COMPANY UPDATE

2022. 11. 29

삼성증권

Tech팀

이종욱
Senior Analyst
jwstar.lee@samsung.com

류형근
Research Associate
hyungkeun.ryu@samsung.com

HPSP (403870)

High Potential, Something Special

- 공정 미세화로 저온공정의 필요성이 증가. 고열로 Metal Layer가 녹는 문제가 발생하며, 고압으로 저온공정을 구현하는 고압 수소 어닐링 기술이 솔루션으로 부각.
- 현재 주요 국내외 반도체 업체로 독점 공급 중. 로직/파운드리향 견조한 수요에 메모리에서의 침투율 확대 효과가 더해지며, 고성장세를 이어갈 것으로 예상.
- 사이클은 불투명하나, 기술 한계 극복에 도움을 주는 장비를 독점 공급하고 있다는 점은 차별화 포인트. 목표주가 83,000원과 매수 의견을 제시하며, 커버리지를 개시.

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	83,000원	39.5%
현재주가	59,500원	
시가총액	1.2조원	
Shares (float)	19,949,595주 (25.1%)	
52주 최저/최고	43,250원/69,500원	
60일-평균거래대금	134.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
HPSP (%)	4.4	0.0	0.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.0	0.0	0.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	n/a	
목표주가	83,000	n/a	n/a
2022E EPS	4,337	n/a	n/a
2023E EPS	4,270	n/a	n/a

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	84,350
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

High Potential, Something Special: 고압 수소 어닐링이라는 독점 기술을 보유한 만큼 그에 맞는 프리미엄을 부여할 필요가 있다고 생각한다. 고객사에서 이원화를 고려할 만한 기술력을 갖춘 업체는 없는 것으로 판단되며, 안전인증과 고객사 신뢰성 평가 테스트 기간을 고려 시, 당분간 경쟁사의 진입 가능성은 낮다는 판단이다. 메모리향 침투율 확대가 단기 성장의 트리거이며, 중장기적으로는 고압 산화막 장비로의 장비 포트폴리오 확대가 기대된다.

- 반도체 소자 영역의 혁신 중 하나는 High-K Metal Gate(HKMG)이다. 누설전류를 차단하고, 소자 특성을 개선하기 위해 로직에 이어 DRAM에서도 HKMG 구조를 늘리고 있다.
- 반면, 공정은 한계 수준으로 미세화되며, 공정상 열 발생량이 증가하고 있다. HKMG의 경우, Metal Layer를 쌓게 되는데 Metal 계열은 고열 환경에 취약하다. 600도 이상의 고열 환경을 접하게 되면, 쌓아 놓은 Metal Layer가 녹는 문제가 발생할 수 있다. 이러한 한계를 극복하기 위해 일부 스텝에서 저온 공정에 대한 수요가 늘고 있으며, 고압 수소 어닐링 기술이 하나의 솔루션으로 부각될 것이라 생각한다.
- NAND의 경우, 적층단 수가 높아지며 유전체 간의 접점 영역에서 Defect가 발생하기 쉽다. 이에 대한 솔루션으로 고압 수소 어닐링 장비 수요가 점차 늘어날 것으로 예상한다.
- 메모리향 Exposure 확대가 단기 이익 성장의 트리거라 생각한다. 공정의 Bottleneck을 뚫어줄 기술을 보유한 만큼 향후 추가 고객사 확대 가능성도 존재한다고 생각한다.

투자의견: 반도체 사이클은 불투명하나, HPSP와 같이 공정의 Bottleneck을 뚫어줄 기술을 가진 업체는 지금과 같은 불확실성 속에서도 충분히 매수할 만한 매력이 있다고 생각한다. 목표주가 83,000원(Target P/E 19배 적용)과 매수 의견을 제시하며, 커버리지를 개시한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2021	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	92	157	192	262
영업이익 (십억원)	45	90	107	154
순이익 (십억원)	35	79	85	119
EPS (adj) (원)	2,130	4,337	4,270	5,985
EPS (adj) growth (%)	53.0	103.6	-1.6	40.2
EBITDA margin (%)	50.3	61.5	63.5	64.4
ROE (%)	81.4	85.7	49.3	43.9
P/E (adj) (배)	n/a	13.7	13.9	9.9
P/B (배)	n/a	9.0	5.5	3.6
EV/EBITDA (배)	n/a	11.0	8.1	5.1
Dividend yield (%)	n/a	0.3	0.3	0.3

자료: HPSP, 삼성증권 추정

What's the catalyst?

희소성이 주는 가치: HPSP는 로직/파운드리 최선단 공정에 기여할 수 있는 독점 장비 공급 업체이다. 국내 반도체 전공정 장비 업체들의 로직/파운드리 기여 분이 극히 적었던 만큼 최선단 공정에 기여할 수 있는 독점 솔루션을 보유했다는 사실 하나만으로도 시장의 관심을 받기 충분했다. 희소성과 독점적 지위가 상장 이래 3개월 간 HPSP의 Identity였다.

하지만 주가는 현재 정체 구간에 진입했다. TAM의 확장성과 독점의 지속성, 그리고 내년 이익 성장 가시성에 대한 의문이 주가 상승을 가로막는 배경이다.

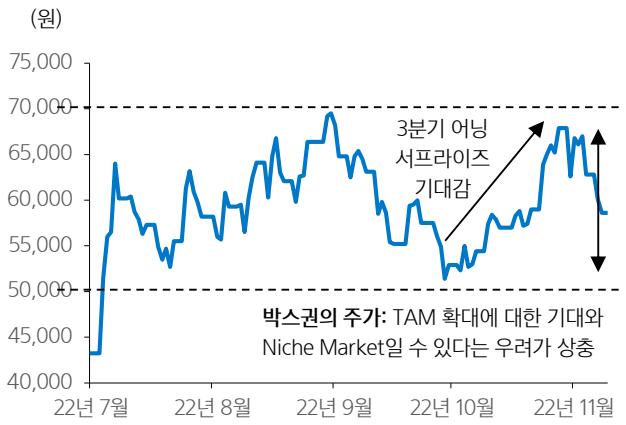
1) 더 큰 기회는 메모리에 있다

- 메모리반도체향 시장 진입의 가치가 주가에 추가적으로 반영될 필요가 있다고 생각한다.
- 반도체 투자의 절반은 메모리에서 발생하며, 메모리반도체는 산업 특성 상 전환효율이 중요하다. 전환투자를 통해 넷다이를 늘려 Cost per bit를 낮출 수 있으며, 핵심 선단공정 비중 확대로 원가 경쟁력을 가져가는 것이 업계의 생존 전략이자 방향성이다.
- 현재 HPSP의 고압 수소 어닐링 장비는 주요 고객사의 최선단 공정부터 적용되고 있다. 이는 고객사의 전환투자에 따른 수혜를 크게 입을 수 있다는 것을 시사한다.

2) 고압 습식 산화막 장비 신규 진입

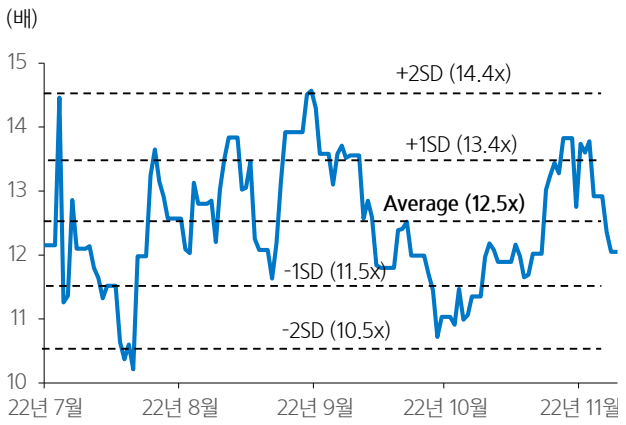
중장기 기대 요소는 고압 습식 산화막 장비이다. 로직/파운드리 최선단 공정에서 저온으로 실리콘 Oxide 막을 길러낼 수 있는 기술에 대한 수요가 부각되며 개발하게 된 장비로 1Q23 내 개발을 완료할 것으로 예상한다. 장비 개발 완료 시, 고압 수소 어닐링 단일 사업부문으로부터 받고 있는 Discount 요소를 해소할 수 있을 것으로 예상된다.

HPSP: 주가 추이



자료: WiseFn, 삼성증권

HPSP: 12m Fwd P/E 추이



자료: WiseFn, 삼성증권

HPSP: 공모 개요

구분	내용
희망 공모가	23,000-25,000원
공모 금액	690-750억원
공모 주식 수	3,000,000주
상장 후 주식 수	19,753,193주
예상 시가총액	**4,543-4,938억원**

자료: 증권신고서, 삼성증권

Check Point I. 기술 변화에 대한 대응 (Feat. 공정 변화에 동행할 수 있을까?)

변하지 않는 것: 기술은 변한다. 하지만, 지난 반 도체 역사에서 변하지 않았던 것은 모든 기술이 공정 미세화라는 목표를 달성하기 위해 변화하고 있다는 점이다.

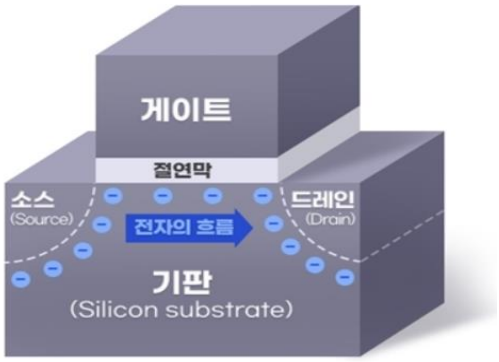
반도체 업계의 경쟁력은 결국 누가 얼마나 싸게, 성능이 우수한 반도체를 양산할 수 있는가에 있다. 공정 미세화를 통해 한정된 웨이퍼 면적 하에서 더 많은 반도체 칩을 양산해야 원가 부담을 줄일 수 있고, 더 싼 가격에 반도체를 공급할 수 있다. 또한, 반도체의 회로 선폭이 미세화될수록 소비 전력은 줄어들고, 데이터 처리 속도가 빨라져 칩의 성능 개선이 가능하다. 결국, 칩의 성능 향상과 생산원가 절감이라는 두 가지 목표를 달성하기 위해 공정 기술은 발전해왔다.

