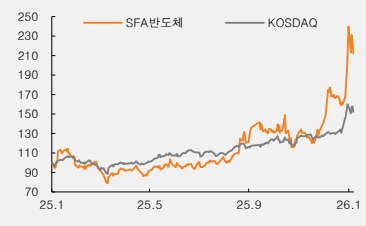


현재주가(26/2/5)	Not Rated 6,950원		
영업이익(25F,십억원)	-		
Consensus 영업이익(25F,십억원)			
EPS 성장률(25F,%)	-		
MKT EPS 성장률(25F,%)	-		
P/E(25F,x)	-		
MKT P/E(25F,x)	-		
KOSDAQ	1,108.41		
시가총액(십억원)	1,143		
발행주식수(백만주)	164		
유동주식비율(%)	44.7		
외국인 보유비중(%)	2.3		
베타(12M) 일간수익률	2.13		
52주 최저가(원)	2,575		
52주 최고가(원)	7,840		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	21.5	121.3	114.8
상대주가	5.0	59.5	41.7



장다현
dahyun.jang@miraeasset.com

036540 · LCD/반도체 장비

SFA반도체

고객사 외주 확대 수혜

반도체 후공정 전문기업

SFA반도체는 1998년 삼성전자 온양 사업장에서 분사한 반도체 후공정 전문기업이다. 패키징 및 테스트 서비스가 주력이며, 국내 메이저 메모리 업체가 핵심 고객이다. 웨이퍼 레벨 패키지와 컨벤셔널 패키지를 모두 수행할 수 있는 사업 구조를 보유하고 있다. 현재 한국 2개 공장과 필리핀 법인을 운영 중이다.

HBM 생산 확대에 따른 범용 메모리 외주 수혜

메이저 고객사들의 HBM 생산 확대로 후공정 여력이 제한되면서 범용 메모리 외주가 확대되는 흐름이다. 기존에 내재화했던 DDR5 테스트 물량이 외부로 전환되는 과정에서 동사 필리핀 법인이 수혜를 받을 수 있는 구조다. 국내 메이저 고객사의 DDR5 테스트 설비 120대 필리핀 이전과 국내 법인 모듈 라인 5개 추가 배정이 확정됐으며, 이에 따라 모듈 물량 및 외주 점유율 회복 여지가 있다. 글로벌 고객사 비딩도 진행 중으로, 결과에 따라 추가 물량 확보 가능성이 있다.

비메모리 플립칩 사업 본격화

한국 1공장은 비메모리 플립칩 중심으로 포트폴리오 전환을 진행 중이다. 25년 약 100억원을 투자해 플립칩 설비를 구축했으며, 투자 효과는 26년 하반기부터 매출에 반영될 전망이다. 특히, Cu pillar 범핑은 플립칩과 연계되는 영역으로 재료비 비중이 낮아 수익성이 높다. 현재 플립칩 고객은 중국 업체 비중이 높으며, 비메모리 매출 비중을 현재 약 26%에서 중장기 35~40%까지 확대할 계획이다. 비메모리 비중이 확대될 경우 단일 고객 의존도 완화 효과가 예상된다.

밸류에이션 및 리스크

동사의 현재 PBR은 2.4배로(과거 3개년 평균 1.5배), 업종 피어(하나마이크론, 네 패스, 시그네틱스, 두산테스나) 평균 3.5배 대비 디스카운트 구간에서 거래 중이다. 주요 리스크는 매출의 약 70%가 단일 고객에 집중된 점, 비메모리 사업 내 Tier-1 고객 확보 난이도에 따른 램프업 지연 가능성, 고객사의 외주 정책 변화에 따른 실적 변동성이다.

