
영업이익(26)	-	-	-

임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

현재주가(25.06.05)	11,920원
시가총액(십억원)	121
발행주식수(천주)	10,193
52주 최고가(원)	13,440
최저가(원)	6,810
52주 일간 Beta	0.56
60일 일평균거래대금(억원)	3
외국인 지분율(%)	0.0
배당수익률(2025F)(%)	5.1
주주구성(%)	
이재정 (외 20인)	51.3
자사주 (외 1인)	3.4



결산기(12월)(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	73	49	54	39	63
영업이익	0	2	3	(8)	4
세전손익	(3)	2	(0)	0	(1)
당기순이익	0	1	42	(0)	(1)
EPS(원)	적전	흑전	448.0	적전	흑전
증감률(%)	(162)	782	4,287	(231)	541
PER(배)	n/a	17.9	2.8	n/a	22.0
ROE(%)	(1.2)	5.6	25.7	(1.2)	2.9
PBR(배)	1.0	1.0	0.6	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	9.5	7.5	9.3	32.5	7.2

자료: 유진투자증권

신소재 사업으로 도약하기

1H25 리뷰 및 주요 포인트

- 2024년 실적은 매출 629억원(YoY +62.9%), 영업이익 41억원(YoY 흑전)을 기록. 기존의 국내 주요 칩 제조업체들과 일부 장비사의 수요가 견조한 한편 중국 장비사로의 신규 매출이 호실적을 견인
- 1Q25 실적은 매출 215억원(YoY +66.9%), 영업이익 33억원(YoY 흑전)으로 호실적 지속. 마진율이 높은 중국향 매출이 111억원으로 전년대비 107% 증가했고, 국내 칩 제조사향 매출도 큰 폭 증가

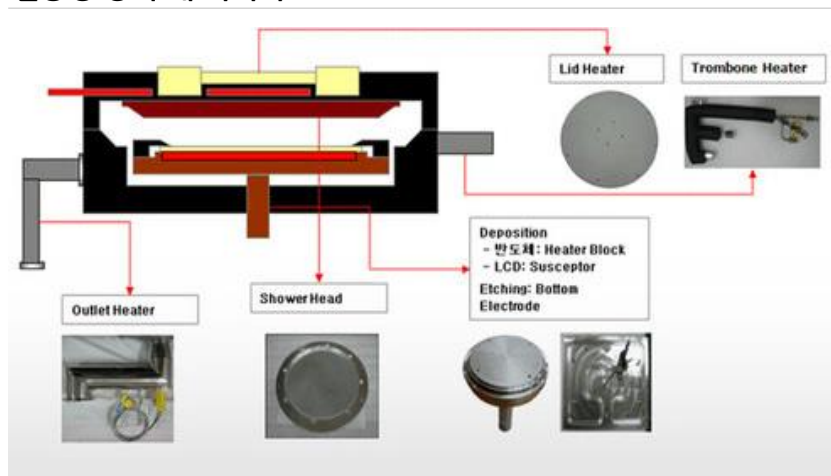
실적 전망 및 밸류에이션

- 소재사업 매각 후 전공정에서 중요한 히터 부품에 사업을 집중, 지난 2023년부터 메탈이 아닌 세라믹 히터 개발이 순항하고 있다는 점이 향후 실적에 크게 기여할 전망. 특히 해당 제품은 주요 칩 제조사로부터 연구 개발 의뢰를 통해 공동개발하고 있다는 점에서 비포와 애프터마켓 모두 해당 제품으로 진출하기 용이
- 세라믹 히터는 세계적으로 제조하는 기업이 일본과 국내 기업 정도 밖에 없기 때문에 시장 신규 진출 시 이원화 수혜 또한 기대 가능
- 2025년 매출 약 800억원, OPM 20%대 기록할 전망. 최선단 기술을 응용한 부품을 연구 개발 중이며 국내 최대 칩 제조사와 협력한다는 점으로 보아 밸류 면에서 매력적인 구간으로 판단

세라믹 히터 시장에 도전장!