트랜지스터 영역에서의 변화, High-K의 도입: 2007년 인텔의 High-K Metal Gate 구조 도입은 반도체 소자 역사 상 가장 큰 변화 중 하나이다. 트랜지스터의 절연막은 트랜지스터 내에서 전기가 이동하는 통로인 채널을 형성하기 위해 (-) 전하를 모으고, (-) 전하가 Gate 밖으로 나가지 못하도록 방지하는 역할(누설전류 방지)을 수행한다. 기존에는 Gate의 절연막으로 SiO2(실리콘 산화막)가 활용되었으나, 반도체 공정이 미세화되며, 트랜지스터의 크기가 작아졌고, 절연막의 면적도 자연스레 줄어드는 결과가 초래되었다. 소자 업체들은 적정 Capacitance 확보를 위해 절연막의 두께를 얇게 하는 방안으로 대응해왔으나, 두께 축소의 한계점에 봉착하게 되었고, 이에 절연막의 소재로 SiO2 대비 유전율이 높은 High-K 소재를 적용하기 시작했다.

- **High-K 소재의 강점:** 유전율이 높을 경우, 전압을 걸었을 때, 실리콘에 흩어져 있는 (-) 전하를 모으는데 유리하며, 동일 전압 환경에서 더 많은 전하를 저장할 수 있다 (Capacitance 향상 가능). 기존 SiO2 절연막과 비교했을 때, High-K 소재를 적용 시, 더 얇은 두께를 구현할 수 있고, 더 뛰어난 누설전류 차단 기능을 수행할 수 있다.
- **High-K 절연막이 이끈 변화:** 절연막에 High-K가 적용되며, 절연막 위 Gate의 소재에도 변화가 생겼다. 기존에는 주로 Poly-Si를 활용했으나, Poly-Si 아래 HfO2(하프늄)과 같은 High-K 소재가 위치하면 전압 한계가 불규칙해지고, 전자의 속도가 느려지는 문제가 발생하게 되었다. 이에, Gate의 소재도 기존 Poly-Si 대비 High-K와의 호환성이 우수한 Metal 계열이 활용되기 시작했다.

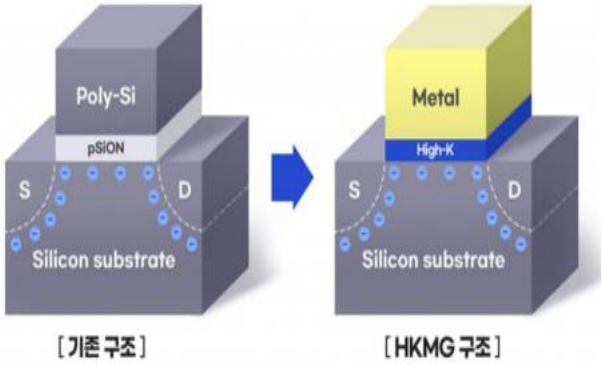
결과적으로, High-K의 도입은 반도체 소자 특성의 혁신적인 개선을 가져왔다. 하지만, 덩달아 절연막과 실리콘 웨이퍼 사이의 계면 결함이 증가하는 문제가 발생했다. 기존 SiO2는 자연 성장되나, High-K는 기본적으로 SiO2 대비 높은 계면 전하와 고정 전하가 존재하고, 증착 방식이라 표면 특성이 매끄럽지 않기 때문이다. 현재 High-K 절연막의 격자 결함은 기존 실리콘 산화막 대비 10-100배 이상 더 많이 발생하는 것으로 알려져 있다.

트랜지스터의 구조



자료: 삼성전자, 삼성증권

High-K Metal Gate로의 구조 변화



자료: 삼성전자, 삼성증권

High-K 적용에 따른 열처리 공정의 변화: 과거 SiO2 절연막의 경우, 금속 공정(Metalization)을 마치고, 3-4%의 수소농도를 포함하는 성형가스로 400-450도 환경에서 10-30분 간 열처리를 진행하여 계면 결함을 치유했다. High-K로 절연막의 소재가 변하며, High-K 소재 특성으로 계면 결함이 증가했고, 이에 기존 열처리 장비 공급 업체들은 600도 이상의 고온을 활용하여 대응했다. 하지만, 온도를 높이는 것은 결과적으로 온전한 솔루션이 되지 못 했다. 메탈 계열 물질의 녹는 온도가 상대적으로 낮아 금속 공정 후 공정 온도를 450도 이상으로 올리기 어려웠고, 600도 이상 고온 환경에선 Metal Gate 및 금속배선이 변질되는 문제가 발생했다. 결국, 16nm 이하로 공정이 미세화되며, Thermal Budget(공정상 열 허용 범위)의 한계로 기존 고온 장비의 활용이 어려워졌고, 저온 공정에 대한 필요성이 부각되기 시작했다.

이에 적합한 솔루션으로 부각된 것이 고압 수소 어닐링 장비다. 1-25 ATM의 고압으로 Gate 위에서 수소를 강하게 주입하여 웨이퍼 표면의 계면 결함을 전기적으로 비활성화하는 방식으로 450도 이하의 저온 공정이 가능하다. 비활성화 수소 어닐링 공정으로 트랜지스터의 구동전류와 집적회로 성능을 10-15% 향상시킬 수 있다는 강점을 가지고 있으며, 기존 공정 설계를 변형시키지 않고, 트랜지스터 성능 개선이 가능하다. 현재 로직/파운드리 영역의 경우, 28/32nm 이하에선 필수적으로 적용하도록 권장 받고 있으며, 10nm 이하 선단공정 비중이 확대될수록 침투율이 확대될 것으로 기대된다.

- **기존 고온 열처리 장비의 한계:** 계면 결함을 치유하기 위해선 화학 반응이 필요하고, 이에 필요한 원소가 수소이다. 하지만, 기존 고온 열처리 장비는 5% 미만의 낮은 수소 농도를 활용했기에 비활성 가스를 섞어서 사용했고, 이로 인해 수소 어닐링 효과가 온전히 구현되기 어려웠다. 압력 또한 1ATM 미만으로 낮았기에 열처리 효율을 높이기 위해 공정 온도를 600도 이상으로 높일 수밖에 없었고, 16nm 이하로 공정이 미세화되며, Thermal Budget의 한계로 열처리 회로가 고온으로 녹아버리는 문제에 봉착하게 되었다.

기존 고온 열처리 장비와 고압 수소 어닐링 장비의 비교

구분	기존 고온 열처리 장비	고압 수소 어닐링 장비
압력	1 ATM 미만	1-25 ATM
공정온도	600-1,100도	250-450도
수소농도	5% 미만	100%
공정 미세화	16nm 이하 적용 불가	3-32nm 적용 중
진입장벽	낮음	높음 (글로벌 독점)
공급 업체	Tokyo Electron, Kokusai Eletric, 국제일렉트릭	HPSP

자료: HPSP, 삼성증권 정리

고압 수소 어닐링 장비의 강점

1 **100%의 수소 농도를 유지하여 열처리 효율을 극대화. 반도체 트랜지스터 구동전류 및 집적회로 성능을 10-15% 향상 가능**

2 **공정온도를 높인 기존 장비와 달리, 수소를 계면 상에 침투하기 위한 에너지원으로 고압을 활용. 이를 통해, 250-450도의 저온 공정을 구현.**

자료: 삼성증권

Check Point II. TAM의 확대는 끝나지 않았다

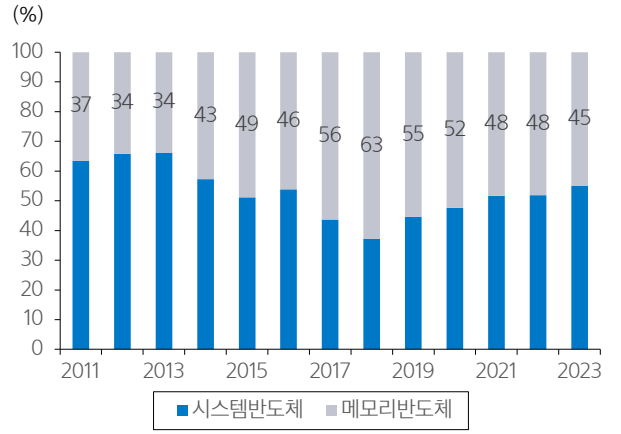
TAM 확대는 끝나지 않았다: 로직/파운드리 선단공정에 동행할 수 있는 독점 장비를 보유했다는 아이디어는 주가에 많이 반영되었다고 생각한다. 향후 주가의 관건은 TAM이 얼마나 확대될 수 있는지에 달려있다고 생각한다.

더 큰 기회는 메모리에 있다: 2021년 첫 시장 진입 이후, 2022년을 기점으로 DRAM 1a와 200단 이상 3D NAND를 중심으로 시장이 확대되기 시작했다. 메모리반도체는 전체 반도체 투자의 절반 수준을 차지 하고 있으며, 현재 최선단 공정으로 공급이 되고 있는 만큼 향후 고객사 전환투자 및 차세대 공정 개발에 따라 수요 성장이 더 크게 나타날 수 있다. 고객사 확대 가능성도 유효하다는 판단이다.

1) 메모리반도체와 로직/파운드리: 공급 확대 구조에 차이가 존재한다

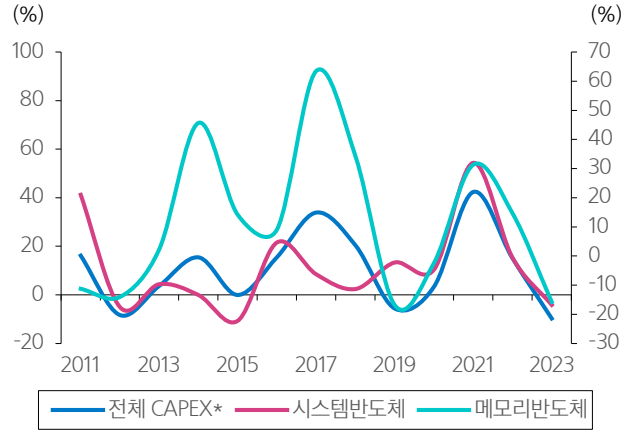
- 로직/파운드리는 주문형 반도체 위탁생산이기에 기존 공정에서 신규 공정을 더하는 것으로 투자의 효율이 결정된다. 기존 라인에서의 Migration 투자를 통해 선단공정 비중을 올리는 경우도 있으나, 신규 CAPA 증설을 통한 선단공정 증설 비중이 높다.
- 반면, 메모리반도체의 경우, 대부분의 Capa를 선단공정으로 전환하는 전환 효율이 중요하다. 공정개발과 Migration 투자를 통해 Cost Per Bit를 낮추는 것이 메모리 업계의 원가 경쟁력이고, 미래 투자재원 확보의 방안이다.
- 고압 수소 어닐링 장비의 경우, 현재 최선단 공정인 DRAM 1a와 200단 대 이상 3D NAND에서 최초로 적용되었으며, 향후 고객사의 전환투자에 따라 그 수요가 더 크게 증가할 것으로 예상된다.

