

한미반도체

알려드릴게요 반도체에 대해 한미에 대해



2025년 10월 2일

목표주가 127,500원으로 매수(BUY) 의견 제시

본 리서치 팀은 Historical P/E Valuation에 따라 목표주가 127,500원으로 매수를 주장한다. 동사의 26년 영업수익과 영업이익은 각각 1조 3,241억 원(YoY +78.4%), 4,757억 원(YoY +478.7%), 27년 영업수익과 영업이익은 각각 2조 3,279억 원(YoY +75.8%), 1조 4,744억 원(YoY +209.9%) 으로 전망한다.

투자포인트 1: AI혁명이 이끄는 본더(Bonder) 슈퍼 사이클

동사의 25년, 26년 본더 부문 영업수익은 각각 5,993억 원(YoY +35.2%), **9,383억 원(YoY +56.6%)**으로 전망된다. 이는 1) HBM 시장의 구조적 성장에 따른 Q(수량)의 폭발적 증가, 2) HBM4 기술 전환에 따른 P(가격)의 구조적 상승, 3) 메모리 3사를 넘어 팹리스, 파운드리까지 확장되는 C(고객) 기반의 선순환 구조에 진입했기 때문이다. AI 시대의 가장 결정적인 병목 구간을 장악한 동사는 기술적 해자를 바탕으로 시장 성장의 과실을 온전히 흡수할 것으로 판단한다.

투자포인트 2: 지정학적 변화가 창출한 제2의 성장 엔진

동사의 25년, 26년 MSVP 및 EMI Shield 부문 합산 영업수익은 각각 1,132억 원(YoY +65.2%), **1,762억 원(YoY +55.6%)**으로 예상하며, 이는 1) 미중 갈등에 따른 중국의 '후공정 굴기' 전략의 직접적인 수혜, 2) 글로벌 1위 MSVP 장비의 독보적인 시장 지위, 3) 6G, 항공우주 등 미래 산업으로 확장되는 EMI Shield의 신규 수요에 기인한다. HBM 사이클과는 별개로 작동하는 이 강력한 성장 엔진은 동사의 실적 안정성과 성장 가시성을 비약적으로 높여줄 것이다.

Wyvern's Opinion

Buy

목표주가	127,500원
현재주가	100,500원
상승여력	26.9%

Stock Price



Key Information

시가총액(조원)	9조 451억원
상장주식수(주)	95,312,200
유동주식비율(%)	43.86%
외국인 보유비중(%)	8.06%
52주 최저가(원)	127,000
52주 최고가(원)	58,200

최대주주

곽동신	33.47%
국민연금공단	5.82%
곽영미	4.42%

[와이번 리서치 3팀]

문서영 seo0dal@kookmin.ac.kr
김서연 rlatjdusdk@kookmin.ac.kr
양다현 ekgus040@kookmin.ac.kr
우예린 yenninny@kookmin.ac.kr
유재혁 b22buzz@kookmin.ac.kr
이동영 qwerty0607@kookmin.ac.kr
허재우 gjwodn@kookmin.ac.kr

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업수익 (억 원)	1590	5589	7424	13241	23279
영업이익 (억 원)	346	2554	822	4757	14744
영업이익률(%)	21.74%	45.69%	11.07%	35.93%	63.34%
순이익 (억 원)	2672	1526	-249	3301	13228
순이익률(%)	168.02%	27.30%	-3.35%	24.93%	56.82%
EPS (원)	2745	1573	-261.25	3463	13879
PER	22.48	52.46	N/A	29.5	7.4

Contents

HANMI
Semiconductor

KOOKMIN
Central Financial Club
WYVERN

들어가며 3

산업분석 4

기업분석 11

투자포인트
1. 하이브리드 본딩이 불러온
P, Q 증가, C통제
2. 중국 OSAT 투자 확대에 의한
MSVP, EMI 수요 확대 16

리스크포인트 22

영업수익 가정 24

비용 가정 30

밸류에이션 32

Historical P/E Valuation,
목표주가 127,500원으로 매수 의견 제시



들어가며. "AI"가 강타한 반도체 시장

결국 거대한 사이클은 후공정(Back-end)으로 마무리 된다

본 리서치 팀은 현재 반도체 산업이 겪고 있는 변화가 단순한 경기 순환을 넘어선, 인공지능(AI)이 촉발한 구조적이고 비가역적인 패러다임 전환이라고 판단한다. 과거 반도체 산업의 발전이 회로 선평을 줄이는 '전공정 미세화'를 통해 이루어졌다면, 이제 기술 경쟁의 헤게모니는 여러 개의 반도체를 효율적으로 연결하고 통합하는 '후공정, 즉 어드밴스드 패키징'으로 넘어가고 있다.

18개월 후, 이 거대한 지각 변동의 가장 큰 수혜를 입을 기업은 어디인지 점검해 보았다. 우리는 조심스레 그 답이 첨단 본딩(Bonding) 기술에 있다고 판단하며, 이 기술을 독점한 기업이 AI 시대 반도체 산업의 새로운 승자가 될 것이라 확신한다.

그 서막은 25년 6월 말 경의 '삼성전자의 엔비디아 향 HBM3e 퀄테스트 통과가 목전'이라는 기사가 열었다. 삼성전자와 SK하이닉스가 디커플링을 이루며 주가를 형성했고 7월 말 즈음엔 삼성전자의 테슬라향, 애플향 파운드리 계약이 나오며 고대역폭 메모리(HBM) 뿐만 아닌 파운드리 터어라운드 기대감이 형성되었다. 8월 말, ORACLE이 발표한 CapEx Guidance는 약 212억 달러로, FY26에는 250억 달러 이상이 될 것이라 발표했다. 다른 클라우드 업체들과 AWS 등의 Hyperscaler들의 가이던스도 급격히 상향되었다. DRAM뿐 아닌 NAND까지 가격이 반등하고 낸드 제조 업체인 키옥시아, WD까지 주가가 반응했다.

지난 몇 년 간 HBM 위주로 설비투자가 이루어졌기에 레거시 반도체의 공급이 제한적이었고, 대형 파운드리 업체의 공급계약이 한국 증시에 훈풍을 불러 일으켰다. 해외 클라우드 업체는 설비투자 비용을 급격히 상향했다. AI의 발전으로 인한 수요 급증과 모든 상황이 얹혀 한국의 반도체 슈퍼 사이클이 돌아왔다.

삼성전자 평택 P4, SK하이닉스 M15X 공장 증설이 확실히 되었고, 전공정/후공정 가릴 것 없이 모든 반도체 주식이 상승했다. 물론 아직 전공정, 레거시 반도체 업체들이 시장의 주요 관심사이다. 하지만, 지금으로부터 18m 후라면 과연 어떤 결과가 있을까? 클라우드 업체는 이미 투자비용을 늘렸고 파운드리도 마찬가지다. 팹리스는 고도화된 HBM을 설계중이고 이 모든 기술의 끝에는 한미반도체의 하이브리드 본딩이 존재한다.

AI 시대 후공정 패러다임의 완성, 한미반도체. 지금 집중해보자.



2. 산업분석

2.1 돌아온 반도체 사이클: 하이브리드 본딩으로 향하는 길

2.1.1 HBM의 성장으로 인한 D램 쇼티지

새로운 국면의 진입:
공급 제약이
주도하는 슈퍼사이클

글로벌 반도체 산업, 특히 D램 시장은 과거와는 본질적으로 다른 새로운 성장 사이클에 진입했다. 이번 사이클의 핵심 동력은 단순한 수요 회복이 아닌, 수년간 누적된 공급사들의 보수적 투자가 낳은 구조적인 공급 제약이다. 보수적 투자는 2022년 하반기부터 2023년까지 이어진 극심한 반도체 불황의 직접적인 결과였다.

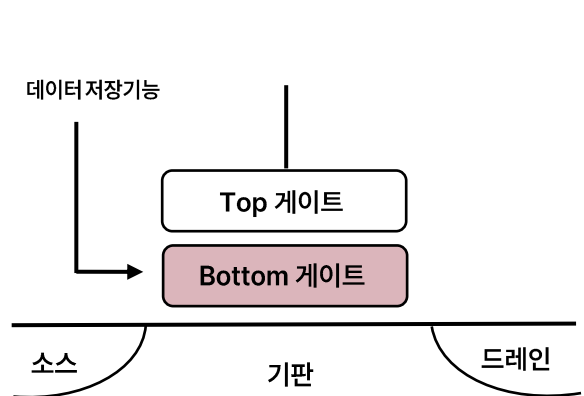
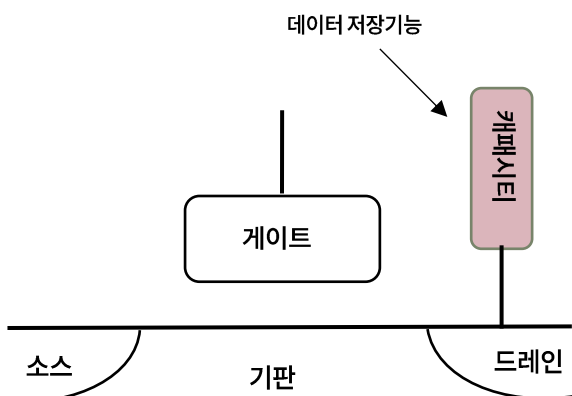
당시 글로벌 경기 침체로 IT 기기 수요가 급감하자 D램 가격은 폭락했고 이로 인해 SK하이닉스는 2023년 한 해에만 연간 7조 7,303억 원, 삼성전자의 DS(Device Solutions) 부문은 연간 14조 8,800억 원의 적자를 기록했다. 이에 주요 메모리 기업들은 대규모 감산과 함께 Capex를 전년 대비 30~40%가량 축소했다. 이는 신규 팹 건설 지연, 차세대 장비 도입 보류로 이어졌고, 결과적으로 D램 시장은 완충 능력이 거의 고갈된 취약한 수급 구조를 갖게 되었다.

AI 수요의
전방위적 확산

이러한 취약한 균형을 무너뜨린 것이 바로 생성형 AI가 촉발한 AI 서버의 폭발적인 등장이다. AI 모델의 연산 요구량은 기하급수적으로 증가하며 데이터센터의 패러다임을 바꾸었고, 이는 기존 D램으로는 감당할 수 없는 수준의 메모리 대역폭을 요구했다. 중요한 것은 AI의 영향력이 HBM 같은 특수 메모리에만 국한되지 않는다는 점이다. AI 서버는 GPU와 HBM뿐만 아니라, 이를 제어하는 CPU와 막대한 양의 데이터를 저장하고 불러오는 인프라가 필수적이다. 이에 따라 서버용 고용량 D램(컨벤셔널 D램) 수요가 급증했고, 방대한 AI 학습 데이터를 빠르고 안정적으로 처리하기 위해 데이터센터용 고성능 SSD(낸드) 수요가 함께 폭증했다. 즉, HBM에서 시작된 수요는 D램과 낸드를 아우르는 메모리 전반의 구조적 수요 증가로 확산된 것이다.

도표 1-1 DRAM 구조

도표 1-2 NAND구조





2.1.1 HBM의 성장으로 인한 D램 쇼티지

HBM이 촉발한
공급의 연쇄 작용

4년 만에 시작되는
소부장 CAPEX
슈퍼 사이클

이 과정에서 고대역폭 메모리(HBM)는 D램 공급 부족을 더욱 심화시키는 핵심 변수로 작용하고 있다. HBM에 사용되는 D램 다이는 일반 DDR5 다이보다 면적이 1.5배에서 2배 가량 크기 때문에, 동일 웨이퍼에서 생산되는 칩의 수가 절대적으로 적다. 또한, TSV 형성 등 복잡한 공정으로 인해 수율이 낮고 생산 리드타임이 길다. 결정적으로, 삼성전자, SK하이닉스 등 D램 공급사들은 한정된 최선단 공정 라인을 수익성이 낮은 일반 D램에서 수익성이 높은 HBM 생산으로 재할당(Re-allocation)하고 있다. 이는 D램 시장 전체의 공급량을 구조적으로 감소시키는 결과를 초래했다.

결론적으로 이번 사이클은 공급 부족이 가격 상승과 투자를 견인하는 '공급 주도형 슈퍼사이클'의 성격을 띤다. 시장에서는 이번 사이클이 메모리 반도체 역사상 가장 긴 업사이클이 될 것으로 전망하며, 이러한 전망은 글로벌 반도체 기업들의 구체적인 투자 계획을 통해 현실화되고 있다. **4년 만에 반도체 소부장 기업들의 대규모 발주 사이클이 시작되는 것이다.**

삼성전자: 평택캠퍼스 **P4**는 Phase 1(V9 NAND, 1b DRAM)의 장비 입고가 진행 중이며, Phase 3(1c DRAM)는 늦은 9월부터 공정 장비 발주가 시작된다. Phase 2(V10 NAND, 1c DRAM)와 Phase 4(DRAM 전용) 역시 연내 인프라 구축이 시작될 예정이다. 미국 **테일러 신규공장**은 170억 달러 투자로 시작해 400억 달러까지 확대될 계획이며, 2026년 상반기부터 대규모 장비 발주가 전망된다. 여기에 **P5** 골조 공사까지 2026년 1분기 착공이 예정되어 있다.

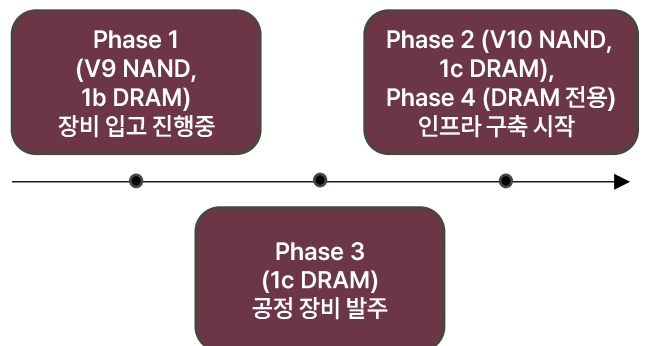
SK하이닉스: 청주 **M15X**는 11월 준공 후 2026년 60k 수준의 대규모 장비 발주가 예상되며, 현재 한창 공사 중인 **용인 클러스터**의 1기 팹은 2027년 5월 준공을 목표로 하고 있다.

이처럼 삼성전자 P4의 장비 발주가 본격화되고, **2026년에는 D램에 NAND, 파운드리까지 가세하면서 대규모 장비 발주 사이클이 시작될 것이다.** 특히 삼성전자 테일러 공장과 평택 P5, SK하이닉스 용인 클러스터의 투자가 연속적으로 이어지면서, 이번 CAPEX 사이클은 2026년 단발성으로 그치지 않고 **2028년까지 이어지는 강력하고 지속적인 성장**이 될 것으로 전망된다.

