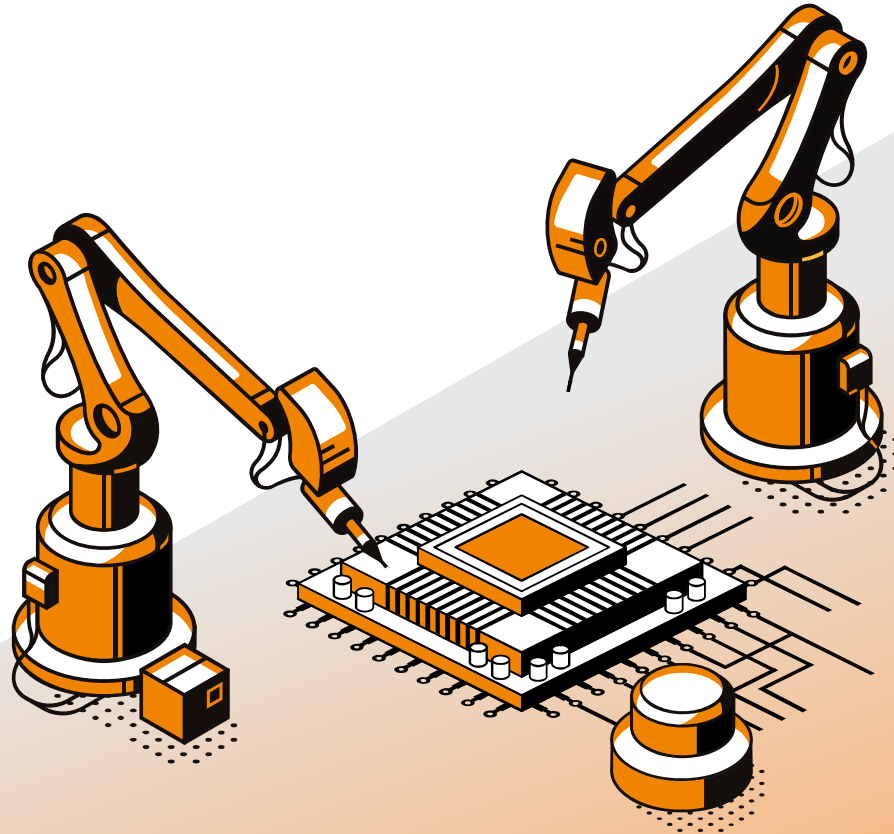


Semiconductors

반도체 (비중확대)

진짜 수요 반등이 기다린다

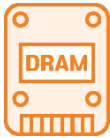


CONTENTS

[요약] 3Q23 수요초과율 확대 전망	03
<hr/>	
I. 현 상황 인식	04
<hr/>	
II. IT 수요 전망	06
<hr/>	
III. DRAM 수급 및 가격 전망	12
<hr/>	
IV. NAND 수급 및 가격 전망	26
<hr/>	
종목 분석	28
한미반도체 (042700) DB하이텍 (000990) SK (034730) 한솔케미칼 (014680)	
해성디에스 (195870) 주성엔지니어링 (036930) 솔브레인 (357780)	
케이씨텍 (281820) 네패스아크 (330860)	

[요약] 3Q23 수요초과율 확대 전망

DRAM



[수요 및 공급]

- 22년 DRAM Production Bit growth +18.9%에 비해 Demand Bit growth +11.9%에 그치며 공급자 재고 누적 심화
- 23F DRAM Production Bit growth 0%
: 삼성전자 +2.2%, SK하이닉스 +0.0%, Micron -11.5% 추정
- 23F DRAM Demand Bit growth는 +8.6%로 연간 생산자 재고 소진 가능할 전망
: Mobile +6.3%, PC 0.0%, Server +13.3% 추정

[공급자 재고]

- 22년말 ~ 1Q23까지는 고객사의 DRAM 재고 소진 기간임과 동시에 공급사 재고 누적 속도가 빨라 업계 공급 과잉 심화
- 2Q23부터 일부 고객사의 재고 축적기간 진입과 동시에 공급사의 재고 누적 속도 급감 예상
- 3Q23부터 본격적인 고객사 재고 축적 및 공급사 재고 소진구간에 돌입할 것으로 전망

[가격]

- 3Q23부터는 가격 하락폭이 큰 폭 완화되며 4Q23부터의 가격 인상에 무게

NAND



[수요 및 공급]

- 22년 NAND Production Bit growth +29.8%에 비해 Demand Bit growth +19.2%에 그치며 공급자 재고 누적 심화
- 23F NAND Production Bit growth는 +8.5% 예상
- 23F NAND Demand Bit growth는 +19.6%로 연간 생산자 재고 소진 가능
: Mobile +21%, Client SSD +9%, Enterprise SSD +19% 추정

[공급자 재고]

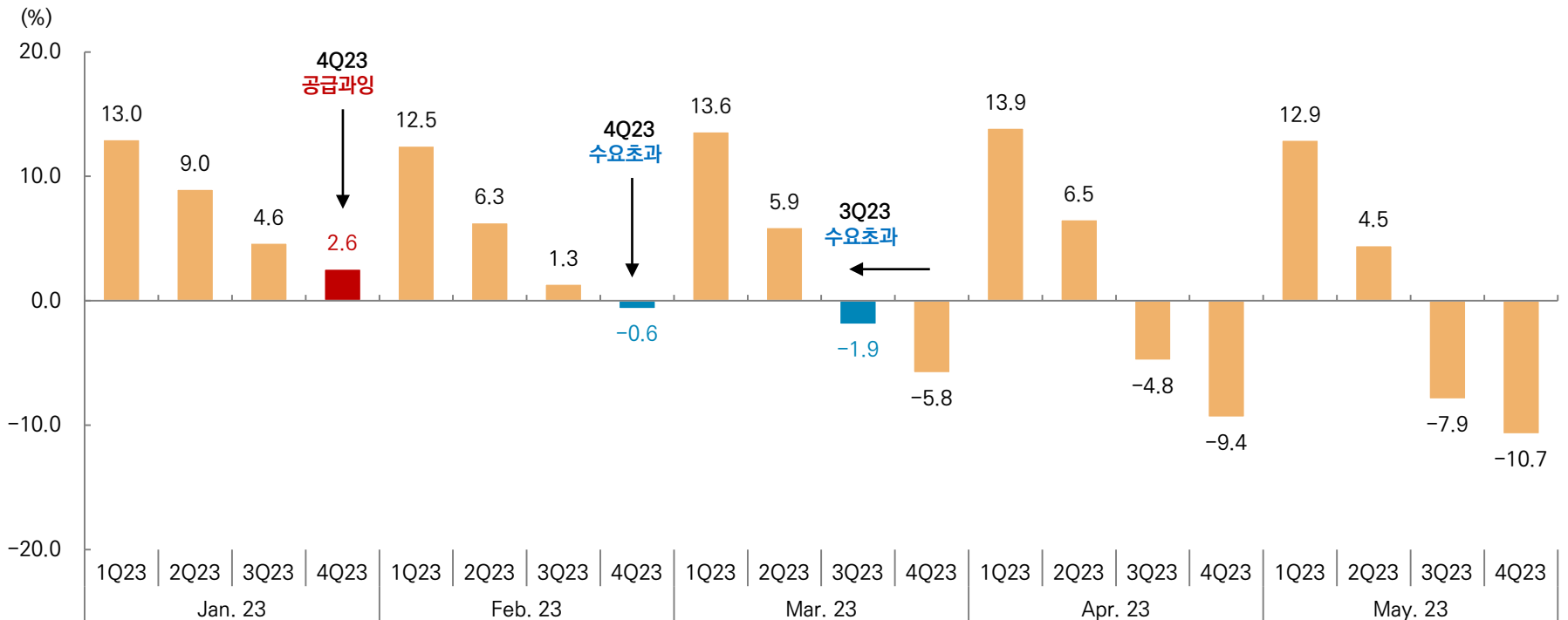
- 글로벌 NAND 업계 23F Capex는 \$21.2B로 YoY -34.6% 감소 전망 → (Flat)을 제외한 전사의 50% 이상 Capex 축소 예정
- Wafer Capa 기준으로는 23F -8% 정도로 역성장 전망 → 삼성전자(-8%)를 포함한 모든 업체의 Capa 감소 예상
- 24F NAND 업계 Capex +15% 정도로 회복 예상, Capa 또한 전년도 수준 회복할 전망

[현 상황] 메모리 수급 조기 정상화

3Q23 이후 수요초과율 확대 전망

- 1월: 4Q23 까지 공급 과잉 상태 유지 예상. 23F 수요 +10%, 공급 +9% 전망
- 2월: 4Q23 부터 수요 초과상태 진입 예상. 마이크론 가동률 80%, SK하이닉스 Capex cut 반영
- 3월: 수요초과 예상 시점 4Q23 → 3Q23으로 앞당겨짐. 삼성전자 가동률 10% 하향 반영
- 5월: 3Q23 수요 초과율 -7.9%까지 확대

DRAM 공급 초과율 전망 변경 추이



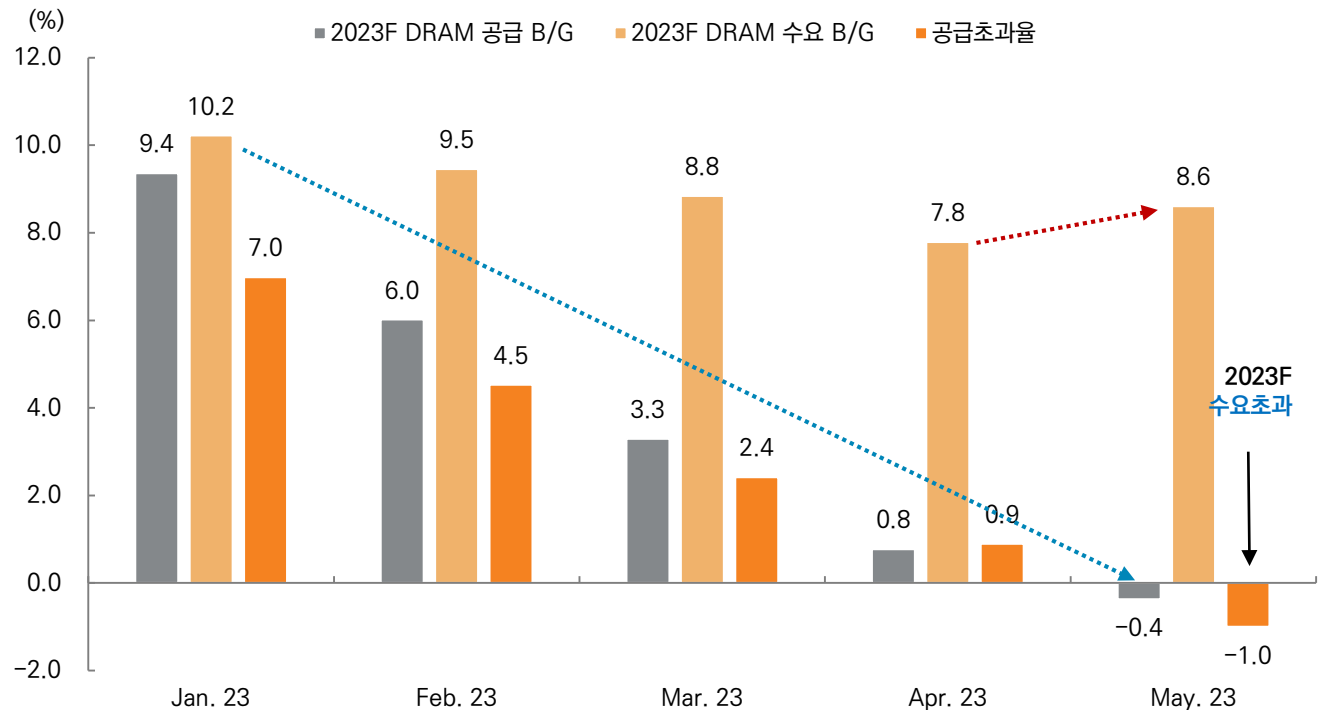
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

[현 상황] 수요 전망치 상향조정 시작

5월, 수요 전망치 상향 조정

- 점차 수급이 개선됨에도 불구하고 23F 연간으로는 공급 과잉위주의 데이터에서 5월 부터 최초로 23F 연간 수요 초과 국면으로 진입 전망
- 기존 수급 정상화의 요인은 수요 하향을 만회하는 공급 하향 조정이었으나, 5월부터 처음으로 수요 전망치 상향 조정
- 그렇다면, 어떤 수요가 늘어났을까?

23년 DRAM 공급 및 수요 B/G, 공급초과율 변화



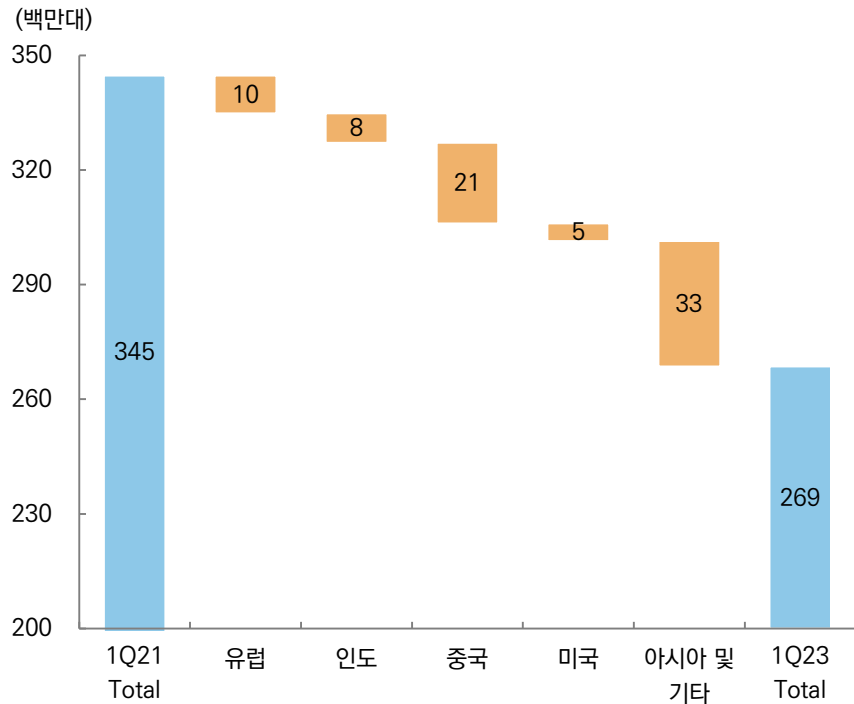
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

[IT 수요] Set 종류에 따라 지역별 상이한 수요 양상

인도 제외한 대부분 국가에서 수요 감소 경험

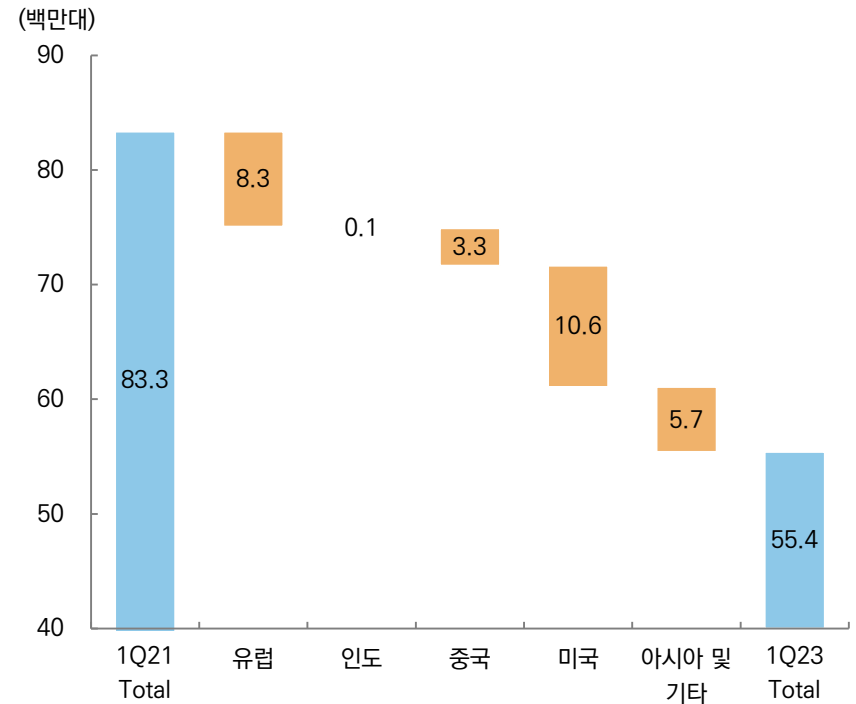
- 지역에 따라 수요가 감소하는 Set의 종류 차이 존재
- (1Q21 이래로 약 2년간)
스마트폰: 중국(-2,100만대)과 기타 아시아 지역(YoY -3,300만대)
PC: 미국(-1,100만대)과 유럽 지역(YoY -830만대) 위주로 수요 하향 조정 진행 중
- 인도의 경우 스마트폰 침투율이 낮고 코로나로 인한 기저가 낮았기에 Set 하향 조정 폭 미미

글로벌 스마트폰 출하량 국가별 변동: 중국 위주의 감소



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 PC 출하량 국가별 변동: 미국/유럽 위주의 감소



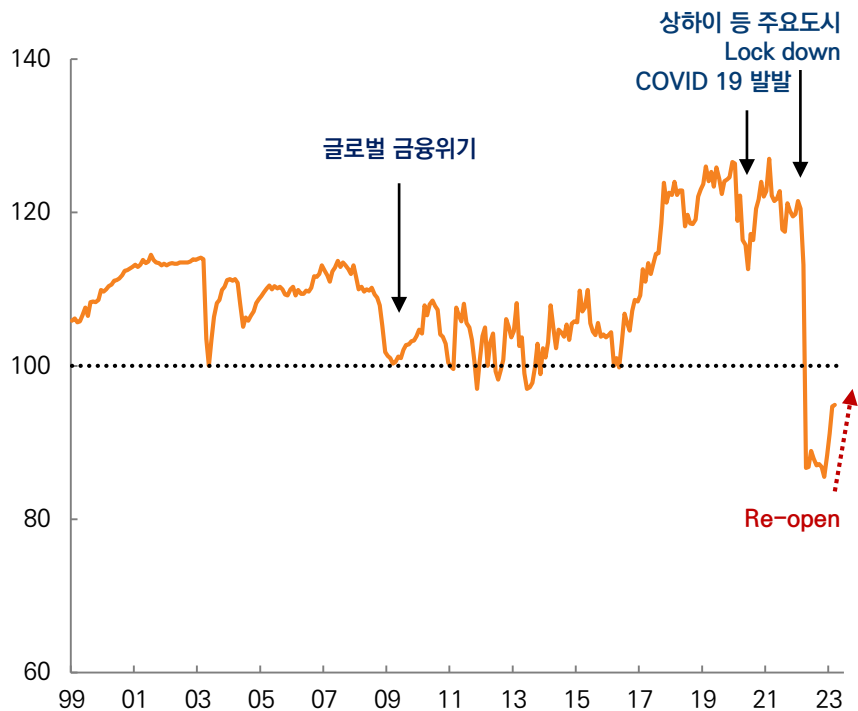
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

[IT 수요] 23년에도 IT 장비 지출은 역성장할 것으로 보이나...

