

2024. 1. 19

Tech팀

류형근

Analyst

hyungkeun.ryu@samsung.com

한미반도체 (042700)

TC Bonder 매출 인식 본격화

- 4분기 실적은 서프라이즈. SK하이닉스향 TC Bonder 매출 인식 및 총당금 환입 영향.
- HBM 후공정 Capa 성장률은 올해 이후 둔화될 것. 다만, TC Bonder는 HBM 세대별 전용 장비가 필요. 고객사 제품 믹스 변화 속, 지속적인 수요 창출이 가능할 것.
- 기대했던 고객사 확대 시점은 지연되고 있어 목표주가를 7만원으로 하향하나, 분기 이익의 회복과 긍정적 방향성 등을 감안 시, 매수 접근이 가능할 것.

WHAT'S THE STORY?

투자 전략: 실적은 시장 기대치를 크게 상회했고, Earning Surprise에 주가도 호의적으로 반응했다 (7.3% 상승 마감). 하지만, HBM 기반 중장기 성장 기대감으로 매수한 주식인 만큼 호실적 하나로 주가의 방향성을 온전히 바꾸지 못할 것이라 생각한다. HBM 후공정 Capa 성장률이 올해가 Peak일 수 있다는 우려와 높아진 Valuation이 그 이유일 것이다.

1) HBM 후공정 Capa 증설에 대한 생각

• HBM 후공정 Capa 증설: 2024년 말까지 대규모 HBM Capa 증설이 전개될 것으로 예상하고, 관련 장비 발주도 이어질 것으로 전망한다. 하지만, 올해가 지나고 나면, HBM 후공정 Capa 성장률은 둔화될 가능성이 있다. 올해 말까지 대규모 증설이 진행되고 나면, 1Q25부터 늘어난 Capa가 생산에 온기 반영되기 시작할 것이고, 그렇다면 2025년에도 올해와 같은 대규모 HBM Capa 증설이 나타날 가능성은 크지 않을 수 있다는 판단이다.

• HBM 장비에 미칠 영향: HBM 세대에 관계없이 공통적으로 활용되는 범용 장비라면 성장성이 떨어질 수 있다. 하지만, TC Bonder의 경우, HBM 세대별로 전용 장비를 필요로 한다. 전통적인 후공정 장비보다 전공정 장비의 성향이 일부 섞여 있다는 판단이다. 그렇다면, HBM 제품 믹스의 변화 속 지속적인 수요 창출이 가능할 것으로 전망한다.

2) HBM4에서도 TC Bonder가 활용될까요?

시장에서 HBM4부터 Hybrid Bonder가 적용될 것으로 보는 배경은 칩 간 간격 축소에 있다. 제한된 GPU 두께 속, HBM 탑재량이 증가하는 만큼, 칩 간 간격은 추가적으로 축소되어야 하고, 기존 공법 대비 Hybrid Bonder가 간격 축소에 보다 적합한 기술일 수 있다.

(다음 페이지에 계속)

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	70,000원	24.6%
현재주가	56,200원	
시가총액	5,5조원	
Shares (float)	97,339,302주 (44.5%)	
52주 최저/최고	13,100원/66,300원	
60일-평균거래대금	812.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한미반도체 (%)	-3.6	13.4	322.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	1.4	21.2	310.1

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	70,000	77,000	-9.1%
2023E EPS	2,023	1,929	4.9%
2024E EPS	1,372	1,295	5.9%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	75,444
Recommendation	3.9
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	328	159	434	483
영업이익 (십억원)	112	35	160	182
순이익 (십억원)	92	197	134	140
EPS (adj) (원)	934	2,023	1,372	1,437
EPS (adj) growth (%)	-10.9	116.6	-32.2	4.7
EBITDA margin (%)	36.8	27.7	39.3	40.0
ROE (%)	25.0	41.1	21.7	19.7
P/E (adj) (배)	12.3	30.5	41.0	39.1
P/B (배)	2.9	10.5	8.2	7.1
EV/EBITDA (배)	8.4	133.5	31.1	27.1
Dividend yield (%)	1.7	0.7	0.7	0.7

자료: 한미반도체, 삼성증권 추정

문제는 그만큼 기술도 어렵다는 점이다. 2.5D Packaging에서와 달리, 칩을 단계적으로 쌓아 올라가며 Bonding을 해야 하는 만큼 추가적인 기술 Upgrade가 필요하다. 2025-2026년까지 공정의 완성도를 높이지 못 할 것으로 예상된다면, GPU 업계도 공급망 안정화를 위해 칩 두께 스펙을 완화시켜 줄 가능성이 있고, 현 기술인 TC-NCF와 MR-MUF 기술 개발이 24단 이하까진 병행될 가능성이 있다.