도표 1-3 DDR5 VS HBM

구분	DDR5	HBM
다이 크기	기준(1x)	1.5~2배
수율	비교적 높음	낮음
리드타임	짧음	길
라인 배분	보통 생산	최선단 라인 집중 배정

도표 1-4 삼성전자 평택캠퍼스 P4



2.1.2. 패키징 공정을 통한 TC본딩 이해

패키징의 역할과 진화

반도체 후공정인 패키징(Packaging) 공정은 백그라인딩(Back Grinding) > 다이싱(Dicing) > 다이본딩(Die Bonding) > 와이어 본딩(Wire Bonding) > 몰딩(Molding) 순으로 진행된다. 웨이퍼 상태로 가공된 반도체 칩이 외부 환경으로부터 손상되지 않도록 보호하고, 칩의 미세한 전기회로를 기판이나 전자기기의 외부 단자와 연결하여 전기적 신호를 주고받을 수 있도록 길을 만들어 준다. 과거에는 단순히 칩을 보호하고 연결하는 역할에 머물렀지만, 기술이 고도화되면서 **이제는 여러 개의 칩을 통합하여 시스템 전체의 성능을 극대화하는 핵심적인 역할로 진화했다.**

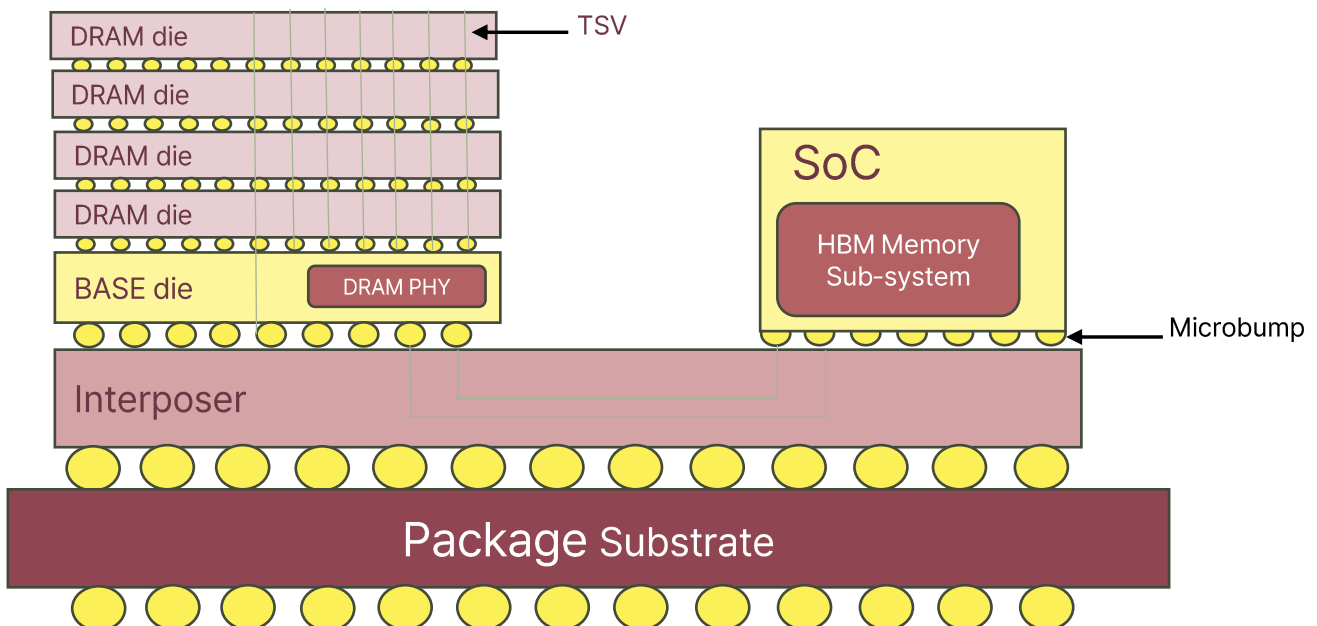
HBM을 위한 첨단 패키징 공정

HBM은 이러한 첨단 패키징 기술의 집약체다. HBM을 만들기 위해서는 먼저 D램 다이(Die)를 머리카락보다 얇게 연마하고 (Thinning), 칩을 수직으로 관통하는 데이터 통로인 TSV(Through-Silicon Via)를 형성한다. 이후 칩과 칩을 전기적으로 연결할 수 있도록 수천 개의 미세한 금속 돌기(Micro-bump)를 표면에 제작한다.

공정의 화룡점정, TC 본딩

이 모든 준비가 끝나면 HBM 패키징의 가장 핵심적인 **‘다이 적층 및 본딩’** 공정이 시작된다. 이 단계에서 **TC(Thermal Compression)** 본딩이 사용된다. TC 본딩은 얇게 가공된 D램 다이들을 한 층씩 정밀하게 쌓아 올리면서, **제어된 높은 열 (Thermal)과 압력(Compression)을 동시에 가해** 수천 개의 마이크로 범프들을 오차 없이 완벽하게 녹여 접합시키는 역할을 한다. 이 과정의 정밀도가 곧 HBM의 수율과 성능을 결정하기 때문에, TC 본딩은 단순한 장비를 넘어 HBM 경쟁력의 핵심 인프라로 불린다.

도표 1-5. HBM Stacking 과정





2.1.3. TC본딩의 한계와 하이브리드 본딩

TC 본딩의
명확한 한계

TC본딩은 HBM 시대를 연 핵심 기술이지만, 반도체 기술이 더욱 진화함에 따라 명확한 물리적 한계에 직면하고 있다. TC 본딩 은 '마이크로 범프'라는 중간 매개물을 통해 칩을 연결하는데, 데이터 통로의 수를 늘리기 위해 범프의 크기를 줄이고 간격을 좁히는 데는 한계가 있다. **현재 가장 발전된 범프 피치는 약 40 μ m(마이크로미터) 수준이다. 기술적으로 10 μ m까지 축소하는 것을 목표로 하고 있지만, 그 이하로는 물리적 한계가 있다. 범프 자체의 저항 성분으로 인해 신호 전달 속도에 손실이 발생하고, 전력 소모와 발열 문제에서도 자유로울 수 없다.** HBM4 세대 이후 요구되는 초고대역폭과 저전력 특성을 구현하기에는 TC 본딩만으로는 역부족인 것이다.

차세대 기술,
하이브리드 본딩의
등장

한계를 극복하기 위해 등장한 기술이 하이브리드 본딩(Hybrid Bonding)이다. 하이브리드 본딩은 마이크로 범프와 같은 중간 매개물을 아예 없애고, 웨이퍼에 형성된 구리(Cu) 배선을 원자 단위로 직접 맞대어 결합시키는 기술이다.

현재 양산 초기 단계 기술은 10 μ m 이하에서 시작하며, 이미 기술적으로는 1~3 μ m 피치가 구현되고 있다. 연구 단계에서는 400nm(나노미터), 즉 0.4 μ m 피치까지 성공한 사례가 있다. 성공시 TC 본딩(마이크로 범프) 방식보다 연결 통로(피치) 간격을 1/4 ~ 1/10 수준으로 좁힐 수 있고, 면적당 데이터 통로의 밀도(Density)는 10배 이상 높일 수 있다. 칩 사이의 간격을 획기적으로 줄일 수 있어, 데이터 통로의 밀도를 수십 배 이상 높이는 것이 가능한 것이다.

밀도는 1mm²라는 면적 안에 얼마나 많은 데이터 통로(I/O)를 만들 수 있는지를 나타낸다. 이는 반도체의 실제 성능과 직결되는 가장 중요한 지표이다.

- **TC 본딩 (마이크로 범프 방식):** 40 μ m 피치 기준으로, 1mm² 당 약 수천 개 ~ 1만 개 수준의 데이터 통로를 배치할 수 있다.

- **하이브리드 본딩:** 피치를 1~3 μ m 수준으로 줄이면, 1mm² 당 수십만 개에서 최대 100만 개 이상의 데이터 통로를 배치하는 것이 가능하다.

도표 1-6 TC 본딩 VS 하이브리드 본딩

구분	TC 본딩 (현세대)	하이브리드 본딩 (차세대)
연결 방식	마이크로 범프(Solder)를 통한 간접 연결	구리(Cu) 배선 간 직접 연결 (Bumpless)
I/O 밀도	범프크기로 인해 제한적 (수십 μ m 피치)	범프가 없어 월등히 높음 (수 μ m이하피치)
전기적 성능	상대적으로 높은 저항, 신호 손실 발생	저항이 낮아 신호 전달 속도가 빠르고 전력 효율 우수
열적 성능	범프가 열 방출을 일부 저해	직접 연결로 열 방출 경로가 확보되어 유리
기술 난이도	매우 높음	극도로 높음 (나노미터 단위의 평탄도 및 정밀도 요구)



2.2 미국 중국 가장 큰 대립점, 반도체

2.2.1 왜 미국은 중국을 견제하는가

기술 패권 경쟁의 핵심, 반도체

미국과 중국의 대립은 무역, 외교, 군사를 넘어 기술 패권(Technological Hegemony)을 둘러싼 총력전의 양상을 띠고 있다. 그리고 이 경쟁의 가장 핵심적인 전장이 바로 반도체다. 반도체는 AI, 5G 통신, 양자 컴퓨팅, 자율주행, 첨단 무기체계 등 미래 산업과 국가 안보를 좌우하는 모든 기술의 기반이 되는 '전략 자산'이기 때문이다. **어느 국가가 가장 진보된 반도체를 설계하고 생산하는지를 두고 21세기 글로벌 리더십의 향방이 결정된다고 해도 과언이 아니다.**

미국의 전략: 핵심 공급망 통제 (Choke Points)

미국은 자국의 기술 패권을 유지하기 위해 반도체 공급망의 '핵심 길목(Choke Points)'을 통제하는 전략을 구사하고 있다. 대표적인 사례가 **2022년 10월 7일** 발표된 미국 상무부 산업안보국(BIS)의 강력한 수출 통제 조치다. 이 조치는 **1. 18나노 이하 D램 2. 128단 이상 낸드플래시 3. 16나노 이하 로직칩**을 생산할 수 있는 미국 기술과 장비의 중국 수출을 포괄적으로 금지했다. 이는 반도체 설계(EDA 툴), 제조 장비(ASML의 EUV 등) 시장을 장악한 미국과 그 동맹국들이 핵심 길목을 차단하여 중국의 기술 및 군사적 성장을 둔화시키려는 명확한 의도다.

중국의 전략: 기술 자립과 후공정 우회

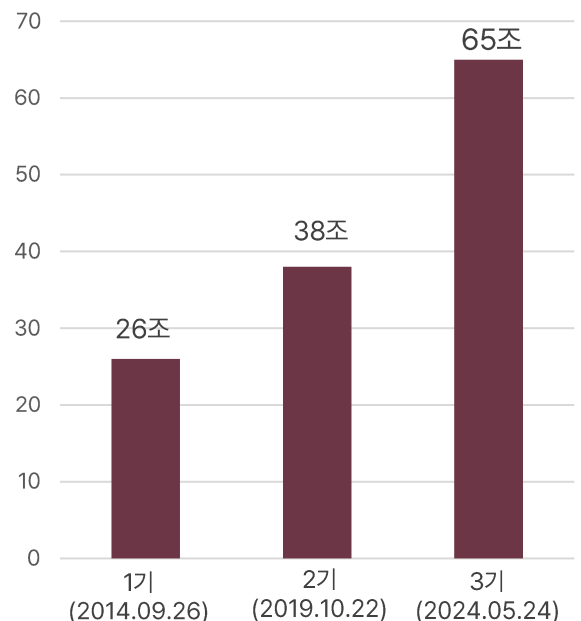
이에 맞서는 중국은 '반도체 굴기'를 통해 기술 자립을 국가 최우선 과제로 삼고 있다. 이를 위해 막대한 국가 자금을 투입하고 있는데, 대표적인 것이 '국가집적회로산업투자기금', 일명 '대기금(Big Fund)'이다. 1기(약 26조 원), 2기(약 38조 원)에 이어, 최근 3기 펀드는 역대 최대 규모인 3,440억 위안(약 65조 원)으로 조성되었다. 이러한 자금은 SMIC, 화홍반도체 등 자국 기업에 집중 투자되며, 특히 미국의 전공정 제재를 우회하기 위한 첨단 후공정 기술 개발에 집중되고 있다.

도표 2-1 중국과 미국 전략 비교

구분	미국	중국
목표	기술 패권 유지	반도체 밸류체인 내국화
정책 수단	수출 통제	국가 대형 펀드
임계치	장비 기술 통제	장비 소재 국산화
공급망 핵심	규제 영향력 강화	병목 우회 시도
국내 투자	내국 제조, R&D, 패키징. 총 527억 달러	1, 2기 대비 규모 확대. 총 3,440억 위안
최근 동향	ASML 대중 수출 서비스 통제 확대	3기 펀드로 장비, 후공정 집중투자

도표 2-2 중국 국가집적회로산업투자기금

(조 원)





2.2.2. OSAT업체에게 MSVP가 필요한 이유

미중 갈등이
낳은 새로운 시장:
중국의 후공정 굴기

미국의 강력한 대중국 반도체 제재가 16나노 이하의 첨단 전공정 기술에 집중되면서, 중국은 생존을 위해 첨단 후공정(Back-end) 기술에 막대한 자본과 정책적 지원을 쏟아붓고 있다. 선단 공정의 한계를 칩렛(Chiplet), 2.5D/3D 패키징과 같은 후공정 기술 고도화로 극복하려는 이른바 '후공정 굴기' 전략이다. 시장조사기관 Yole Group에 따르면, 이러한 투자에 힘입어 **2028년까지 중국의 첨단 패키징 시장 점유율은 30%를 넘어설 것으로** 전망된다.

첨단 패키징의 필수
장비, MSVP

후공정 굴기의 중심에는 **JCET, 통푸마이크로, 화토펜과기**와 같은 중국의 OSAT(외주 반도체 패키지 테스트) 업체들이 있다. 이들은 정부 지원 아래 공격적인 증설에 나서고 있다. 화웨이의 최신 AI 반도체 '어센드 910B'는 미국의 제재를 우회하기 위해 구형 공정에서 생산된 여러 개의 칩렛을 결합하는 방식으로 제작된 것으로 알려져 있다.