** 본 자료는 26년 2월 3일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	573	641	699	417	400
영업이익 (십억원)	34	66	63	-13	0
영업이익률 (%)	5.9	10.3	9.0	-3.1	0.0
순이익 (십억원)	16	53	43	-13	21
EPS (원)	102	321	261	-79	130
ROE (%)	5.2	14.4	10.0	-2.9	4.5
P/E (배)	56.8	24.0	14.7	-76.8	23.8
P/B (배)	2.8	3.2	1.4	2.2	1.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

I. 실적 및 밸류에이션

1. 3Q25 실적 리뷰 및 전망

3Q25 매출 965억원(+13% YoY, +27% QoQ), 영업손실 63억원(적자전환 YoY, 적자유지 QoQ)을 기록했다. 메이저 고객사의 범용 메모리 내재화 확대가 실적 부진의 주된 원인이다. 해당 고객사는 HBM 경쟁력 약화에 따른 비용 절감 차원에서 외주 물량을 축소했고, 다른 고객사도 3년 전부터 국내 외주를 중단한 상태다. 이로 인해 한국 1공장 가동률이 40% 수준까지 하락하며 실적 부진으로 이어졌다.

연간 컨센서스는 25년 매출 3,588억원, 영업손실 218억원, 26년은 매출 5,260억원, 영업이익 239억원이다. HBM 생산 확대로 메이저 고객사들의 후공정 캐파가 제한되면서 범용 메모리 외주가 구조적으로 증가하는 국면이다. 국내 메이저 고객사의 DDR5 테스트 설비 120대 필리핀 이전, 모듈 라인 5개 추가 배정, 25년 투자한 비메모리 플립칩 설비의 26년 하반기 매출 반영 등을 감안할 때 현 26년 컨센서스는 달성 가능한 수준으로 판단한다.

표 1. SFA반도체 실적 테이블

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2022	2023	2024
매출	117.2	127.7	80.1	91.7	122.1	111.4	85.7	81.4	75.3	76.1	96.5	699.4	416.7	400.5
YoY	-33%	-31%	-56%	-41%	4%	-13%	7%	-11%	-38%	-32%	13%	9%	-40%	-4%
QoQ	-25%	9%	-37%	15%	33%	-9%	-23%	-5%	-8%	1%	27%			
메모리	97.0	105.7	77.3	75.8	92.4	81.6	70.6	60.4	54.2	54.3	79.0	588.2	355.8	305.0
비메모리	19.5	20.6	16.9	20.6	29.1	29.0	13.5	20.5	20.8	21.5	17.0	106.4	56.8	92.1
상품	0.4	1.2	1.3	0.3	0.3	0.6	1.5	0.2	0.0	0.1	0.2	3.7	3.3	2.6
기타	0.2	0.2	-15.4	-5.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	0.9	0.7
매출원가	114.4	122.9	86.3	93.2	115.5	106.7	81.7	83.6	77.7	79.3	99.4	619.5	416.7	387.4
매출원가율	98%	96%	108%	102%	95%	96%	95%	103%	103%	104%	103%	89%	100%	97%
매출총이익	2.8	4.8	-6.2	-1.4	6.6	4.7	4.0	-2.2	-2.4	-3.2	-2.9	79.9	0.0	13.1
매출총이익률	2%	4%	-8%	-2%	5%	4%	5%	-3%	-3%	-4%	-3%	11%	0%	3%
판매비	3.9	4.0	1.8	3.7	4.1	4.2	1.4	3.4	3.6	3.5	3.4	17.0	13.3	13.1
영업이익	-1.0	0.8	-8.0	-5.1	2.5	0.5	2.6	-5.6	-6.0	-6.7	-6.3	62.9	-13.3	-0.0
영업이익률	-1%	1%	-10%	-6%	2%	0%	3%	-7%	-8%	-9%	-7%	9%	-3%	0%
법인세차감전순이익	-1.1	2.3	-9.4	-6.7	4.0	2.4	20.6	-12.3	-6.3	-6.9	-4.6	71.4	-14.9	14.7
법인세비용	0.2	-0.3	-0.2	-0.6	-13.5	1.4	9.1	-2.7	-0.5	0.2	0.3	25.9	-0.8	-5.7
지배주주순이익	-1.4	2.1	-8.4	-5.3	17.9	1.3	11.4	-9.3	-5.8	-7.1	-5.0	42.9	-12.9	21.3
지배주주순이익률	-1%	2%	-10%	-6%	15%	1%	13%	-11%	-8%	-9%	-5%	6%	-3%	5%

자료: SFA반도체, 미래에셋증권 리서치센터

2. 밸류에이션

동사의 현재 PBR은 2.4배로, 과거 3개년 평균 1.5배를 상회한다. 25년 적자로 PER 해석이 제한적인 만큼 PBR 중심의 밸류에이션 해석이 적합하다. 국내 OSAT 피어로는 하나마이크론과 시그네틱스(컨벤셔널 패키지), 네패스(웨이퍼 레벨 패키지), 두산테스나(테스트)를 선정했다. 동사는 피어 평균 PBR 3.5배 대비 디스카운트 구간에서 거래 중이다.

