

BUY

현재주가(11.25)

120,100

목표주가(12M)

146,300

Key Data

시가총액	11조 3,993억원
발행주식수	95,312,200주
외국인 지분율	7.15%
배당 수익률	0.87%
52주 최고가	159,200원
52주 최저가	58,200원
주요주주	곽동신 외 7인 55.66%

Stock Price



Research Team

202112126 지명근

202212196 이도현

202315105 황채원

202315435 정기현

202412106 이성윤

2025.11.25

한미반도체 (042700)

클래스는 영원하다

2025 review – Golden Key. 숫자가 모든 걸 증명했다.

2025년 상반기, 시장을 지배했던 'TC 본더 은퇴설'은 TSMC의 로드맵 수정과 함께 사장되었다. 하이브리드 본딩의 수율 난항과 고비용 문제로 인해, TSMC와 주요 메모리 3사는 HBM4 및 2028년에 준하는 세대까지 기존 TC 본딩 공정을 고도화하여 사용하기로 결정했다. 이로 인해 한미반도체 장비의 수명 주기는 구조적으로 연장되었으며, 동사의 밸류에이션 멀티풀이 Target PER 46.72배 수준으로 직결되는 결정적 트리거가 되었다. 또한 SK하이닉스의 공급망 이원화 시도는 동사에게 위기가 아닌 믹스 개선의 기회였다. 후발 주자들이 난이도가 낮은 8단 적층이나 레거시 공정 진입에 그친 반면 한미반도체는 수율 확보가 최우선인 HBM3E 12단 및 16단 초고층 적층 시장을 사실상 독점했다. 생산성을 극대화한 DUAL TC BONDER 시리즈의 비중이 확대되면서, 물량 증가로 수익성 훼손 없이 이루어지는 이상적인 성장 모델을 완성했다. 물론 2025년은 마이크론향 매출이 가시화되며 'SK하이닉스 원틀'이라는 꼬리표를 떼어낸 해였다. 마이크론의 HBM 수율 이슈 속에서도 겸증된 동사 장비 채택은 필연으로 귀결되었기에 특정 고객사에 편중되었던 리스크를 분산시키고 동사 장비가 글로벌 표준임을 다시금 재확인시켜 주었다.

투자포인트 – 구조적 레벨업의 원년

2025년은 한미반도체가 단순한 기대감의 영역에서 벗어나, 폭발적인 실적 성장으로 글로벌 AI 반도체 장비 대장주임을 숫자로 증명한 해였다. 예상 매출액은 6,350억원 선으로, SK하이닉스의 HBM3E 12단 양산 확대와 마이크론 등 해외 고객사의 신규 장비 반입이 본격화되며, 창사 이래 최대 실적을 경신했다. 특히 하반기로 갈수록 HBM4 초기 R&D용 장비 발주까지 더해지며 매출 인식 속도가 가속화되었다. 물론 대응하는 리스크로 ASMPT, 한화세미텍의 진입 시도에 따른 단기 인하 압력 우려가 있었으나, 당사는 45.0%라는 경이로운 OPM을 기록하며 이를 불식시켰다. 해당 수치는 업계 통상적 이익률을 3배 이상 상회하는 수치로 동사의 기술적 프리미엄이 강력한 가격 결정권으로 작용하고 있음을 증명했다. 이를 대변하듯 순이익은 약 2,990억원으로 책정되며 1,500억 원 이상의 순현금에서 발생하는 금융 수익과 국가전략기술 투자 세액 공제 효과가 반영되어, 영업이익과 유사한 수준의 순이익을 달성했다.

(단위:십억 원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	248.1	178.0	291.9	180.6
YoY (%)	68.3	-1.2	75.6	27.8
BONDER	210.8	142.4	248.1	144.4
MSVP	20.9	19.2	27.4	19.7
카메라 모듈	0	0	0	0
EMI SHIELD	1.3	1.4	1.3	1.4
기타	15.1	15.0	15.1	15.1
매출비중	100%	100%	100%	100%
BONDER	85%	80%	85%	80%
MSVP	8%	11%	9%	11%
카메라 모듈	0%	0%	0%	0%
EMI SHIELD	0%	1%	0%	1%
기타	7%	8%	6%	8%
영업이익	111.6	80.1	131.4	81.3
영업이익률(%)	45%	45%	45%	45%
2026년 영업이익E				404.4

CONTENTS

I . INDUSTRY OUTLOOK (산업분석)	3
반도체 장비 산업 구조	
반도체 Value-Chain 국내외 이슈	
반도체 수요	
반도체 패키징 장비 시장	
BONDER 제품 다변화	
II . COMPANY OVERVIEW (기업분석)	10
기업 개요	
사업개요	
주요제품	
매출현황	
경쟁사 및 고객사 현황	
시장 리스크	
시장 기회	
III. INVESTMENT HIGHLIGHTS (투자포인트)	19
시간과 기술은 우리 편	
1. 업계를 지배한다. 대체 불가능한 M/S 90%, OPM 45%	
2. 메모리 사이클을 넘어선 AI 패키징의 완성	
3. 이원화 우려를 넘어서는 전략적 믹스	
4. 경쟁사의 딜레마와 선제적 CAPA 확대의 가치	
IV . VALUATION	22
전체 매출액 TABLE	
매출추정	
매출원가 추정	
판매비와 관리비 추정	
영업 외 손익 추정	
Peer Group 선정 및 PER Valuation	

I . INDUSTRY OUTLOOK

1.1 반도체 장비 산업 구조

1.1.1 반도체 후공정

반도체는 크게 전공정인 설계를 하는 팹리스, 웨이퍼를 제작하는 파운드리, **후공정인 패키징과 테스트, 조립하는 OSAT**로 구분된다. 반도체 전공정이 실리콘 웨이퍼에 회로를 설계하고 산화, 포토, 식각, 증착, 이온 주입 등의 공정을 반복하여 미세 회로를 새기는 과정이라면 반도체 후공정은 전공정에서 완성된 웨이퍼를 개별 칩으로 분리하고 외부와 전기적으로 연결하며 다양한 외부 환경으로부터 보호하는 과정이다. 후공정의 단계별 과정은 다음과 같다.

1. Lamination	웨이퍼 전면에 보호 필름을 부착하여 이후 공정에서 발생할 수 있는 오염이나 손상을 방지한다.
2. Back grind	웨이퍼 후면을 연마하여 칩의 두께를 얇게 만든다. 이는 제품의 경량화와 고집적화를 위해 필수적인 과정이다.
3. Wafer saw	웨이퍼에 있는 칩들을 개별 칩으로 자르는 공정이다.
4. Die attach	개별로 잘린 칩(다이)을 PCB 기판 위에 부착하는 미세한 공정 단계이다.
5. Bonding	칩과 기판을 전기적으로 연결하는 공정으로 칩의 신호를 기판으로 전달하는 역할을 한다.
6. Mold	칩과 본딩 와이어 등을 외부환경으로부터 보호하기 위해 플라스틱 또는 에폭시 소재로 밀봉하는 과정이다.
7. Marking	완성된 패키지에 제품 정보를 인쇄하는 단계이다.
8. Solder ball mount	패키지 하단에 솔더볼을 부착하여 기판과의 전기적 연결을 용이하게 한다.
9. Singulation	여러 개의 패키지가 결합된 상태에서 개별 패키지로 분리하는 최종 단계이다.

1.2 반도체 Value-chain 국내 외 이슈

1.2.1 한국

정부가 국내 반도체 공급망 안정화를 위해 조성하는 ‘K-반도체 벨트’는 세계 최대 반도체 강국으로 도약하기 위한 전진기지이다. **소재, 부품, 장비 특화 단지**와 첨단장비 연합기지, 첨단 패키징 플랫폼, 패리스 밸리를 포함한다. 정부가 세계 최대 **반도체 공급망 구축과 함께 연구개발 투자비 최대 40% 세액공제** 등을 골자로 하는 종합 지원책을 추진한다. 반도체산업협회에 따르면 2030년까지 510조원 이상을 투자하며 글로벌 경쟁우위를 선점할 핵심전략기술을 대폭 지원할 것으로 보인다.

K-반도체 벨트:
정부의 적극적 지원

R&D 비용 세액 공제

인천은 반도체 후공정 산업의 성장 생태계를 조성할 앵커기업 등 기본 인프라가 풍부하기 때문에 이를 통해 수요 기업을 연계한 중소기업 테스트베드 운영 등 강소기업 육성형 클러스터와 해외시장 진출 지원 등 글로벌 협력 거점을 구축해 나갈 계획이다. 또한 연구개발 인력 등 혁신인재 양성, 지역 협력 거버넌스 운영 등 지속성장 기반을 조성하는 전략을 수립하고 있다.

1.2.2 미국

월스트리트 저널에 따르면 트럼프 행정부가 해외에서 제조된 반도체에 대한 의존도를 대폭 낮추기 위해 국내 제조를 촉진하고 글로벌 공급망을 재편하려는 새로운 계획을 검토하고 있다. 해당 정책의 목표는 반도체 업체들이 미국 내에서 생산하는 반도체의 수량을 그들의 고객들이 해외 생산자로부터 수입하는 칩 수량과 동일하게 맞추도록 하는 것이다. 생산량과 수입량의 1대 1 비율을 일정 기간 유지하지 못할 경우 관세를 부과하는 방침이다. APEC 정상회의에서 미국은 한국, 대만과 함께 반도체 공급망 안정화와 AI 반도체 협력 확대를 주요 의제로 제시했고 무역 완화 조치가 일부 논의된 것으로 보인다.

관세를 통한 온쇼어링

실제로 반도체 업계에서는 SK하이닉스가 38.7억 달러를 투자해 인디애나주에 HBM 생산 공장을, 삼성전자는 텍사스주에 170억 달러를 투자해 첨단 반도체 파운드리 공장을 건설 중이며 2026년 가동을 목표로 하고 있다. 미국 내 반도체 공장이 설립되면서 새로운 생산라인이 건설되는 것은 후공정 장비인 Bonder와 패키징 장비의 수요도 증가한다는 의미로 해석할 수 있다. 한미반도체의 TC본더, 하이브리드 본더, MSVP, EMI SHIELD 장비는 생산 라인에 필수 장비로 포함될 것이다.

1.2.3 중국

중국은 JCET, TFME, Tongfu Micro electronics 같은 반도체 후공정 기업이 많아 2010~2020년 초반까지 한미반도체의 매출에 큰 비중을 차지하고 있었다. 그러나 2022년 이후 AI반도체 및 첨단 장비 수출 규제 강화로 중국으로의 수출이 제한되었고 기업들은 미국, 대만, 싱가포르, 일본으로 시장 다변화를 시작하였다. 미국의 규제에도 불구하고 중국은 국가 차원의 대규모 투자와 반도체 산업 펀드를 운영하며 빠르게 성장하고 있다.

규제에 대응한 국가적 지원

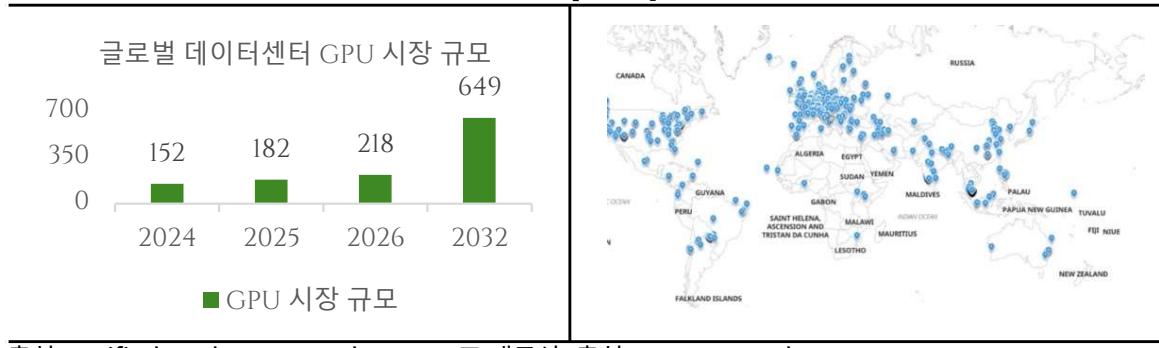
1.3 반도체 수요

1.3.1 AI 데이터센터

메모리 반도체 가격과 수요 사이클이 5~6년으로 변화하던 PC, 스마트폰 시장과는 달리 현재는 AI 서버의 확산으로 GPU에 사용되는 HBM 수요가 급증하는 상황이다. AI가 고도화될수록 GPU와 CPU가 동시에 사용되고 서버의 메모리 탑재량은 기하급수적으로 증가하기 때문이다. 데이터센터의 경우 수많은 파라미터의 학습이 필요하고 이를 위해 고성능의 반도체가 집중적으로 연결된 인프라가 필요하다. 더하여 AI는 방대한 데이터를 학습하고 이를 바탕으로 추론을 빠른 시간 안에 수행해야 한다. 이러한 이유로 국내외로 데이터센터가 증설되는 트렌드에 따라서 반도체의 수요가 급증할 것으로 분석된다.