동사의 **MSVP(Micro Saw & Vision Placement)** 장비는 **Vision Placement 분야**에서 **글로벌 시장 점유율 1위를 차지**하는 독보적인 제품이다. 첨단 패키징은 웨이퍼를 기존보다 훨씬 작고 다양한 형태의 칩(Chiplet)으로 정밀하게 절단(Sawing)하고, 이를 오차 없이 정확한 위치에 재배치(Placement)해야 한다. 화웨이의 최신 AI 반도체 '어센드 910B'와 같이 칩렛 기술을 활용하는 중국의 시도는, 정밀한 절단과 재배치가 가능한 MSVP 장비 없이는 불가능하다. 즉, 중국의 기술 자립 노력이 곧바로 글로벌 1위 장비인 동사의 MSVP 장비에 대한 구조적인 수요로 연결되는 것이다.

도표 2-3. 중국의 첨단 패키징 시장 점유율

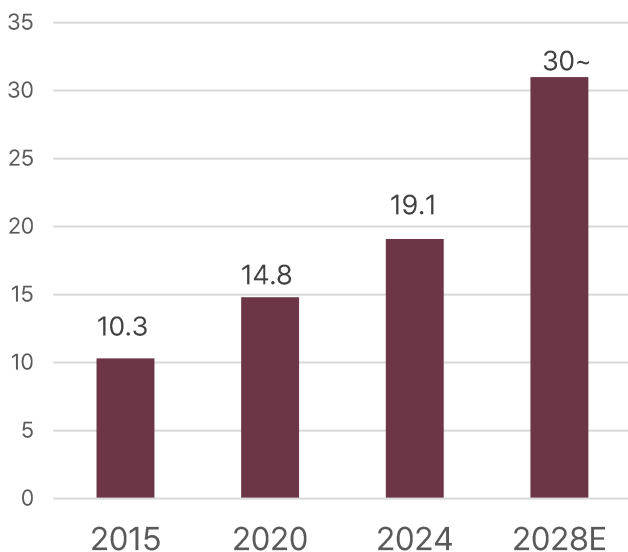


도표 2-4. 중국의 OSAT 업체 비교

구분	JCET	TFME
패키징 방식	2.5D, 3D 통합 솔루션	고급 패키징 보유 (2.5D/3D, FCBGA)
칩렛	XDFOI, 브리지 내장형, 코디자인 역량	AMD와의 2.5D 첨단 패키징 수행
CapEx	24~25 웨이퍼레벨, 첨단 패키징 투자 확대	HBM 관련 후공정 진출, 설비 투자
정부 지원	China Resources 계열 국주 지배주주화 (약 351억 원)	대기금 지분 보유 (약 11.26%)



2.2.3. OSAT업체에게 EMI Shield 가 필요한 이유

고집적화의 동반자,
EMI Shield:
또 다른 성장축

동시에 동사는 EMI(Electro Magnetic Interference) Shield 장비 시장의 핵심 공급자로서 또 다른 성장 기회를 맞이하고 있다. 5G 통신, 자율주행, 위성 통신 등에 사용되는 반도체는 고주파 대역에서 작동하기 때문에 칩 간의 전자파 간섭에 매우 민감하다. 실제로 스마트폰 AP 칩의 60% 이상이 EMI 차폐 공정을 거치고 있다.

중국이 미국의 제재 속에서 통신 및 AI 반도체 자급률을 높이려 할수록, 칩의 집적도는 높아질 수밖에 없다. 이는 제품의 신뢰성 확보를 위해 동사가 공급하는 EMI Shield 장비의 채택을 필수적인 단계로 만들고 있다. 결국, 미중 기술 갈등이라는 거대한 지정학적 흐름은 HBM용 TC 본더 외에도, 동사의 전통적 캐시카운인 MSVP와 EMI Shield 사업부에 강력하고 지속적인 성장 모멘텀을 제공하고 있다.

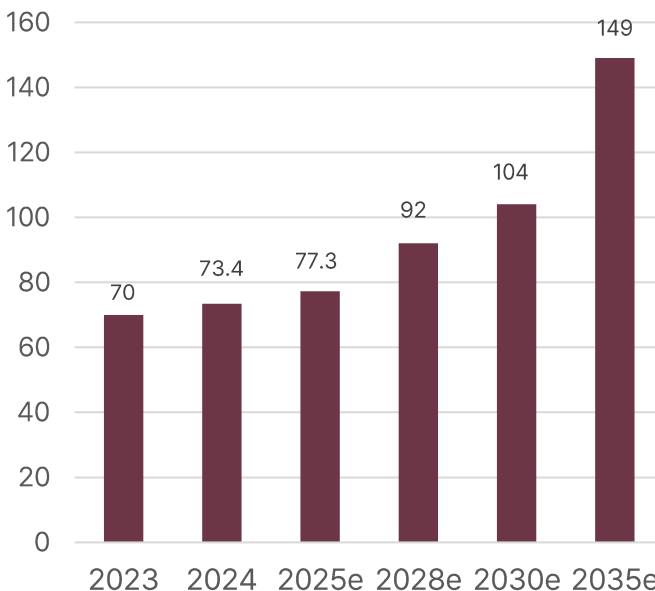
지정학적 리스크가
창출한 구조적 수요

결론적으로, 미국의 제재라는 지정학적 변수가 중국의 기술 전략을 후공정 중심으로 전환시켰고, 이는 중국 OSAT 업체들의 MSVP 및 EMI Shield 장비에 대한 구조적인 수요를 창출했다. 동사의 이 두 분야에서 세계 최고 수준의 기술력을 바탕으로, HBM 시장과는 또 다른 강력한 성장 동력을 확보하게 되었다.

도표 2-5. EMI Shield 시장 규모

(억 달러)

도표 2-6. 한미반도체 EMI Shield





3. 기업분석

3.1 한미반도체 파헤치기

45년 업력,
패키징 장비
선도기업

한미반도체는 1980년 설립 후 **DUAL TC BONDER, micro SAW & VISION PLACEMENT, EMI Shield** 등 반도체 제조용 장비 개발을 시작으로 최첨단 자동화 장비에 이르기까지 광범위한 분야의 자체 기술을 보유한 글로벌 장비 전문기업이다. 동사는 반도체 후공정, 특히 AI 시대의 핵심 기술로 부상한 HBM(고대역폭 메모리) 및 2.5D 패키징에 필수적인 장비를 개발, 제조하여 글로벌 반도체 제조업체에 공급하며 수익을 창출한다.

경쟁력의 원천
: 완전 수직통합 체제

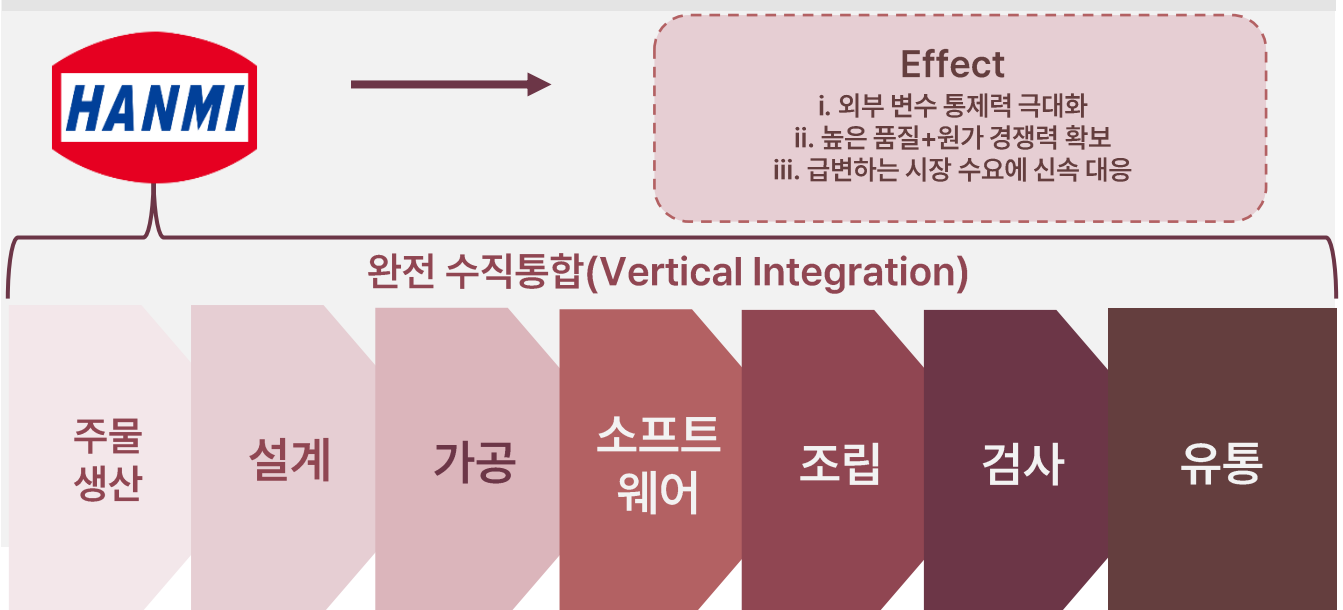
동사의 가장 근본적인 경쟁력은 업계에서 보기 드문 '완전 수직통합' 체제에서 나온다. 이는 도표 3-1에 나와 있는 것처럼, 장비의 기초가 되는 '주물생산-설계-부품가공-소프트웨어-조립-검사' 제조부터 유통과 판매까지 전체 가치 사슬을 내재화한 것이다. 이 독특한 생산 방식은 외부 변수에 대한 통제력을 극대화하여 높은 품질과 원가 경쟁력을 확보하고, 급변하는 시장 수요에 신속하게 대응할 수 있는 유연성의 기반이 된다.

3.2 매력이 High 브리드랄까

AI 혁명이 창출한
HBM 시장의
독점적 지배자

동사의 가장 큰 투자 매력은 AI 반도체 구현을 위한 HBM 칩 생산의 핵심 장비인 'DUAL TC BONDER' 시장에서의 압도적인 지배력이다. HBM3E 12단 적층 공정에서는 미세 간격과 높은 발열 문제로 인해 안정적인 본딩 기술이 필수적인데, 이를 충족할 수 있는 업체가 동사뿐이기 때문이다. 실제로 2024년 기준 TC 본더의 HBM3E 시장 점유율은 90%까지 증가했으며, 이로써 동사는 단순한 후공정 장비사를 넘어 HBM 시대를 주도하는 기술 인프라 기업으로 자리매김했다.

도표 3-1 완전 수직통합 체제





3.2 매력이 High 브리드랄까

미래 대비
지속적인 투자

동사의 매력은 현재의 성과에만 머무르지 않는다. 전체 인원의 약 30%를 연구개발 인력으로 구성하고, 매출액 대비 높은 수준의 R&D 비용을 지속적으로 투입하며 미래를 준비하고 있다. 2023년 불황기에도 매출액의 11.5%에 달하는 180억 원을, 시장이 회복된 2024년에는 221억 원을 연구개발에 투자했다(도표 3-2 참고). 특히 차세대 HBM 칩 적층 방식으로 기대되는 하이브리드 본더 개발에 착수하는 등, **현재의 주력 상품을 안정적으로 판매하는 동시에 2~3년 후의 주력 상품이 될 차세대 기술 개발을 지속적으로 추진함으로써 미래지향형 성장 환경을 스스로 조성하고 있다.**

3.3 복수의 제품군에서 확보한 '글로벌 No.1 위상'

TC 본더
: 연평균 48%
성장 독점

TC 본더가 속한 전체 유효 시장(TAM)은 HBM 설비 투자 규모와 직접적으로 연결된다. JP모건에 따르면, 글로벌 TC 본더 시장의 규모는 2024년 4억 6,100만 달러(약 6,000억 원)에서 3년 뒤인 2027년에는 **15억 달러(약 2조 원)까지 증가할 것으로** 예상된다. 이는 연평균 성장률(CAGR)이 48%에 달하는 폭발적인 성장세다.

HBM4 전환
: TC본더의 위기와
기회

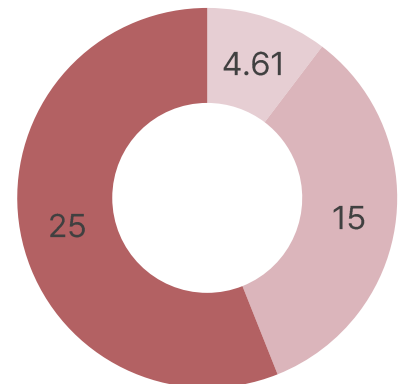
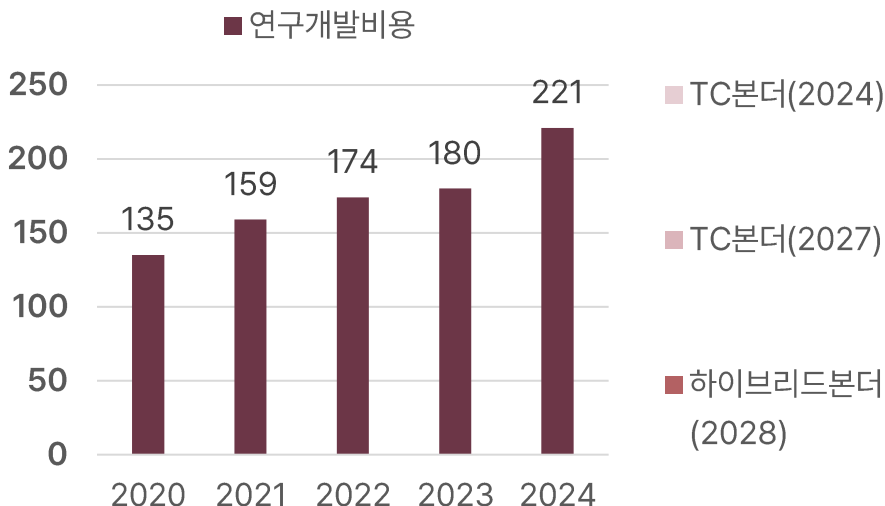
다만 HBM4 세대로의 전환은 현재 TC 본더 시장의 지배자인 동사에게 위기이자 기회다. HBM4부터는 현재의 TC 본딩 방식이 아닌 **하이브리드 본딩** 기술이 필수적으로 요구되기 때문이다. 이는 기존 TC 본더 시장이 축소될 수 있다는 리스크를 의미하는 동시에, 새로운 거대 시장이 열림을 의미한다. Yole Group 등 시장조사기관에 따르면(도표 3-3), 이제 막 개화하는 **하이브리드 본딩 장비 시장의 TAM은 2028년까지 20억~30억 달러 (약 2.6조~4조 원) 규모로 성장할 것으로** 추정된다.