반도체 CAPEX 비중: 투자의 절반은 메모리에서 나온다



참고: 주요 반도체 업체 기준으로 산정
자료: Omdia, Bloomberg, 삼성증권

반도체 CAPEX의 전년대비 증감률



참고: 주요 반도체 업체 기준으로 산정
자료: Omdia, Bloomberg, 삼성증권

2) DRAM에서의 활용성

넓어지는 High-K Metal Gate 생태계: 로직에 이어, DRAM에서도 칩의 성능 향상(에너지 효율성 제고 및 데이터 전송속도 향상)을 위해 High-K Metal Gate 구조를 본격적으로 채용하고 있다. 삼성전자의 경우, DDR5에서 HKMG를 채용했고, SK하이닉스도 LPDDR5x에 HKMG를 채용했다. 고성능/최신 DRAM 제품군 위주로 HKMG 구조의 채용이 이어지고 있는 추세이다.

이에, 적합한 열처리 솔루션으로 고압 수소 어닐링 장비가 부각되고 있는 것으로 추정된다. 통상적으로, (계면 결함 치유를 위한) 열처리 공정은 HKMG 구조상 몇 개의 Metal Layer를 쌓은 후 진행이 된다. Metal Layer의 경우, 물질 특성 상, 고열에 취약하기에 저온 공정을 구현할 필요가 있고, 450도 이하의 저온 환경을 구현할 수 있는 고압 수소 어닐링 장비가 DRAM 1a부터 채용되기 시작한 것으로 추정된다.

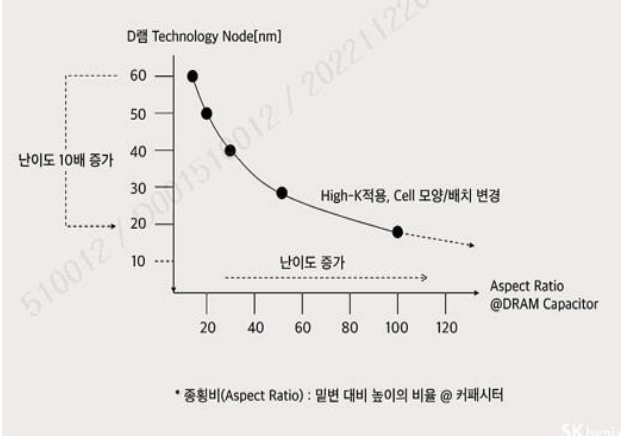
향후 고객사 내 전환투자 확대에 따른 수요 성장이 기대된다. 1b, 1c 등으로 Migration이 진행되어도, High-K가 활용되는 방향성에 큰 변화가 없기에 장비의 활용성은 여전히 높을 것으로 예상한다.

- DRAM에서 추가로 기대할 수 있는 부분은 Capacitor 영역이라 생각한다.
- 공정 미세화로 Capacitor의 면적도 감소하고 있으며, DRAM 업계는 Gate Oxide의 두께를 줄여 Capacitance를 높여왔다. 하지만, 이러한 대응도 한계점에 봉착하고 있다. Gate Oxide의 두께가 한계 수준 이상으로 얇아지며, Capacitor의 A/R(Aspect Ratio)이 급격히 증가하고, 쌓아 올린 Capacitor가 무너질 리스크가 부각되고 있다.
- 현재 업계는 Oxide 두께 축소로 대응이 어려워지자 Gate Oxide 물질에 High-K 소재를 활용하며 Capacitance를 확보하고 있는 것으로 추정된다. 로직/파운드리 대비 DRAM에서 High-K 물질의 활용도가 높은 만큼 적용 수 스텝 확대 효과도 앞으로 기대할 수 있는 요소라고 생각한다.

SK하이닉스: HKMG 구조를 채용한 LPDDR5x

자료: SK하이닉스, 삼성증권

DRAM: Capacitor A/R (Aspect Ratio)

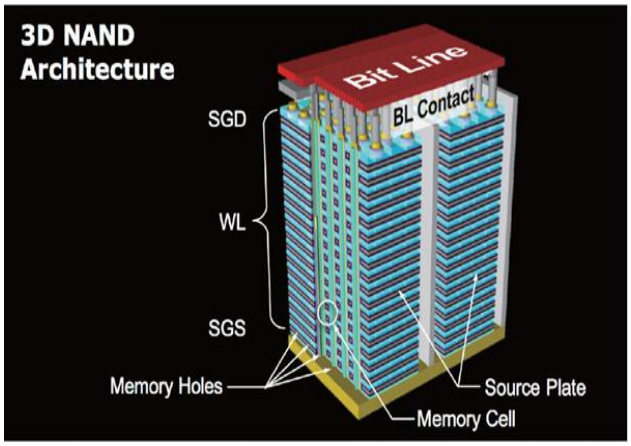


자료: SK하이닉스, 삼성증권

3) 낸드에서의 활용성

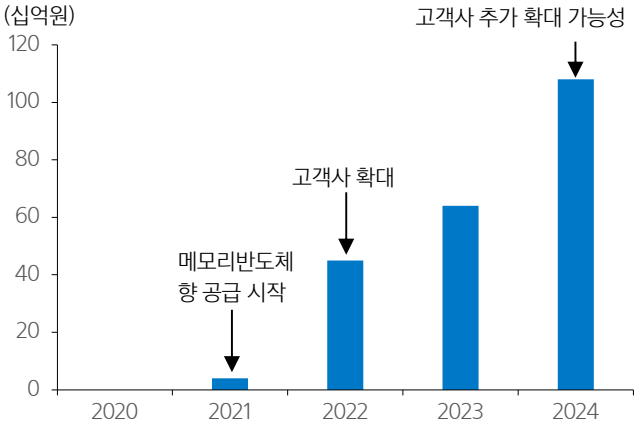
낸드에서도 고압 수소 어닐링 장비 수요가 늘어날 수 있다는 판단이다. 낸드의 경우, 적층 단수를 높이는 방식으로 Migration이 이뤄지며, 셀 전체 높이에 대한 컨트롤이 필요하다. 무한정 높게 쌓을 수 없기에 층 간의 간격이 미세화되는 구조이다. 이 경우, 유전체 간의 접점 영역에서 Defect가 발생하기 쉬우며, Defect 치유를 위한 솔루션으로 고압 수소 어닐링 장비의 침투가 본격화되고 있는 것으로 추정된다. 현재 200단 이상 최선단 공정 위주로 진입이 이뤄지고 있는 것으로 추정되며, DRAM과 마찬가지로, 고객사의 전환투자 확대에 따른 수혜가 기대된다.

3D NAND Architecture



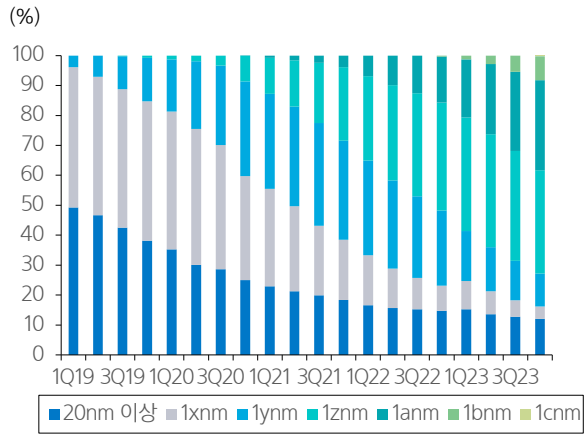
자료: Techinsights, 삼성증권

HPSP: 메모리반도체향 고압 수소 어닐링 장비 매출 추이 및 전망



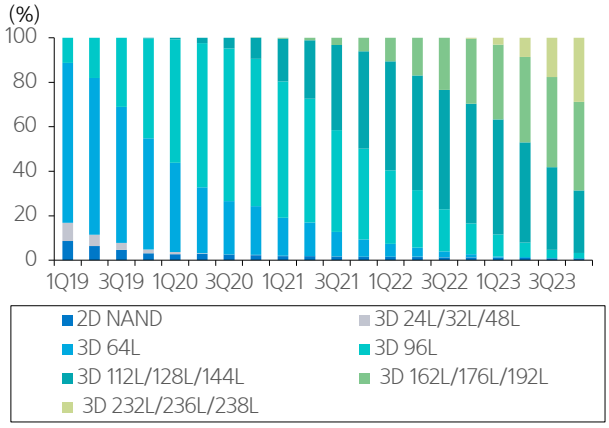
자료: 삼성증권 추정

DRAM: Tech node별 생산 비중 (Wafer base)



자료: Omdia, 삼성증권

NAND: Tech node별 생산 비중 (Bit base)



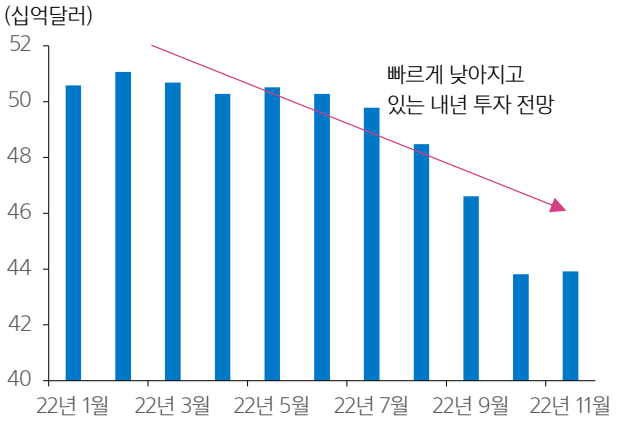
자료: Omdia, 삼성증권

Check Point III. 내년 이익의 다운사이드 리스크는?