GPU, HBM 수요 기하급수적 증가

[자료1] 데이터센터 GPU 시장 규모(단위: 억 달러) [자료2] 국내외 데이터센터 신규 건설 현황

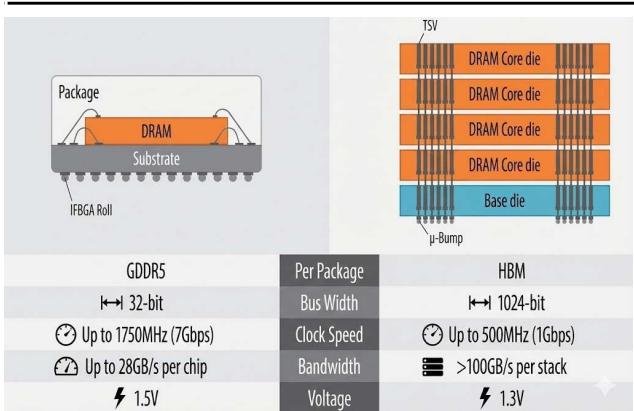


1.3.2 HBM 시장

HBM은 메모리를 수직으로 쌓아 올리는 적층 구조로, DRAM과 비교하여 데이터의 전송 속도가 크게 향상되고 효율적인 전력 소모가 가능하여 연산 과정의 병목 현상 해소가 가능하여 전체적인 성능을 높인다. 실제로 2025년 HBM 시장 규모는 전년대비 121% 성장한 397억 달러에 이를 것으로 전망되고 있다. WSTS에 따르면 2025년 전체 메모리 반도체 시장의 규모를 1848억 달러, 2026년 전망치를 2148억 달러로 전망하며 메모리 반도체 시장의 성장률은 전년대비 2025년 11.7%, 2026년 16.2%로 성장하였다. 이러한 수치는 전체 반도체 시장의 2026년 성장을 전망치인 8.5%의 2배에 가까운 수치로 이는 AI와 클라우드 인프라 등 빅테크와 주요 스타트업의 AI 인프라 투자에서의 HBM의 수요 증가와 더불어 주요 반도체 생산 기업들의 관세의 영향을 받은 감산으로 메모리 제품의 가격이 증가하여 집계된 것으로 분석된다. 메모리 반도체 시장, HBM의 성장과 관련하여 글로벌 시장 조사 기관인 가트너는 2028년까지 전체 DRAM 시장에서 HBM의 비중은 30.6%의 비중을 차지할 것으로 전망했다. 현재 전체 메모리 반도체 시장에서 HBM이 차지하는 비중이 약 20%인 것을 감안하면 HBM 시장의 성장은 가파른 속도로 진행될 것으로 예상된다.

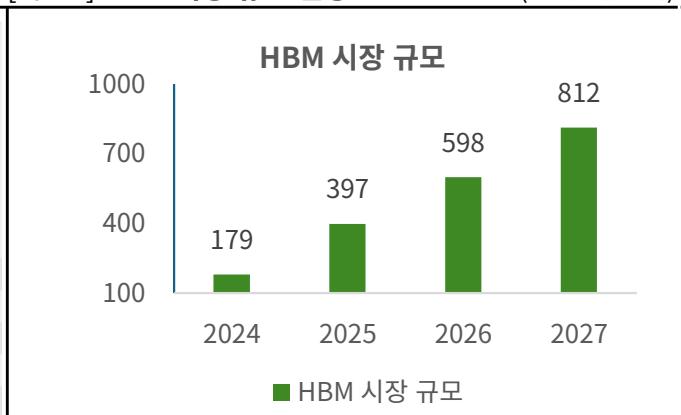
HBM DRAM 시장의 30.6% 비중 전망

[자료3] DRAM, HBM 구조 비교



출처: AMD, KIRA 5조 재구성

[자료4] HBM 시장 규모 전망



출처: DS증권, KIRA 5조 재구성

1.3.3 HBM 기술 개발 비교 분석

HBM 기술은 데이터의 전송 속도와 대역폭을 지속적으로 개선하면서 AI 시대의 필수품으로 자리매김하고 있다. [자료5]를 확인하면 HBM의 세대는 데이터의 전송 속도와 용량 메모리의 적층 단수에 따라 분류하여 일반적으로 세대가 진화할수록 약 2배의 성능이 좋아지는 것을 확인할 수 있다. 엔비디아의 고성능 GPU 개발 및 HBM 세대별 탑재 계획에 따르면 2025년 현재는 주로 양산되는 HBM3E 12단이 사용되고 있으며 엔비디아의 고성능 GPU 출시 주기가 1년 간격으로 단축되면서 향후 2026년 하반기 이후 부터는 HBM4의 시장이 새롭게 펼쳐질 전망이다.

빠른 전송 속도, 단수에 따른 메모리 용량 증가

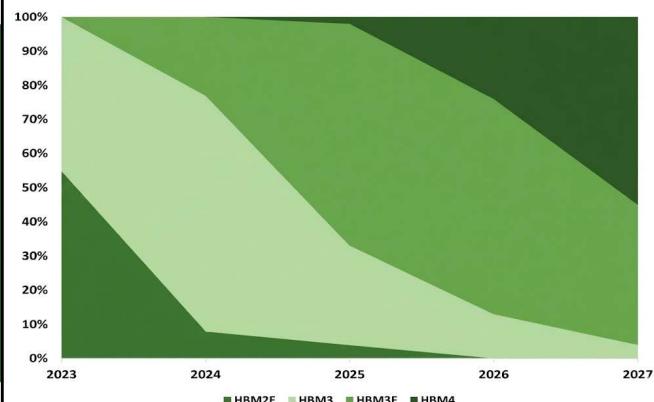
HBM은 고객과 수량, 가격을 협의하여 생산하는 파운드리 제품이지만 HBM4 세대의 제품부터는 고객 맞춤형 제품으로 진화하여 성능, 전력 효율을 반영한 제품을 출시할 계획을 가지고 있다.

[자료5] HBM 세대간 기술 비교

	HBM	HBM2	HBM2E	HBM3	HBM3E	HBM4
개발	2013	2015	2019	2021	2023	2025
양산	2015	2016	2020	2023	2024	2026
대역폭	128GB/s	256GB/s	460GB/s	819GB/s	1024GB/s	-
단수	4	4/8	4/8	8/12	8/12	12/16
용량	4GB	8GB	16GB	16/24GB	24/36GB	36/48GB

출처: SK하이닉스, KIRA 5조 재구성

[자료6] HBM 세대별 비중 전망



출처: 한국수출입은행 해외경제연구소, KIRA 5조 재구성

1.3.4 ASIC 시장

실제로 AI 시대 주문형 반도체 시장(ASIC)의 규모는 급격히 성장하여 반도체 공급업체들의 경쟁이 더욱 치열할 것으로 보인다. ASIC 칩 시장의 규모는 2024년 202억 9,000만 달러에서 2031년 약 328억 4,000만 달러까지 연평균 7%로 성장할 것으로 전망된다.

ASIC 시장이 GPU에 버금가는 새로운 시장이 될 것이라는 전망이 존재하며 연산 속도와 데이터 처리의 효율에 초점을 맞추는 GPU와 달리 학습, 추론 등 특정 기능에 특화되어 맞춤형으로 설계되는 ASIC 칩은 GPU와 비교하여 가격이 저렴하고 전력의 소모가 적어 생성형 AI 데이터센터에서 GPU의 대체재로 주목을 받고 있다. 실제로 빅테크 기업들이 ASIC 칩을 활용해 연산구조를 간소화하여 자사의 소프트웨어에 최적화된 자체 설계에 나서면서 HBM 시장에서는 고객의 Needs를 충족하는 공정능력을 갖추는 것이 더욱 중요해질 전망이다.

[자료7]은 주요 빅테크의 ASIC 칩의 사용되는 메모리 현황을 정리한 자료이다.

[자료7] 빅테크 ASIC칩 메모리 탑재 현황

기업	ASIC 제품명	탑재 메모리 현황
구글	TPU	HBM2E
아마존(AWS)	Trainium2	HBM3
마이크로소프트	Maia 100	HBM2
META	MTIA	LPDDR5

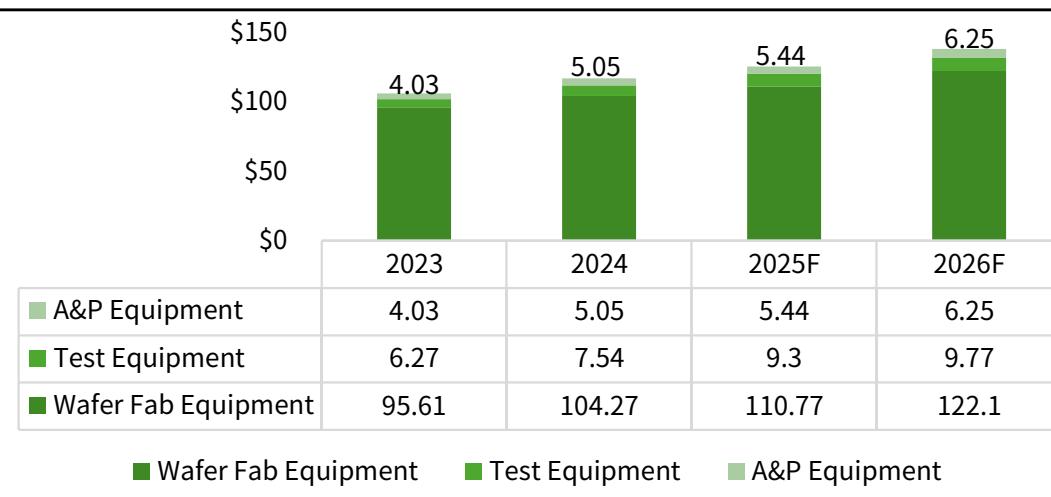
출처: DS증권, KIRA 5조 재구성

1.4 반도체 패키징 장비 시장

국제반도체장비재료협회(SEMI)에 따르면 2025년 글로벌 반도체 장비 시장의 규모는 전년 대비 7.4% 상승한 **1,255억 달러**로 전망된다. 그 중에서도 반도체 조립&패키징 시장의 규모는 전년 대비 7.7% 증가하여 **54억 달러** 규모로 성장할 것으로 예상된다. 2026년에도 반도체 패키징 장비 시장은 15%의 성장을 할 것으로 기대된다. 2026년에는 HBM4가 본격적으로 양산될 것으로 전망되어 반도체 구조의 복잡성과 패키징 장비의 성능의 수준이 향상된 장비에 대한 Needs가 증가할 것으로 전망된다.

[자료8] 반도체 첨단 패키징 시장 규모

(단위: US\$ Billion)



출처: SEMI, KIRA 5조 재구성

시장 조사 기관인 YOLE 그룹에 따르면 2024년 반도체 첨단 패키징 시장의 규모는 450억달러이며 2030년까지 800억 달러로 성장할 전망으로 전망된다. 이러한 패키징 시장의 성장은 반도체 미세공정의 한계를 메모리 칩 패키징으로 극복하는 기술이 개발되고 있기 때문이다.