도표 3-2 증가하는 R&D 비용

(단위: 억 원)

도표 3-3 제품 추정 성장률

(단위: %)





3.3 복수의 제품군에서 확보한 '글로벌 No.1 위상'

하이브리드 본더:
연간 1조원 성장동력

동사는 이 거대한 변화에 선제적으로 대응하고 있다. 이미 **1,000억 원을 투입해 하이브리드 본더 개발에 착수**했으며, 2027년 상용화를 목표로 하고 있다. 동사가 Vision Placement에서 TC 본더로 성공적으로 전환했듯, TC 본더에서 축적한 초정밀 열·압력 제어 기술과 비전 시스템 노하우는 하이브리드 본딩 장비 개발의 가장 강력한 자산이다. 만약 동사가 이 신규 시장에서 초기 **30~40%의 점유율을 확보한다면, 이는 현재의 TC본더 매출을 뛰어넘는 연간 1조 원 규모의 새로운 성장 동력**을 확보하게 됨을 의미한다.

MSVP CAGR
: 연 8.7%

동사의 전통적 주력 제품인 'MICRO SAW & VISION PLACEMENT' 는 2022년부터 매출 하락세를 맞다가 중국 중심 OSAT 투자로 인한 호황기를 맞이하고 있다. 장비가 속한 **글로벌 반도체 조립 및 패키징 장비 시장은 2024년 90억 2천만 달러(약 12조 원) 규모로 평가되며, 2032년까지 174억 달러(약 23조 원) 규모로 성장할 것으로 예상된다.** 이는 연평균 8.72%의 견조하고 안정적인 성장세다.

중국 시장 성장이
동사에 안겨준
직접적인 수혜

그러나 이 8.72%는 전체 시장의 평균 성장률이며, 동사가 직접적인 수혜를 입는 **중국 첨단 패키징 장비 시장의 TAM 확장 속도는 이를 훨씬 상회한다.** 미국의 제재로 전공정 투자가 막힌 중국 OSAT 업체들이 칩렛 등 후공정 고도화에 막대한 자금을 쏟아붓고 있기 때문이다. 시장조사기관들은 중국의 첨단 패키징 관련 설비투자(CAPEX)가 향후 몇 년간 **연평균 15% 이상**의 높은 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 동사는 Vision Placement 분야의 글로벌 1위 기업으로서, 이처럼 폭발적으로 성장하는 중국 시장의 과실을 가장 직접적으로 흡수할 수 있는 위치에 있다. 이는 동사의 전통 사업부가 단순히 안정적인 현금 창출원을 넘어, 지정학적 변화에 따른 강력한 추가 성장 동력까지 확보했음을 의미한다.

도표 3-4 반도체조립및패키징장비 시장 성장추이

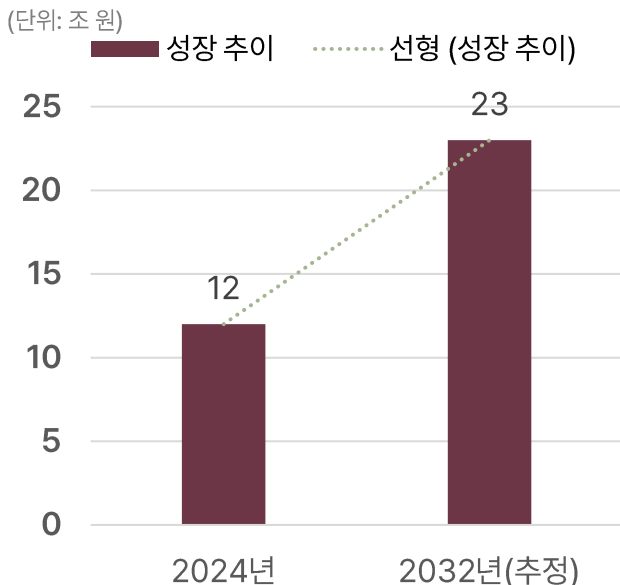


도표 3-5 지정학 변화가 만든 새로운 성장 기회





3.4. 무엇을 제공하고 경쟁업체와 어떻게 다른지

글로벌 시장에서 ASMPT, BESI 등과 경쟁하지만, 동사는 이들과 명확히 구분되는 구조적 경쟁 우위를 가지고 있다. 이는 단순히 질적인 차이가 아닌, **수익성, 사업 구조, 생산 방식**이라는 세 가지 핵심 축에서 비롯된다.

차별점 1:
압도적인 수익성
(영업이익률)

가장 명확한 차이는 숫자로 증명되는 수익성이다. AI 특수로 HBM 장비 수요가 폭발했던 2024년, 동사의 영업이익률은 45.7%에 달했다. 반면, 동사보다 몇 배나 큰 매출 규모를 자랑하는 세계 1위 후공정 기업 **ASMPT의 같은 기간 영업이익률은 10~15% 수준**에 머무르며, 기술적 경쟁력을 갖춘 **BESI 역시 통상 30% 내외**의 이익률을 기록한다. 이는 동사가 단순히 장비를 파는 것을 넘어, 독점적 기술력을 바탕으로 시장 가격을 결정하고, 후술할 생산 방식을 통해 원가를 극단적으로 통제하고 있음을 보여주는 가장 강력한 증거다.

차별점 2:
사업 구조
(선택과 집중)

[도표3-1]의 경쟁사들의 사업 구조와 비교했을 때, 동사의 '선택과 집중' 전략은 돋보인다. **이들과 달리 동사는 'HBM 본딩'과 '비전 플레이스먼트'라는 특정 분야를 깊게 파고들어 독점적 지위를 구축하는 데 성공했다.** 이러한 전문화 전략이 바로 45.7%라는 압도적 수익성의 기반이 되었다.

차별점 3:
생산 방식
(완전 수직통합)

이 모든 차이를 가능하게 하는 근본적인 경쟁 우위는 바로 **'완전 수직통합'** 생산 방식이다. ASMPT와 BESI가 다수의 외부 공급업체로부터 부품을 조달하여 조립하는 일반적인 수평적 분업 모델을 따르는 반면, 동사는 장비의 뼈대인 주물부터 핵심 부품 가공, 제어 소프트웨어까지 **제조 전 과정을 내재화**했다.

이 방식은 HBM 수요가 폭발하던 2023년~2024년, 그 진가를 발휘했다. 경쟁사들이 부품 공급망 문제로 납기 지연을 겪을 때, 동사는 자체 생산 라인을 통해 신속하게 생산능력을 **연간 264대에서 420대로 증설**하며 고객사의 긴급한 수요에 성공적으로 대응했다. 즉, '완전 수직통합'은 단순한 원가 절감 수단을 넘어, **품질과 기술을 완벽히 통제하고 시장 변화에 가장 빠르게 대응할 수 있는 동사만의 핵심 전략 무기**인 것이다.

도표 3-1. 한미반도체 경쟁사들의 사업구조		
구분	사업 구조	고객사
ASMPT	전공정, 후공정, SMT 장비	삼성전자, SK하이닉스, Microm Technology
BESI	첨단 다이 어태치(Die Attach)에 강점	TSMC, Intel, 삼성전자, Micron Technology, ASE, AMKOR
한화세미텍	그룹 지원 바탕 시장 진입	SK하이닉스



3.5. 회사 매출 Segment

장비&부품,
안정적 매출 구조

동사의 매출은 크게 신규 장비 판매와 기존 장비의 유지보수 및 사양 변경에 필요한 부품(Conversion Kit 등) 판매로 나뉜다. **2025년 상반기 누계 기준, 전체 매출 3,274억 원 중 반도체 제조용 장비 등 신규 제품 매출이 2,928억 원(89.4%)을 차지하며 성장을 견인했고, Conversion Kit 등 부품 매출이 346억 원(10.6%)으로 안정적인 수익 기반 역할을 했다.**

내수+수출의
동반 성장

지역별로는 내수와 수출이 균형 있게 성장하며 안정적인 포트폴리오를 구축했다. [도표3-2]를 보면, 특히 HBM 투자가 본격화된 2024년을 기점으로 내수 시장(SK하이닉스)의 폭발적인 성장이 두드러졌으며, 2025년 상반기에는 해외 고객사(마이크론) 다변화에 성공하며 수출 비중이 다시 크게 확대되는 모습을 보였다.

3.6. 주요 고객 및 공급업체

글로벌 Top Tier
기업을 아우르는
고객 기반

[도표3-3]를 보면 알 수 있듯, 동사는 특정 고객사에 의존하지 않는 다변화된 고객 포트폴리오를 확보하고 있다. 주요 고객사로는 SK하이닉스, Micron Technology, 삼성전자 등 글로벌 메모리 기업뿐만 아니라, ASE, Amkor, JCET, Huatian, TFME 등 세계 최상위 OSAT 업체들이 포함되어 있다. 또한 Infineon, ST Micro, Skyworks, Luxshare 등 차량용·통신용 반도체 기업과 LG이노텍, 삼성전기 등 국내 주요 부품 기업까지 아우르는 폭넓은 고객 기반을 자랑한다.

수직통합을 통한
공급망 리스크 최소화

공급업체 측면에서 동사는 '완전 수직통합'을 통해 핵심 부품의 자체 조달 비중이 매우 높다. 2025년 상반기 기준, 주요 원재료 매입액 1,291억 원 중 외부 부품(Sawing Module 등) 매입 비중은 83.4%였으나, 이는 경쟁사 대비 현저히 낮은 수준이다. **핵심 기술과 부품을 내재화함으로써 외부 공급망 리스크를 최소화하고, 이는 동사의 높은 수익성과 안정적인 생산 능력의 근간이 된다.**

도표 3-2. 한미반도체 매출 추이

도표 3-3. 한미반도체 주요 고객사

구분 (단위: 억 원)	2023	2024	1Q25
수출	116.7	230.6	269.9
내수	42.3	328.3	57.5
합계	159.0	558.9	327.4



4. 투자 포인트



고성능 AI 칩 경쟁이 심화되면서, 엔비디아와 같은 팹리스 기업들은 더 이상 표준화된 HBM에 만족하지 않고 GPU의 일부 기능을 HBM의 베이스 다이에 통합하는 '커스텀 HBM'을 직접 설계하고 있다. 이는 'LOGIC ON MEMORY STACKING'과 같은 더 복잡한 기술을 요구하며, 결과적으로 본딩 공정의 난이도를 높이고 각 칩 설계에 맞는 고도의 커스터마이징 본딩 솔루션을 필수적으로 만들고 있다.

이러한 커스텀 HBM의 등장은 동사의 고객 기반을 근본적으로 확장시키는 기회 요인으로 작용한다. 과거 특정 메모리 고객사에 대한 높은 의존도에서 벗어나, 팹리스의 설계를 구현해야 하는 파운드리 업체, 나아가 칩 설계를 주도하는 팹리스 업체까지 고객으로 확보할 수 있게 된 것이다. 실제로 2025년 1월 동사의 CFO가 밝힌 '북미 대형 신규 고객사와의 215억 원 규모 TC 본더 계약'은 이러한 변화가 현실화되고 있음을 보여주는 명백한 신호탄이다.

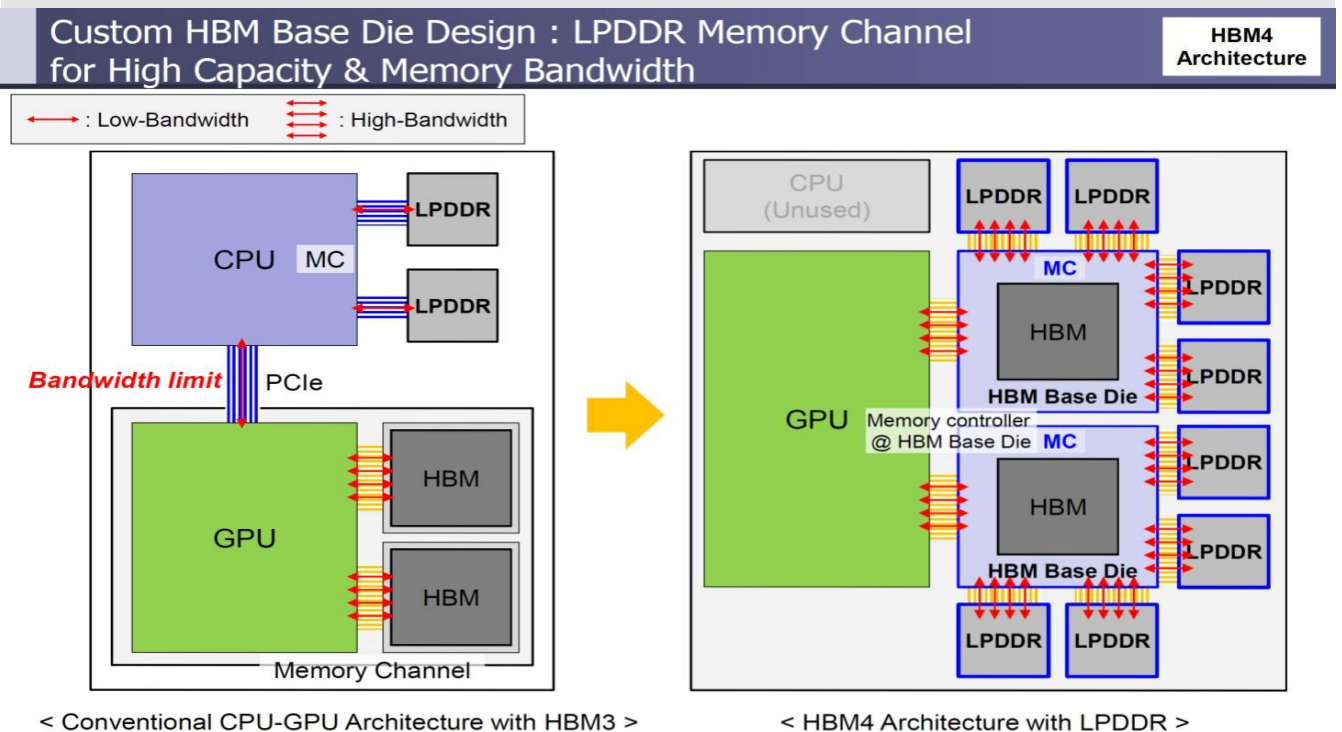
4.1 하이브리드 본딩 전환이 불러온 P, Q 증가, C 통제

기술전환기 압도적
가격 결정력의 증명

다가오는 3분기 실적 발표는 동사의 투자포인트가 단기적인 노이즈를 뚫고 구조적인 성장 궤도에 안착했음을 증명하는 중요한 변곡점이 될 것이다. 시장의 관심은 2분기의 일시적 숨 고르기를 넘어, **P(가격) 상승, Q(물량) 회복, C(원가) 통제**라는 세 가지 핵심 동력이 3분기 실적과 향후 가이드스에 어떻게 반영되는지에 집중될 것이다.