설비투자가 줄어든다고 하는데 괜찮을까요?

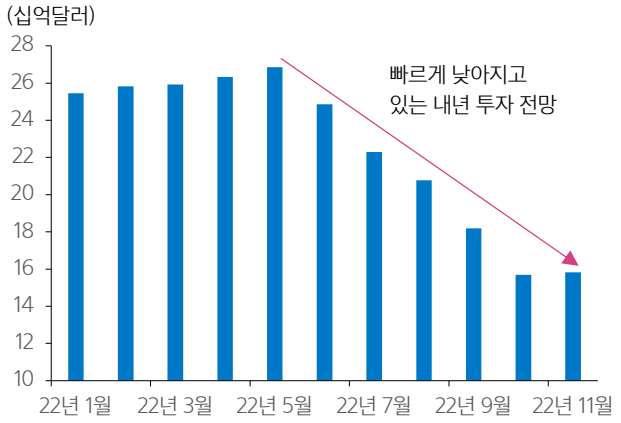
반도체 수요는 부진하고, 업황 부진으로 내년 고객사들의 설비투자 전망도 하향조정 되고 있다. 수요의 부진은 메모리나 로직/파운드리나 다르지 않다. TSMC가 수요 부진과 장비 수급의 딜레이로 2022년 설비투자 규모를 10% 하향조정했고, 수요 부진으로 주요 파운드리 업체들의 가동률이 줄어들고 있는 만큼 내년 투자는 줄어든다고 보는 것이 상수이다. 시장도 이를 빠르게 반영하고 있다.

주요 파운드리 업체들*의 2023년 CAPEX 컨센서스의 변화



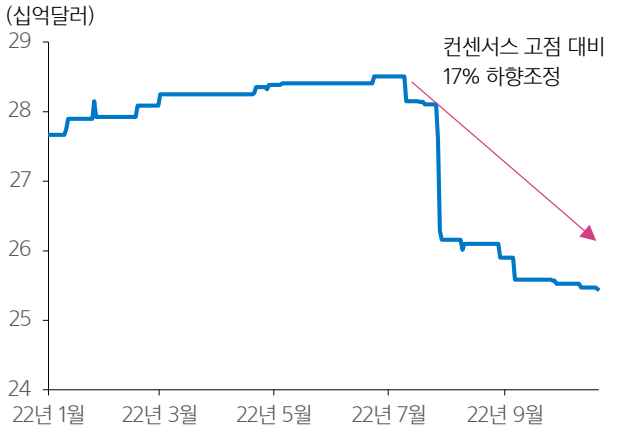
참고: *TSMC, Global Foundries, SMIC, UMC, Vanguard International Semiconductor
자료: Bloomberg, 삼성증권

Pure 메모리반도체 업체들*의 2023년 CAPEX 컨센서스의 변화



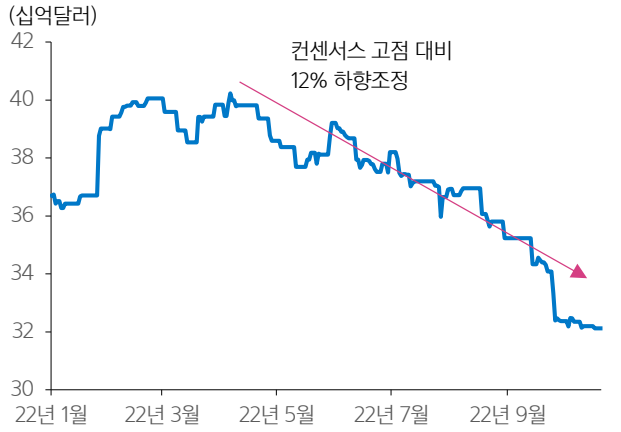
참고: *SK하이닉스, Micron Technology, Nanya
자료: Bloomberg, 삼성증권

인텔: 2023년 CAPEX 컨센서스의 변화



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성전자: 2023년 CAPEX 컨센서스의 변화



자료: Bloomberg, 삼성증권

1. 로직/파운드리: 설비투자의 스케줄은 늦춰도, 기술을 포기할 순 없다

1) 기술 패권을 위한 경쟁

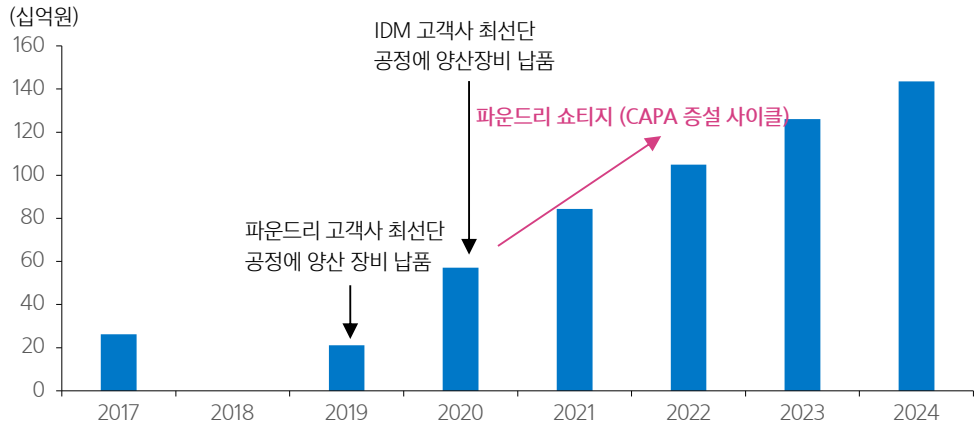
7nm 이하 선단공정 경쟁은 TSMC, 삼성파운드리, 인텔의 3파전으로 압축된다. TSMC가 여전히 60% 내외의 점유율을 차지하며 앞서가고 있으나, 삼성파운드리와 인텔의 추격전도 거세다. 삼성전자는 그룹의 성장동력으로 로직/파운드리를 선정하고, 대규모 투자를 집행하고 있으며, 인텔도 새롭게 파운드리 경쟁에 뛰어들고 있다.

- **삼성파운드리:** 과거 로직/파운드리 영역에서 보기 힘든 Shell First 전략을 펼칠 계획이다. 통상적으로 고객 수요에 맞춰 증설을 진행하는 것과 달리, 클린룸을 먼저 지어 놓고, 고객 수요에 맞춰 설비를 투입하여 수급 환경에 유연하게 대응하겠다는 전략이다. 최근 Investor Forum에서도 1년에 1개 신공장 준공, 2024년 CAPEX를 2018년 대비 10배 확대, 2027년 CAPA를 2017년 대비 3.4배 확대 등의 공격적인 중장기 플랜을 제시한 바 있다. 지금 공격적인 투자를 통해 TSMC와의 격차를 줄이기 않으면 향후 파운드리 패권 싸움에서 영원히 밀릴 수 있다는 의사결정이 일부 반영된 결과라 생각한다.
- **TSMC:** 거센 2인자, 3인자의 도전에 한발 더 나아가야 상황이다. 애플, 엔비디아, 퀄컴 등 주요 고객사 물량을 차지하며, 현재는 60% 내외의 압도적인 점유율을 차지하고 있으나, 앞으로의 미래는 어떻게 달라질지 모른다. 미세화의 한계에 봉착하며, 3nm 공정 개발에 난항을 겪고 있는 것으로 파악되며, 3nm 이후의 공정에서부턴 트랜지스터 구조 변화 (FinFET -> GAAFET) 등 다양한 기술적 변화가 나타날 수 있다. 업황을 고려하여 투자의 스케줄을 늦출 순 있어도, 기술에 대한 투자를 줄이긴 어렵다.
- **Applied Materials:** 최근 컨퍼런스 콜 내용에서도 강한 로직/파운드리 장비 수요를 엿볼 수 있다. 중국 수출 규제 영향(매출액 2.8억 달러)에도 로직/파운드리향 장비 수요 확대에 힘입어 단기 탑라인 성장 둔화 영향을 최소화 중이다.

2) 지정학적 리스크: 반도체의 전략자산화 기조 속, 각 국 정부의 팹 유치 경쟁이 뜨겁다. 미국에서도, 일본에서도, 유럽에서도 자국 내 팹 유치를 위해 각종 보조금 정책을 펼치고 있다. 세부적인 준공 스케줄의 변화가 나타날지라도, 파운드리 팹 준공 확대라는 사이클의 방향성은 변하기 어렵다.

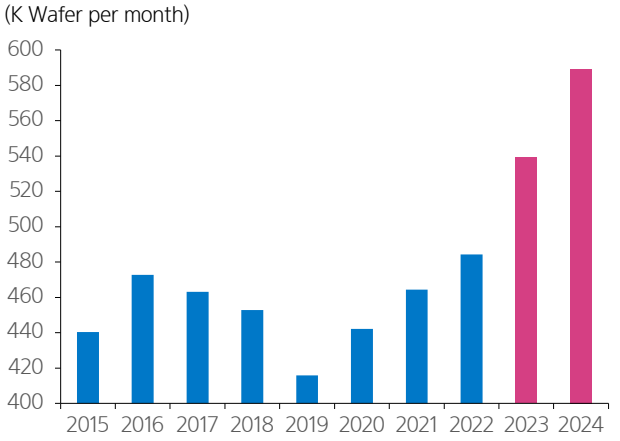
3) 기술이 곧 생명: 반도체 수요의 회복 시그널은 아직 나타나고 있지 않고, 사이클도 불분명하다. 다만, 고압 수소 어닐링 기술과 같이 공정의 Bottleneck을 뚫어내는데 기여할 수 있는 기술을 가진 업체는 불황을 견뎌낼 체력을 가지고 있다고 생각한다. 오더의 Cancel은 아직 나타나고 있지 않으며, 국내외 주력 고객사의 투자 행보를 감안 시, 내년 이익의 다운사이드 리스크도 Peer 대비 낮을 것이라 예상한다.