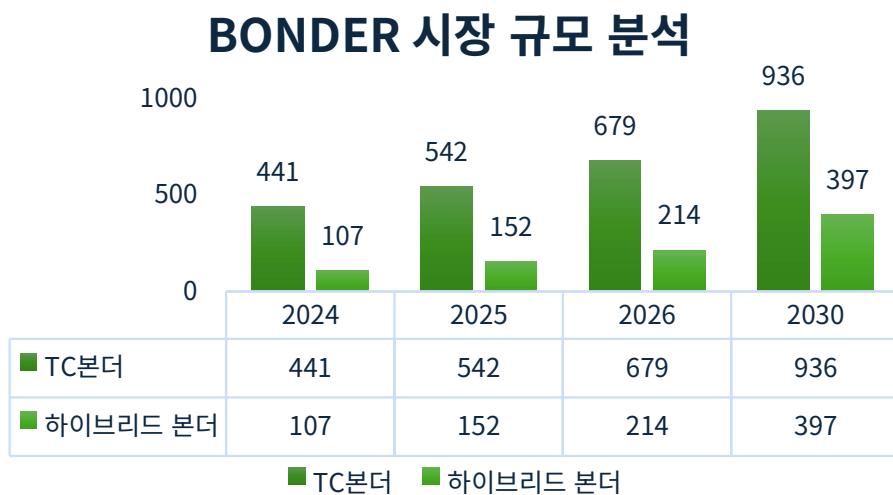
1.4.1 TC본더

HBM 생산 과정에서 열과 압력을 사용하여 수직으로 적층된 각각의 메모리 칩(DRAM)을 기판과 하나의 장비로 묶는 장비인 TC본더의 중요성이 강조되고 있다. 시장 조사 기관인 YOLE 그룹의 반도체 백엔드 장비 산업 2025 보고서에 따르면 TC본더 시장은 2025년 5억 4,200만 달러에서 2030년 9억 3,600만 달러로 73%의 성장이 예상되고 있으며 하이브리드 본더는 같은 기간 1억 5,200만 달러에서 3억 9,700만 달러로 161%의 성장을 전망하고 있다. 자세한 수치 및 연도별 시장 규모 비교는 [자료9]에서 가능하다.

**규모의 TC본더
VS 성장률의
하이브리드 본더**

[자료9] BONDER 시장 규모

(단위: 억 달러)



출처: SEMI, KIRA 5조 재구성

1.4.2 하이브리드 본더

반도체 장비 업계에 따르면 20단 이상의 고적층 HBM 제품부터는 주요 메모리 제조사들이 하이브리드 본딩 기술의 적용이 단계적으로 시작될 것을 전망하고 있다. 이러한 전망으로 주목을 받는 하이브리드 본딩은 얇은 반도체 칩과 기판을 뜨겁게 누르면서 서로 붙이는 기존 TC 본딩에서 한 단계 진화한 기술로 TC본더가 칩과 칩을 붙일 때 가교 역할을 하는 범프와 화학물질이 필요한 것과 달리 하이브리드 본더는 칩과 웨이퍼의 구리 배선을 직접 연결하여 메모리 칩을 접착하는 방식이다. 따라서 범프가 필요하지 않아 HBM의 두께와 발열을 크게 줄일 수 있다.

한미반도체는 TC본더 시장에서의 점유율과 영업이익을 바탕으로 1000억을 투자하여 하이브리드 본더 공장을 건설하고 2027년 말 하이브리드 본더 제품 출시를 위한 R&D를 진행하고 있다. 기판과 칩을 직접 붙이는 방식인 하이브리드 본더는 전기 신호 손실을 최소화할 수 있어 고적층 공정에 필수적인 장비로 고성능 AI 연산용 칩 생산에 이용될 전망이다.

하지만 국제반도체표준협의기구(JEDEC)가 HBM4의 AI 패키징 두께 기준을 775마이크로미터로 완화하였고 이러한 HBM4의 규격 변화로 주요 메모리 제조사들이 **HBM4의 16단 적층을 구현하는 것에 TC본더를 활용하는 것이 문제가 없을 것으로 전망된다.** 현재 대부분의 GPU, NPU 칩을 개발하는 과정에서 사용되는 HBM은 5세대 HBM인 HBM3E 12단 제품이며 6세대 HBM인 HBM4 12단 제품은 2026년 상반기 양산이 시작되고 실제로 하이브리드 본더가 요구되는 적층 단수인 7세대 HBM(HBM4E) 20단 제품의 양산은 2027년 연말에서 2028년 상반기로 전망되고 있어 하이브리드 본더의 사용이 실제 양산에 도입되는 수요가 존재하는 시기는 최소 2~3년 이후의 시점으로 업계는 추정하고 있다.

**하이브리드 본더:
상용화 시차 존재**

**TC본더:
여전한 경쟁력 보유**

하이브리드 본더 도입 지연의 핵심은 가격이다. 하이브리드 본더 장비 비용이 TC본더와 비교하여 2배 이상 비싸고 HBM 16단 제품까지 기존 제품으로 두께 기준을 충분히 충족시킬 수 있는 만큼 하이브리드 본더 장비가 R&D되는 시기에도 **TC본더 장비 시장의 규모는 꾸준히 우상향할 것으로 전망된다.**

장기적으로 적층 높이와 패키징 두께의 영향으로 하이브리드 본더를 사용할 것으로 예상되지만 앞서 언급한 하이브리드 본딩 방식에 적합한 HBM 기술 개발의 시차와 장비 비용 문제, 시장 표준 기술인 TC본더에서 하이브리드 본더로의 전환 비용 등 다양한 요소를 고려할 때 하이브리드 본더의 상용화는 현재 시점에서 시차가 존재하는 것으로 보인다.

1.5 BONDER 제품 다변화

1.5.1 플럭스리스 TC본더

반도체 장비 업계에서는 TC본더와 하이브리드 본더의 상용화 시차가 존재하는 과도기 시점에 플럭스리스 TC본더가 주목받을 것으로 전망하고 있다. 플럭스리스 본딩은 HBM에서 칩을 붙이는 과정에 필요한 **플럭스(FLUX)**라는 화학물질을 제거한 기술이며 칩과 칩, 칩과 기판을 연결하는 범프의 표면장력을 낮추고 **미세한 수준의 피치 결합 수준을 높일 수 있다는 장점을** 가지고 있다. 플럭스를 제거하면서 16단 이상의 HBM 제품에서 플럭스리스 TC본더의 사용이 가능할 것으로 분석하고 있으며 실제로 고객사의 수요에 따라 현재 양산되는 5세대 HBM(HBM3E), 6세대 HBM(HBM4)에서는 플럭스리스 방식의 TC 본더가 주요 방식으로 채택될 것을 전망하고 있다.

**하이브리드 본더
상용화 과도기
시점의 기대주**

1.5.2 와이드 TC본더

HBM3E 8단에 이은 12단 제품의 등장에서 확인할 수 있듯이 수년간 반도체 제조사는 HBM의 적층 단수를 늘리는 **높이의 경쟁**으로 치열하였다. 수직 적층 구조가 많은 양의 데이터를 빠르고 효율적으로 처리할 수 있다는 판단 때문이다. 그러나 적층 단수가 높을수록 열이 잘 빠지지 않고 양산 수율이 떨어져 공정의 난이도가 올라가는 문제가 발생한다. 따라서 최근 일부 메모리 제조사들은 HBM의 면적을 늘리는 와이드 HBM 개발에 투자를 진행하고 HBM을 옆으로 병렬 연결하여 활용하는 방식을 고안하면서 업계는 새로운 경쟁 흐름인 **너비의 경쟁**이 펼쳐지고 있다.

**높이의 경쟁에서
너비의 경쟁으로**

한미반도체가 2026년 하반기 출시를 발표한 와이드 TC본더는 기존 TC본더와 달리, 넓은 다이 면적과 더 많은 접합 포인트를 처리할 수 있도록 설계되어 정밀 제어 기능이 대폭 강화된 것으로 알려져 있다. 또한 플럭스리스 본딩 기능이 옵션으로 제공되어 잔류물 세정 공정이 필요 없고 접합 강도를 향상시켜 HBM의 전체 두께를 줄일 수 있다.

II. COMPANY OVERVIEW

2.1. 기업 개요

한미반도체는 1980년 설립 후 반도체 제조용 장비의 개발 및 출시를 시작으로 자체 기술을 적용한 일괄 생산 라인을 보유하고 있으며, 글로벌 주요 반도체 제조사에 장비를 공급하는 기업이다. 주요 제품인 DUAL TC BONDER, HBM 6-SIDE INSPECTION 등 반도체 자동화 장비의 제조 및 판매 사업을 주로 영위하고 있으며 주물 생산부터 판매까지 수직 통합 체제로 경쟁력을 확보하고 있다.

반도체 시장이 4차 산업으로 확장되어 장비 수요가 증가할 것이며, AI 반도체용 HBM 관련 장비 수요도 확대될 전망이다. 한미반도체의 주요 매출처는 SK 하이닉스, Micron Technology, ASE, Amkor, JCET, Huatian Technology, TFME, Infeneon, ST Micro, 삼성전기, 삼성전자, LG 이노텍 등이 있다. 경쟁사로는 한화 계열사인 한화세미텍, LG전자, 삼성계열사인 세메스, 싱가포르 ASMPT, 네덜란드 BESI로 차세대 하이브리드 본더 개발을 두고 경쟁하고 있다. 동사의 최대주주로는 동사의 대표인 곽동신을 포함한 회사 관계자 8인이 55.7%를 차지하고 있다. 이후 지분 비율은 국민연금공단이 5.5%, 자사주 0.5%로 구성되어 있다.

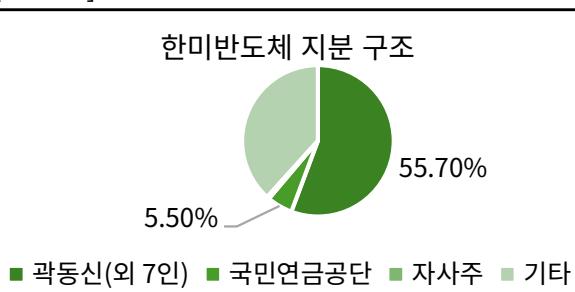
2.2. 사업개요

한미반도체의 사업 부문은 주로 반도체와 레이저 장비로 사실상 단일 부문이라고 볼 수 있지만, 매출은 완제품 장비와 부품, 소모품 등으로 구분된다. 완제품 장비에는 핵심 제품인 TC BONDER, VISION PLACEMENT, Micro SAW 등이 존재하며, 부품 및 소모품 용역에는 설치된 장비의 전환이나 유지, 보수가 포함된다.

TC본더 기반
압도적 시장 점유율

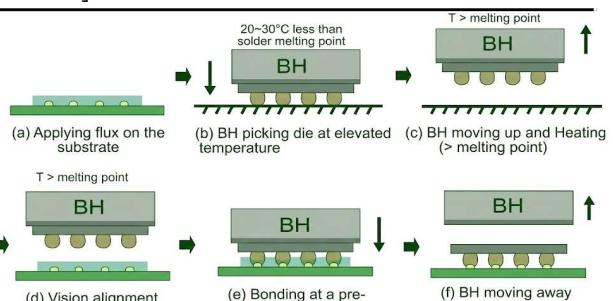
한미반도체의 주요 매출은 TC본더가 차지하고 있다. TC본딩은 칩과 칩 사이를 특수 절연테이프(NCF)로 채운 후, 열과 압력을 가해 접합하는 과정이다. TC본더는 반도체 칩을 쌓아서 접합할 때 열과 압력을 가해 정밀하게 결합시키는 장비로, 칩과 기판(또는 칩과 칩)을 정렬한 후 가열과 압착을 동시에 가해 접합한다. TC본더는 당사의 핵심 제품으로, 글로벌 점유율 90% 이상을 차지하는 주력 장비이다. HBM 같은 3D 적층 반도체를 제조할 때 사용되며, TSV 공정을 통해 만들어진 메모리 칩들을 여러 층으로 적층 할 때 칩 사이를 강한 열 압착으로 연결하는 역할을 수행한다.

[자료10] 동사 지분구조



출처: 동사 사업보고서, KIRA 5조 재구성

[자료11] TC본딩 공정 개념도



출처: 한국IR협의회 기업리서치센터, KIRA 5조 재구성

2.3 주요 제품

2.3.1 BONDER

**열압착을 통한
반도체 칩 접합**

일반 반도체 패키징에서 칩을 기판 위에 접합하는 장비로, 열과 압력 또는 접착제를 이용하여 부품을 고정한다. 대형 칩(Big-Die)나 2.5D 패키징 공정에도 대응하여 다양한 반도체 제품에 사용된다.

[자료12] **BONDER**



출처: 동사 홈페이지

2.3.2 HBM TC BONDER

**HBM 적층 공정
핵심 본딩 장비**

고대역폭 메모리(HBM) 적층 공정에서 칩과 기판을 열과 압력으로 정밀 접합하는 장비이다. 층간 정렬 오차를 나노미터 단위로 제어하며, HBM3, HBM4 등 고난도 공정에 필수적이다. 또한 해당 제품은 한미반도체의 핵심 기술력으로, 글로벌 점유율 90% 이상을 차지하는 주력 제품이다.