도표 4-1 기존 HBM 구조

도표 4-2 커스텀 HBM 구조





4.1.2 P(Price): 기술 전환기, 압도적 가격 결정력의 증명

HBM4로의 기술 전환은 동사의 평균판매단가(ASP)를 구조적으로 끌어올리는 결정적인 계기가 될 것이다. HBM4는 I/O 개수가 2배로 늘고, 3~7nm 파운드리 공정으로 제작된 베이스 다이를 사용하는 등 기술적 복잡성이 비약적으로 상승한다. 이는 장비의 가격 상승으로 직접 이어진다. 업계에 따르면, 기존 TC 본더 대비 하이브리드 기능이 포함된 차세대 본더의 가격은 약 40% 이상 인상될 가능성이 높다.

신규장비 P 증가 납품된 장비 P 추가

더욱 중요한 것은 '업그레이드' 수요에 대한 동사의 가격 정책이다. 고객사는 HBM4 초기 양산 시 신규 장비 구매 대신 기존 TC 본더를 업그레이드하는 방식을 택할 수 있다. 이 경우에도 동사는 기술의 가치를 온전히 반영하여, 기존 장비를 업그레이드하는 방식으로 대응해도 관련 비용을 전액 반영할 것"으로 알려졌다.

고객사 선택과 상관 없이 우리는 이익 갓

이는 신규 판매(Q증가)뿐만 아니라, 기존에 설치된 장비(Installed Base)를 통한 고마진의 추가 매출 발생을 의미한다. 즉, 고객사가 어떤 선택을 하든 동사는 기술 전환에 따른 가치 상승분을 가격(P)에 성공적으로 전가할 수 있는 강력한 협상력을 보유하고 있음을 시사한다. 이는 3Q24에 증명된 48%의 경이로운 영업이익률과 해외 고객사향으로 20~50% 높은 가격을 책정하는 현재의 가격 정책을 통해 충분히 입증된 능력이다.

4.1.2 Q(Quantity): 공급망 재편의 최종 승자, 물량 회복의 서막

수직통합을 통한 공급망 리스크 최소화

2025년 상반기 동사의 판매량(Q)에 가장 큰 불확실성이었던 SK하이닉스의 공급망 다변화 리스크가 오히려 동사의 기술적 해자를 증명하며 해소되고 있다. SK하이닉스는 리스크 관리 차원에서 한화세미텍을 공급망에 포함시키고 물량을 우선 배정했으나, 후발주자의 기술적 한계와 핵심 부품 수급 문제 등이 불거지며 전략 재수정이 불가피해졌다. 업계에 따르면, SK하이닉스는 HBM4부터 다시 동사 중심으로 공급망을 재편하고, ASMPT를 보조 공급사로 활용하는 '투벤더(Two-vendor)' 체제를 검토 중이다.

이는 동사의 수주량(Q) 관점에서 엄청난 호재다. 상반기 한화세미텍으로 향했던 물량이 다시 동사로 회귀할 가능성이 발생했기 때문이다.

도표 4-3. HBM 세대별 I/O 폭

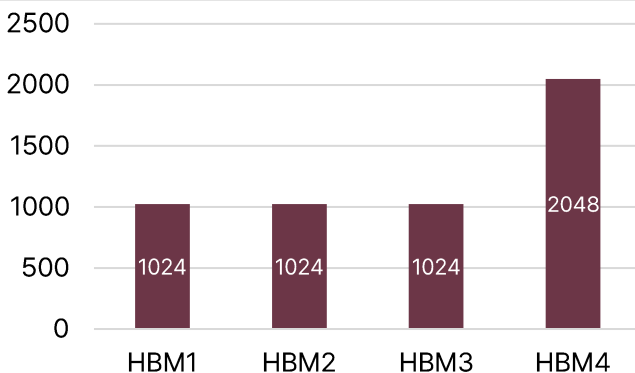
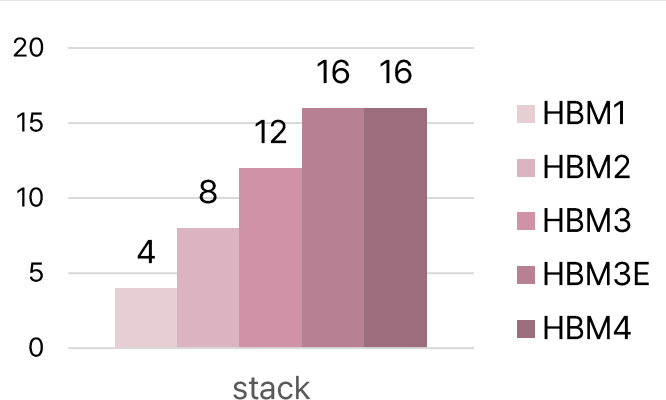


도표 4-4. HBM 세대별 Dram 적층 단 수





4.1.2 Q(Quantity): 공급망 재편의 최종 승자, 물량 회복의 서막

점유율 하락은 명목적,
실질적 Q는 증가

물론 ASMP의 재진입으로 과거와 같은 90% 이상의 독점적 점유율을 유지하기는 어려울 수 있다. HBM4 초기 발주 물량 4대 중 동사가 3대, ASMP가 1대를 맡을 것이라는 관측처럼 일부 물량 분배는 현실화될 것이다. 그러나 중요한 것은 전체 시장(TAM)의 크기다. LS증권에 따르면 글로벌 3사의 TSV Capa는 **4Q26까지 현재의 2배 이상인 550K/월로 확장**될 전망이며, 이는 **향후 2년간 최소 1,140대 이상의 막대한 신규 본더 수요**를 의미한다.

즉, 특정 고객사 내 점유율이 일부 조정되더라도, 폭발적으로 커지는 전체 시장의 크기를 감안할 때 동사가 확보할 절대적인 판매량(Q)은 구조적으로 크게 증가할 수밖에 없다. 이번 3분기 실적과 함께 발표될 **4분기 및 2026년 연간 가이드**는 이러한 물량 회복과 중장기적 성장성에 대한 시장의 의구심을 해소하는 결정적인 계기가 될 것이다.

장기 성장 동력:
온디바이스 시장의 개
화

서버 시장을 넘어, 온디바이스 AI의 성장은 동사의 장기적인 Q(수량) 증가에 또 다른 핵심적인 잠재적 원인이 된다. 온디바이스 AI는 스마트폰, PC 등 기기 자체에서 AI 연산을 수행하는 기술로, 이를 위해서는 저전력·고성능 특성을 지닌 새로운 형태의 메모리가 필수적이다. 대표적인 기술이 바로 **모바일 HBM**과 **LLW(Low Latency Wide I/O)**다. 모바일 HBM은 기존 서버용 HBM을 소형화, 저전력화한 것이며, LLW는 LPDDR을 계단식으로 적층하여 정보 입출구(I/O)의 수를 8배 증가시켜 기존 대비 데이터 효율을 약 70% 향상시킨 커스텀 메모리 기술이다.

이러한 차세대 메모리 기술의 등장은 동사에게 새로운 Q의 확장 기회를 의미한다. 특히 애플의 '비전프로'가 LLW 기술을 채택했고, 향후 차세대 아이폰 및 M 칩 시리즈에서 **CPU와 GPU를 분리**하여 GPU 다이에 모바일 HBM을 직접 연결하는 설계를 검토하고 있다. 이는 **2026년 이후 출시되는 애플의 주력 제품 라인업에서 동사의 본딩 기술을 필요로 하는 신규 수요가 본격적으로 창출될 수 있음**을 예측하게 한다.

도표 4-5. LLW Vs LPDDR5

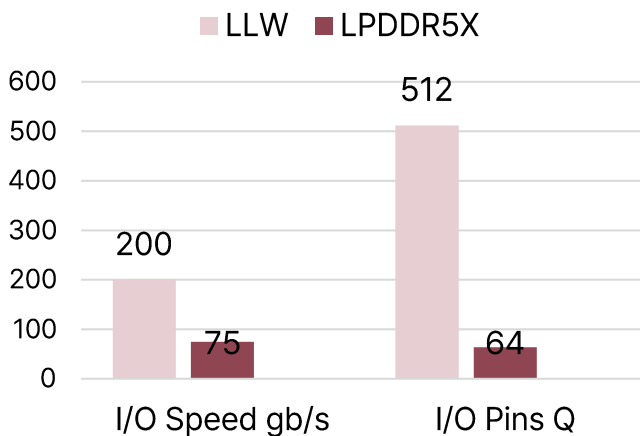
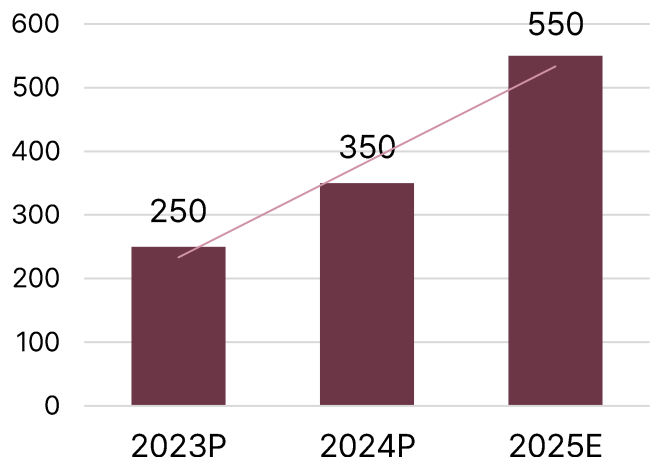


도표 4-6. 글로벌 3사 TSV CAPA

(단위 : 1000개/월)





4.1.2 Q(Quantity): 공급망 재편의 최종 승자, 물량 회복의 서막

온디바이스 AI 반도체 시장은 2023년을 기준으로 **연평균 16.5% 성장하여 2030년까지 81억 3,000만 달러 규모로 확대될** 것으로 전망된다. 이는 데이터센터용 HBM 시장과는 별개로, 수억 대에 달하는 모바일 기기 시장에서 동사의 본딩 장비에 대한 새로운 수요가 발생할 수 있음을 시사하는 중요한 대목이다.

4.1.3 C(Cost): 기술 전환기 속 빛나는 원가 통제력과 수익 방어

완전 내재화로 매출원가 확 줄이기

P와 Q가 폭발적으로 성장하는 환경에서, 동사의 이익을 극대화하는 마지막 열쇠는 바로 원가(C) 통제 능력에 있다. 동사의 가장 강력한 경쟁 우위는 '**완전 수직통합(Vertical Integration)**' 체제를 통한 압도적인 원가 경쟁력이다. 장비의 기초가 되는 주물 생산부터 설계, 초정밀 부품 가공, 소프트웨어 개발까지 전 과정을 내재화함으로써, 외부 공급망 리스크와 원가 상승 압력에서 상대적으로 자유롭다. 이는 56.3%에 달하는 높은 매출총이익률로 증명된다.

미리 발생될 비용도 선제적으로 통제 가능

이러한 원가 통제력은 HBM4 전환기에 더욱 빛을 발한다. 고객사가 선택할 수 있는 '업그레이드' 옵션은 동사에게 매우 유리한 사업 모델이다. 동사는 업그레이드에 필요한 핵심 부품과 소프트웨어를 직접 생산하므로, **서비스에 소요되는 원가(C)를 정확히 통제**할 수 있다.

고객사도 좋고 우리도 좋고

이를 통해 고객사에게는 신규 장비 구매보다 저렴한 대안을 제시하면서도, 동사는 신규 장비 판매에 준하는 높은 마진을 확보하는 것이 가능하다. 이는 외부에서 부품을 조달해 서비스를 제공해야 하는 경쟁사들은 쉽게 모방할 수 없는 강력한 경쟁 우위다. 결국, P(가격)와 Q(수량)의 성장이 창출한 막대한 매출이 낮은 C(원가) 구조와 결합하여 동사의 이익을 극대화시키는 선순환이 완성되는 것이다.

도표 4-7. 온디바이스 CAGR

(단위 : 백만달러)

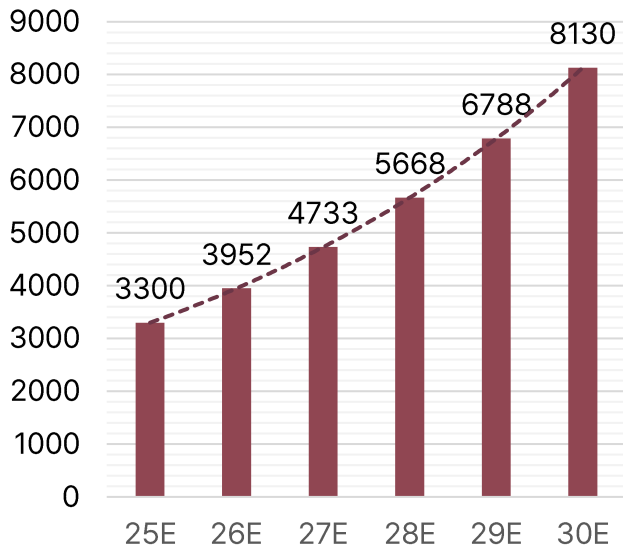
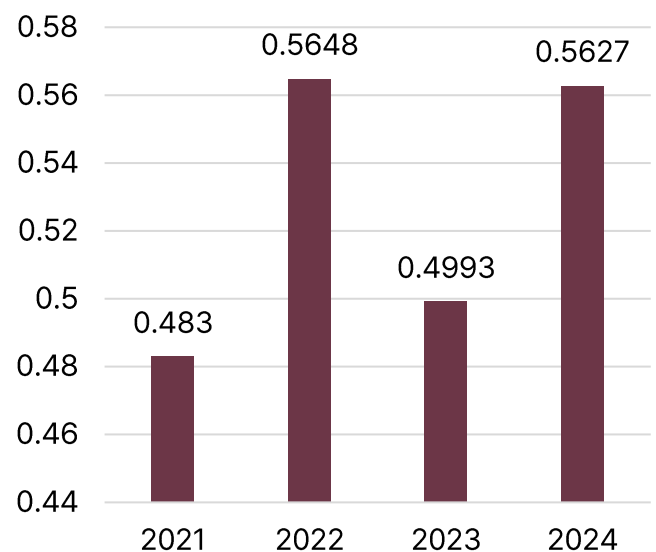


도표 4-8. 과거 4개년 매출총이익률

(단위 : 백분율)





4.2 중국 OSAT 투자 확대로 인한 MSVP, EMI 수요 확대

미중갈등 땀큐!
시장의 성장속도 대신
중국의 버프 획득

미국의 강력한 대중국 반도체 제재는 중국이 첨단 전공정 대신 후공정 기술 고도화에 국가적 역량을 쏟아붓게 하는 결과를 낳았다. 이는 동사의 전통적 주력 사업부인 'micro SAW & VISION PLACEMENT(MSVP)'와 'EMI Shield' 장비에 예상치 못한 구조적 성장 기회를 제공하고 있다. 전체 반도체 조립 및 패키징 장비 시장이 연평균 8.72%의 안정적 성장을 보이는 가운데, **중국의 첨단 패키징 관련 설비투자(CAPEX)는 향후 몇 년간 연평균 15% 이상의 높은 성장률을 기록할 것으로 전망된다.**

4.2.1 MSVP : 후공정 굴기의 최대 수혜 장비

중국 OSAT가
정밀할 수록
MSVP 판매량이
늘어나요

동사는 Vision Placement 분야에서 **글로벌 시장 점유율 1위**를 굳건히 지키고 있다. 중국의 OSAT 업체들이 미국의 제재를 우회하기 위해 칩렛(Chiplet) 기술에 집중 투자하면서, 웨이퍼를 정밀하게 절단하고 재배치하는 MSVP 장비는 필수불가결한 요소가 되었다. 화웨이의 AI 반도체 '어센드 910B' 사례에서 보듯, 중국의 기술 자립 노력은 곧바로 글로벌 1위 장비인 동사의 MSVP에 대한 직접적인 수요로 연결된다. 최근 상상인증권 리포트에 따르면, **2025년 2분기 동사의 MSVP 매출은 240억 원으로 전 분기 대비 185.7% 급증할 것으로 전망되는데,** 이는 중화권 OSAT 고객사들의 투자가 본격적으로 재개되고 있음을 보여주는 명확한 증거다. 중국 첨단 패키징 시장이 향후 수년간 조 단위 규모로 성장할 것을 고려할 때, 이는 동사에게 연간 수천억 원의 추가 매출을 안겨줄 수 있는 거대한 기회다.