약세 요인은 중국 Lockdown과 글로벌 기업의 지출 긴축

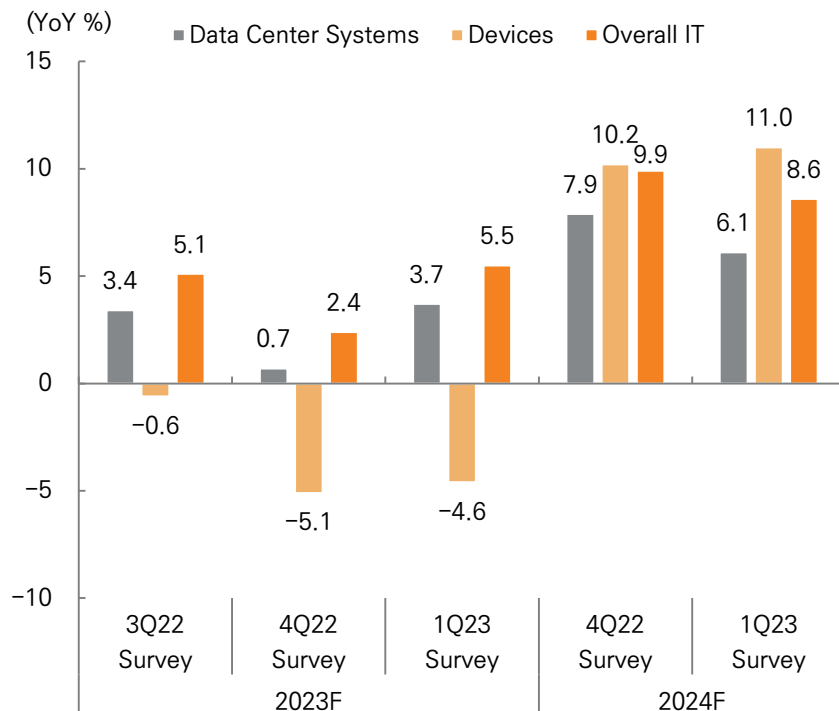
- 스마트폰 수요 약세의 최대 요인은 중국 Lockdown에 따른 수요 감소가 결정적이라 판단
→ 상하이 등 주요도시 봉쇄 이후 중국 소비자 신뢰지수 86대로 급락 이후 소폭 반등
- PC, 서버의 경우 글로벌 경기 불확실성에 따른 기업 주체들의 IT Spending 긴축의 결과
- 2023년: IT Device에 대한 Spending 역성장 지속 예상. 단, Datacenter향 지출은 점차 상향

중국 소비자 신뢰지수



자료: 중국 국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 기업 주체의 IT Spending 전망치 변화



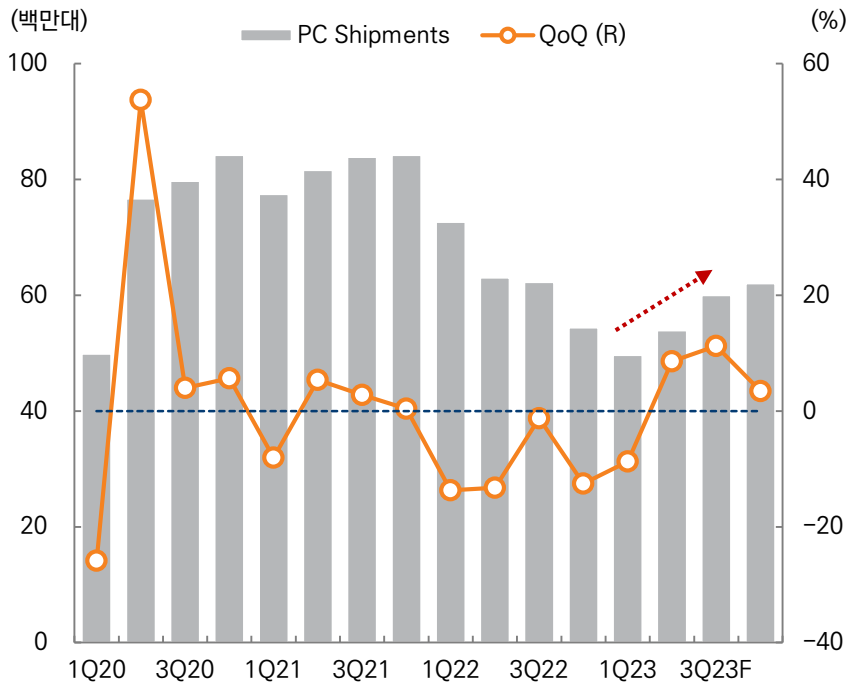
자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

[IT 수요] 24년 IT 지출 +10% 이상 상향조정 중

2Q23부터 PC 출하량 반등 전망

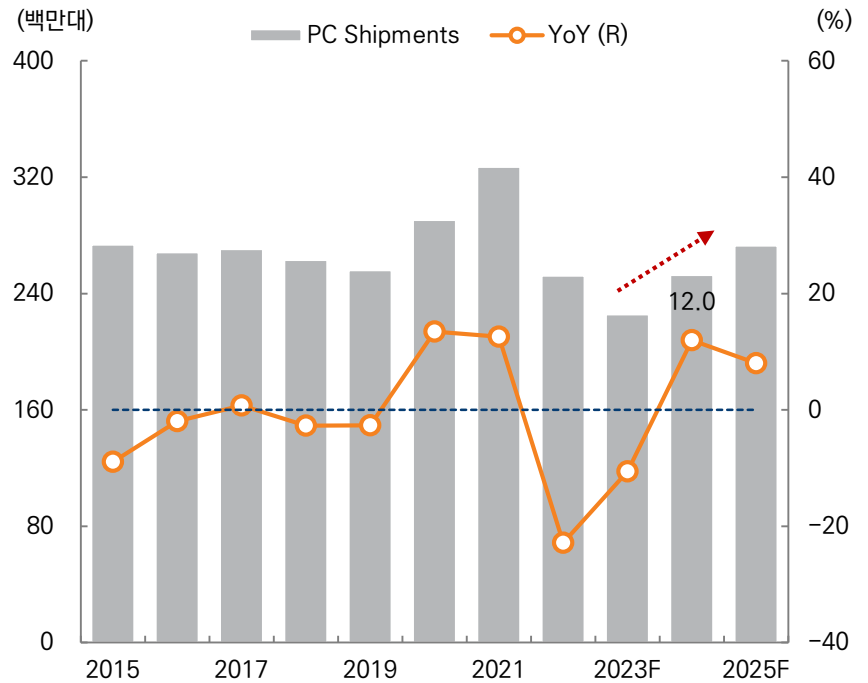
- PC 출하량은 2Q23 부터 QoQ 반등하며 하반기로 진입할 수록 QoQ 증가 전망
- Big5 PC 제조사인 ASUS의 경우 2Q23 PC 수량 성장 QoQ +20% 가이드런스 제시
- 24년 PC 출하량은 YoY +12.0% 증가한 2.5억대로 추정
- 2년간의 역성장 구간 이후 회복으로 코로나19 직전 수준까지 회복 전망
- 24년 IT Spending이 +10% 이상으로 상향조정 중

PC 분기별 출하량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

PC 연도별 출하량 추이 및 전망



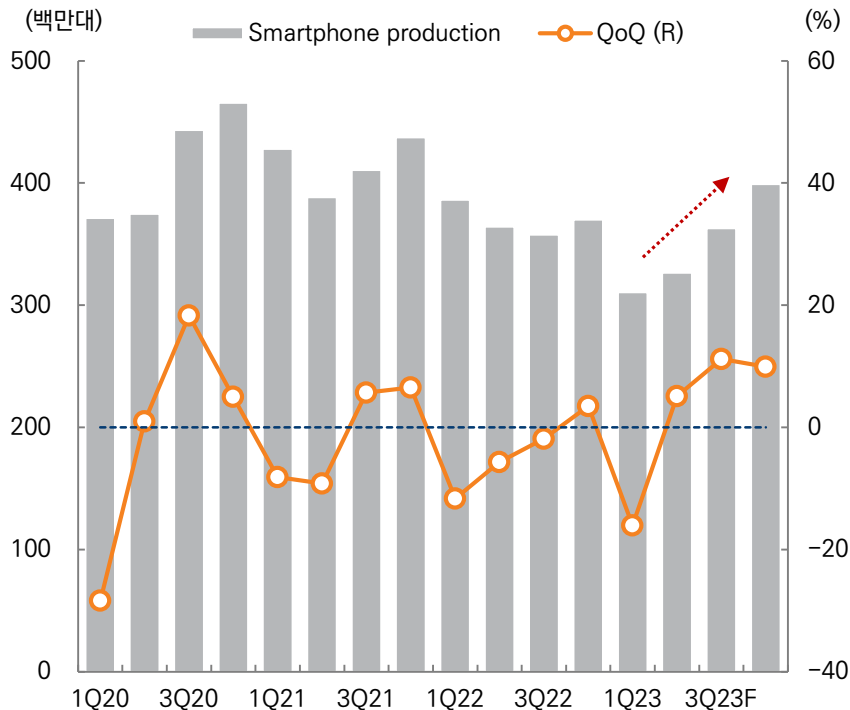
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[모바일 수요] 불확실한 업황 속 엇갈리는 수요 전망

그래도 상반기 대비 하반기 상황은 나아질 것

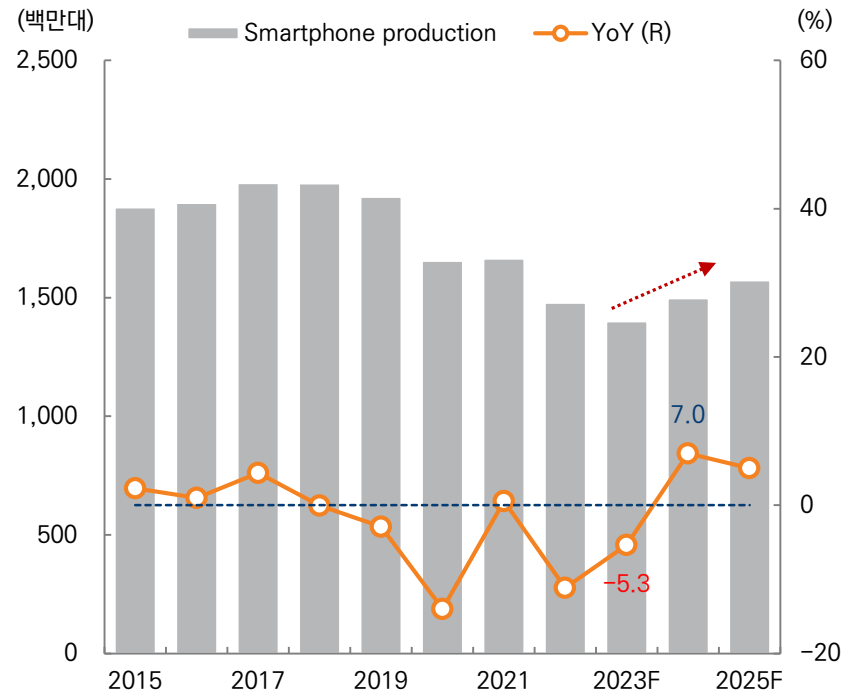
- 핸드셋 생산량은 2Q23 부터 QoQ 반등하며 하반기로 진입할 수록 QoQ 증가 전망
- Qualcomm의 전망: 2Q23까지 재고조정 지속 및 하반기 수요 및 채널 재고 정상화 전망
- Apple의 전망: 업황 불확실성을 이유로 가이던스 미제시
- 24년 핸드셋 생산량은 YoY +7.0% 증가한 14.9억대로 추정
- IDC, 스마트폰 출하량(Sell-in 기준) 2Q23 QoQ -1%, 3Q23 QoQ +12%, 24F +6% 전망

스마트폰 분기별 생산량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

스마트폰 연도별 생산 추이 및 전망



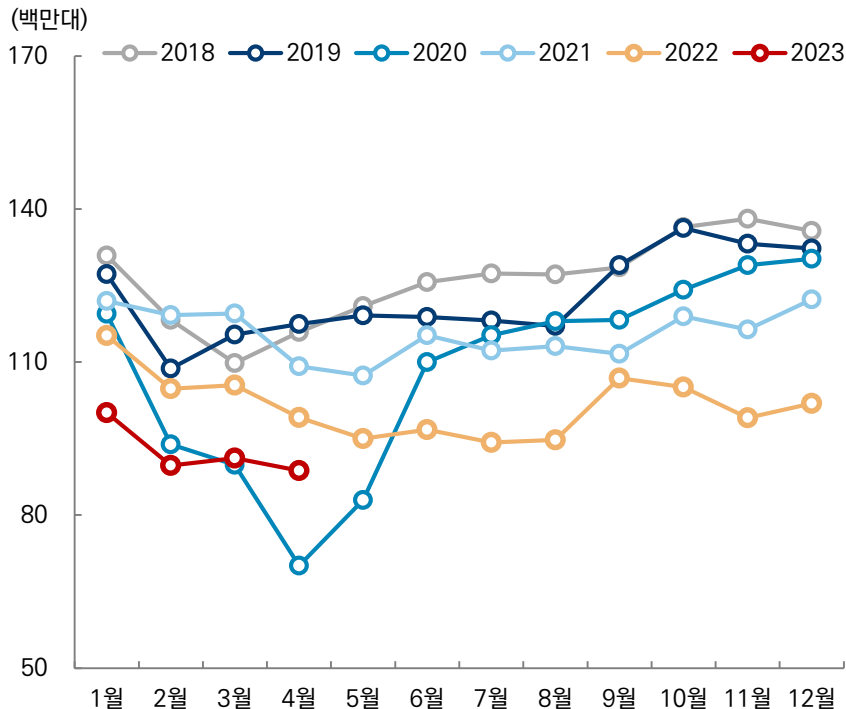
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[모바일 수요] 스마트폰 역사상 수요의 최저점을 지나는 국면

스마트폰 수요 지표는 여전히 부진

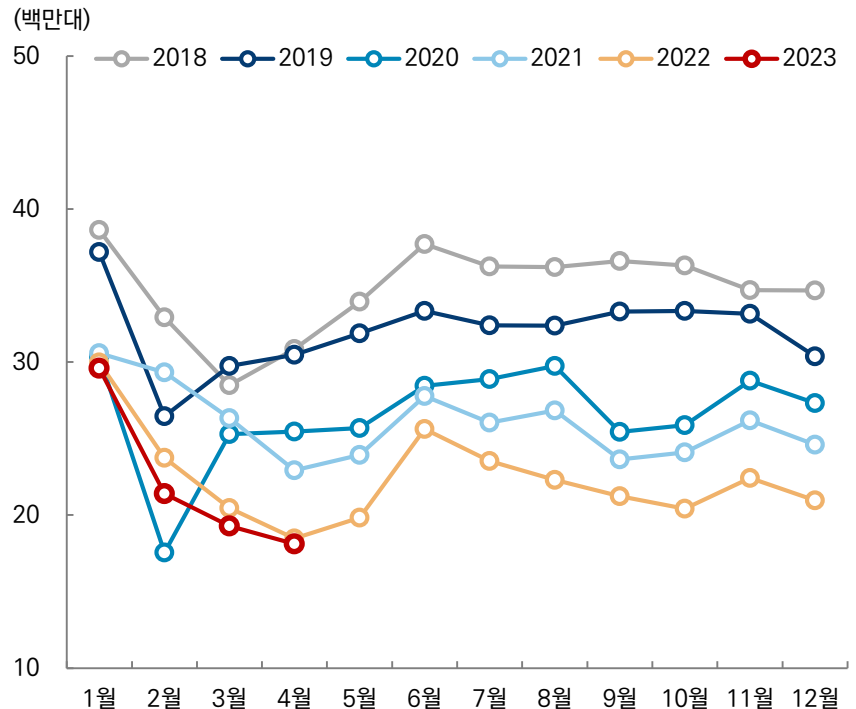
- 글로벌 스마트폰 판매량은 4월까지 뚜렷한 개선을 보이지 못하고 있음
- 특히 중국의 경우 연초 이래로 4월까지 MoM 판매량 역성장 지속

글로벌 스마트폰 월별 판매량(Sell-through) 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

중국 내 스마트폰 월별 판매량(Sell-through) 추이



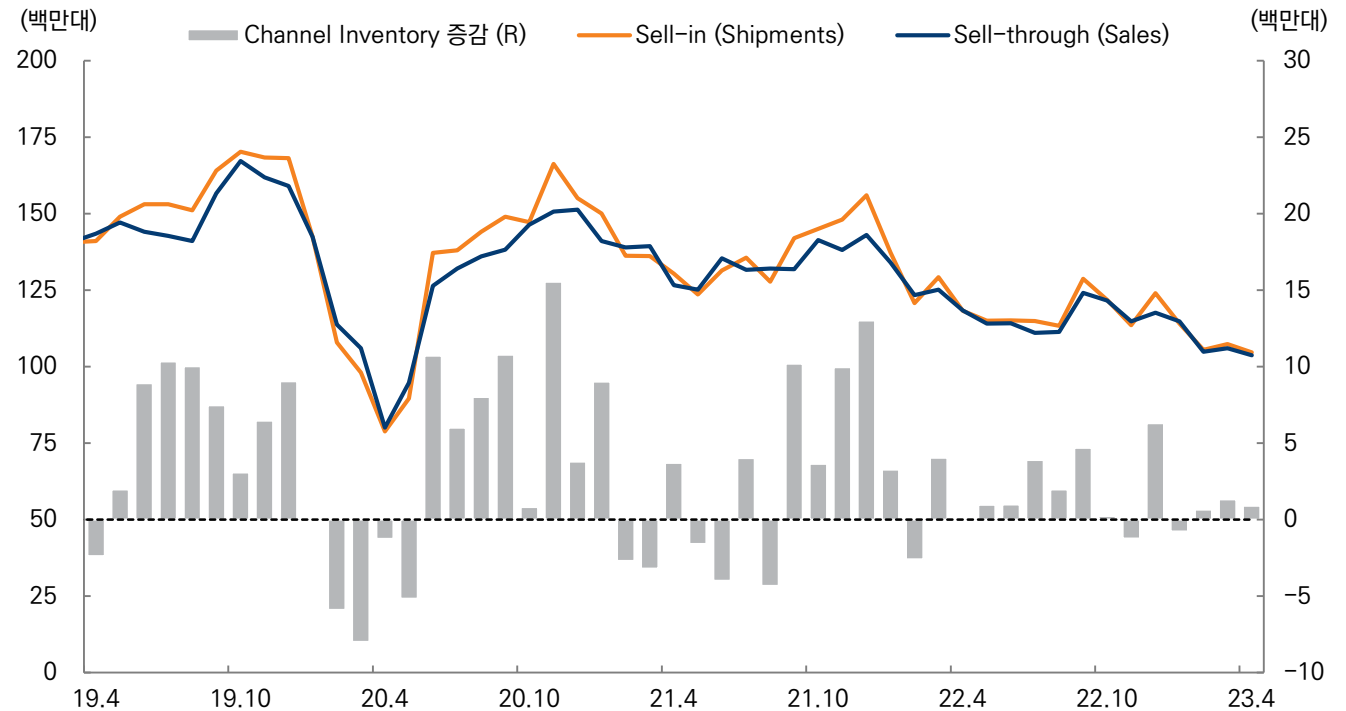
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

[모바일 수요] 하반기 신모델 출시와 함께 탑재량 증가 기대

신제품 포트폴리오 구축에 거는 기대

- 4월 글로벌 스마트폰 Sell-in은 Sell-through 소폭 상회. 최근 모든 OEM의 신제품 출시 영향
- OEM 제조사들은 재고 축적에 대한 경계를 지속하며, 향후 Sell-through에 맞춰가는 출하 예상
- 다만, 꾸준히 감소해온 재고 상황으로 OEM 사들은 하반기 신규 포트폴리오 구축에 용이
- 신규 제품 포트폴리오 구축 과정에서 탑재량 증가 시도 이어질 것으로 판단