[자료13] **HBM TC BONDER**



출처: 동사 홈페이지

2.3.3 Micro SAW & VISION PLACEMENT

**정밀 절단을 통한
칩 손상 최소화**

MICRO SAW & VISION PLACEMENT는 반도체 패키지의 절단, 세척, 건조, 2D/3D Vision 검사, 선별, 적재까지 처리할 수 있는 반도체 제조 공정의 필수적 장비이다. Micro SAW는 웨이퍼 또는 반도체 패키지를 정밀하게 절단하는 장비이다. 마이크로 톱날과 고속 스핀을 이용하여 미세 공차 범위 내로 절단하며, 절단 중 발생하는 진동과 열을 최소화하여 반도체 칩의 손상을 낮춘다.

[자료14] **Micro Saw**



출처: 동사 홈페이지

[자료15] Vision Placement



자료: 동사 홈페이지

2.3.4 EMI Shield

EMI Shield는 반도체 패키지 표면에 전자파 차폐막을 형성하는 공정용 장비이다. 금속층을 증착하거나 코팅하여 전자기 간섭을 차단하고, 신호 간섭 및 노이즈를 방지한다.

**전자파를 차단하여
신호 간섭 방지**

반도체를 전자기로부터 차단하기 때문에 전자파에 민감한 스마트 장치, IoT, 자율주행 전기차, 저궤도 위성통신 서비스, UAM 등 6G 상용화 필수 공정에 쓰인다. 동사는 자체 기술을 적용하여 설계, 제작, 조립, 검사, test까지 가능한 생산 라인을 보유하고 있다.

[자료16] EMI Shield



출처: 동사 홈페이지

2.4 매출 현황

동사의 2025년 3분기 매출액과 영업이익은 1,662억원으로 전년 동기 대비 20.3%, 31.4% 감소한 수치이다. 이러한 매출과 영업이익이 감소한 가장 큰 요인은 주력 제품인 TC본더 신규 발주 지연에 있다. 엔비디아의 HBM4 최종 품질 테스트 일정이 2025년 연말로 미뤄지면서 HBM4 TC본더를 공급하는 SK하이닉스와 마이크론의 HBM4 양산 일정이 함께 지연되었고 이로 인해 2025년 하반기 예상되었던 HBM4 TC본더 발주가 늦어지면서 설비 투자 시점이 지체된 부분이 동사 실적 하락에 직접적인 영향을 미쳤다.

**신규 발주
지연에 따른
매출 하락**

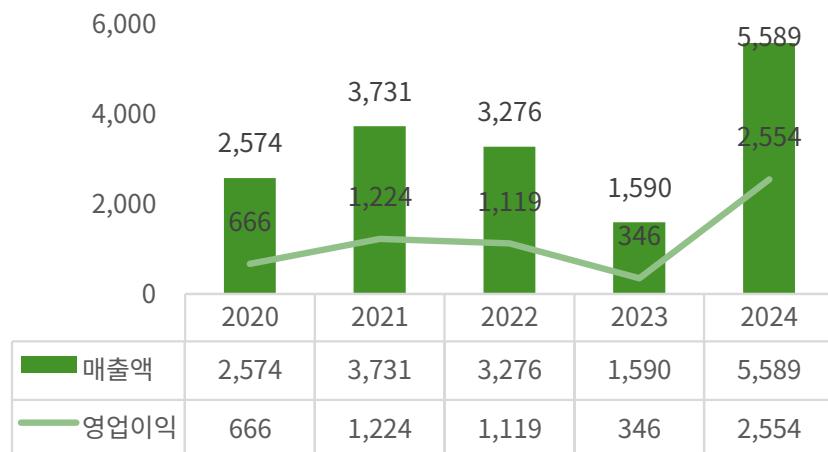
**2026년부터
점진적 회복 예상**

주요 고객사들은 2026년 1분기부터 HBM4 양산을 위한 TC본더 발주를 본격화할 계획이며, 이에 따라 한미반도체의 실적도 점진적으로 회복될 것으로 예상된다. 마이크론 내 한미반도체 TC본더 점유율은 기존과 유사한 90% 수준을 유지할 것으로 보이며, SK하이닉스 내 TC본더 점유율은 기존 50%에서 60% 수준으로 확대될 전망이다.

2.4 매출 현황

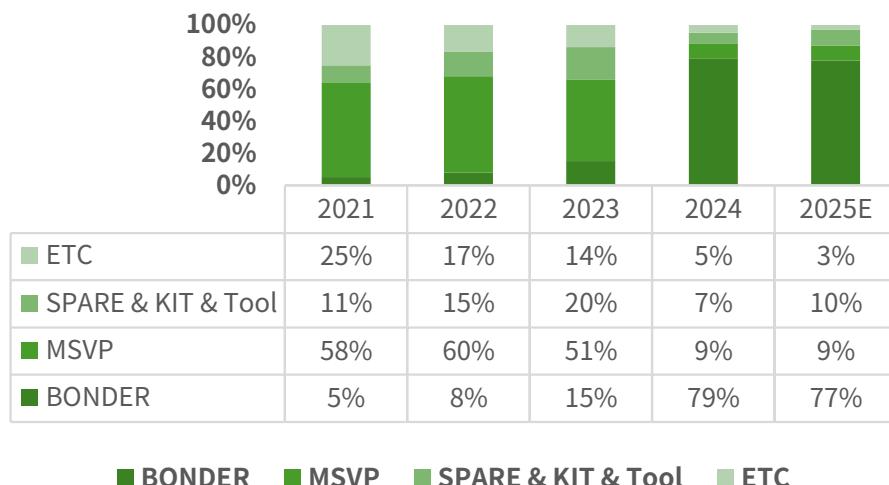
[자료17] 한미반도체 매출액&영업이익 추이

(단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, KIRA 5조 재구성

[자료18] 한미반도체 제품별 매출 비중 추이



출처: 동사 사업보고서, LS 증권, KIRA 5조 재구성

2.4.1 내수 시장

동사의 내수 매출액은 2023년 423억으로 전년 대비 42% 감소하였고, 2024년 3,282억으로 전년 대비 676%라는 폭발적으로 증가하였다. 국내 반도체 후공정 장비 수요가 회복되면서 SK하이닉스를 중심으로 HBM 패키징 설비 투자 확대가 직접적으로 작용한 것으로 분석된다. 즉, 2024년 매출 호실적은 내수 시장이 견인하였다. SK하이닉스향 TC본더 장비 수주 확대가 내수 매출액 증가 요인이 되었고 이 영향으로 [자료21]에 확인할 수 있듯이 2024년 1분기, 2분기는 내수 비중이 70%를 넘어섰다.

**내수 시장이 견인한
2024년도 매출**

2025년 내수 매출 비중은 전년 대비 감소하였다. 특히 25년 1분기는 내수 매출 175억 원, 수출 매출 1,299억 원으로 내수 시장에서 약세를 보였는데 이는 국내 주요 고객사인 SK하이닉스의 매출 비중 감소, 마이크론과의 협력 강화, Bonder 시장에서 중국, 대만 등 새로운 해외 고객사 확보가 크게 작용한 것으로 보인다.

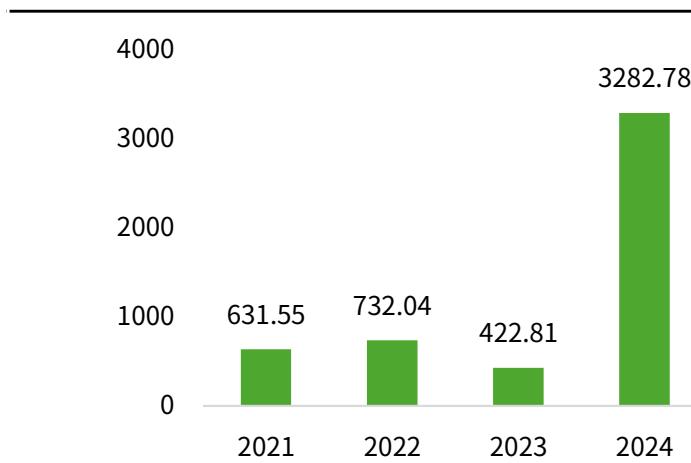
2.4.2 해외 시장

동사의 수출 매출액은 2021년 3,100억, 2022년 2,543억이고 2023년 1,167억으로 전년 대비 54% 감소하였다. 2024년에는 수출 매출액이 2,306억으로 전년 대비 98% 크게 증가하였다. 수출 매출액 회복의 주요한 요인은 마이크론 등 글로벌 메모리 업체를 중심으로 HBM 후공정 패지킹 장비 수요가 증가했기 때문이다.

마이크론과
계약 체결하며
수출 비중 증가

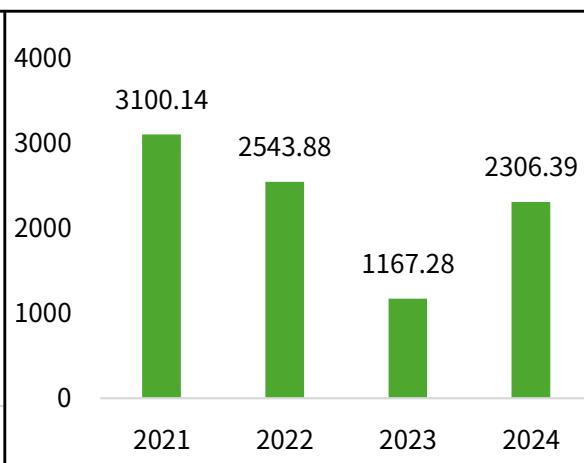
특히 2025년 1분기에는 수출 비중이 전체 매출의 약 90% 수준으로 크게 확대되었고 이는 마이크론과 더불어 대만, 중국의 반도체 고객사들이 동사의 신규 Bonder 장비를 발주한 것의 영향으로 분석된다.

[자료19] 내수 매출액 추이



출처: 동사 사업보고서, KIRA 5조 재구성

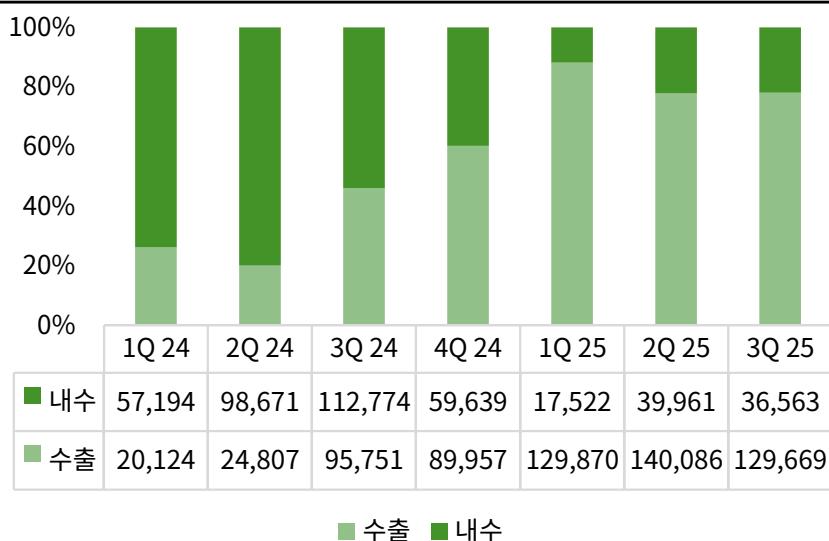
[자료20] 수출 매출액 추이



출처: 동사 사업보고서, KIRA 5조 재구성

[자료21] 분기별 내수 수출 매출 비중 추이

(단위: 백만원)



출처: 동사 사업보고서, KIRA 5조 재구성

2.5 경쟁사 및 고객사 현황

글로벌 TC본더 시장 점유율 1위인 한미반도체는 2024년까지 SK 하이닉스에서 HBM 생산에 사용되는 TC본더 장비의 90% 이상을 공급하였다. 그러나, SK 하이닉스가 핵심 장비 공급망 다변화를 위해 한화세미텍에서 장비를 공급받기 시작하였고 최근 이러한 SK 하이닉스의 공급망 다변화 정책에 따라 양사 간 경쟁이 진행 중이다.