이러한 변화는 결국 한미반도체에 긍정적인 변화이다. 또한, 단기적으로도, 주력 고객사인 SK하이닉스에서 HBM4 12단까지 MR-MUF를 지속 활용할 것으로 예상되기에 TC Bonder에 대한 수요가 급격히 축소될 가능성은 적다는 판단이다.

3) 높은 Valuation

Valuation은 여전히 부담스럽고 (12m Fwd P/E 48배에서 거래 중), 높아진 Valuation 부담을 완화시켜줄 수 있는 요소는 TC Bonder의 고객사 확대와 전통 비즈니스의 회복에 달려있다.

- **TC Bonder 고객사 확대:** 당사는 2023년 11월 한미반도체의 고객사 확대 가능성을 근거로 목표주가를 상향했다. 예상 대비 고객사 확대가 늦어지는 부분은 있으나, 아직은 그 가능성을 지우기 어려운 시점이다. 장비의 진동이 적다는 점은 1,024-2,048개의 I/O를 연결하는데 있어 매력적인 기술 이점이고, 실제 공정에서 활용되며 누적된 데이터는 추가적인 기술 성장의 동력이 될 수 있다. 이를 감안 시, SK하이닉스 외 HBM 업계와 중국향으로 고객사가 확대될 가능성은 여전히 존재한다는 판단이다.
- **전통 비즈니스의 회복:** 4Q23부터 고객사 설비투자의 Bottom out 속, MSVP와 EMI Shield의 오더 회복이 나타나는 것으로 추정된다. 장비 교체주기 (4-5년)와 반도체 사이클의 Bottom out을 감안 시, 완만한 수요 성장이 나타날 것으로 전망한다.

Valuation 부담은 있으나, 4Q23을 기점으로 시작된 이익의 회복과 향후 2년 간의 긍정적 방향성 등을 감안 시, 매수 접근이 가능할 것이라는 판단이다. 고객사 확대 딜레이 영향을 반영하여 목표주가를 70,000원으로 하향(고객사 확대 딜레이 영향을 반영하여 Target P/E를 52배에서 50배로 하향)하나, 매수 의견을 유지한다.

이익 전망 변경

4Q23 Review: 매출액 522억원, 영업이익 184억원 (OPM +35.2%)로 컨센서스 (매출액 417억원, 영업이익 88억원)을 각각 25%, 209% 상회하는 Earning Surprise를 기록했다. 1H23 SK하이닉스향 TC Bonder 수주 물량 중 일부 매출이 인식되었고, 대손충당금 환입이 반영된 영향인 것으로 추정된다.

2024년 Preview: 기존 전망 대비 매출액은 8.3%, 영업이익은 12.8% 상향한다. 고객사의 설비투자 Bottom out 속, MSVP와 EMI Shield의 신규 오더가 재개되기 시작했고, SK하이닉스의 HBM 증설 규모 확대 속, TC Bonder 수주 증가 가능성을 반영한 결과이다.

목표주가 산정

(원)	2024E	비고
주당 순이익	1,372	2024년 EPS 100% 적용
Target P/E (배)	50	2023년 12m Fwd P/E 상단에서 10% 할인 (고객사 확대 지연 반영)
목표주가	70,000	
현재 주가	56,200	
상승 여력 (%)	24.6	

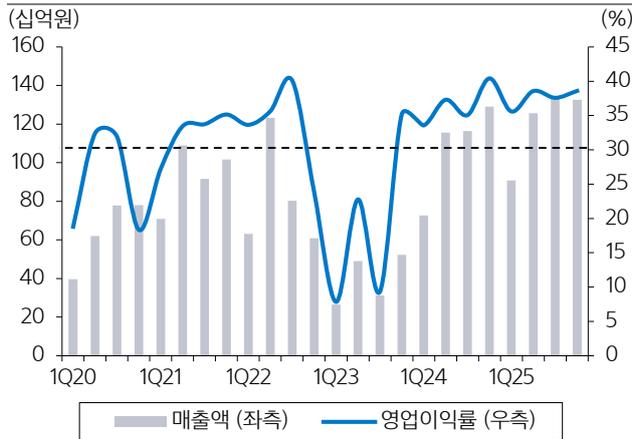
자료: Quantwise, 삼성증권 추정

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	149.2	400.7	159.0	433.8	6.6	8.3
영업이익	23.1	142.3	34.5	160.5	49.6	12.8
세전이익	242.9	158.2	254.5	170.8	4.8	7.9
순이익	187.8	126.0	196.9	133.6	4.9	6.0