핸드셋 Sell-in 및 Sell-through 추이 및 재고 변화



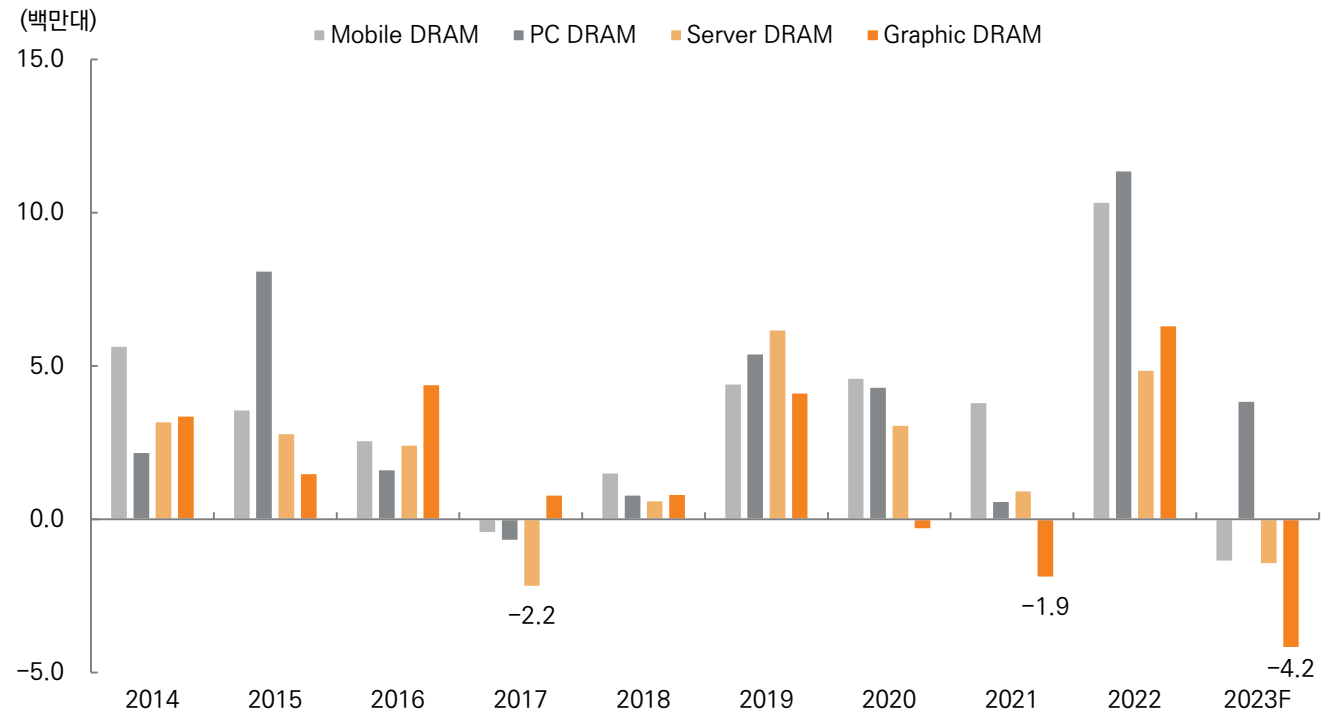
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

[DRAM 수요] Graphic DRAM 수급 급변

그래픽 DRAM의 수요 초과율이 가장 큰 폭으로 대두

- 23F Graphic DRAM의 수요 초과율 4%를 넘어서며 타이트한 수급 예상
- GPU 호조에 따른 HBM 수요 증가와 동시에 컨슈머용 GDDR 생산 설비의 가동률 축소가 복합적으로 작용하며 4% 대의 높은 수요 초과율 기록 추정
- 메모리의 경우 특정 응용에서의 수요 초과 이후 응용 전반에 걸친 수급 개선 및 가격 상승 경향
- 특히, 금번 사이클과 같이 공급을 제한할 경우 그 경향이 보다 뚜렷할 것으로 전망

연도별 응용별 공급 초과율 추이



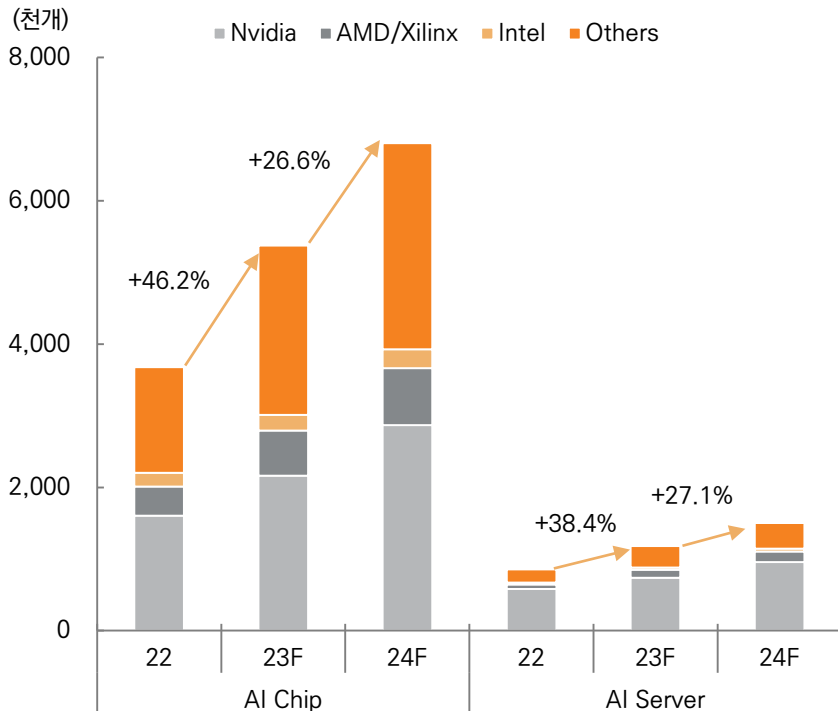
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

[DRAM 수요] AI 시장 성장은 곧 HBM 수요 증대

AI 서버 성장에 따라 HBM 시장 고성장 기대

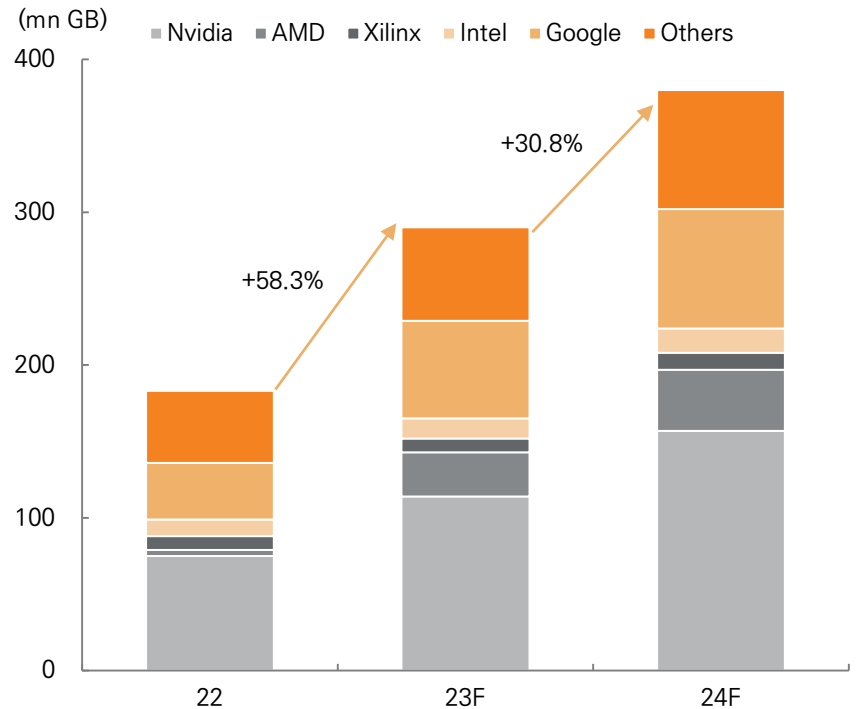
- 시장조사기관에 따르면, 23년을 기점으로 AI 서버에 대한 투자가 급증할 것으로 전망
- AI 서버의 수량은 23F YoY +38%, 24F YoY +27% 증가할 것으로 예상되며, 이에 따른 AI Processor의 수량은 23F YoY +46%, 24F YoY +27% 증가할 전망
- AI Processor의 Acting memory로서의 HBM 수량과 탑재량이 증가하며 23F YoY +58%, 24F +31%를 기록할 전망
→ 금번 AI서버 투자 사이클에서 성장 속도가 가장 빠른 부품 분야는 HBM

Processor 업체별 AI 서버 및 Chip 수요 전망



자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

Processor 업체별 HBM 수요 전망



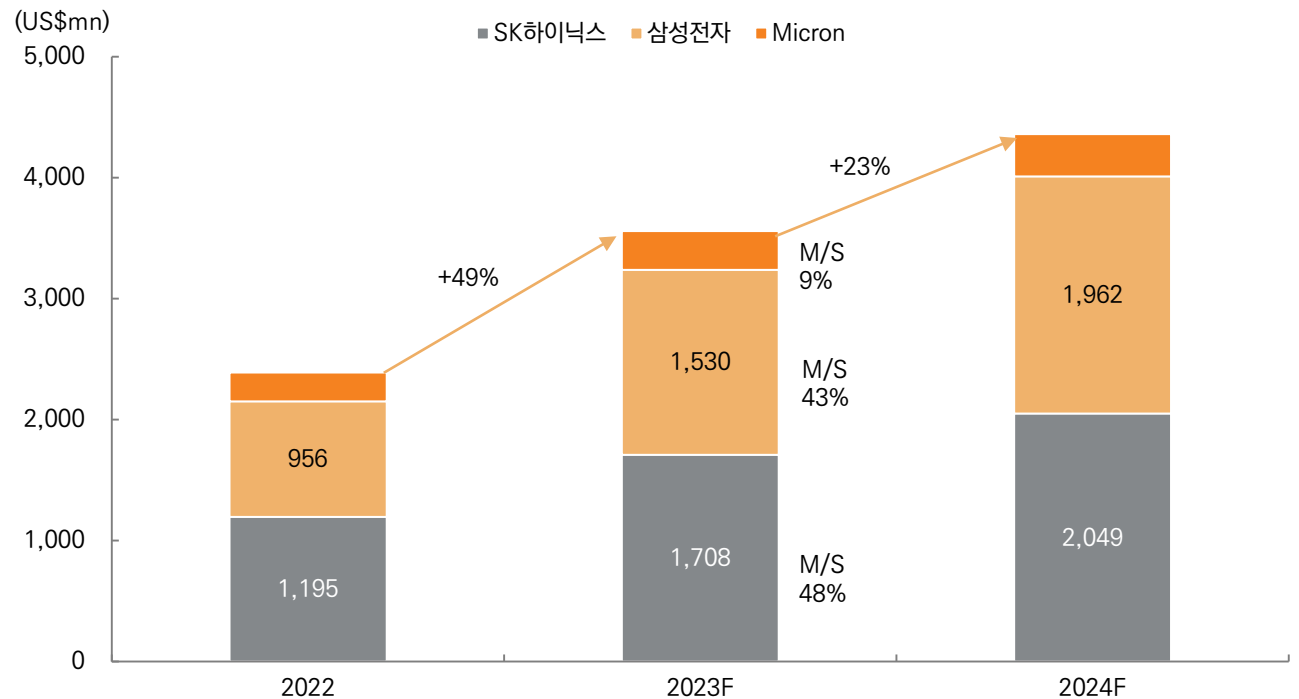
자료: 업계자료, 미래에셋증권 리서치센터

[DRAM 수요] 23년 HBM 시장 YoY +49% 성장 전망

SK하이닉스, HBM 시장 성장의 최대 수혜자

- HBM 시장 규모는 23F \$3.6B(YoY +49%), 24F \$4.4B(YoY +23%)로 성장할 것으로 예상
- 단, 상기 전망의 가정은 HBM2E \$12/GB, HBM3 \$14/GB 수준의 가격 기준이며, 향후 메모리 업황 개선과 DRAM 가격 인상의 요인이 반영될 경우 24F 성장폭은 더욱 가팔라 질 가능성 높음
- 23년 기준 HBM 분야 점유율은 SK하이닉스 48%, 삼성전자 43%, Micron 9%로 전망되며, 24년 HBM3 비중확대에 따라 삼성전자의 점유율이 소폭 상향될 가능성 있음

HBM 매출액 전망



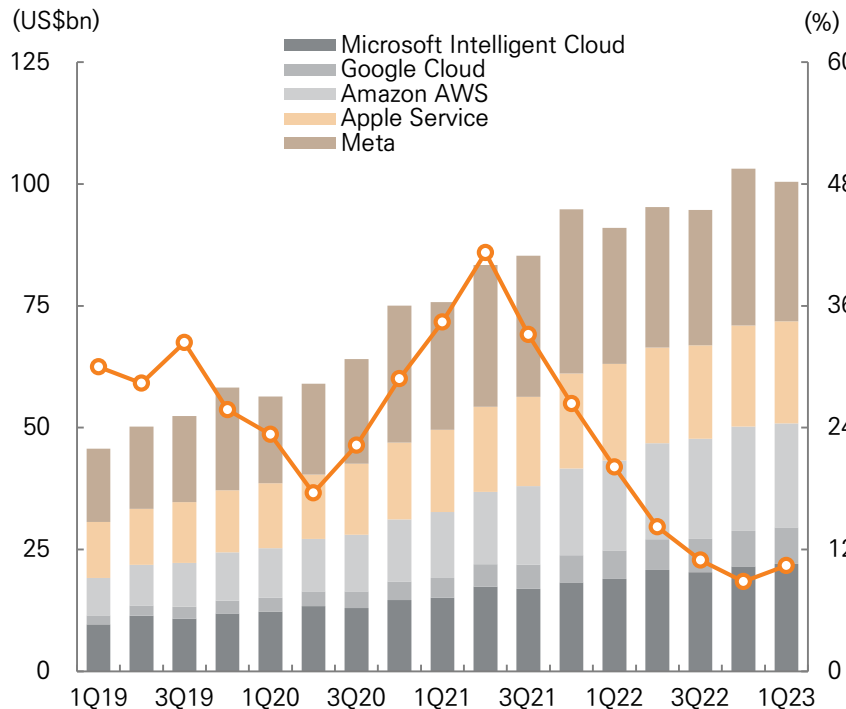
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

[서버 수요] Hyperscaler의 투자 성장률 일시 둔화

Hyperscaler의 매출액 성장률 둔화와 일부 업체의 Capex 감소 경향 나타나고 있음

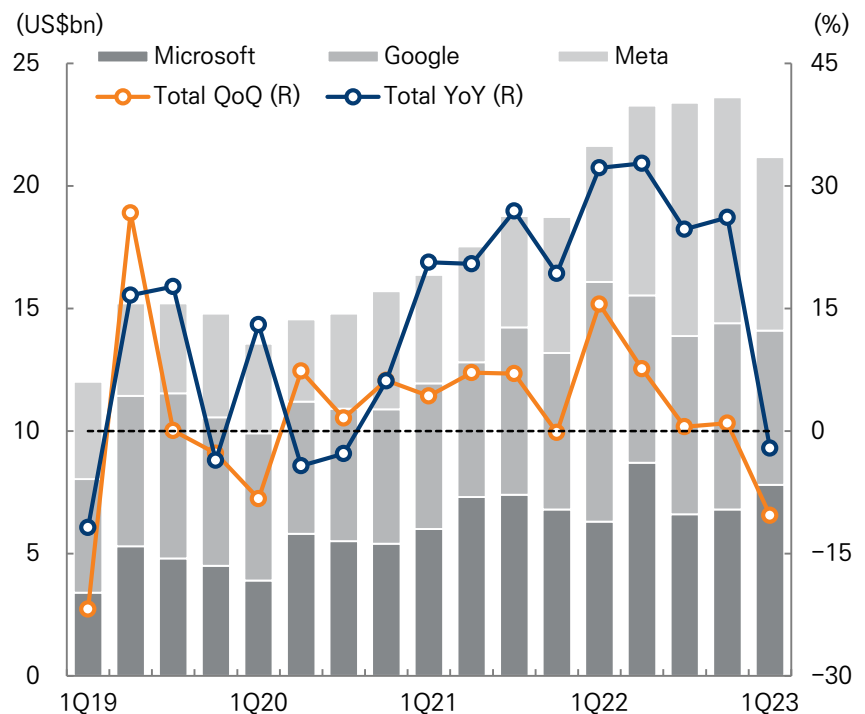
- 최근, 글로벌 빅테크 업체들의 MAU 성장률 둔화 및 클라우드 고객들의 금리 인상에 따른 이자 부담 등의 요인으로 데이터센터 IT Spending 감소
- 그러나, 대부분 Capex 감액의 경우 Office Facility 위주의 감소이며 데이터센터 구축 방향성은 여전히 견조한 상황
- MSFT의 경우 분기 단위 증액, AWS와 구글의 경우 데이터센터 외 투자 축소, Meta의 경우 하향 조정했던 투자 규모 유지

글로벌 주요 Hyperscaler의 매출액 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 주요 Hyperscaler의 Capex 추이



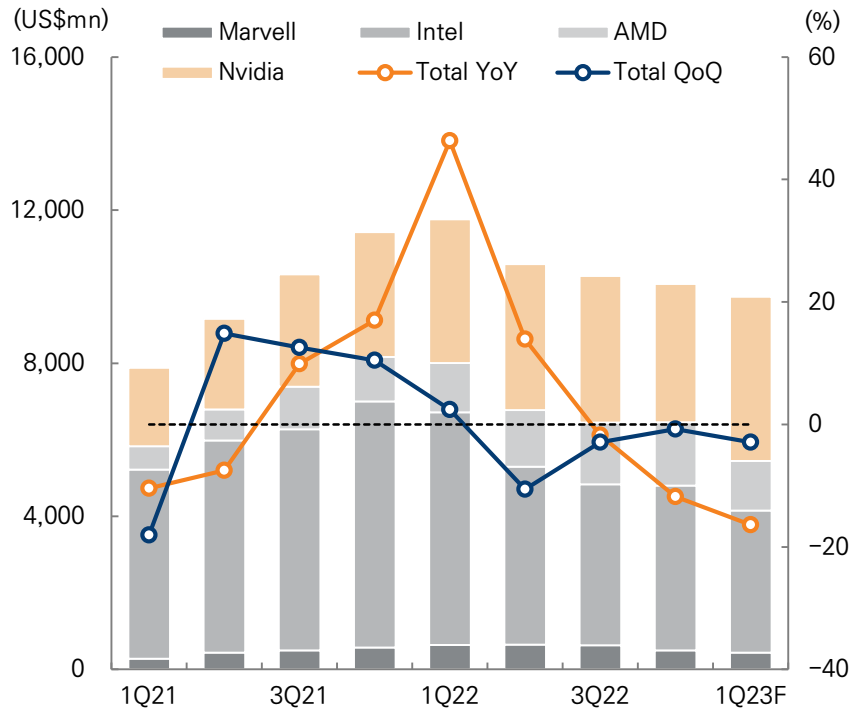
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

[서버 수요] Hyperscaler의 투자 성장률 둔화

대만 부품사의 데이터센터향 매출 역성장

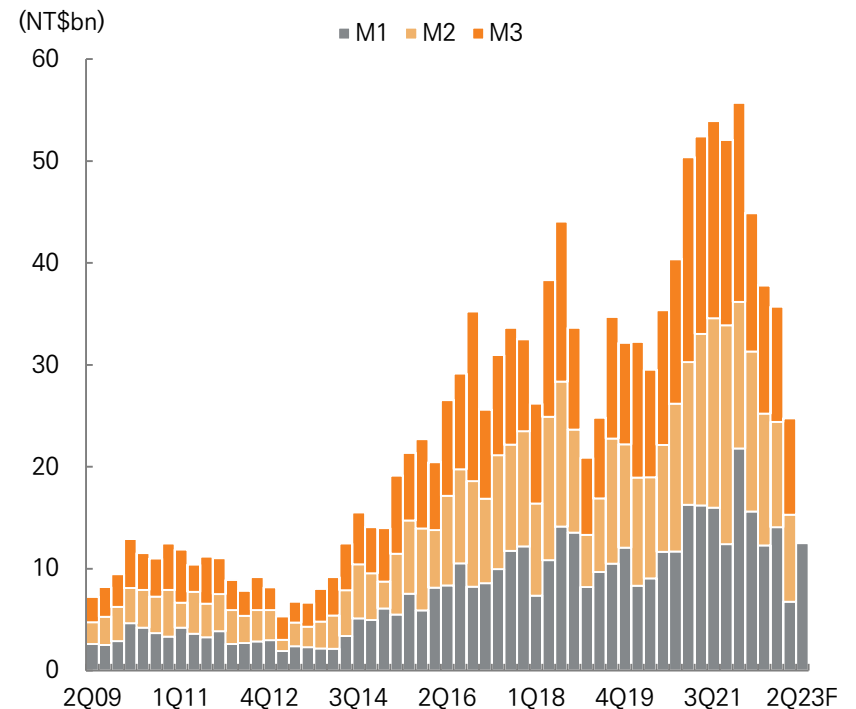
- 데이터센터 투자의 성장률 둔화되는 가운데, 부품재고 소진의 영향으로 글로벌 Chipmaker의 데이터센터향 매출액 역성장 거듭