하지만 SK 하이닉스의 최종적인 목표는 TC본더 장비사 완전 대체가 아닌 다변화로 현재 주로 생산되는 HBM3E 12단 TC본더 장비에서 동사의 강점인 오랜 신뢰관계에 기반하는 맞춤형 장비 제작, 장비의 성능을 고려할 때 동사 점유율이 크게 하락하지 않을 것으로 예상되고 있다. 다만, 한화세미텍과 SK 하이닉스가 차세대 패키징 장비에 대한 공동 연구 및 개발을 진행 중이기에 앞으로 지속적인 모니터링과 대응이 필요하다.

SK 하이닉스의 HBM 선두 지위는 지속되지만 해외 경쟁사 HBM CAPA의 빠른 성장이 전망된다. 해외 고객사향 장비는 국내 고객사향 대비 30~50% 높은 단가로 공급되어 빠른 TAM 확대 및 높은 마진율이 기대된다. 동사의 TAM은 국내 고객사향 2025년 4,780억 원에서 2026년 6,300억 원, 해외 고객사향은 같은 기간 4,480억 원에서 7,570억원으로 2026년 해외 고객사향 TAM이 국내 고객사향 TAM을 역전할 것으로 분석된다.

실제로 2024년 4월 동사와 마이크론이 226억 원 규모의 HBM 제조용 ‘DUAL TC본더 Tiger’ 장비 공급 계약을 체결한 이후로 마이크론은 동사에 30~50대 이상의 TC본더 장비를 분할 주문하는 형태로 물량을 발주하였다. 이로 인해 동사는 글로벌 TC 본더 시장 점유율을 90% 이상으로 확대하였고 SK 하이닉스에 이어서 마이크론까지 글로벌 메모리 제조사를 고객사로 확보하게 되었다.

2.6 시장 리스크

동사의 주요 고객사인 마이크론이 엔비디아의 HBM4 품질 테스트에서 초기 샘플의 대역폭 및 데이터 전송 속도, 양산 수율 기준을 통과하지 못하고 검증 단계에서 탈락하여 HBM4 생산 및 납품 일정이 최소 2026년 연말에서 2027년 초까지 지연되었다. 엔비디아는 최근 메모리 반도체 3사에 HBM4 관련하여 스피드 마진 요구사항을 9Gbps에서 10Gbps로 상향하였고 메모리 반도체 3사 중 마이크론만 요구를 충족하지 못하였다.

이로 인해 동사의 2025년 3분기 영업이익이 전년 동기 대비 31% 감소하는 등 매출과 영업이익에 일시적인 영향을 받았지만, 중장기적으로 전반적인 수주 계획이나 성장 전망에는 장애 요인이 되지 않을 것으로 보인다. 글로벌 메모리, 패키징 수요가 감소하지 않고 있으며 수주 이연이 영구적인 취소가 아닌 신규 발주 시점만 늦어지는 구조임을 감안할 때, 엔비디아 웰리티 테스트 통과 이후에는 대규모 발주가 이어질 것으로 예상된다.

마이크론의 엔비디아 HBM4 품질 테스트를 통과하지 못하고 퀄리티 테스트 일정이 연기된 것은 동사의 단기 실적 부진에 영향을 줄 것으로 보인다. 하지만 동사가 마이크론 서플라이어 어워즈에서 탑 서플라이어로 선정된 것을 고려할 때 엔비디아 HBM4 퀄리티 테스트 통과 이후에 마이크론이 신규 설비 투자를 진행할 때 동사에 TC본더 수주 물량이 대규모로 집중될 수 있다는 전망이 우세하다. 이처럼 동사의 마이크론 등 북미 기반 추가 장비 수주 계획은 2026~2027년에도 꾸준히 확대될 것으로 컨센서스가 형성되어 있으며 신제품 출시, 기술력, 글로벌 고객사와의 파트너십을 기반으로 HBM4 시장에서도 고객사에 안정적인 수주가 가능할 것으로 예상된다.

2.8 시장 기회

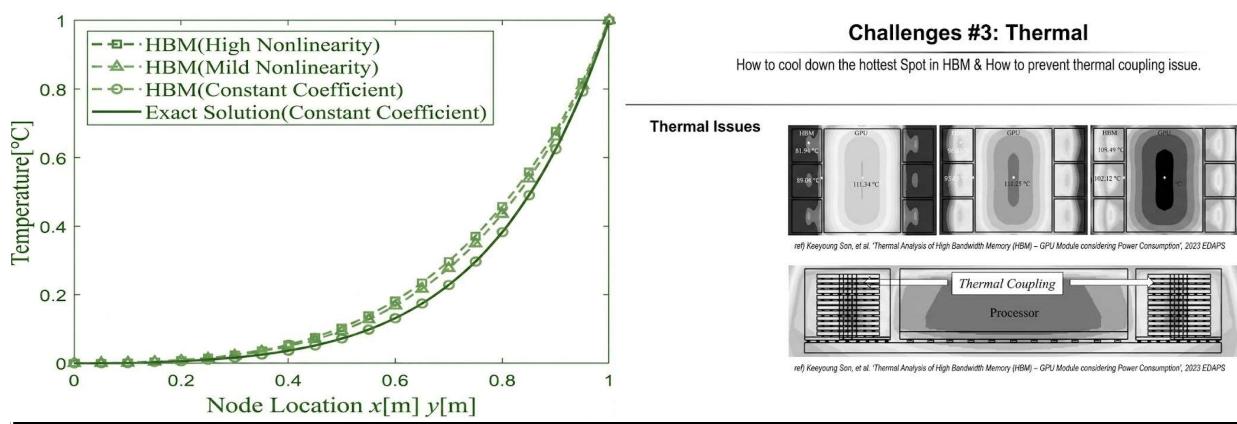
2.8.1 와이드 TC본더

HBM 세대가 고도화될수록 더 많은 메모리 용량과 빠른 데이터 처리 속도가 요구되는데, 최근 메모리 업계는 HBM을 20단 이상 고적층하는 방식 대신 **다이 면적 자체를 확대하는** 방향으로 개발 중이다. HBM의 다이 면적이 넓어지면 실리콘관통전극(TSV) 수와 입출력 인터페이스(I/O) 수를 안정적으로 늘릴 수 있다. 또한, D램 다이와 인터포저를 연결하는 마이크로 범프의 수도 증가하여, 메모리 용량과 대역폭을 확보하면서도 고적층 방식 대비 열 관리가 용이하고 전력 효율도 개선할 수 있다.

HBM을 고적층으로 쌓는 것이 어려운 이유 중 하나는 발열 관리이다. [자료21]을 보면 $x=1$ (오른쪽)로 갈수록 온도가 기하급수적으로 치솟는 곡선을 그린다. 칩을 고적층으로 쌓을수록 열 관리가 어려워져 위쪽 칩의 온도는 아래쪽 칩보다 더 뜨거워지는데, 이것이 고적층(High Stacking)의 치명적 단점이다.

국제반도체표준협의기구(JEDEC)가 HBM4의 두께 제한을 $720\mu\text{m}$ 에서 $775\mu\text{m}$ 로 완화하면서 기존 TC본더 기반 HBM4 제조 공정이 가능하게 되었고, 와이드 HBM이라는 새로운 시장을 대비한 와이드 TC본더 장비 도입에 따라 차세대 HBM의 고적층 생산을 위해 검토되었던 하이브리드 본더 도입 시기가 한층 늦춰질 것으로 보인다.

[자료22] HBM Thermal Issues



출처: Science direct, SK 하이닉스, KIRA 5조 재구성

2.8.2 빅다이 TC/FC 본더

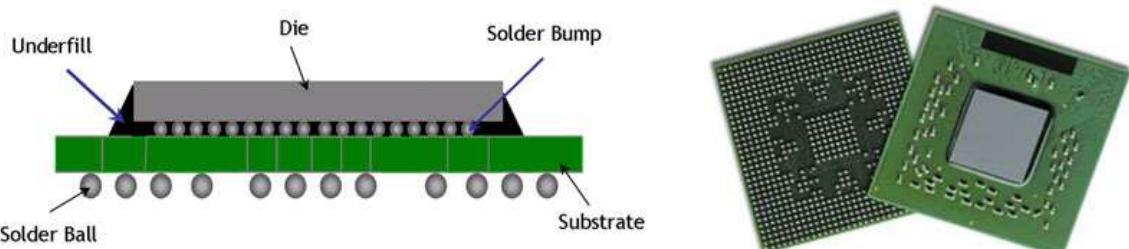
FC 본더는 칩을 뒤집어 기판에 붙이는 반도체 장비로, 동사가 **HBM 패키징 장비에 이어 시스템 반도체 분야인 2.5차원(2.5D) 패키징 시장으로 사업을 확장한다는 점에서 의미를 가진다.** 빅다이 FC 본더는 최대 75mm × 75mm 크기의 대형 인터포저(중간 기판)를 다룰 수 있는 장비로 기존 범용 패키징(20mm × 20mm)보다 훨씬 큰 면적을 처리할 수 있어 차세대 AI 반도체에서 요구되는 초대형 다이(Die)와 멀티 칩 집적에 적합하다.

시스템 반도체 패키징 수요 대응

최근 시스템 반도체 업계에서는 대형 칩을 여러 작은 칩으로 나눠 조합하는 칩렛 기술의 확산과 함께 2.5D 패키징 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2.5D 패키징은 실리콘 인터포저 위에 그래픽처리장치(GPU), 중앙처리장치(CPU), HBM 등을 하나로 묶는 방식이다. 칩 간 대역폭을 넓히고 속도를 높이는 동시에 전력 효율까지 개선할 수 있다. 대표적인 사례가 TSMC의 칩 온 웨이퍼 온 서브 스트레이트(**CoWoS**)로 엔비디아와 AMD 등 글로벌 기업들이 적극 채택하여 사용하고 있다.

올해 5월, 이미 대만 ASE Kaohsiung과 80억원 규모의 공급 계약을 체결하였고, 이번 신제품을 계기로 메모리 고객사 뿐만 아니라 종합반도체기업(IDM), 후공정 패키징 기업(OSAT)까지 고객 기반을 확대할 수 있을 것으로 기대된다.

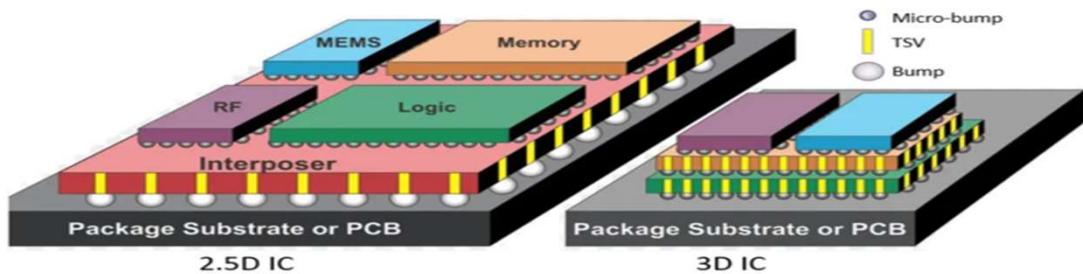
[자료23] FC 본더 설계도



출처: ASE Kaohsiung

동사는 AI, 고성능 컴퓨팅에서 사용되는 칩의 크기가 점차 확대되면서 수요가 늘어난 대형 칩 생산에 대응하기 위해 2026년 상반기 2.5D 빅다이 TC본더도 추가로 출시해 제품군을 강화할 계획이다. 해당 장비의 출시는 기존 TC 본더의 기술력을 2.5D 패키징까지 확장하고 대형 인터포저 기반 시스템 반도체 패키징 수요에 대응하기 위한 전략적 포석이다. 2.5D 빅다이 TC본더에는 빅다이를 미세한 회로 위에 비틀어짐 없이 정확한 위치에 붙일 수 있는 초정밀 위치 제어 기술이 사용될 예정이다.