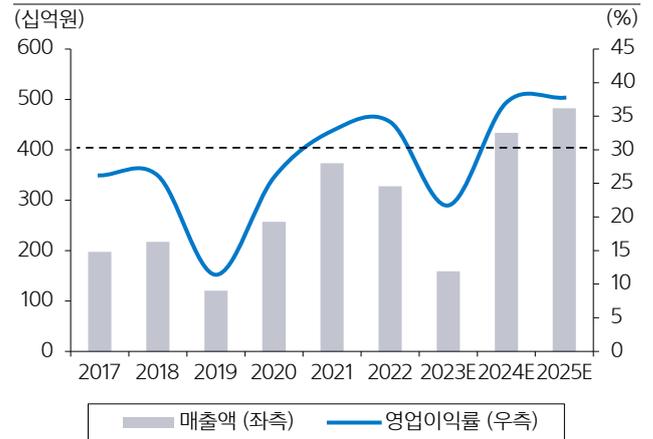
자료: 삼성증권 추정

한미반도체: 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한미반도체, 삼성증권 추정

한미반도체: 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 한미반도체, 삼성증권 추정

한미반도체: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	26.5	49.1	31.2	52.2	72.8	115.6	116.3	129.1	327.6	159.0	433.8	482.7
Vision Placement	11.6	30.5	18.0	21.1	14.2	24.9	26.6	27.4	196.2	81.2	93.1	132.4
EMI Shield	0.0	0.4	3.3	1.8	1.4	4.6	5.5	5.9	8.8	5.6	17.3	28.7
Camera Module	6.6	2.1	0.0	2.0	2.0	4.1	4.9	4.1	14.6	10.8	15.1	20.8
Flip Chip Bonder	1.0	0.7	0.5	2.3	0.0	1.5	1.5	4.5	17.0	4.5	7.5	13.0
TC Bonder	0.0	4.4	0.0	15.0	42.0	64.4	50.4	61.6	9.0	19.4	218.4	193.2
Spare & Kit & Tool	6.1	8.1	8.9	8.8	12.3	13.8	23.6	21.6	49.4	32.0	71.3	79.1
Other	1.2	2.8	0.5	1.2	0.8	2.4	3.8	4.0	32.6	5.7	11.1	15.5
영업이익	2.1	11.2	2.9	18.4	24.4	43.1	40.8	52.2	111.9	34.5	160.5	182.1
세전이익	174.7	41.4	19.3	19.1	26.0	45.7	43.5	55.6	127.8	254.5	170.8	183.9
순이익	133.2	34.0	14.7	15.1	20.7	35.8	33.8	43.2	92.3	196.9	133.6	139.9
이익률 (%)												
영업이익	7.8	22.8	9.3	35.2	33.6	37.3	35.1	40.4	34.1	21.7	37.0	37.7
세전이익	658.6	84.4	61.8	36.7	35.7	39.6	37.4	43.1	39.0	160.1	39.4	38.1
순이익	502.0	69.3	47.0	28.9	28.5	30.9	29.1	33.5	28.2	123.8	30.8	29.0

자료: 한미반도체, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	373	328	159	434	483
매출원가	193	143	80	206	225
매출총이익	180	185	79	228	257
(매출총이익률, %)	48.3	56.5	49.7	52.6	53.3
판매 및 일반관리비	58	73	45	68	75
영업이익	122	112	35	160	182
(영업이익률, %)	32.8	34.1	21.7	37.0	37.7
영업외손익	14	16	220	10	2
금융수익	12	20	152	12	8
금융비용	6	10	8	7	6
지분법손익	6	1	4	0	0
기타	1	4	72	5	-0
세전이익	136	128	255	171	184
법인세	32	36	58	37	44
(법인세율, %)	23.3	27.8	22.7	21.8	23.9
계속사업이익	104	92	197	134	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	104	92	197	134	140
(순이익률, %)	28.0	28.2	123.8	30.8	29.0
지배주주순이익	104	92	197	134	140
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	129	121	44	170	193
(EBITDA 이익률, %)	34.5	36.8	27.7	39.3	40.0
EPS (지배주주)	1,048	934	2,023	1,372	1,437
EPS (연결기준)	1,048	934	2,023	1,372	1,437
수정 EPS (원)*	1,048	934	2,023	1,372	1,437

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	52	110	250	136	121
당기순이익	104	92	197	134	140
현금유출입이없는 비용 및 수익	41	63	66	46	53
유형자산 감가상각비	6	8	9	10	11
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	35	54	57	36	42
영업활동 자산부채 변동	-71	-7	43	-8	-29
투자활동에서의 현금흐름	-65	-18	-240	-15	-15
유형자산 증감	-25	-8	-25	-15	-15
장단기금융자산의 증감	-1	-14	-215	0	0
기타	-39	4	0	-0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-20	-51	-20	-39	-40
차입금의 증가(감소)	0	2	-1	1	0
자본금의 증가(감소)	3	0	0	0	0
배당금	-20	-30	-19	-41	-41
기타	-4	-23	0	0	0
현금증감	-32	41	30	61	63
기초현금	81	50	91	121	182
기말현금	50	91	121	182	245
Gross cash flow	146	155	263	179	193
Free cash flow	27	100	225	121	106