글로벌 Chipmaker 들의 Datacenter향 매출액 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Aspeed 분기별 매출액 추이



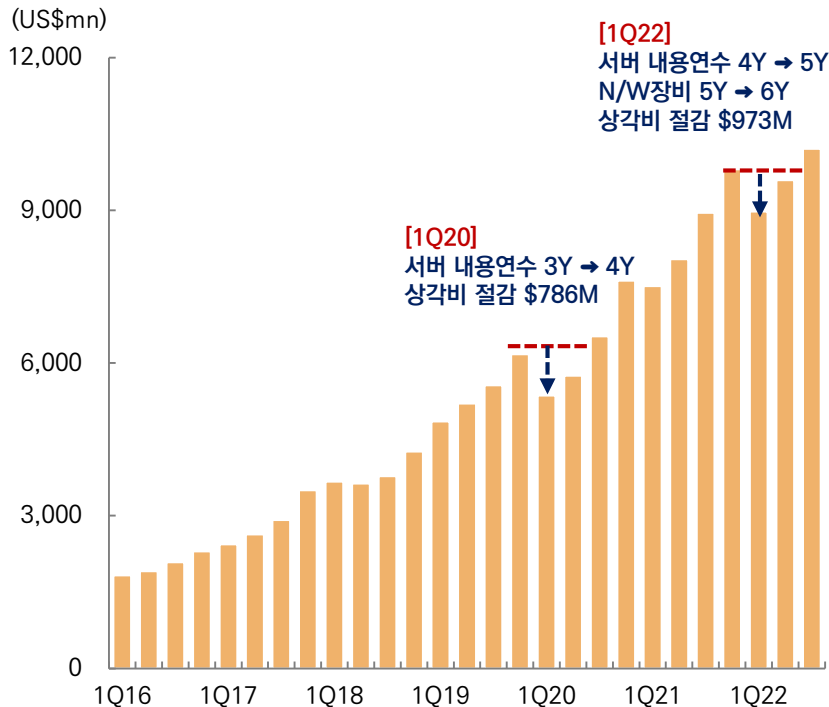
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

[서버 수요] 하이퍼스케일러 서버 내용연수 연장의 의미

Amazon, Microsoft 각각 두번의 서버 내용연수 연장

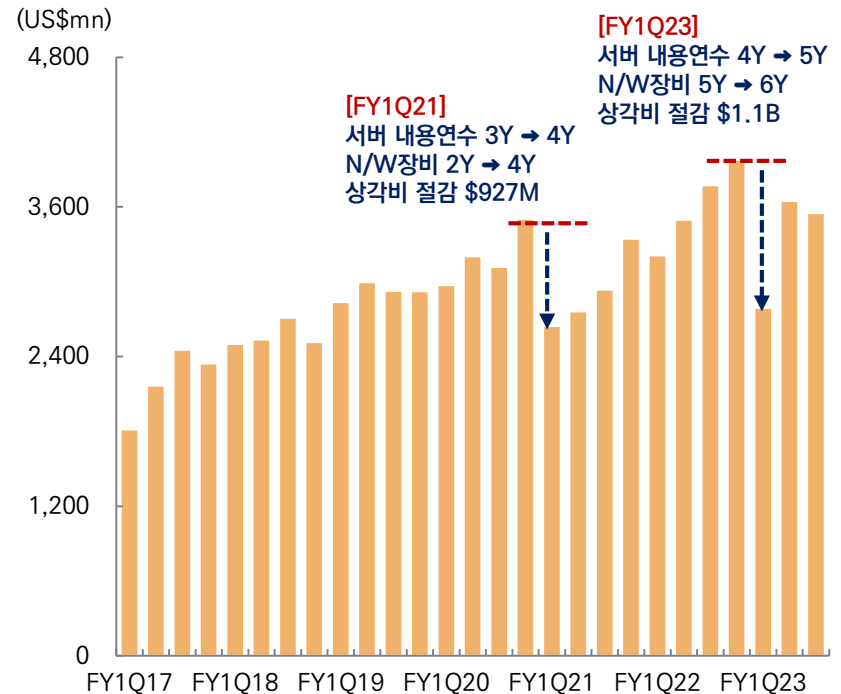
- **Amazon:** 1Q20 서버 내용연수를 3년 → 4년으로 변경 이후, 1Q22 서버 내용연수 4년 → 5년으로의 추가 연장 및 네트워크 장비 5년 → 6년으로 연장. 두번의 내용연수 연장으로 인한 상각비 절감액은 각각 \$786M, \$973M 규모
- **Microsoft:** FY1Q21(3Q20) 서버와 네트워크 장비 내용연수를 각 3년 → 4년, 2년 → 4년으로 연장한 이후, FY1Q23(3Q22) 각 4년 → 5년, 5년 → 6년으로 추가 연장. 두번의 내용연수 연장으로 인한 상각비 절감액은 각각 \$927M, \$1.1B 규모

Amazon 감가상각비 추이와 내용연수 연장에 따른 상각비 절감액



자료: Amazon, 미래에셋증권 리서치센터 추정

Microsoft 감가상각비 추이와 내용연수 연장에 따른 상각비 절감액



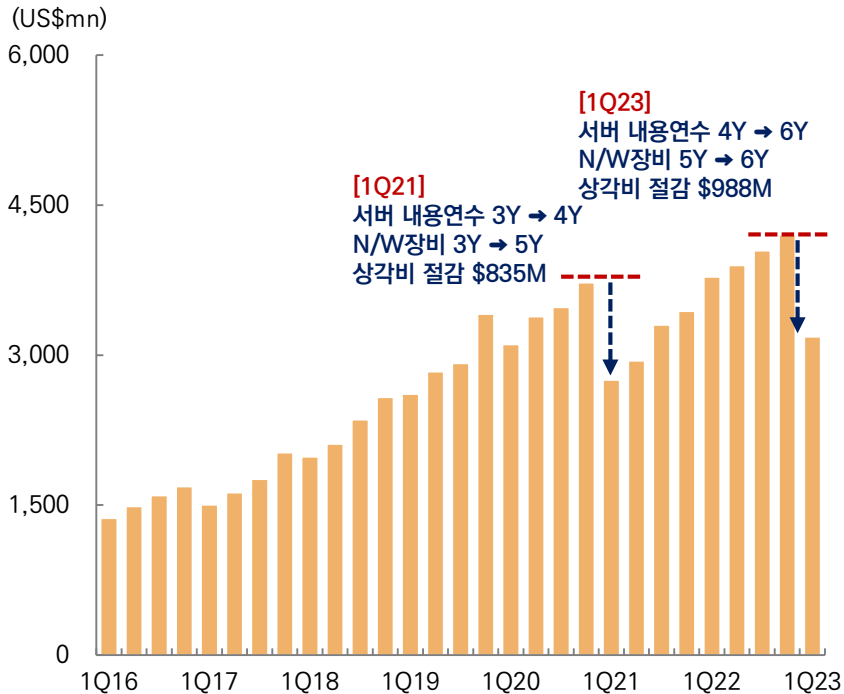
자료: Microsoft, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[서버 수요] 하이퍼스케일러 서버 내용연수 연장의 의미

Meta 서버 내용연수 추가 연장 가능성 有

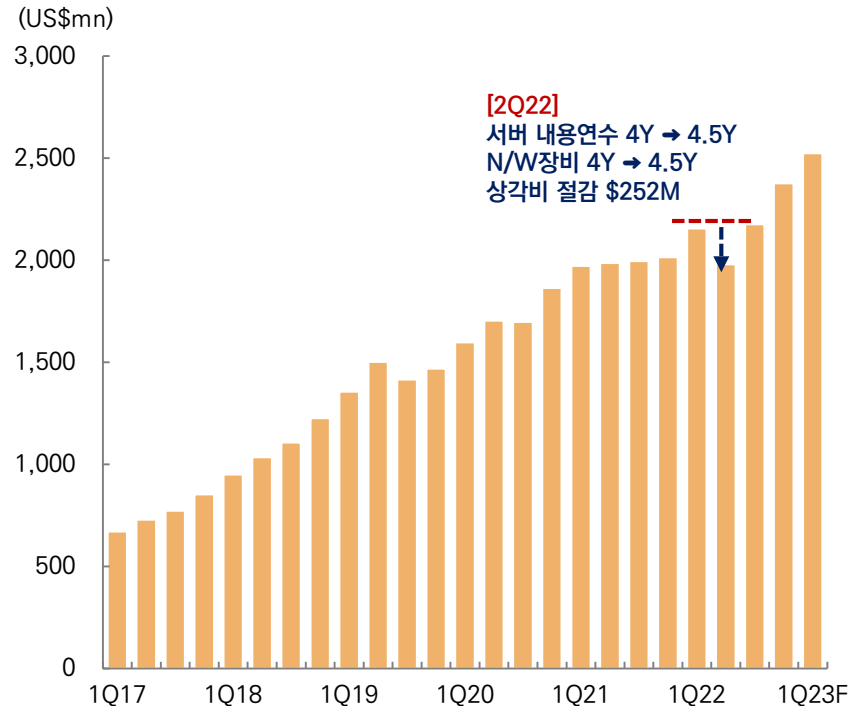
- **Google:** 1Q21 서버와 네트워크 장비 내용연수를 각 3년 → 4년, 3년 → 5년으로 연장한 이후, 1Q23 각 4년 → 6년, 5년 → 6년으로 추가 연장. 두번의 내용연수 연장으로 인한 상각비 절감액은 각각 \$835M, \$988M 규모
- 단, 현재 서버 기준 내용연수 4 ~ 5년 내외로 **Amazon과 Microsoft의 내용연수에 비해 1 ~ 2년 내외의 추가적인 연장 여력 존재**

Google 감가상각비 추이와 내용연수 연장에 따른 상각비 절감액



자료: Google, 미래에셋증권 리서치센터 추정

META 감가상각비 추이와 내용연수 연장에 따른 상각비 절감액



자료: META, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[서버 수요] 하이퍼스케일러 서버 내용연수 연장의 의미

내용연수 연장 표면적으로만 볼 일이 아님

- 최근 3년간 Hyperscaler 전반의 서버 내용연수 연장 감행
- 소프트웨어 최적화 등 서버에 대한 내구성 증대로 인해 내용연수가 증가한다는 점은 신규 서버 수요 측면에서 일부 제한적일 수 있음
- 그러나, 내용연수 연장의 과정에서 드러난 감가상각비 변화에서 역산할 수 있는 서버 자산의 현재 규모와 최근 2 ~ 3년간의 증가량으로 판단컨데, **유지보수 및 교체 주기에 따른 설비투자 지속 가능성 상존**

Hyperscaler의 서버 감가상각 내용연수 변경으로부터의 서버 자산 규모 추정

업체명	시점	내용연수 변경	상각비 변경폭	상각비 변동액	서버 자산규모(A) 추정	유형자산 (PPE)	유형자산 중 서버 비중	비고
Amazon	1Q20	서버: 3Y → 4Y	1/12A - 1/16A = 1/48A	\$786M	\$38B	\$104B	36.5%	N/W 장비 규모는 서버의 20% 수준 추정 → B = 0.2A
	1Q22	서버: 4Y → 5Y	1/16A-1/20A = 1/80A	\$973M	\$69B	\$225B	30.7%	
		N/W 장비: 5Y → 6Y	1/20B-1/24B = 1/120B		(2년간 82% 증가)			
Microsoft	3Q20	서버: 3Y → 4Y	1/12A - 1/16A = 1/48A	\$927M	\$28B	\$57B	49.1%	
	(FY1Q21)	N/W 장비: 2Y → 4Y	1/8B - 1/16B = 1/16B					
	3Q22	서버: 4Y → 6Y	1/16A - 1/24A = 1/48A	\$1.1B	\$44B	\$90B	48.9%	
	(FY1Q23)	N/W 장비: 4Y → 6Y	1/16B - 1/24B = 1/48B		(2년간 57% 증가)			
Google	1Q21	서버: 3Y → 4Y	1/12A - 1/16A = 1/48A	\$835M	\$35B	\$117B	29.9%	
		N/W 장비: 3Y → 5Y	1/12B - 1/15B = 1/60B					
	1Q23	서버: 4Y → 6Y	1/16A - 1/24A = 1/48A	\$988M	\$44B	\$118B	37.3%	
N/W 장비: 5Y → 6Y		1/20B - 1/24B = 1/120B		(2년간 26% 증가)				
Meta	2Q22	서버: 4Y → 4.5Y	1/16A - 1/18A = 1/144A	\$252M	\$30B	\$82B	36.6%	
		N/W 장비: 4Y → 4.5Y	1/16B - 1/18B = 1/144B					

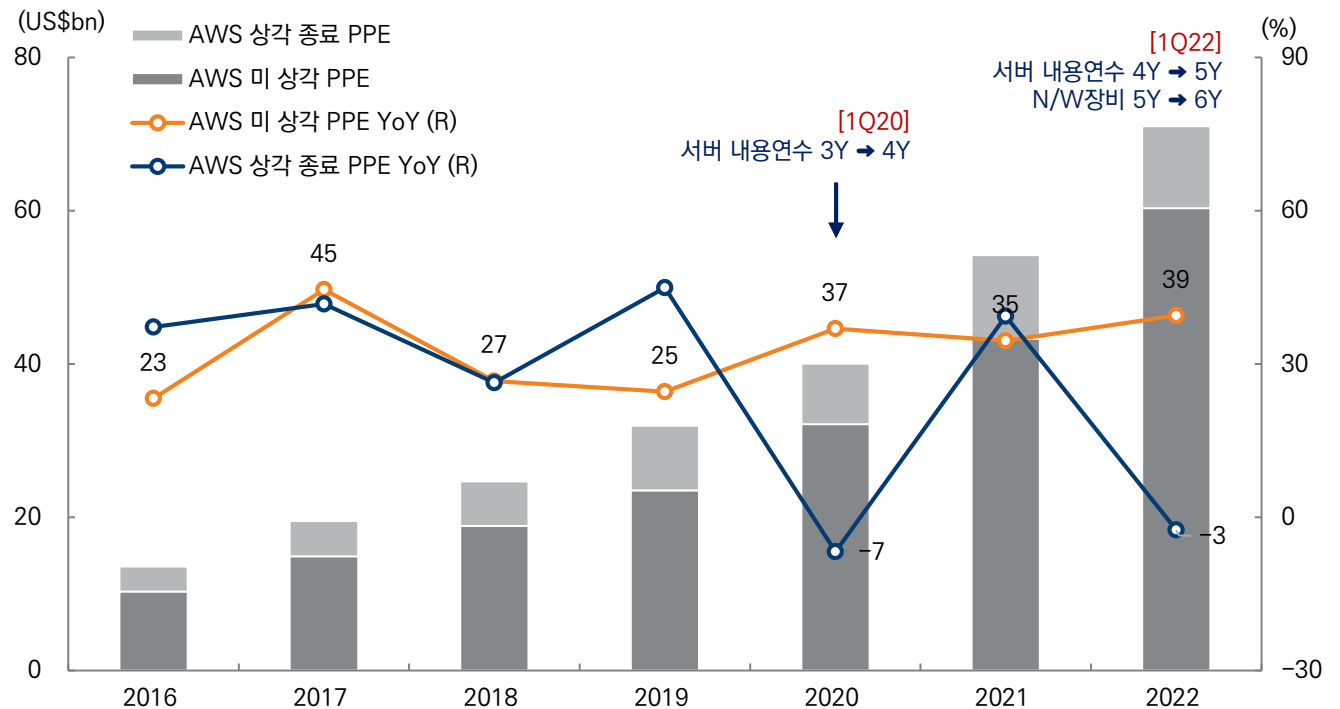
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

[서버 수요] 교체 대상 서버자산이 늘어감

클라우드 수요:
데이터센터 투자 재개
가능성 높음

- AWS의 예로부터 확인할 수 있는 점은, 내용연수 증가와 더불어 미상각된 유형자산의 성장률이 가파르며, 이는 곧 노후 서버의 누적을 의미
- 향후 서버 및 네트워크 장비의 대규모 교체사이클에 진입할 가능성을 여전히 배제할 수 없으며, Hyperscaler 전반에 걸친 이슈로 판단
- 또한, 최근 Capex 성장 둔화사이클과 맞물려 AI 서버에 대한 투자 증가로 기존 서버에 대한 투자의 우선 순위가 미뤄질 수 있으며, 교체 주기 도래 시 파급효과 더 클 것으로 판단

AWS의 상각 및 미상각 유형자산 추이



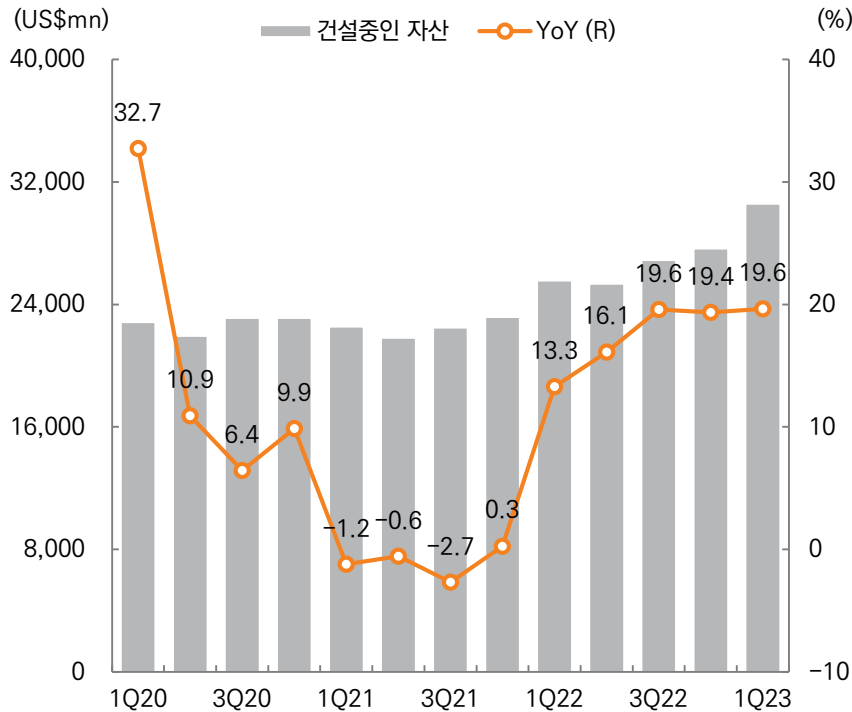
자료: Amazon, 미래에셋증권 리서치센터

[서버 수요] 잠재적 수요 요인 견조하게 성장

기 진행중이던 프로젝트가 많음

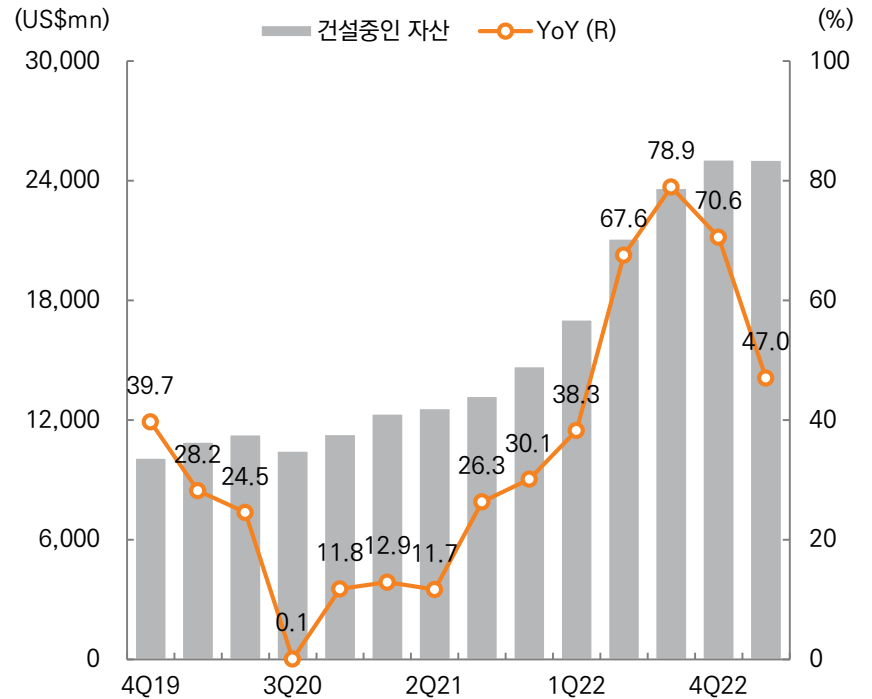
- 하이퍼스케일러 업체들의 건설중 자산 규모 또한 최근 수 분기동안 꾸준히 증가하고 있으며, 이는 상당부분 데이터센터 구축에 해당할 것으로 추정
- 건설 완료와 함께 관련 설비투자 동반될 가능성 높음