[자료24] 2.5D Packaging



출처: Dealsite

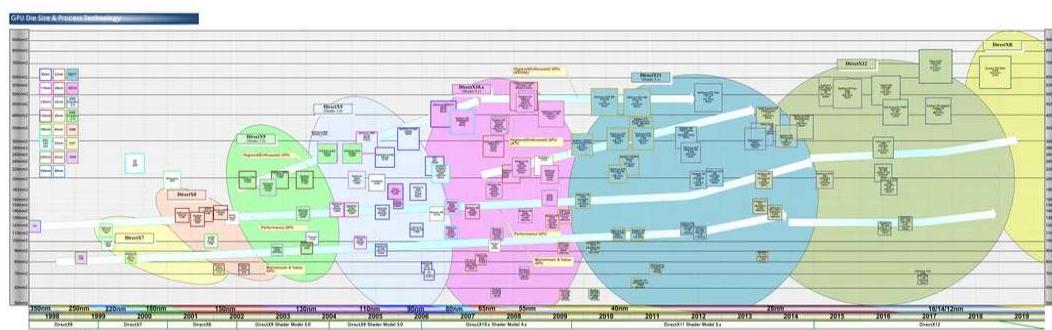
2.8.3 왜 빅다이용 본더가 중요한가?

과거 Bonder 장비들은 손톱만한 작은 칩을 붙이는 데 최적화 되어 있다. 최신 AI 반도체 (엔비디아 블랙웰)는 칩의 크기가 손바닥만큼 확대되었고 훨씬 미세한 정밀도를 요구한다. 동사의 신규 장비들은 기존 원리를 이용하되, 전례 없이 크고 예민한 칩을 다룰 수 있게 설계된 계량형 장비이며, 이 영역은 **기존 장비로는 대응이 불가능한 새로운 시장이다.**

2026년 양산되는 HBM4부터 하이브리드 본딩이 적용될 것으로 전망하였으나, 하이브리드 본딩의 비용과 양산 수율 문제로 인한 현실적인 문제가 존재하였다. 그러던 과정에서 국제반도체표준협의기구(JEDEC)가 HBM4의 두께 제한을 720 μm 에서 775 μm 로 완화하여 굳이 하이브리드 본딩을 사용하지 않고 기존 TC 본딩 기술을 활용하는 것에 제약이 사라졌다.

하이브리드 본더는 여전히 비용과 양산 수율과 같은 현실적인 문제로 실제 HBM 생산 과정에 도입이 지연되고 있으며 아직 R&D 단계로 매출이 거의 발생하지 않는 반면에 빅다이용 본더는 2026년에도 곧바로 시스템 반도체에서 수요가 존재할 정도로 시장이 형성된 장비이며 이미 대만의 ASE와 80억 원의 공급 계약을 체결한 것을 확인할 때, 동사의 새로운 성장 동력이 기 때문이다.

[자료25] GPU 디크리스터 확대 추이



출처: PC Watch

III. INVESTMENT HIGHLIGHTS

3.1 시간과 기술은 우리 편

시장은 그동안 HBM4 진입 시점이 한미반도체의 구조적 리스크가 될 것이라 우려해 왔다. HBM4부터 도입될 하이브리드 본딩으로 인해 기존 TC본더 시장이 소멸할 것이라는 공포 때문이었다. 그러나 최근 TSMC와 주요 메모리 3사의 로드맵 수정은 이러한 공포를 강력한 매수 기회로 반전시켰다. 하이브리드 본딩은 나노미터 단위의 표면 평탄도와 극도의 청정도가 요구된다. 이로 인해 미세한 먼지 하나만으로도 전체 패키징 불량이 발생하는 치명적인 단점이 있어 양산 수율 확보에 난항을 겪고 있다. 또한 기존 TC본더 대비 장비 가격과 공정 비용이 수 배 이상 높아, 비용 효율성을 중시하는 고객사에게 부담으로 작용하고 있다.

발전된 TC본더의 재발견 TC본더 수명 연장

이러한 기술적 공백을 메울 유일한 현실적 대안이 한미반도체의 Advanced TC Bonder가 될 것으로 보고 있다. 동사의 최신 장비는 범프 피치 축소에 대응하여 정밀도와 속도를 비약적으로 향상시켰으며, HBM4 미세 공정을 하이브리드 본딩 없이도 구현할 수 있음을 증명했다. 설령 하이브리드 본딩이 도입되더라도 이는 'Base Die' 연결에 국한될 가능성이 높으며, 핵심인 D램 코어 칩 적층은 여전히 검증된 TC본더가 담당하게 된다. 이를 통해 당초 2025년으로 예상되던 TC본더의 전성기는 HBM4E가 양산 및 납품되는 2027~2028년까지 구조적으로 연장될 것으로 예측하고 있다.

이러한 기술 대체 리스크 해소는 곧 밸류에이션 프리미엄의 정당화로 이어진다.

[자료26] TC본더 예상 수명

Stacking Heights and Supplier Stacking Technologies of Each HBM Gen

	HBM3		HBM3e		HBM4		HBM4e		HBM5	
Stacking	8hi	12hi	8hi	12hi	12hi	16hi	12hi	16hi	16hi	>20hi
NVIDIA AI GPU	Hopper		Blackwell		Rubin		TBD		TBD	
NVIDIA CoWoS HBM	5		8		8/12		TBD		3D stacking	
Stacking Technology	SK hynix	MR-MUF	Advanced MR-MUF	MR-MUF	Advanced MR-MUF	Advanced MR-MUF	TBD	Advanced MR-MUF	TBD	Hybrid bonding
	Samsung	TC-NCF		TC-NCF		TC-NCF	TBD	TC-NCF	TBD	Hybrid bonding
	Micron	TC-NCF		TC-NCF		TC-NCF	TBD	TC-NCF	TBD	Hybrid bonding

Source: TrendForce, Oct. 2024

출처: TrendForce, KIRA 5주 재구성

[자료27] 기업별 Process Trend 장비교체 예상시기

HBM level	Supplier	Speed (Gbps)	Tech Nodes	2022				2023				2024				2025			
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
HBM2e	Samsung	3.2 - 3.6	1Y 16Gb	8/16GB															
	SK hynix	3.6	1Y 16Gb	8/16GB															
	Micron	3.2 - 3.6	1Z 16Gb	16GB															
HBM3	Samsung	5.6 - 6.4	1Z 16Gb									16GB/24GB							
	SK hynix	5.6 - 6.4	1Z 16Gb					16GB				24GB							
HBM3e	Samsung	8 - 9.2	1alpha 24Gb									24GB/36GB							
	SK hynix	8 - 9.2	1beta 24Gb									24GB							
	Micron	8 - 9.2	1beta 24Gb									36GB							
HBM4		TBD	TBD																

Full spec may be released in 2H24 - 2025. C/S in 2026.

출처: TrendForce, KIRA 5주 재구성

3.1.1 업계를 지배한다. 대체 불가능한 M/S 90%, OPM 45%

검증된 양산 수율의 락인효과

SK하이닉스와 주요 HBM 제조사들을 포함한 글로벌 M/S 90%는 단순한 숫자가 아니다. HBM 공정은 적층 단수가 12단, 16단으로 높아질수록 칩이 얇아져 가공 난이도가 기하급 수적으로 상승하기에 수조 원 규모의 양산 라인에 검증되지 않은 신규 진입자 (한화세미텍, ASMPT)의 장비를 도입하는 것은 치명적인 수율 하락 리스크를 동반하는 도박과 같다. 이미 양산 검증이 완료된 한미반도체 장비를 사용하는 것이 가장 안전한 선택지 이기에 락인효과는 강력할 것으로 분석된다.

압도적 생산성과 수익의 상관관계

동사의 DUAL TC BONDER는 듀얼 헤드 방식을 적용하여 경쟁사 대비 압도적인 생산성을 자랑한다. 폭증하는 수요를 맞추기 위해 고객사는 생산 효율이 높은 장비를 선택할 수밖에 없다. 경쟁사의 저가 공세에도 불구하고 2025년 3분기 누적 기준 동사가 45%라는 소프트웨어 기업 수준의 OPM을 유지하는 배경은, 현재 시장을 주도하는 가격 경쟁이 아닌 반도체 업계의 특수성을 반영해 속도와 수율 싸움에서 우위를 점하고 있기 때문이다. 대체 불가능한 성능은 강력한 가격 결정권으로 이어져 원가 상승분을 판가에 전가하고 지속적인 고마진을 향유하는 원동력이 되고 있다.

2025년 11월 기준 시가총액은 약 11조 9,712억원이며 최근 12개월 기준 추정 매출액은 약 5,800억 원이다. 앞서 말했듯 OPM은 45%로 추정되며 제조업 평균을 상회하는 수치를 기록 중이다. 재무 건전성 측면에서는 순현금 약 1,500억 원 이상을 보유한 실질적인 무차입 경영 상태를 유지하고 있으며, 풍부한 현금 흐름을 바탕으로 경쟁사 진입을 차단하는 선제적 R&D 및 CAPA 투자를 진행중이다.

3.1.2 메모리 사이클을 넘어선 AI 패키징의 완성

시장은 동사를 단순 HBM 수혜주로만 분류하지만, 내부적으로는 이미 HBM 이후의 시장을 겨냥한 기술적 확장이 완료된 것으로 보인다. 따라서 본 보고서는 동사의 타겟 멀티플을 상향 조정하고 리서치 보고서를 작성하였다.

“넌 다 계획이 있구나” HBM 너머 새로운 시장 공략

GPU/NPU 칩 사이즈가 한계까지 커지는 기판의 대형화에 대응하기 위해, 동사는 Big Die FC Bonder와 Wide TC Bonder 라인업을 구축했다. 이 장비들은 AI 칩의 대형화와 기판 확장에 대응하는 신규 장비로, HBM을 넘어 비메모리 및 로직 반도체 시장으로의 진출을 의미한다. 이를 통해 대응 불가능한 영역을 커버함으로써, 동사의 사업 영역이 HBM을 넘어 비메모리 로직 반도체 및 어드밴스드 패키징 시장으로의 확장을 목표로 하는 것으로 파악된다. HBM 수요 변동성과 무관하게 지속적으로 성장할 수 있는 새로운 시장을 공략하고 있다.

최근 TSMC의 CoWoS(Chip on Wafer on Substrate)와 같은 2.5D 패키징 공정 수요가 폭증하고 있다. 한미반도체는 이에 대응하는 전용 장비 라인업을 선제적으로 구축한 상태이다. 이는 동사가 단순한 본딩 장비 공급사가 아니라, 칩의 스태킹부터 패키징까지 아우르는 토탈 패키징 솔루션 기업으로 진화하고 있음을 보여준다.

3.1.3 이원화 우려를 넘어서는 전략적 믹스

고마진의 최선단 물량 독점으로 프리미엄 방어

한미반도체의 실적 전망이 한참 밝지는 못하다. SK하이닉스의 공급망 이원화 시도는 동사에게 리스크로 인식되나, 한미반도체는 이를 제품 믹스의 차별화로 고객사 리스크를 헛지하고 있다. 해외 경쟁사의 CAPA는 2026년 전년 대비 100% 성장하며 비교적 난이도가 낮은 HBM 8단 공정에 진입 가능성이 높아질 것으로 전망된다. 반면 **양산 수율이 핵심인 HBM3E 12단 공정에서는 한미반도체 TC본더 의존도가 심화되고 있다.** 동사는 **고마진의 최선단 물량을 독점함으로써 수익성 훼손을 최소화하고 있으며, 마이크론 등 후발 HBM 제조사들이 추격을 위해 공격적인 투자를 집행하는 과정에서 SK하이닉스 레퍼런스를 추구하며 동사 장비를 적극 채택하고 있다.**

한미반도체와 마이크론의 긴밀한 협력도 주목해야 할 부분이다. 동사의 올해 상반기 기준 전체 매출의 82.44%가 해외에서 발생하였고 이는 전년 동기 대비 4배 가량 증가한 수치이다. 마이크론은 동사의 TC본더를 주력 제품으로 사용하고 있으며 TC본더 신규 장비를 발주하면서 해외 매출을 견인하고 있다. **마이크론이 동사에 30~50대 이상의 TC 본더 장비를 분할 주문하는 형태로 지속적으로 장비를 발주하는 것을 고려할 때 마이크론향 HBM4 TC본더 수주 기대는 유효하지만 최근 마이크론의 HBM4 재설계 이슈와 실적의 변동성을 고려할 때 밸류에이션 산정 시 동사의 매출액을 보수적으로 추정하였다.** 2026년 상반기 마이크론향 장비 수주가 없더라도 기존 고객사의 증설 물량만으로도 시장의 컨센서스를 상회할 수 있다는 전망에 주목하여 현재 주가에 충분한 안전마진이 확보되어 있다는 해석을 내린다.

3.1.4 경쟁사의 딜레마와 선제적 CAPA 확대의 가치

경쟁사의 딜레마
하이브리드 본더 R&D 투자 BUT 시장은 열리지 않고..

