

한화비전, 너 비전 있어

성장의 안정성, 그리고 모멘텀의 속도. 동사는 양자가 결부된 보석 같은 기업이다. 반도체 부문은 철용성과도 같던 TC본더 시장에 발걸음을 들이밀며 강력한 모멘텀을 형성하고, 시큐리티 부문은 수익성 개선과 외형 확대를 바탕으로 동사의 흔들리지 않는 핵심 지지선 역할을 수행한다. 상장한 지 6개월이 지난 동사, 그로스가 바닥을 지지하고, 모멘텀이 상방을 여는 지금이야말로 말 그대로 레버리지 구간이다. 리스크 대비 기대 수익률이 극대화되는 지금, 다른 그 누구보다도 동사를 주목하라.

Momentum : 반도체, 이제 시작이다.

반도체 부문은 거대한 포텐셜이 이제 막 깨어나려고 한다. 동사는 SK하이닉스 향으로 HBM용 TC본더를 수주받으며 그동안 완고하게 유지된 독점 구도에 균열을 내었다. AI가 이끄는 HBM의 성장 속, HBM 제조의 핵심 장비를 납품하기 시작한 동사가 점유율을 얼마나 가져올 수 있을지 기대한다면, 지금 동사를 주목해야 한다.

Growth : 포착 포착 시큐리티

성숙 산업으로 인식되었던 시큐리티 사업, 그리고 단순한 수익 창출 수단에 불과하다고 여겨졌던 시큐리티 사업부의 역할. 그러나 동 사업부는 안정적 수익성에 안주하지 않고, 꾸준한 기술 투자와 구조적 준비를 통해 현재 AI 전환 흐름의 초입에서 실질적인 수혜를 받고 있는 기업으로 부상하고 있다. 이제는 동사와 함께 AI 기술의 흐름이라는 새로운 성장의 파도에 올라탄 동사를 포착해보자.

Valuation - SOTP Method(with PER Method)

SOTP Method를 통해 도출한 111,600원을 2026년 말 목표 주가, 상승여력 105%, 투자 의견 Buy Now를 제시한다. 독보적 해자를 가진 AI CCTV의 안정적 성장을 기반으로 HBM의 필수 장비 TC본더를 개발한 동사의 모멘텀은 실현될 전망이다.

한화비전 손익계산서(*1)								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	719	1,170	1,322	1,113	1,415	1,831	1,934	2,290
YoY(%)	-8.29%	62.79%	12.95%	-15.78%	27.08%	29.43%	5.64%	18.41%
매출원가	449	699	837	689	800	1,010	1,051	1,176
매출총이익	270	471	485	424	614	821	883	1,114
GPM (%)	37.58%	40.26%	36.67%	38.06%	43.43%	44.85%	45.67%	48.64%
판매비 및 연구개발비	228	283	343	380	475	551	610	706
영업이익	42	188	142	44	140	270	273	408
OPM (%)	5.79%	16.08%	10.73%	3.92%	9.89%	14.75%	14.11%	17.83%
금융손익	(12)	(1)	(14)	(11)	(18)	(6)	(5)	(3)
기타손익	(7)	15	16	18	(4)	13	14	15
법인세비용차감전순이익	23	203	145	51	117	277	282	420
법인세비용(수익)	4	50	34	(10)	26	53	57	78
당기순이익	18	153	111	61	91	224	225	342
NPM (%)	2.56%	13.07%	8.38%	5.50%	6.44%	12.26%	11.64%	14.95%

*1) 한화비전 24년 9월 1일 신규상장됨에 따라 연결손익계산서 부재, 별도 사업부 합산 손익계산서임을 알림

Rating

Buy Now

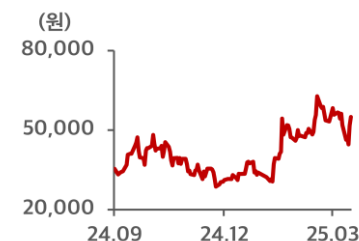
목표주가: 111,600 원

현재주가: 54,400 원

상승여력: 105%

12M 추가추이

시가총액 2 조 7,769 억 원



Key Metrics

EPS(25E)	₩4,446
EPS(26E)	₩4,458
EPS(27E)	₩6,780
PER(25E)	15.05x
자산 총계	1 조 5,911 억 원
부채 총계	7,664 억 원
자본 총계	8,247 억 원

주요 주주

(주)한화	33.95%
국민연금공단	6.34%

SMIC 2 팀

- 팀장 50 기 오태한
- 팀원 50 기 김남호
- 50 기 노현성
- 51 기 김동혁
- 51 기 박민성

CONTENT

1. 그로스과 모멘텀의 이중엔진 - 투자 Idea	3
2. 한화비전, 너 비전 있어 - 산업, 기업분석	4
3. Momentum : 반도체 - 투자포인트 1	9
4. Growth : 포착 포착, 시큐리티 - 투자포인트 2	17
5. 매출추정	22
6. Valuation - SOTP Method (with PER)	25
6. Appendix	31

1. 투자 Idea - 그로스과 모멘텀의 이중엔진

성장의 안정성을 선택할 것인가, 아니면 모멘텀의 속도에 베팅할 것인가. 두 조건을 모두 만족하는 기업을 찾아내는 것은 결코 쉬운 일이 아니기에 투자자들은 흔히 양자택일의 고민에 빠진다. 그러나 간혹 두 조건을 동시에 충족하는 보석 같은 기업이 시장에 등장하며, 그 순간은 전략적 기회의 시간으로 전환된다. 지금 여기, 그로스과 모멘텀을 모두 갖춘 한화비전이 고개를 든다.

시큐리티 부문은 단순 캐시카우가 아니며, 수익성 개선과 외형 확대를 바탕으로 한 '성장주'이다. 동사는 기존의 저가 하드웨어 중심 사업모델에서 벗어나 AI 기반의 영상 분석 솔루션 제공자로 거듭나고 있다. 수출과 내수의 동시 성장까지 맞물리며, 이익의 양적, 질적 성장을 바라본다. 시큐리티 부문은 동사의 그로스를 담당하며, 흔들리지 않는 핵심 지지선 역할을 수행할 것이다.

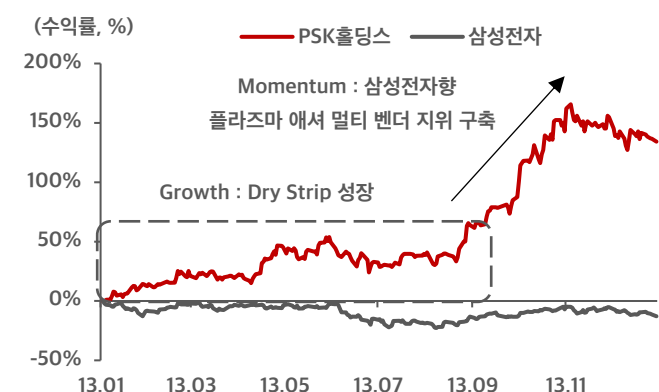
반도체 부문은 철옹성 같던 본딩 시장에 발걸음을 들이밀며 강력한 모멘텀을 형성한다. HBM 생산에 필수불가결한 TC본더는 오랫동안 한미반도체의 독점적 영토였다. 시장은 저력을 인정하여 한미반도체에 최대 100배가 넘는 멀티플을 부여하였고, 주가 또한 2,000% 상승하였다. 그러나 이제 독점은 끝났다. 동사는 SK하이닉스 향 TC본더 공급을 시작하였으며, 유의미한 점유율 확보를 앞두고 있다. 더불어, 하이브리드 본딩 개발의 선두주자로서 기대감까지 한 몸 받는 동사이다.

더욱 주목할 점은, 동사 모멘텀은 단순 테마성에 그치지 않고 실적으로 이어진다는 점이다. 이미 수주는 시작되었으며, 향후 점유율 상승과 고객 다변화에 따른 본격적인 외형 확장을 목전에 두었다. 모멘텀에서 실적으로, 실적에서 구조적 성장으로 이어지는 완전한 선순환이 다가온다.

이처럼 구조적 실적 안정성과 모멘텀 형성 요인이 동시에 존재하는 구간은 흔치 않다. 특히 성장이 지속되고 있는 기업이 신규 모멘텀을 확보하는 순간, 시장은 과거의 밸류에이션 프레임을 깨고 리레이팅을 단행해 왔다. 한화비전은 지금, 그 문턱에 서 있다. 그로스가 바닥을 지지하고, 모멘텀이 상방을 여는 지금은 말 그대로 레버리지 구간이다.

결국 지금의 동사는 성장주를 찾는 투자자에게는 안정성과 장기성을, 트리거를 기다리는 투자자에게는 향후 실적으로 이어질 모멘텀을 동시에 제공하는 보기 드문 사례이다. 시큐리티 부문의 성장 기반 위에, TC본더 진입과 하이브리드 본더 기대감이라는 촉매가 더해지며 전략적 진입 타 이미징이 도래하였다. 리스크 대비 기대 수익률이 극대화되는 지금이야말로 동사를 바라볼 때이다.

도표 1-1. Growth & Momentum : 13년 PSK홀딩스



출처: KRX, SMIC 2팀

도표 1-2. Growth & Momentum : 23년 디아이티



출처: KRX, SMIC 2팀

2. 산업, 기업분석 - 한화비전, 너 비전 있어

2.1. 네 출생의 비밀을 밝혀주마.

한화비전, 출생의 비밀

상당한 지 6개월이 갓 지난 동사, 사실 업력이 깊은 '중고 신입'들의 조합이다. 증여와 지배구조 개편으로 시장을 뜨겁게 달군 한화그룹 하에서, 동사가 완성된 출생의 비밀을 파헤쳐보자.

한화그룹 승계구도에서 탄생

동사의 탄생은 한화그룹의 승계 구도에서 기인한다. 23년, 한화그룹은 본격적인 경영권 승계 구도의 초석을 다지며 삼 형제에게 핵심 사업군을 분산 배치하는 방식으로 그룹 미래의 판을 짰다. 한화그룹 김승연 회장은 장남에게 방산, 우주항공 부문, 차남에게 금융 부문, 삼남에게 유통, 레저 부문을 증여하며 삼 형제가 각자의 영역에서 리더십을 확보할 수 있는 구조를 설계했다.

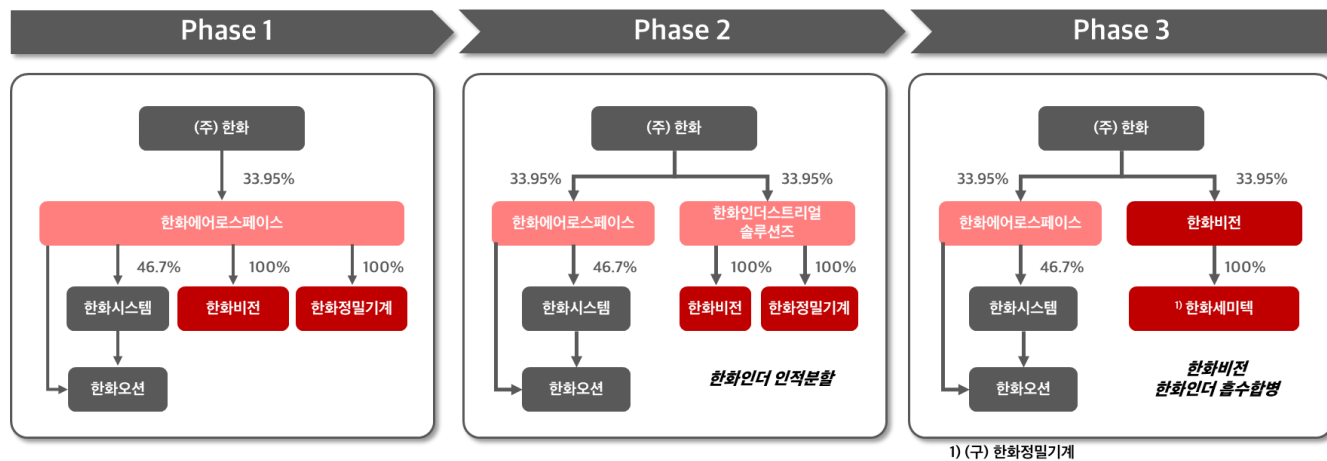
동사: 증여의 균형추

동사의 전신인 한화인더는 증여 과정의 핵심 균형추였다. 한화에어로스페이스 자회사였던 반도체부문의 한화세미텍과 시큐리티부문의 한화비전이 분할 및 합병되어 한화인더스트리얼솔루션즈라는 지주사로 분리되었고, 삼남인 김동선 부사장이 동사 총괄로 들어왔다. 즉, 장남의 몫인 한화에어로스페이스에서 방위와 관련성이 적은 사업부문을 재편하여 삼남의 몫으로 넘겨준 것이다.

세미텍과 비전, 완벽한 조합

한화세미텍과 한화비전은 완벽한 조합을 이루었다. 김승연 회장은 반도체를 '국가 기간산업이자 글로벌 시장에서 기술 리더십을 보여줄 중요 산업'이라 강조하며 그룹 차원에서 반도체 사업에 집중 투자할 의사를 확고히 표명했다. 이후 시큐리티 부문으로 현금흐름을 만들어 반도체 부문을 지원하는 과정이 보다 용이해지도록, 한화인더스트리얼솔루션즈는 자회사인 한화비전을 흡수 합병하였고 사명을 한화비전으로 변경하였다. 이렇게 오늘의 주인공, 한화비전이 탄생한 것이다.

도표 2-1. 한화그룹 지배구조 개편



출처: 언론 종합, SMIC 2팀

세미텍과 시큐리티를 소개합니다!

동사를 이루는 두 중고 신입, 한화세미텍과 시큐리티부문에 대해 훑어보자. 한화세미텍은 77년부터 정밀 기계 사업을 영위한 삼성정밀공업을 전신으로 하며, 현재 반도체, SMT, 공작기계 사업을 영위한다. 시큐리티부문의 경우 90년부터 영상 보안 사업에서 업력을 쌓아왔으며, 지금은 단순 보안뿐만 아니라 영상 장치를 활용한 솔루션 사업을 영위하고 있다.

아름다운 조합: 그로스+모멘텀

동사의 두 사업 부문은 일견 별개의 것으로 보이나, 실상은 아름다운 조합을 이룬다. 성장성 있는 캐시카우 사업과 재투자의 레버리지 효과로 성장할 핵심사업을 결합하여, 투자의 관점에서 그로스와 모멘텀이라는 완벽한 시너지를 내는 것이다. 한화비전의 비전은 갖추어졌다. 이제 본격적인 투자포인트로 들어가기 전, 각 부문이 속한 산업과 동사의 위치에 대해 파헤쳐보자.

2.2 HBM에서 한화세미텍까지

시장의 관심 TC본더	반도체 부문인 한화세미텍을 바라보는 시장의 핵심 키워드는 단연 'TC본더'이다. TC본더는 HBM 양산을 위한 장비이기에, HBM(고대역폭 메모리, High Bandwidth Memory)에 대한 이해를 선행한 후 동사 반도체 부문의 미래를 책임질 TC본더에 대해 알아보자.
What HBM?	HBM은 쉽게 말해 DRAM을 탑처럼 쌓아놓은 것으로, AI 산업의 부각으로 수요가 급증하고 있다. AI모델이 발전하며 연산량은 기하급수적으로 증가하고 있다. 18년 출시된 GPT-1에 비해 현재 GPT-4는 텍스트 한 토큰을 처리할 때 약 1,000만 배 이상의 연산량이 필요하다. 그 때문에 칩을 병렬로 배치하던 기존의 메모리 방식은 연산량 증가를 감당하지 못하고 병목 현상을 유발하였다. 연구진은 이를 해결하기 위해 DRAM을 쌓아 올려 평면의 활용도를 높이는 HBM에 주목하였고, 높은 대역폭과 고용량을 지닌 HBM은 AI 시대에 있어 필수 불가결인 존재가 되었다. 이제 HBM의 밸류체인에 대해 훑아보며, 특히 그 수요를 가능할 수 있는 전망에 대해 살펴보자.

도표 2-2. HBM 밸류체인



출처: 언론 종합, SMIC 2팀

HBM 최전방: 하이퍼스케일러	HBM의 최전방은 글로벌 하이퍼스케일러이며, 이들의 AI CapEx 규모는 곧 HBM 수요의 선행지표이다. Microsoft, Amazon, Google, Meta로 대표되는 하이퍼스케일러는 AI 인프라 전체를 떠받치는 핵심 플레이어로, 막대한 CapEx를 통해 AI 데이터센터를 빠르게 확장하고 있다. 실제로 Microsoft는 2024년 기준 약 50조 원 이상을 AI 인프라에 투자하였으며, GPU 및 관련 하드웨어 조달이 대부분의 비중을 차지하였다. HBM은 GPU의 기본 사양으로 포함되고 있기에, 하이퍼스케일러들의 AI CapEx는 곧 HBM 수요라 보아도 무방한 것이다.
HBM 전방: 엔비디아 & TSMC	전방 고객인 엔비디아와 TSMC의 동향 또한 주목해야 한다. 엔비디아는 AI를 논함에 있어 둘째 가라면 서러울 AI 대표주자이다. B100, H100 등 엔비디아의 AI 가속기는 AI 데이터센터에 공급되는 물량 중 80% 이상의 점유율을 확보하고 있다. 특히 엔비디아의 가속기는 모두 HBM3 혹은 HBM3E를 기본 사양으로 채택하고 있기에, 사실상 HBM의 최대 수요처는 엔비디아인 것이다.
HBM 수요? TSMC CAPA	HBM 수요의 완벽한 길라잡이를 찾는가? TSMC의 CAPA를 보라. TSMC는 팹리스 반도체 기업들의 칩 생산을 도맡는 기업으로 엔비디아 AI 칩에 대하여 100% 점유율을 지니고 있다. 따라서 TSMC의 CAPA와 가동률은 엔비디아 향 HBM 공급 물량을 알 수 있는 고마운 지표이다. 특히 TSMC는 27년까지 CAPA를 3배 이상 확장하겠다고 밝힌 바, HBM의 성장은 보장된 미래이다.

SK하이닉스의
독주

HBM 시장은 SK하이닉스가 뒷주자들과 거리를 벌린 채 독주하는 구조이다. 수요가 보장된 현 상황에서, SK하이닉스, 삼성전자, 마이크론 3사가 모두 HBM을 생산해 엔비디아로 납품하고자 하는 것은 당연하다. 그러나 AI칩을 위한 기술적 장벽은 드높다. 삼성전자는 계속된 시도에도 불구하고 퀄테스트에서 탈락하고 있으며, 마이크론 또한 제한적으로 저사양 HBM을 공급하고 있는 것이다. 반면, SK하이닉스의 경우 22년부터 HBM을 공급할뿐 아니라 엔비디아의 요청에 따라 3분기부터 HBM4 양산까지 들어간다. 즉, SK하이닉스야말로 엔비디아의 진정한 동반자이다.