무역갈등의 적용 밖

여기에 더해, 동사는 지정학적 측면에서도 독보적인 경쟁 우위를 점하고 있다. **동사의 장비는 미국산 부품이나 기술 비중이 10% 미만으로, 미국의 직접적인 수출 통제 영향권에서 비교적 자유롭다.** 이는 미국 국적의 경쟁사나 미국 기술 의존도가 높은 기업들이 접근하기 어려운 중국의 '반도체 블랙박스' 시장을 공략할 수 있는 결정적인 이점이다. LS증권에 따르면 중국은 공식적인 통계에 잡히지 않는 비상장 소규모 기업들을 통해 '쪼개기 방식'으로 장비를 수입하는 경향이 커지고 있는데, 낮은 지정학적 리스크와 압도적인 시장 지배력을 가진 동사는 이러한 숨겨진 수요까지 흡수할 수 있는 가장 유력한 후보다.

도표 4-9. 후공정 장비 매출추이

(단위 : 백만원)

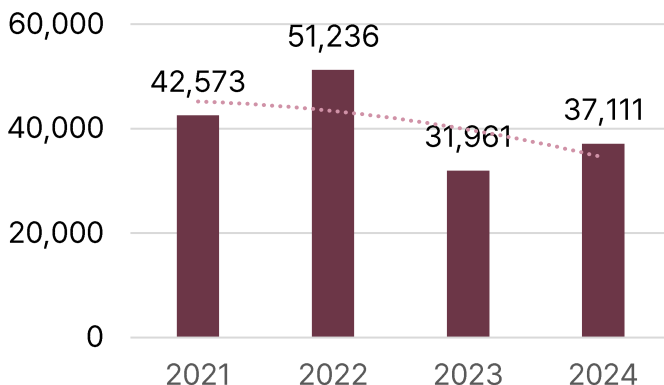
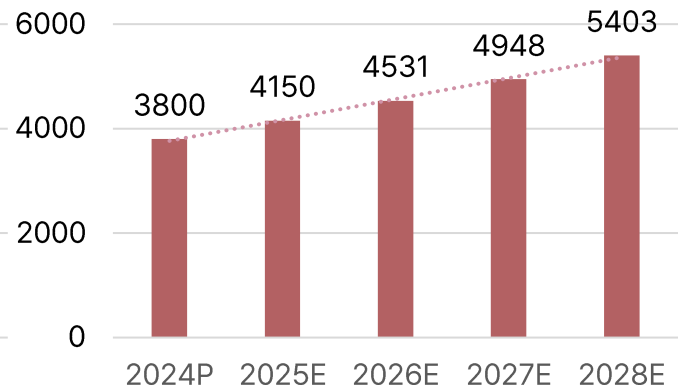


도표 4-10. 첨단 패키징 CAGR

(단위 : 백만달러)



4.2.2 EMI Shield : 6G와 항공우주를 아우르는 미래 성장 동력

미국의 제재 속 중국의
성장은 더욱 빨리지고

EMI Shield 장비 역시 단순한 스마트폰 부품용 장비를 넘어 그 적용처가 폭발적으로 확대되고 있다. 이 장비는 전기차, 자율주행차 등 자동차 전장화, 그리고 저궤도 위성통신(LEO)과 도심형 항공 모빌리티(UAM) 등 6G 상용화의 필수 공정에 쓰인다. 동사는 이미 북미 항공우주 업체향으로 EMI Shield 장비 수주를 꾸준히 발생시키고 있다. 중국이 미국의 제재 속에서 6G, 자율주행 등 미래 산업의 기술 자립을 서두를수록, 고집적 반도체의 신뢰성 확보를 위한 EMI Shield 장비의 중요성은 더욱 커질 수밖에 없다. 이는 HBM 사이클과는 별개로, 4차 산업의 성장과 함께 동사의 장기적인 실적 안정성을 뒷받침할 또 하나의 강력한 성장축이다.

실체가 있는 EMI

EMI Shield 사업부의 성장은 재무 데이터로도 확인된다. 2023년 56억 원 수준이었던 연간 매출은 2024년 약 173억~185억 원 규모로 3배 이상 급증했으며, 2025년에는 225억 원 이상으로 꾸준한 성장이 전망된다. 분기별 실적은 고객사의 프로젝트 단위 발주 특성상 다소 변동성이 있지만, 연간 기준으로는 명확한 우상향 성장세를 보인다.

결론적으로 동사는 AI 혁명이 이끄는 HBM 시장과 미중 갈등이 촉발한 중국 후공정 시장이라는, 서로 강력하지만 상관관계는 낮은 두 개의 독립적인 성장 엔진을 동시에 보유하게 된 셈이다. 이는 동사가 단일 제품에 의존하는 리스크를 해소하고, 균형 잡힌 사업 포트폴리오를 갖춘 종합 장비 기업으로 진화하고 있음을 보여주는 강력한 투자포인트이다.

그림 4-11. EMI Shield Using

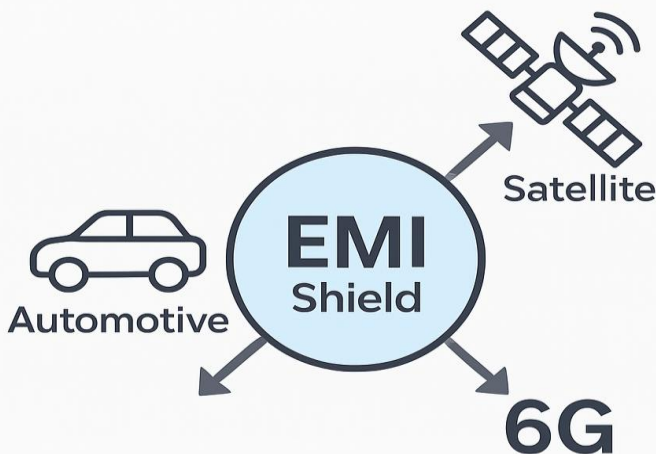
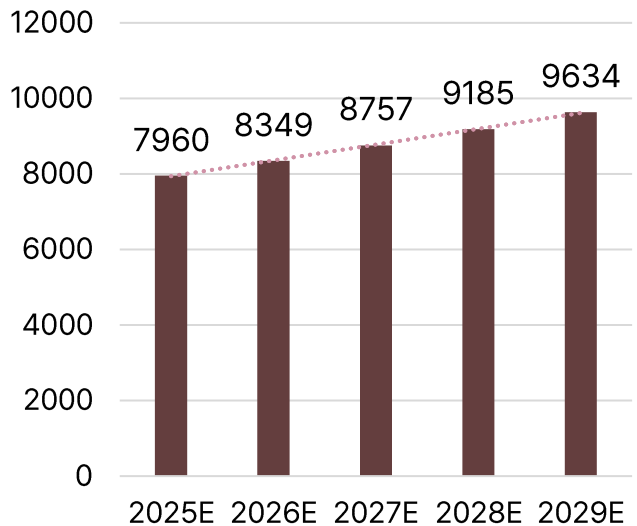


도표 4-12. EMI Shield CAGR

(단위 : 백만달러)



5. 리스크 포인트



동사의 강력한 성장 전망에도 불구하고, 투자자는 다음과 같은 잠재적 리스크 요인들을 인지하고 지속적으로 모니터링할 필요가 있다. 다만, 이러한 리스크들은 동사의 핵심 경쟁력과 선제적 대응 전략을 통해 충분히 관리 가능한 영역에 있는 것으로 판단된다.

5.1 미중 갈등 심화에 따른 지정학적 불확실성

미국 규제 확대 가능성

현재 동사의 MSVP 및 EMI Shield 장비 매출의 상당 부분은 미국의 전공정 제재를 우회하여 후공정 기술 고도화에 집중하고 있는 중국 OSAT 업체들의 투자 확대에 기인한다. 가장 큰 리스크 시나리오는, 미국 상무부(BIS)가 이러한 '우회로'를 차단하기 위해 규제 범위를 2.5D/3D 첨단 패키징 공정에 필수적인 초정밀 장비까지 확대하는 것이다. 만약 동사의 장비가 미국의 수출 통제 대상(ECCN)에 포함될 경우, 중국향 매출에 직접적인 타격이 발생할 수 있다.

낮은 미국 기술 의존도

그러나 이 리스크가 동사에게 미칠 실질적인 영향은 제한적일 것으로 판단된다. **첫째, 동사의 장비는 미국산 부품이나 기술 비중이 10% 미만으로**, 미국의 직접적인 수출 통제 규제 대상에 포함될 가능성이 낮다. 이는 동사가 미중 갈등의 직접적인 영향권에서 한발 비켜서 있음을 의미하는 강력한 방어막이다.

고객사 다변화

둘째, 동사는 이미 중국 시장 의존도를 줄이기 위한 고객사 및 지역 다변화를 성공적으로 추진하고 있다. 3Q24 기준, TC 본더 매출 중 북미 고객사 비중이 43%까지 증가했으며, 마이크론은 2025년 HBM CAPA를 60K/월 이상으로 증설할 계획이어서 중국의 수요를 상쇄하고도 남을 강력한 성장 동력이 되고 있다. 또한, EMI Shield 부문 역시 북미 항공우주 업체향으로 꾸준히 수주가 발생하는 등 비(非)중국, 비(非)반도체 사이클의 신규 수요처를 확보하며 포트폴리오를 다각화하고 있다.

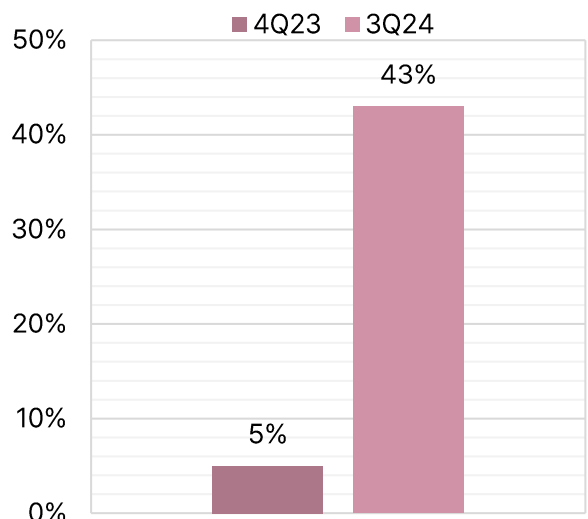
도표 5-1 BIS가 발표한 기존 보고서

PUBLISHED DOCUMENT: 2022-21658 (87 FR 62186)

DOCUMENT HEADINGS

Department of Commerce
Bureau of Industry and Security
15 CFR Parts 734, 736, 740, 742, 744, 762, 772, and 774
[Docket No. 220930-0204]
RIN 0694-A194

도표 5-2 마이크론 매출 비중 증가율





5.2 고객사 내 점유율 변동 및 신기술 도입 지연 리스크

고객사의 공급망
다변화 시도
&
기술 전환 불확실성

최근 시장의 가장 큰 우려는 **최대 고객사인 SK하이닉스의 TC 본더 이원화(공급망 다변화) 시도**였다. 이는 동사의 핵심 매출처 내 점유율 하락으로 이어질 수 있다는 리스크를 부각시켰다. 이와 더불어, **HBM4 세대에 필수적인 플렉스리스(Flux-less) TC 본더와 같은 신기술 도입이 고객사의 수출 문제 등으로 지연될 경우**, 동사의 성장 모멘텀이 일시적으로 둔화될 수 있다는 불확실성도 존재한다.

결국 돌아오게
되있어

그러나 이러한 리스크 역시 동사의 근본적인 경쟁력과 다변화된 고객 기반을 고려할 때 과도한 우려로 판단된다. SK하이닉스의 다변화 시도는 경쟁사의 기술적 한계로 인해 난항을 겪고 있으며, 이는 오히려 **동사의 압도적인 기술력과 양산 레퍼런스가 단기간에 대체 불가능하다는 점을 시장에 재확인시켜 주는 계기**가 되었다. 동사는 NDR을 통해 “점유율 1위 업체로서 우선 공급 구도는 유지될 것”이라는 자신감을 내비쳤다. 또한 이번 한화세미텍의 SK하이닉스 밴더 탈락의 사례를 보았을 때, ASMPT가 추가 밴더로 들어올지라도 점유율은 공고히 동사가 지킬 것으로 예상된다.

소문난 맛집,
한미

설령 국내 고객사 내 점유율이 일부 조정되더라도, **다른 고객사들의 폭발적인 주문 증가가 이를 상쇄**하고 있다. 북미 고객사의 공격적인 CAPA 증설과 신규 고객사들의 장비 요청이 지속되고 있기 때문이다.