HPSP: 로직/파운드리향 고압 수소 어닐링 장비 매출액 추이 및 전망



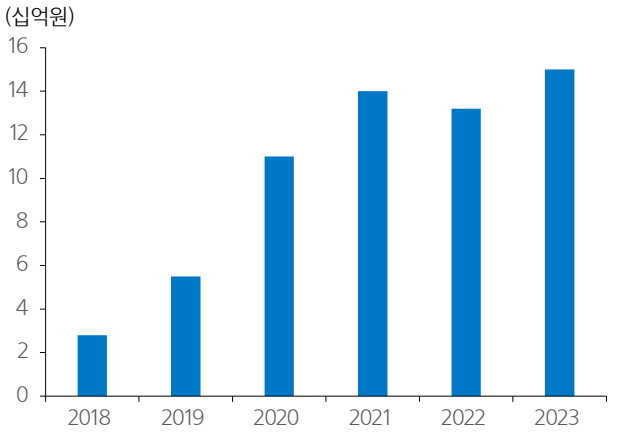
자료: HPSP, 삼성증권 추정

Company A: Capa 추이 및 전망



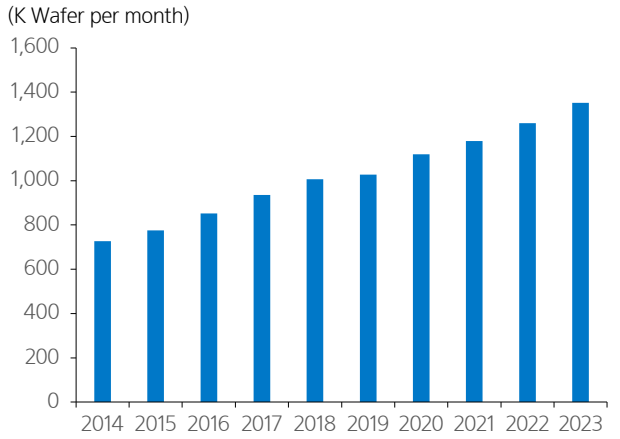
참고: CIS 및 8인치 웨이퍼 포함 (12인치 기준으로 변환)
자료: Omdia, 삼성증권추정

Company A: CAPEX 추이 및 전망



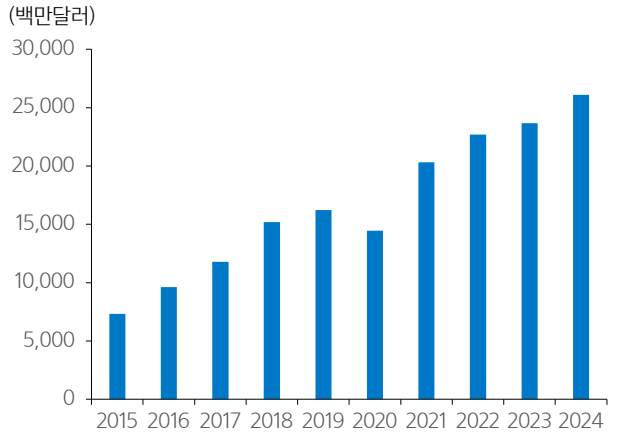
자료: 삼성증권 추정

Company B: Capa 추이 및 전망



자료: WiseFn, 삼성증권

Company C: 2023년 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

2. 메모리반도체: 설비투자와 공급을 모두 줄인다

전체 설비투자는 줄어든다: 로직/파운드리와 달리, 대다수 메모리 업체들의 내년 설비투자는 올해 대비 크게 줄어든다. 마이크론과 Kioxia가 당장 설비투자를 크게 줄이고, Wafer 투입량을 즉각적으로 줄이겠다고 발표했고, SK하이닉스도 올해 대비 50% 이상 CAPEX를 절감할 것을 발표했다. 다만, 세부적인 투자의 방향성을 고려 시, 고압 수소 어닐링 장비 오더 Cancel이 나타날 가능성은 높지 않다는 판단이다.

공급을 줄이는 방법: 불황기에 공급을 줄이는 방법으로는 보완투자 딜레이, CAPEX 절감을 통한 Net Wafer Capa의 축소, 장비의 Maintenance(유지/보수 등)를 통한 가동률 조정, 공장 Shutdown 등이 있다. 기본적으로 보완투자를 미루고, WFE 투자를 줄이면 Net Wafer Capa는 줄어든다. 최악의 경우, 공장을 Shutdown하여 가동률을 낮출 수 있다.

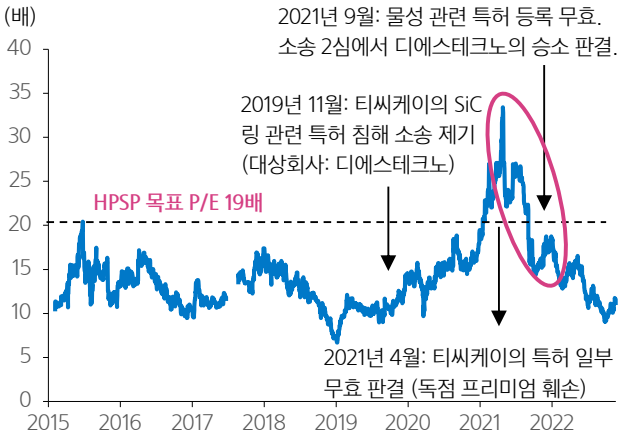
생산을 줄이는 법: 공급을 줄이는 또다른 방법은 대규모 전환투자이다. 통상적으로 메모리 업계는 1-2개 라인에 대한 전환투자를 동시에 진행한다. 라인 가동률과 생산에 미칠 영향을 최소화하며, 선단공정으로의 전환을 하는 통상적인 방식에 해당한다.

다만, 전환투자를 한번에 대량으로 할 경우, 라인 전반의 가동률이 저하된다. 자연스레 공급도 축소시킬 수 있다. 일부 업체에선 미뤄 놓은 전환투자를 내년에 대량 집행하며 공급 증가를 최소화할 것으로 예상된다. 1a 위주의 전환투자가 나타날 것으로 예상되며, 고압 수소 어닐링 장비의 경우, 1a부터 진입을 하기 시작했기에 1a 전환투자에 따른 수요에는 큰 문제가 없을 것이라고 생각한다.

Check Point III. 독점의 지속 가능성 (Feat. 대체 불가능한 장비인가?)

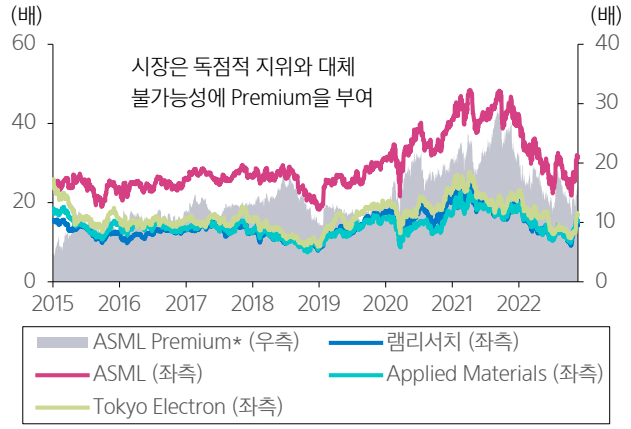
당분간 경쟁사의 진입 리스크는 제한적: 시장은 독점 공급 업체와 대체 불가능성에 프리미엄을 부여해 왔다. HPSP가 높은 밸류에이션을 앞으로도 받을 수 있을 것으로 보는 배경도 여기에 있다. 돈이 되는 시장에는 경쟁자들이 출연하기 마련이고, 고압 수소 어닐링 시장도 마찬가지이다. 다만, 아직 고객사에서 관심을 가질 정도로 기술적 완성도를 높인 업체는 없는 것으로 판단되며, 산업적 진입 장벽도 높아 실질적인 진입엔 오랜 시간이 소요될 것으로 예상된다.

티씨케이: 12m Fwd P/E 추이



자료: WiseFn, 삼성증권

글로벌 반도체 장비 업체들의 12m Fwd P/E 추이



참고: *램리서치, Applied Materials, Tokyo Electron의 평균 P/E 대비 프리미엄
자료: Bloomberg, 삼성증권

고압 수소 어닐링 시장에 진출하기 위한 선결조건: 고압 수소 어닐링 시장 진출을 위해선 특허권 해소 이슈, 안전인증, 고객사 신뢰성/안전성 테스트의 3가지 단계를 거쳐야 하고, 종합해보면 3-4년의 시간을 필요로 한다. 현재까지의 업황을 고려 시, 당분간 경쟁사 진입 리스크는 투자에 큰 우려사항이 아니라는 판단이다.

1) 30여 건의 특허권을 피해라: 수소와 고압에 대한 높은 제어능력을 필요로 하기에 원천기술 확보를 위한 대규모 투자가 필요하고, 관련 특허권을 확보해야 한다. HPSP의 첫번째 경쟁력도 여기서 비롯된다. 수소와 고압 제어능력 관련 특허를 포함하여 고압 수소 어닐링 기술에 있어 30여 건의 특허권을 보유하고 있다. 경쟁사들이 신규 진출하기 위해선 30여 건의 특허 이슈로부터 자유로워야 한다.

2) 고압과 수소를 동시에 제어해야 하는 만큼 까다로운 안전인증: 수요는 가연성이 높은 원소로 폭발 위험이 크고, 고압도 마찬가지다. 2가지 위험 환경을 동시에 제어해야 하므로 높은 기술력을 필요로 하고, 까다로운 안전인증 절차를 통과해야 한다. 통상적으로 고객사 안전 인증기간에는 2년 정도의 시간을 필요로 하고, 현재 고객사 안전 인증단계에 돌입한 경쟁사는 없는 것으로 파악된다.

- HPSP의 경우, 장비 내부에 다수의 인터락을 탑재하였고, 인터락이 폭발을 막아주는 역할을 수행한다. 높은 기술력을 기반으로 오랜 공급기간에도 단 한 차례의 안전사고도 발생하지 않았다.

3) 고객사 신뢰성/안전성 테스트: 안전인증이 끝나고 난 후에는 고객사 내 신뢰성/안전성 테스트가 진행된다. 이 기간이 보통 1-2년 정도 소요된다.