Google 건설중인 자산(Construction in progress) 추이



자료: Google, 미래에셋증권 리서치센터

Meta 건설중인 자산(Construction in progress) 추이



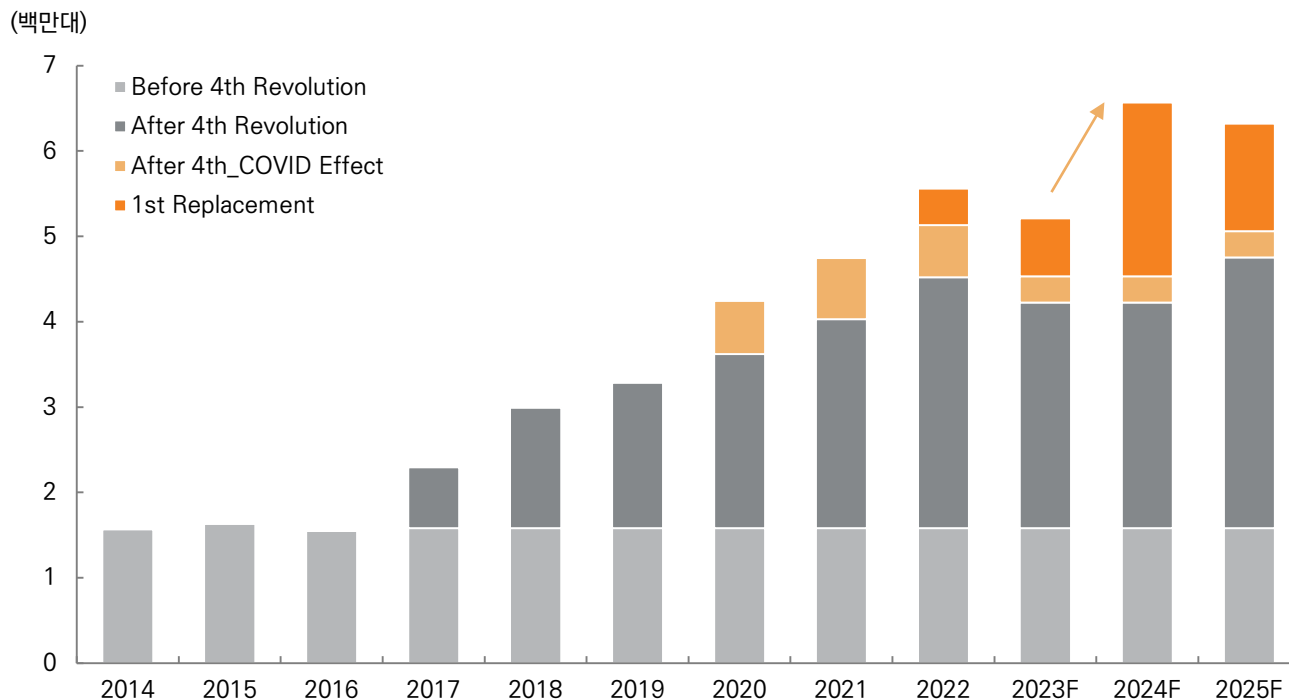
자료: Meta, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[서버 수요] 24년 본격 서버 교체수량 도래

내년부터 본격적인 초기 물량 교체 시점 도래할 것

- 일명 4차산업혁명 시작점인 17년 이후 급증한 ODM Direct server의 내용연수 종료 시점인 22년부터 교체가 시작되었을 것으로 추정
- 각 40 ~ 60%정도의 교체율을 가정하고 시뮬레이션 해 본 결과, 24년 부터 본격적인 초기 물량의 교체 시점이 도래할 것으로 전망

23년 DRAM 공급 및 수요 B/G, 공급초과율 변화



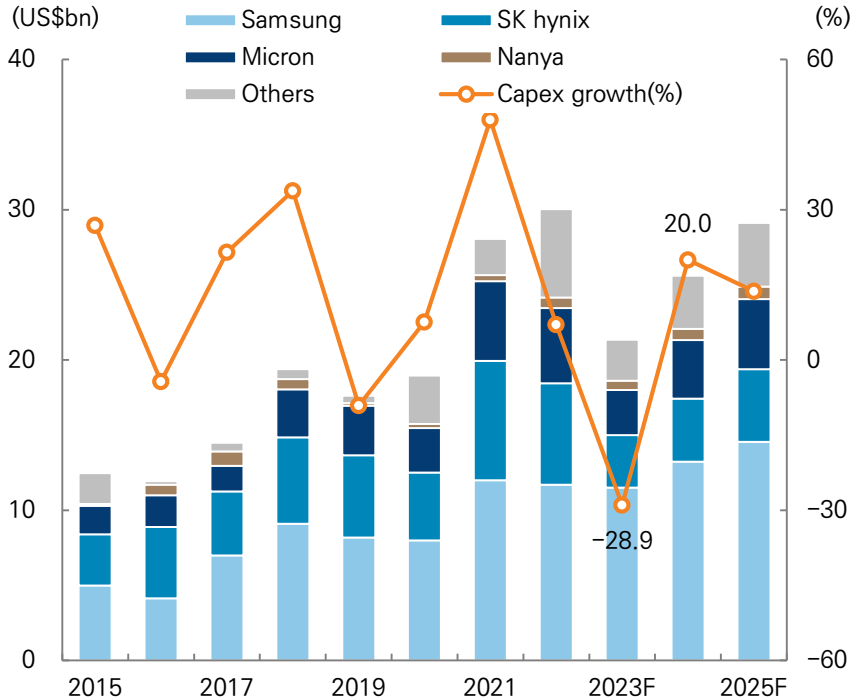
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

[DRAM 공급] 산업 전반의 보수적 공급 기조

메모리 제조사 가동률 조절 중

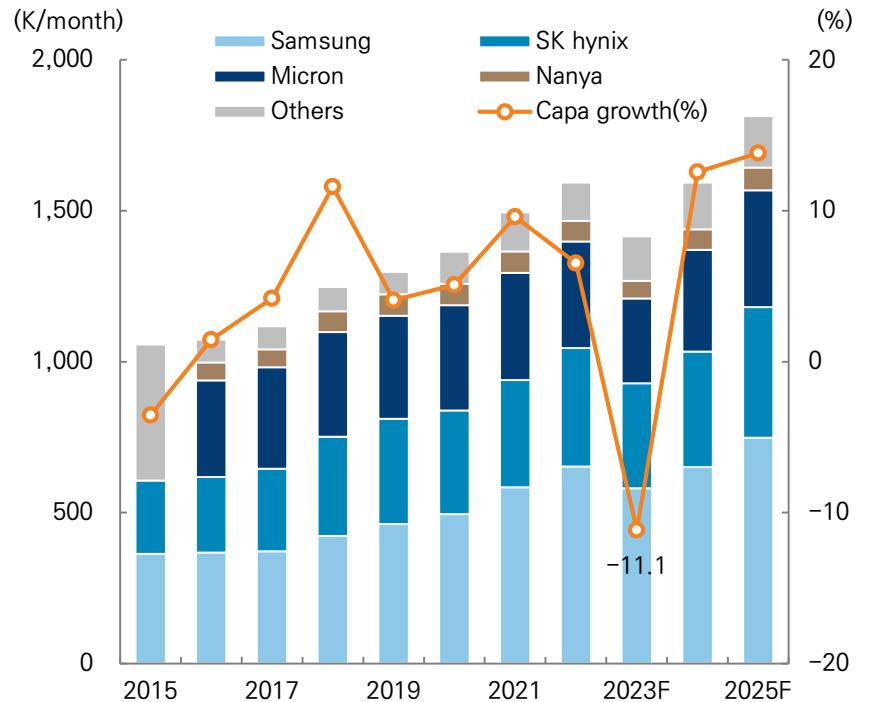
- DRAM 수요 둔화가 예상됨에 따라 23년 업계의 Capex는 YoY -29% 급감한 \$21B으로 예상
- 업황 회복과 낮은 기저의 영향으로 24F 업체 Capex는 YoY +20% 수준 증액될 것으로 추정하나, 삼성전자를 제외한 업체들의 운전자본과 유동성을 고려할 시 21 ~ 22년 수준의 Capex는 집행 어려울 것으로 판단
- Capex 축소에 따라 23F Wafer capa 또한 YoY -11%감소, 24F Capa는 가동률 회복과 일부 투자 재개의 효과로 22년 수준으로 Capa 회복될 것으로 전망

글로벌 DRAM Capex 추이 및 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 DRAM Wafer capa 추이 및 전망



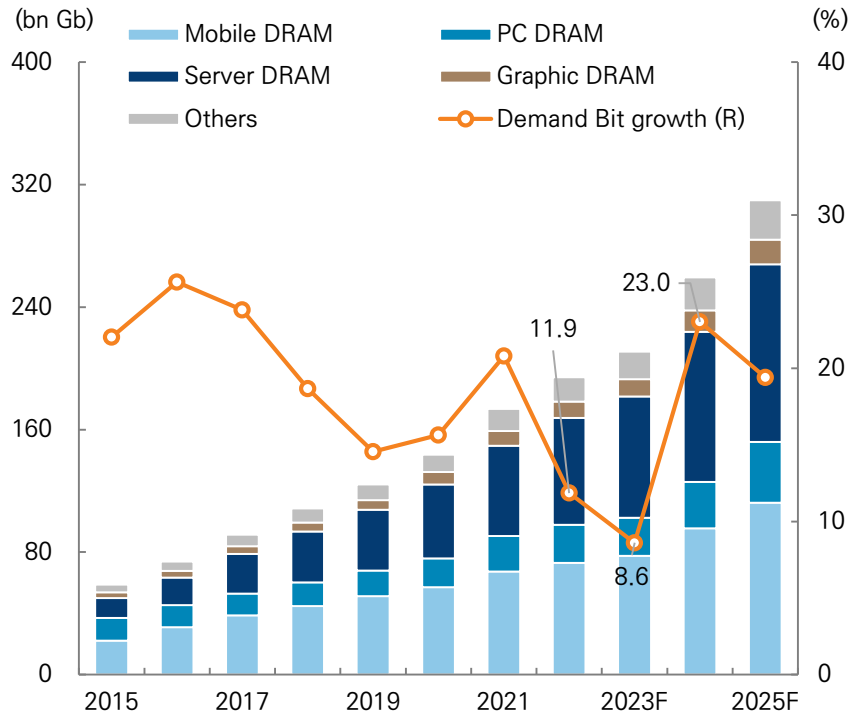
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

[DRAM 공급] 공급량 통제로 23년중 수급 밸런스 시도 가능

23년 정상화 기대

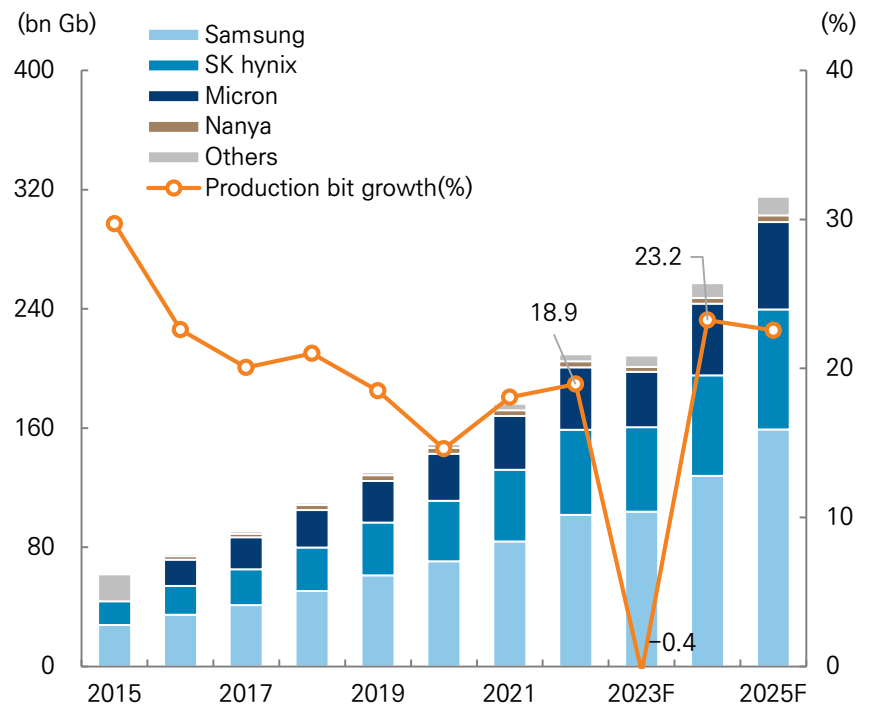
- 22년 DRAM Production Bit growth +18.9%에 비해 Demand Bit growth +11.9%에 그치며 공급자 재고 누적 심화
- **23F DRAM Production Bit growth는 0%에 그칠 것으로 예상**
: 삼성전자 +2.2%, SK하이닉스 0.0%, Micron -11.5% 추정
- **23F DRAM Demand Bit growth는 +8.6%로 연간 생산자 재고 소진 가능할 전망**
: Mobile +6.3%, PC 0.0%, Server +13.3% 추정

DRAM Demand Bit & Bit growth 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

DRAM Production Bit & Bit growth 전망



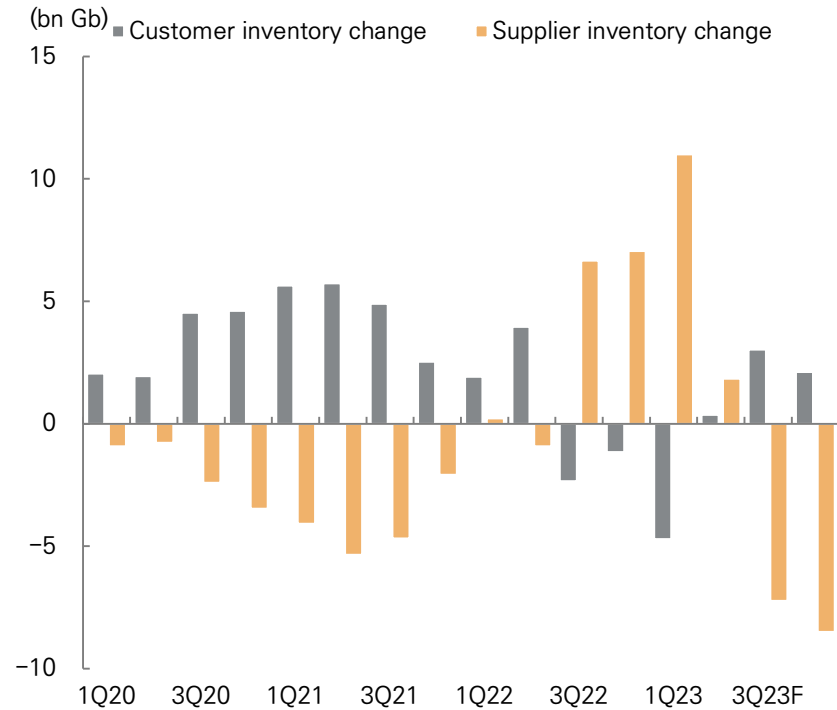
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

[DRAM 가격] 현물가격, 4Q23 부터 반등 예상

DRAM ASP 하락세 3Q23부터 큰 폭 완화

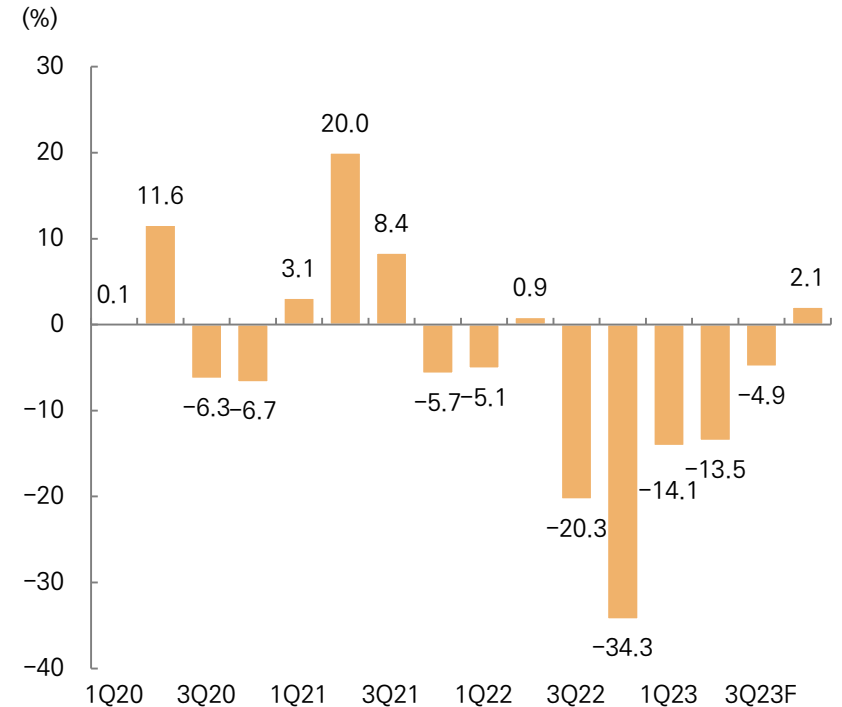
- 22년말 ~ 1Q23까지는 고객사의 DRAM 재고 소진 기간임과 동시에 공급사 재고 누적 속도가 빨라 업계 공급 과잉 심화
- 2Q23부터 일부 고객사 부터의 재고 축적기간 진입할 것으로 추정하며, 동시에 공급사의 재고 누적 속도 또한 급감할 것으로 판단
- 3Q23부터 본격적인 고객사 재고 축적 및 공급사 재고 소진구간에 돌입할 것으로 전망
- 이에 따라 3Q23부터는 DRAM 가격 하락폭이 큰 폭 완화되며 4Q23 부터의 가격 인상 추정

사용자, 공급자 재고 변화량 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

DRAM Production Bit & Bit growth 전망



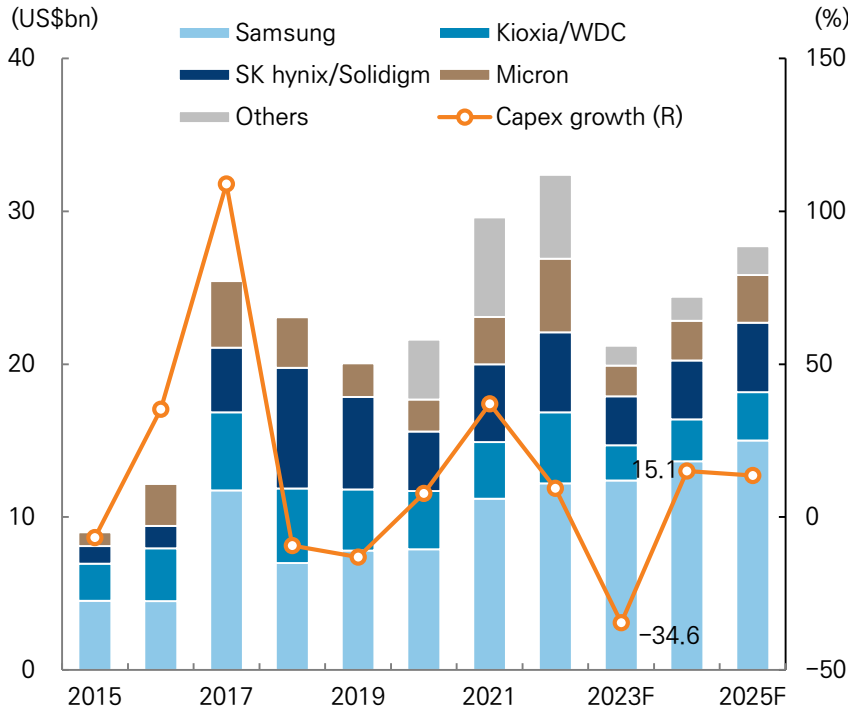
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