그림 1. 피어 주가 추이 비교

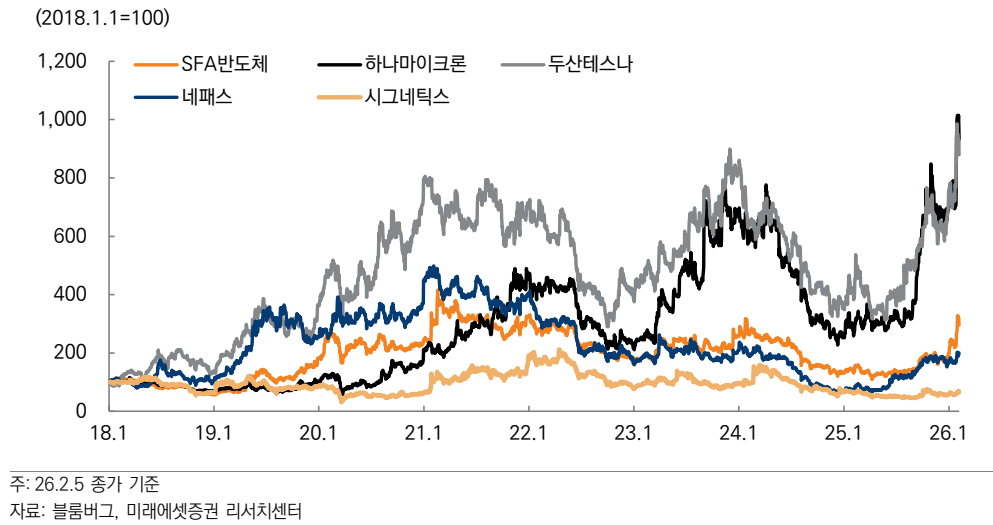


그림 2. SFA반도체 PBR 밴드 차트

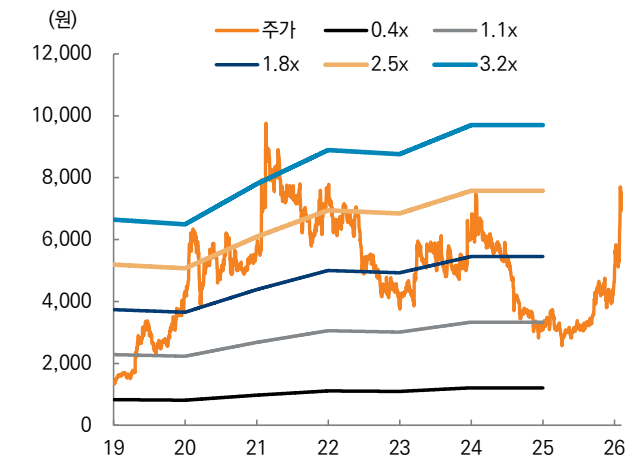


그림 3. SFA반도체 PSR 밴드 차트

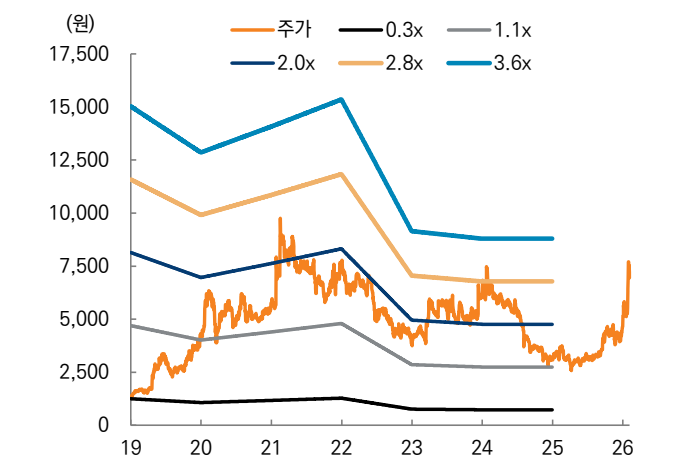


표 2. 피어 밸류에이션 테이블

(원, 십억원, %, 배)