종합해보면, 원천기술을 확보하였더라도 시장 진입을 위해선 3-4년의 인증 및 퀄 테스트 기간이 소요된다. 당분간 경쟁사 진입 리스크는 낮고, 독점 공급 업체로서의 프리미엄을 향유할 것으로 예상된다.

HPSP: 30여 건의 특허권을 확보

내용	출원일	등록일	만료일	적용제품	출원국
3차원 플래시 메모리 소자의 제조 방법	2018.02.02	2020.11.11	2038.02.02	GENI-SYS	대만
중수소를 회수하는 방법 및 장치	2014.10.15	2021.07.30	2034.10.15	GENI-SYS	한국
듀테륨 복구를 위한 방법과 장치	2014.07.31	2016.02.09	2034.07.31	GENI-SYS	미국
듀테륨 복구를 위한 방법과 장치	2015.12.07	2018.03.27	2035.05.30	GENI-SYS	미국
듀테륨 복구를 위한 방법과 장치	2015.07.30	2019.03.01	2035.07.30	GENI-SYS	대만
중수소를 회수하는 방법 및 장치	2015.07.10	2020.10.23	2035.07.10	GENI-SYS	중국
반도체 열처리방법	2017.02.03	2018.10.26	2037.02.03	GENI-SYS	대한민국
반도체 열처리방법	2018.02.02	2019.09.21	2038.02.02	GENI-SYS	대만
3차원 플래시 메모리 소자의 제조방법?	2017.02.02	2018.10.26	2037.02.02	GENI-SYS	대한민국
저항 변화 메모리 소자 및 그 제조방법	2015.10.28	2017.09.18	2035.10.28	GENI-SYS	대한민국
반도체 기판 처리장치	2014.01.20	2016.08.11	2034.01.20	GENI-SYS	대한민국
고압가스 기반의 반도체기판 열처리를 위한 온도제어장치	2014.01.20	2015.12.03	2034.01.20	GENI-SYS	대한민국
반도체 기판 처리용 냉각장치	2014.01.20	2015.12.03	2034.01.20	GENI-SYS	대한민국
고압 열처리를 이용한 스핀 온 글래스 절연막 형성방법	2014.04.23	2015.11.19	2034.04.23	GENI-SYS	대한민국
풉에 로딩된 반도체 기판의 매핑 장치	2014.01.20	2015.11.19	2034.01.20	GENI-SYS	대한민국
반도체 기판 처리용 챔버 개폐장치	2014.01.20	2015.09.08	2034.01.20	GENI-SYS	대한민국
고압가스 열처리를 위한 컴퓨터 판독장치	2013.07.03	2015.01.20	2026.02.10	GENI-SYS	미국
고압가스 열처리를 위한 방법	2009.02.04	2013.07.09	2032.03.01	GENI-SYS	미국
고압 가스 어닐링 장치 및 방법?	2007.01.12	2013.03.22	2027.01.12	GENI-SYS	일본
반도체 설비용 중수소 가스 재활용 시스템	2013.12.31	2014.12.30	2033.12.31	GENI-SYS	대한민국
고압 산소 열처리를 통한 반도체 소자의 제조방법	2007.07.26	2014.09.12	2027.07.26	GENI-SYS	대한민국
플래시 메모리의 제조방법	2007.01.29	2008.12.12	2027.01.29	GENI-SYS	대한민국
플래시 메모리의 제조방법	2008.01.28	2009.05.05	2028.01.28	GENI-SYS	미국
플래시 메모리의 제조방법	2008.01.29	2011.12.22	2028.01.29	GENI-SYS	일본
플래시 메모리의 제조방법	2008.01.28	2013.07.01	2028.01.28	GENI-SYS	대만
고압 수소 열처리를 이용한 저온 구리 웨이퍼 본딩 방법	2006.07.28	2008.05.22	2026.07.28	GENI-SYS	대한민국
고압 수소 열처리를 이용한 SOI MOSFET 제조방법	2006.07.28	2007.10.23	2026.07.28	GENI-SYS	대한민국
고압가스 열처리를 위한 방법 및 장치	2006.05.30	2007.10.05	2026.05.30	GENI-SYS	대한민국
고압 수소 열처리를 이용한 고유전율 절연막 제조공정	2003.06.30	2005.10.04	2023.06.30	GENI-SYS	대한민국
반도체 챔버의 공정 전과 공정 후 잔류가스 검출 장치	2021.12.20	2022.05.06	2041.12.20	GENI-SYS	대한민국

자료: HPSP, 삼성증권 정리

실적 전망

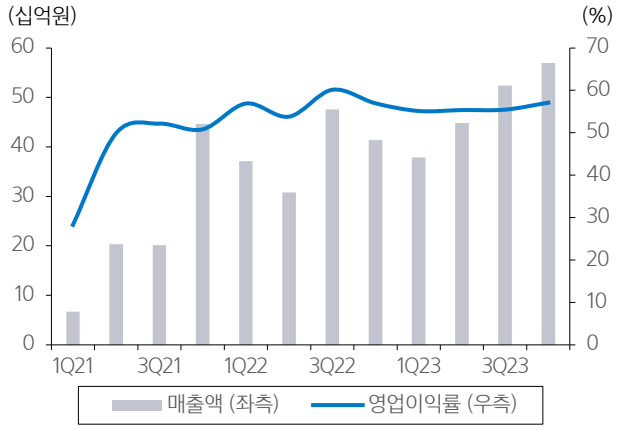
2022년 실적 전망: 매출액 1,569억원, 영업이익 899억원 (OPM +57.3%)를 예상한다. 로직/파운드리의 경우, 10nm 이하 선단공정 위주로 수요가 견조하며, 단가와 마진이 우수한 메모리향 공급 확대가 본격화되며 전사 실적이 전년대비 대폭 개선될 전망이다 (매출액 y-y +71.0%, 영업이익 y-y +98.8%) 영향이다. 우호적인 환율 영향과 매출액 확대에 따른 고정비 상쇄 효과로 영업이익률도 전년대비 8.0%pt 가량 증가한 57.3%를 기록할 것으로 예상한다.

- **3Q22 실적 Review:** 매출액 476억원, 영업이익 286억원 (OPM +60.1%)으로 시장 기대치를 상회하는 호실적을 기록하였다. 우호적인 환율 효과와 2분기 이연 물량 일부가 3분기에 반영된 영향이다.

2023년 실적 전망: 매출액 1,920억원, 영업이익 1,073억원 (OPM +55.9%)를 예상한다. 업황 부진으로 로직/파운드리 투자는 줄어들 순 있으나, 이익의 다운사이드 리스크가 크지 않을 것으로 예상된다. 고객사 확대 가능성 등을 감안 시, 로직/파운드리향 장비의 공급 확대 추이가 지속될 것으로 전망한다.

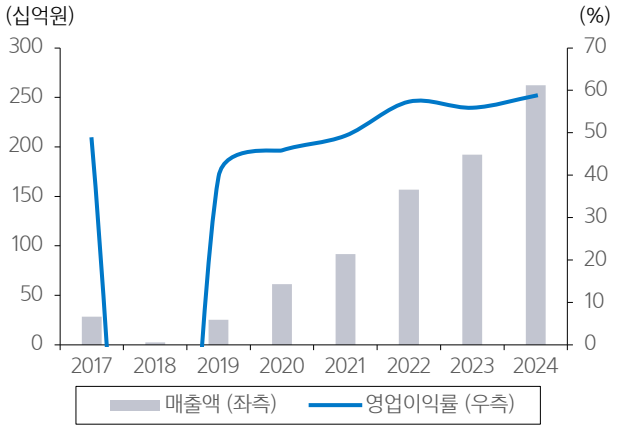
메모리반도체향 공급 물량의 경우, 업황 부진에 따른 설비투자 축소로 고압 수소 어닐링 장비에 대한 오더 Cancel 우려가 존재한다. 다만, 고객사의 세부 투자 계획 (미뤄 놓은 전환투자 대량 집행 등)을 고려 시, 오더 Cancel 가능성은 제한적이라 생각한다.

HPSP: 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: HPSP, 삼성증권 추정

HPSP: 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: HPSP, 삼성증권 추정

HPSP: 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022E	2023E
매출액	**6.6**	**20.4**	**20.2**	**44.6**	**37.1**	**30.8**	**47.6**	**41.4**	**37.9**	**44.8**	**52.4**	**57.0**	**61.2**	**91.8**	**156.9**	**192.0**
장비	5.8	19.8	19.4	43.5	35.2	29.6	44.3	38.7	36.1	42.7	49.9	54.3	57.2	88.4	147.7	182.9
기타	0.9	0.6	0.8	1.1	2.0	1.2	3.3	2.7	1.8	2.1	2.5	2.7	4.0	3.4	9.2	9.1
영업이익	**1.9**	**10.2**	**10.5**	**22.7**	**21.1**	**16.6**	**28.6**	**23.6**	**20.9**	**24.8**	**29.0**	**32.5**	**28.0**	**45.2**	**89.9**	**107.3**
세전이익	1.8	10.1	10.5	22.6	22.1	19.9	34.6	26.9	21.1	25.5	29.6	33.1	26.8	46.7	103.5	109.3
순이익	2.0	7.7	8.5	17.1	16.9	15.0	26.1	21.0	16.4	19.8	23.0	26.0	20.9	35.3	79.1	85.2
이익률 (%)																
영업이익	28.3	49.9	52.2	50.8	56.9	53.8	60.1	57.0	55.1	55.4	55.5	57.1	45.8	49.3	57.3	55.9
세전이익	27.8	49.8	52.0	50.7	59.6	64.7	72.7	65.0	55.8	56.8	56.5	58.1	43.9	50.9	66.0	56.9
순이익	30.1	38.0	42.1	38.4	45.6	48.8	54.9	50.7	43.2	44.2	43.9	45.7	34.2	38.5	50.4	44.4

자료: HPSP, 삼성증권 추정

Valuation: 목표주가 83,000원과 매수의견 제시

Target P/E 19배 적용: HPSP의 적정가치 산출에 있어 Target P/E 19배를 적용하였다. 국내 반도체 서플라이 체인 중 탑라인 성장/독과점적 지위에 따른 프리미엄을 받던 업체들의 멀티플을 적용하여 산출했다. 로직/파운드리, 메모리 모두에서 선단공정 투자에 동행할 수 있는 독점 장비를 보유하고 있는 당사의 차별적 강점을 고려 시, 19배 수준의 밸류에이션은 충분히 달성 가능한 수준이라 판단된다.