[NAND 공급] 산업 전반 설비투자 축소

삼성전자를 포함한 전사 23F Wafer capa 감소 예상

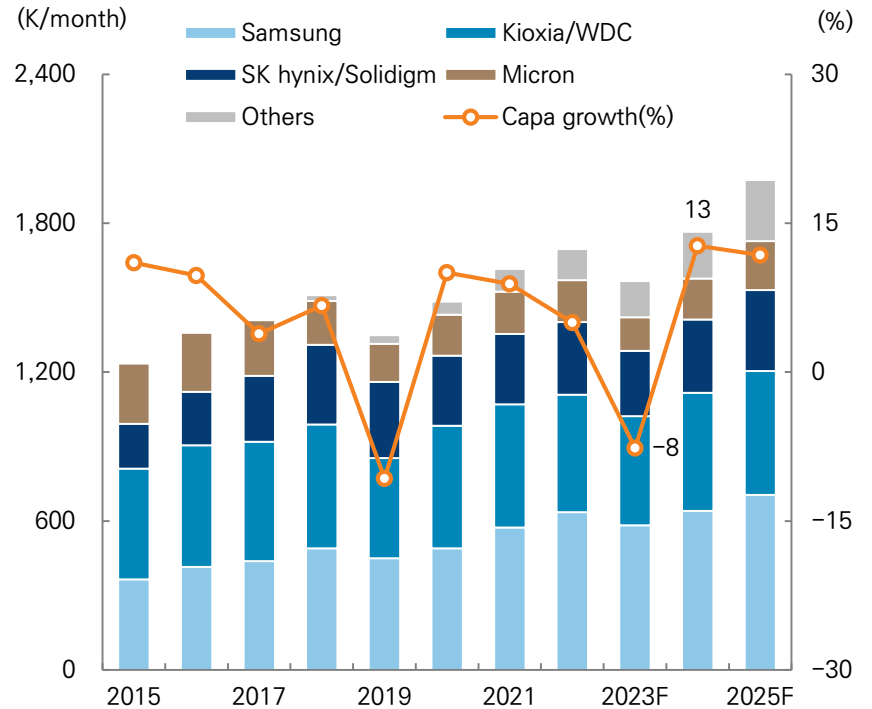
- 글로벌 NAND 업계 23F Capex는 \$21.2B로 YoY -34.6% 감소 전망
→ 삼성전자(Flat)을 제외한 전사의 50%이상 Capex 축소 예정
- Wafer capa 기준으로는 23F -8% 정도로 역성장 할 것으로 전망
→ 삼성전자(-8%)를 포함한 모든 업체의 capa 감소 예상
- 24F NAND 업계 Capex는 +15% 정도로 회복될 것으로 예상되며, Capa 또한 전년도 수준을 회복할 것으로 전망

Global NAND Capex 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

Global NAND Wafer capa 전망



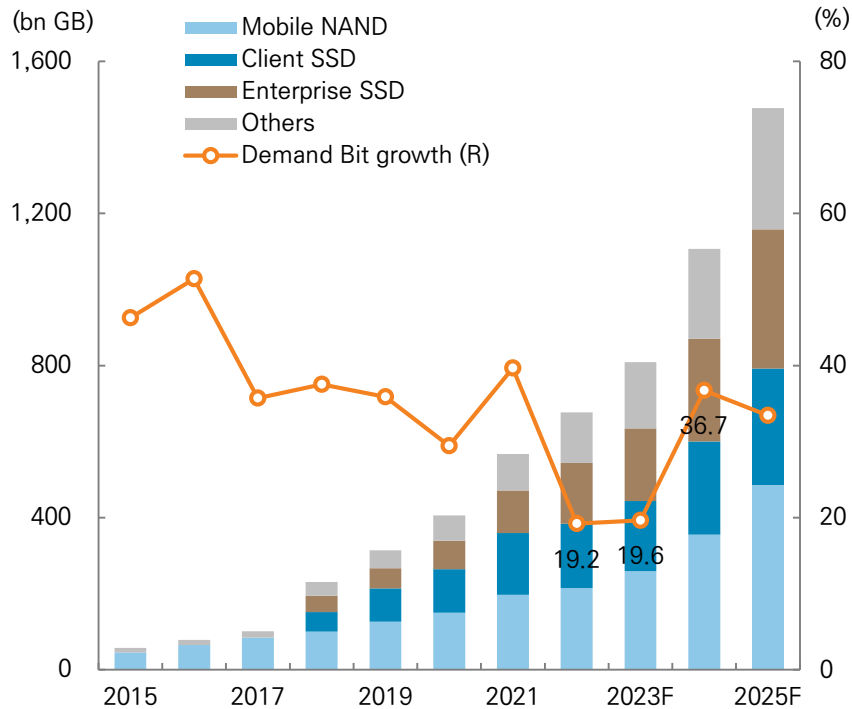
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

[NAND 공급] 23년 연간 생산자 재고 소진 가능 전망

NAND 공급자 재고 23년 해소 가능 전망

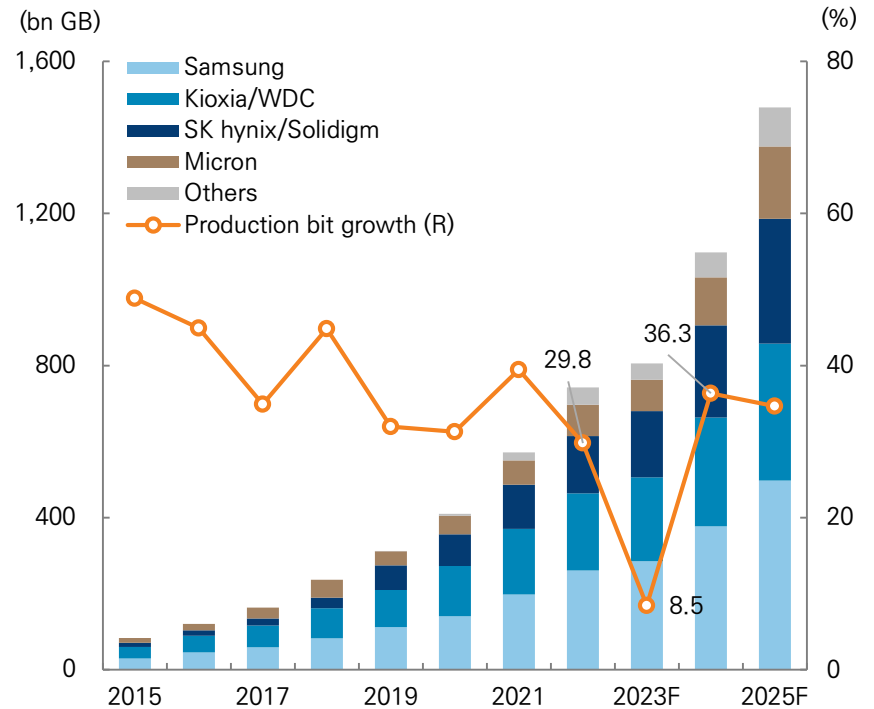
- 22년 NAND Production Bit growth +29.8%에 비해 Demand Bit growth +19.2%에 그치며 공급자 재고 누적 심화
- 23F NAND Production Bit growth는 +8.5%(YoY -20%pt)에 그칠 것으로 예상
- 23F NAND Demand Bit growth는 +19.6%로 연간 생산자 재고 소진 가능할 전망
: Mobile +21%, Client SSD +9%, Enterprise SSD +19% 추정

NAND Demand Bit & Bit growth 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

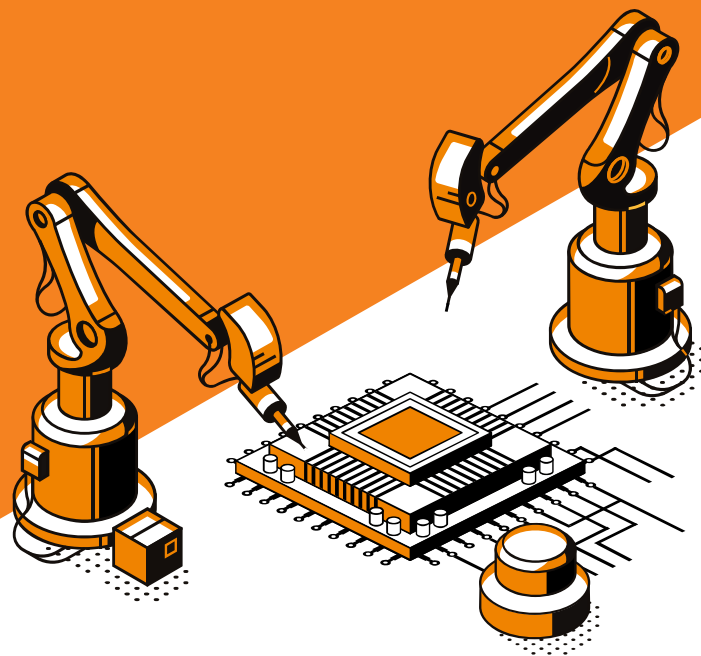
NAND Production Bit & Bit growth 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

COMPANY

종목 분석



기대감이 앞섰으나, 펀더멘털 탁월

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	▲ 32,600원
현재주가(23/5/30)	27,200원
상승여력	20%

영업이익(23F, 십억원)	77
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	0
EPS 성장률(23F, %)	-35.0
P/E(23F, x)	44.8
MKT P/E(23F, x)	15.5
KOSPI	2,585.52
시가총액(십억원)	2,648
발행주식수(백만주)	97
유동주식비율(%)	43.8
외국인 보유비중(%)	7.6
베타(12M) 일간수익률	1.46
52주 최저가(원)	10,800
52주 최고가(원)	27,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	32.4 103.0 88.2
상대주가	28.1 94.1 94.4

[투자포인트]

- **HBM과 TC-Bonder:** 고객사의 HBM2E의 경우 TC-Bonder 방식을 적용하지 않았으나, 업계에서는 여전히 TCB를 활용한 HBM 패키징 연구개발 중
- **지속 출시되는 신제품:** 국산화된 **Micro Saw**가 탑재된 MSVP 8.0의 수요가 견조한데 더해 신규 출시한 **Wafer Saw 장비**의 본격적인 매출 발생 임박. 중장기 측면에서는 차세대 Bonding 장비인 **Hybrid Bonder 출시도 기대되며 HBM4에 적용될 가능성** 有
- **OSAT 설비 투자 재개:** OSAT 설비 투자는 21년 이후 투자 휴지기 진입. 파운드리 설비 가동률 본격화 시점에 맞춰 OSAT 투자 또한 동반될 것으로 판단

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 23F 매출액 2,280억원(YoY -30%), 영업이익 770억(YoY -31%), OPM 33.8% 추정
- 23F 기준 P/E 45배 수준으로 시장에서의 높은 기대감을 선반영
- 단기 밸류에이션 부담되나, GPU 연관 글로벌 서플라이체인의 관점에서 접근할 필요 有



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	120	257	373	328	228	339
영업이익 (십억원)	14	67	122	112	77	116
영업이익률 (%)	11.7	26.1	32.7	34.1	33.8	34.2
순이익 (십억원)	19	50	104	92	59	88
EPS (원)	168	482	1,048	934	608	905
ROE (%)	8.9	21.0	34.6	25.0	14.4	19.0
P/E (배)	24.1	18.8	18.1	12.3	44.8	30.0
P/B (배)	1.7	3.4	5.4	2.9	6.2	5.3
배당수익률 (%)	1.2	2.2	1.6	1.7	0.7	0.7

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

한미반도체 (042700)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	373	328	228	339
매출원가	193	143	99	148
매출총이익	180	185	129	191
판매비와관리비	58	73	51	75
조정영업이익	122	112	77	116
영업이익	122	112	77	116
비영업손익	14	16	2	2
금융손익	0	1	1	2
관계기업등 투자손익	6	1	0	0
세전계속사업손익	136	128	79	118
계속사업법인세비용	32	36	20	30
계속사업이익	104	92	59	88
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	104	92	59	88
지배주주	104	92	59	88
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	104	93	59	88
지배주주	104	93	59	88
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	129	121	85	123
FCF	27	100	97	60
EBITDA 마진율 (%)	34.6	36.9	37.3	36.3
영업이익률 (%)	32.7	34.1	33.8	34.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.9	28.0	25.9	26.0

자료: 한미반도체, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	250	270	314	393
현금 및 현금성자산	50	91	188	206
매출채권 및 기타채권	113	81	58	86
재고자산	86	80	56	83
기타유동자산	1	18	12	18
비유동자산	180	186	162	173
관계기업투자등	55	52	36	54
유형자산	108	113	105	98
무형자산	5	4	4	4
자산총계	429	455	475	566
유동부채	81	63	44	65
매입채무 및 기타채무	34	14	10	14
단기금융부채	0	1	1	1
기타유동부채	47	48	33	50
비유동부채	2	2	2	2
장기금융부채	0	1	1	1
기타비유동부채	2	1	1	1
부채총계	82	65	46	68
지배주주지분	347	390	430	499
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	51	51	51	51
이익잉여금	283	325	365	434
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	347	390	430	499

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	18.1	12.3	44.8	30.0
P/CF (x)	12.9	7.3	31.0	21.5
P/B (x)	5.4	2.9	6.2	5.3
EV/EBITDA (x)	14.1	8.4	28.7	19.7
EPS (원)	1,048	934	608	905
CFPS (원)	1,461	1,573	876	1,266
BPS (원)	3,506	4,008	4,415	5,122
DPS (원)	300	200	200	200
배당성향 (%)	28.4	21.1	32.6	21.9
배당수익률 (%)	1.6	1.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	45.0	-12.2	-30.4	48.7
EBITDA증가율 (%)	77.1	-6.4	-29.3	44.4
조정영업이익증가율 (%)	83.7	-8.6	-30.7	50.0
EPS증가율 (%)	117.2	-10.9	-35.0	49.0
매출채권 회전율 (회)	4.0	3.5	3.3	4.9
재고자산 회전율 (회)	5.6	3.9	3.4	4.9
매입채무 회전율 (회)	6.9	6.3	9.4	13.7
ROA (%)	27.6	20.9	12.7	16.9
ROE (%)	34.6	25.0	14.4	19.0
ROIC (%)	47.5	34.7	28.0	42.6
부채비율 (%)	23.8	16.7	10.6	13.6
유동비율 (%)	309.6	427.6	715.4	602.8
순차입금/자기자본 (%)	-14.1	-26.0	-45.4	-43.6
조정영업이익/금융비용 (x)	3,341.4	923.9	457.1	677.2

차기 성장동력에 대한 고민

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	76,600원
현재주가(23/5/30)	62,000원
상승여력	24%

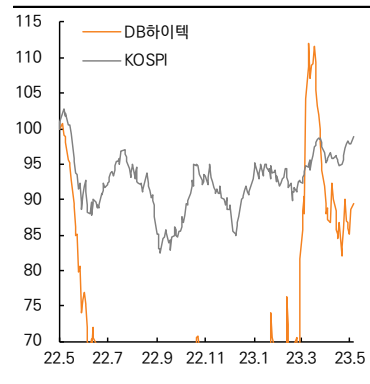
영업이익(23F, 십억원)	535		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	432		
EPS 성장률(23F, %)	-32.9		
P/E(23F, x)	6.6		
MKT P/E(23F, x)	15.5		
KOSPI	2,585.52		
시가총액(십억원)	2,753		
발행주식수(백만주)	44		
유동주식비율(%)	77.2		
외국인 보유비중(%)	20.0		
베타(12M) 일간수익률	1.65		
52주 최저가(원)	36,200		
52주 최고가(원)	77,700		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.5	39.0	-11.3
상대주가	-0.8	32.9	-8.4

[투자포인트]

- 총성 없는 전쟁의 시기, **한반도에 위치한 유일한 8인치 Pure Foundry**로서의 가치 주목
- 디스플레이 업황 저점 형성에 따른 DDI 수요 개선의 수혜
- 중장기 과업으로 개발 시작한 **SiC, GaN 신사업의 경우 8인치 설비에 적합**
→ SiC/GaN Wafer 수급이 시장 개화의 핵심 요소이나, 25년 이후 8인치 Wafer 대중화 가능성 높아 관련 기술 선행 개발은 유의미하다 판단

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 경기 둔화와 IT 수요의 약세 영향으로 23년간 외형 및 이익성장률은 제한적
- 23F 매출액 1,379억원(YoY -20%), 영업이익 535억(YoY -34%), OPM 38.8% 추정
- 12MF EPS 9,349원 × Target P/E 8배 = 목표주가 76,600원 유지



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액 (십억원)	807	936	1,215	1,675	1,379
영업이익 (십억원)	181	239	399	769	535
영업이익률 (%)	22.4	25.5	32.8	45.9	38.8
순이익 (십억원)	105	166	317	559	416
EPS (원)	2,351	3,730	7,119	12,587	9,349
ROE (%)	17.4	23.1	33.3	40.7	21.8
P/E (배)	11.7	13.7	10.2	3.0	6.6
P/B (배)	1.8	2.8	2.9	1.0	1.3
배당수익률 (%)	1.3	0.7	0.6	2.7	0.7

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

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

DB하이텍 (000990)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F
매출액	1,215	1,723	1,379
매출원가	679	721	695
매출총이익	536	1,002	684
판매비와관리비	136	187	149
조정영업이익	399	815	535
영업이익	399	815	535
비영업손익	21	3	7
금융손익	-1	3	7
관계기업등 투자손익	26	0	0
세전계속사업손익	420	818	542
계속사업법인세비용	104	198	126
계속사업이익	317	620	416
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	317	620	416
지배주주	317	620	416
비지배주주	0	0	0
총포괄이익	326	620	416
지배주주	326	620	416
비지배주주	0	0	0
EBITDA	544	922	613
FCF	260	677	495
EBITDA 마진율 (%)	44.8	53.5	44.5
영업이익률 (%)	32.8	47.3	38.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.1	36.0	30.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F
유동자산	815	1,589	1,994
현금 및 현금성자산	183	812	1,315
매출채권 및 기타채권	144	204	164
재고자산	66	94	75
기타유동자산	422	479	440
비유동자산	735	641	554
관계기업투자등	30	42	34
유형자산	658	556	482
무형자산	19	14	10
자산총계	1,550	2,229	2,548
유동부채	335	410	335
매입채무 및 기타채무	138	196	157
단기금융부채	74	39	38
기타유동부채	123	175	140
비유동부채	109	113	110
장기금융부채	98	98	98
기타비유동부채	11	15	12
부채총계	444	523	445
지배주주지분	1,106	1,706	2,103
자본금	223	223	223
자본잉여금	128	128	128
이익잉여금	832	1,432	1,829
비지배주주지분	0	0	0
자본총계	1,106	1,706	2,103

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F
P/E (x)	10.2	2.7	6.6
P/CF (x)	5.9	1.8	4.5
P/B (x)	2.9	1.0	1.3
EV/EBITDA (x)	5.9	0.8	2.1
EPS (원)	7,119	13,927	9,349
CFPS (원)	12,408	20,712	13,770
BPS (원)	25,301	38,789	47,699
DPS (원)	450	450	450
배당성향 (%)	6.2	3.1	4.7
배당수익률 (%)	0.6	1.2	0.7
매출액증가율 (%)	29.8	41.8	-20.0
EBITDA증가율 (%)	54.8	69.5	-33.5
조정영업이익증가율 (%)	66.8	104.3	-34.4
EPS증가율 (%)	90.9	95.6	-32.9
매출채권 회전율 (회)	10.2	10.6	8.0
재고자산 회전율 (회)	20.6	21.6	16.4
매입채무 회전율 (회)	16.8	13.5	12.3
ROA (%)	23.2	32.8	17.4
ROE (%)	33.3	44.1	21.8
ROIC (%)	39.5	84.6	63.8
부채비율 (%)	40.1	30.6	21.2
유동비율 (%)	243.1	387.6	595.6
순차입금/자기자본 (%)	-1.0	-56.5	-69.8
조정영업이익/금융비용 (x)	121.6	283.2	210.1

첨단소재부문 가치에 주목

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	270,000원
현재주가(23/5/30)	172,700원
상승여력	56%