- 식각이나 증착 등 전공정 중 챔버 내의 열에너지를 관리하는 히터 부품은 알루미늄 히터의 경우 열 변형 문제가 발생. 이를 극복하기 위해 주력 상품으로 메탈 히터를 개발하여 450도까지의 환경에서는 열전도성과 고온 안정성 면에서 경쟁력 있는 시장에 진입.
- 하지만 500도 이상의 초고온 환경에서는 메탈 히터 역시 버티지 못하기 때문에 일본의 NGK가 거의 독점하고 있는 세라믹 히터 시장에 진출하여 칩 제조사와 연구 개발 중. 지난 4월 해당 세라믹 히터에 대한 프로토타입을 공개했으며 연내에는 개발 완료할 것으로 기대
- 한편 정부의 지원을 바탕으로 다양한 반도체 장비와 부품들을 쏟아내고 있는 중국 고객사향 매출 비중이 큰 폭 증가. 중국 정부는 지금까지 이루어진 보조금 지원 등의 문제점을 인식, 지급 대상 축소 및 기업 M&A 등을 검토함에 따라 중국 내 1등 장비사인 고객사가 몸집을 불리며 수주가 더 늘어날 가능성 확대

전공정 장비 내 히터 구조



자료: 메카로, 유진투자증권

일본 NGK의 세라믹 히터



자료: NGK, 유진투자증권

리노공업 (058470.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	583	657	776	929	1,076
유동자산	372	449	555	708	854
현금성자산	323	375	483	629	772
매출채권	33	55	52	57	60
재고자산	14	13	13	14	15
비유동자산	210	208	220	221	222
투자자산	25	25	25	25	25
유형자산	183	181	194	195	196
기타	2	2	2	1	1
부채총계	26	35	63	67	69
유동부채	23	31	58	61	64
매입채무	10	12	39	43	45
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	13	18	19	19	19
비유동부채	3	4	5	5	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	3	4	5	5	6
자본총계	557	623	713	862	1,007
자배지분	557	623	713	862	1,007
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	546	612	702	851	996
기타	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	557	623	713	862	1,007
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	(323)	(375)	(483)	(629)	(772)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	110	110	134	171	167
당기순이익	111	113	136	158	154
자산상각비	14	13	14	14	15
기타비현금성손익	11	22	6	0	0
운전자본증감	6	(22)	(17)	(2)	(1)
매출채권감소(증가)	13	(20)	3	(5)	(3)
재고자산감소(증가)	(1)	1	0	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	(2)	2	(26)	4	2
기타	(4)	(5)	6	0	0
투자현금	(61)	(47)	(35)	(29)	(29)
단기투자자산감소	0	(31)	(10)	(13)	(14)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	69	12	26	15	16
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(0)	(0)	0	0
재무현금	(46)	(46)	(0)	(9)	(9)
차입금증가	(0)	(0)	(0)	0	0
자본증가	(46)	(46)	(46)	(9)	(9)
배당금지급	46	46	46	9	9
현금 증감	4	21	99	133	128
기초현금	30	34	55	153	286
기말현금	34	55	153	286	415
Gross Cash flow	136	149	156	173	168
Gross Investment	55	38	43	18	17
Free Cash Flow	81	111	114	155	152

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	256	278	323	367	371
증가율(%)	(20.7)	8.8	16.2	13.5	1.0
매출원가	127	140	151	159	176
매출총이익	128	138	173	207	194
판매 및 일반관리비	14	14	17	18	17
기타영업손익	(22)	0	22	9	(6)
영업이익	114	124	156	189	177
증가율(%)	(16.3)	8.6	25.3	21.5	(6.4)
EBITDA	128	138	170	203	191
증가율(%)	(14.9)	7.3	23.4	19.8	(5.9)
영업외손익	28	22	17	16	22
이자수익	11	11	12	10	16
이자비용	0	0	0	(0)	(0)
자본비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	17	11	4	6	6
세전순이익	142	147	172	205	199
증가율(%)	(7.7)	3.0	17.7	18.8	(2.9)
법인세비용	31	33	37	46	45
당기순이익	111	113	136	158	154
증가율(%)	(3.0)	2.1	19.8	16.7	(2.9)
지배주주지분	111	113	136	158	154
증가율(%)	(3.0)	2.1	19.8	16.7	(2.9)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,455	1,486	1,780	2,078	2,017
증가율(%)	(3.0)	2.1	19.8	16.7	(2.9)
수정EPS(원)	1,455	1,486	1,780	2,078	2,017
증가율(%)	(3.0)	2.1	19.8	16.7	(2.9)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,455	1,486	1,780	2,078	2,017
BPS	36,548	40,849	46,764	56,552	66,037
DPS	600	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	27.8	25.8	26.5	22.7	23.4
PBR	1.1	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/ EBITDA	21.5	18.5	18.3	14.6	15.7
배당수익률	1.5	1.6	1.3	1.3	1.3
PCR	22.7	19.6	23.0	20.8	21.3
수익성(%)					
영업이익률	44.8	44.6	48.2	51.5	47.7
EBITDA이익률	50.2	49.5	52.5	55.5	51.7
순이익률	43.4	40.7	42.0	43.2	41.5
ROE	21.1	19.2	20.3	20.1	16.5
ROIC	48.5	44.1	56.7	70.2	64.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(58.0)	(60.2)	(67.8)	(73.0)	(76.7)
유동비율	1,611.2	1,468.2	964.9	1,153.8	1,338.3
이자보상배율	12,550.0	16,333.0	44,663.2	(26,266.2)	(24,582.4)
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
매출채권회전율	6.4	6.3	6.1	6.7	6.3
재고자산회전율	18.7	20.4	25.1	27.4	25.8
매입채무회전율	24.0	25.4	12.7	9.0	8.5

ISC (095340.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	542	583	639	695	798
유동자산	362	405	462	501	581
현금성자산	298	345	399	436	492
매출채권	23	40	40	41	57
재고자산	15	15	19	19	27
비유동자산	180	178	177	194	217
투자자산	66	68	70	72	75
유형자산	93	92	91	106	126
기타	21	18	17	17	17
부채총계	68	60	89	78	93
유동부채	58	52	80	68	81
매입채무	15	19	50	51	72
유동성이자부채	40	21	17	4	(4)
기타	3	12	13	13	13
비유동부채	10	7	9	10	12
비유동이자부채	4	0	0	1	3
기타	7	7	9	9	9
자본총계	473	523	550	617	705
자배지분	473	523	550	617	705
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	316	316	316	316	316
이익잉여금	173	222	251	315	392
기타	(26)	(26)	(27)	(25)	(13)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	473	523	550	617	705
총차입금	44	21	17	5	(1)
순차입금	(254)	(324)	(382)	(431)	(494)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	22	51	66	88	103
당기순이익	14	55	45	72	85
자산상각비	9	10	10	17	22
기타비현금성손익	17	(3)	0	(3)	(1)
운전자본증감	0	(11)	14	(0)	(3)
매출채권감소(증가)	4	(12)	3	(1)	(16)
재고자산감소(증가)	6	(3)	(3)	(1)	(8)
매입채무증가(감소)	(10)	5	17	2	21
기타	(0)	(1)	(2)	0	0
투자현금	(2)	(252)	(33)	(47)	(58)
단기투자자산감소	11	(254)	(24)	(13)	(14)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	15	11	7	31	41
유형자산처분	1	6	1	0	0
무형자산처분	0	(0)	(0)	(0)	(1)
재무현금	194	(27)	(4)	(17)	(3)
차입금증가	4	(23)	(4)	(12)	(6)
자본증가	190	(4)	(17)	(4)	4
배당금지급	10	4	17	6	8
현금 증감	214	(228)	29	24	42
기초현금	54	268	40	69	93
기말현금	268	40	69	93	135
Gross Cash flow	39	62	56	88	107
Gross Investment	13	9	(5)	34	48
Free Cash Flow	26	53	61	54	59

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	140	174	183	234	284
증가율(%)	(21.6)	24.4	5.0	27.9	21.3
매출원가	85	100	101	129	156
매출총이익	55	74	82	105	128
판매 및 일반관리비	44	30	33	35	34
기타영업손익	56	(33)	11	6	(3)
영업이익	11	45	49	70	94
증가율(%)	(80.8)	317.1	10.3	42.5	33.2
EBITDA	19	55	59	87	116
증가율(%)	(72.1)	181.2	7.8	47.9	32.7
영업외손익	7	25	5	20	14
이자수익	6	12	12	12	12
이자비용	2	2	1	0	1
자본비용	0	0	0	(0)	(0)
기타영업외손익	3	14	(5)	9	3
세전순이익	18	70	55	91	108
증가율(%)	(71.7)	296.2	(21.4)	65.7	19.0
법인세비용	4	15	9	19	23
당기순이익	14	55	45	72	85
증가율(%)	(69.1)	304.2	(17.2)	57.3	19.0
지배주주지분	13	55	45	71	85
증가율(%)	(70.0)	314.0	(17.1)	57.2	19.0
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	623	2,579	2,137	3,359	3,998
증가율(%)	(75.3)	314.0	(17.1)	57.2	19.0
수정EPS(원)	623	2,579	2,137	3,359	3,998
증가율(%)	(75.3)	314.0	(17.1)	57.2	19.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	623	2,579	2,137	3,359	3,998
BPS	22,330	24,663	25,935	29,092	33,257
DPS	200	810	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	128.9	28.0	25.8	16.4	13.8
PBR	3.6	2.9	2.1	1.9	1.7
EV/ EBITDA	74.5	22.0	13.4	8.5	5.9
배당수익률	0.2	1.1	0.5	0.7	0.9
PCR	43.9	24.7	20.9	13.3	11.0
수익성(%)					
영업이익률	7.7	25.7	27.0	30.0	33.0
EBITDA이익률	13.9	31.3	32.2	37.2	40.7
순이익률	9.7	31.5	24.8	30.5	30.0
ROE	3.6	11.0	8.4	12.2	12.8
ROIC	4.0	17.6	23.4	32.9	38.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(53.7)	(62.0)	(69.4)	(69.9)	(70.0)
유동비율	621.1	775.0	580.4	736.0	720.7
이자보상배율	5.0	28.2	59.1	166.5	129.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	6.1	5.5	4.6	5.8	5.8
재고자산회전율	7.4	11.3	10.8	12.4	12.4
매입채무회전율	6.2	10.2	5.3	4.6	4.6

메카로 (241770.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
자산총계	67	64	153	94	88
유동자산	46	37	123	71	59
현금성자산	8	10	8	11	16
매출채권	14	16	9	7	11
재고자산	88	99	65	102	119
비유동자산	5	7	3	11	14
투자자산	81	90	61	89	102
유형자산	2	2	1	3	3
기타	155	163	218	196	208
부채총계	12	11	24	7	12
유동부채	8	9	10	5	8
매입채무	2	1	1	1	1
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	5	4	2	3	3
비유동부채	1	1	1	1	0
비유동이자부채	4	3	1	2	2
기타	17	15	26	10	15
자본총계	5	5	5	5	5
자배지분	69	72	72	72	72
자본금	(1)	(3)	(2)	(1)	(1)
자본잉여금	(5)	(5)	(5)	(4)	(4)
이익잉여금	65	74	117	110	115
기타	138	148	192	186	192
비자배지분	3	1	2	2	1
자본총계	(43)	(36)	(122)	(69)	(57)
총차입금	94	110	69	110	126
순차입금	67	64	153	94	88

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업현금	13	12	5	(9)	10
당기순이익	(3)	8	44	(2)	6
자산상각비	9	10	10	8	9
기타비현금성손익	9	1	(41)	(2)	(4)
운전자본증감	(3)	(7)	(8)	(1)	(10)
매출채권감소(증가)	(0)	(2)	0	(0)	(7)
재고자산감소(증가)	(2)	(3)	(5)	1	(4)
매입채무증가(감소)	1	(0)	(2)	0	1
기타	(2)	(1)	(2)	(2)	0
투자현금	(20)	(20)	81	(92)	19
단기투자자산감소	(1)	(1)	(2)	(63)	43
장기투자증권감소	(1)	0	105	9	(2)
설비투자	(19)	(22)	(22)	(35)	(22)
유형자산처분	1	4	0	0	0
무형자산처분	0	(1)	(1)	(2)	(0)
재무현금	(5)	(2)	(2)	(6)	(1)
차입금증가	(1)	(2)	(0)	(1)	(1)
자본증가	(4)	0	(2)	(4)	0
배당금지급	2	0	2	4	0
현금 증감	(12)	(9)	84	(107)	27
기초현금	55	43	34	118	11
기말현금	43	34	118	11	39
Gross Cash flow	15	19	13	3	17
Gross Investment	21	26	(75)	30	34
Free Cash Flow	(6)	(7)	88	(27)	(18)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	73	49	54	39	63
증가율(%)	0.3	(32.6)	10.1	(28.5)	62.9
매출원가	25	20	22	15	29
매출총이익	34.4	41.2	40.0	38.0	46.3
판매 및 일반관리비	25	18	19	22	25
기타영업손익	14.5	(28.9)	7.7	17.0	12.2
영업이익	0	2	3	(8)	4
증가율(%)	(98.3)	1,600.8	2.2	적전	흑전
EBITDA	9	13	13	0	14
증가율(%)	(30.8)	33.2	0.0	(99.8)	45,792.7
영업외손익	(3)	3	1	4	5
이자수익	0	0	1	4	3
이자비용	0	0	0	0	0
자본법손익	(0)	1	0	(0)	1
기타영업외손익	0	0	0	0	2
세전순이익	(3)	2	(0)	0	(1)
증가율(%)	(3)	6	3	(3)	9
법인세비용	0	(1)	1	(1)	3
당기순이익	0	1	42	(0)	(1)
증가율(%)	(3)	8	44	(2)	6
지배주주지분	적전	흑전	465.7	적전	흑전
증가율(%)	(4.8)	15.8	80.9	(6.1)	8.8
비지배지분	(162)	782	4,287	(231)	541
EPS(원)	적전	흑전	448.0	적전	흑전
증가율(%)	(162)	782	4,287	(231)	541
수정EPS(원)	적전	흑전	448.0	적전	흑전
증가율(%)	73	49	54	39	63

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
주당지표(원)					
EPS	(162)	782	4,287	(231)	541
BPS	13,654	14,525	18,811	18,193	18,806
DPS	0	160	300	0	300
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	17.9	2.8	n/a	22.0
PBR	1.0	1.0	0.6	0.5	0.6
EV/ EBITDA	9.5	7.5	9.3	32.5	7.2
배당수익률	10.5	8.5	n/a	745.3	(3.3)
PCR	0.0	1.1	2.5	0.0	2.5
수익성(%)					
영업이익률	0.2	5.1	4.7	(19.8)	6.6
EBITDA이익률	13.0	25.6	23.3	0.1	21.5
순이익률	(4.8)	15.8	80.9	(6.1)	8.8
ROE	(1.2)	5.6	25.7	(1.2)	2.9
ROIC	0.1	1.8	1.6	(6.2)	2.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(30.8)	(24.3)	(63.2)	(37.3)	(29.8)
유동비율	555.8	591.8	641.3	1,323.6	731.8
이자보상배율	2.7	60.0	96.9	(94.3)	63.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3
매출채권회전율	9.5	5.5	6.1	4.3	4.7
재고자산회전율	5.7	3.3	4.3	4.7	6.6
매입채무회전율	8.5	5.8	5.7	5.0	9.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2025.03.31 기준)		