기술격차 원천:
본딩

HBM 기술 격차의 원천은 TC본더를 활용한 '본딩'에서 기인한다. HBM은 결국 DRAM을 적층한 구조이기에 자연스럽게 '쌓는 기술' 핵심이며, 적층에 사용되는 장비가 바로 'TC본더'이다. 더욱이 8단 HBM에서 12단, 16단으로 진화하는 상황에서, 본딩의 중요성은 날이 갈수록 더해지고 있다.

솔벤더를
무너뜨리다.

SK하이닉스의 TC본더는 공고한 솔벤더 체제를 유지했으나, 동사가 마침내 파열음을 내었다. 한미반도체는 SK하이닉스와 TC본더를 공동 개발하여 17년부터 솔벤더 체제를 유지해 왔다. 한미반도체의 오랜 독점은 기술력 우위에서 기인한 것으로, 주요 경쟁자인 ASMPT 또한 24년 10월 진입을 시도하였으나 생산성 문제로 실패한 바 있다. 그러나, 이제 독주는 끝났다. 동사가 기술력을 바탕으로 퀄테스트를 통과하고 SK하이닉스의 당당한 듀얼벤더로 진입하는 것이다.

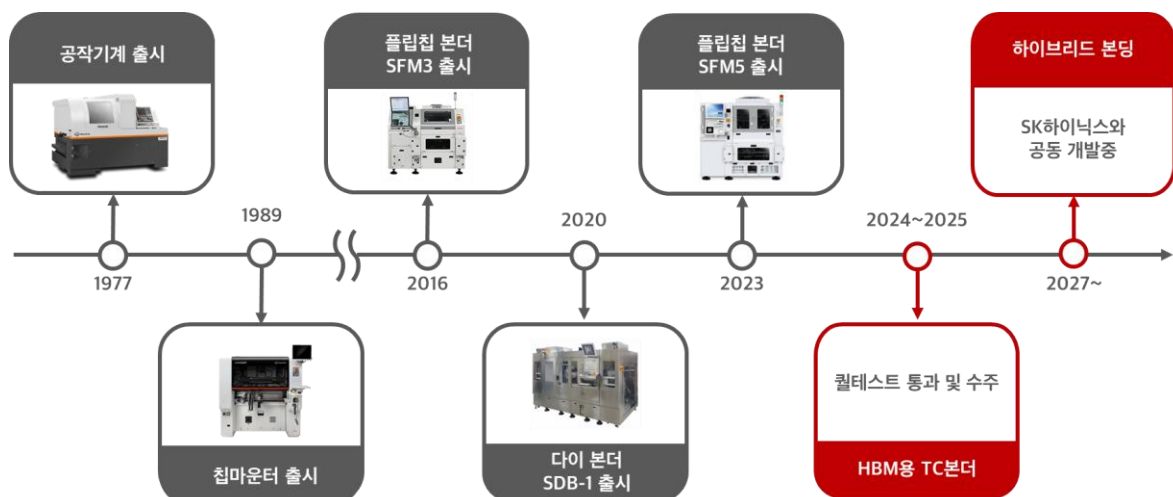
반도체
잘 붙이는 집 :
동사

'반도체 잘 붙이는 집'으로 유명한 동사가 TC본더를 개발한 것은 우연이 아니다. 동사는 89년 국내 최초로 전자 부품을 기판 위에 붙이는 장비인 '칩마운터'를 개발한 것에 이어, 12년 반도체 칩을 뒤집어 기판에 붙이는 '플립칩 본더'를 제품군에 추가했다. 더불어 외국산에 의존하던 '다이 본더'를 SK하이닉스와 공동개발하여 국산화에 성공한 바 있다. 이제 동사는 오랫동안 내려져 온 '붙이는 장비'의 계보를, 다시 한번 SK하이닉스와의 공동개발을 통해 TC본더까지 확장한 것이다.

목전에 다가온
하이브리드본더

SK하이닉스라는 든든한 배경과 함께, 하이브리드 본더의 개발도 목전에 다가왔다. 기존 TC본딩이 칩을 물리적으로만 접촉했다면, 하이브리드 본딩은 화학적 접착을 더해 전력 효율을 극대화한다. 더욱이 중간 구조물 없이 칩끼리 직접 연결하므로 더 얇고 가벼운 칩 설계가 가능한, 그야말로 TC본딩의 진화된 버전인 것이다. 동사는 다시 한번 SK하이닉스와 손을 잡고 하이브리드 본더를 개발 중이다. 현재 시제품 단계이며, 27년 본격적인 양산에 돌입해 신기술을 선도할 예정이다. '본딩'을 향한 동사의 여정을 [투자포인트 1]에서 만나보자.

도표 2-3. 동사 제품군



출처: 동사, SMIC 2팀

2.2 시큐리티 부문, CCTV는 성장산업이다.

시큐리티 :
저 성장합니다.

시큐리티 부문은 견조한 성장을 담보한다. 영상보안산업은 그동안 해자가 없는 저차별화 산업이자 새로운 수요를 찾기 어려운 저성장 산업 따위로 치부되어 왔다. 그러나 동사 시큐리티 부문의 실적을 살펴보면 그러한 관점은 고개를 내밀기 힘들다. 시큐리티 부문은 1조 이상의 연매출과 10% 이상의 OPM을 기록하는 알짜사업이자, 매출이 연평균 10% 이상 증가하는 성장사업인 것이다. 모멘텀 & 그로스라는 보고서의 대주제에서 그로스를 담당하는, 시큐리티 부문을 훑아보자.

1차 개화기 :
대중국 제재

동사의 1차 개화기는 중국 영상보안기업 퇴출 흐름에 발맞추어 시작되었다. 여타 제조업이 그랬듯, 과거 CCTV 판매로 대표되던 시큐리티 부문은 17년까지 중국의 저가공세에 밀려 적자를 면치 못하였다. 그러나, 18년 8월 상황은 반전된다. 미국 정부가 자국 안보의 이유로 국방수권법을 통해 정부 기관에서 중국 기업이 제조한 CCTV의 사용을 금지한 것이다. 여기에 더해 21년 연방통신위원회는 민간 시장에서도 중국산의 사용을 금지하며 중국 CCTV 기업에 사형선고를 내렸다.

대중국 규제로
날개를 단 동사

일련의 조치는 동사 시큐리티 부문에 날개를 달아주었다. 하이크비전, 다후아 등 업계 1, 2위를 차지하던 중국 기업이 퇴출 수순을 밟았고, 동사는 국방수권법을 준수하는 9개 업체 중 하나로 당당히 선정되며 점유율을 확대하기 시작했다. 동사는 23년까지 전세계 CCTV 시장 규모의 41%를 차지하는 미국에서 점유율 7.5%를 확보하며, 중국을 제외한 글로벌 시장 5위로 발돋움하였다.

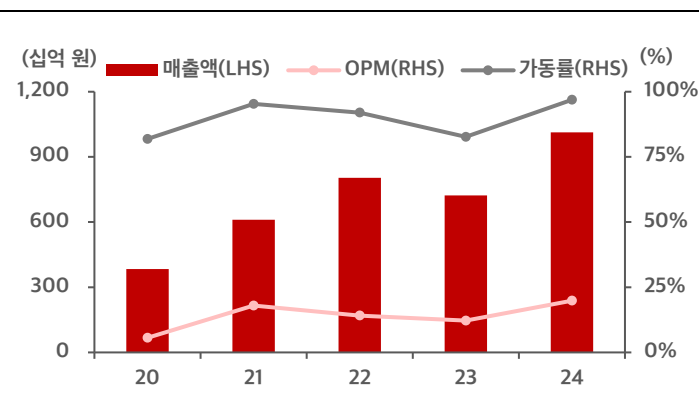
2차 개화기 :
AI와 함께

시큐리티 부문의 2차 개화기는 AI와 함께하며, 이제 동사는 하이테크 기반의 종합 영상 솔루션 기업으로 거듭나고 있다. 기존에 영상보안은 '촬영'이라는 제한적인 역할만을 담당했다면, 이제 동사는 AI를 활용해 능동적인 지능형 보안과 작업의 효율화까지 담당한다. 예를 들어 동사의 통합 물류 솔루션의 경우 바코드 인식을 통한 화물추적, 영상 정보 기록, 통합관제를 CCTV라는 매개로 동시에 수행한다. 더불어 침입 감지, 군중 분석, 이상행동 탐지 등 고도화된 영상 분석 기능을 통해 '보안'의 본업 또한 발전시켜, '카메라로 가능한 모든 것'을 한번에 제공하는 것이다.

준비된 CAPA
준비된 영업망

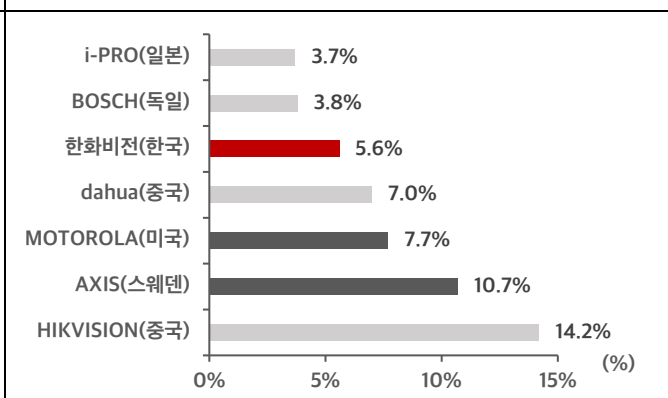
동사는 CAPA, 영업망 등 탑라인 성장을 위한 준비를 마쳤다. 동사는 베트남 박닌 공장에서 시큐리티 부문 생산을 담당하고 있다. 동사는 3~4개월 후 예상 물량을 사전에 예측하여 생산물량을 유동적으로 조절하며, 25년 매출 성장을 앞두고 필요 CAPA 확보를 완료했다. 또한 매출 비중의 60%를 차지하며, 25년에도 견조한 성장이 기대되는 미국 시장을 중심으로 B2B 영업망을 더욱 확장하는 상황이라, 전방의 수요가 있다면 언제든 대응할 준비를 갖춘 것이다. 준비를 마친 동사, 전방의 수요와 함께 시큐리티 부문의 그로스는 지속될 것임을 [투자포인트2]에서 알아본다.

도표 2-4. 동사 재무와 가동률



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-5. 글로벌 시큐리티 부문 점유율



출처: OMDIA Research, SMIC 2팀

3. 투자포인트 1 - Momentum: 반도체

HBM 밸류체인
편입 기대감

우선, 모멘텀이다. SK하이닉스향 HBM용 TC본더 수주가 가시화되면서 동사의 주가는 격렬하게 움직였다. 시장은 동사가 HBM 밸류체인에 편입되어 그 수혜를 누리는 모멘텀을 기대하고 있다.

TC본더 모멘텀

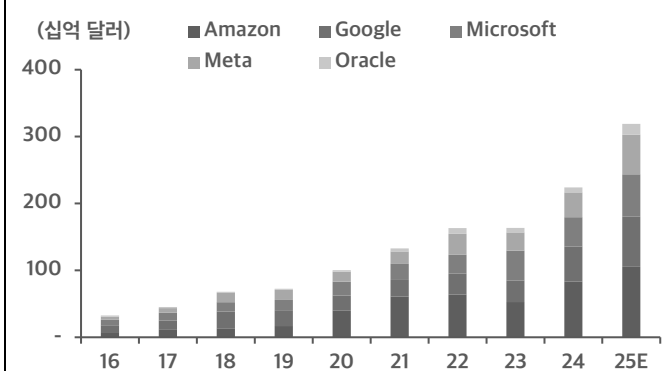
핵심은 HBM용 TC본더에 있다. 시장은 다음과 같이 기대한다. ① HBM 시장이 꾸준하게 성장하면서, ② HBM용 CAPA 증설이 이뤄질 때 매출이 가파르게 증가하는 TC본더를 납품하고, ③ HBM 1등 SK하이닉스 안에서 점유율을 빠르게 확보한다. 그리고 그 시점이 바로 지금이다. 본서는 위 흐름에 따라 동사가 지니는 잠재력을 검토하고, 왜 이것이 모멘텀인지 알아보려고 한다.

도표 3-1. 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 2팀

도표 3-2. 주요 하이퍼스케일러 Capex 추이 및 전망



출처: Bloomberg, SMIC 2팀

3.1. AI가 커져야, HBM 장비 발주도 나온다

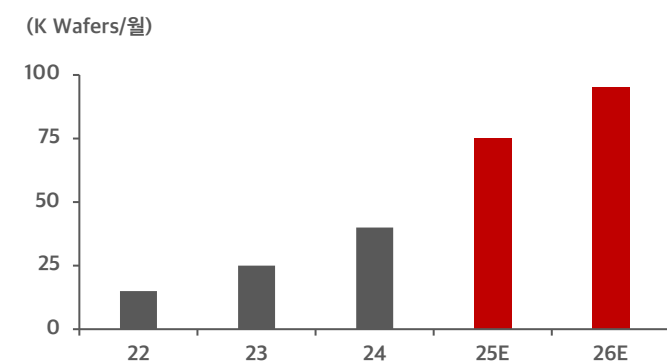
HBM = 모멘텀 크기

크게는 HBM 시장의 성장성이 모멘텀의 크기를 결정한다. TC본더는 HBM을 제조하는 TSV CAPA를 증설해야 발주가 이루어지기 때문이다. 그렇다면 HBM을 향한 수요는 강력하게 유지될 수 있을까? 본서는 AI가 추론을 중심으로 AI 데이터센터의 CapEx가 견조하리라고 주장한다.

HBM은 올해도 부족

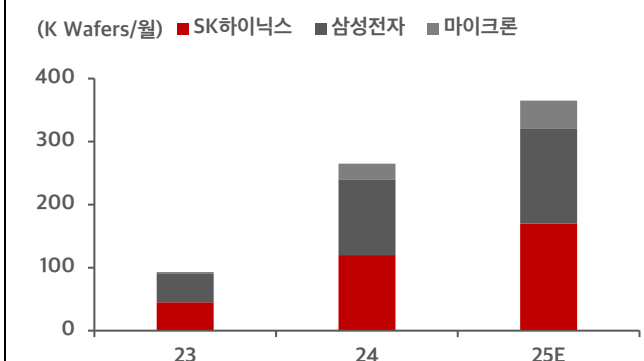
HBM의 공급은 올해도 타이트하다. 하이퍼스케일러의 늘어나는 CapEx는 올해도 HBM을 찾는다. TSMC는 밀려드는 AI 수요에 힘입어 기존의 보수적 전망을 뒤엎고 AI 가속기를 생산하기 위해 CoWoS CAPA를 24년 320K에서 25년 650K으로 두 배 이상 할당하였다. IDM 3사는 수요가 생각보다 강력하다는 것을 확인하고는 TSV CAPA를 추가로 증설하려고 검토하고 있다. 마이크론은 1Q25 실적 발표에서 25년 HBM 시장 전망을 기존 300억 달러에서 350억 달러로 상향하였다. 실제로 지난 4월 11일, SK하이닉스는 CapEx 계획을 기존 22조원에서 29조원으로 확대하였다.

도표 3-3. TSMC CoWoS CAPA 추이 및 전망



출처: TSMC, SMIC 2팀

도표 3-4. IDM 3사 TSV CAPA 추이 및 전망



출처: Trendforce, 언론보도 종합, SMIC 2팀

(1) 매크로 말고, AI 보세요

HBM은 경기가 아닌 AI 수요를 보자 HBM의 수요는 빅테크들이 AI 모델 훈련에 얼마나 투자하고, 추론이 얼마나 이뤄지는지에 달려 있다. 레거시 메모리 반도체 실적은 보통 경기에 민감하여 ISM 제조업 지수와 동행한다. 반면, HBM 시장은 지난 몇 년간 경기와는 별개로 우상향했다. AI 경쟁이 치열해지면서 경기 상관없이 AI CapEx가 꾸준히 성장했기 때문이다. SK하이닉스의 영업이익은 레거시 메모리 매출이 절대적이었던 23년까지 ISM 제조업 지수와 동행했다. 그러나 HBM이 이익에 본격적으로 기여한 24년부터는 ISM 제조업 지수가 아직 반등하지 못한 상황에서 별개로 이익이 성장하기 시작했다.

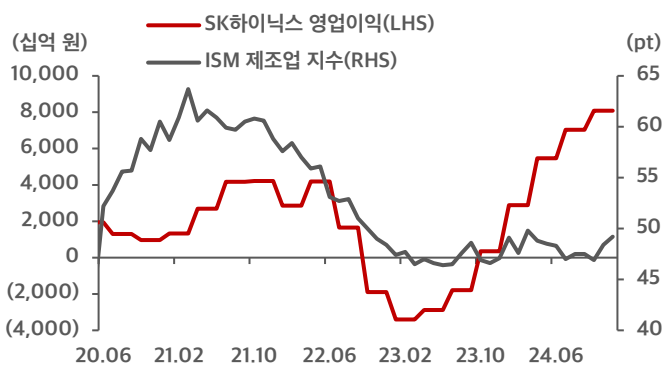
AI 피크아웃 우려 그러나 현재 시장은 AI의 피크아웃을 우려하고 있다. TSMC의 CoWoS CAPA는 대부분 엔비디아의 GPU를 제조하기 때문에 HBM 수요의 선행지표가 된다. TSMC는 CoWoS CAPA를 24년 320K에서 25년 650K, 26년 1,000K까지 확장할 전망이다. 그러나 엔비디아, TSMC, 브로드컴 등 AI 반도체를 제조하는 주요 AI 밸류체인 기업 주가는 25년 초부터 몇 차례의 급락과 함께 우하향하고 있다. 상호관세로 인해 주가가 급락한 구간을 제외하더라도 주가는 연초부터 하락 중이다. 즉, 현재 피크아웃 논란은 공급단의 문제가 아니다. AI CapEx의 지속성에 대한 의심이다.

AI, 너만 오면 고 그러나 AI을 찾는 사용자만 많다면, 하이퍼스케일러는 투자를 멈추지 않을 것이다. 관세가 부과되어 AI 서버 가격이 인상되더라도 말이다. 4월 10일, 구글 클라우드 인프라 부문 부사장 사친 쿵타는 관세로 인해 비용이 인상되어도 전방의 수요가 강력하기 때문에 투자를 그대로 집행하겠다고 밝혔다. 지금부터는 AI의 수요가 강력할 때, 고성능 HBM의 구입으로 이어지는지 확인한다.

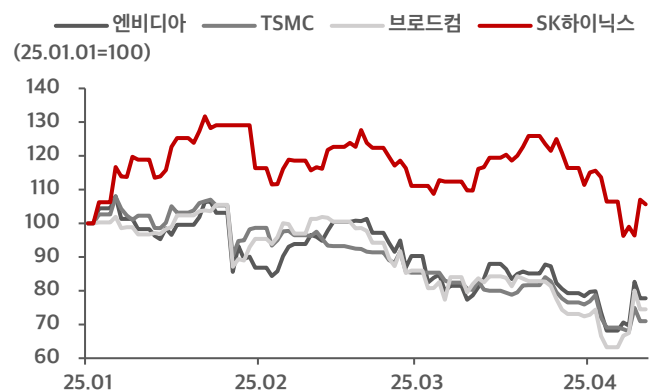
(2) 추론이 HBM을 이끌 것이다

DeepSeek 쇼크 지난 1월, 중국 스타트업 DeepSeek가 AI 모델 R1을 공개하면서 AI 피크아웃 논란이 확산되었다. DeepSeek는 OpenAI의 GPT4 개발비 대비 18분의 1 수준인 557만 달러를 투자했다고 밝혔다. 그런데 R1이 OpenAI의 추론용 AI 모델 o1에 버금가는 성과를 보여주면서 AI 과잉투자 논란이 일었다. 특히, 매개변수를 효율적으로 활용하도록 설계해 추론 비용과 메모리 사용량이 줄면서, 알고리즘이 개선될수록 고성능 대신 저성능 AI 반도체로도 충분하다는 주장도 나왔다.

AI는 HBM을 더 많이 쓸 것 그러나 기우라고 판단한다. AI 모델은 고성능 HBM을 더 필요로 하는 방향으로 진화하고 있다. AI 모델의 성능을 향상시키려면 더 많은 학습 데이터를 입력해야 한다. 그러나 학습 데이터가 부족해지면서 AI 개발사는 한정된 데이터를 가지고도 성과를 높이는 방법을 찾았다. 추론 시 최적화 기법(Test-time compute)을 활용한 추론형 모델이다. AI 모델은 답변의 정확도를 높이기 위해 복합적으로 추론하는 방향으로 발전했다. 24년 9월 OpenAI가 추론형 모델 o1을 출시하고, 이후 AI 모델은 추론 단계에서 사고에 사고를 거듭하여 최적의 답변을 찾아나가도록 진화하였다.

도표 3-5. ISM 제조업 지수 vs. SK하이닉스 영업이익

출처: ISM, DART, SMIC 2팀

도표 3-6. 주요 AI 밸류체인 25년 YTD 주가 추이

출처: Yahoo Finance, SMIC 2팀

추론이 이끄는 메모리 수요 **추론이 복잡해질수록 AI는 더 많은 메모리가 필요하다.** 추론형 모델은 중간에 스스로 묻고 답하는 과정이 추가되기 때문에 임시로 저장하는 토큰의 수가 늘어난다. 여기에 문서나 인터넷에서 정보를 검색하는 기능도 지원하면서 AI 모델이 하나의 답변을 내놓기 위해 사용하는 메모리가 늘어나고 있다. 텍스트가 아니라 이미지나 영상을 생성한다면 연산량은 수백 배까지 늘어난다.

사용자도, 쓰는 양도 늘어난다 **그런데 답변의 퀄리티가 상승하면 사용자 수는 더 늘어난다.** OpenAI는 주간 활성 사용자가 24년 8월 약 200만에서, 추론형 모델 o1을 출시한 이후 25년 2월 400만까지 늘어났다고 발표했다. 동시에 추론형 모델이 보편화되면서 각 사용자가 사용하는 메모리도 동시에 늘어난다. OpenAI의 o1 이후, 구글, 메타, 엔트로픽 등 주요 AI 개발사는 잇따라 추론형 모델을 출시했다.

AI 작업량은 기하급수적 증가 **결과적으로 AI 데이터센터의 작업량은 기하급수적으로 증가한다.** ① 절대적인 사용자 수와 ② 사용자마다 차지하는 메모리가 동시에 늘어나기 때문이다. 사용자들의 요청을 하나로 묶어 AI 가속기에 한 번에 요청하면 작업을 효율적으로 할 수 있다. 그러나 그 많은 요청을 한 번에 처리하면서 그에 맞는 고성능 HBM이 필요하다. HBM의 용량과 대역폭이 요청을 따라가지 못하면 병목이 발생할 수 있다. 사용자 입장에서는 답변까지 걸리는 시간이 지나치게 지연되는 것이다.

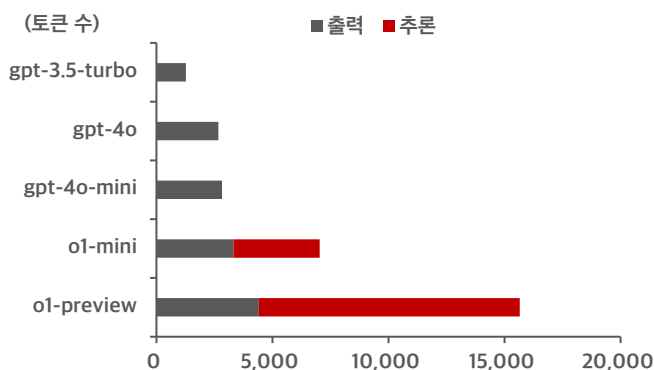
추론 → AI CapEx로 **따라서 추론형 모델이 빠르게 확산될수록, 이에 맞춰 고성능 HBM을 찾는 AI CapEx는 늘어난다.** 하이퍼스케일러가 AI 가속기에 맞는 고성능 HBM을 더 많이 찾을수록, HBM을 공급하기 위해 TSV CAPA는 증설되어야 한다. 증설이 이뤄질수록 IDM은 동사의 TC본더를 주문해야 한다.

(3) 동사는 고객사를 잘 만났다

SK하이닉스 선두 유지 전망 그렇다면 동사의 고객사, SK하이닉스는 어떠한가? **HBM 시장은 앞으로도 SK하이닉스가 선두를 차지할 가능성이 높다.** SK하이닉스는 1Q25 기준 HBM 분야에서 70%의 시장점유율로 압도적인 1등을 차지하고 있다. HBM으로 실적이 크게 증대하면서 SK하이닉스는 글로벌 D램 점유율 36%로 점유율 34%인 삼성을 제치고 처음으로 1위에 올라섰다. 이는 19년 HBM 사업부를 해체한 삼성전자와 달리, SK하이닉스가 09년부터 HBM을 연구하며 노하우를 축적해 온 결과이다.

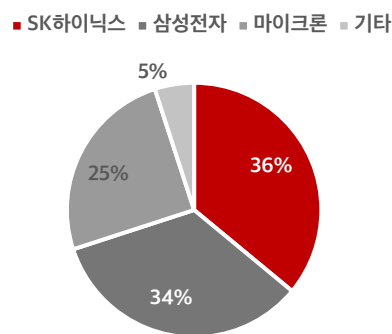
삼성전자는 어렵다 **SK하이닉스는 이미 최선단 HBM 제품을 양산하고 있지만, 삼성전자는 따라오지 못하고 있다.** SK하이닉스는 이미 24년 1분기 HBM3E 8단, 4분기 HBM3E 12단을 엔비디아에 성공적으로 공급하면서 양산 단계에 있으나, 삼성전자는 아직도 HBM3E 8단 및 12단 모두 엔비디아 퀄테스트에서 고배를 마셨다. 본딩 기술이 아직 격차가 많이 나기 때문이다. 뒤늦게 퀄테스트에 통과하더라도, 램프업에는 시간이 오래 걸리기 때문에 대응할만한 여유가 있다. 그러나 그럴 가능성은 아직까지 드물어 보인다. 마이크론은 동사가 양산하는 HBM 세대의 로우엔드 제품을 공급하고 있다.

도표 3-7. OpenAI 모델별 토큰 수 비교



출처: Artificial Analysis, SMIC 2팀

도표 3-8. 1Q25 글로벌 D램 점유율



출처: 카운터포인트리서치, SMIC 2팀

3.2. HBM을 본다면 TC본더를 보자

HBM → TC본더

HBM 시장이 성장할수록, HBM용 TC본더 제조사는 최대 수혜를 누릴 수 있다. HBM에서 칩과 칩을 수직으로 적층하려면 본딩 장비가 필수적이기 때문이다. 23~24년 AI와 함께 HBM 판매량이 급증하면서 SK하이닉스는 빠르게 HBM을 제조하는 TSV CAPA를 증설하였다. CAPA 내 라인이 늘어날수록 SK하이닉스는 HBM용 TC본더를 더 많이 주문하였다. 이에 따라 당시 유일한 HBM용 TC본더 제조사 한미반도체의 영업이익은 23년 346억원에서 24년 2,554억원으로 늘어났다. HBM용 TC본더 수주공시가 이어지면서 한미반도체 주가는 저점 대비 10배 이상 급등했다.

진입장벽이 높은 TC본더 시장

그러나 TC본더의 진입장벽은 견고하다. HBM용 본딩 장비는 HBM의 수율과 밀접하게 관련되어 있다. 간단하게 칩과 칩을 연결하는 단계에서 수율이 97%라고 한다면, 8단으로 칩을 쌓을 때 전체 HBM 수율은 78%로 떨어진다. 여기서 수율이 1%p만 더 떨어져도, 전체 수율은 6%p가 추가적으로 떨어진다. 수율이 적정 수준으로 나오지 못하면 엔비디아 등 최전방 고객사는 해당 HBM을 채택하기 어렵다. 따라서 SK하이닉스를 비롯한 HBM용 TC본더 고객사는 수율과 생산성을 평가하는 여러 기준을 설정하고, 해당 기준을 충족하지 못하면 테스트를 통과시키지 않는다.

장벽을 넘은 동사

그런데 동사는 그렇게 공고하게 세워진 장벽을 넘었다. TC본더는 I/O 단자를 위아래로 정확히 정렬해야 한다. 또한, 열과 압력으로 칩과 칩을 연결하는 과정에서 수율이 훼손되지 않도록 미세하게 컨트롤이 필요하다. 동시에 높은 수율이 확보된 상태에서 생산성, 즉 시간당 웨이퍼 처리량도 높아야 한다. 이미 로직 칩 본딩 장비업체들도 HBM용 TC본더를 도전했지만, 이러한 까다로운 조건들을 만족하지 못하면서 한미반도체의 아성을 뚫지 못했다. 그런데 동사가 해낸 것이다.

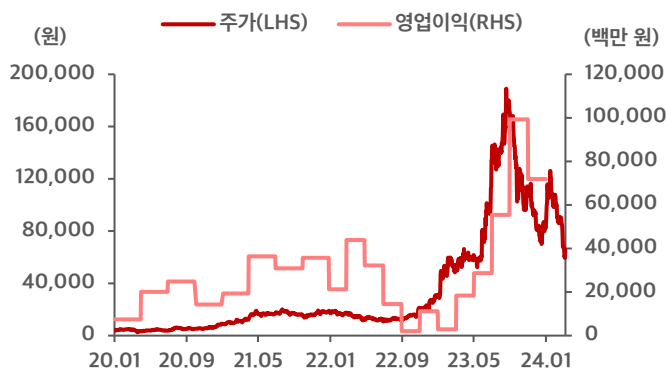
6개월마다 스펙 업그레이드

HBM의 세대는 6개월 주기로 업그레이드되기 때문에 장비에 요구하는 스펙은 보다 높아진다. 엔비디아는 최근 6개월마다 다음 아키텍처를 공개하는데, 제품이 업그레이드될수록 HBM에 대한 탑재량과 요구 스펙이 상승한다. HBM의 성능이 개선되려면 1) 단수가 늘어나거나, 2) 개별 칩의 용량이 늘어나야하는데, 이는 TC본더의 기술력 뒷받침되어야 개선할 수 있다.

기술력으로 해내다

다시 말해 동사는 후발주자지만 전방의 스펙 업그레이드까지 팔로우업할 수 있는 기술력을 보유하고 있다. 패키지의 높이는 정해져 있는데, HBM의 단수를 늘리려면 웨이퍼 두께와 범프 크기가 줄어들어야 한다. 그런데 웨이퍼 두께가 얇아질수록 열과 압력에 취약해지기 때문에 더 정밀한 컨트롤이 필요하다. 이러한 기술적인 사항은 경험적 노하우가 필요하기 때문에 기존의 업체가 상대적으로 유리할 수밖에 없다. 그럼에도 동사는 기술력으로 그 장벽에 균열을 내버렸다.

도표 3-9. 한미반도체 주가 및 영업이익 추이



출처: DART, SMIC 2팀

도표 3-10. HBM 세대 개괄

세대	HBM2	HBM2E	HBM3	HBM3E	HBM4
1단 용량	8GB	16GB	16GB	24GB	36GB
출시일	2018	2020	2022-2023	2024	2026
적층 수	4단/8단	4단/8단	8단/12단	8단/12단	12단/16단
총 용량	4GB/8GB	8GB/16GB	16GB/24GB	24GB/36GB	36GB/64GB
대역폭	307GB/s	460GB/s	819GB/s	1024GB/s	≥ 2TB/s
핀당 속도	2.4Gbps	3.6Gbps	6.4Gbps	9.8Gbps	≥ 9Gbps

출처: BESl, Yole, SMIC 2팀

3.3. 지는 해가 아닌, 뜨는 해를 보자

SK하이닉스향
TC본더 수주공시

동사는 지난 3월 지각 변동의 포문을 열었다. 3월 14일 SK하이닉스로부터 210억원 규모 HBM용 TC본더를 수주한 것이다. 한미반도체의 위상이 절대적이었기에 시장은 해당 수주물량이 테스트 목적이 아니냐며 의심하기도 했다. 그러나 연이어 3월 27일 동사는 같은 규모로 HBM용 TC본더를 추가 수주한다. 총 420억원 규모. 테스트가 아니라 양산을 목적으로 동사의 TC본더가 현장에 본격적으로 투입된다는 신호였다. 하이엔드 반도체 장비 기업으로 발돋움이 시작된 것이다.

시장도 크고
점유율도 크다

따라서 동사를 왜 지금 주목해야 한다고 묻는다면 답변은 명확하다. 1) HBM의 성장이 이끄는 HBM용 TC본더 시장에서, 2) 첫 발걸음을 내딛은 동사에게는 점유율이 늘어날 일만 남았기 때문이다. 즉, 동사는 성장할 일만 남았다. 지금부터는 그 모멘텀의 크기를 살펴보려고 한다.

(1) 균열의 시작

아래서부터
차근차근

동사는 TC본더 시장까지 나아가기 위해 하위 후공정 장비부터 차근차근 출시하면서 성장했다. 20년에는 다이 본더 SDB-1을 출시하면서 일본에 90% 이상 의존했던 해당 장비를 국산화하는데 성공했다. 23년에는 시간당 1.7만개의 반도체 다이를 기판에 본딩하는 플립칩 본더를 출시하였다. 그리고 20년부터 개발에 착수한 TC본더는 24년 6월 SK하이닉스의 퀄테스트에 돌입했다. 그 결과, 총 14대(각 30억원 가정)의 TC본더 수주가 이어지며 마침내 성과를 낸 것이다.

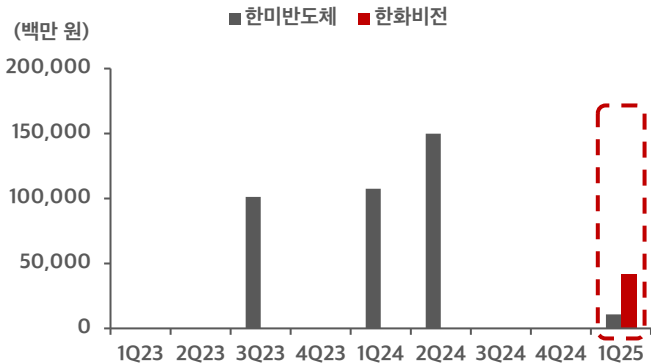
하이닉스
인증서 발급

실력은 SK하이닉스를 통해 이미 증명하였다. 앞서 논의했듯이 TC본더의 성능은 HBM의 수율과 생산성에 지대한 영향을 미치기 때문에 간간하게 평가할 수밖에 없다. 내부 평가기준이 높기 때문에 SK하이닉스는 이전에도 타 업체로부터 TC본더를 받아 테스트하면서도, 양산 라인으로 투입하지는 않았다. 적어도 그 간간한 기준을 충족한 동사가 3월에 진입하기 전까지는 말이다.

동사 말고는
아무도 하지 못했다

SK하이닉스는 다른 경쟁업체의 HBM용 TC본더도 모두 평가했지만, 결국은 동사만 남았다. 여러 업체들의 TC본더를 비교한 결과, 동사와 홍콩에 본사를 둔 ASMPT가 벤더 후보로 압축되었다. SK하이닉스는 24년 10월, ASMPT에 TC본더 30여대를 주문하였다. 그러나 SK하이닉스는 이원화가 시급했던 와중에도 ASMPT 장비를 양산 라인으로 투입하지 않았다. ASMPT의 장비가 수율은 만족하지만 생산성이 떨어졌기에 최종 시험대에서 탈락한 탓이다. 반면, 동사는 HBM3E 12단 양산을 위한 이천 M10F 라인(추정)에 성공적으로 TC본더를 납품하며 승리를 증명하였다.

도표 3-11. SK하이닉스향 TC본더 수주대금



출처: DART, SMIC 2팀

도표 3-12. 동사 수주공시



출처: DART, SMIC 2팀

(2) 왕위 찬탈

선두를 노리다

후발주자가 선두를 차지한다. 반도체 업계에서는 심심찮게 벌어지는 일이다. 과거 메모리 테스터를 주력으로 하는 Advantest는 11년 Verigy 인수와 함께 Teledyne이 선두였던 비메모리 테스터 시장을 본격적으로 공략했다. Advantest는 V93000 EXA Scale™ SoC 테스트 시스템을 출시하고, 10%대였던 점유율을 24년 58%까지 확대하였다. 이유는 단순하다. ① 경쟁사 제품 대비 강점이 있었고, ② 고객사가 벤더를 바꿀 이유가 충분하였으며, ③ 경쟁사가 자만한 상태였던 것이다.

동사는 1차벤더가 될 것

본서에서는 동사도 SK하이닉스 내에서 최소 50% 점유율, 나아가 1차벤더의 지위까지 획득할 수 있음을 주장한다. 그 근거는 다음과 같다. ① 현재 기술력 측면에서 한미반도체 HBM용 TC본더를 대체할 수 있는 수준에 이르렀고, ② SK하이닉스가 이전부터 동사와 본딩 장비와 관련하여 적극적으로 협력하고 있으며, ③ 한미반도체와 SK하이닉스 관계도 소원해지고 있기 때문이다.

① 기술력으로 다진 입지

경쟁사는 아쉽다

동사의 TC본더는 퀄테스트 단계에서 경쟁사 대비 기술적으로 우수하게 평가를 받았다. 하이닉스는 HBM3E 12단 본딩 시 약간의 열을 가하여 칩을 붙이고, 그 다음 MR(Mass Reflow)을 수행하는 hMR(heated MR) 공법을 도입하였다. 8단에서 12단으로 넘어가면서 발생하는 웨이퍼 휨 문제를 해결하기 위해서다. 그러나 한미반도체의 TC본더는 hMR 적용에 있어 개선이 필요했다. 실제로 한미반도체는 24년 9월, 40명 이상으로 구성된 SK하이닉스 전담 AS팀을 창설하고, 장비를 개선하였다. ASMPT는 생산성과 장비 사이즈에서 불합격을 받으며 대열에서 이탈했다.

동사는 잘한다

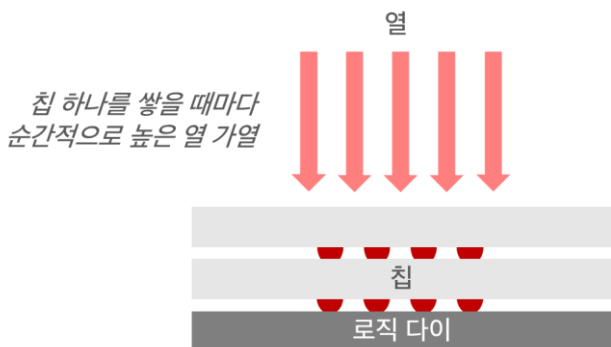
반면, 동사의 TC본더는 hMR 샘플 테스트를 비롯해 생산성에서 높은 점수를 받았다. 또한, 장비 사이즈도 타사 대비 작은 편으로, SK하이닉스 입장에서 팜 공간을 효율적으로 사용하기에 용이했다. 이는 ‘3D 스택 인 라인’ 등 과거부터 본딩 장비를 개발하며 노하우를 쌓아 온 덕분이다. HBM 세대가 올라가면서 기술적으로 난이도가 올라가도, 동사는 기준을 만족스럽게 충족했다.

② SK하이닉스와의 공동개발

하이닉스도 동사를 원했다

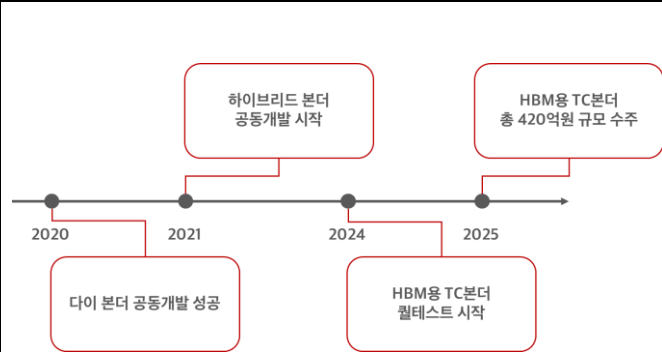
동사만 SK하이닉스를 원하지 않았다. SK하이닉스도 동사를 원했다. SK하이닉스는 과거 한화정밀 기계 시절부터 동사와 공동개발의 형태로 협력했다. 20년에는 총 1.5년 간의 공동개발을 통해 다이 본더를 성공적으로 출시하였다. 협력은 이후로도 깊어졌다. HBM용 TC본더도 개발 단계부터 함께 협력하였으며, 21년부터는 하이브리드 본더도 SK하이닉스와 함께 공동개발을 진행 중이다.

도표 3-13. hMR(Advanced MUF) 공법



출처: SK하이닉스, SMIC 2팀

도표 3-14. 동사-SK하이닉스 협력 타임라인



출처: 동사, SMIC 2팀

하이닉스의
협력 의지

공동개발은 SK하이닉스가 동사의 벤더 진입을 열망한다는 의미이다. SK하이닉스 입장에서 기존 업체가 아닌 다른 업체의 장비를 채택하는 일은 쉽지 않다. 동사의 장비는 기존 벤더의 제품과 다르기 때문에 별도의 최적화 과정을 거쳐야 하기 때문이다. 그럼에도 SK하이닉스는 동사의 TC 본더를 한미반도체 장비보다 높은 가격에 발주한 것으로 알려졌다. 그만큼 SK하이닉스가 동사와 함께하려는 의지가 강력하고, 동시에 동사의 TC본더 성능 또한 인정받은 것이다.

③ 애매한 한미

헤어진 연인

그러나, 한미반도체는 정반대의 상황이다. 과거 17년, 한미반도체는 SK하이닉스와 손을 잡고 HBM용 TC본더를 공동개발하였다. 이후 AI의 급성장으로 HBM의 수요가 빠르게 확대되면서, SK하이닉스는 한미반도체의 TC본더와 함께 HBM 시장을 장악할 수 있었다. 그러나 지금은 상황이 다르다. SK하이닉스는 동사를 선택했다. 한미반도체가 이미 벤더로 있는 상황에서 SK하이닉스는 동사와 TC본더를 공동개발하였다. 이제는 하이브리드 본더까지 동사와 함께한다. 한미반도체는 하이브리드 본더를 홀로 개발하고 있다. SK하이닉스의 선택은 자명하다.

한미는 불편하다

한미반도체는 SK하이닉스를 향해 동사의 진입이 불편하다고 역력히 티를 내고 있다. 동사의 TC 본더 수주공시 이후, 한미반도체는 4월 1일자로 SK하이닉스향 TC본더 가격을 25% 인상하겠다고 일방적으로 통보했다. 한미반도체가 논의 없이 TC본더의 가격을 인상하는 건 이번이 처음이다. 심지어 3월 17일, 한미반도체는 별도로 보도자료를 내고 “SK하이닉스로부터 수주받은 한화세미텍은 결국 유아무야, 흐지부지하게 소량의 수주만 받아 가는 형국이 될 것”이라고 주장하였다. 그러나 동사의 장비가 SK하이닉스와의 협력으로 이뤄낸 성과라는 점을 고려한다면, 이미 동사가 우수한 평가를 받고 있는 상태에서 노골적인 반발은 오히려 역효과를 불러올 가능성이 높다.

(3) 넥스트 스텝 : 종합 반도체 장비 기업으로

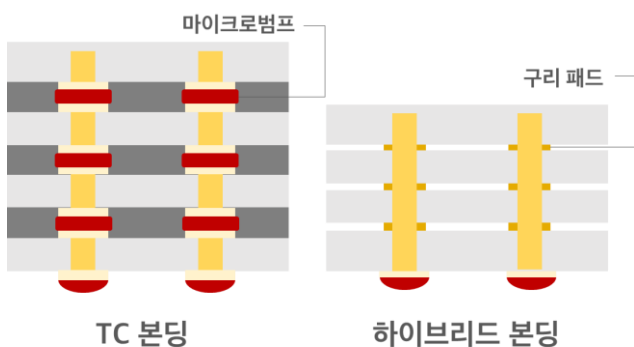
하이브리드 본더
공동개발 중

동사는 SK하이닉스와 하이브리드 본더를 공동개발하며 지각변동을 예고하고 있다. SK하이닉스는 HBM4 16단부터 하이브리드 본딩을 도입하겠다고 발표했다. 업계에서는 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 본격적으로 채택할 것으로 전망하기에, 양산에 들어가는 시기는 27~28년으로 판단한다.

언젠가 가야할 길

하이브리드 본딩은 반드시 가야할 길이다. HBM3E까지는 I/O 단자가 1,024개에 불과하지만, HBM4부터는 I/O 단자가 2,048개로 늘어난다. 즉 회로가 작아지고 회로 간 간격도 축소되면서, 더 이상 기존의 MR-MUF 방식만으로는 생산성이 크게 떨어지는 것이다. HBM의 스펙이 상승할 수록 전방은 하이브리드 본딩을 애타게 찾는다. 이 상황에서 동사는 발빠르게 시제품 단계까지 개발을 진행하고 있다. 동사는 차세대 장비 개발이라는 또 하나의 모멘텀을 목전에 둔 것이다.

도표 3-15. TC본딩 vs. 하이브리드 본딩



출처: SMIC 2팀

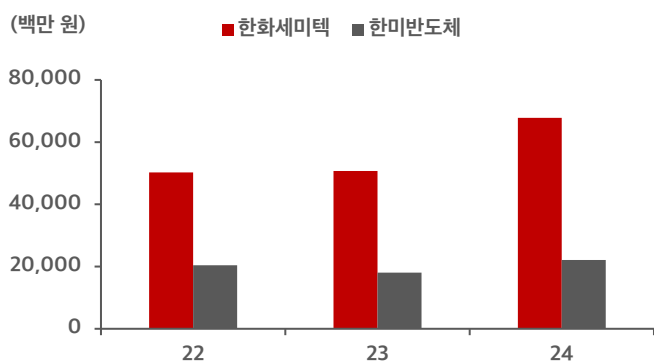
도표 3-16. 채용 HBM 및 업체별 HBM 양산 시기

기업	제품	24				25E				26E			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
엔비디아	H200	HBM3E 8단 144GB											
	B200	HBM3E 8단 192GB											
	GB200	HBM3E 8단 384GB											
	B300	HBM3E 12단 288GB											
	B300A	HBM3E 12단 144GB											
	Rubin	HBM4											
AMD	M300X	HBM3E 8단 192GB											
	M325X	HBM3E 8단 256GB											
	M355X	HBM3E 12단 288GB											
	M400	TBD											

출처: Trendforce, SMIC 2팀

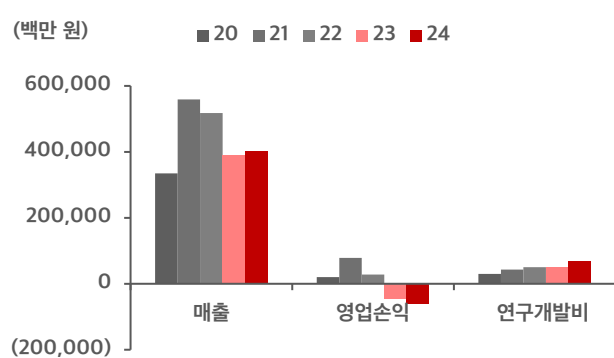
종합 반도체 장비사 도약 준비	여기서 그치지 않고 동사는 진정한 종합 반도체 장비사를 꿈꾼다. 동사는 후공정에 그치지 않고 24년 1월 한화모멘텀으로부터 반도체 전공정 사업을 인수하였다. 이를 통해 동사는 ALD(Atomic Layer Deposition) 장비 및 CVD(Chemical Vapor Deposition) 장비의 기술과 인력을 한화로부터 흡수하였다. 당시 이미 R&D가 마무리 단계에 있었기에 동사는 동사는 상용화를 준비하고 있다.
전공정 장비: ALD 및 PECVD	동사는 전공정 장비 국산화를 위한 최적의 선택지로서 자리매김할 준비를 마쳤다. 현재 ALD와 PECVD 장비는 전적으로 해외에 의존하고 있다. 그런데 동사는 몰리브덴 ALD 장비를 개발하고 있고, 이는 삼성전자와 SK하이닉스의 차세대 메탈게이트 소재로서 채택이 유력하다. 이미 24년 1월, 동사는 ALD 및 PECVD 평가 장비를 삼성전자 반도체연구소의 최첨단 D램 R&D 라인에 배치하여 테스트 중이다. 반도체연구소로 납품한다는 것은 해당 장비가 초기 퀄테스트가 상당 부분 완료되었다는 의미로, 늦어도 2~3년 내 최종 평가 및 양산 라인 도입을 기대할 수 있다.
한화의 반도체 육성 의지	한화그룹은 종합 반도체 장비사를 향한 동사의 꿈을 전폭적으로 지원했다. 모회사는 현금을 수혈하면서 연구개발의 지속성을 보장하고 있다. 24년 3월, 한화에어로스페이스는 동사로 1,700억 원 규모의 유상증자를 진행하였다. 같은 해 9월, 한화비전은 한화세미텍으로 500억원 규모 유상증자를 진행하였다. 자금조달의 목적은 모두 '반도체 공정설비 사업 확대'였다. 자연스럽게 동사는 든든한 현금을 바탕으로 반도체 장비 연구개발에 집중하였다. 실제로 동사는 연구개발비를 23년 507억원에 이어 24년에 매출 대비 16.8% 수준인 678억원을 지출하였다.
연구개발 지속	동사는 지난 몇 년 연구개발비 수준의 적자를 감수했으나, 이는 2보 전진을 위한 1보 후퇴이다. 동사는 하이엔드 반도체 장비를 개발하기 위해 매년 500~600억원 이상의 연구개발비용을 지출하였다. 그리고 24년까지는 상용화가 이뤄지지 않아 그만큼의 적자를 감내할 수밖에 없었다.
Why Now?	그러나 그렇기 때문에 지금 동사를 봐야 한다고 판단한다. 매년 수백억 원의 적자를 감수하면서 개발한 하이엔드 반도체 장비가 매출로 실현되는 원년이기 때문이다. 25년 3월 SK하이닉스향 TC본더 납품을 시작으로, 체급을 키워가며 현금을 회수할 예정이다. ALD 및 PECVD 장비 또한 이미 테스트 중인 만큼, 2~3년 이후 수주가 이뤄진다면 추가적인 업사이드를 기대할 수 있다.
동사는 준비 끝	동사는 준비를 마쳤다. 한화세미텍은 24년 4월부터 25년 3월까지 총 소요자금 332억원 규모로 창원에 통합사업을 구축하고 있다. 이를 통해 동사는 잠재적으로 수주 가능한 물량을 모두 대응할 수 있는 수준으로 CAPA를 확장하였다. 그 성과가 나타나는 지금, 모멘텀을 고려한다면 추가 수주공사와 함께 종합 반도체 장비사로 도약할 동사를 주목해야 한다고 판단한다.

도표 3-17. 한화세미텍 vs. 한미반도체 연구개발비용



출처: DART, SMIC 2팀

도표 3-18. 한화세미텍 매출액, 영업이익



출처: DART, SMIC 2팀

4. 투자포인트 2 - 포착 포착 시큐리티

지루한 줄로만 알았던 동사의 시큐리티 부문, 실상은 단순 제조업이 아니다. 오랫동안 성숙된 전통 산업으로 여겨졌던 CCTV 산업이지만, Top-tier 업체들은 높은 수익성과 R&D 투자 비중으로 판단하건대 본 산업은 분명히 기술집약적 구조를 드러내고 있다. 본 보고서는 이러한 구조 속에서 묵묵히 준비해온 동사가 AI 수혜의 초입에서 하이테크 기업으로서 수혜를 받고 있음을 조명하고자 한다. 이에 앞서, 먼저 CCTV 산업이 지닌 구조적 특이점을 짚어보도록 하자.

4.1. 이상 신호 발견, CCTV 시장을 분석합니다.

CCTV는 기술 산업
: OPM과 R&D 高

CCTV 산업은 사실 기술집약적 산업이다. CCTV 시장은 오랜 시간 전통적인 제조업의 일환으로 분류되며, 다수의 업체가 존재하는 만큼 흔히 성숙 산업으로 인식되어 왔다. 하지만 정작 주요 글로벌 플레이어들의 실적을 들여다보면 이상한 흐름이 감지된다. **평균 영업이익률은 15% 수준, 매출 대비 R&D 비중은 15%로 단순 제조업이라 보기엔 과도하게 높다.** 보안 업종 평균 R&D 비중이 5% 내외임을 고려할 때 해당 수치는 이례적인 수준이다. **꾸준한 기술 투자와 일정 수준의 준수한 이익률이 함께 관측된다는 점에서 오히려 '기술 산업'에 가까운 면모가 포착된다.**

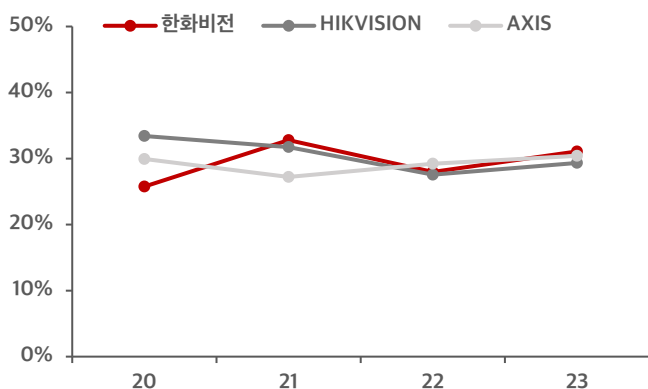
기술력이 곧 차별화

하드웨어와 소프트웨어 기반의 기술 역량은 CCTV 산업의 차별화 요인이다. 즉, 본 시장 역시 성능 경쟁의 최전선에 놓여 있다. 과거에는 단순히 해상도를 높이는 수준에 그쳤다면, 기기 보급이 확대되고 범용화가 진행되며, 주요 글로벌 플레이어들은 가격 경쟁 대신 **고사양 중심의 차별화 전략으로 방향을 틀었다.** 이는 자연스럽게 화질 개선과 보안 소프트웨어 중심의 기술 투자로 이어졌고, 오늘날 CCTV는 단순히 '보여주는 기계'를 넘어, 위험을 감지하고 상황을 해석하는 '생각하는 기계'로 진화하고 있다. 결국 CCTV의 경쟁력 또한 기술에서 기인하는 것이다.

레퍼런스 기반으로
하드&소프트웨어까지

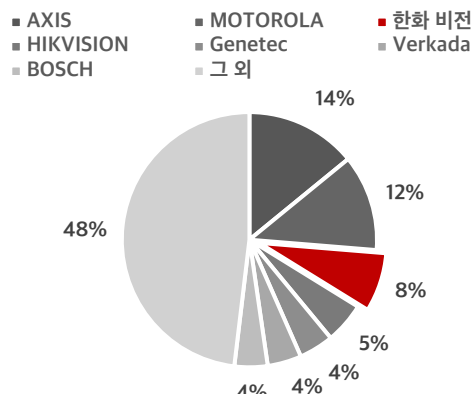
AI가 산업 전반에 본격적으로 스며들고 있는 현재, 레퍼런스와 소프트웨어 역량, 이를 안정적으로 구동할 수 있는 하드웨어 인프라를 모두 갖춘 기업만이 실질적인 수혜를 온전히 흡수할 수 있음을 밝힌다. 본서는 이러한 맥락에서 AI 기반 보안 솔루션 확산 흐름 속에서 동사가 확보한 경쟁 우위를 조명하고자 하며, 보다 구체적이고 실증적인 분석을 위해 동사의 매출 60%를 담당하는 '미국 시장'을 중심으로 논의를 전개하고자 한다. 기술을 담아낼 수 있는 기업과, 이를 선택하는 시장이 교차하는 지점에서 동사의 위치를 점검하기에 앞서, 이미 동사가 AI 소프트웨어 업체로부터 수혜를 받고 있음을 구체적 사례를 통해 확인도록 하자.

도표 4-1. 글로벌 주요 CCTV 제조사 영업이익+R&D 매출 비중



출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 4-2. 미국 CCTV 시장 점유율



출처: OMDIA, SMIC 2팀

4.2. AI CCTV의 수혜는 동사를 향한다.

실존! AI CCTV
with ASP 상승

현재 진행 중인 AI CCTV는 동사 '그로스'의 원동력이다. AI 기반 기술은 영상보안 업계 내 객체 인식, 이상행동 탐지, 자동추적 등 다양한 영역으로 빠르게 확산되었으며, 기술의 고도화 속도 또한 가파르게 진행되고 있다. 이와 같은 산업 변화가 본격화됨에 따라, AI 기능이 반영된 제품군을 보유한 기업은 ASP 측면에서도 실질적인 수혜를 기대할 수 있는 구간에 진입하게 된다. 동사 역시 AI 카메라 및 솔루션 제품군의 확대를 통해 본격적인 ASP 리레이팅 국면에 진입 중이며, 이는 AI 기술의 고도화가 실제 수익성 개선으로 연결되고 있음을 살펴보자.

23년,
저장장치 ASP 상승

동사는 이미 AI CCTV로의 산업 전환 흐름에서 실질적인 수혜를 받고 있는 기업이다. 특히 22년부터 24년까지의 제품 ASP 흐름을 정밀히 추적해보면, 동사의 수혜 조짐은 가격에서 먼저 포착된다. 전년 대비 23년 동사의 영상저장장치의 국내 ASP는 27.1% 상승했으며, 이 상승 폭은 24년까지 유지되었다. 이는 단순한 단가 인상이 아닌, DVR(Digital Video Record)에서 NVR(Network Video Recorder)로, 다시 고성능 NVR 제품군으로의 수요 이동이 본격화된 것이다. AI CCTV의 핵심 인프라인 NRV는 DRV 대비 20~30% 높은 단가를 형성하고 있으나, 저장장치의 매출 비중은 전체에서 10%에 불과해 명확한 제품 믹스 개선으로 보이지 않았다.

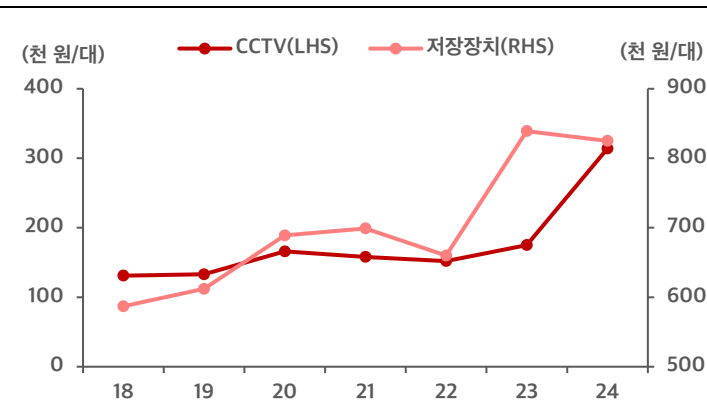
24년,
CCTV ASP 상승

24년 들어 이러한 흐름은 명확한 수치로 가시화되기 시작했다. 동사 매출의 87%를 차지하는 CCTV 제품의 국내 ASP는 전년 대비 79% 상승했으며, 이는 단순한 가격 전략의 변화가 아닌, 고가 AI CCTV 제품의 본격적인 출하 개시를 의미한다. 나아가, 영업이익률은 23년 12.2%에서 24년 19.8%로 급등했으며, 시큐리티 사업부 매출의 약 75%가 수출에서 발생한다는 점을 고려할 때, 해외 시장에서도 ASP 상승 흐름이 반영되었음은 자명하다. 결국 이 모든 변화는 하나의 방향을 가리킨다. 고가의 AI CCTV 판매의 본격화로 구조적 전환의 초기 신호일 가능성이 높다.

ASP의 미래
아직 많이 남았다!

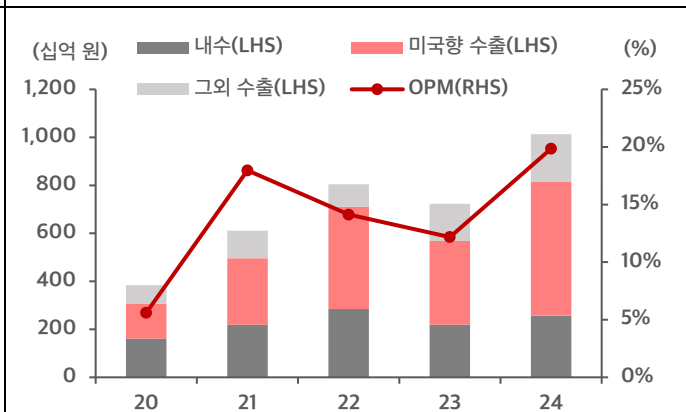
향후 동사의 ASP는 구조적으로 상승 흐름을 이어갈 가능성이 높다. 현재 ASP 상승은 아직 초입 구간에 있으며, 이는 제품 믹스 개선 여지가 충분히 남아 있음을 의미한다. 실제로 동사의 가성비 제품군인 Q시리즈만 해도 대당 약 70만 원 수준의 가격대를 형성하고 있으며, 해당 고가 제품군의 출하가 본격화될 경우 ASP 상승을 견인할 것으로 예상된다. 더불어, 25년에는 자체 AI SoC인 Wisenet9가 적용된 신제품 출시가 예정되어 있어, 일반 AI 제품과 함께 프리미엄 제품 비중 확대가 맞물리며 ASP는 지속적으로 상승할 것이다.

도표 4-3. 동사의 시큐리티 제품군 국내 ASP 변화



출처: DART, SMIC 2팀

도표 4-4. 시큐리티 사업부 매출액과 영업이익률 추이



출처: DART, SMIC 2팀

4.3. 백업 영상 분석 중, 동사의 과거 Recap

수혜 받을 조건

- ① 기술적 해자
- ② 레퍼런스 확보

그렇다면 이제는 왜 동사가 AI CCTV 시장에서 실질적인 수혜를 받고 있으며, 앞으로도 지속적인 수혜를 이어갈 수밖에 없는 구조에 있는지를 살펴볼 차례다. 본서는 동사의 AI CCTV가 시장으로부터 반복적으로 선택받을 수밖에 없는 근본적 이유를 다음 두 가지 축으로 정리한다. ① **기술력 기반의 해자 확보**, ② **고도화된 레퍼런스 축적**. 지금부터는 이 두 축이 어떻게 맞물려 동사의 경쟁력을 구조적으로 형성하고 있는지를 점검해보고자 한다.

(1) 결국 레이더에서 포착, 동사의 기술력

AI CCTV에서 SoC

- ① 원가 경쟁력
- ② 제품 확장성

AI CCTV 시장에서 기술 경쟁력의 본질은 자체 SoC(System on Chip) 보유 여부로 귀결된다. SoC는 영상처리, 압축, 통신, 암호화 등 CCTV의 핵심 기능을 하나의 칩에 집적한 장치로, 기기의 성능과 확장성을 좌우하는 핵심 엔진이다. 동사는 팹리스 자회사 비전넥스트를 통해 SoC를 직접 설계하고 있으며, 이를 통해 ① 공급 안정성, ② 성능 확장성, ③ 원가 경쟁력이라는 구조적 우위를 확보하고 있다.

SoC 보유의 중요성

19년 하이실리콘 제재로 촉발된 공급망 리스크는 자체 설계된 SoC 보유의 중요성을 시장 전반에 각인시키는 계기가 되었다. 당시 영상보안 SoC 설계 시장의 90% 이상을 점유하던 중국 하이실리콘은 미국의 대중 제재로 인해 수급이 사실상 중단되었으며, 이에 따라 퀄컴, 암바렐라 등 대체 칩셋으로 전환한 업체들은 높은 단가를 지속적으로 부담해야 했으며, 낮은 호환성으로 인해 시스템 전반의 교체를 불가피하게 감수해야 했다. 공급망 리스크가 단적으로 드러난 것이다.

이미 준비된 동사

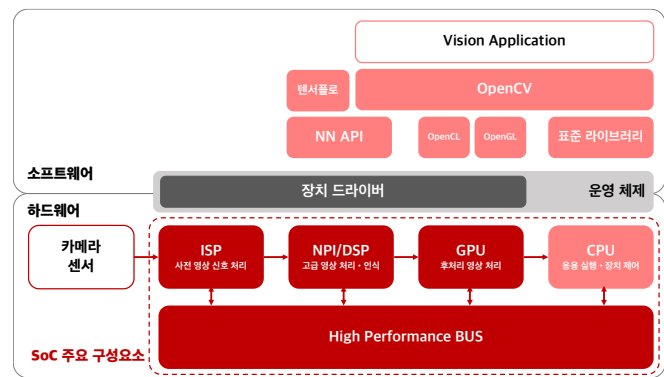
반면 동사는 04년부터 SoC 개발을 선제적으로 추진, 11년 Wisenet SoC 출시를 기점으로 독자 생태계를 조기에 구축하였다. 이에 따라 동 기간 공급망 충격을 최소화하며, 타사와 달리 고가의 라이선스라 지불하지 않으며 가격경쟁력을 기반으로 미국 시장 진출까지 성과를 확장시킬 수 있었다. 최근 4개년 평균 매출 대비 16.1% 수준의 R&D 투자, 누적 5,083억 원의 기술 투입을 통해 21~24년 4년 연속 연간 25개 이상의 연구를 제품에 적용 완료하였다.

자체 SoC

⇒ 동사 매력 up

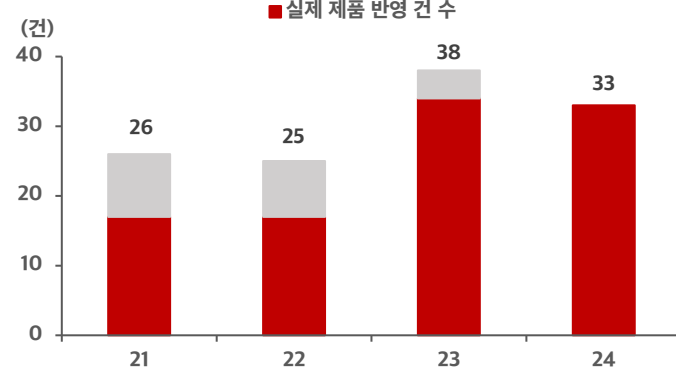
동사는 SoC를 자체 설계함으로써 하드웨어 최적화와 소프트웨어 확장성을 동시에 확보한 구조적 경쟁력을 갖추고 있다. 전력 효율, 영상 처리, 압축 품질 등 주요 성능 지표에서 최적화된 결과를 구현하는 동시에, 설계 유연성을 바탕으로 기능 확장에도 민첩하게 대응할 수 있다. 반면, 외부 칩셋을 사용하는 타사는 업그레이드 시 발주 일정 및 커스터마이징 조율에 따른 리스크를 피할 수 없어, 고객사 입장에서 대응 속도와 안정성 측면에서 동사의 매력도가 부각된다.

도표 4-5. 동사 CCTV의 하드웨어와 소프트웨어 구조



출처: SMIC 2팀

도표 4-6. 시큐리티 사업부 완료 연구 및 실제 제품 반영 건 수



출처: Dart, SMIC 2팀

구조적 설계로
호환성까지

나아가, SoC를 자체 설계함으로써 자사 하드웨어에 최적화된 성능과 구조적 경쟁력을 확보하고 있다. 설계 단계부터 동사의 제품 구조와 사업 전략이 반영되어 있어, 하드웨어와 소프트웨어 간의 호환성과 운용 효율성 또한 우수하다. 이러한 구조는 새로운 기능이나 제품 라인 확장 시에도 빠르게 대응할 수 있는 유연성을 제공하며, 동사의 시스템을 통합적으로 사용하는 고객에게는 완성도 높은 솔루션 경험을 가능하게 하는 핵심 기반이 된다.

SoC 자체 설계
= 고객 선호도 高
+ 진입장벽 高

현재 글로벌 기준 자체 SoC를 보유한 영상보안 업체는 동사와 Axis Communications(이하 Axis) 단 두 곳뿐이다. 이는 미국 내 CCTV 솔루션 기업 선호도 조사에서도 뚜렷하게 반영되고 있다. 조사 결과, 동사와 Axis는 타사 대비 높은 수준의 선호도를 기록하고 있으며, 이는 자체 SoC 보유가 미국 CCTV 시장 후발 주자인 동사에게 차별화된 요소로 작용하고 있음을 보여준다. 더불어, SoC는 개발에 최소 3년 이상의 시간이 소요되며, 막대한 고정비와 대량 판매 전제가 요구되는 구조인 만큼, 후발주자에게는 진입 장벽으로 작용하는 강력한 해자 역할을 수행하고 있다.

하드웨어를 넘어
소프트웨어까지

여기에 더해, 동사는 19년 설립한 AI연구소를 중심으로 독자 알고리즘 개발과 함께 AI·클라우드·네트워크를 아우르는 보안 플랫폼 전략을 병행하고 있다. 자체 SoC와 AI 기술의 유기적 연결을 통해, 동사는 단순 하드웨어 제조를 넘어 통합 보안 솔루션 기업으로의 전환을 가속화하고 있으며, SoC는 단순 기술력에 그치지 않고 동사가 '선택받을 수밖에 없는 이유'로서 작용한다.

(2) 충분히 확보한 레퍼런스

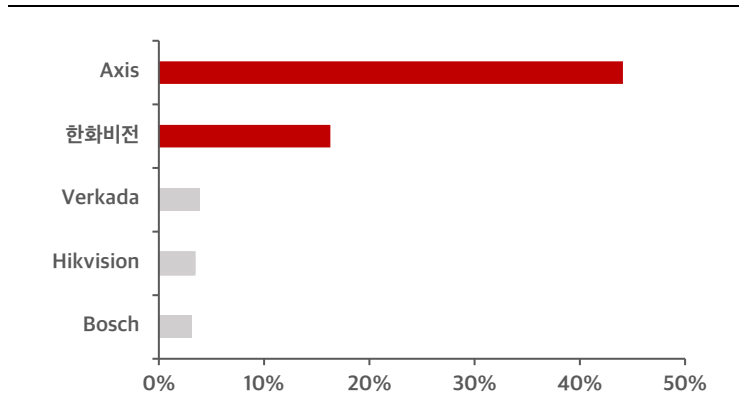
AI CCTV는
신뢰도가 필수

AI CCTV에서 신뢰도는 더욱 더 중요해지고 있다. 먼저 CCTV 자체가 본질적으로 감시 목적이기 때문에 보안이라는 측면에서 기본적인 신뢰도가 기반이 되어야만 한다. 나아가, 단순한 하드웨어를 넘어 소프트웨어까지 포함한 시스템 단위로 진화하면서, 레퍼런스의 중요도는 과거와 비교할 수 없을 만큼 높아졌다. 이전보다 높아진 초기 설치 비용에, 한 번 도입하면 최소 3년 이상 장기적으로 설치·사용해야 하는 구조이기에, 고객사는 더욱 신중하게 파트너를 선택할 수밖에 없다.

과거의 레퍼런스가
곧 신뢰

동사는 데이터센터, 물류센터 등 국내외에서 수행한 다양한 프로젝트를 통해 착실한 레퍼런스를 축적해왔다. 특히나, AI CCTV가 단순 제품을 넘어 솔루션 중심으로 확장되는 흐름 속에서, 고객의 선택 기준은 '가격'에서 '신뢰'로 전환되고 있으며, 이 과정에서 미국을 중심으로 축적된 동사의 대규모 구축 경험은 신규 수요처 확보와 영업망 확대에 있어 중요한 요인으로 작용할 것이다. 결국, 레퍼런스를 가진 자만이 시장을 선점할 수 있는 자격을 가지며, 동사는 이미 이 구조 속에서 선택 받는 플레이어로 자리매김하고 있다.

도표 4-7. 23년 미국 CCTV 솔루션사 선정 CCTV 제조사 선호 조사



출처: IPICA, SMIC 2팀

도표 4-8. 동사의 과거 진행 프로젝트 (일부 발췌)

국가	구분	설치 장소
미국	호텔/주거	올림벡
	상업 빌딩	버팔로 & 이리 카운티 해군군사공원
	스마트 시티	딕슨카운티 보안관실
	물류	HD 서플라이
	리테일	저스티스 카나비스
	은행	플로리다 신용 조합
영국	교육	애너하임
	스마트 시티	에든버러
	호텔/주거	미들랜드 하트 주택 협회
	물류	영국 물류센터
독일	교육	글래스고 과학 센터
	교통	SWBV
프랑스	호텔/주거	도모프랑스

출처: 동사 케이스 자료집, SMIC 2팀

4.4. 분석 결과, 동사는 하드웨어 플랫폼 : 전방의 수요 견조할 것으로 예상

모두 하드웨어 플랫폼으로 와라

AI CCTV 시장에서 기술 수요가 빠르게 확대되고 있는 가운데, 실제 전방 수요를 흡수할 수 있는 기업은 동사와 같은 '기술을 담아낼 수 있는 하드웨어 플랫폼 기업'으로 수렴한다. 아무리 고도화된 소프트웨어 기술이 존재하더라도, 이를 구현하고 실행할 수 있는 전략적 파트너와 안정적인 하드웨어 인프라가 결합될 경우, 시장에서의 영향력은 제한적일 수밖에 없다. 결국 AI 소프트웨어는 '기기'를 통해 구현되어야 하며, 이 역할을 수행할 수 있는 플랫폼 기업이 바로 동사다.

몇 안되는 경쟁자

AI CCTV 하드웨어 플랫폼은 아직 소수의 플레이어들만이 활동 중이다. 현재 AI CCTV 소프트웨어, 특히 영상 저장·관리·분석을 가능케 하는 VMS(Video Management System) 시장은 연평균 21.5% 성장 중으로 본격적인 개화의 초입 국면에 진입하면서 자신들의 솔루션을 소화할 하드웨어를 찾고 있다. 하지만 이들의 선택할 수 있는 미국 내 기준으로 Axis, MOTOROLA, 한화비전, 그외 Genetec, Verkada, BOSCH 정도가 있다. AI CCTV 소프트웨어 기업들을 누구를 선택할까?

Open API : 개방성

동사는 자체 AI 플랫폼을 보유하고 있으나, 플랫폼을 폐쇄적으로 운영하지 않고 **오픈 API 기반 구조를 병행 채택하고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.** 전방에서 강한 영업력을 보유한 AI 솔루션 기업들이 동사를 유연하게 선택할 수 있는 구조가 자연스럽게 형성되어 있으며, 실제로 동사의 파트너 중 다수는 소프트웨어 중심의 영업 역량을 갖춘 기업들로 구성되어 있다.

Axis, 동사 선택지는 두 곳 뿐

결과적으로, 소프트웨어 기업의 선택지는 동사와 Axis, 단 두 곳뿐이다. 프로그램과 유기적으로 연동할 수 있는 장비, 안정적으로 공급 가능한 자체 SoC, 그리고 어떤 소프트웨어든 대응할 수 있는 하드웨어 포트폴리오까지. 이 모두를 갖춘 기업은 둘 밖에 없으며, 전술했듯, CCTV 솔루션 기업 선정 선호 기업에서 동사와 Axis가 타사 대비 높은 수준의 선호도를 보여주고 있다.

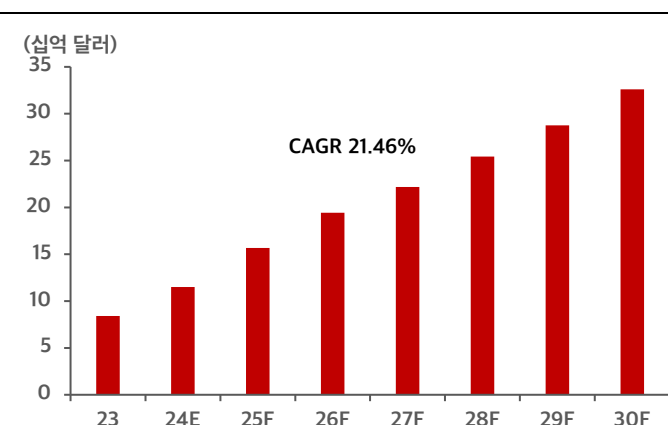
Axis : 프리미엄 동사: 프리미엄 가성비

그러나 두 기업의 포지셔닝은 분명히 다르다. Axis는 프리미엄 전략을 기반으로 대규모 인프라 및 하이 엔드 프로젝트에 집중하는 반면, 동사는 상대적으로 '가성비 프리미엄' 전략을 기반으로 폭넓은 제품군과 가격대를 커버하고 있다. Axis의 제품은 높은 단가와 제한적인 포트폴리오로 인해 대형 프로젝트에 적합한 반면, 동사는 다양한 가격대에서 유연하게 대응할 수 있는 제품군을 보유하고 있어, 초기 확산을 노리는 소프트웨어 업체들에게 훨씬 현실적인 파트너로 작용한다.

가성비 판정 승

특히 최근 급격한 성장 중인 AI 소프트웨어 기반 영상보안 솔루션 업체들은 폭발적인 시장 확장성을 추구하는 만큼, **가격 대비 효율이 높은 하드웨어 파트너를 선호할 수밖에 없다.** 이때 동사의 유연한 포지션은 자연스럽게 '레버리지 효과'를 위한 파트너로 연결된다. 결국 선택지는 좁고 자체 SoC로 무장하여 유연성을 동시에 갖춘 하드웨어 플랫폼, 동사가 가장 매력적이다.

도표 4-9. VMS 시장 성장 추이



출처: VMY, SMIC 2팀

도표 4-10. 동사와 Axis Communications 제품별 가격 비교

	Axis Commuincations	한화비전
기업		
동형	\$489 ~ \$514	\$399 ~ \$499
총알형	\$497 ~ \$578	\$479 ~ \$530

출처: Amazon, SMIC 2팀

미국 매출
with 르넬

르넬과의 파트너십은 동사 미국 매출 확대의 트리거이다. 24년 4월, 미국의 첨단기술 기업 하니웰(Honeywell)에 인수된 보안 시스템 공급업체 '르넬(Lenel)'과의 파트너십 체결된 바 있다. 르넬은 기업 보안 중심의 소프트웨어 기업으로, 동사와의 협력을 통해 VMS 연동을 목적으로 동사 제품군의 미국 매출 확대를 예고했다. 르넬은 24년 기준 기업 보안 시장 점유율 11%를 기록하고 있으며, 전 세계 21,633개 고객사 중 57%가 미국이기에 미국 매출 확대는 예정된 수순이다.

확장성은
고객을 모으는 도구

결국 고객들은 동사의 하드웨어와 플랫폼 확장성을 찾아 제 발로 찾아온다. 24년 한 해 동안 사비 컨트롤(SAVI Controls), 캡티스 인텔리전스(CAPTIS Intelligence)와의 공개 파트너십이 추가로 이루어졌다. 이들은 단순한 유통 채널이 아닌, VMS 및 보안 솔루션을 전문적으로 공급하는 소프트웨어 기업으로서, 동사의 하드웨어를 기반으로 전방 엔드 유저까지 직접 연결하는 실질적 고객에 해당한다. 이처럼 강력한 하드웨어 성능과 높은 시스템 호환성을 겸비한 동사의 플랫폼 확장성에 대한 시장의 신뢰가 구체화되고 있으며, 확보된 신뢰는 더 많은 고객을 유치할 것이다.

4.5. CAPA도 준비 완료!

CAPA 준비 완료

동사의 CAPA는 전방에서 밀려올 수요를 감당하기에 충분하다. 표면적으로 보면 동사의 24년 가동률은 96.9%로, 다소 높은 수준으로 언뜻 보기에 추가 수요 대응이 어려울 수 있다는 우려가 제기될 수 있다. 허나, 이는 숫자만으로 판단하기엔 설부른 해석이다. 동사는 베트남 현지에 18,170평의 대지와 9,350평의 건축면적을 갖춘 생산기지를 보유하고 있으며, 생산설비와 인력 또한 수요에 따라 유동적으로 조정이 가능한 구조이다. 더불어 공장 내부 사진 기준 약 60% 내외의 면적만이 실제 활용 중이기에, **현재 가동률과 무관하게 생산 능력 확대가 충분히 가능하다.**

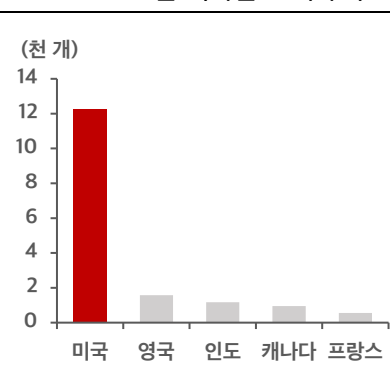
가시화되는
전방 수요

실제로 전방 수요는 빠르게 가시화되고 있다. 25년 1월 기준, 베트남발 미국향 수출 물량 중 동사의 저장장치가 65% 이상을 차지하며, 전년 동기 대비 70% 증가한 점은 긍정적 신호로 해석된다. 또한, AI CCTV 출하량 또한 전년 대비 33% 증가한 것으로 파악되며, 이는 작년부터 확대된 글로벌 파트너십이 실제 수요로 연결되고 있음을 보여준다.

튼튼한 Cashcow인
시큐리티 사업부

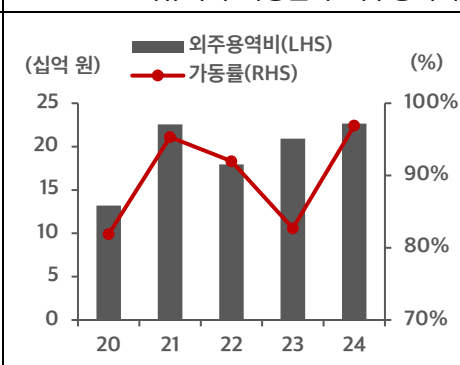
이처럼 동사는 그간 축적해온 기술력을 기반으로 SoC를 직접 설계하고, 고도화된 AI 기능을 탑재한 하드웨어와 소프트웨어를 통합 제공함으로써, AI CCTV 시장 내 독보적인 플랫폼 기업으로 자리매김하고 있다. **앞으로 동사는 지속 가능한 성장의 축이자, 한화비전 전체를 견인할 든든한 캐시카우 역할을 수행하게 될 것이다.**

도표 4-11. 르넬 국가별 고객사 수



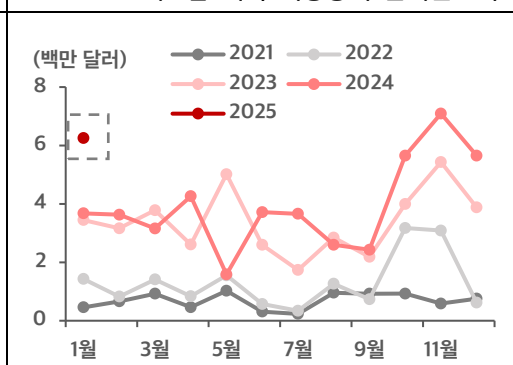
출처: enlyft, SMIC 2팀

도표 4-12. 시큐리티 가동률과 외주용역비



출처: DART, SMIC 2팀

도표 4-13. 베트남-미국 저장장치 관세신고액



출처: DataWeb, SMIC 2팀

5. 매출 추정

본서 논리는 TC본더 시장의 침투를 통한 산업용 장비 부분의 모멘텀과 시큐리티 사업부의 그로스에 초점을 두고 있다. 따라서 각 사업부의 개별적인 가치를 모두 반영하고자 SOTP 밸류에이션을 사용할 것이며, 이를 위해 각 사업부 별 매출을 나누어 추정하였다.

5.1 산업용 장비 부문 매출 추정

산업용 장비 사업부 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	334,949	559,152	517,594	390,371	401,331	649,570	578,531	749,752
YoY(%)	0.5%	66.9%	-7.4%	-24.6%	2.8%	66.4%	-10.9%	29.6%
본더 매출	-	-	-	-	3,041	132,000	132,000	373,890
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	20.3%	22.8%	49.9%
기타 장비 매출	334,949	559,152	517,594	390,371	398,290	517,570	446,531	375,862
% of sales	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	99.2%	79.7%	77.2%	50.1%

(1) 본더 매출 추정

본더 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
본더 매출 (A) X (E)	-	-	-	-	3,041	132,000	132,000	339,900
YoY(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	4240.7%	0.0%	157.5%
동사 발주량 (A) = (B) X (C)					1	40	40	103
SK 본더 주문량 (B) = (D) X (E)					113	80	80	206
TSMC CoWoS 생산능력 증설량			15	25	40	75	95	135
SK 하이닉스 HBM CAPA 증설량 (D)			10	15	35	20	40	65
전환율 (E)				45	100	180	250	320
동사 점유율 (C)					80	70	70	180
ASP (E)						114%	114%	114%
						50%	50%	50%
						3,300	3,300	3,300

HBM 생산 밸류체인에서 최대 병목구간은 TSMC의 CoWoS CAPA이다. 따라서 TSMC의 증설계획에 따라 후방사인 SK하이닉스는 선제적으로 CAPA를 늘리고, 이 과정에서 장비사에 발주를 넣게 된다. 따라서 본더 발주는 TSMC의 증설에 선제적으로 이뤄진다.

TSMC IR과 언론을 통해 종합한 CoWoS CAPA를 통해 하이닉스의 HBM CAPA를 추정하고, 이를 통해 하이닉스의 증설량을 추정하였다. 통상적으로 TC 본더 100대 당 90k/M의 HBM 용량을 처리 가능하기 때문에, 이 비율을 역산하여 본더 발주량을 추정하였다.

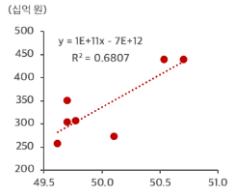
동사의 점유율은 [투자포인트 1]에서 논의한 바와 같이 50%로 가정하였다. 동사가 올해 받은 420억의 물량은 14대 수준으로 올해 26대의 추가 발주를 가정한 것이다. 동사가 보유한 기술력과 레퍼런스, SK 하이닉스의 솔벤더 탈피 의지로 볼 때 이는 충분히 도달 가능한 수치이다.

ASP는 25년 동사 수주분의 ASP를 사용하였다. 공시 내역은 총 금액이 420억원으로 대당 30억 원이지만, 이는 부가가치세를 반영하지 않은 수치로 동사 인식 매출은 대당 33억원이 된다.

본 추정에서는 하이브리드 본딩에 의한 매출은 반영하지 않았다. 현재 동사가 SK하이닉스와 공동 개발중이긴 하나, 양산 시점이 27~28년으로 예상되고, 최근 16단 시장도 TC본더로 가능하다는 의견을 반영하여 보수적 추정을 위해 하이브리드 본딩에 의한 매출은 반영하지 않았다.

(2) 기타 장비 매출

기타 장비 매출								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	334,949	559,152	517,594	390,371	398,290	517,570	446,531	375,862
YoY(%)	0.5%	66.9%	-7.4%	-24.6%	2.0%	29.9%	-13.7%	-15.8%
수출	258,189	439,597	351,255	304,381	306,986	420,623	343,592	266,562
중국 PMI 지수	49.6	50.5	49.7	49.7	49.8	50.6	50.1	49.5
내수	76,760	119,555	166,339	85,990	91,304	96,947	102,938	109,300



동사의 기타 장비 매출은 수출과 내수로 나누어 추정하였다. 동사의 기타장비엔 PCB 장비인 SMT와 공작기계가 있고, 수출 물량의 50% 이상이 중국 향 매출이다. 두 장비 모두 중국의 제조업에 민감하게 반응하는 만큼 PMI 지수에 매출이 연동되는 모습을 확인할 수 있다. 18년도부터 24년까지 수출 분 매출과 PMI 지수 사이의 선형 회귀 관계식을 도출해냈다.

지수의 추정치는 Trading Economics에서 제공하는 값을 기반으로 사용하였으나, 이는 현재 관세에 의한 미-중 무역 갈등발생 전 발표된 자료로 25년은 추정치인 50.6을 사용하고, 26, 27년에 대해선 새로운 추정을 사용하였다. 18년도 1차 무역분쟁을 통해 PMI 지수가 2년동안 1.1 포인트 떨어졌는데, 이번에도 2년간 같은 수치가 점진적으로 하락한다고 가정하였다. 내수 매출의 경우 주요 전방사인 반도체 업황에 크게 연동된다. 따라서 23년부터 24년까지 반도체 업황 턴어라운드에 따른 증가율인 6%를 27년까지 적용해주었다.

5.2 시큐리티 사업부 매출 추정

시큐리티 사업부 매출 추정 Table								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	383,877	611,027	804,087	722,756	1,013,237	1,181,262	1,355,514	1,574,249
YoY(%)	-33.8%	59.2%	31.6%	-10.1%	40.2%	16.6%	14.8%	16.1%
해외	222,561	392,001	567,205	503,217	756,408	890,280	1,064,532	1,299,052
% of sales	58.0%	64.2%	70.5%	69.6%	74.7%	75.4%	78.5%	82.5%
국내	161,315	219,026	236,883	219,539	256,829	290,982	290,982	275,197
% of sales	42.0%	35.8%	29.5%	30.4%	25.3%	24.6%	21.5%	17.5%

(1) 해외 매출액 추정

해외 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	222,561	392,001	567,205	503,217	756,408	890,280	1,064,532	1,299,052
YoY(%)	-12.0%	76.1%	44.7%	-11.3%	50.3%	17.7%	19.6%	22.0%
아날로그 매출	206,803	345,773	528,921	372,628	215,363	172,894	122,963	65,219
아날로그 판매량	1,216	2,034	3,111	2,192	1,267	1,017	723	384
시장규모	13,840,781	14,739,248	15,181,063	12,652,317	13,443,087	14,407,826	15,370,351	16,304,781
P(천원)	170	170	170	170	170	170	170	170
Q(천개)	81,416	86,701	89,300	74,425	79,077	84,752	90,414	95,910
점유율	1.5%	2.3%	3.5%	2.9%	1.6%	1.2%	0.8%	0.4%
IP 매출	15,759	46,227	38,290	130,250	541,212	717,386	941,570	1,233,833
IP 판매량	23	66	55	186	773	1,025	1,345	1,763
시장규모	428,065	940,803	1,501,424	1,725,316	2,372,309	2,989,110	3,766,278	4,745,511
P(천원)	700	700	700	700	700	700	700	700
Q(천개)	612	1,344	2,145	2,465	3,389	4,270	5,380	6,779
점유율	4%	5%	3%	8%	23%	24%	25%	26%
전체 판매량(천대)	1,239	2,100	3,166	2,378	2,040	2,042	2,068	2,146
ASP(천원)	180	187	180	207	371	436	515	605

시큐리티 사업부의 해외 매출은 전체 CCTV 시장을 저가형인 아날로그, 고가형인 IP 모델로 나누고, 각각에 대한 점유율을 통해 추정하였다. 각 시장에 대한 규모는 동사 IR, 시장조사자료 등을 종합하여 추정하였다. 추정 테이블 및 추정 논리는 [Appx 3]에 첨부하였다.

동사 사업보고서에서 제시하는 ASP, 해당년도 매출, 모델 별 가격을 통해 해당년도의 아날로그, IP모델 판매량을 역산하였다. 그리고 다시 판매량을 통해 동사의 각 부문 시장 점유율을 계산하였다. 아날로그 모델과 IP모델의 가격은 아마존에서 판매하는 한화비전의 대표 저가형 모델과 고가형 모델의 판가에 20%를 할인한 가격을 사용하였다. 이는 최종 판가 대비 제작사의 매출이 80% 수준임을 감안한 가정이다.

해당 추정을 통해 20년에서 24년까지 동사의 모델별 판매량은 상이한 양상을 보이는 것을 확인할 수 있다. 23년부터 ASP의 상승이 진행되었고, 이는 AI를 도입한 고가모델의 판매량이 증가하면서 발생한 것으로 해석 가능하다. 즉 [투자포인트 2]에서 서술했듯 AI를 중심으로 CCTV 산업은 성장중이고, 준비가 완료된 동사는 고가 제품의 비중을 빠르게 올려갈 수 있었던 것이다.

이러한 추세를 반영하여 IP 카메라 모델의 점유율은 매년 1%씩 상승하는 것으로 가정하였다. 24년 동사는 AI 전용 모델인 Q 시리즈를 출시하고, 보안솔루션 전문업체 3곳과 신규 계약을 체결하며 빠르게 점유율을 확대하고 있다. 동사의 기술력과 하드웨어 플랫폼으로서의 입지를 고려할 때, 연간 1bp 상승은 다소 보수적인 추정이라고 생각할 수 있다. 다만, IP 모델 시장 자체가 연평균 18%의 고성장을 보이고 있다는 점을 감안하면, 해당 추정치는 현실적인 수준이다.

아날로그 모델의 점유율은 매년 0.4%씩 점진적으로 감소하는 것으로 가정하였다. 22년부터 지속적으로 감소 추세를 반영하였다. 동사가 지속적으로 연구개발비를 투입하며 AI 중심의 포트폴리오 확장에 힘쓰고 있는 만큼 아날로그 부문의 축소는 합리적인 가정이다.

(2) 국내 매출액 추정

국내 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
매출액	161,315	219,026	236,883	219,539	256,829	290,982	290,982	275,197	
	YoY(%)	-12.0%	35.8%	8.2%	-7.3%	17.0%	13.3%	0.0%	-5.4%
지자체 매출					5,824	39,977	39,977	24,192	
그외					251,005	251,005	251,005	251,005	

국내 사업부의 경우 정부주도의 CCTV 교체사업이라는 명확한 신규수요를 바탕으로 기존 매출에 지자체 향 매출을 추가하여 추정해주었다. 이는 동사의 주 매출처가 대리점을 통한 B2B 사업을 통해 나오는 것을 고려할 때 합리적이다. 23년 행정안전부는 27년까지 지자체가 관리하고 있는 모든 CCTV를 지능형 CCTV로 교체한다는 지침을 통해 7~8,000억원의 예산을 추계한 적 있다.

하지만 24년까지 관련해서 유의미하게 집행된 내역이 없기 때문에 현실적으로 산정 예산의 30% 수준인 2,400억원을 25년부터 3년간 집행될 것으로 보수적 추정하였다. 이외 서울시, 인천시의 자체적인 교체 계획에 따른 집행 내역은 [Appx 2]를 통해 확인할 수 있다. 합산된 지자체 별 교체 수요를 동사의 국내 점유율이 30%를 적용하여 동사 매출로 추정하였다. 지자체 발 매출을 제외한 매출은 보수적 추정을 위해 24년 수치를 27년까지 flat 처리해주었다.

6. Valuation - SOTP Method(with PER)

6.1. Valuation Method 선정 논리

튼튼한 Growth를 책임지는 시큐리티 사업부와 Momentum을 담당하는 반도체 장비 사업부로 구성된 동사의 Valuation을 위해 SOTP Method를 채택하였다. 가파른 성장을 앞둔 반도체 장비 사업과 꾸준히 성장하고 있는 시큐리티 사업은 그 성격이 명백히 다르기에 전사 기준으로 PER, PBR과 같은 동일한 Multiple을 부여하는 것은 비합리적이라 판단한다.

각 사업부의 가치는 Peer PER Multiple을 사용해 평가했다. SOTP Method는 주로 기업가치를 평가하는 EV/EBITDA Multiple을 활용한다. 그러나, 목전에 둔 동사의 반도체 장비 사업부 순이익의 급격한 성장을 온전히 반영하는데 PER Multiple이 타당하다 판단한다. 더 나아가, 동사의 사업부 간 차입 거래가 부재하여 금융비용이 이중 반영될 위험이 없어 PER을 적용하는데 무리가 없다. 또한, 동사의 두 사업부, (구)한화비전(과거 한화테크윈)과 한화세미텍은 한화에어로스페이스의 비상장 자회사로 존재하였기에 Historical Multiple은 채택이 불가하다.

6.2. 핵심 사업부별 비용 추정 및 Valuation

1) 한화세미텍 - 반도체 장비 사업부

동 사업부의 매출원가 및 판매비와관리비는 고정비와 변동비로 구분한 후, 고정비는 별도 논리를 통해 추정하고 TC본더 매출로 인해 추가되는 변동비는 TC본더 매출액을 기반으로 추정해 합산했다. 금액적 중요성을 띄거나 특이사항이 존재하는 계정들을 위주로 엄밀히 추정했다. 그 외의 비용은 변동비 및 고정비로 분류한 후 매출과 연동하거나 Avg Flat을 적용했다.

한화세미텍 매출원가 및 판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)									
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
매출액	334,949	559,152	517,594	390,371	401,331	649,570	578,531	715,762	
YoY(%)	0%	67%	-7%	-25%	3%	62%	-11%	24%	
매출원가	230,535	370,339	362,485	301,274	297,676	432,176	390,527	413,185	
매출원가율(%)	69%	66%	70%	77%	74%	67%	68%	58%	
GPM(%)	31%	34%	30%	23%	26%	33%	32%	42%	
원재료비	128,063	201,927	207,272	168,865	168,571	251,199	222,801	240,260	
% of Sales	38.2%	36.1%	40.0%	43.3%	42.0%	38.7%	38.5%	33.6%	
인건비	24,234	35,778	31,486	31,451	24,919	42,532	45,934	49,609	
% of Sales	7.2%	6.4%	6.1%	8.1%	6.2%	6.5%	7.9%	6.9%	
감가상각비	1,525	1,580	2,199	2,379	1,912	2,425	2,794	8,107	
% of Sales	0.5%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	1.1%	
무형자산상각비	92	62	35	35	15	39	46	52	
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
사용권자산상각비	2,886	2,942	3,433	3,396	3,758	3,566	3,566	3,566	
% of Sales	0.9%	0.5%	0.7%	0.9%	0.9%	0.5%	0.6%	0.5%	
외주용역비	58,553	106,345	89,287	69,127	71,640	91,343	78,806	66,334	
% of Sales	17.5%	19.0%	17.3%	17.7%	17.9%	14.1%	13.6%	9.3%	
기타	15,182	21,706	28,772	26,021	26,862	41,072	36,580	45,257	
% of Sales	4.5%	3.9%	5.6%	6.7%	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%	
판매비와관리비 및 연구개발비	84,302	110,463	126,900	133,427	164,899	186,105	191,718	219,831	
판매비율(%)	25%	20%	25%	34%	41%	29%	33%	31%	
OPM(%)	6%	14%	5%	-11%	-15%	5%	-1%	12%	
인건비	22,885	30,562	31,748	34,963	53,281	41,924	45,278	48,900	
% of Sales	6.8%	5.5%	6.1%	9.0%	13.3%	6.5%	7.8%	6.8%	
연구개발비	29,682	43,122	50,253	50,710	67,787	75,904	84,992	95,168	
% of Sales	8.9%	7.7%	9.7%	13.0%	16.9%	11.7%	14.7%	13.3%	
감가상각비	180	176	238	362	583	740	852	1,226	
% of Sales	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	
무형자산상각비	960	939	977	776	639	1,060	1,241	1,422	
% of Sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
사용권자산상각비	790	872	914	1,182	2,081	1,354	1,354	1,354	
% of Sales	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	
지급수수료	14,411	18,342	17,078	18,981	21,274	29,238	26,040	32,217	
% of Sales	4.3%	3.3%	3.3%	4.9%	5.3%	4.5%	4.5%	4.5%	
기타	15,394	16,450	25,691	26,452	19,255	35,887	31,962	39,544	
% of Sales	4.6%	2.9%	5.0%	6.8%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%	

먼저 ①인건비의 경우 공시된 Capex 금액을 활용해 추정했다. 동사의 총 인건비 발생액과 판관비 비중이 24년 급격히 증가된 이유는 TC본더 사업을 위한 대규모 Capex에 선행된 인력 채용으로 인한 것으로 추정된다. 24년 221억 원이 투자되었으며, 향후 3년간 비슷한 금액의 Capex가 예정되어 있다. 21년 당시 한미반도체도 공장 증설 직전 인건비가 13% 증가하고 ramp-up을 위해 그 후에도 8% 증가한 점을 바탕으로, 향후 인건비 증가율을 추정 후 안분했다.



②원재료비는 주요 원재료인 구리 가격을 기반으로 추정했다. 원재료 구입은 1년 단위 계약으로 매출액 대비 원재료 비중이 구리 현물가 추세에 1년 후행하여 나타난다는 점을 반영했다. 따라서 25년의 원재료비 비중의 상승률은 24년 구리 가격 상승률을, 그 후는 가격 전망치를 사용했다.

③감가상각비와 무형자산상각비는 CAPEX에 유의하여 추정했다. 유형자산과 무형자산의 CAPEX는 유지분과 확장분을 구분해 추정했다. 확장CAPEX는 3월 공시된 유상증자 금액과 추가 계획들을 반영하여 추정했다. 사용권자산 상각비는 2년 주기로 리스를 교체 취득하는 점을 반영하여 유지CAPEX만 과거 상각비를 토대로 추정했다. 자세한 논리는 [Appx.4]에 수록했다.

④연구개발비는 21-24년 연구개발비의 연평균성장률을 적용해 추정했다. 본서 논의상 반도체 장비에 대한 추가 연구는 계속 이뤄질 것이다. 따라서, 연구개발비가 하이닉스와의 TC본더 공동 개발로 인해 크게 증가한 기간인 21-24년 사이의 성장률을 채택했다.

TC본더로 인한 추가 비용 추정은 [Appx. 5]와 같다. 원재료비의 경우 한미반도체의 TC본더가 납품되기 시작한 23-24년 비중을 사용했다. 한미반도체는 TC본더 대비 저마진인 장비들도 판매하고 있기에 해당 원재료비 비중을 사용하는 것은 보수적 추정이라 판단한다.

금융손익과 기타손익은 합리적으로 추정할 수 없는 경우 0 flat 처리하였으며, 이자손익은 보유한 이자부부채와 이자부자산을 토대로 엄밀히 추정했다. 자세한 논리는 [Appx. 6]에 수록했다.

상기 논의를 종합한 한화세미텍 별도 최종 손익계산서는 다음과 같다.

한화세미텍 별도 손익계산서 추정

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	333	335	559	518	390	401	650	579	716
YoY(%)		0.49%	66.94%	-7.43%	-24.58%	2.81%	61.85%	-10.94%	23.72%
매출원가	227	231	370	362	301	298	432	391	413
매출총이익	106	104	189	155	89	104	217	188	303
GPM (%)	31.82%	31.17%	33.77%	29.97%	22.82%	25.83%	33.47%	32.50%	42.27%
판관비 및 연구개발비	81	84	110	127	133	165	186	192	220
영업이익	25	20	78	28	(44)	(61)	31	(4)	83
OPM (%)	7.55%	6.00%	14.01%	5.45%	-11.36%	-15.26%	4.82%	-0.64%	11.56%
금융손익	(3)	(5)	(3)	(3)	(6)	(9)	(5)	(4)	(4)
기타손익	3	(4)	7	0	(1)	5	4	4	4
법인세비용차감전순이익	26	11	82	25	(51)	(65)	31	(4)	83
법인세비용(수익)	0	1	18	4	(21)	(17)	4	(0)	11
당기순이익	25	10	64	21	(30)	(47)	27	(4)	72
NPM (%)	7.56%	2.88%	11.44%	4.15%	-7.75%	-11.76%	4.14%	-0.67%	10.07%

한화세미텍 Valuation - PER(2027E)

2027E Net Income(단위: 십억 원)	72
Target PER	24.1x
목표 시가총액(단위 : 십억 원)	1,735

한화세미텍의 Valuation은 한미반도체의 25년 1-4월간 12MF PER 평균치인 23.1x를 동 사업부의 27년말 예상 당기순이익에 적용했다. [투자포인트 1]에 의거, 동 사업부와 2년 뒤의 상황적 유사성이 높기 위해서는 ①지속되는 수요로 인해 SK하이닉스의 생산시설 증축이 지속되며, ②이미 존재하던 장비와 유사한 기술로 후발주자로서 점유율을 확보해야 한다.

기술 집약적인 반도체 산업 특성 상, ②이미 존재하던 기술로 후발주자로서 점유율을 확보하는 경우는 드물다. 노광 공정 후발주자였던 ASML이 시장에 진입할 수 있었던 이유가 기존 노광 기술인 DUV가 아닌 선단 공정인 EUV 상용화에 성공했기 때문이라는 점이 그 반증이다.

혹자는 해당 조건을 충족하는 사례로 상술한 Advantest의 11년 SoC 테스터 시장 진입을 제시할 수 있으나, Advantest의 당시 multiple을 부여하는 건 적합하지 않다고 판단한다. ①반도체 장비사들은 공정과 기술적 난이도에 따라 받는 기대의 크기가 다르며, ②당시 시장은 HBM의 존재에 주목하지 않고, 반도체 산업을 기존 사이클 산업으로 인식했다는 점에서 상황적 맥락이 다르다.

따라서, 본서는 동사와 직접적으로 경쟁하는 한미반도체의 multiple을 활용하는 것이 합리적이며, 동사의 2년 뒤 기대감을 반영하는데 적합한 구간은 24년 하반기 이후라 판단한다. 한미반도체의 지난 1년간 multiple은 ①24년 상반기, 본격적 발주가 나오기 전 기대감 위주로 움직이는 구간과 ②예상 실적이 상향 조정되며 조정되는 구간으로 구분된다. 본서는 25년부터 SK하이닉스의 지속된 증설과 함께하여 본격적 수주가 26년부터 발생할 수밖에 없음을 논증했다. 즉, 2년 뒤 동사에게 부여되는 기대를 예측하기 위해 수주로 인한 예상 실적의 증분을 고려해야 한다.

이에 한미반도체의 25년 1-4월간 평균 multiple이 적합하다 판단한다. 현재 한미반도체의 12mf PER은 14x로 반도체 다운사이클이었던 22년의 수치와 유사하다. 이는 DeepSeek, 트럼프 관세와 관련된 AI Capex 투자 감소에 대한 우려뿐 아니라, 동사와 ASMP의 진입으로 인한 독점 구조 훼손에 대한 우려가 반영된 수치다. 그러나 4월 10일, 관세에도 불구하고 구글의 750조 달러의 AI CAPEX를 진행 소식과, 11일 SK하이닉스의 설비투자 규모를 확대 계획을 통해 반도체 산업에 대한 기대 회복을 엿볼 수 있으므로 보수적 valuation이라 판단한다.

2) (구)한화비전 - 시큐리티 사업부

금액적 중요성을 띄는 원재료비, 인건비 위주로 엄밀히 추정하였으며 특이사항이 존재하는 계정들은 별도의 논리에 따라 추정을 진행하였다. 그 외의 비용은 변동비 및 고정비로 분류한 후 매출과 연동하거나 Average Flat을 적용했다.

①동사의 주요 원재료 가격 변화에 유의하며 원재료비를 추정했다. 동사의 주요 원재료는 CMOS, RAM, 하드디스크 등으로 구성된다. 22년 급증한 수요를 감당하기 위해 원자재 매입 단가가 상승했으나, 23년부터 안정되어오는 모습을 보였다. 동사의 신규 매출원인 AI CCTV의 ASP 상승여력으로 인해 원재료비 비중은 떨어질 가능성이 존재하나, DRAM의 가격이 상승하는 추세를 고려하여 보수적으로 원재료비 비중을 추정했다

②인건비는 동사 IR 문의 결과, 동사의 주된 고용이 베트남에서 이뤄져 인력의 탄력적 조정이 가능해 변동비적 성격이 강하다는 점을 반영하여 추정했다. 24년 판관비의 인건비 비중이 증가했으나, 이는 전년 대비 2.5배 증가한 상여금에서 기인함으로 24년 비중은 배제했다.

③기술사용료와 외주용역비는 변동비적 성격이 강한 점을 반영해 추정했다. 생산의 효율을 위해 항상 일정 부분 외주 위탁 생산을 진행한다고 IR은 밝혔으며, 기술사용료의 경우 내용은 밝힐 수 없으나 24년에는 일회성 비용이 많이 발생했다는 점을 토대로 미래 비용 비중을 추정했다.

④연구개발비는 동사의 고마진 AI CCTV를 위해 지속적으로 투자된다고 가정했다. 동사는 AI CCTV 관련 연구를 지속적으로 진행하고 있으며, 25년 상반기 관련 연구직을 추가로 모집하고 있는 점을 확인했다. 이에 지속적으로 증가하는 연구개발비 금액을 반영하고자 연구개발비 비중이 급격히 증가한 23년과 24년의 비중을 평균치로 사용하여 추정했다. 다만, 23년 감소한 매출에도 불구하고 연구개발비의 금액은 증가한 시점의 비중을 사용하였기에, 추정치로 사용한 비중은 다소 보수적이다. 이에, 향후 OPM은 더 급격히 성장할 여력이 존재한다.

⑤감가상각비와 무형자산상각비는 CAPEX에 유의하여 추정했다. 동사는 고정자산 CAPEX보다 인건비를 통해 생산능력을 확충하는 모습을 보인만큼, 유지 CAPEX 위주로 추정했다. 그 후, 공시된 매출원가, 판매비와관리비 비중대로 배분했다. 하단 표를 참조하길 바란다.

금융손익과 기타손익은 합리적으로 추정할 수 없는 경우 0 flat 처리하였으며, 이자손익은 보유한 이자부부채와 이자부자산을 토대로 엄밀히 추정했다. 자세한 논리는 [Appx 7.]에 수록했다.

상기 논의를 종합한 매출원가 및 판매비와관리비 추정 테이블과 최종 별도 I/S는 다음과 같다.