- **넥스틴:** 상장 후 1년 간의 12m Fwd P/E 평균(18.1배)을 적용하였다. KLA가 장악하고 있던 Wafer Inspection 시장 진입의 초입부로 SK하이닉스와 중화권 고객사 내 점유율 확대를 기반으로 50% 이상의 고성장세를 이룩하고 있던 시점이다.
- **파크시스템스:** Non-contact mode와 유연힌지 스캐너를 기반으로 반도체용 AFM 시장 내 독과점적 지위를 누리고 있다. 상장 이래 평균 12m Fwd P/E(22배)를 적정 밸류에이션 산출에 적용하였다.
- **티씨케이:** SiC 링 (Before market) 시장 내 70-80% 수준의 점유율을 확보하고 있다. 특허 소송 패소 전까지 시장 내 독과점적 지위에 따른 밸류에이션 프리미엄을 받아왔다. 2020-2021년 평균 12m Fwd P/E(18배)를 적정 밸류에이션 산출에 적용하였다.

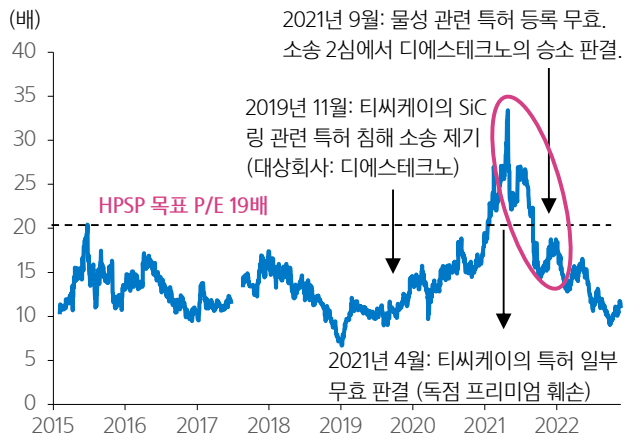
상장한지 얼마 안 되었기에 수급 영향에 따른 단기 주가의 변동성은 나타날 수 있으나, 중장기적 성장 가치와 최선단 공정에 기여할 수 있는 독점 장비를 보유하였다는 점을 감안 시, 현 주가수준은 분명 매력적인 구간이라는 판단이다. 목표주가 83,000원과 매수의견을 제시하며, 커버리지를 개시한다.

목표주가 산출

(원)	2023E	비고
주당 순이익	4,255	2023년 기준
Target P/E	19	넥스틴, 파크시스템스, 티씨케이의 멀티플을 적용
목표주가	**83,000**	
현재 주가	61,100	11월 24일 종가
상승 여력 (%)	35.8	

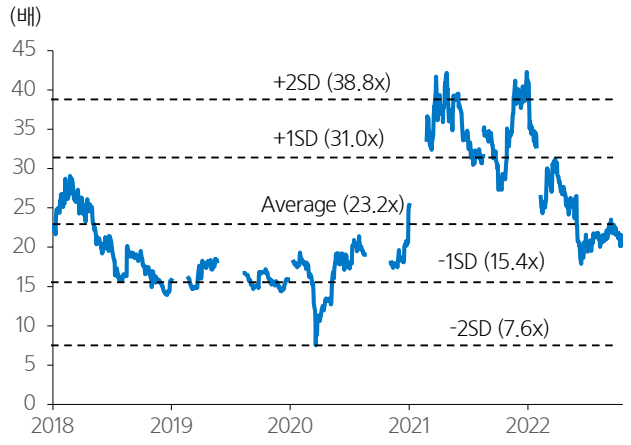
자료: 삼성증권 추정

티씨케이: 12m Fwd P/E 추이



자료: WiseFn, 삼성증권

파크시스템스: 12m Fwd P/E 추이



참고: 평균과 표준편차는 2018-2022년 기준으로 산출
자료: WiseFn, 삼성증권

기업개요

회사 개요: HPSP는 세계 최초로 고압 수소 어닐링 장비를 상용화한 반도체 전공정 장비 업체로 현재 시스템반도체 및 메모리반도체 고객사로 고압 수소 어닐링 장비를 독점 공급 중이다. 고압 수소 어닐링 장비는 기존 열처리 장비 대비 저온 공정을 구현할 수 있고, 100%의 수소 농도를 활용하여 계면 결함 치유 효율성을 극대화할 수 있는 장비로 현재 글로벌 Top-tier 반도체 제조사의 16nm 이하 선단공정에 특화되어 활용되고 있다. 반도체 성능 향상의 기반이 되는 선단공정 비중 확대에 동행할 수 있는 포트폴리오를 갖추고 있고, 독점 솔루션 공급자라는 점이 HPSP의 Identity이다.

- **Application의 확대:** 2020년까진 시스템반도체 IDM 및 로직/파운드리 고객사로만 고압 수소 어닐링 장비를 공급했으나, 2021년 메모리반도체로 적용 Application을 확대하는데 성공했다. 현재 파운드리, CPU, DRAM, NAND 선단공정 라인으로 고압 수소 어닐링 장비를 공급 중이며, 공정 내 침투율을 지속 확대하고 있다. 향후 반도체 패키징과 CIS에서의 성장기회를 모색할 것으로 기대된다.
- **신규 장비 개발:** 고압 수소 어닐링 장비에 이어 고압 기술력을 기반으로 고압 습식 산화막 장비로의 장비 포트폴리오 확대가 기대된다. 2022년 말 개발 완료를 목표로 하고 있고, 고객사 내 Beta 테스트는 2022년 말 이후로 진행할 계획이다. 메모리반도체와 로직/파운드리 모두에 공급 가능한 장비로 상용화 시, 단위투자(월 10K)당 매출액 확대와 TAM(Total Addressable Market)의 확대가 기대된다.

HPSP: 기업 연혁

구분	내용
2005-2011년 (고압 기술 상용화 성공)	
2005년	풍산마이크로텍 (전 PSMC) 미국 California 지사 설립.
2009년	1) 미국 IDM 고객사(A사)향으로 Beta 장비 GENI를 최초 납품 2) 국내 IDM 고객사(B사)향으로 장비 Demo run 개시 및 GENI 납품.
2011년	1) 유럽 IDM 고객사(C사)향으로 장비 GENI 납품. 2) 국내 IDM 고객사(B사)향으로 신규 장비 GENI-SYS 최초 납품
2012-2018년 (기술 안정화 및 도약기)	
2015년	IDM 고객사(D사)로 GENI-SYS 최초 납품
2016년	파운드리 고객사(E사)로 GENI-SYS 최초 납품
2017년	HPSP 설립. 4월 3일 풍산으로부터 반도체 장비 사업부문을 인수.
2019-2022년 (파운드리 및 메모리반도체 적용 확대기)	
2019년	파운드리 고객사 최선단 공정에 양산 장비를 납품.
2020년	수원 신공장으로 확장 이전. 시스템반도체 고객사 최선단 공정에 양산장비를 납품.
2021년	1) 파운드리 고객사 최선단 공정 양산장비 선정. GENI-SYS 누적 판매량 100대 돌파. 2) 복수의 메모리반도체 고객사 양산장비 선정 및 납품.
2022년	메모리반도체 고객사 수주 확대

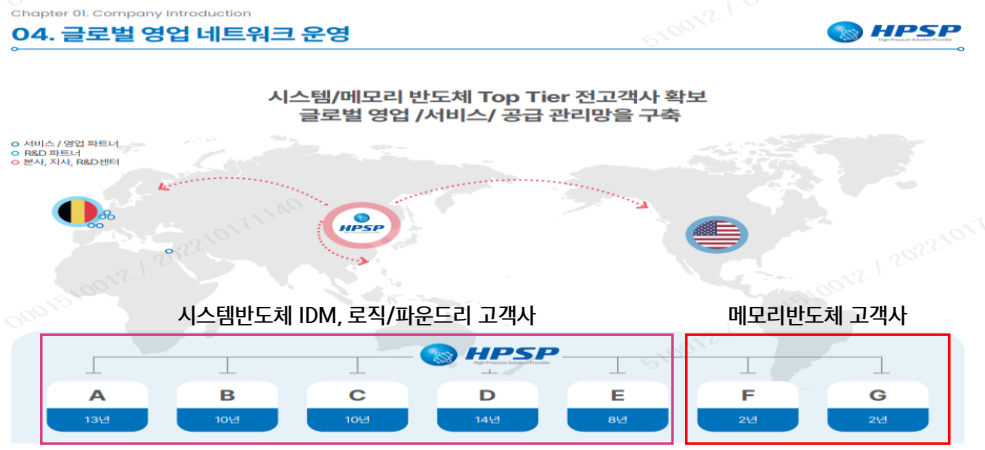
자료: HPSP, 삼성증권

HPSP: 지분 구조

구분	보유 주식 수 (주)	지분율 (%)
전체 주식 수	19,949,595	100
프레스토 제6호 사모투자 합자회사	8,200,000	41.1
한미반도체	2,071,080	10.4
곽동신 (한미반도체 부회장)	2,071,080	10.4
김용운 (HPSP 대표이사)	97,200	0.5
기타	7,510,235	37.6

자료: HPSP, 삼성증권

HPSP: 주요 고객사



자료: HPSP, 삼성증권

고압 수소 어닐링 장비 사업부문

자료: HPSP, 삼성증권

Risk Point

1. 단일 장비 리스크

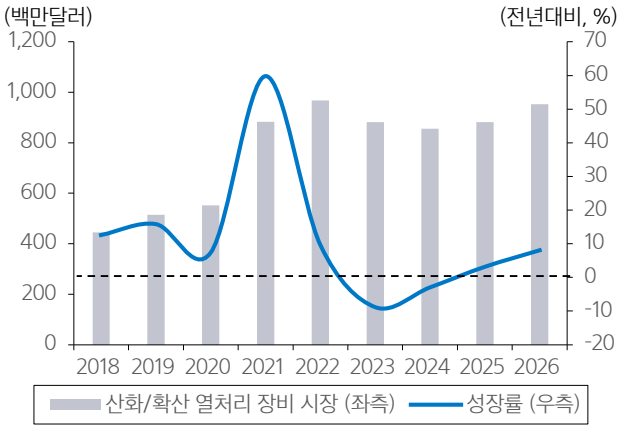
고압 수소 어닐링 단일 사업부문으로 구성되어 있다는 점이 HPSP의 Risk 요소로 작용할 수 있다. 다만, 현재 고압 기술력을 기반으로 고압 습식 산화막 장비를 개발 중이다. 1Q23 내 개발을 완료하고, 고객사 내 Beta 테스트를 진행할 것으로 추정된다. 2024년 상용화 목표로 하고 있으며, 상용화 시, 단일 장비 리스크를 해소함과 동시에 산화막 장비 시장으로의 진출에 따른 TAM 확대가 밸류에이션의 프리미엄 요소로 작용할 수 있을 것이라 생각한다.