국가	기업명	주가	시가총액	2024년 실적			수익률					PBR	PSR
				매출	영업이익	영업이익률	5D	1M	3M	6M	12M		
한국	하나마이크론	34,150	2,287	1,251	107	8.5	-7.4	20.2	23.5	192.9	236.8	6.1	1.6
	두산테스나	62,000	1,216	373	38	10.2	-6.0	13.9	30.5	102.6	115.0	2.9	4.0
	SFA반도체	6,950	1,153	400	0	0.0	-9.0	26.8	52.9	121.1	113.7	2.4	3.5
	네패스	18,950	450	464	3	0.7	3.0	12.1	14.2	77.3	179.4	3.6	0.9
	시그네틱스	871	75	118	-26	-21.9	-2.2	0.5	5.1	36.5	3.6	1.5	0.7

주: 26.2.5 종가 기준
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 기업 분석

1. 기업 개요

동사는 1998년 삼성전자 온양 사업장에서 분사한 반도체 후공정 전문기업으로, 패키징 및 테스트 서비스를 주력으로 영위한다. 2015년 SFA그룹에 편입됐다. 웨이퍼 레벨 패키징과 컨벤셔널 패키징을 모두 수행할 수 있는 사업 구조를 보유하고 있다. 필리핀 법인은 조립-테스트-모듈 공정을 턴키로 제공한다. 현재 비메모리 플립칩 비중 확대와 글로벌 고객 다변화를 통해 메이저 고객사 의존도 완화를 추진 중이다.

2. 법인별 현황

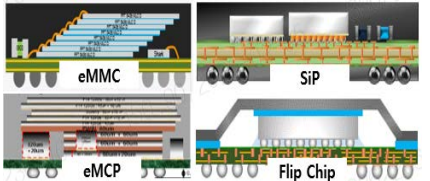
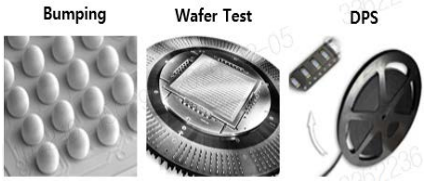
총 3개 법인(한국 2개, 필리핀 1개)을 운영 중이다.

한국 1공장은 기존 와이어 본딩 설비의 감가상각이 대부분 완료돼 로직 제품 수주 시 고정비 부담이 제한적이다. 비메모리 플립칩 중심으로 포트폴리오 전환을 진행 중이다.

한국 2공장은 범핑-웨이퍼 테스트-DPS 공정의 직행률을 현재 70%에서 90%까지 확대할 계획이다. 글로벌 오디오 코덱 업체를 통해 북미 스마트폰 OEM向 물량을 확보하고 있다. 기존 국내 주요 엔드유저 의존도를 낮추기 위한 전략이다.

필리핀 법인은 패키지 조립-최종 테스트-모듈 공정을 단일 법인에서 턴키로 수행한다. 전체 부지 중 약 절반 수준만 가동 중이다. 잔여 부지를 활용한 추가 증설도 검토 중이다.