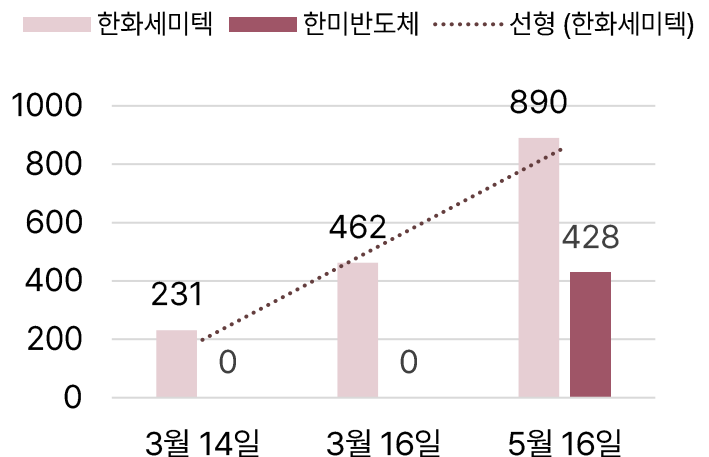
포트폴리오 짱

실제로 동사는 “기타 고객사 주문 증가로 2025년 연간 매출액 1조 원을 달성할 수 있을 것”이라고 강조하며, 특정 고객사에 대한 의존도가 구조적으로 낮아졌음을 명확히 했다. 또한, **신기술 도입 지연 리스크는 동사의 폭넓은 제품 포트폴리오를 통해 완화**된다. 만약 플렉스리스 본더 도입이 지연되더라도, 동사는 이미 시장에서 성능이 검증된 현세대 TC 본더를 통해 안정적인 매출을 이어갈 수 있다. 이는 기술 전환기의 불확실성을 '기회비용'의 문제로 만들 뿐, 사업의 근간을 흔드는 리스크는 아님을 의미한다.

도표 5-3. 신기술 도입 지연에 따른 장단점

장점	단점
안정적 매출 유지	성장 모멘텀 둔화
탄탄한 제품 포트폴리오	기회비용 발생
장비 신뢰도, 레퍼런스 강화	단기 실적 변동성 확대
경쟁사 단기 진입 차단	경쟁사 장비 시험 여지 제공

도표 5-4. 2024 SK 하이닉스로의 누적수주량 (단위: 억원)





6. 영업수익 가정

본 리서치 팀은 동사의 영업수익을 1) Bonder부문, 2) 중국 OSAT 수혜 부문 3) 기타 사업 부문으로 구분하여 가정하였다.

6.1. Bonder 부문

동사의 핵심 성장 동력인 Bonder 부문의 매출은 HBM 기술 전환 사이클에 따라 3단계로 나누어 추정하였다. 2025년 2분기 전체 매출액은 1,801억 원이며 이 중 Bonder 매출 비중은 78.3%이다. 2025년 2분기 Bonder 매출액 **약 1,410억 원**을 기준으로, 각 단계별 시장 상황을 반영하여 분기별 성장률을 가정하였다.

6.1.1. HBM3E 성숙 및 HBM4 준비기 (3Q25 ~ 1Q26)

이 시기는 HBM3E 투자가 정점을 지나고, 고객사들이 HBM4 양산을 위한 본격적인 투자 직전 장비 성능을 검토하고 라인을 최적화하는 구간이다. 따라서 폭발적인 성장보다는 안정적인 흐름 또는 일시적인 숨 고르기가 나타날 수 있다. 하지만 HBM4용 파일럿 라인 및 연구개발용 장비 발주가 시작되며 성장률의 하단을 지지할 것이다.

QoQ 성장률 가정: 분기 평균 +10%

가정 근거: HBM3E 투자 사이클의 성숙 → HBM4 R&D 투자 시작 → 결론: 안정적 성장

1. HBM3E 투자 사이클의 성숙: 2024년부터 2025년 상반기까지 이어진 HBM3E 설비투자는 2025년 하반기에 이르면 대부분의 라인 증설이 완료되는 성숙 단계에 진입한다. 신규 팹을 처음부터 채우는 폭발적인 수요보다는, 기존 라인을 최적화하거나 소규모로 증설하는 수요가 주를 이루게 되어 분기별 성장률은 자연스럽게 둔화된다.

2. HBM4 R&D 및 파일럿 라인 투자 시작: 바로 이 시기에 SK하이닉스, 마이크론, 삼성전자 등 메모리 3사는 2026년 HBM4 본격 양산을 위한 준비를 시작한다. 이는 실제 양산 라인 투입 전, 신규 장비의 성능과 수율을 검증하기 위한 **R&D 및 파일럿 라인용 장비 발주**로 나타난다. 이 장비들은 대수는 적지만 ASP가 높은 차세대 사양으로, HBM3E 투자 둔화분을 상쇄하며 성장률의 하단을 견고하게 지지하는 역할을 한다.

결론 (안정적 성장): 기존 주력 제품의 성장을 둔화와 차세대 제품의 초기 수요 발생이 맞물리면서, 분기 평균 +10%라는 안정적이면서도 견조한 성장률을 기록할 것으로 가정했다.



6.1.2. HBM4 양산 투자 본격화 (2Q26 ~ 4Q26)

2026년은 SK하이닉스의 용인 클러스터, 삼성전자의 P4/P5 등 차세대 HBM4 양산을 위한 대규모 설비투자(CAPEX)가 본격적으로 집행되는 핵심 구간이다. ASP가 기존 대비 2배 가까이 높은 HBM4용 신규 본더 및 업그레이드 수요가 폭발적으로 증가하며, 동사의 Bonder 매출이 다시 한번 계단식으로 급증할 것으로 전망된다.

QoQ 성장률 가정: 투자가 집중되는 초반(2Q26, 3Q26)에 +30~35%의 높은 성장률을 기록한 뒤, 연말에 다소 진정되는 흐름을 가정한다.

가정: 대규모 신규 팹 가동 → 고객사 선점 경쟁 → ASP 증폭 효과 → 결론: 폭발적 성장

1. 신규 팹(Fab) 증설에 따른 장비 발주의 집중 (Lumpy Capex): 2026년은 대규모 신규 팹들이 동시에 가동되는 해이다. SK하이닉스의 청주 M15X(월 60k 규모 장비 발주 예상)와 **용인 클러스터 1기 팹**, 삼성전자의 **평택 P4/P5** 라인, 그리고 미국 테일러 공장(2026년 상반기 대규모 장비 발주 전망)이 모두 이 시기에 장비 반입(Tool-in)을 시작한다. 비어있는 거대한 클린룸을 채우기 위한 장비 발주는 특정 분기에 한꺼번에 집중되는 경향이 있어, 분기 성장률을 폭발적으로 끌어올리는 가장 핵심적인 요인이다.

2. HBM4 시장 선점을 위한 고객사의 경쟁적 투자 (Time-to-Market): HBM 시장은 엔비디아와 같은 최종 고객사의 쿼 테스트를 먼저 통과하고 안정적인 물량을 공급하는 기업이 시장을 독식하는 구조다. 마이크론이 "HBM4 12단 최상위 Sample을 제출했다"고 발표하며 경쟁에 불을 지핀 것처럼, 메모리 3사는 HBM4 시장의 주도권을 잡기 위해 양산 초기 단계에서 경쟁적으로 대규모 투자를 집행할 수밖에 없다. 이는 필요한 장비를 미리 대량으로 확보하는 'Front-loading' 현상을 유발하며, 2Q26~3Q26 시기에 주문이 집중될 것임을 시사한다.

3. ASP(평균판매단가) 상승에 따른 매출액 증폭 효과: 2026년은 매출 믹스가 기존 HBM3E용 본더(ASP 약 30억)에서 차세대 HBM4용 본더(ASP 약 50~60억)로 급격히 재편되는 시기이다. 판매량(Q) 증가와 함께 매출의 질(P)이 함께 상승하면서, 매출액 성장률은 판매량 성장률을 훨씬 상회하는 증폭 효과를 나타낸다. 판매량이 20% 증가하더라도, ASP가 높은 신규 장비 비중이 높아지면 전체 매출액 성장률은 30~35% 이상으로 나타날 수 있다.

4. 결론 (폭발적 성장): 따라서 **1) 신규 팹, 2) 고객사 경쟁, 3) ASP 상승**이라는 세 가지 강력한 모멘텀이 동시에 작용하는 2026년 중반기는 동사 역사상 가장 가파른 분기별 성장을 기록할 가능성이 높으며, +30~35%라는 성장률 가정은 이러한 분석에 기반한 합리적 추정치이다.



6.1.3. HBM4 성숙 및 차세대 기술 도입기 (1Q27 ~ 4Q27)

HBM4 투자가 성숙기에 접어들며, 성장률은 다소 둔화되지만 높은 매출 수준을 유지하는 구간이다. 이 시기부터 동사가 2027년 상용화를 목표로 개발 중인 하이브리드 본더의 초기 수주가 발생하며 새로운 성장 동력으로 작용하기 시작할 것이다.

QoQ 성장률 가정: 분기 평균 +10~15%

가정: HBM4 투자 성숙화 → 차세대 팹 투자 지속 → 하이브리드 본더 신규 매출 발생 → 결론: 둔화 속에서도 견조한 성장

1. HBM4 투자 성숙화에 따른 기저 효과: 2026년의 폭발적인 성장으로 분기 매출 규모가 수천억 원 단위로 커지면서, 성장률(%) 자체는 자연스럽게 둔화된다. 이는 성장의 둔화가 아닌, 성숙기에 진입했음을 의미한다 (기저효과). 이것이 성장률이 10%대로 낮아지는 기본적인 이유다.

2. 차세대 팹 투자 지속: 그러나 SK하이닉스의 **용인 클러스터 1기 팹이 2027년 5월에 준공되는** 등 대규모 투자는 2027년 상반기까지 계속 이어진다. 이는 HBM4 관련 장비 발주가 2026년에 끝나지 않고, 2027년에도 꾸준히 이어지며 성장률의 하방을 지지하는 강력한 요인이다.

3. 하이브리드 본더 신규 매출 발생(+α): 2027년은 동사가 **하이브리드 본더 상용화를 목표로** 한 해이며, 경쟁사 역시 2027년을 '하이브리드 본더 시장이 개화하는 해'로 전망하고 있다. 2Q27부터 기대되는 하이브리드 본더의 초도 수주는, ASP가 기존 TC 본더보다 월등히 높은 신규 제품군의 매출이 더해짐을 의미한다. 따라서 기존 HBM4 장비 매출의 성장률이 10% 내외로 둔화되더라도, 고가의 하이브리드 본더 초기 매출이 알파(+α)로 더해지면서 전체 Bonder 부분의 분기 성장률을 **15%** 수준까지 다시 끌어올릴 것이다.

4. 결론 (둔화 속 견조한 성장): 결과적으로 2027년의 **+15%** 성장률은 HBM4 사이클의 성숙에 따른 자연스러운 성장률 둔화를 반영하면서도, 용인 클러스터 등 신규 팹 투자와 하이브리드 본더라는 강력한 신규 모멘텀이 더해진 복합적인 시장 상황을 반영한 추정치이다.

본더				
분기	주요 이벤트	QoQ 성장률 가정	예상 Bonder 매출액	억 원
2Q25 (Base)	-	-	1410	
3Q25	HBM4 파일럿 라인 발주	10%	1551	
4Q25	HBM4 양산 준비	10%	1706	
1Q26	HBM4 대규모 투자 시작	10%	1877	
2Q26	HBM4 투자 가속화	30%	2440	
3Q26	HBM4 투자 정점	35%	3294	
4Q26	HBM4 투자 지속	25%	4118	
1Q27	HBM4 투자 성숙기 진입	15%	4736	
2Q27	하이브리드 본더 초도 수주 기대	15%	5446	
3Q27	HBM4 안정적 매출	10%	5991	
4Q27	HBM4 안정적 매출	10%	6590	



6.2. MSVP 및 EMI Shield 부문 매출 추정

미중 기술 갈등이 촉발한 중국의 '후공정 굴기'는 동사의 전통 장비 사업부에 HBM과는 별개의 강력한 성장 동력을 제공한다.

6.2.1 MSVP 부문 매출 추정

MSVP 사업부는 2024년 하반기 일시적인 둔화를 겪었으나, 중화권 OSAT 업체들의 투자가 본격적으로 재개되면서 2025년부터 가파른 회복 및 성장세에 진입할 것으로 전망된다. 2025년 2분기 전체 매출 180.1억 원에 MSVP 비중 13.3%를 적용한 **약 240억 원**을 기준으로 설정하고, 중국 첨단 패키징 시장의 **연평균 15% 이상**의 구조적 성장률을 반영하여 다음과 같이 가정한다.

1단계 (회복 가속기, 3Q25 ~ 4Q25) 성장률: +15% QoQ

15%라는 높은 성장률은 장기 평균 성장률이 아닌, '**V자 회복**' 국면 초기의 **강력한 반등 모멘텀**을 반영한 수치이다.

1. 극도로 낮아진 기저 (Low Base): 동사의 MSVP 부문은 중화권 OSAT 고객사들의 투자 급감으로 2년간 극심한 부진을 겪었다. 억눌린 수요가 중국 정부 반도체 굴기 자금으로 인해 2025년부터 재개되기 시작했다.

2. 수요 폭발의 시작점 (Inflection Point): 한 증권사는 **2025년 2분기 MSVP 매출이 전 분기 대비 +185.7%**라는 폭발적인 성장을 기록할 것으로 전망했다. 수치를 그대로 가져가진 않겠지만, 이는 2년간 지연되었던 설비투자 수요가 한꺼번에 터져 나오기 시작했음을 가정할 수 있다.

3. 회복 관성 (Recovery Momentum): 일반적으로 강력한 V자 회복은 한 분기에 그치지 않는다. 억눌렸던 수요가 해소되는 과정에서, 그 다음 몇 분기 동안에도 여전히 높은 수준의 성장률이 유지된다. +15%라는 수치는 분기평균으로, 2분기의 폭발적인 성장 이후 그 강력한 회복 모멘텀이 이어지는 3분기와 4분기의 상황을 반영한 추정치다.

2단계 (안정 성장기, 2026년 ~ 2027년) 성장률: +4~5% QoQ

4~5%라는 수치는 중국 첨단 패키징 시장의 연평균 성장률(CAGR) 15%를 분기별 성장률로 변환하여 산출한 수치다.

1. 연평균 성장률(CAGR) 설정: 중국의 첨단 패키징 관련 설비투자(CAPEX)는 향후 몇 년간 **연평균 15% 이상**의 높은 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 보수적으로 15%를 사용했다.