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

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	250	270	261	399	505
현금 및 현금등가물	50	91	121	182	245
매출채권	108	80	55	97	105
재고자산	86	80	78	113	147
기타	6	18	6	8	8
비유동자산	180	186	389	415	422
투자자산	55	54	242	262	266
유형자산	108	113	128	134	138
무형자산	5	4	4	4	3
기타	11	15	15	15	15
자산총계	429	455	650	814	928
유동부채	81	63	44	121	134
매입채무	33	12	6	16	18
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	48	51	38	104	116
비유동부채	2	2	37	32	32
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	2	2	37	32	32
부채총계	82	65	82	153	167
지배주주지분	347	390	568	661	761
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	51	51	51	51	51
이익잉여금	283	325	503	596	695
기타	1	1	2	2	2
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	347	390	568	661	761
순부채	-49	-101	-119	-179	-242

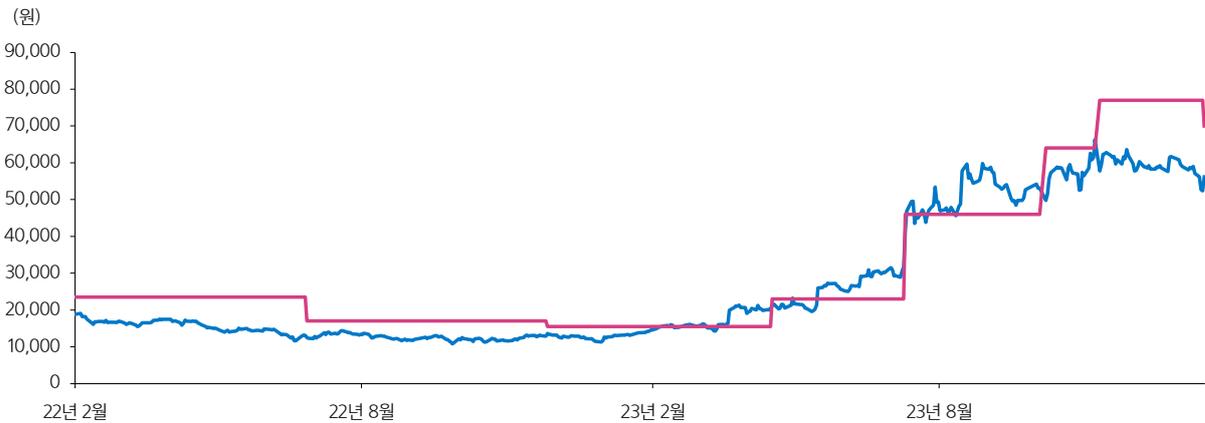
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	45.0	-12.2	-51.5	172.8	11.3
영업이익	83.7	-8.6	-69.1	364.8	13.5
순이익	108.3	-11.7	113.4	-32.2	4.7
수정 EPS**	117.2	-10.9	116.6	-32.2	4.7
주당지표					
EPS (지배주주)	1,048	934	2,023	1,372	1,437
EPS (연결기준)	1,048	934	2,023	1,372	1,437
수정 EPS**	1,048	934	2,023	1,372	1,437
BPS	3,506	4,008	5,866	6,830	7,860
DPS (보통주)	300	200	420	420	420
Valuations (배)					
P/E***	18.1	12.3	30.5	41.0	39.1
P/B***	5.4	2.9	10.5	8.2	7.1
EV/EBITDA	14.1	8.4	133.5	31.1	27.1
비율					
ROE (%)	34.6	25.0	41.1	21.7	19.7
ROA (%)	27.6	20.9	35.6	18.3	16.1
ROIC (%)	47.5	34.7	11.6	52.7	53.1
배당성향 (%)	28.4	21.1	20.7	30.4	29.1
배당수익률 (보통주, %)	1.6	1.7	0.7	0.7	0.7
순부채비율 (%)	-14.1	-26.0	-21.0	-27.1	-31.8
이자보상배율 (배)	3,341.4	923.9	220.2	910.2	772.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 18일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 18일 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 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/8/11	2022/6/30	11/29	2023/4/20	7/13	10/10	11/13	2024/1/19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	23500	17000	15500	23000	46000	64000	77000	70000
과리율 (평균)	-30.38	-26.17	-1.32	12.76	11.68	-9.50	-22.83	
과리율 (최대/최소)	-17.87	-15.29	37.42	37.83	30.00	3.59	-17.40	

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

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 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 2023.12.31 기준

매수(79.9%)·중립(20.1%)·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