- 고압 습식 산화막 장비는 Tokyo Electron, Kokusai 등이 공급 중인 저압 습식 산화막 장비를 대체할 수 있는 장비로 최선단 공정에 있어 더 낮은 온도에서 실리콘 Oxide 막을 길러낼 수 있는 기술에 대한 수요가 부각되며, 개발을 진행하게 된 장비이다.
- 향후 Trench-Oxide 막에서의 활용성이 높을 것으로 예상한다. 또한, 산화막 장비 시장으로의 신규 진입에 따른 TAM 확대가 기대된다.

2. 트랜지스터 구조 변화와 2nm 이하로의 미세화에 따른 대체 가능성

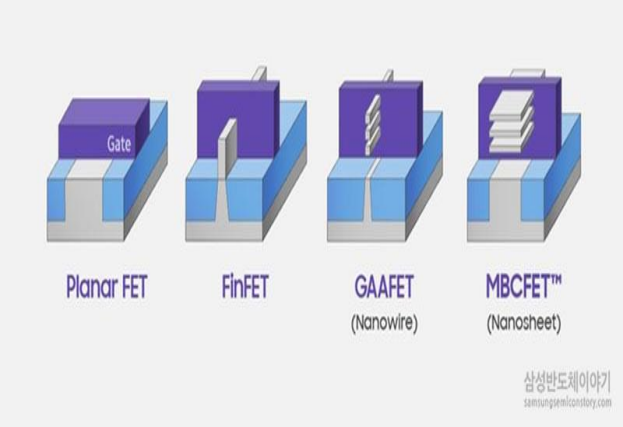
- GAA로 트랜지스터의 구조가 변화해도 기술적 측면에서 큰 변화는 없을 것으로 예상된다. GAA에서도 High-K가 사용되는 방향성은 여전히 유효하고, High-K 적용 시, 계면 결함이 생기는 것에도 변화는 없다. 장비 스펙이 일부 상향조정 될 필요가 있으나, 계면 결함 치유 솔루션의 기반 자체엔 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 현 시점에서 크게 우려할 만한 리스크 요소는 아니라고 생각한다.
- 선단공정으로 갈수록 공정상 발생하는 열이 증가하기에 공정 온도 조절에 대한 미세 조절 능력은 여전히 필요하다. 저온 공정을 구축할 수 있는 장비가 여전히 각광받을 가능성이 크고, 고압 수소 어닐링 기술이 이에 적합한 솔루션으로 지속적으로 부각될 수 있다고 판단한다.

산화/확산 열처리 장비 시장규모 추이 및 전망



자료: Gartner, 삼성증권

GAAFET 구조



자료: 삼성전자, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**61**	**92**	**157**	**192**	**262**
매출원가	25	30	47	53	76
매출총이익	**37**	**62**	**110**	**139**	**187**
(매출총이익률, %)	59.8	67.2	70.3	72.3	71.1
판매 및 일반관리비	9	16	20	32	32
영업이익	**28**	**45**	**90**	**107**	**154**
(영업이익률, %)	45.8	49.3	57.3	55.9	58.7
영업외손익	**(1)**	**1**	**14**	**2**	**1**
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	2	14	2	2
세전이익	**27**	**47**	**104**	**109**	**155**
법인세	6	11	24	24	36
(법인세율, %)	22.1	24.3	23.6	22.1	23.1
계속사업이익	21	35	79	85	119
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**21**	**35**	**79**	**85**	**119**
(순이익률, %)	34.2	38.5	50.4	44.4	45.5
지배주주순이익	21	35	79	85	119
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	28	46	97	122	169
(EBITDA 이익률, %)	46.5	50.3	61.5	63.5	64.4
EPS (지배주주)	1,392	2,130	4,337	4,270	5,985
EPS (연결기준)	1,392	2,130	4,337	4,270	5,985
수정 EPS (원)*	1,392	2,130	4,337	4,270	5,985

재무상태표

12월 31일 기준 (억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	**47**	**87**	**185**	**271**	**415**
현금 및 현금등가물	36	54	129	203	322
매출채권	1	6	10	12	17
재고자산	8	18	30	37	50
기타	2	9	16	19	27
비유동자산	**2**	**5**	**12**	**22**	**23**
투자자산	0	1	1	1	2
유형자산	1	1	8	18	18
무형자산	0	0	0	0	0
기타	1	3	3	3	3
자산총계	**49**	**92**	**197**	**293**	**438**
유동부채	**15**	**36**	**62**	**76**	**104**
매입채무	2	2	4	5	6
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	13	34	58	71	97
비유동부채	**0**	**3**	**3**	**3**	**4**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	3	3	3	4
부채총계	**15**	**39**	**65**	**79**	**108**
지배주주지분	**34**	**53**	**132**	**214**	**330**
자본금	2	8	8	8	8
자본잉여금	10	8	8	8	8
이익잉여금	22	30	109	191	307
기타	0	6	6	6	6
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**34**	**53**	**132**	**214**	**330**
순부채	-36	-52	-126	-200	-318

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동에서의 현금흐름	**31**	**38**	**88**	**101**	**137**
당기순이익	21	35	79	85	119
현금유출입이없는 비용 및 수익	1	16	31	39	51
유형자산 감가상각비	0	1	7	15	15
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	1	15	25	24	36
영업활동 자산부채 변동	9	-6	3	1	3
투자활동에서의 현금흐름	**-1**	**0**	**-14**	**-25**	**-16**
유형자산 증감	-1	0	-14	-25	-15
장단기금융자산의 증감	0	-1	0	0	-1
기타	0	1	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**-7**	**-20**	**0**	**-3**	**-2**
차입금의 증가(감소)	0	2	0	0	1
자본금의 증가(감소)	0	5	0	0	0
배당금	-8	-20	0	-3	-3
기타	0	-8	0	0	0
현금증감	23	18	75	74	119
기초현금	13	36	54	129	203
기말현금	36	54	129	203	322
Gross cash flow	**22**	**51**	**110**	**124**	**170**
Free cash flow	**30**	**38**	**75**	**77**	**122**

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 회사명, 삼성증권 추정

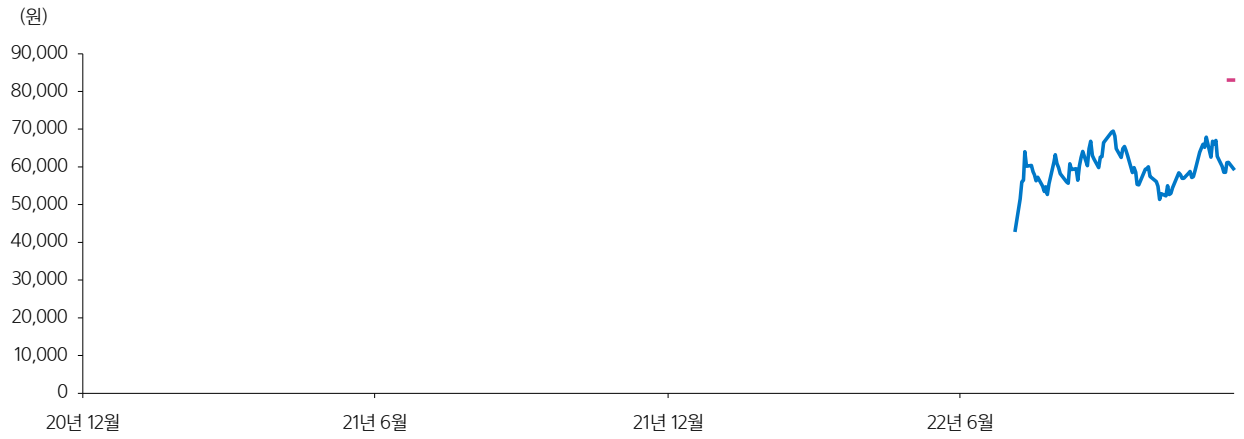
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022E	2023E	2024E
증감률 (%)					
매출액	143.6	50.0	71.0	22.4	36.7
영업이익	181.8	61.3	98.8	19.4	43.6
순이익	153.2	68.9	123.7	7.7	40.2
수정 EPS**	38.2	53.0	103.6	(1.6)	40.2
주당지표					
EPS (지배주주)	1,392	2,130	4,337	4,270	5,985
EPS (연결기준)	1,392	2,130	4,337	4,270	5,985
수정 EPS**	1,392	2,130	4,337	4,270	5,985
BPS	2,058	3,157	6,608	10,728	16,563
DPS (보통주)	1,208	0	150	150	150
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	13.7	13.9	9.9
P/B***	n/a	n/a	9.0	5.5	3.6
EV/EBITDA	n/a	n/a	11.0	8.1	5.1
비율					
ROE (%)	76.9	81.4	85.7	49.3	43.9
ROA (%)	55.4	50.1	54.8	34.7	32.6
ROIC (%)	744.2	-30,241.8	1,652.1	730.1	776.0
배당성향 (%)	95.6	0.0	3.8	3.5	2.5
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	0.3	0.3	0.3
순부채비율 (%)	-106.9	-98.2	-95.6	-93.2	-96.3
이자보상배율 (배)	n/a	261.6	237.4	249.8	319.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 11월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 11월 28일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/11/29
투자의견	BUY
TP (원)	83000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2022.09.30

매수(84%)·중립(16%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA