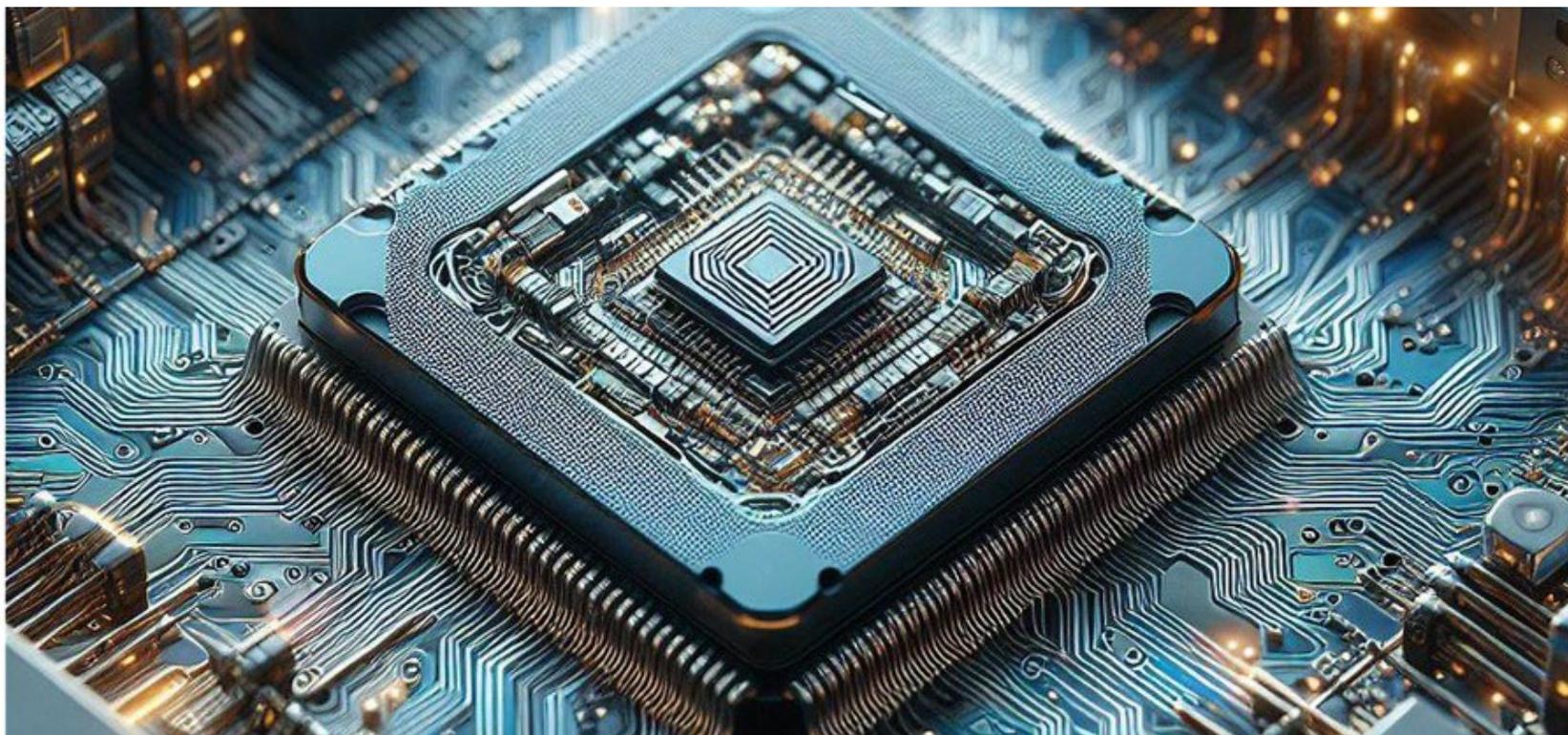


반도체 (비중확대)

Conventional 수요 존재감



CONTENTS

I. AI Processor에 대한 기대감은 다소 높아진 상황	3
II. 흐름1: 스마트폰 수량 전망치 상향 조정	4
III. 흐름2: 스마트폰 DRAM 탑재량 상향 조정	5
IV. 흐름3: Capex 증가는 제한적	6
V. 흐름4: Wafer Capa(가동률) 상승폭 확대	7
VI. 업종 투자포인트	8
종목 분석	9

DB하이텍 (000990) | SK (034730) | 케이씨텍 (281820)
한솔케미칼 (014680) | 해성디에스 (195870) | 주성엔지니어링 (036930)
솔브레인 (357780) | 네패스아크 (330860)

[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

I. AI Processor에 대한 기대감은 다소 높아진 상황

Datacenter 투자와 Logic 매출액 추이 및 전망

Hyperscaler's total sales	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Microsoft	102	118	134	153	185	204	227	259	277
Amazon	178	233	281	386	470	514	571	636	709
Alphabet	111	137	162	183	258	283	306	341	377
Meta	41	56	71	86	118	117	134	151	169
Apple	239	262	268	294	378	388	384	403	419
Baidu	13	15	15	16	20	18	19	21	22
Alibaba	36	52	70	97	130	128	131	143	159
Sum	719	873	1,000	1,215	1,558	1,651	1,771	1,954	2,132
Internet & Cloud sales	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
MS Intelligent Cloud	29	35	44	53	68	82	95	112	125
AWS	17	26	35	45	62	80	93	112	142
Youtube+Cloud			24	33	48	56	63	77	94
Meta	41	56	71	86	118	117	134	151	169
Apple Service	31	41	48	57	72	79	88	91	105
Baidu	13	15	15	16	20	18	19	21	22
Alibaba cloud	2	3	5	8	11	11	12	15	24
Total YoY (R)	30.9	32.3	37.2	23.5	33.4	11.0	14.0	14.5	17.8
Hyperscaler Capex	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Microsoft	11.4	15.8	18.0	20.6	27.5	28.4	42.7	52.5	61.3
AWS	9.2	9.8	13.1	16.5	22.0	27.8	30.0	34.4	41.3
Alphabet	13.2	25.1	23.5	22.3	24.6	31.5	31.2	37.9	46.2
Meta	6.7	14.0	15.7	15.7	19.2	32.0	29.0	33.4	37.7
Apple	12.0	13.7	9.2	8.7	10.4	11.7	9.0	15.0	15.5
Baidu	0.7	1.3	0.9	0.8	1.7	1.2	1.6	1.7	1.9
Alibaba	3.6	4.9	3.8	5.1	6.0	5.5	5.2	5.2	6.3
Capex total YoY (R)	28.4	48.7	-0.4	6.6	24.3	23.8	7.7	21.1	16.7
Capex/Internet sales Avg. (R)	55.8	63.4	47.7	37.1	37.3	34.6	33.6	35.7	36.4
Processor sales	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Intel	62.8	70.8	72.0	77.9	79.0	63.1	54.0	61.2	66.7
AMD	5.3	6.5	6.7	9.8	16.4	23.6	22.6	26.4	30.9
NVIDIA	9.7	11.7	10.9	16.7	26.9	27.0	58.8	86.9	95.6
Sum	77.7	89.0	89.6	104.3	122.4	113.6	135.4	174.4	193.1
Processor DC portion	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Intel	30.4	32.5	32.6	33.5	28.7	30.4	30.6	33.0	35.0
AMD					22.5	25.6	27.5	33.0	38.0
NVIDIA	19.9	25.0	27.3	40.2	39.4	55.6	76.7	83.8	83.8
Sum	27.0	29.1	29.5	31.4	30.2	35.4	50.1	58.3	59.6
Processor sales for DC	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Intel	19.1	23.0	23.5	26.1	22.7	19.2	16.5	20.2	23.3
AMD					3.7	6.0	6.2	8.7	11.7
NVIDIA	1.9	2.9	3.0	6.7	10.6	15.0	45.1	72.8	80.0
Logic sales for Datacenter	16.2	23.5	2.1	23.9	12.8	8.8	68.6	49.8	13.2
Processor sales/IDC Capex (R)	36.9	30.7	31.4	36.5	33.2	29.1	45.6	56.4	54.8

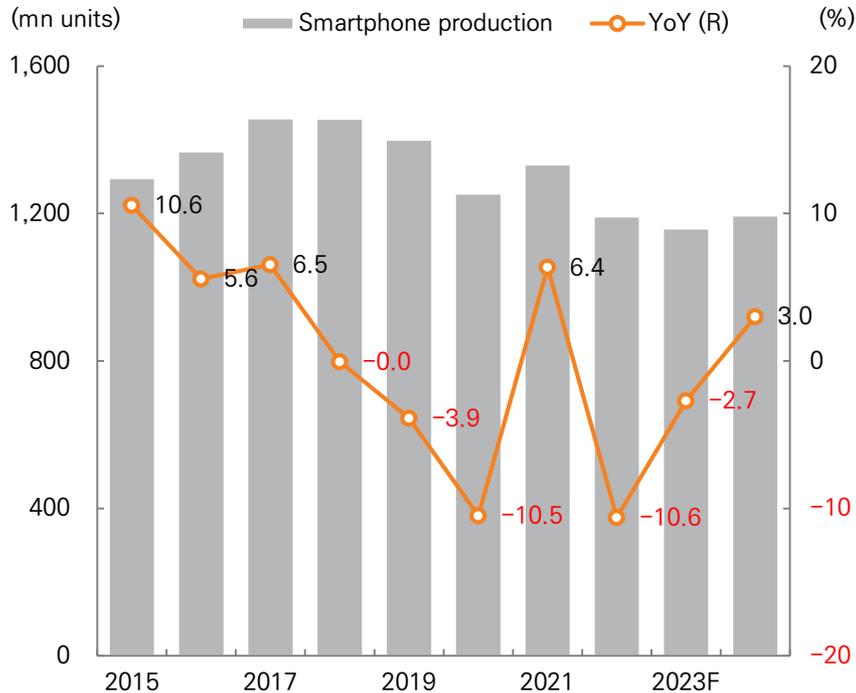
자료: 각 사, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

II. 흐름1: 스마트폰 수량 전망치 상향 조정

Sell-Through 반등 기대

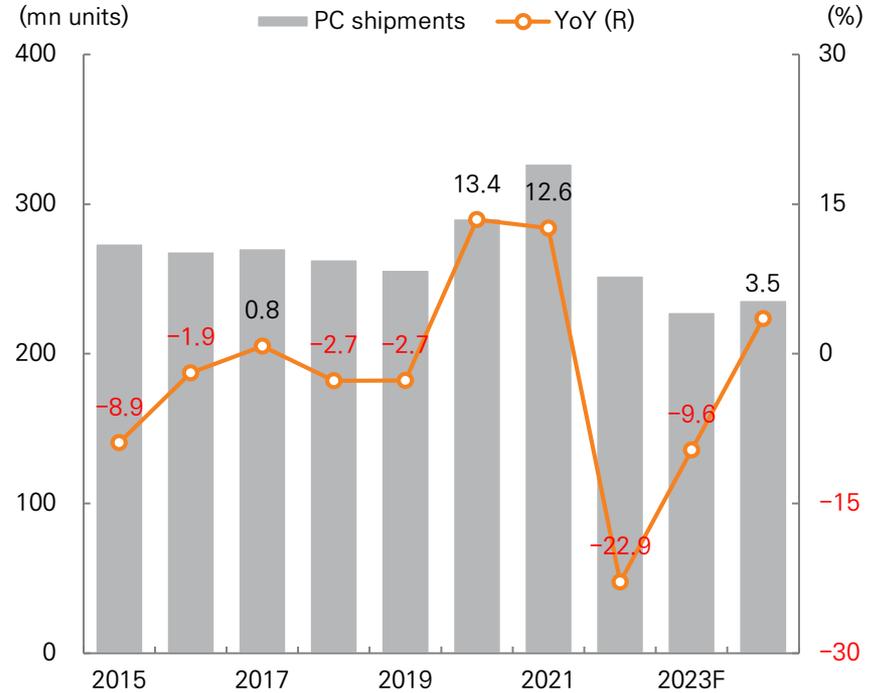
- 스마트폰 수량 전망치 상향 조정: 23F/24F 스마트폰 생산량 전망이 11.6억대/11.9억대로 각각 +0.4%/+0.5% 상향 조정. 지난달에 이어 2개월 연속 상향 조정
- 금번 3Q23 실적발표 기간 동안 TSMC, Qualcomm 등 다수의 체인들은 스마트폰 채널 재고의 조정이 종반을 향해감을 언급한바 있음. 동시에, Counterpoint 자료에 따르면 9월부터 연말 성수기 수요를 대비한 Sell-In 물량 증가가 집계됨. Sell-Through(판매량)의 증가에 확신을 가지기 어려운 경제 여건이기는 하나, 판매량 반등이 크게 의심되지 않을 정도의 낮은 기저를 형성하고 있는 것도 사실

스마트폰 생산량 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

PC 출하량 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 흐름2: 스마트폰 DRAM 탑재량 상향 조정

On-Device AI 중장기적 모멘텀 기대

- 23F/24F 스마트폰 DRAM 탑재량 증가율 또한 각각 +12.0%/+10.4%로 전월 전망치 대비 각각 +0.3%pt/+0.5%pt 상향 조정
- 메모리 가격 하락에 따른 탄력적 탑재량 증가 뿐만 아니라, 중장기적으로는 단말기 자체에 On-device AI를 구현함에 따라 탑재량의 비약적 증가를 기대할 수 있는 국면

Set별 DRAM 탑재량 전망

	2020	2021	2022	NEW (10월)		OLD (9월)		Change	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
Contents/Box (GB)									
Mobile	4.3	5.1	6.2	6.9	7.6	6.9	7.6	0.3	0.7
PC	7.2	8.1	9.6	10.5	11.8	10.5	11.8	0.0	0.2
Server	334	393	449	515	596	515	594	0.0	0.3
Graphic	3.6	4.3	4.6	4.9	5.7	4.9	5.7	0.0	0.0
Contents growth (%)									
Mobile DRAM	29.4	17.3	22.0	<u>12.0</u>	<u>10.4</u>	11.7	9.9	<u>0.3</u>	<u>0.5</u>
PC DRAM	16.1	13.2	18.0	9.4	12.6	9.3	12.4	0.0	0.2
Server DRAM	18.6	17.7	14.1	14.7	15.8	14.7	15.5	0.0	0.4
Graphic DRAM	18.6	17.7	14.1	6.9	16.6	6.9	16.6	0.0	0.0

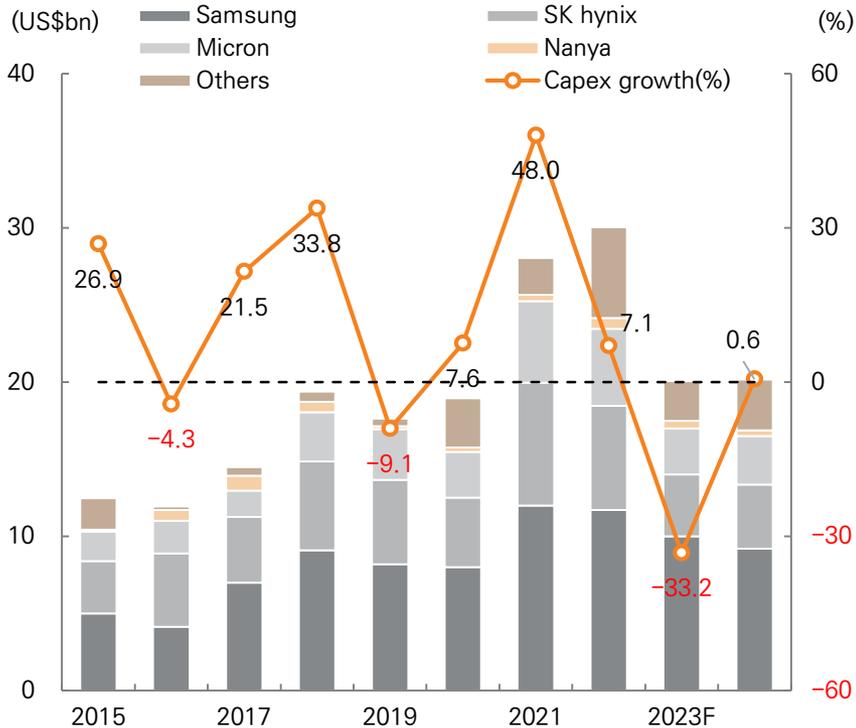
자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 흐름3: Capex 증가는 제한적

Capex 상향 기조 부재, 추가 하향 또한 제한적

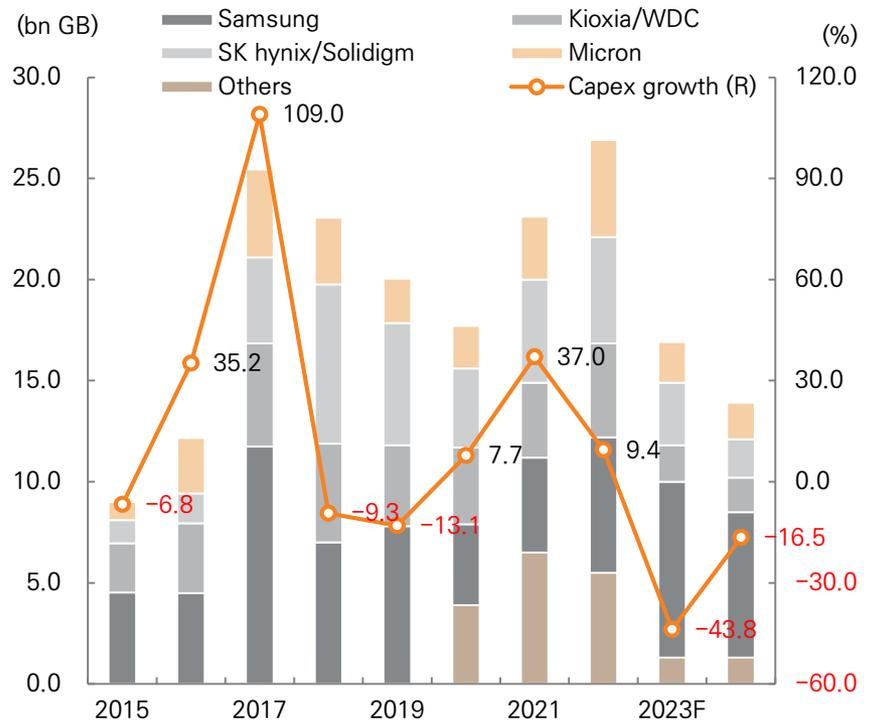
- 23년 Capex가 DRAM/NAND 각각 YoY -33%/-44%의 급격히 감소할 예정. 낮아진 기저에도 불구하고 24년 Capex의 뚜렷한 상향 기조는 부재하며, 이는 현재 60 ~ 70%대의 낮은 가동률 때문
- 금번 24F 전망 데이터 또한 DRAM/NAND 각각 YoY Flat/-17%로 집계. 다만, 최소수준의 투자를 집행하고 있는 만큼 전월 전망치에 비해 추가적으로 하향 조정 또한 제한적

DRAM Capex 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAND Capex 추이 및 전망



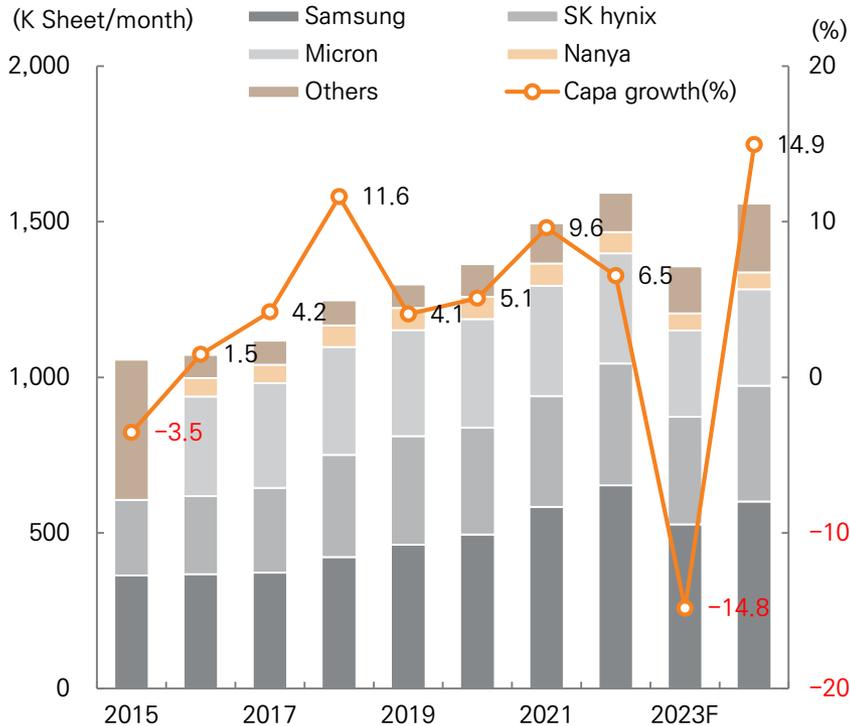
자료: 미래에셋증권 리서치센터

V. 흐름4: Wafer Capa(가동률) 상승폭 확대

DRAM/NAND Wafer Capa 전망 상황

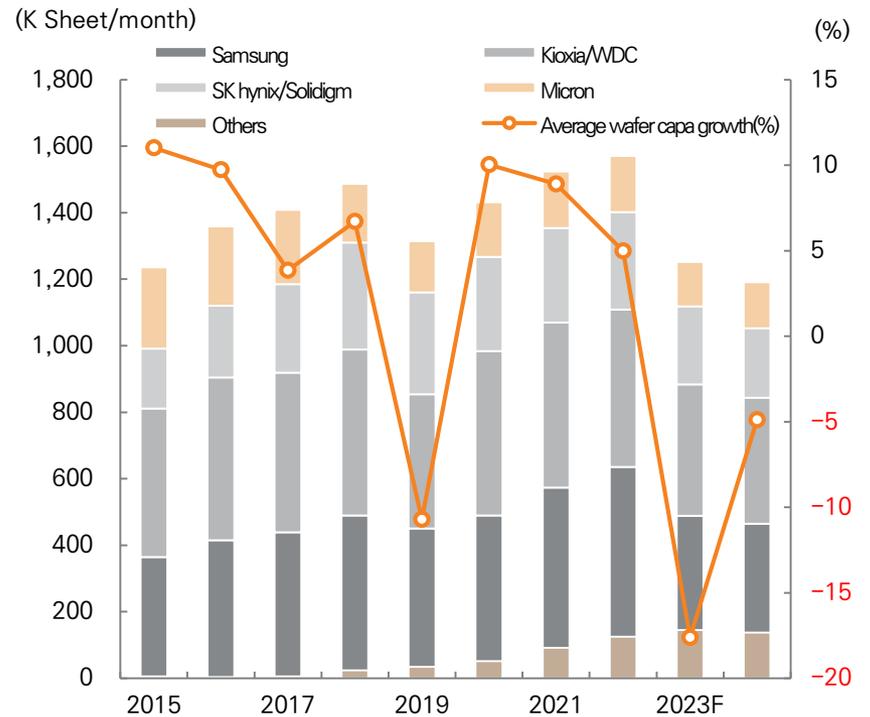
- 메모리 업황이 점차 회복될 것으로 전망됨에 따라, 업체들의 가동률 전망 또한 상향
- DRAM의 경우 올해부터, NAND의 경우 내년 전망치가 상향조정 되기 시작. 24년 말까지 DRAM/NAND 각각 +28%/+27%의 Wafer Capa 증가 예상. 일부 신규 Capa 확대도 있겠으나, 대부분은 가동률 상승에 기인

DRAM Wafer Capa 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAND Wafer Capa 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

VI. 업종 투자포인트

소재사 선호

- 메모리 계약가격이 상승하며 양사 실적 전망치 상향 조정 가능성 높아 보임. 특히, DDR4 등 Legacy 가격 또한 반등하며 재고자산에 대한 충당금이 본격적으로 환입되기 시작할 전망
- 추가적인 설비투자 전망치 하향 조정은 제한적일 것으로 예상. 장비사들의 경우 뚜렷한 외형성장 동력은 제한적일수 있으나, 실적 Bottom-out 모멘텀으로는 유효할 것으로 판단
- 소재/OSAT 업체의 경우 Wafer 가동률도 점차 상승할 것으로 전망되는 만큼 외형 회복 및 성장 구간에 진입할 것으로 전망. 소재 업체 가운데 DRAM 노출도가 상대적으로 큰 한솔케미칼 선호

주요 소재 업체 투자포인트

종목명	투자포인트	목표주가(원)
SK	반도체 소재 실적 턴어라운드 돌입	270,000
한솔케미칼	DRAM 노출도 高	300,000
솔브레인	High-K 신규 고객사 확보 모멘텀	350,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY

종목 분석

가동률 회복이 멀지 않았다

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	76,600원
현재주가(23/11/29)	58,100원
상승여력	32%

영업이익(23F, 십억원)	280
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	285
EPS 성장률(23F, %)	-59.0
P/E(23F, x)	11.3
MKT P/E(23F, x)	15.8
KOSPI	2,519.81
시가총액(십억원)	2,580
발행주식수(백만주)	44
유동주식비율(%)	76.0
외국인 보유비중(%)	20.6
베타(12M) 일간수익률	1.63
52주 최저가(원)	36,600
52주 최고가(원)	77,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	21.5 -5.5 29.3
상대주가	11.1 -4.1 24.8

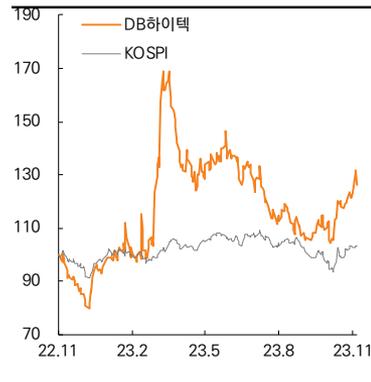
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraeasset.com

[투자포인트]

- **고객 충성도:** 동사의 고객사 가운데 동사를 First Vendor로 이용하는 비중이 약 70% 수준. 안정적 고객 주문으로 올해 상반기 동안은 상대적으로 가동률이 높게 유지된 바, 내년 수요 회복 구간에서도 같은 이유로 빠른 가동률 회복에 따른 실적 개선 국면 돌입 전망
- **미래를 위한 선제적 투자:** 22년 약 SiC 370억원의 장비투자에 이어 23년 GaN 공정기술 확보를 위해 480억원을 투자. SiC의 경우 초고전압을 견뎌야 하는 등 기술적 난이도가 높고 아직 6인치가 주류를 이루고 있는 가운데, 동사는 초기에 8인치 시장에 적기 진입해 점유율을 높여 가는 전략 구상

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24년 매출액은 1.2조원(YoY +5.2%), 영업이익 3,800억원(YoY +35.7%)로 추정. 가동률은 2분기부터 소폭 회복, 3분기부터 본격적인 회복기에 진입할 것으로 예상
- 24F EPS 6,889원 x Target P/E 11배 = 목표주가 76,600원 유지
- 다운사이클 초기였던 직전 밸류에이션은 8배 부여한 반면, 업사이클 초기임을 고려 11배 적용



계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	936	1,215	1,675	1,150	1,200	1,400
영업이익 (십억원)	239	399	769	280	380	440
영업이익률 (%)	25.5	32.8	45.9	24.3	31.7	31.4
순이익 (십억원)	166	317	559	229	307	357
EPS (원)	3,730	7,119	12,555	5,148	6,889	8,031
ROE (%)	23.1	33.3	40.7	13.3	15.8	16.1
P/E (배)	13.7	10.2	3.0	11.3	8.4	7.2
P/B (배)	2.8	2.9	1.0	1.4	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.7	0.6	3.5	2.2	2.2	2.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: DB하이텍, 미래에셋증권 리서치센터

DB하이텍 (000990)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,675	1,150	1,200	1,400
매출원가	742	757	702	823
매출총이익	933	393	498	577
판매비와관리비	164	113	118	137
조정영업이익	769	280	380	440
영업이익	769	280	380	440
비영업손익	-22	20	26	33
금융손익	11	20	26	33
관계기업등 투자손익	-23	0	0	0
세전계속사업손익	747	300	406	473
계속사업법인세비용	188	71	99	115
계속사업이익	559	229	307	357
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	559	229	307	357
지배주주	559	229	307	357
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	552	229	307	357
지배주주	552	229	307	357
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	888	372	451	495
FCF	550	270	323	358
EBITDA 마진율 (%)	53.0	32.3	37.6	35.4
영업이익률 (%)	45.9	24.3	31.7	31.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	33.4	19.9	25.6	25.5

자료: DB하이텍, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,328	1,454	1,788	2,189
현금 및 현금성자산	151	396	719	1,076
매출채권 및 기타채권	137	92	96	112
재고자산	74	51	53	62
기타유동자산	966	915	920	939
비유동자산	795	700	629	575
관계기업투자등	9	6	6	7
유형자산	738	651	584	531
무형자산	18	13	9	6
자산총계	2,123	2,154	2,417	2,763
유동부채	404	267	277	319
매입채무 및 기타채무	157	108	112	131
단기금융부채	56	28	28	28
기타유동부채	191	131	137	160
비유동부채	80	77	77	78
장기금융부채	69	69	69	69
기타비유동부채	11	8	8	9
부채총계	484	343	354	397
지배주주지분	1,638	1,811	2,063	2,366
자본금	223	223	223	223
자본잉여금	128	128	128	128
이익잉여금	1,366	1,539	1,791	2,094
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,638	1,811	2,063	2,366

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	3.0	11.3	8.4	7.2
P/CF (x)	1.8	6.9	5.7	5.2
P/B (x)	1.0	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	1.8	4.0	2.5	1.6
EPS (원)	12,555	5,148	6,889	8,031
CFPS (원)	20,431	8,361	10,141	11,128
BPS (원)	37,259	41,138	46,806	53,617
DPS (원)	1,300	1,300	1,300	1,300
배당성향 (%)	10.1	23.6	17.7	15.2
배당수익률 (%)	3.5	2.2	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	37.9	-31.4	4.3	16.7
EBITDA증가율 (%)	63.2	-58.1	21.3	9.7
조정영업이익증가율 (%)	92.6	-63.6	35.7	15.8
EPS증가율 (%)	76.3	-59.0	33.8	16.6
매출채권 회전율 (회)	13.0	11.2	14.0	14.8
재고자산 회전율 (회)	24.0	18.5	23.2	24.5
매입채무 회전율 (회)	16.0	18.5	20.6	21.8
ROA (%)	30.4	10.7	13.4	13.8
ROE (%)	40.7	13.3	15.8	16.1
ROIC (%)	73.7	28.8	43.6	55.8
부채비율 (%)	29.6	19.0	17.2	16.8
유동비율 (%)	328.4	545.2	645.3	686.4
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-61.1	-69.3	-75.5
조정영업이익/금융비용 (x)	232.2	113.5	176.7	204.4

E&S가 끌고 반도체 소재가 민다

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	270,000원
현재주가(23/11/29)	164,700원
상승여력	64%

영업이익(23F, 십억원)	5,500
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	5,208
EPS 성장률(23F, %)	106.7
P/E(23F, x)	5.4
MKT P/E(23F, x)	15.8
KOSPI	2,519.81
시가총액(십억원)	12,056
발행주식수(백만주)	73
유동주식비율(%)	49.2
외국인 보유비중(%)	22.8
베타(12M) 일간수익률	1.65
52주 최저가(원)	134,900
52주 최고가(원)	219,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	18.1 -4.7 -23.6
상대주가	7.9 -3.2 -26.2

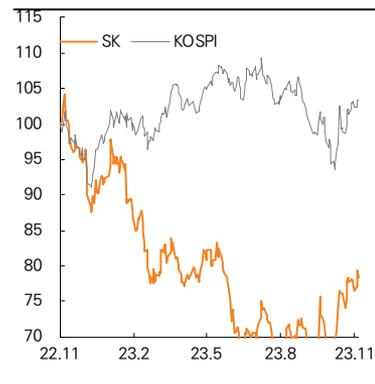
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraeasset.com

[투자포인트]

- 반도체 소재 실적 턴어라운드:** 고객사 NAND 감산 등의 영향으로 특수가스와 프리커서 실적 부진했으나, 4Q23을 기점으로 추가적인 외형 감소는 제한적일 전망. DRAM 중심 고객사 가동률 회복 전망에 따라 특수가스 판매 개선 중
- LTA 기반의 견조한 웨이퍼 실적:** LTA(장기공급계약) 기반 수익성 방어 가능한 가운데, 가동률 회복에 따른 스팟 물량 증가효과 기대. SiC 웨이퍼의 24년 내 흑자전환도 기대
- 여주발전소 출격(SK E&S):** 신규 발전소 가동 본격화 되는 가운데 외형 성장 및 최신 설비의 높은 효율성으로 인해 수익성 개선 전망

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 반도체 소재(머티리얼즈 CIC + 실트론) 합산 영업이익 24F 7,250억원, 25F 1.0조원 추정
→ 반도체 소재 부문의 기업가치만 고려해도 (P/E 20배 기준) 7조원으로 현재 시총의 절반 이상
- 동사 및 계열사 유동성 우려 등에 따라 급락한 현 주가는 과도한 수준으로 판단



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	97,812	80,819	97,204	134,552	113,000	142,000
영업이익 (십억원)	3,736	-77	4,860	8,005	5,500	7,800
영업이익률 (%)	3.8	-0.1	5.0	5.9	4.9	5.5
순이익 (십억원)	717	189	1,966	1,099	2,250	2,180
EPS (원)	10,108	2,670	27,592	14,705	30,400	29,559
ROE (%)	4.3	1.1	10.2	5.1	10.0	8.9
P/E (배)	25.9	90.1	9.1	12.9	5.4	5.6
P/B (배)	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.9	2.9	3.2	2.6	3.0	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	97,204	134,552	113,000	142,000
매출원가	86,423	119,453	101,527	126,999
매출총이익	10,781	15,099	11,473	15,001
판매비와관리비	5,921	7,094	5,973	7,201
조정영업이익	4,860	8,005	5,500	7,800
영업이익	4,860	8,005	5,500	7,800
비영업손익	1,122	-2,096	-1,566	-1,221
금융손익	-1,246	-1,650	-1,566	-1,221
관계기업등 투자손익	1,923	84	0	0
세전계속사업손익	5,982	5,909	3,934	6,579
계속사업법인세비용	642	2,374	-4,188	-1,292
계속사업이익	5,341	3,535	8,122	7,871
중단사업이익	365	431	0	0
당기순이익	5,706	3,966	8,122	7,871
지배주주	1,966	1,099	2,250	2,180
비지배주주	3,740	2,867	5,872	5,691
총포괄이익	8,691	3,376	8,122	7,871
지배주주	3,014	852	2,051	1,987
비지배주주	5,677	2,524	6,071	5,884
EBITDA	13,247	16,788	12,953	14,127
FCF	-2,624	-6,322	15,656	14,857
EBITDA 마진율 (%)	13.6	12.5	11.5	9.9
영업이익률 (%)	5.0	5.9	4.9	5.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	0.8	2.0	1.5

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	49,193	64,994	66,763	83,671
현금 및 현금성자산	12,318	21,394	30,587	38,272
매출채권 및 기타채권	13,807	17,894	14,549	18,283
재고자산	10,681	15,552	13,061	16,413
기타유동자산	12,387	10,154	8,566	10,703
비유동자산	116,175	129,512	117,325	117,284
관계기업투자등	26,050	27,457	23,059	28,977
유형자산	51,394	59,922	53,995	49,012
무형자산	18,300	20,185	18,658	17,315
자산총계	165,368	194,506	184,087	200,955
유동부채	44,975	63,053	46,208	53,571
매입채무 및 기타채무	16,569	21,229	17,829	22,405
단기금융부채	17,059	30,326	18,771	19,093
기타유동부채	11,347	11,498	9,608	12,073
비유동부채	54,841	59,644	58,227	60,134
장기금융부채	46,880	50,704	50,795	50,795
기타비유동부채	7,961	8,940	7,432	9,339
부채총계	99,816	122,697	104,434	113,705
지배주주지분	21,244	21,596	23,568	25,474
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	8,258	8,411	8,411	8,411
이익잉여금	14,061	14,919	16,891	18,797
비지배주주지분	44,309	50,213	56,085	61,776
자본총계	65,553	71,809	79,653	87,250

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	9.1	12.9	5.4	5.6
P/CF (x)	1.4	0.8	1.0	0.9
P/B (x)	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	8.2	7.1	8.0	7.1
EPS (원)	27,592	14,705	30,400	29,559
CFPS (원)	184,987	236,788	167,159	183,620
BPS (원)	308,591	315,927	346,739	372,574
DPS (원)	8,000	5,000	5,000	5,000
배당성향 (%)	7.8	7.0	3.4	3.5
배당수익률 (%)	3.2	2.6	3.0	3.0
매출액증가율 (%)	20.3	38.4	-16.0	25.7
EBITDA증가율 (%)	67.5	26.7	-22.8	9.1
조정영업이익증가율 (%)	-	64.7	-31.3	41.8
EPS증가율 (%)	933.4	-46.7	106.7	-2.8
매출채권 회전을 (회)	9.6	10.5	8.6	10.5
재고자산 회전을 (회)	11.5	10.3	7.9	9.6
매입채무 회전을 (회)	11.1	10.1	7.9	9.6
ROA (%)	3.8	2.2	4.3	4.1
ROE (%)	10.2	5.1	10.0	8.9
ROIC (%)	5.7	5.4	11.6	12.1
부채비율 (%)	152.3	170.9	131.1	130.3
유동비율 (%)	109.4	103.1	144.5	156.2
순차입금/자기자본 (%)	69.0	77.0	44.1	30.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.8	2.5	3.8

소재가 끌고 장비가 민다

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	35,000원
현재주가(23/11/29)	26,300원
상승여력	33%

영업이익(23F, 십억원)	30		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	26		
EPS 성장률(23F, %)	-50.4		
P/E(23F, x)	20.0		
MKT P/E(23F, x)	15.8		
KOSPI	2,519.81		
시가총액(십억원)	549		
발행주식수(백만주)	21		
유동주식비율(%)	45.8		
외국인 보유비중(%)	12.5		
베타(12M) 일간수익률	1.17		
52주 최저가(원)	14,800		
52주 최고가(원)	26,600		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.6	36.4	60.9
상대주가	17.5	38.5	55.3

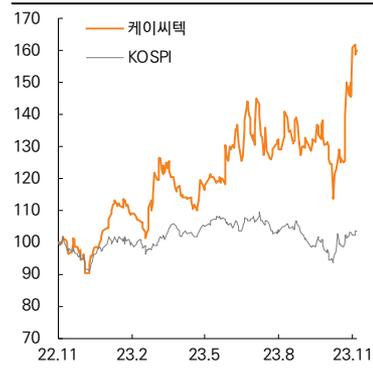
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraeeasset.com

[투자포인트]

- **반도체 소재로 실적 변동성 완화:** 동사의 경우 반도체 공정 주요 소재인 슬러리 일본 업체와 국내 시장 양분 중, 소재 매출비중 증가에 따라 마진율 개선 예상
- **HBM향 모멘텀 수혜:** HBM의 Stack 수가 점차 증가함에 따라 제한된 Chip 높이 내에 Die를 적층 하기 위해서는 더 많은 Back Grinding CMP가 필요하며 이에 수요 증대 예상. 한편, 향후 HBM4 이후 부터 적용될 하이브리드 본딩의 경우 Bump의 부재에 따라 Die의 단차 조절 중요성 확대
- 동사 CMP 장비와 슬러리의 단기간내 직접적 수혜 여부와 별개로 기술 방향성과 업종의 모멘텀은 동사 밸류에이션에 긍정적인 요인일 것으로 판단

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24F 매출액 2,400억원(YoY +14%), OP 500억(YoY +50%) 추정
- 12MF EPS 1,926원 x Target P/E 18배 = 목표주가 35,000원



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	320	345	378	210	240
영업이익 (십억원)	56	52	60	30	45
영업이익률 (%)	17.5	15.1	15.9	14.3	18.8
순이익 (십억원)	43	42	55	27	40
EPS (원)	2,133	2,011	2,655	1,316	1,926
ROE (%)	13.4	11.4	13.7	6.3	8.6
P/E (배)	14.4	12.0	5.6	20.0	13.7
P/B (배)	1.8	1.3	0.7	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.7	0.9	1.7	1.0	1.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 케이씨텍, 미래에셋증권 리서치센터

케이씨텍 (281820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	345	378	210	240
매출원가	238	247	140	150
매출총이익	107	131	70	90
판매비와관리비	55	71	40	45
조정영업이익	52	60	30	45
영업이익	52	60	30	45
비영업손익	2	10	5	6
금융손익	1	4	5	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	54	70	35	51
계속사업법인세비용	12	15	7	11
계속사업이익	42	55	27	40
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42	55	27	40
지배주주	42	55	27	40
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	55	27	40
지배주주	42	55	27	40
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	67	76	43	56
FCF	18	42	87	42
EBITDA 마진율 (%)	19.4	20.1	20.5	23.3
영업이익률 (%)	15.1	15.9	14.3	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.2	14.6	12.9	16.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	322	353	372	421
현금 및 현금성자산	46	16	185	207
매출채권 및 기타채권	46	43	24	27
재고자산	55	58	32	37
기타유동자산	175	236	131	150
비유동자산	131	131	109	100
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	98	96	84	74
무형자산	6	6	6	5
자산총계	453	483	481	521
유동부채	64	52	29	33
매입채무 및 기타채무	31	25	14	16
단기금융부채	1	2	1	1
기타유동부채	32	25	14	16
비유동부채	4	5	4	4
장기금융부채	1	3	3	3
기타비유동부채	3	2	1	1
부채총계	68	57	33	37
지배주주지분	385	426	448	483
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	204	204	204	204
이익잉여금	171	221	244	279
비지배주주지분	0	0	0	0
자산총계	385	426	448	483

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	12.0	5.6	20.0	13.7
P/CF (x)	6.3	3.5	12.8	9.9
P/B (x)	1.3	0.7	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.1	1.6	6.3	4.2
EPS (원)	2,011	2,655	1,316	1,926
CFPS (원)	3,789	4,264	2,049	2,665
BPS (원)	18,468	20,903	21,976	23,659
DPS (원)	220	250	250	250
배당성향 (%)	10.9	9.2	18.5	12.6
배당수익률 (%)	0.9	1.7	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	7.7	9.8	-44.5	14.3
EBITDA증가율 (%)	-3.3	13.6	-43.5	30.0
조정영업이익증가율 (%)	-7.2	15.8	-50.3	50.0
EPS증가율 (%)	-5.7	32.0	-50.4	46.4
매출채권 회전율 (회)	10.7	8.6	6.4	9.6
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.7	4.6	6.9
매입채무 회전율 (회)	12.7	15.8	15.0	21.0
ROA (%)	9.8	11.8	5.7	8.0
ROE (%)	11.4	13.7	6.3	8.6
ROIC (%)	20.8	21.9	12.5	22.6
부채비율 (%)	17.6	13.5	7.4	7.7
유동비율 (%)	502.4	673.9	1,280.3	1,266.3
순차입금/자기자본 (%)	-42.1	-44.4	-62.5	-65.4
조정영업이익/금융비용 (x)	981.2	449.7	189.3	307.9

자료: 케이씨텍, 미래에셋증권 리서치센터

가동률 회복 바로미터

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	300,000원
현재주가(23/11/29)	187,100원
상승여력	60%

영업이익(23F, 십억원)	135
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	127
EPS 성장률(23F, %)	-35.6
P/E(23F, x)	21.2
MKT P/E(23F, x)	15.8
KOSPI	2,519.81
시가총액(십억원)	2,121
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	76.2
외국인 보유비중(%)	34.6
베타(12M) 일간수익률	1.71
52주 최저가(원)	148,200
52주 최고가(원)	250,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	25.7 -16.3 -10.7
상대주가	14.8 -15.0 -13.8

[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraesasset.com

[투자포인트]

- **DRAM 가동률 회복:** 큰 틀에서 내년 반도체 서플라이체인은 설비투자보다는 가동률 회복을 중심으로 수혜를 받을 전망. 특히, DRAM의 가동률이 가장 빠르게 회복될 것으로 보임에 따라 소재사들 가운데 DRAM 노출도가 큰(국내 향 과수의 약 80%가 DRAM 및 파운드리) 동사 선호
- **중장기 신규 소재 모멘텀:** TSA 신규 진출 이후 High-K 소재에 대한 신규 고객사 확보 시도 중. 더해서, 2H24 부터 GAA 가동률 점증에 따른 과수 사용량 증대, 이후 실리콘 음극재의 중장기 모멘텀이 잔존하는 등 메모리향 과수 외의 신규 모멘텀 다수

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24F 매출액 8,500억(YoY +10%), 영업이익 1,800억(YoY +33%), OPM 21.2% 추정
- 12MF EPS 12,060원 × Target P/E 25배 = 목표주가 300,000원 유지



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	544	619	769	885	770	850
영업이익 (십억원)	111	152	198	186	135	180
영업이익률 (%)	20.4	24.6	25.7	21.0	17.5	21.2
순이익 (십억원)	86	123	148	155	100	137
EPS (원)	7,655	10,864	13,089	13,685	8,818	12,060
ROE (%)	20.9	24.5	23.9	21.4	12.5	15.2
P/E (배)	13.8	18.1	23.3	13.6	21.2	15.5
P/B (배)	2.7	4.0	5.0	2.6	2.4	2.1
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.7	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한솔케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

한솔케미칼 (014680)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	769	885	770	850
매출원가	501	620	565	594
매출총이익	268	265	205	256
판매비와관리비	70	80	70	76
조정영업이익	198	186	135	180
영업이익	198	186	135	180
비영업손익	11	8	0	2
금융손익	-4	-2	0	2
관계기업등 투자손익	13	8	0	0
세전계속사업손익	209	194	135	182
계속사업법인세비용	50	27	27	35
계속사업이익	159	167	108	147
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	159	167	108	147
지배주주	148	155	100	137
비지배주주	10	12	8	10
총포괄이익	160	167	108	147
지배주주	149	155	100	137
비지배주주	10	12	8	11
EBITDA	240	235	180	221
FCF	21	62	165	180
EBITDA 마진율 (%)	31.2	26.6	23.4	26.0
영업이익률 (%)	25.7	21.0	17.5	21.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.2	17.5	13.0	16.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	411	386	491	663
현금 및 현금성자산	66	99	241	388
매출채권 및 기타채권	105	106	92	101
재고자산	100	125	109	120
기타유동자산	140	56	49	54
비유동자산	786	867	812	778
관계기업투자등	63	66	57	63
유형자산	625	692	648	607
무형자산	67	66	65	64
자산총계	1,197	1,253	1,303	1,440
유동부채	200	154	120	132
매입채무 및 기타채무	71	84	73	81
단기금융부채	80	24	8	8
기타유동부채	49	46	39	43
비유동부채	230	247	246	247
장기금융부채	202	235	235	235
기타비유동부채	28	12	11	12
부채총계	429	401	366	379
지배주주지분	689	763	840	955
자본금	57	57	57	57
자본잉여금	33	33	33	33
이익잉여금	596	734	811	925
비지배주주지분	79	89	97	107
자본총계	768	852	937	1,062

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	23.3	13.6	21.2	15.5
P/CF (x)	13.6	8.3	12.3	9.9
P/B (x)	5.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	15.1	9.8	12.1	9.2
EPS (원)	13,089	13,685	8,818	12,060
CFPS (원)	22,463	22,265	15,219	18,861
BPS (원)	60,985	72,627	79,430	89,475
DPS (원)	2,100	2,100	2,100	2,100
배당성향 (%)	14.7	13.7	21.2	15.5
배당수익률 (%)	0.7	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	24.1	15.2	-13.0	10.4
EBITDA증가율 (%)	26.5	-2.2	-23.4	22.9
조정영업이익증가율 (%)	30.1	-5.9	-27.4	33.3
EPS증가율 (%)	20.5	4.6	-35.6	36.8
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.5	8.9	10.0
재고자산 회전율 (회)	9.6	7.8	6.6	7.4
매입채무 회전율 (회)	11.9	12.5	12.2	13.1
ROA (%)	14.4	13.6	8.4	10.7
ROE (%)	23.9	21.4	12.5	15.2
ROIC (%)	20.8	19.2	12.5	18.1
부채비율 (%)	55.9	47.0	39.0	35.7
유동비율 (%)	205.9	251.3	408.8	502.3
순차입금/자기자본 (%)	10.6	13.0	-4.8	-18.4
조정영업이익/금융비용 (x)	34.2	37.1	29.0	40.0

자료: 한솔케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

체급을 올리는 중

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	70,000원
현재주가(23/11/29)	56,100원
상승여력	25%

영업이익(23F, 십억원)	105
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	108
EPS 성장률(23F, %)	-47.2
P/E(23F, x)	11.3
MKT P/E(23F, x)	15.8
KOSPI	2,519.81
시가총액(십억원)	954
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	61.3
외국인 보유비중(%)	17.9
베타(12M) 일간수익률	1.60
52주 최저가(원)	34,300
52주 최고가(원)	77,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	20.1 13.9 32.8
상대주가	9.8 15.7 28.2

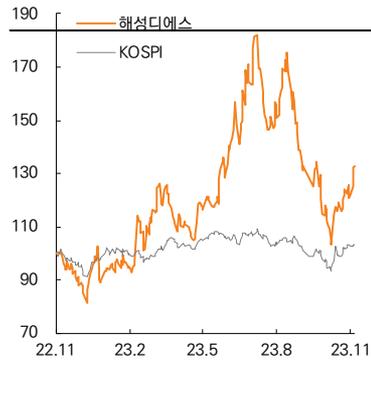
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraeasset.com

[투자포인트]

- **Capa 증설분 본격 가동:** 22년간 500억원 규모의 설비증설 완공으로 23년부터 1,000억원/년 규모의 신규 매출 소화 여건 마련한데 이어 3,800억 규모의 신규 설비투자 진행 중. 이에 더해 동사의 최대 고객사인 Infineon, ST마이크로 또한 각각 말레이시아, 태국에 신 공장 증설을 발표하였으며 24년 증설 완료 이후 공급 물량 확대 기대
- **DDR5 기판 납품 시작:** DDR5 전환 과정에 있어 삼성전자 내 시장 점유율 60%, SK하이닉스 내 시장 점유율 30%을 달성하는 등 시장 입지를 견고히 하였으며, 23년 매출 하락에도 불구하고 최대 16%의 OPM을 기록. 수익성은 24년 DDR5 제품 비중 확대되며 추가적으로 개선될 것으로 전망

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24F 매출액 7,600억원(YoY +10%), 영업이익 1,230억(YoY +17%), OPM 16.2% 추정
- 24F EPS 5,886원 x Target P/E 12배 = 목표주가 70,000원(기존 65,300원)으로 상향
- 직전 다운사이클 초입 밸류에이션 P/E 10배 → 업사이클 초입 밸류에이션 12배 적용



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	459	655	839	690	760
영업이익 (십억원)	44	86	204	105	123
영업이익률 (%)	9.6	13.1	24.3	15.2	16.2
순이익 (십억원)	30	71	159	84	100
EPS (원)	1,764	4,192	9,376	4,952	5,886
ROE (%)	13.6	27.1	43.0	17.5	17.9
P/E (배)	13.8	11.7	3.8	11.3	9.5
P/B (배)	1.8	2.8	1.4	1.8	1.6
배당수익률 (%)	1.8	1.2	2.5	1.6	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 해성디에스, 미래에셋증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655	839	690	760
매출원가	520	574	535	582
매출총이익	135	265	155	178
판매비와관리비	49	61	50	55
조정영업이익	86	204	105	123
영업이익	86	204	105	123
비영업손익	4	1	2	4
금융손익	-1	0	2	4
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	90	205	107	127
계속사업법인세비용	18	46	23	27
계속사업이익	71	159	84	100
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	71	159	84	100
지배주주	71	159	84	100
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	70	163	84	100
지배주주	70	163	84	100
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	119	243	136	148
FCF	30	119	138	114
EBITDA 마진율 (%)	18.2	29.0	19.7	19.5
영업이익률 (%)	13.1	24.3	15.2	16.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.8	19.0	12.2	13.2

자료: 해성디에스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	256	371	425	546
현금 및 현금성자산	29	76	183	279
매출채권 및 기타채권	131	139	114	125
재고자산	89	116	95	105
기타유동자산	7	40	33	37
비유동자산	219	288	257	232
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	208	254	223	199
무형자산	6	20	19	18
자산총계	475	660	682	778
유동부채	155	196	151	162
매입채무 및 기타채무	51	46	38	41
단기금융부채	55	63	41	41
기타유동부채	49	87	72	80
비유동부채	26	16	15	16
장기금융부채	23	13	13	13
기타비유동부채	3	3	2	3
부채총계	181	212	166	177
지배주주지분	294	447	516	601
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	188	341	409	494
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	294	447	516	601

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	11.7	3.8	11.3	9.5
P/CF (x)	6.4	2.3	7.0	6.5
P/B (x)	2.8	1.4	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	7.4	2.4	5.9	4.7
EPS (원)	4,192	9,376	4,952	5,886
CFPS (원)	7,652	15,424	8,007	8,696
BPS (원)	17,313	26,311	30,363	35,349
DPS (원)	600	900	900	900
배당성향 (%)	14.4	9.6	18.2	15.3
배당수익률 (%)	1.2	2.5	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	42.9	28.1	-17.8	10.1
EBITDA증가율 (%)	67.4	104.1	-44.1	8.6
조정영업이익증가율 (%)	98.4	136.8	-48.6	17.1
EPS증가율 (%)	137.6	123.7	-47.2	18.9
매출채권 회전을 (회)	6.3	6.3	5.5	6.4
재고자산 회전을 (회)	8.5	8.2	6.6	7.6
매입채무 회전을 (회)	17.4	18.8	21.1	24.2
ROA (%)	16.6	28.1	12.5	13.7
ROE (%)	27.1	43.0	17.5	17.9
ROIC (%)	21.6	41.6	21.1	27.0
부채비율 (%)	61.4	47.5	32.2	29.5
유동비율 (%)	165.3	189.0	281.9	337.2
순차입금/자기자본 (%)	16.5	-6.8	-29.8	-42.0
조정영업이익/금융비용 (x)	61.1	105.8	64.5	91.0

명실상부 글로벌 장비사

투자이건(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	46,000원
현재주가(23/11/29)	34,250원
상승여력	34%

영업이익(23F, 십억원)	30		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	34		
EPS 성장률(23F, %)	-67.9		
P/E(23F, x)	48.5		
MKT P/E(23F, x)	15.8		
KOSDAQ	822.44		
시가총액(십억원)	1,653		
발행주식수(백만주)	48		
유동주식비율(%)	69.0		
외국인 보유비중(%)	10.0		
베타(12M) 일간수익률	1.25		
52주 최저가(원)	10,410		
52주 최고가(원)	36,850		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	32.2	105.7	174.0
상대주가	20.3	110.9	142.4

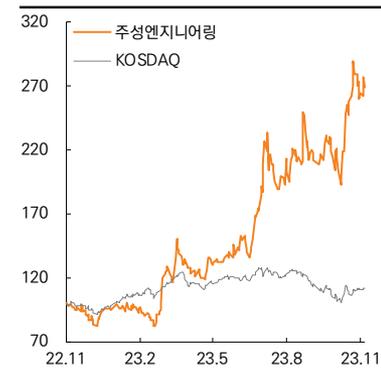
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraesasset.com

[투자포인트]

- **견조한 중국 반도체 장비:** 중국 메모리 업체發 수주잔고의 매출화 진행중. 메모리 뿐 아니라 최근 중국이 집중도를 높이고 있는 8인치 파운드리향 장비 또한 중장기적으로 기대
- **글로벌 로직 업체향 수주 모멘텀:** 글로벌 로직 업체향 장비 공급 가능성 高. 글로벌 소수 업체가 보유한 Panel 기반 ALD 기술을 기반으로 차세대 후공정 관련 장비에 초기 진입. 향후 추가적인 고객사 확보 및 전공정 진입 가능성도 상존
- **태양광 레퍼런스 확보:** 동사는 반도체 공정 기반의 박막 형성 기술과 디스플레이 공정 기반의 대면적 박막 형성의 융합 결과인 HJT 패널 양산장비 라인업 보유. 1년여의 지연 끝에 3Q23 매출인식 완료. 향후 해당 프로젝트의 추가 수주 또는 신규 프로젝트 발 수주 가능성 有

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24F 매출액 4,200억원(YoY +54%), 영업이익 1,200억(YoY +300%), OPM 28.6% 추정
- 12MF EPS 2,319원 x Target P/E 20배 = 목표주가 46,000원



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	119	377	438	273	420	530
영업이익 (십억원)	-25	103	124	30	120	150
영업이익률 (%)	-21.0	27.3	28.3	11.0	28.6	28.3
순이익 (십억원)	-8	146	106	34	112	147
EPS (원)	-170	3,016	2,200	707	2,319	3,037
ROE (%)	-3.5	48.7	24.9	6.9	19.9	21.5
P/E (배)	-	7.0	4.8	48.5	14.8	11.3
P/B (배)	1.7	2.7	1.0	3.2	2.7	2.2
배당수익률 (%)	0.0	0.7	1.8	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 주성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

주성엔지니어링 (036930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	438	273	420	530
매출원가	190	165	182	232
매출총이익	248	108	238	298
판매비와관리비	124	78	118	148
조정영업이익	124	30	120	150
영업이익	124	30	120	150
비영업손익	11	-2	-1	0
금융손익	-3	-2	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	135	28	119	150
계속사업법인세비용	29	-6	7	4
계속사업이익	106	34	112	147
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	106	34	112	147
지배주주	106	34	112	147
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	130	34	112	147
지배주주	130	34	112	147
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	141	46	134	163
FCF	64	-12	163	185
EBITDA 마진율 (%)	32.2	16.8	31.9	30.8
영업이익률 (%)	28.3	11.0	28.6	28.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.2	12.5	26.7	27.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	290	220	436	661
현금 및 현금성자산	121	110	272	456
매출채권 및 기타채권	35	22	35	44
재고자산	99	62	95	120
기타유동자산	35	26	34	41
비유동자산	543	526	513	500
관계기업투자등	2	1	2	2
유형자산	283	268	255	242
무형자산	6	5	4	4
자산총계	833	746	948	1,161
유동부채	127	79	122	154
매입채무 및 기타채무	37	23	36	45
단기금융부채	1	0	1	1
기타유동부채	89	56	85	108
비유동부채	221	157	214	257
장기금융부채	51	51	51	51
기타비유동부채	170	106	163	206
부채총계	348	236	336	411
지배주주지분	485	509	612	750
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109
이익잉여금	311	336	439	576
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	485	509	612	750

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.8	48.5	14.8	11.3
P/CF (x)	3.2	36.1	12.3	10.1
P/B (x)	1.0	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	3.1	34.6	10.6	7.6
EPS (원)	2,200	707	2,319	3,037
CFPS (원)	3,356	948	2,785	3,380
BPS (원)	10,199	10,714	12,844	15,692
DPS (원)	193	193	193	193
배당성향 (%)	8.7	26.8	8.2	6.2
배당수익률 (%)	1.8	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	16.1	-37.7	53.8	26.2
EBITDA증가율 (%)	19.7	-67.6	193.7	21.4
조정영업이익증가율 (%)	20.7	-75.8	300.0	25.0
EPS증가율 (%)	-27.0	-67.9	228.2	31.0
매출채권 회전율 (회)	15.9	10.8	17.0	15.6
재고자산 회전율 (회)	5.6	3.4	5.4	4.9
매입채무 회전율 (회)	13.3	16.8	19.1	17.7
ROA (%)	13.7	4.3	13.2	13.9
ROE (%)	24.9	6.9	19.9	21.5
ROIC (%)	31.8	8.2	38.8	49.3
부채비율 (%)	71.9	46.4	54.9	54.8
유동비율 (%)	228.1	276.8	357.1	428.9
순차입금/자기자본 (%)	-14.4	-13.5	-37.7	-55.4
조정영업이익/금융비용 (x)	35.2	11.9	47.6	59.3

자료: 주성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

가동률 회복과 신사업 기대

투자이건(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	350,000원
현재주가(23/11/29)	272,000원
상승여력	29%

영업이익(23F, 십억원)	125		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	0		
EPS 성장률(23F, %)	-42.0		
P/E(23F, x)	22.4		
MKT P/E(23F, x)	15.8		
KOSDAQ	822.44		
시가총액(십억원)	2,116		
발행주식수(백만주)	8		
유동주식비율(%)	54.4		
외국인 보유비중(%)	28.3		
베타(12M) 일간수익률	0.38		
52주 최저가(원)	207,000		
52주 최고가(원)	280,500		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	13.6	16.2	26.3
상대주가	3.4	19.2	11.8

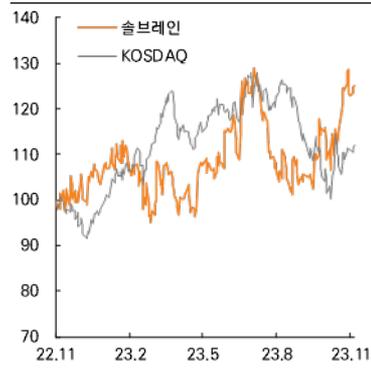
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraeeasset.com

[투자포인트]

- **DRAM 가동률 회복:** 큰 틀에서 내년 반도체 서플라이체인은 설비투자 보다는 가동률 회복을 중심으로 수혜를 받을 전망. 특히, DRAM의 가동률이 가장 빠르게 회복될 것으로 보임에 따라 불산계 에천트 수요 점진적 회복 예상
- NAND의 경우 가동률 회복이 상대적으로 느릴 예정이나, 주요 고객사 V8 NAND에서의 Double stacking 공정 적용에 따라 동사가 독점 공급하는 **HSN(High Selective Nitride)의 수요 증가** 기대
- 파운드리 공정에서의 GAA 도입 확대에 따라 SiGe/Si Epi 층의 Selective 식각을 위한 **Wet Etchant 수요 본격화 기대**(HF + CH3COOH 계열 추정)
→ 향후 3nm 이하 모든 Logic 구조에서 수 세대(Gen)간 사용 전망

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24F 매출액 9,000원(YoY +8%), 영업이익 1,630억(YoY +30%), OPM 18.1% 추정
- 24F EPS 15,930원 x **Target P/E 22배 = 목표주가 350,000원(기존 306,000원)으로 상향**
- 커버리지 내 소재업종 업사이클 초기 밸류에이션 25배에서 NAND 노출도 높은 업종 10% 할인



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	470	1,024	1,091	835	900
영업이익 (십억원)	104	189	207	125	163
영업이익률 (%)	22.1	18.5	19.0	15.0	18.1
순이익 (십억원)	63	149	163	94	124
EPS (원)	16,179	19,093	20,928	12,144	15,930
ROE (%)	12.8	26.3	23.0	11.5	13.6
P/E (배)	16.8	14.6	10.4	22.4	17.1
P/B (배)	4.2	3.4	2.2	2.5	2.2
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	0.7	0.7

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

솔브레인 (357780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F
매출액	1,091	835	900
매출원가	793	640	662
매출총이익	298	195	238
판매비와관리비	91	70	75
조정영업이익	207	125	163
영업이익	207	125	163
비영업손익	8	3	4
금융손익	2	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0
세전계속사업손익	215	128	167
계속사업법인세비용	48	31	40
계속사업이익	168	97	128
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	168	97	128
지배주주	163	94	124
비지배주주	5	3	4
총포괄이익	166	97	128
지배주주	161	94	124
비지배주주	5	3	4
EBITDA	260	169	199
FCF	97	163	159
EBITDA 마진율 (%)	23.8	20.2	22.1
영업이익률 (%)	19.0	15.0	18.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.9	11.3	13.8

자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F
유동자산	459	553	709
현금 및 현금성자산	168	330	470
매출채권 및 기타채권	75	56	60
재고자산	113	87	94
기타유동자산	103	80	85
비유동자산	476	432	396
관계기업투자등	0	0	0
유형자산	409	365	329
무형자산	7	6	6
자산총계	935	985	1,105
유동부채	128	98	105
매입채무 및 기타채무	67	51	55
단기금융부채	1	1	1
기타유동부채	60	46	49
비유동부채	8	6	7
장기금융부채	1	1	1
기타비유동부채	7	5	6
부채총계	136	104	112
지배주주지분	779	858	966
자본금	4	4	4
자본잉여금	412	412	412
이익잉여금	344	423	532
비지배주주지분	20	23	27
자본총계	799	881	993

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F
P/E (x)	10.4	22.4	17.1
P/CF (x)	7.0	12.5	10.6
P/B (x)	2.2	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)	5.7	10.4	8.1
EPS (원)	20,928	12,144	15,930
CFPS (원)	31,043	21,704	25,646
BPS (원)	100,845	110,995	124,934
DPS (원)	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	9.2	15.9	12.1
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	-23.5	7.8
EBITDA증가율 (%)	9.4	-35.0	18.2
조정영업이익증가율 (%)	9.6	-39.6	30.4
EPS증가율 (%)	9.6	-42.0	31.2
매출채권 회전을 (회)	11.3	14.2	17.0
재고자산 회전을 (회)	10.0	8.3	10.0
매입채무 회전을 (회)	13.8	18.2	20.9
ROA (%)	19.0	10.1	12.2
ROE (%)	23.0	11.5	13.6
ROIC (%)	31.4	18.5	26.7
부채비율 (%)	17.0	11.8	11.3
유동비율 (%)	359.6	566.0	674.0
순차입금/자기자본 (%)	-28.7	-43.3	-52.9
조정영업이익/금융비용 (x)	703.0	3,040.0	4,260.2

모바일 수요 회복의 가장 빠른 수혜자

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	32,000원
현재주가(23/11/29)	24,650원
상승여력	30%

영업이익(22F, 십억원)	24		
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	-		
EPS 성장률(22F, %)	-23.9		
P/E(22F, x)	11.4		
MKT P/E(22F, x)	-		
KOSDAQ	822.44		
시가총액(십억원)	300		
발행주식수(백만주)	12		
유동주식비율(%)	44.4		
외국인 보유비중(%)	2.4		
베타(12M) 일간수익률	1.30		
52주 최저가(원)	16,900		
52주 최고가(원)	30,600		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	35.8	4.4	10.5
상대주가	23.6	7.1	-2.2

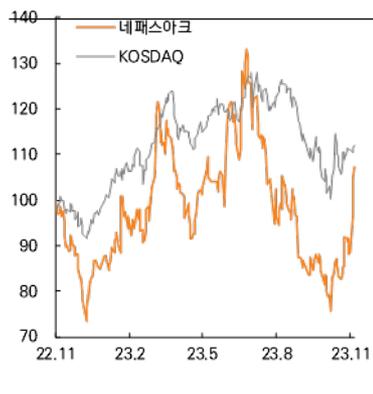
[반도체] 김영건
younggun.kim.b@miraeeasset.com

[투자포인트]

- **하반기 실적 개선 전망:** 동사가 테스트하는 PMIC, AP, DDI, RF는 스마트폰 탑재 어플리케이션으로 고객사 스마트폰 수요 약화가 실적 부진의 주요 원인. 스마트폰 수요의 점진적 회복에 따라 고객사 부품 재고조정 마무리 국면 진입. 4Q23 부터 24년 연중 우상향 궤적 예상
- **높은 실적 레버리지:** 동사 영업비용의 50% 가량이 감가상각비에 해당. 고정비 부담으로 작용될 수 있으나, 턴어라운드 시점에는 강한 이익 상승을 시현 가능할 것으로 판단
- **FO-PLP 본격 가동:** 네패스 라웨의 FO-PLP 본격 가동은 동사의 테스트 물량 확대에 이어질 것. 다만, 글로벌 고객사의 재고조정이 지속되는 상황으로 2H24 중 본격화 기대

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 24F 매출액 1,500원(YoY +19%), 영업이익 160억(YoY 흑자전환), OPM 10.7% 추정
- 24F BPS 21,429원 x Target P/B 1.5배 = 목표주가 32,000원(기존 34,000원)으로 소폭 하향



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	55	68	114	156	172
영업이익 (십억원)	18	9	27	24	28
영업이익률 (%)	32.7	13.2	23.7	15.4	16.3
순이익 (십억원)	5	-35	25	19	24
EPS (원)	860	-4,124	2,068	1,574	1,978
ROE (%)	14.7	-39.1	14.1	9.1	10.4
P/E (배)	-	-	24.3	11.4	12.5
P/B (배)	-	3.8	3.0	1.0	1.2
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

네패스아크 (330860)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F
매출액	114	156	172
매출원가	82	126	136
매출총이익	32	30	36
판매비와관리비	5	7	8
조정영업이익	27	24	28
영업이익	27	24	28
비영업손익	0	-2	-2
금융손익	-2	-2	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0
세전계속사업손익	27	22	26
계속사업법인세비용	2	3	2
계속사업이익	25	19	24
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	25	19	24
지배주주	25	19	24
비지배주주	0	0	0
총포괄이익	25	19	24
지배주주	25	19	24
비지배주주	0	0	0
EBITDA	78	66	62
FCF	-25	83	66
EBITDA 마진율 (%)	68.4	42.3	36.0
영업이익률 (%)	23.7	15.4	16.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.9	12.2	14.0

자료: 네패스아크, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F
유동자산	98	175	244
현금 및 현금성자산	79	149	215
매출채권 및 기타채권	12	17	18
재고자산	2	3	3
기타유동자산	5	6	8
비유동자산	320	278	243
관계기업투자등	0	0	0
유형자산	309	267	233
무형자산	2	1	1
자산총계	418	453	487
유동부채	96	112	123
매입채무 및 기타채무	73	101	110
단기금융부채	19	6	7
기타유동부채	4	5	6
비유동부채	120	120	120
장기금융부채	120	120	120
기타비유동부채	0	0	0
부채총계	217	232	243
지배주주지분	201	220	244
자본금	6	6	6
자본잉여금	166	166	166
이익잉여금	29	48	72
비지배주주지분	0	0	0
자본총계	201	220	244

예상 주당가치 및 valuation (요약)

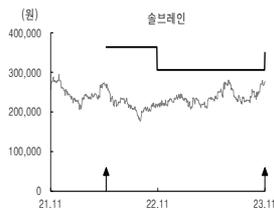
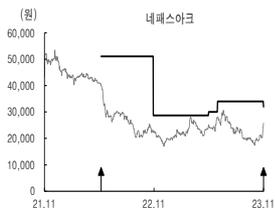
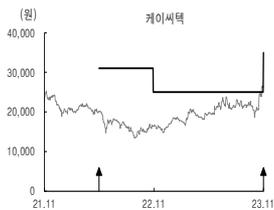
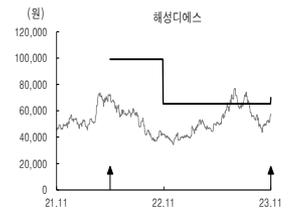
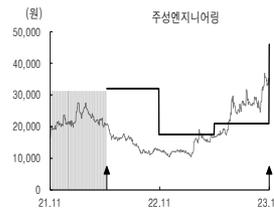
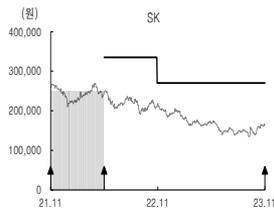
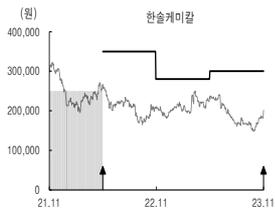
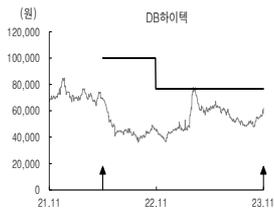
	2021	2022F	2023F
P/E (x)	24.3	11.4	12.5
P/CF (x)	7.6	3.3	4.8
P/B (x)	3.0	1.0	1.2
EV/EBITDA (x)	8.6	3.0	3.4
EPS (원)	2,068	1,574	1,978
CFPS (원)	6,571	5,411	5,098
BPS (원)	16,497	18,071	20,049
DPS (원)	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	68.3	37.0	9.7
EBITDA증가율 (%)	85.0	-15.4	-5.8
조정영업이익증가율 (%)	211.1	-11.0	15.1
EPS증가율 (%)	-	-23.9	25.7
매출채권 회전율 (회)	11.8	10.9	9.9
재고자산 회전율 (회)	51.6	63.4	57.4
매입채무 회전율 (회)	26.9	35.3	31.7
ROA (%)	6.8	4.4	5.1
ROE (%)	14.1	9.1	10.4
ROIC (%)	10.7	9.3	14.8
부채비율 (%)	107.7	105.6	99.4
유동비율 (%)	101.2	155.6	198.7
순차입금/자기자본 (%)	30.0	-10.2	-36.4
조정영업이익/금융비용 (x)	10.5	9.4	11.3

Compliance

투자익건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자익건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자익건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
DB하이텍 (000990)					2022.11.28	매수	65,300	-21.21	17.92
2022.11.28	매수	76,600	-	-	2022.05.31	매수	99,000	-47.07	-28.18
2022.05.31	매수	100,000	-53.90	-31.40	케이씨텍 (281820)				
한솔케미칼 (014680)					2023.11.30	매수	35,000	-	-
2023.05.31	매수	300,000	-	-	2023.11.28	1년 경과 이후	25,000	5.20	5.20
2022.11.28	매수	280,000	-25.19	-10.71	2022.11.28	매수	25,000	-21.06	6.40
2022.05.31	매수	350,000	-40.58	-26.14	2022.05.31	매수	31,000	-47.03	-35.00
SK (034730)					네패스이크 (330860)				
2022.11.28	매수	270,000	-	-	2023.11.30	매수	32,000	-	-
2022.05.31	매수	335,000	-34.83	-25.37	2023.06.30	매수	34,000	-32.73	-10.00
2021.03.22	분석 대상 제외		-	-	2023.05.31	매수	30,000	-17.71	-7.00
주성엔지니어링 (036930)					2022.11.28	매수	28,700	-23.13	-2.44
2023.11.30	매수	46,000	-	-	2022.06.07	매수	51,000	-47.90	-21.76
2023.05.31	매수	21,000	21.26	75.48	솔브레인 (357780)				
2022.11.28	매수	17,500	-23.12	9.14	2023.11.30	매수	350,000	-	-
2022.06.07	매수	32,000	-53.80	-34.84	2023.11.28	1년 경과 이후	306,000	-11.11	-11.11
해성디에스 (195870)					2022.11.28	매수	306,000	-22.74	-8.33
2023.11.30	매수	70,000	-	-	2022.06.07	매수	364,000	-40.10	-25.69
2023.11.28	1년 경과 이후	65,300	-14.09	-14.09					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



Compliance

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 솔브레인 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 DB하이텍, SK 울(울) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사의 애널리스트는 자료 작성일 기준으로 1개월 이내에 해성디에스 의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.