2. 분기별 복리 성장률(QoQ) 변환 공식: 연평균 성장률을 분기별 복리 성장률로 변환했다.

$$\text{분기 성장률} = (1 + \text{연평균 성장률})^{(1/4)} - 1$$

3. 숫자 대입 및 산출: 위 공식에 연평균 성장률 15%(0.15)를 대입했다.

$$(1 + 0.15)^{(1/4)} - 1 = (1.15)^{0.25} - 1 \approx 1.0355 - 1 = 0.0355, \text{ 즉 약 3.6\%가 나온다.}$$

4. 최종 가정 (4~5%): 수학적으로는 약 3.6%가 산출되지만, 중국의 '반도체 굴기'는 국가 주도의 강력한 정책으로 초기 몇 년간 투자가 더욱 집중될 가능성이 높다. 따라서 단순히 수학적 변환 값인 3.6%보다 높은 **4~5%** 수준의 분기별 성장을 가정하는 것이 중국의 강력한 투자 의지를 반영하는 더 합리적인 추정치라고 판단했다. 폭발적 성장 후 1년은 5%, 그 이후는 4%를 줬다.



6.2.2 EMI Shield 부문 매출 추정

EMI Shield 사업부는 북미 항공우주 업체라는 신규 수요처 확보와 6G, 자율주행차 등 전방 산업 확대로 HBM 사이클과 무관한 자체 성장 동력을 확보했다. 2025년 2분기 전체 매출 180.1억 원에 EMI Shield 비중 1.3%를 적용한 약 23억 원을 기준점으로 설정하고, 다변화된 성장 동력을 고려하여 다음과 같이 가정한다.

전방산업의 TAM을 구한 후 동사의 EMI shield 시장 점유율을 곱하고, 전방산업의 CAGR을 적용해서 추정했다.

EMI Shield 성장률: +3% QoQ

전방시장 CAGR 12%: 시장조사기관에 따르면, 자동차 전장화, 6G 통신, 항공우주 등 신규 수요처 확대에 의해 글로벌 EMI 차폐 소재 및 서비스 시장은 2025년 기준 **약 30억 달러(약 4조 원)** 규모에 달하며, 이후 연평균 12%의 견조한 성장이 예상된다.

EMI Shield 규모는 4000억원: 통상적으로 장비 시장은 관련 소재 및 서비스 시장의 약 10% 규모를 형성한다. EMI Shiled 장비 시장의 TAM은 2025년 기준 약 3억 달러(약 4000억 원)규모로 추정한다.

동사의 점유율은 6.3%: 시장 컨센서스를 참고하면 EMI Shield 예상 매출액은 약 250억 수준이다. 즉 전체 4000억 시장에서 6.3% 수준의 점유율을 차지한다는 것을 알 수 있다.

성장률은 3%: 전방산업의 CAGR은 12%, 분기별 복리 성장률로 환산하면 2.87% 즉 약 +3%의 성장률을 구할 수 있다.

$$\text{분기 성장률} = (1 + 0.12)^{(1/4)} - 1 \approx 2.87\%$$

MSVP			EMI Shield	
분기	MSVP 예상 매출액 (QoQ 성장률)		EMI Shield 예상 매출액 (QoQ 성장률)	
2Q25 (Base)	240억 원 (-)		63억 원 (-)	
3Q25	276억 원 (+15%)	15%	65억 원 (+3%)	3%
4Q25	317억 원 (+15%)	15%	67억 원 (+3%)	3%
1Q26	333억 원 (+5%)	5%	69억 원 (+3%)	3%
2Q26	350억 원 (+5%)	5%	71억 원 (+3%)	3%
3Q26	367억 원 (+5%)	5%	73억 원 (+3%)	3%
4Q26	386억 원 (+5%)	5%	75억 원 (+3%)	3%
1Q27	401억 원 (+4%)	4%	77억 원 (+3%)	3%
2Q27	417억 원 (+4%)	4%	80억 원 (+3%)	3%
3Q27	434억 원 (+4%)	4%	82억 원 (+3%)	3%
4Q27	451억 원 (+4%)	4%	85억 원 (+3%)	3%



6.3. 기타 사업부문 매출 추정

소모품 (Conversion Kit, Spare & Kit & Tool) 부문

2025년 2분기 전체 매출 180.1억 원에 소모품 비중 8.8%를 적용한 약 158억 원을 기준으로 설정한다. 소모품 매출은 TC 본더 등 핵심 장비의 설치 기반 확대에 정비례하는 특성을 가진다. 2026년부터 Bonder 장비 판매가 폭발적으로 증가함에 따라, 관련 소모품 및 유지보수 수요 역시 가파르게 성장할 것으로 전망한다.

성장 가정: Bonder 장비의 누적 설치 대수 증가에 따른 꾸준한 수요를 반영하여, 2027년까지 분기 평균 +8%의 견조한 성장을 지속할 것으로 가정한다.

기타 장비 (META GRINDER, LASER, Camera Module 등) 부문

2025년 2분기 전체 매출 180.1억 원에 기타 장비(Camera Module 포함) 비중 12.2%(10.8%+1.4%)를 적용한 약 220억 원을 기준으로 설정한다. 이 부문은 특정 기술 사이클보다는 전반적인 반도체 산업 경기에 연동되는 경향을 보인다.

성장 가정: 반도체 슈퍼 사이클의 수혜를 일부 반영하되, Bonder나 MSVP와 같은 특정 성장 동력은 부족하므로 분기 평균 +3%의 완만한 성장을 가정한다.

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출액	77.3	123.5	208.5	149.6	147.4	180.1
YoY	191.6	151.6	568.4	186.5	90.6	45.8
매출비중						
Bonder	66.50%	69.50%	87.30%	82.90%	79.40%	67.80%
MSVP	14.40%	13.00%	6.10%	7.60%	5.70%	13.30%
EMI	8.70%	7.70%	0.50%	0%	1.20%	1.30%
소모품	9.60%	8.20%	4.30%	7.10%	12.00%	16.10%
기타	0.80%	1.60%	1.80%	2.40%	1.70%	1.50%
매출총이익	38.9	68.1	120.4	87.1	92.3	105.1
YoY	250.4	171.9	842.1	185.8	137.1	54.5
GPM	50.30%	55.10%	57.70%	58.20%	62.60%	58.40%
영업이익	28.7	55.4	99.3	71.9	69.6	86.3
YoY	1,287.00	395.9	3,324.10	290.6	142.5	55.7
OPM	37.10%	44.90%	47.60%	48.10%	47.20%	47.90%

구분	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	198.4	216.5	234.7	286.9	364.1	438.4	494.7	559	609.4	664.8
YoY	-4.844	44.72	59.227	59.3	83.518	102.49	110.78	94.841408	67.371601	51.642336
Bonder	134	147	162	211	285	356	409	470	517	569
MSVP	28	32	34	36	38	40	42	44	46	48
EMI	2	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9
소모품	31.3	32.2	33.2	34.2	35.2	36.3	37.4	38.5	39.7	40.9
기타	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4



7. 비용 가정

동사의 비용 구조는 '완전 수직통합' 체제에 기반한 높은 원가 통제력과, 미래 성장을 위한 적극적인 연구개발 투자라는 두 가지 특징을 가진다. 본 리서치 팀은 이러한 특성을 반영하여 아래의 순서와 가정에 따라 미래 비용을 추정하였다.

7.1. 판매비와 관리비 (SG&A)

판관비의 대부분을 차지하는 주요 항목은 A/S 비용, 급여, 지급수수료이며, 각 항목의 특성을 고려하여 다음과 같이 추정하였다.

A/S 비용: 수주 제품별 비용과 상세 약관을 알 수 없기 때문에, **향후 예상 매출액에 과거 평균 '매출액 대비 A/S 비용' 비율을** 곱하여 산출하였다. 이는 장비 설치 기반(Installed Base) 확대에 따라 유지보수 관련 비용이 비례하여 증가하는 것을 반영한다.

급여: 임원 수의 변동은 없으나, 회사의 성장에 따른 직원 수 증가를 반영해야 한다. 따라서, **반도체 불황으로 채용이 위축되었던 시기를 제외한, 평이했던 과거 3개년의 평균 급여 성장률**을 적용하여 추정하였다.

지급수수료 및 기타 판관비: 지급수수료는 고정비적 성격이 강해 변동폭은 크지 않으나 추이가 일정하지 않다. 따라서 합리적인 추정을 위해 **지급수수료 및 변동성이 크지 않은 그 외 기타 판관비 항목들은 과거 3개년의 평균값**을 사용하는 것으로 가정하였다.

7.2. 연구개발비 (R&D)

연구개발비는 미래 성장 동력 확보를 위한 핵심 투자 항목이다. 세부 항목의 변동률이 크지 않고 업황과의 직접적인 상관관계가 낮은 점을 고려하여, **향후 예상 매출액에 과거 3개년 평균 '매출액 대비 연구개발비' 비율을** 곱하여 산출하였다. 이는 전체 인력의 약 30%를 R&D 인력으로 유지하며 하이브리드 본더 등 차세대 기술에 대한 투자를 지속하는 동사의 일관된 경영 전략을 반영한다.

7.3. 금융원가

동사 금융원가의 98% 이상이 환율 변동과 관련되어 있어 정확한 예측에는 한계가 따른다. 따라서 리스크 관리 및 보수적인 추정을 위해 **과거 4개년의 평균 환차손 및 외화환산손실 금액**을 적용하여 가정하였다.

7.4. 매출원가

매출원가는 **향후 예상 매출액에 목표 원가율을 곱하여 산정**하였다. 동사의 매출총이익률(GPM)은 HBM4 등 고부가가치 제품 믹스 개선과 수직통합에 따른 효율화로 점진적 개선이 전망된다. 이러한 긍정적 요인을 반영하여, 원가율은 2025년 40%, 2026년 38%, 2027년 37%로 가정하였다.

7.5. 영업외비용

2024년에 인식된 HPSP 관련 대규모 지분증권 평가손익은 매우 이례적인 일회성 이벤트로 판단하여, 향후 비용 추정 시에는 그 영향을 배제하였다. 그 외 경상적으로 발생하는 영업외비용은 **과거 3개년 평균값**을 적용하여 보수적으로 추정하였다.

7.6. 법인세비용

현행 법인세율의 변동이 없다고 가정하고, 과거 3개년 실효세율을 고려하여 **법인세 차감 전 순이익에 평균 유효세율을 적용**하여 법인세비용을 산출하였다.



매출 제외 포괄손익계산서

현재가(251002 종가)	100,500			
상장주식수	95,312,200			
(단위: 억 원)	2024년(E)	2025년(F)	2026년(F)	2027년(F)
영업수익 (매출액)				
영업비용	3,035	5,135	6,545	6,556
매출원가	2,444	3,668	4,606	4,577
판매비와관리비	591	917	1,212	1,237
연구개발비	221	550	727	742
영업이익				
영업이익률				
금융손익	-50	-50	-50	-50
기타손익	-520	20	20	20
법인세 차감 전 순이익	1,984	4,005	5,545	5,784
법인세비용	458	1,001	1,386	1,446
중단영업손익	0	0	0	0
당기순이익				

매출 포함 포괄손익계산서

	2025(E)	2026(E)	2027(E)
매출액	7424	13241	23279
영업비용	5,135	6,545	6,556
매출총이익	2,289	6,696	16,723
GPM	0.3083	0.506	0.7184
판매비와관리비	917	1,212	1,237
연구개발비	550	727	742
영업이익	822	4,757	14,744
OPM	0.1107	0.359	0.6334
금융손익	-50	-50	-50
기타손익	20	20	20
법인세차감전순이익	752	4,687	14,674
법인세비용	1,001	1,386	1,446
중단영업손익	0	0	0
당기순이익	-249	3,301	13,228
Fwd EPS	-261	3,463	13,879



8. 밸류에이션

8.1 Historical P/E Valuation

8.1.1 18개월 선행 EPS(주당순이익) 산출

본 리서치 팀은 동사의 적정주가를 산출하기 위해 **Historical P/E Valuation**을 사용하였다. 이를 통해 **26년 Fwd EPS 3,403원**, HBM 슈퍼 사이클의 초입이었던 23년~24년의 평균 PER **37.47배**를 Target PER로 적용하여 **목표주가 127,500원**, 현재 주가(100,500원) 대비 상승여력 26.9%로 **매수(BUY)** 의견을 제시한다.

Historical P/E Valuation의 Target PER 산정 기간으로 **2023년~2024년**을 선택한 이유는, 현재 동사가 마주한 2026~2027년의 성장 국면과 매우 유사한 패러다임 전환기였기 때문이다. **첫째, 폭발적인 신규 수요가 가시화되던 시기였다.** 23년~24년은 생성형 AI 데이터센터 확산으로 HBM3/3E 수요가 본격적으로 개화하던 시기였다. 현시점 또한 차세대 AI 가속기(NVIDIA Rubin 등) 출시에 따른 HBM4 수요 본격화와 더불어, 온디바이스 AI라는 새로운 시장이 열리는 수요 확대의 변곡점이다.

둘째, 핵심 기술 전환의 증명과 기대감이 공존하던 시기였다. 23년~24년은 전통 패키징에서 HBM용 TC 본딩으로의 기술 전환 과정에서 동사가 자신의 독점적 기술력을 시장에 증명하던 시기였다. 현시점 또한, TC 본딩의 한계를 넘어 하이브리드 본딩으로의 중대한 기술 전환이 진행 중이며, 동사는 1,000억 원의 선제적 투자를 통해 차세대 시장에서도 기술 주도권을 확보할 것이라는 기대감이 형성되고 있다.

셋째, 고객 기반이 구조적으로 확장되던 시기였다. 23년~24년은 동사가 특정 국내 고객사에 대한 의존도에서 벗어나 마이크론 등 해외 고객사로 포트폴리오를 성공적으로 다변화하던 시기였다. 현시점 또한, 기존 메모리 3사를 넘어 팹리스 및 파운드리 업체까지 고객 기반이 확장되며 전체 유효 시장(TAM)이 근본적으로 커지는 중요한 전환기이다.

23년은 반도체 불황의 여파로 실적 변동성이 컸던 시기였음에도 불구하고 높은 밸류에이션을 부여받기 시작했다. 현재 동사는 당시보다 훨씬 안정적인 재무구조, 다변화된 고객 기반, 그리고 명확해진 차세대 기술 로드맵을 보유하고 있다. 따라서 불확실성이 더 컸던 과거 평균 PER에 별도의 할인을 적용하는 것은 합리적이지 않다고 판단하였다.

최종적으로 **26년 Fwd EPS 3,403원**, 23년~24년 평균 PER **37.47배**를 Target PER로 적용하여 목표주가 127,500원, 상승여력 26.9%로 **매수(BUY)** 의견을 제시한다.

	한미반도체
Target PER	37.47
2027F EPS	3,403
현재주가 (원)	100,500
목표주가 (원)	127,500
상승여력	26.9%