CAPA 증설을 통한 HBM 수요 대응

한화세미텍 등 후발 주자들의 하이브리드 본더 진입 시도는 그 기술력을 극대화해 아직 완성되지 않은 시장의 매출 점유율을 상당수 차지하였다. 그러나 TSMC의 도입 연기 결정으로 인해 난관에 봉착했다. 반면에 한미반도체는 이미 확보된 현금 흐름으로 여유롭게 차세대 기술을 준비하고 있다.

일각에서 우려하는 동사의 7공장 건설을 통한 CAPA 증설은 과잉 투자가 아닌 선견지명이 될 것으로 보인다. 급증하는 글로벌 AI 수요에 즉각적으로 대응할 수 있는 **생산 능력 자체가 장비 수주 계약을 체결하는 핵심 경쟁력**이다. 현재 TC본더 시장의 독점적인 점유율을 방어하고, 고객사의 발주에 대응하기 위한 필수적인 전략 자산으로 해석해야 한다.

[자료28] 한미반도체, 한화비전 재무지표 비교 분석

2024 / 2025 상반기 기준 비교

항목	한미반도체	한화비전	비교 포인트
매출액	3,201억원 (전년 대비+63.1%)	9,090억원 (전년 대비 +4%)	한미: HBM 집중 성장 한화: 시큐리티 안정적
영업이익	1,726억원 (전년 대비+83.5%)	1,006억원 (OPM 11.1%)	한미: 고마진(45% OPM) 한화: 그룹 후광 효과
당기순이익	1,867억원 (전년 대비+106.7%)	-121억원 (회계비용)	한미: 흑자 규모 폭증 한화: 순손실, BUT 영업흑자
부채비율	현금 보유 강점	96.0% (순현금 1조 초과)	두 기업 모두 재무비율 안정적

출처: 동사, 한화비전 사업보고서, KIRA 5조 재구성

IV. VALUATION

4.1 전체 매출액 TABLE

동사의 매출은 Bonder, MSVP, EMI SHIELD, 기타로 구분된다. 2024년을 기점으로 HBM을 생산하는 필수 장비인 TC Bonder의 매출 비중이 점차 높아지고 있다. 2026년 하반기 엔비디아의 새로운 AI 가속기 ‘루빈’의 출시로 2026년 HBM4의 양산과 납품이 공식화되면서 동사 TC Bonder의 매출액 상승 요소가 존재할 것이라고 판단하여 Bonder 부문의 매출 추정에 비중을 두고 Valuation을 시도하였다.

단위·십억원	매출액 추정																			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	63.2	123.2	80.3	60.9	26.5	49.1	31.2	52.2	77.3	123.5	208.5	149.6	147.4	180.1	166.2	141.3	248.1	178.0	291.9	180.6
YoY (%)	-10.9	13.1	-12.4	-40.1	-58	-60.2	-61.2	-14.3	191.6	151.6	568.4	186.5	90.6	45.8	-20.3	-5.5	68.3	-1.2	75.6	27.8
BONDER	8	5.3	7.7	4.9	1	5.1	0.5	17.3	51.4	85.9	182.1	124	117	129.3	124.7	98.9	210.8	142.4	248.1	144.4
MSVP	38.9	73.1	47.4	36.7	11.6	30.5	18	21.1	11.1	16.1	12.7	11.4	8.4	29.3	21.6	24.0	20.9	19.2	27.4	19.7
카메라 모듈	0.7	9.5	3.6	0.9	6.6	2.1	0	2	0	0	0.4	1.4	0	0	0	0	0	0	0	0
EMI SHIELD	0	5.8	0.5	2.5	0	0.4	3.3	1.8	6.7	9.5	1.1	0	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4
기타	15.6	29.5	21.1	16	7.3	10.9	9.4	10	8.2	12.1	12.2	12.9	20.4	19.8	18.3	17	15.1	15.0	15.1	15.1
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
BONDER	13%	4%	10%	8%	4%	10%	2%	33%	66%	70%	87%	83%	79%	72%	75%	70%	85%	80%	85%	80%
MSVP	62%	59%	59%	60%	44%	62%	58%	40%	14%	13%	6%	8%	6%	16%	13%	17%	8%	11%	9%	11%
카메라 모듈	1%	8%	4%	1%	25%	4%	0%	4%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EMI SHIELD	0%	5%	1%	4%	0%	1%	11%	3%	9%	7%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	1%
기타	14%	24%	26%	27%	27%	23%	29%	20%	11%	10%	6%	8%	14%	11%	11%	12%	7%	8%	6%	8%
영업이익률(%)	21.3	43.9	32.2	14.5	2.1	11.2	2.9	18.4	28.7	55.5	99.3	71.9	69.6	86.3	67.8	56.5	111.6	80.1	131.4	81.3
영업이익률(%)	33.6	35.6	40.1	23.8	7.8	22.8	9.3	35.2	37.1	44.9	47.6	48.1	47.2	47.9	40.8	40	45%	45%	45%	45%

4.2 매출 추정

4.2.1 Bonder 부문 매출 추정

동사의 매출추정은 시장규모*시장점유율의 방식을 사용하였고 다음과 같은 순서로 진행하였다. 1) 2026년 TC Bonder 시장의 규모를 여러 기관에서 발표한 전망치를 활용하여 파악한다. 2) HBM3E 12단 제품과 달리, 2026년 상반기부터 양산되는 HBM4 시장으로의 변화를 고려한 동사의 시장 점유율을 추정한다. 3) 산출한 시장 규모와 시장 점유율을 조합하고 변수를 고려하여 최종 매출액을 추정한다. 4) 해당 매출액을 HBM의 TAT(Turn-Around Time)를 고려하여 분기별로 나열하고 시장에서 예측하는 동사 TC Bonder의 P와 Q(CAPA)와 비교하여 적절성을 확인한다.

4.2.1.1 TC Bonder 시장 규모 추정

HBM TC본더 시장 규모 전망			
(단위: 백만달러)	2024	2025E	2026E
Yole Group	441	542	679
JP Morgan	461	651	917
전망 평균치	451	597	798

TC Bonder 시장 규모는 Yole Group과 JP Morgan의 자료를 참고하였다. 해당 자료에 따르면 Yole Group은 HBM TC Bonder 시장의 규모가 2024년 4억 4,100만 달러를 기점으로 2026년 6억 7,900만 달러로 성장할 것으로 예상하고 있으며 JP Morgan은 2024년 4억 6,100만 달러에서 2026년까지 9억 1,700만 달러 규모, CAGR 41.2%로 성장할 것으로 전망한다. 따라서 2026년의 HBM TC Bonder 시장 규모는 두 기관의 시장 규모 전망 평균치인 **7억 9,800만 달러**로 산정한다.

4.2.1.2 TC Bonder 시장 점유율 추정

한미반도체 HBM TC본더 시장점유율 전망			
(단위: %)	2024	2025E	2026E
UBS	90	76	69
			72

2026년 하반기 엔비디아의 AI 가속기 루빈의 양산이 본격화되고 SK 하이닉스, 삼성전자의 HBM4 납품이 전망된다. HBM3E 12단 TC Bonder 시장에서 90%의 점유율을 차지하였지만 마이크론의 HBM4 제품이 엔비디아의 데이터 처리 속도를 충족하지 못하여 재설계하여 2027년으로 출하 시점이 연기될 것으로 분석된다. 이러한 영향으로 동사의 TC Bonder 시장 점유율이 하락할 것으로 판단된다. 글로벌 증권사 UBS는 동사의 TC Bonder 시장 점유율이 2024년 90%에서 2026년 69%까지 하락할 것으로 전망한다. 하지만 2026년 하반기 동사는 일부 반도체 기업이 개발 중인 DRAM의 다이 면적을 넓힌 와이드 HBM을 생산하는 와이드 TC Bonder의 출시가 예상되고 시스템 반도체용 2.5D 빅다이 FC Bonder의 수주가 증가할 것으로 전망된다. 따라서 2026년 동사 TC Bonder의 시장 점유율을 UBS의 전망치보다 다소 높은 72%로 추정한다.

4.2.1.3 동사 Bonder 매출액 추정

TC Bonder의 시장 규모와 동사의 시장 점유율을 조합하여 매출액을 산출할 때 **2026년 예상 Bonder 매출액 규모는 5억 7,456만 달러**이다. (7억 9,800만 달러*72%)

4.2.1.4 동사 2026년 전체 매출액 추정

동사의 제품별 매출 비중을 고려하면 Bonder 매출 비중이 2026년과 유사할 것으로 분석되는 2024년 1분기부터 2025년 4E분기까지 8개 분기의 Bonder 매출 비중의 산술 평균을 내린 결과, Bonder 매출은 전체 매출의 75% 수준으로 확인되었고 엔비디아의 HBM4 퀄리티 테스트가 2025년 연말로 지연된 것의 영향으로 수주 예정이던 동사의 TC Bonder 매출의 일부가 2026년 상반기로 매출이 순연되었고 2026년 하반기 HBM4를 엔비디아에 납품하는 일정의 업계 평균 TAT가 약 3~4개월인 것을 고려하면 2026년 상반기, 마이크론이 재설계를 완료할 것으로 판단되는 2027년 상반기의 TAT인 2026년 3분기의 Bonder 매출액 비중이 크게 증가할 것으로 판단된다. 따라서 기존의 HBM3E TC Bonder 장비 수주가 활발했던 2024년 3분기의 Bonder 매출액 비중인 87%와 유사하게 Bonder 매출 비중이 증가할 것으로 분석된다. 정리하면 일반적인 수준의 Bonder 매출 비중인 75%와 장비 수주가 가장 활발한 분기의 매출 비중인 87%의 평균치인 80%를 2026년 Bonder 매출 비중으로 활용한다.

<한미반도체 2026년 예상 매출액>	
7.182 (억달러)	
10,572 (억원)	
1,057,194,000,000 (원)	
8,986 (억원)	

2026년 예상 Bonder 매출액 규모인 5억 7,456만 달러가 전체 매출의 80%이므로 2026년 전체 매출액 규모는 7억 1,820만 달러 (2025년 11월 21일 환율인 1,472원/달러)를 기준으로 10,572억원으로 추정할 수 있다. 하지만 2026년 마이크론의 HBM4 재설계의 영향으로 상반기 TC Bonder 수출이 감소할 것으로 예상하며 LS 증권 리서치에 근거한 2026년 동사의 예상 북미 수출 매출액인 3,814억 중 약 40%인 1500억의 매출이 감소할 것이라는 보수적인 전망을 내린다. 따라서 북미 수출 예상 매출액 규모와 비슷한 매출의 15%를 전체 매출액에서 감산한다면 **2026년 예상 전체 매출액은 8,986억원**이다. (10,572억원*85%)

4.2.1.5 분기별 매출 추정 및 검증

2024년 3분기 동사가 기록한 매출액 2,085억원으로 마진율이 높은 북미 고객사향 TC Bonder의 초도 물량 출하가 시작되고 SK 하이닉스에 납품하는 HBM3E TC Bonder 매출 역시 견고했던 것의 영향으로 분석된다. 실제로 동사 매출액에 있어 HBM 세대별 초도 물량 출하가 매출 상승에 직접적인 영향을 미치는 것을 고려했을 때 엔비디아의 HBM4 웰리티 테스트가 2025년 연말로 지연되어 수주 예정인 HBM4 TC Bonder 매출이 2026년 상반기로 순연된 것과 재설계 이후 2027년 상반기 HBM4 대량 출하를 계획하고 있는 마이크론에게 장비 공급이 예상되고 있어 2026년 1분기와 3분기에 각각 SK 하이닉스, 마이크론에 HBM4 TC Bonder 초도 물량이 출하될 것으로 전망하며 Bonder 매출 비중을 85% 수준으로 산정하였다.

HBM4 제품부터 동사는 고객사에 장비 업그레이드 서비스를 제공하지 않고 40% 상승한 가격으로 신규 HBM4 TC Bonder를 납품한다. 따라서 2026년 1분기는 HBM4 신규 장비 납품과 가장 유사한 매출 구조를 가지고 있는 2024년 3분기 매출액에 15%를 감산하고 최종적으로 장비 가격 상승률인 40%를 가산하여 도출하였다. 2026년 3분기는 마이크론에 공급하는 TC Bonder가 증가할 것으로 전망하여 2024년 3분기 매출액에 가격 상승률인 40%만을 가산하여 산출하였다. 2026년 2, 4분기는 대규모 초도 물량 납품 이후 시점 분기인 2024년 4분기 매출액을 기준으로 가격상승률과 매출 감소를 고려 후 반영하였다.

더불어 동사 MSVP 제품에 AI기반 FDS 비전 검사 기술을 추가로 적용하여 제품 경쟁력이 증가할 것으로 판단하여 매출 규모가 증가했던 2025년 MSVP 매출액의 평균을 기준으로 분기별로 적용하였다. EMI SHIELD의 경우도 2025년 매출 규모가 일정하게 유지되어 2025년 매출액 평균을 기준으로 분기별로 고려하였다.

영업이익은 2024년 1분기부터 2025년 4E분기까지 8개 분기의 영업이익률 평균치를 활용하였다.

증권사의 분석과 업계에 알려진 동사 TC Bonder의 평균 가격(P)이 30억원 수준이고 TC Bonder 월 생산역량(Capa)이 35대 수준인 것을 고려했을 때 추정된 분기별 Bonder 매출액을 분기 내 생산하여 고객사에 납품할 수 있는 것으로 분석된다.

4.3 매출원가 추정

매출원가 추정

(단위: 억 원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3275.9	1590.1	5589.2	6349.8	8986
매출원가	1425.5	796	2443.9	2663.2	3846
매출원가율	43.5%	50.1%	43.7%	41.9%	42.8%

매출원가 추정은 동사의 Bonder 매출액 비중이 증가한 2024년과 2025년의 매출원가는 뚜렷하게 구분되는 차이가 없는 것으로 판단하여 2024년, 2025년의 평균인 42.8%를 매출원가율로 도출하여 매출원가를 추정하였다.

4.4 판매비와 관리비 추정

판매비와 관리비의 추정에 있어서는 계정과목별로 변동비와 고정비로 분류를 진행하였다. 변동비는 각 연도별 매출액 대비 비율을 산정하여 추정하였고 2024년도 6공장을 열며 생산능력이 확충된 이후 점진적으로 매출이 늘어난 추세를 반영하였다. 고정비의 측면에서는 3개년 이동평균을 통해 추정하였다.

급여와 퇴직급여는 직원 수에 연동해 값을 추정하였다. 6공장 오픈으로 인해 2024년도 직원 수가 12.17%증가하였고 이를 2025년 말 완공되는 7공장으로 인해 2026년에도 비슷한 비율로 증가할 것이라고 보았다. 평균 급여의 측면에서는 YoY -4%대의 수치를 기록하였는데 평균급여 상승률의 현실성을 고려해 2개년 이동평균법을 적용하였다. 복리후생비는 각 연도별 급여 대비 비율로 추정하였다.

판매비와 관리비 추정					
(단위: 천원)		2022	2023	2024	2025E
판매비와 관리비		55,657,282	25,886,197	40,482,948	49,435,097
급여	직원수	11,729,820	10,982,179	11,711,961	11,356,664
퇴직급여	직원수	613,673	520,554	574,509	563,301
복리후생비	급여	858,950	708,688	853,802	828,954
감가상각비	고정비	1,540,059	1,745,377	1,721,096	1,668,844
무형자산상각	고정비	171,424	153,848	107,380	144,217
지급수수료	변동비	16,691,484	9,679,005	13,435,432	13,704,141
접대비	변동비	573,393	993,526	1,770,264	3,097,962
광고선전비	변동비	348,312	589,068	1,318,511	1,410,807
여비교통비	고정비	590,649	1,317,564	991,594	966,602
A/S비용	변동비	5,365,884	4,321,648	12,205,193	13,059,557
수출제비용	변동비	1,019,416	784,567	736,244	758,331
통신비	고정비	88,180	85,203	88,263	87,215
세금과공과	고정비	826,946	734,316	712,911	758,058
운반비	변동비	288,565	246,430	296,017	298,977
소모품비	변동비	146,816	93,960	116,855	118,608
차량유지비	변동비	117,539	114,599	108,413	104,076
수선비	변동비	4,956	16,880	33,786	115,210
보험료	고정비	239,142	183,244	222,329	214,905
도서인쇄비	고정비	23,907	39,608	59,027	40,847
임차료	고정비	39,911	39,596	121,953	67,153
대손상각비	고정비	14,286,657	-7,565,505	-9,109,315	- 5,823,625
주식보상비용	고정비	0	6,534	2,298,750	768,428
수도광열비	고정비	91,599	95,308	107,973	98,293
<hr/>					
		2022	2023	2024	2025E
직원수		643	633	710	724
평균급여		18,242,000	17,349,000	16,496,000	15,686,046
급여상승률			-4.90%	-4.92%	-4.91%
평균퇴직금		954,390	822,360	809,168	778,040
퇴직금변화율			-14%	-2%	-4%
					-3%

4.5 영업 외 손익 추정

영업 외 손익은 환율 및 금융 시장 변동성에 연동되는 요소가 많아 논리적 예측에 한계가 존재하였다. 따라서 예측의 불확실성을 최소화하기 위해 과거 3개년 Moving Average 또는 Flat을 적용하여 변동성을 평탄화하는 보수적인 추정 방식을 선택하였다. 일회성으로 발생하는 파생상품 평가손익이나 자산 처분 손익은 노이즈 제거를 위해 0으로 처리하거나 최소화하였다. 다만, 2026년은 막대한 영업현금흐름 유입으로 순현금 포지션이 강화됨에 따라 이자수익을 우상향으로, 외형 성장에 연동되는 기타비용 항목 또한 비례적으로 상향 조정하여 추정의 타당성을 높였다.

영업외손익 추정 (단위: 백만 원)					
금융수익 추정	2023	2024	2025E	2026E	
금융수익	42,150	45,500	18,000	25,000	
이자수익	5,200	8,500	8,500	13,500	
배당금수익	120	-	-	-	
외환차익	15,400	16,500	4,500	5,500	
외화환산이익	18,200	18,000	4,500	6,000	
파생상품평가이익	3,200	2,500	-	-	
금융자산처분이익	-	-	500	-	
금융비용 추정	2023	2024	2025E	2026E	
금융비용	28,400	18,500	5,000	6,200	
이자비용	450	350	200	200	
당기손익공정가치금융자산평가손실	650	-	-	-	
단기금융상품처분손실	-	-	-	-	
외환차손	12,500	10,500	2,400	3,000	
외화환산손실	14,800	7,650	2,400	3,000	
파생상품평가손실	-	-	-	-	
기타손익 추정	2023	2024	2025E	2026E	
기타수익	1,200	1,100	1,000	1,100	
임대료수익	350	360	370	370	
유형자산처분이익	600	100	-	-	
기타대손상각비환입	-	-	-	-	
잡이익/기타	250	640	630	730	
기타비용 추정	2023	2024	2025E	2026E	
기타비용	2,500	2,300	2,000	2,500	
기부금	400	800	1,000	1,500	
세금과공과	200	250	300	300	
유형자산처분손실	1,500	200	-	-	
기타 대손상각비	-	-	-	-	
잡손실/기타	400	1,050	700	700	

IV. Peer group 산정

동사의 적정 기업가치 산출을 위한 PEER GROUP으로는 글로벌 AI 반도체 밸류체인 내에서 기술적 유사성, 특정 공정 내 독점적 지위, 그리고 OPM으로 대변되는 이익의 질을 종합적으로 고려하여 선정하였다. 이에 따라 기술적 모델의 BESI, 압도적 독점력의 DISCO, 그리고 직접적 경쟁 관계에 있는 ASMPT를 최종 비교 대상으로 확정하였으며, 각 기업의 펀더멘털 격차를 반영하여 가중치를 차등 부여하였다. 또한, 하이브리드 본딩 분야의 또 다른 경쟁사인 오스트리아의 EV Group은 비상장 기업으로 신뢰할 수 있는 주가 데이터 확보가 불가능하여 산정 대상에서 제외하였다.

BESI (BE Semiconductor Industries) - 네덜란드 소재의 글로벌 반도체 장비 기업으로 하이브리드 본딩 분야에서 독보적인 기술력을 보유하고 있다. 현재 TC 본더 시장을 장악한 동사에게 있어 BESI는 향후 초미세 공정으로 진화하는 반도체 로드맵상 가장 이상적인 밸류에이션 벤치마크로 판단된다. 무엇보다 30% 중반대의 높은 OPM을 기록하며 고부가가치 장비 시장을 선도하고 있다는 점에서, 현재 40% 후반대의 경이로운 이익률을 기록 중인 동사의 프리미엄을 설명할 수 있는 핵심 비교 대상이라 판단하였다. 동사의 TC Bonder가 하이브리드 본딩의 대안으로 자리 잡으며 BESI와 대등한 기술적 위상을 확보했다는 점을 고려하여 가장 높은 가중치인 0.5를 부여하였다.

DISCO Corp - 일본의 반도체 후공정 장비 기업으로 웨이퍼를 갈아내고 자르는 공정에서 글로벌 시장 점유율 70~80%를 차지하는 사실상의 독점 기업이다. HBM의 고단 적층으로 칩 두께가 얇아짐에 따라 동사와 함께 AI 반도체 수혜의 최전선에 위치해 있다. 특정 필수 공정 내에서의 대체 불가능한 독점적 지위와 이를 바탕으로 한 30% 후반대의 OPM 구조는 동사의 현재 펀더멘털과 가장 유사하다. 동사가 TC 본더 시장에서 보여주는 시장 지배력이 DISCO의 그라인더 독점력과 비견된다고 판단하여, 0.4의 가중치를 부여하였다.

ASMPT - 홍콩 증시에 상장된 글로벌 종합 후공정 장비사로 TCB 시장에서 동사의 가장 직접적인 경쟁자이다. 최근 SK하이닉스 공급망 진입을 시도하는 등 경쟁 관계를 형성하고 있어 비교 대상에 포함하였다. 그러나 동사와 달리 수익성이 낮은 레거시 장비 매출 비중이 높아, 전사 OPM이 10% 중반대에 머무르고 있다. 동사의 압도적인 수익성과 1:1로 비교하기에는 체급의 차이가 크다고 판단되어, 동사의 적정 가치를 희석시키지 않는 선에서 밸류에이션의 하단을 확인하는 보조적 지표로 활용하고자 가중치를 0.1로 제한하였다.

상기 가중치를 적용하여 산출된 Peer Group의 weight P/E는 34.61배이다. 당 보고서는 여기에 35%의 프리미엄을 추가 적용하고자 한다. Peer Group 최고 수준인 BESI보다도 동사의 OPM이 높다는 점과, TSMC의 공정 변화로 인해 경쟁사 대비 가장 확실한 실적 성장 가능성을 이전부터 확보했다는 점에 기인하여 최종 Target PER 46.72배를 적용하였다.

IV. Peer Group Valuation Table

Peer group	12M F P/E	Weight	Weighted P/E	선정 및 가중치 부여 근거
BESI	38.5	0.50	19.25	하이브리드 본딩 선두주자 + 한미반도체 기술적 지향점 높은 OPM 구조 유사성 반영하여 비슷한 재무구조에 최대 비중 부여
DISCO	34.2	0.40	13.68	후공정 내 압도적 독점 지위 확보 동사 TC분더 M/S 90% 지위와 가장 흡사한 펀더멘털 보유
ASMPT	16.8	0.10	1.68	TC Bond 직접 경쟁사 낮은 OPM 밸류에이션 회석 방지를 위한 제한적 가중치 하한 설정
Peer avg	-	1.00	34.61	가중평균 multiple
Peer group 가중평균 P/E	-	-	34.61	상위 Table 참조
Premium	-	-	+35%	Peer 최고 수준을 상회하는 OPM TSMC HBM4 하이브리드 공정 지연에 따른 확실한 실적 가시성 확보
Target Multiple	-	-	46.72	Target P/E
2025F EPS	-	-	3,132	2025년 예상 순이익 약 3,000억 기반 산출
Target Price	-	-	146,300	Target P/E * 2025F EPS
Current Price	-	-	120,100	2025.11.25 종가 기준
투자의견	-	-	+21.8%	투자의견 BUY 유지

APPENDIX

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
- 본 재무학회는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 재무학회는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 신뢰할만 하다고 판단되는 자료에 의거하여 만들어진 것이지만, 본 학회가 그 정확성이나 안전성을 보장할 수는 없습니다.
- 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사 결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 본 학회는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.
- 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.