표 3. 법인별 사업영역 및 주요 제품군

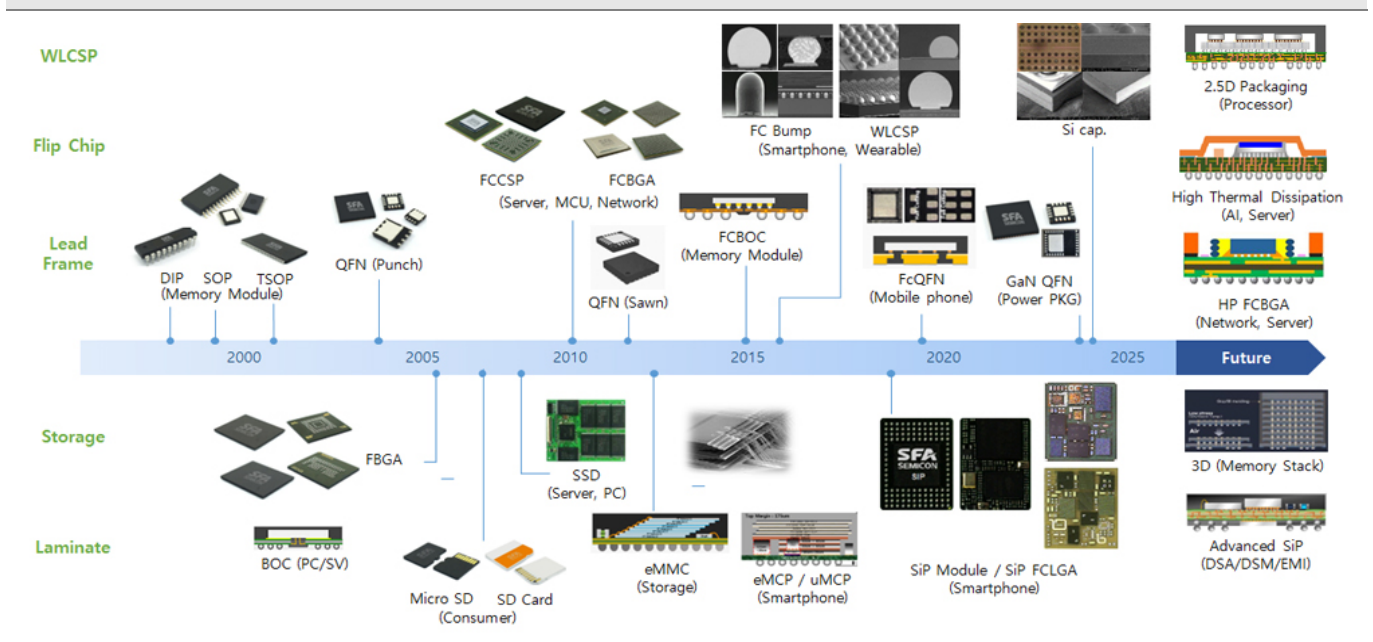
구분	사업영역	제품군	주요 제품	캐파	주요 패키지
한국 본사	패키지/ 테스트	범용메모리	LPDDR4/5, DDR4/5, eMMC, eMCP	eMMC: 120억원/월	
		비메모리	플립칩(차량/네트워크/CPU), SiP(RF IC)	플립칩: 50억원/월	
한국 2공장	범핑/ 웨이퍼테스트/ DPS	비메모리	오디오 코덱, PMIC, 무선충전, RF IC, 햅틱센서, 실리콘 캐패시터	오디오 코덱: 80억원/월	
필리핀 법인	패키지/ 테스트/ 모듈	범용메모리	DDR4/5(서버·PC), 모듈, SSD, 마이크로SD	모듈: 220만개/월 SSD: 20만개/월	
		비메모리	RF IC, 센서	-	

자료: SFA반도체, 미래에셋증권 리서치센터

3. 제품 포트폴리오

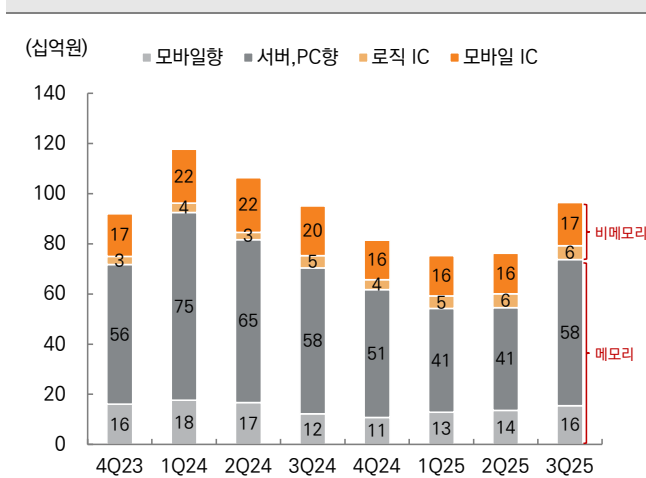
동사의 사업은 범핑, 패키징, 테스트 서비스로 구성된다. 제품 포트폴리오는 WLCSP, 플립 칩, 리드프레임, 스토리지, 라미네이트 등 다양한 패키지 유형을 포괄하며, 메모리(DDR4/5, LPDDR, eMMC, eMCP, SSD)와 비메모리(오디오 코덱, PMIC, RF IC, 센서류) 전반을 커버한다. 범핑 중에서도 Cu pillar는 재료비 비중이 낮고 플립칩과 연계되는 고수익 영역으로 관련 설비 투자를 진행 중이다. 웨이퍼 레벨 패키징과 컨벤셔널 패키징을 모두 수행할 수 있는 사업 구조가 특징이다.

그림 4. SFA반도체 제품 포트폴리오



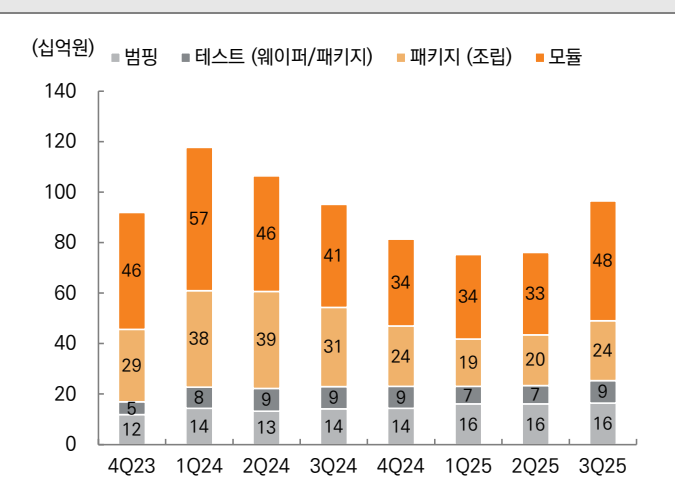
자료: SFA반도체, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SFA반도체 제품별 매출액 추이



자료: SFA반도체, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SFA반도체 사업분야별 매출액 추이



자료: SFA반도체, 미래에셋증권 리서치센터

III. 리스크 요인

1. 단일 고객 집중 리스크

현재 매출의 약 70%가 국내 단일 메이저 고객에서 발생하고 있다. 24년 해당 고객이 비용 절감 차원에서 범용 메모리 내재화를 확대하면서 한국 1공장 물량이 감소했고, 가동률도 40% 수준까지 하락했다. 한국 1공장 기준 월 물량은 과거 250억원 수준에서 현재 100억원 내외로 축소된 상태다. HBM 생산 확대에 따른 후공정 여력 부족으로 범용 메모리 외주 재검토 움직임은 확인되나, 외주 물량은 고객의 전략적 판단에 따라 변동될 수 있다. 고객 다변화를 위해 글로벌 고객사 비딩을 진행 중이지만, 단기간에 고객 집중도를 유의미하게 낮추기는 쉽지 않을 전망이다.

2. 비메모리 램프업 불확실성

현재 비메모리 매출 비중은 약 26%이며, 중장기적으로 35~40%까지 확대할 계획이다. 다만 비메모리 사업은 메모리 대비 고객당 물량 규모가 작고 Tier-1 고객 확보 난이도가 높아 램프업 속도가 제한될 수 있다. 국내 팹리스의 경우 Tier-2/3급 고객의 비중이 높아 물량 확대에 한계가 있으며, 현재 확보된 비메모리 플립칩 고객도 중국 업체 중심으로 구성돼 물량 변동 및 이탈 가능성이 존재한다. 25년 약 100억원을 투자해 비메모리 플립칩 설비를 구축했으나, 메이저급 해외 고객 확보 여부에 따라 투자 회수 시점이 달라질 수 있다. 글로벌 오디오 코덱 업체 등 일부 해외 고객을 통해 북미 스마트폰 OEM向 물량을 확보하고 있으나, 현 시점에서 전체 비메모리 매출 기여도는 제한적인 것으로 판단한다.

SFA반도체 (036540)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	641	699	417	400
매출원가	559	620	417	387
매출총이익	82	79	0	13
판매비와관리비	16	17	13	13
조정영업이익	66	63	-13	0
영업이익	66	63	-13	0
비영업손익	1	8	1	3
금융손익	-4	-2	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	67	71	-12	3
계속사업법인세비용	12	26	-1	-6
계속사업이익	55	45	-11	8
중단사업이익	0	0	-3	12
당기순이익	55	45	-14	20
지배주주	53	43	-13	21
비지배주주	2	3	-1	-1
총포괄이익	71	61	-10	42
지배주주	67	56	-10	40
비지배주주	4	5	0	2
EBITDA	111	108	32	45
FCF	77	41	9	17
EBITDA 마진율 (%)	17.3	15.5	7.7	11.3
영업이익률 (%)	10.3	9.0	-3.1	0.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.3	6.2	-3.1	5.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	250	272	183	221
현금 및 현금성자산	69	42	79	95
매출채권 및 기타채권	66	59	49	43
재고자산	53	55	39	31
기타유동자산	62	116	16	52
비유동자산	400	403	427	403
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	366	389	373	382
무형자산	10	11	10	9
자산총계	649	675	610	623
유동부채	95	89	49	92
매입채무 및 기타채무	67	53	33	23
단기금융부채	18	26	8	62
기타유동부채	10	10	8	7
비유동부채	128	102	91	34
장기금융부채	115	95	88	33
기타비유동부채	13	7	3	1
부채총계	224	191	140	126
지배주주지분	399	456	449	497
자본금	82	82	82	82
자본잉여금	374	374	377	382
이익잉여금	-63	-17	-31	-10
비지배주주지분	27	28	21	1
자본총계	426	484	470	498

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	102	95	36	53
당기순이익	0	0	0	0
비현금수익비용가감	50	47	50	34
유형자산감가상각비	43	44	45	44
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	6	2	4	-11
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-17	5	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	30	30	20
재고자산 감소(증가)	-9	-2	15	12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-37	-27	-20
법인세납부	-3	-6	-7	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-56	-106	31	-17
유형자산처분(취득)	-21	-53	-27	-36
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-33	13	-8	0
기타투자활동	-2	-65	66	19
재무활동으로 인한 현금흐름	-35	-16	-31	-21
장단기금융부채의 증가(감소)	-32	-12	-24	-1
자본의 증가(감소)	0	0	3	5
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-4	-10	-25
현금의 증가	12	-26	36	17
기초현금	57	69	42	79
기말현금	69	42	79	95

자료: SFA반도체, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	24.0	14.7	-76.8	23.8
P/CF (x)	12.0	6.8	27.5	9.3
P/B (x)	3.2	1.4	2.2	1.0
EV/EBITDA (x)	11.8	6.5	31.9	10.3
EPS (원)	321	261	-79	130
CFPS (원)	640	565	219	332
BPS (원)	2,441	2,783	2,742	3,033
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	11.9	9.1	-40.4	-3.9
EBITDA증가율 (%)	37.2	-2.4	-70.1	40.7
조정영업이익증가율 (%)	94.0	-5.4	적전	적지
EPS증가율 (%)	216.1	-18.8	적전	흑전
매출채권 회전율 (회)	11.5	11.3	8.3	10.2
재고자산 회전율 (회)	13.9	12.9	8.9	11.4
매입채무 회전율 (회)	12.8	14.3	13.9	19.6
ROA (%)	8.9	6.9	-2.2	3.3
ROE (%)	14.4	10.0	-2.9	4.5
ROIC (%)	12.5	8.2	-2.5	0.0
부채비율 (%)	52.5	39.5	29.7	25.2
유동비율 (%)	262.2	304.7	374.9	241.0
순차입금/자기자본 (%)	4.4	9.5	3.7	-8.1
조정영업이익/금융비용 (x)	13.2	13.5	-3.2	0.0

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.