영업이익(23F, 십억원)	7,827
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	5,849
EPS 성장률(23F, %)	229.8
P/E(23F, x)	3.6
MKT P/E(23F, x)	15.5
KOSPI	2,585.52

시가총액(십억원)	12,641		
발행주식수(백만주)	73		
유동주식비율(%)	49.4		
외국인 보유비중(%)	23.2		
베타(12M) 일간수익률	1.20		
52주 최저가(원)	161,900		
52주 최고가(원)	250,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	-21.1	-28.9
상대주가	2.8	-24.6	-26.6

SK E&S: 원가구조 개선 본격화

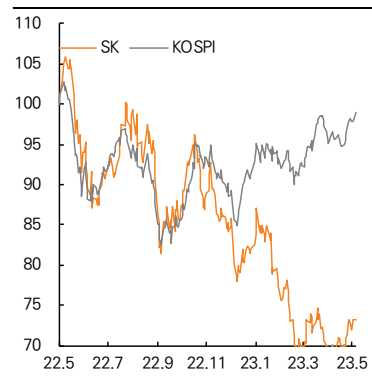
- SMP 상한제에도 불구하고, 발전량 확대 및 원가 구조 개선에 따른 수익성 방어
- 美 Freeport LNG 도입 본격 재개에 따른 원가 개선 지속 및 신규 발전소 가동 효과 기대

머티리얼즈CIC: 끊임없이 출시되는 신제품

- CpHf Presursor 판매 호조 및 KrF PR 판매 본격화에 따른 이익 성장세 지속 전망
- 3Q23내 고부가 Etching gas(HBr) 조기 쉐일 이후 매출 본격 확대 예정
- 하반기 고객사 가동률 회복에 따른 특수가스 업황 개선 기대

SK실트론: 불황에도 견조한 사업구조

- 반도체 업황 둔화에도 불구하고, LTA 기반 물량 및 단가 방어에 따른 1Q23 실적 유지
- SiC Wafer 고객 수요 강세로 美 SK실트론CSS 생산라인 가동률 100% 유지
- 2Q23 매출액 YoY +200% 이상 증가할 전망



계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	97,812	80,819	97,204	134,552	129,928	134,050
영업이익 (십억원)	3,736	-77	4,860	8,005	7,827	8,208
영업이익률 (%)	3.8	-0.1	5.0	5.9	6.0	6.1
순이익 (십억원)	717	189	1,966	1,099	3,590	2,345
EPS (원)	10,108	2,670	27,592	14,705	48,501	31,794
ROE (%)	4.3	1.1	10.2	5.1	15.4	9.0
P/E (배)	25.9	90.1	9.1	12.9	3.6	5.4
P/B (배)	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.9	2.9	3.2	2.6	2.9	2.9

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	129,928	134,050
매출원가	86,423	119,453	115,348	119,007
매출총이익	10,781	15,099	14,580	15,043
판매비와관리비	5,921	7,094	6,754	6,835
조정영업이익	4,860	8,005	7,827	8,208
영업이익	4,860	8,005	7,827	8,208
비영업손익	1,122	-2,096	-1,551	-1,132
금융손익	-1,246	-1,650	-1,551	-1,132
관계기업등 투자손익	1,923	84	0	0
세전계속사업손익	5,982	5,909	6,276	7,076
계속사업법인세비용	642	2,374	-6,682	-1,390
계속사업이익	5,341	3,535	12,958	8,466
중단사업이익	365	431	0	0
당기순이익	5,706	3,966	12,958	8,466
지배주주	1,966	1,099	3,590	2,345
비지배주주	3,740	2,867	9,368	6,121
총포괄이익	8,691	3,376	12,958	8,466
지배주주	3,014	852	3,272	2,138
비지배주주	5,677	2,524	9,686	6,329
EBITDA	13,247	16,788	15,280	14,535
FCF	-2,624	-6,322	20,876	14,887
EBITDA 마진율 (%)	13.6	12.5	11.8	10.8
영업이익률 (%)	5.0	5.9	6.0	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	0.8	2.8	1.7

자료: SK, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	49,193	64,994	73,341	88,282
현금 및 현금성자산	12,318	21,394	31,781	45,412
매출채권 및 기타채권	13,807	17,894	16,729	17,260
재고자산	10,681	15,552	15,018	15,494
기타유동자산	12,387	10,154	9,813	10,116
비유동자산	116,175	129,512	120,994	115,561
관계기업투자등	26,050	27,457	26,513	27,355
유형자산	51,394	59,922	53,995	49,012
무형자산	18,300	20,185	18,658	17,315
자산총계	165,368	194,506	194,335	203,843
유동부채	44,975	63,053	50,506	51,553
매입채무 및 기타채무	16,569	21,229	20,500	21,150
단기금융부채	17,059	30,326	18,959	19,005
기타유동부채	11,347	11,498	11,047	11,398
비유동부채	54,841	59,644	59,340	59,611
장기금융부채	46,880	50,704	50,795	50,795
기타비유동부채	7,961	8,940	8,545	8,816
부채총계	99,816	122,697	109,846	111,164
지배주주지분	21,244	21,596	24,907	26,976
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	8,258	8,411	8,411	8,411
이익잉여금	14,061	14,919	18,230	20,300
비지배주주지분	44,309	50,213	59,582	65,703
자본총계	65,553	71,809	84,489	92,679

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	9.1	12.9	3.6	5.4
P/CF (x)	1.4	0.8	0.9	0.9
P/B (x)	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	8.2	7.1	6.9	6.8
EPS (원)	27,592	14,705	48,501	31,794
CFPS (원)	184,987	236,788	198,595	189,151
BPS (원)	308,591	315,927	364,895	392,947
DPS (원)	8,000	5,000	5,000	5,000
배당성향 (%)	7.8	7.0	2.1	3.3
배당수익률 (%)	3.2	2.6	2.9	2.9
매출액증가율 (%)	20.3	38.4	-3.4	3.2
EBITDA증가율 (%)	67.5	26.7	-9.0	-4.9
조정영업이익증가율 (%)	-	64.7	-2.2	4.9
EPS증가율 (%)	933.4	-46.7	229.8	-34.4
매출채권 회전을 (회)	9.6	10.5	9.2	9.5
재고자산 회전을 (회)	11.5	10.3	8.5	8.8
매입채무 회전을 (회)	11.1	10.1	8.4	8.7
ROA (%)	3.8	2.2	6.7	4.3
ROE (%)	10.2	5.1	15.4	9.0
ROIC (%)	5.7	5.4	17.4	11.7
부채비율 (%)	152.3	170.9	130.0	119.9
유동비율 (%)	109.4	103.1	145.2	171.2
순차입금/자기자본 (%)	69.0	77.0	39.7	21.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.4	3.8	3.5	4.0

하반기 전 사업부 회복 기대

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	▲ 300,000원
현재주가(23/5/30)	236,000원
상승여력	27%

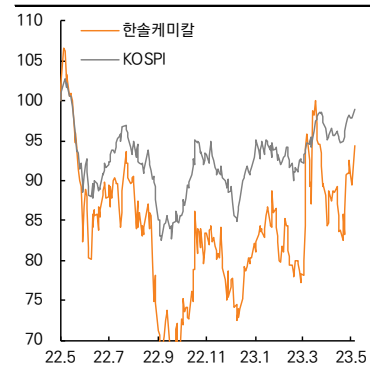
영업이익(23F,십억원)	183
Consensus 영업이익(23F,십억원)	170
EPS 성장률(23F,%)	-12.5
P/E(23F,x)	19.7
MKT P/E(23F,x)	15.5
KOSPI	2,585.52
시가총액(십억원)	2,675
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	76.2
외국인 보유비중(%)	39.1
베타(12M) 일간수익률	1.79
52주 최저가(원)	165,000
52주 최고가(원)	266,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	6.3 12.4 -11.4
상대주가	2.9 7.5 -8.6

[투자포인트]

- **과산화수소 수익성 개선:** 고객사들의 23년 전반적인 가동률 조정에도 불구하고 P3등 일부 Fab에 대한 초기 가동 수요가 상존하는 가운데, 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선 예상
- **QD 소재 수요 회복:** 22년 하반기 TV 출하 부진에 따른 고객사 재고조정을 겪었으나 23년 QD 디스플레이 가동률 정상화 과정 가운데 하반기 수요 회복 기대
- **이차전지 신사업 모멘텀:** 이차전지 바인더 매출액 본격화와 실리콘 음극재의 중장기 성장성 기대

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 23F 매출액 8,700억(YoY +1.5%), 영업이익 1,830억(YoY +1.6%), OPM 21.0% 추정
- 12MF EPS 11,972원 x **Target P/E 25배** = **목표주가 300,000원**



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	544	619	769	885	870	930
영업이익 (십억원)	111	152	198	186	183	196
영업이익률 (%)	20.4	24.6	25.7	21.0	21.0	21.1
순이익 (십억원)	86	123	148	155	136	149
EPS (원)	7,655	10,864	13,089	13,685	11,972	13,155
ROE (%)	20.9	24.5	23.9	21.4	16.6	15.9
P/E (배)	13.8	18.1	23.3	13.6	19.7	17.9
P/B (배)	2.7	4.0	5.0	2.6	2.9	2.5
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.7	1.1	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한솔케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

한솔케미칼 (014680)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	769	885	870	930
매출원가	501	620	609	651
매출총이익	268	265	261	279
판매비와관리비	70	80	78	83
조정영업이익	198	186	183	196
영업이익	198	186	183	196
비영업손익	11	8	0	3
금융손익	-4	-2	0	3
관계기업등 투자손익	13	8	0	0
세전계속사업손익	209	194	183	199
계속사업법인세비용	50	27	37	39
계속사업이익	159	167	146	161
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	159	167	146	161
지배주주	148	155	136	149
비지배주주	10	12	10	11
총포괄이익	160	167	146	161
지배주주	149	155	136	149
비지배주주	10	12	10	12
EBITDA	240	235	228	237
FCF	21	62	194	196
EBITDA 마진율 (%)	31.2	26.6	26.2	25.5
영업이익률 (%)	25.7	21.0	21.0	21.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.2	17.5	15.6	16.0

자료: 한솔케미칼, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	411	386	537	720
현금 및 현금성자산	66	99	255	420
매출채권 및 기타채권	105	106	103	111
재고자산	100	125	123	132
기타유동자산	140	56	56	57
비유동자산	786	867	821	784
관계기업투자등	63	66	64	69
유형자산	625	692	648	607
무형자산	67	66	65	64
자산총계	1,197	1,253	1,358	1,505
유동부채	200	154	135	144
매입채무 및 기타채무	71	84	83	88
단기금융부채	80	24	8	8
기타유동부채	49	46	44	48
비유동부채	230	247	247	248
장기금융부채	202	235	235	235
기타비유동부채	28	12	12	13
부채총계	429	401	382	392
지배주주지분	689	763	877	1,002
자본금	57	57	57	57
자본잉여금	33	33	33	33
이익잉여금	596	734	847	973
비지배주주지분	79	89	99	111
자본총계	768	852	976	1,113

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	23.3	13.6	19.7	17.9
P/CF (x)	13.6	8.3	12.1	11.6
P/B (x)	5.0	2.6	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	15.1	9.8	11.9	10.8
EPS (원)	13,089	13,685	11,972	13,155
CFPS (원)	22,463	22,265	19,448	20,274
BPS (원)	60,985	72,627	82,584	93,724
DPS (원)	2,100	2,100	2,100	2,100
배당성향 (%)	14.7	13.7	15.6	14.2
배당수익률 (%)	0.7	1.1	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	24.1	15.2	-1.7	6.9
EBITDA증가율 (%)	26.5	-2.2	-3.0	4.1
조정영업이익증가율 (%)	30.1	-5.9	-1.6	7.2
EPS증가율 (%)	20.5	4.6	-12.5	9.9
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.5	9.5	9.9
재고자산 회전율 (회)	9.6	7.8	7.0	7.3
매입채무 회전율 (회)	11.9	12.5	12.4	12.9
ROA (%)	14.4	13.6	11.2	11.2
ROE (%)	23.9	21.4	16.6	15.9
ROIC (%)	20.8	19.2	17.0	19.5
부채비율 (%)	55.9	47.0	39.1	35.2
유동비율 (%)	205.9	251.3	398.0	501.1
순차입금/자기자본 (%)	10.6	13.0	-6.6	-20.9
조정영업이익/금융비용 (x)	34.2	37.1	39.3	43.6

전장용 업황 회복과 DDR5를 기대

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	65,300원
현재주가(23/5/30)	51,300원
상승여력	27%

영업이익(23F, 십억원)	141		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	133		
EPS 성장률(23F, %)	-29.4		
P/E(23F, x)	7.7		
MKT P/E(23F, x)	15.5		
KOSPI	2,585.52		
시가총액(십억원)	872		
발행주식수(백만주)	17		
유동주식비율(%)	61.3		
외국인 보유비중(%)	14.9		
베타(12M) 일간수익률	1.18		
52주 최저가(원)	34,300		
52주 최고가(원)	72,400		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	21.7	-28.1
상대주가	6.4	16.4	-25.7

[투자포인트]

- **Capa 증설분 본격 가동:** 22년간 500억원 규모의 설비증설 완공으로 23년부터 1,000억원/년 규모의 신규 매출 소화 여건 마련
- **DDR5 기판 납품 시작: 3월 부터 본격 매출 발생** DDR4 보다 40% 가량 높은 가격에 대면적 생산 기술에 기반한 원가 경쟁력으로 수익성에 유의미하게 기여
- **견조한 전장용 리드프레임 수요:** 상대적으로 견조한 수요와 공급단가를 바탕으로 올해도 전장용 리드프레임의 고수익성은 지속될 것으로 보임

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 23F 매출액 7,930억원(YoY -5.5%), 영업이익 1,410억(YoY -31%), OPM 17.8% 추정
- 현재 Valuation **12MF P/E 7.7배**, P/B 1.6배로 기판 업종 특유의 낮은 밸류에이션 형성
- 12MF EPS 6,622원 x **Target P/E 9.8배 = 목표주가 65,300**



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	381	459	655	839	793	896
영업이익 (십억원)	27	44	86	204	141	159
영업이익률 (%)	7.1	9.6	13.1	24.3	17.8	17.7
순이익 (십억원)	18	30	71	159	113	129
EPS (원)	1,078	1,764	4,192	9,376	6,622	7,592
ROE (%)	9.1	13.6	27.1	43.0	22.7	21.5
P/E (배)	14.7	13.8	11.7	3.8	7.7	6.8
P/B (배)	1.3	1.8	2.8	1.4	1.6	1.3
배당수익률 (%)	2.2	1.8	1.2	2.5	1.8	1.8

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

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeeasset.com

해성디에스 (195870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	655	839	793	896
매출원가	520	574	595	672
매출총이익	135	265	198	224
판매비와관리비	49	61	57	65
조정영업이익	86	204	141	159
영업이익	86	204	141	159
비영업손익	4	1	2	5
금융손익	-1	0	2	5
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	90	205	143	164
계속사업법인세비용	18	46	30	35
계속사업이익	71	159	113	129
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	71	159	113	129
지배주주	71	159	113	129
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	70	163	113	129
지배주주	70	163	113	129
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	119	243	172	184
FCF	30	119	151	138
EBITDA 마진율 (%)	18.2	29.0	21.7	20.5
영업이익률 (%)	13.1	24.3	17.8	17.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.8	19.0	14.2	14.4

자료: 해성디에스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	256	371	470	626
현금 및 현금성자산	29	76	192	311
매출채권 및 기타채권	131	139	131	148
재고자산	89	116	109	123
기타유동자산	7	40	38	44
비유동자산	219	288	257	232
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	208	254	223	199
무형자산	6	20	19	18
자산총계	475	660	727	858
유동부채	155	196	167	184
매입채무 및 기타채무	51	46	43	49
단기금융부채	55	63	41	41
기타유동부채	49	87	83	94
비유동부채	26	16	16	16
장기금융부채	23	13	13	13
기타비유동부채	3	3	3	3
부채총계	181	212	183	200
지배주주지분	294	447	545	658
자본금	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22
이익잉여금	188	341	438	552
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	294	447	545	658

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	11.7	3.8	7.7	6.8
P/CF (x)	6.4	2.3	5.1	4.7
P/B (x)	2.8	1.4	1.6	1.3
EV/EBITDA (x)	7.4	2.4	4.1	3.2
EPS (원)	4,192	9,376	6,622	7,592
CFPS (원)	7,652	15,424	10,118	10,835
BPS (원)	17,313	26,311	32,033	38,725
DPS (원)	600	900	900	900
배당성향 (%)	14.4	9.6	13.6	11.9
배당수익률 (%)	1.2	2.5	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	42.9	28.1	-5.5	13.0
EBITDA증가율 (%)	67.4	104.1	-29.3	7.1
조정영업이익증가율 (%)	98.4	136.8	-31.1	13.1
EPS증가율 (%)	137.6	123.7	-29.4	14.7
매출채권 회전율 (회)	6.3	6.3	5.9	6.5
재고자산 회전율 (회)	8.5	8.2	7.1	7.7
매입채무 회전율 (회)	17.4	18.8	22.0	24.0
ROA (%)	16.6	28.1	16.2	16.3
ROE (%)	27.1	43.0	22.7	21.5
ROIC (%)	21.6	41.6	27.7	33.3
부채비율 (%)	61.4	47.5	33.6	30.3
유동비율 (%)	165.3	189.0	281.3	340.8
순차입금/자기자본 (%)	16.5	-6.8	-30.5	-43.9
조정영업이익/금융비용 (x)	61.1	105.8	86.5	117.9

포트폴리오 및 고객 다변화 순항중

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	▲ 21,000원
현재주가(23/5/30)	17,030원
상승여력	23%

영업이익(23F, 십억원)	62
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	58
EPS 성장률(23F, %)	-31.5
P/E(23F, x)	11.3
MKT P/E(23F, x)	15.5
KOSDAQ	851.50
시가총액(십억원)	822
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	69.0
외국인 보유비중(%)	8.0
베타(12M) 일간수익률	1.45
52주 최저가(원)	10,410
52주 최고가(원)	21,150
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	8.8 35.7 -19.5
상대주가	7.7 16.3 -16.2

[투자포인트]

- **견조한 중국 반도체 장비:** 중국 메모리 업체발 수주잔고의 매출화 진행중. 메모리 뿐 아니라 최근 중국이 집중도를 높이고 있는 8인치 파운드리향 장비 또한 기대
- **글로벌 로직 업체향 수주 모멘텀:** 동사는 진보적인 방식의 ALD를 개발 국내외 고객사로의 컬테스트 진행중인 것으로 추정. 이르면 연중 계약 성사 기대
- **태양광 매출 인식 개시:** 동사는 반도체 공정 기반의 박막 형성 기술과 디스플레이 공정 기반의 대면적 박막 형성의 융합 결과인 HJT 패널 양산장비 라인업 보유. 내년 중 본격 매출 인식 기대

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 23F 매출액 2,900억원(YoY -30%), 영업이익 620억(YoY -31%), OPM 21.4% 추정
- 12MF EPS 1,507원 x Target P/E 14배 = 목표주가 21,000원



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	255	119	377	438	290	436
영업이익 (십억원)	29	-25	103	124	62	96
영업이익률 (%)	11.4	-21.0	27.3	28.3	21.4	22.0
순이익 (십억원)	27	-8	146	106	73	89
EPS (원)	561	-170	3,016	2,200	1,507	1,846
ROE (%)	12.3	-3.5	48.7	24.9	14.1	15.1
P/E (배)	14.4	-	7.0	4.8	11.3	9.2
P/B (배)	1.6	1.7	2.7	1.0	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.9	0.0	0.7	1.8	1.1	1.1

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

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

주성엔지니어링 (036930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	377	438	290	436
매출원가	184	190	145	218
매출총이익	193	248	145	218
판매비와관리비	91	124	83	122
조정영업이익	103	124	62	96
영업이익	103	124	62	96
비영업손익	71	11	-1	-1
금융손익	-5	-3	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	174	135	61	95
계속사업법인세비용	29	29	-12	6
계속사업이익	146	106	73	89
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	146	106	73	89
지배주주	146	106	73	89
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	142	130	73	89
지배주주	142	130	73	89
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	118	141	78	110
FCF	87	64	32	140
EBITDA 마진율 (%)	31.3	32.2	26.9	25.2
영업이익률 (%)	27.3	28.3	21.4	22.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	38.7	24.2	25.2	20.4

자료: 주성엔지니어링, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	230	290	270	463
현금 및 현금성자산	119	121	153	293
매출채권 및 기타채권	30	35	24	36
재고자산	59	99	66	99
기타유동자산	22	35	27	35
비유동자산	482	543	526	513
관계기업투자등	2	2	1	2
유형자산	235	283	268	255
무형자산	5	6	5	4
자산총계	712	833	796	975
유동부채	135	127	84	127
매입채무 및 기타채무	38	37	25	37
단기금융부채	41	1	0	1
기타유동부채	56	89	59	89
비유동부채	207	221	164	220
장기금융부채	51	51	51	51
기타비유동부채	156	170	113	169
부채총계	342	348	248	347
지배주주지분	370	485	548	628
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109
이익잉여금	215	311	375	455
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	370	485	548	628

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	7.0	4.8	11.3	9.2
P/CF (x)	7.7	3.2	10.6	7.5
P/B (x)	2.7	1.0	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	8.4	3.1	9.1	5.2
EPS (원)	3,016	2,200	1,507	1,846
CFPS (원)	2,737	3,356	1,612	2,277
BPS (원)	7,661	10,199	11,515	13,172
DPS (원)	155	193	193	193
배당성향 (%)	5.1	8.7	12.5	10.2
배당수익률 (%)	0.7	1.8	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	218.3	16.1	-33.8	50.3
EBITDA증가율 (%)	-	19.7	-44.9	41.3
조정영업이익증가율 (%)	-	20.7	-49.9	54.0
EPS증가율 (%)	-	-27.0	-31.5	22.5
매출채권 회전을 (회)	15.3	15.9	11.2	16.8
재고자산 회전을 (회)	6.6	5.6	3.5	5.3
매입채무 회전을 (회)	9.3	13.3	14.5	21.8
ROA (%)	23.1	13.7	8.9	10.1
ROE (%)	48.7	24.9	14.1	15.1
ROIC (%)	31.0	31.8	20.2	31.3
부채비율 (%)	92.6	71.9	45.2	55.3
유동비율 (%)	170.7	228.1	320.1	365.1
순차입금/자기자본 (%)	-7.4	-14.4	-20.5	-40.1
조정영업이익/금융비용 (x)	19.7	35.2	24.6	37.9

메모리 정상화 이후 파운드리 모멘텀

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	306,000원
현재주가(23/5/30)	237,500원
상승여력	29%

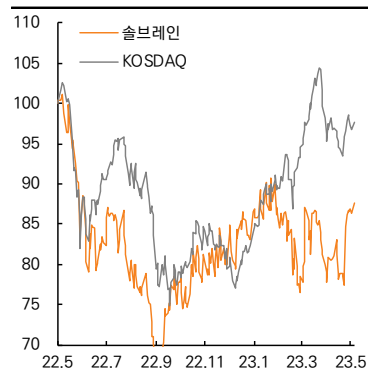
영업이익(23F, 십억원)	189
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	0
EPS 성장률(23F, %)	-12.8
P/E(23F, x)	13.0
MKT P/E(23F, x)	15.5
KOSDAQ	851.50
시가총액(십억원)	1,847
발행주식수(백만주)	8
유동주식비율(%)	53.6
외국인 보유비중(%)	30.1
베타(12M) 일간수익률	0.88
52주 최저가(원)	177,900
52주 최고가(원)	274,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	8.4 11.5 -12.7
상대주가	7.3 -4.5 -9.1

[투자포인트]

- 삼성전자 P3 양산 개시 초도 공급에 따른 반도체 사업부 전반 외형 성장 지속
- 고객사 V8 NAND에서의 Double stacking 공정 적용에 따라 동사가 독점 공급하는 HSN(High Selective Nitride)의 수요 증가 전망
- 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]

- 23F 매출액 9,960원(YoY -9%), 영업이익 1,890억(YoY -8%), OPM 19.3% 추정
- 12MF EPS 18,255원 × Target P/E 16배 = 목표주가 306,000원



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	470	1,024	1,091	996	1,122
영업이익 (십억원)	104	189	207	189	214
영업이익률 (%)	22.1	18.5	19.0	19.0	19.1
순이익 (십억원)	63	149	163	142	162
EPS (원)	16,179	19,093	20,928	18,255	20,801
ROE (%)	12.8	26.3	23.0	16.9	16.5
P/E (배)	16.8	14.6	10.4	13.0	11.4
P/B (배)	4.2	3.4	2.2	2.0	1.7
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

솔브레인 (357780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,024	1,091	996	1,122
매출원가	769	793	724	816
매출총이익	255	298	272	306
판매비와관리비	67	91	83	93
조정영업이익	189	207	189	214
영업이익	189	207	189	214
비영업손익	14	8	3	5
금융손익	0	2	3	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	203	215	192	219
계속사업법인세비용	51	48	46	52
계속사업이익	152	168	146	167
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	152	168	146	167
지배주주	149	163	142	162
비지배주주	4	5	4	5
총포괄이익	159	166	146	167
지배주주	155	161	142	162
비지배주주	4	5	4	5
EBITDA	237	260	233	250
FCF	70	97	200	193
EBITDA 마진율 (%)	23.1	23.8	23.4	22.3
영업이익률 (%)	18.5	19.0	19.0	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.6	14.9	14.3	14.4

자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	439	459	622	825
현금 및 현금성자산	169	168	357	528
매출채권 및 기타채권	130	75	67	75
재고자산	104	113	104	117
기타유동자산	36	103	94	105
비유동자산	391	476	432	396
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	360	409	365	329
무형자산	6	7	6	6
자산총계	830	935	1,054	1,221
유동부채	173	128	116	131
매입채무 및 기타채무	106	67	61	69
단기금융부채	24	1	1	1
기타유동부채	43	60	54	61
비유동부채	5	8	7	8
장기금융부채	0	1	1	1
기타비유동부채	5	7	6	7
부채총계	178	136	124	140
지배주주지분	635	779	905	1,051
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412
이익잉여금	197	344	471	617
비지배주주지분	17	20	25	30
자본총계	652	799	930	1,081

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	14.6	10.4	13.0	11.4
P/CF (x)	10.8	7.0	7.9	7.4
P/B (x)	3.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	8.5	5.7	6.2	5.1
EPS (원)	19,093	20,928	18,255	20,801
CFPS (원)	25,684	31,043	29,959	32,161
BPS (원)	82,085	100,845	117,106	135,916
DPS (원)	1,950	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	9.9	9.2	10.6	9.3
배당수익률 (%)	0.7	0.9	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	117.8	6.5	-8.7	12.7
EBITDA증가율 (%)	85.4	9.4	-10.3	7.3
조정영업이익증가율 (%)	81.7	9.6	-8.6	12.9
EPS증가율 (%)	18.0	9.6	-12.8	13.9
매출채권 회전율 (회)	9.8	11.3	15.6	17.3
재고자산 회전율 (회)	12.1	10.0	9.2	10.2
매입채무 회전율 (회)	12.8	13.8	19.0	21.0
ROA (%)	19.7	19.0	14.7	14.7
ROE (%)	26.3	23.0	16.9	16.5
ROIC (%)	33.2	31.4	27.6	33.8
부채비율 (%)	27.3	17.0	13.3	12.9
유동비율 (%)	253.3	359.6	533.6	628.6
순차입금/자기자본 (%)	-24.3	-28.7	-44.9	-55.1
조정영업이익/금융비용 (x)	264.5	703.0	4,346.8	4,856.7

올해만 잘 넘기자

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	25,000원
현재주가(23/5/30)	19,690원
상승여력	27%

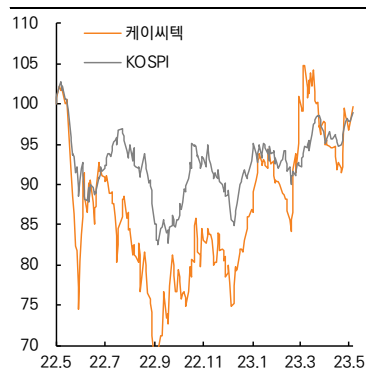
영업이익(23F, 십억원)	45
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	49
EPS 성장률(23F, %)	-29.3
P/E(23F, x)	10.5
MKT P/E(23F, x)	15.5
KOSPI	2,585.52
시가총액(십억원)	411
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	45.8
외국인 보유비중(%)	11.1
베타(12M) 일간수익률	1.03
52주 최저가(원)	13,400
52주 최고가(원)	20,700
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.1 19.3 -2.5
상대주가	1.7 14.1 0.6

[투자포인트]

- **장비 점유율 확대:** AMAT, Ebara가 대부분 점유하던 CMP 장비 시장에 진입해 고객사내 점유율 3위 수준까지 확대. DRAM향 뿐만 아니라 파운드리향 신규 진출 기대
- **반도체 소재 비중 증가:** 메인 소재인 Ceria 슬러리는 일본 업체와 국내 시장 양분 중 소재 매출비중 증가에 따라 마진을 개선

[실적 전망 및 밸류에이션]

- 23F 매출액 2,840억원(YoY -25%), OP 450억(YoY -25%). 전반적 고객사 수요 감소 영향
- 12MF EPS 1,878원 × Target P/E 10배 = 목표주가 25,000원



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	265	320	345	378	284	369
영업이익 (십억원)	49	56	52	60	45	59
영업이익률 (%)	18.5	17.5	15.1	15.9	15.8	16.0
순이익 (십억원)	37	43	42	55	39	51
EPS (원)	1,858	2,133	2,011	2,655	1,878	2,454
ROE (%)	13.5	13.4	11.4	13.7	8.8	10.6
P/E (배)	12.6	14.4	12.0	5.6	10.5	8.0
P/B (배)	1.6	1.8	1.3	0.7	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.9	1.7	1.3	1.3

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

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

케이씨텍 (281820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	345	378	284	369
매출원가	238	247	185	241
매출총이익	107	131	99	128
판매비와관리비	55	71	53	68
조정영업이익	52	60	45	59
영업이익	52	60	45	59
비영업손익	2	10	5	6
금융손익	1	4	5	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	54	70	50	65
계속사업법인세비용	12	15	11	14
계속사업이익	42	55	39	51
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42	55	39	51
지배주주	42	55	39	51
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	55	39	51
지배주주	42	55	39	51
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	67	76	58	70
FCF	18	42	79	38
EBITDA 마진율 (%)	19.4	20.1	20.4	19.0
영업이익률 (%)	15.1	15.9	15.8	16.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.2	14.6	13.7	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	322	353	391	455
현금 및 현금성자산	46	16	138	127
매출채권 및 기타채권	46	43	32	42
재고자산	55	58	44	57
기타유동자산	175	236	177	229
비유동자산	131	131	113	107
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	98	96	84	74
무형자산	6	6	6	5
자산총계	453	483	504	562
유동부채	64	52	39	51
매입채무 및 기타채무	31	25	19	24
단기금융부채	1	2	1	2
기타유동부채	32	25	19	25
비유동부채	4	5	4	5
장기금융부채	1	3	3	3
기타비유동부채	3	2	1	2
부채총계	68	57	44	56
지배주주지분	385	426	460	506
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	204	204	204	204
이익잉여금	171	221	256	302
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	385	426	460	506

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	12.0	5.6	10.5	8.0
P/CF (x)	6.3	3.5	7.1	5.9
P/B (x)	1.3	0.7	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	5.1	1.6	2.5	1.6
EPS (원)	2,011	2,655	1,878	2,454
CFPS (원)	3,789	4,264	2,770	3,355
BPS (원)	18,468	20,903	22,538	24,749
DPS (원)	220	250	250	250
배당성향 (%)	10.9	9.2	12.9	9.9
배당수익률 (%)	0.9	1.7	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	7.7	9.8	-25.0	30.0
EBITDA증가율 (%)	-3.3	13.6	-23.6	21.1
조정영업이익증가율 (%)	-7.2	15.8	-25.3	31.9
EPS증가율 (%)	-5.7	32.0	-29.3	30.7
매출채권 회전을 (회)	10.7	8.6	7.7	10.1
재고자산 회전을 (회)	6.6	6.7	5.6	7.4
매입채무 회전을 (회)	12.7	15.8	17.7	23.3
ROA (%)	9.8	11.8	7.9	9.6
ROE (%)	11.4	13.7	8.8	10.6
ROIC (%)	20.8	21.9	17.6	24.8
부채비율 (%)	17.6	13.5	9.5	11.1
유동비율 (%)	502.4	673.9	995.4	892.4
순차입금/자기자본 (%)	-42.1	-44.4	-58.2	-58.5
조정영업이익/금융비용 (x)	981.2	449.7	272.8	361.6

자료: 케이씨텍, 미래에셋증권 리서치센터

하반기 불확실성 해소 기대

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 상향)	▲ 30,000원
현재주가(23/5/30)	24,500원
상승여력	22%

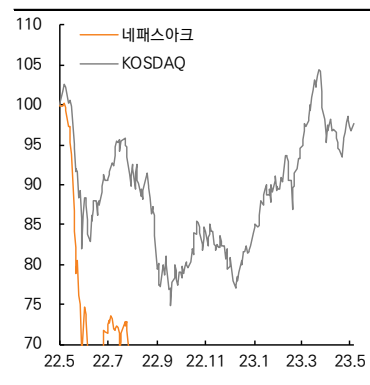
영업이익(23F, 십억원)	-7		
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	-		
EPS 성장률(23F, %)	25.7		
P/E(23F, x)	-		
MKT P/E(23F, x)	-		
KOSDAQ	851.50		
시가총액(십억원)	299		
발행주식수(백만주)	12		
유동주식비율(%)	44.4		
외국인 보유비중(%)	2.1		
베타(12M) 일간수익률	1.60		
52주 최저가(원)	16,900		
52주 최고가(원)	41,100		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.5	9.4	-40.2
상대주가	3.4	-6.3	-37.7

[투자포인트]

- **하반기 실적 개선 전망:** 동사가 테스트하는 PMIC, AP, DDI, RF는 스마트폰 탑재 어플리케이션으로 스마트폰 수요 악화가 1분기 실적 부진의 주요 원인. 스마트폰 수요 전망에 따라 하반기 추가적인 하락은 제한적일 전망이며 향후 점진적 회복 예상
- **FO-PLP 수익성 개선:** 모회사 네패스의 FO-PLP 성장은 동사의 테스트 물량 확대에 이어질 것

[1Q23 Review]

- 매출액 280억원(YoY -24%), 영업이익 -45억원(적전)



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액 (십억원)	55	68	114	156	130
영업이익 (십억원)	18	9	27	24	-7
영업이익률 (%)	32.7	13.2	23.7	15.4	-5.4
순이익 (십억원)	5	-35	25	19	-9
EPS (원)	860	-4,124	2,068	1,574	-739
ROE (%)	14.7	-39.1	14.1	9.1	-3.4
P/E (배)	-	-	24.3	11.4	-
P/B (배)	-	3.8	3.0	1.0	1.1
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

[반도체] 김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

네패스아크 (330860)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F
매출액	114	156	130
매출원가	82	126	131
매출총이익	32	30	-0.8
판매비와관리비	5	7	6
조정영업이익	27	24	-7
영업이익	27	24	-7
비영업손익	0	-2	-2
금융손익	-2	-2	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0
세전계속사업손익	27	22	-13
계속사업법인세비용	2	3	0
계속사업이익	25	19	-11
중단사업이익	0	0	0
당기순이익	25	19	-9
지배주주	25	19	-9
비지배주주	0	0	0
총포괄이익	25	19	-9
지배주주	25	19	-9
비지배주주	0	0	0
EBITDA	78	66	62
FCF	-25	83	42
EBITDA 마진율 (%)	68.4	42.3	47.8
영업이익률 (%)	23.7	15.4	-5.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.9	12.2	-6.9

자료: 네패스아크, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	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)

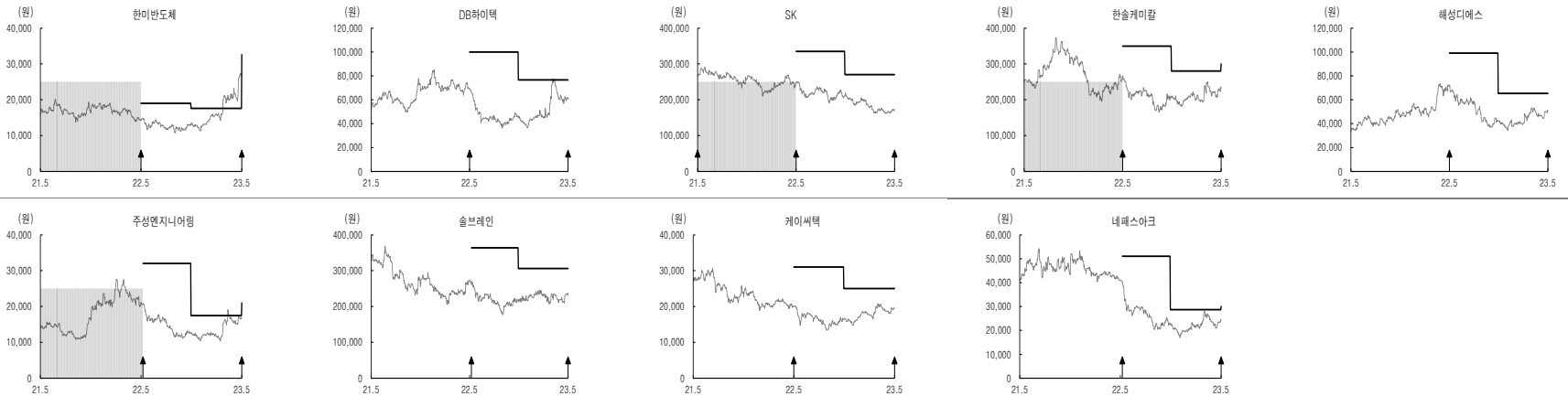
	2021	2022	2023F
P/E (x)	24.3	11.4	-
P/CF (x)	7.6	3.3	3.7
P/B (x)	3.0	1.0	1.1
EV/EBITDA (x)	8.6	3.0	4.4
EPS (원)	2,068	1,574	-739
CFPS (원)	6,571	5,411	6,090
BPS (원)	16,497	18,071	20,349
DPS (원)	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	68.3	37.0	-16.7
EBITDA증가율 (%)	85.0	-15.4	-6.1
조정영업이익증가율 (%)	211.1	-11.0	0
EPS증가율 (%)	-	-23.9	0
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	-2
ROE (%)	14.1	9.1	-3.4
ROIC (%)	10.7	9.3	-1.9
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

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미반도체 (042700)					2022.11.28	매수	65,300	-	-
2023.05.31	매수	32,600	-	-	2022.05.31	매수	99,000	-47.07	-28.18
2022.11.28	매수	17,600	-4.55	55.11	주성엔지니어링 (036930)				
2022.05.31	매수	19,000	-33.27	-21.84	2023.05.31	매수	21,000	-	-
DB하이텍 (000990)					2022.11.28	매수	17,500	-23.12	9.14
2022.11.28	매수	76,600	-	-	2022.06.07	매수	32,000	-53.80	-34.84
2022.05.31	매수	100,000	-53.90	-31.40	솔브레인 (357780)				
SK (034730)					2022.11.28	매수	306,000	-	-
2022.11.28	매수	270,000	-	-	2022.06.07	매수	364,000	-40.10	-25.69
2022.05.31	매수	335,000	-34.83	-25.37	케이씨텍 (281820)				
2021.03.22	분석 대상 제외	-	-	-	2022.11.28	매수	25,000	-	-
한솔케미칼 (014680)					2022.05.31	매수	31,000	-47.03	-35.00
2023.05.31	매수	300,000	-	-	네패스아크 (330860)				
2022.11.28	매수	280,000	-25.19	-10.71	2023.05.31	매수	30,000	-	-
2022.05.31	매수	350,000	-40.58	-26.14	2022.11.28	매수	28,700	-23.13	-2.44
해성디에스 (195870)					2022.06.07	매수	51,000	-47.90	-21.76

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



Compliance

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 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.
- 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.