(구)한화비전 - 매출원가 및 판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
매출액	383,877	611,027	804,087	722,756	1,013,237	1,181,262	1,355,514	1,574,249	
YoY(%)	-15%	59%	32%	-10%	40%	17%	15%	16%	
매출원가	218,180	328,732	474,499	388,168	502,524	577,468	660,225	762,922	
매출원가율(%)	57%	54%	59%	54%	50%	49%	49%	48%	
GPM(%)	43%	46%	41%	46%	50%	51%	51%	52%	
원재료비	140,827	227,545	358,422	257,181	348,335	418,283	481,425	560,788	
% of Sales	37%	37%	45%	36%	34%	35%	36%	36%	
인건비	40,970	50,888	56,406	61,805	74,001	81,401	89,541	98,496	
% of Sales	10.7%	8.3%	7.0%	8.6%	7.3%	6.9%	6.6%	6.3%	
유형자산감가상각비	187	212	192	208	199	208	238	260	
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
무형자산상각비	24	143	232	230	214	251	289	328	
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
기술사용료	5,160	7,771	21,651	25,726	41,072	29,625	33,995	39,481	
% of Sales	1.3%	1.3%	2.7%	3.6%	4.1%	2.5%	2.5%	2.5%	
외주용역비	13,202	22,561	17,946	20,922	22,654	28,989	33,266	38,634	
% of Sales	3.4%	3.7%	2.2%	2.9%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%	
기타	17,810	19,612	19,650	22,096	16,049	18,710	21,470	24,935	
% of Sales	4.6%	3.2%	2.4%	3.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	
판매비와관리비 및 연구개발비	144,194	172,509	215,959	246,593	309,637	365,123	418,739	485,829	
판매비율(%)	38%	28%	27%	34%	31%	31%	31%	31%	
OPM(%)	6%	18%	14%	12%	20%	20%	20%	21%	
인건비	36,310	44,759	55,409	59,915	92,968	88,619	101,691	118,101	
% of Sales	9.5%	7.3%	6.9%	8.3%	9.2%	7.5%	7.5%	7.5%	
연구개발비	77,374	90,617	111,272	136,606	169,872	210,655	241,729	280,736	
% of Sales	20.2%	14.8%	13.8%	18.9%	16.8%	17.8%	17.8%	17.8%	
감가상각비	1,227	1,221	1,227	1,309	1,435	1,371	1,570	1,718	
% of Sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
무형자산상각비	1,708	1,784	2,121	2,778	2,790	2,794	3,222	3,651	
% of Sales	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	
사용권자산상각비	1,104	1,200	1,293	1,663	1,844	1,753	1,753	1,753	
% of Sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	
운송보관비	3,437	8,256	11,408	4,135	4,272	5,869	6,735	7,822	
% of Sales	0.9%	1.4%	1.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	
기타	23,033	24,671	33,228	40,186	36,458	54,063	62,038	72,049	
% of Sales	6.0%	4.0%	4.1%	5.6%	3.6%	4.6%	4.6%	4.6%	

(구)한화비전 별도 손익계산서 추정

(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	384	611	804	723	1,013	1,181	1,356	1,574
<i>YoY(%)</i>	<i>-14.79%</i>	<i>59.17%</i>	<i>31.60%</i>	<i>-10.11%</i>	<i>40.19%</i>	<i>16.58%</i>	<i>14.75%</i>	<i>16.14%</i>
매출원가	218	329	474	388	503	577	660	763
매출총이익	166	282	330	335	511	604	695	811
<i>GPM (%)</i>	<i>43.16%</i>	<i>46.20%</i>	<i>40.99%</i>	<i>46.29%</i>	<i>50.40%</i>	<i>51.11%</i>	<i>51.29%</i>	<i>51.54%</i>
판관비 및 연구개발비	144	173	216	247	310	365	419	486
영업이익	22	110	114	88	201	239	277	325
<i>OPM (%)</i>	<i>5.60%</i>	<i>17.97%</i>	<i>14.13%</i>	<i>12.18%</i>	<i>19.84%</i>	<i>20.20%</i>	<i>20.40%</i>	<i>20.68%</i>
금융손익	(6)	2	(11)	(5)	(9)	(1)	(1)	1
기타손익	(3)	8	16	19	(10)	9	10	11
법인세비용차감전순이익	12	120	119	102	182	247	286	337
법인세비용(수익)	3	31	30	11	44	49	57	67
당기순이익	9	89	89	91	138	198	229	270
<i>NPM (%)</i>	<i>2.29%</i>	<i>14.57%</i>	<i>11.09%</i>	<i>12.65%</i>	<i>13.64%</i>	<i>16.73%</i>	<i>16.89%</i>	<i>17.17%</i>

(구)한화비전 Valuation - PER(2027E)

2027E Net Income(단위: 십억 원)	270
Target PER	14.4x
목표 시가총액(단위 : 십억 원)	3,902

(구)한화비전의 Peer가 되기 위한 조건은 ①수출 위주의 매출, ②압도적 AI CCTV 경쟁력, ③미국 국방수권법(NDAA) 준수, ④SoC 칩 설계 내재화다. 이를 모두 충족하는 Peer는 Axis Communications가 유일하다. 그러나, 해당 기업은 비상장사이기에 Peer로 활용할 수 없다.

국내 보안 H/W 업체들은 동사와 비교 대상이 아니다. [투자포인트 2]에서 논술했듯, 동사는 압도적인 해외 매출 비중을 보유하고 있으며, 고성능 CCTV를 개발하여 ASP의 상승을 누리는 국내 유일 업체다. 아이디스, 슈프리마 등의 국내 보안 H/W 업체는 정부 사업을 기반으로 한 내수 중심의 매출을 구성하고 있을 뿐 아니라, AI CCTV의 기술적 부문에서도 크게 차이가 난다.

종합 보안 솔루션 업체 역시 적합한 Peer가 되지 않는다. 에스원, 세콤 등 종합 보안 솔루션 업체에서도 AI CCTV를 판매하나, 용역의 비중이 90%에 달하기 때문에 이익의 성격이 다르다. 또한, 동사가 영위하지 않는 보험, 화재 방지, 건물 보안 서비스로 인해 사업적 유사성도 떨어진다.

따라서, 동사처럼 고성능 AI CCTV 위주의 사업을 영위하는 중국의 Hikvision과 Dahua Technology의 12MF PER 평균치인 14x가 적합한 Multiple이라 판단하였으며, 해당 Multiple을 동 사업부의 27년말 예상 당기순이익에 적용했다. 두 업체가 보안 문제로 유럽, 미국 시장에서 퇴출되어 upside가 제한된 점은 보수적 멀티플로 판단되는 사유로 작용한다.

상기 논의를 모두 종합한 최종 Valuation Table은 하단과 같다.

한화비전 Valuation - SOTP

한화세미텍 2026E MV(단위 : 십억 원)	1,735
(구)한화비전 2026E MV(단위 : 십억 원)	3,902
목표 시가총액	5,637
발행주식수	50,488,390
목표 주가	111,600
현재주가(2025.04.11)	54,400
상승여력	105%

6.3. 지금, 매수해야 할 시간

2년 뒤 목표 주가를 제시한 이유는 단순하다. 동사의 이익 성장과 모멘텀이 동시에 실현되는 시점의 이익을 기반으로 목표 주가를 산출하기 위해서다. 하이닉스가 제시한 HBM CAPA는 마이크론의 확장, 삼성전자의 진입 가능성, 딥시크 리스크에도 불구하고 단 한 차례도 축소된 적이 없다. 오히려, 4월 11일 30%의 증설 계획 확장과 같은 상향 조정만 있을 뿐이다. 본서가 제시한 모멘텀은, 실제 실현될 모멘텀의 최소치일지도 모른다.

시장에 남은 가장 큰 의구심은 결국 Dual Vendor 진입 여부일 것이다. ASMPT는 실패했으며 한미반도체는 공격적인 언사로 시장을 흔든다. 모두가 한화비전의 벤더 진입 가능성에 물음표를 던진다. 하지만 본서는 [투자포인트 1]에서 논증했다. 기술적 완성도, 공급망 진입 경로, 그리고 이미 확보한 고객 기반까지. Dual Vendor 진입은 이미 현실이며, 더 중요한 건 그 안에서 의미 있는 점유율 확보가 가능한 구조라는 점이다.

그렇다면 지금 매수해야 할 이유는 무엇인가. 기회는 기다려주지 않기 때문이다. 모멘텀은 확정됐을 때가 아니라 확정 직전, 불확실성이 극에 달했을 때 가장 크게 작동한다. 한화비전이 Dual Vendor 확정되었다는 소식이 전해지는 순간 주가는 순식간에 반응하고 후발 투자자는 남은 기대보다 높아진 가격을 마주하게 될 것이다. 기다릴수록 누릴 수 있는 모멘텀의 크기는 급격히 줄어든다. 모멘텀은 선점의 대가를 지불한 자만이 완전히 누릴 수 있다.

물론, 불확실성은 존재한다. 그러나 한화비전은 이미 단단한 시큐리티 사업부라는 실적 기반을 지니고 있다. 단순한 현금창출원이 아니다. AI 기반 영상 분석 기술의 선두자, 수출 확대, ASP 상승. 이는 모두 단단한 하방을 만들어주는 안정판이다. 모멘텀은 위로 열려 있고, 하방은 시큐리티가 단단히 지지하고 있다.

결국 투자란 얼마를 감수하고, 얼마나 누릴 수 있는지를 따지는 게임이다. 본서는 한화비전은 지금, 리스크-리턴 구조가 가장 매력적인 구간에 있다 판단한다. 불확실성은 감수할 만하고, 모멘텀은 기다려주지 않는다. 바로 지금이, 전략적 진입의 타이밍이다.

본서의 모든 논의를 종합하여, 2026년 말 기준 목표 시가총액 5조 6,370억 원, 목표 주가 **111,600원**, 상승여력 **105%**를 제시하며, 투자 의견 **Buy Now**를 제시한다.

Appendix.

Appx 1. 동사 연결재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표						연결현금흐름표					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	4Q24	(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	4Q24
자산	-	-	-	-	1,591,146	영업활동현금흐름	-	-	-	-	56,848
유동자산	-	-	-	-	996,234	영업으로부터 창출된 현금흐름 (주35)	-	-	-	-	53,425
현금 및 현금성자산	-	-	-	-	153,755	이자의 수취	-	-	-	-	2,167
기타금융자산	-	-	-	-	55,340	이자의 지급	-	-	-	-	(4,626)
매출채권 및 기타채권	-	-	-	-	456,150	법인세 환급	-	-	-	-	5,882
재고자산	-	-	-	-	308,813	투자활동현금흐름	-	-	-	-	(74,441)
기타유동자산	-	-	-	-	22,177	단기금융상품의 감소	-	-	-	-	2,748
비유동자산	-	-	-	-	594,912	대여금의 회수	-	-	-	-	20
장기매출채권 및 기타채권	-	-	-	-	8,460	장기대여금의 회수	-	-	-	-	4
사용권자산	-	-	-	-	40,427	보증금의 감소	-	-	-	-	287
유형자산	-	-	-	-	304,803	유형자산의 처분	-	-	-	-	4,516
무형자산	-	-	-	-	85,624	무형자산의 처분	-	-	-	-	278
기타비유동자산	-	-	-	-	155,598	배당금의 수령	-	-	-	-	2
부채	-	-	-	-	766,419	기타비유동자산의 감소	-	-	-	-	1
유동부채	-	-	-	-	530,104	단기금융상품의 증가	-	-	-	-	(55,340)
매입채무 및 기타채무	-	-	-	-	202,455	보증금의 증가	-	-	-	-	(188)
차입금 및 사채	-	-	-	-	228,375	유형자산의 취득	-	-	-	-	(24,881)
기타유동부채	-	-	-	-	99,273	무형자산의 취득	-	-	-	-	(1,260)
비유동부채	-	-	-	-	236,316	기타비유동자산의 증가	-	-	-	-	(628)
장기매입채무 및 기타채무	-	-	-	-	99,325	재무활동현금흐름	-	-	-	-	(107,230)
종업원급여부채	-	-	-	-	114,487	단기차입금의 차입	-	-	-	-	10,000
이연법인세부채	-	-	-	-	22,503	유동성차입금의 순증가(감소)	-	-	-	-	(18,358)
자본	-	-	-	-	824,727	단기차입금의 상환	-	-	-	-	(48,598)
지배기업소유주지분	-	-	-	-	822,870	유동성장기차입금의 상환	-	-	-	-	(41,748)
자본금	-	-	-	-	25,244	리스부채의 상환	-	-	-	-	(4,601)
자본잉여금	-	-	-	-	694,642	자기주식의 취득	-	-	-	-	(3,924)
기타포괄손익 누계액	-	-	-	-	90,682	현금및현금성자산의 증감	-	-	-	-	(124,823)
이익잉여금	-	-	-	-	12,301	기초의 현금및현금성자산	-	-	-	-	275,828
비지배지분	-	-	-	-	1,857	환율변동으로 인한 현금흐름	-	-	-	-	2,750
자본과부채총계	-	-	-	-	1,591,146	기말의 현금및현금성자산	-	-	-	-	153,755

Appx 2. 지자체별 CCTV 교체 수요 추정

지자체별 CCTV 교체 수요				
(단위: 백만 원)	2024	2025E	2026E	2027E
서울	16,000	55,000	55,000	-
인천	4,292	4,292	4,292	4,292
그외	-	80,000	80,000	80,000
합계	20,292	139,292	139,292	84,292
동사 점유율	29%	29%	29%	29%
동사 매출	5,824	39,977	39,977	24,192

Appx 3. 글로벌 마켓사이즈 추정

글로벌 마켓사이즈 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
전체 마켓 사이즈	14,268,847	15,680,051	16,682,487	14,377,633	15,815,396	17,396,936	19,136,629	21,050,292	
<i>YoY(%)</i>		10%	6%	-14%	10%	10%	10%	10%	
저가 모델 마켓	13,840,781	14,739,248	15,181,063	12,652,317	13,443,087	14,407,826	15,370,351	16,304,781	
<i>YoY(%)</i>		6.5%	3.0%	-16.7%	6.3%	7.2%	6.7%	6.1%	
고가 모델 마켓	428,065	940,803	1,501,424	1,725,316	2,372,309	2,989,110	3,766,278	4,745,511	
<i>YoY(%)</i>		119.8%	59.6%	14.9%	37.5%	18.0%	18.0%	18.0%	

- 21~23년은 동사 사업보고서의 점유율과 매출 기반으로 역산
- 전체 마켓과 고가 마켓은 시장조사 자료의 성장성 부여
- 24년 기준 고가모델은 전체 시장 규모의 15% 수준
- 고가 모델은 20년도부터 본격적으로 등장하여 전체 시장 대비 비중을 24년까지 점진적으로 상승 가정

Appx 4. 한화세미텍 상각비 추정

한화세미텍 유형자산 감가상각비 추정 - CapEx 반영 후									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
유형자산						11,216	12,921	14,609	12,479
건물(40년)						634	634	783	783
기계장치(5,10년)						6,307	7,350	8,255	9,159
기타유형자산(2,6년)						4,275	4,937	5,571	2,536

한화세미텍 - 사용권자산 감가상각비 추정 & 안분									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
사용권자산 감가상각비						5,170	5,170	5,170	5,170
매출원가						3,566	3,566	3,566	3,566
연구개발비						250	250	250	250
판매비와관리비						1,354	1,354	1,354	1,354

한화세미텍 무형자산 감가상각비 추정 - CapEx 반영 후									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
무형자산						1,417	1,659	1,902	2,144
특허권과상표권(5,10년)						239	266	292	318
소프트웨어(5년)						765	897	1,029	1,161
기타무형자산(3년)						413	497	581	665

Appx 5. 한화세미텍- TC본더로 인한 추가 비용 추정

TC본더로 인한 추가 비용 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
반도체 신사업 매출액	-	-	-	-	3,041	132,000	132,000	339,900	
YoY(%)	-	-	-	-	-	0%	0%	158%	
증분 비용	-	-	-	-	-	51,997	51,997	133,892	
매출원가 - 원재료비						30,417	30,417	78,323	
% of Sales						23.0%	23.0%	23.0%	
매출원가 - 기타						8,346	8,346	21,492	
% of Sales						6.3%	6.3%	6.3%	
판관비 - 지급 수수료						5,941	5,941	15,299	
% of Sales						4.5%	4.5%	4.5%	
판관비 - 기타						7,293	7,293	18,778	
% of Sales						5.5%	5.5%	5.5%	

Appx 6. 한화세미텍- 기타, 금융 손익 추정

금융손익 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
금융손익	(5,366)	(3,235)	(3,113)	(5,718)	(8,675)	(4,719)	(4,272)	(4,136)	(3,733)
이자손익	(2,276)	(1,005)	(4,246)	(7,940)	(6,403)	(5,915)	(5,469)	(5,333)	(4,930)
외환손익	(617)	781	1,133	1,560	896	1,196	1,196	1,196	1,196
파생상품평가손익	-	-	-	663	(663)	-	-	-	-
파생상품거래손익	(2,474)	(3,011)	-	-	(1,107)	-	-	-	-
FVPL 금융자산 평가손익	-	-	-	-	(1,399)	-	-	-	-

이자수익, 이자비용 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
이자손익	(2,276)	(1,005)	(4,246)	(7,940)	(6,403)	(5,915)	(5,469)	(5,333)	(4,930)
평균이자부자산(기초,기말)	124,197	123,723	134,010	153,974	170,456	180,456	195,818	207,322	241,414
현금및현금성자산	33,352	16,183	23,201	66,187	15,609	18,331	45,200	41,339	113,382
단기금융상품	-	-	-	-	55,340	55,340	55,340	55,340	55,340
기타비유동금융자산	-	23	3,023	3,023	1,624	2,557	2,557	2,557	2,557
기타채권	91,639	106,250	119,341	93,172	105,955	106,156	106,156	106,156	106,156
이자수익	358	165	396	901	2,015	2,133	2,314	2,450	2,853
유효이자율 (%)	0.29%	0.13%	0.30%	0.59%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%
평균이자부채(기초,기말)	85,150	68,144	117,696	234,507	257,228	219,746	212,516	212,516	212,516
기타채무	27,431	53,826	38,093	62,478	71,977	57,516	57,516	57,516	57,516
차입금및사채	55,000	30	143,443	225,000	155,000	155,000	155,000	155,000	155,000
이자비용	2,634	1,170	4,642	8,841	8,418	8,048	7,783	7,783	7,783
유효이자율 (%)	3.09%	1.72%	3.94%	3.77%	3.27%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%

기타손익 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
기타손익	(4,124)	7,121	325	(854)	5,261	4,076	4,076	4,076	4,076
수수료수익	48	0	-	10	204	19	19	19	19
임대료수익	182	409	308	320	347	325	325	325	325
외환차손익	(337)	5,794	4,296	(1,009)	3,903	2,397	2,397	2,397	2,397
외화환산손익	(1,275)	672	(3,662)	(454)	5,645	1,453	1,453	1,453	1,453
유형자산처분손익	(22)	469	(50)	32	(4,580)	151	151	151	151
무형자산처분손익	(236)	(249)	(34)	(12)	(21)	(99)	(99)	(99)	(99)
잡손익	(2,484)	26	(533)	259	(237)	(170)	(170)	(170)	(170)

Appx 7. (구)한화비전- 기타, 금융 손익 추정

금융손익 추정									
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
금융손익	(6,269)	2,482	(10,509)	(4,884)	(9,447)	(1,298)	(615)	671	
이자손익	(615)	(187)	(3,301)	(3,515)	(709)	(453)	(32)	1,385	
외환차손익	(2,996)	1,435	(17,473)	(526)	(139)	(333)	(236)	(284)	
외화환산손익	1,385	(2,005)	5,824	(663)	-	(332)	(166)	(249)	
파생상품평가손익	(2,453)	3,415	4,637	-	(3,081)	-	-	-	
파생상품거래손익	(1,391)	-	-	-	(5,351)	-	-	-	
지급보증료	(199)	(176)	(196)	(180)	(167)	(181)	(181)	(181)	

이자수익, 이자비용 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자손익	(615)	(187)	(3,301)	(3,515)	(709)	(453)	(32)	1,385
평균이자부자산(기초,기말)	165,103	210,416	299,475	353,368	462,496	450,884	446,986	660,962
현금및현금성자산	47,665	14,619	11,800	87,912	68,406	56,040	254,355	483,991
기타금융자산	936	24,077	31,055	7,008	7,610	7,309	7,309	7,309
기타채권	108,963	224,571	292,827	276,133	477,922	284,480	284,480	284,480
이자수익	1,584	1,408	2,192	2,419	3,062	2,985	2,960	4,376
<i>유효이자율 (%)</i>	<i>0.96%</i>	<i>0.67%</i>	<i>0.73%</i>	<i>0.68%</i>	<i>0.66%</i>	<i>0.66%</i>	<i>0.66%</i>	<i>0.66%</i>
평균이자부부채(기초,기말)	106,384	112,063	153,352	174,566	144,909	114,573	99,700	99,700
기타부채	63,542	48,230	75,658	89,519	127,007	97,394	97,394	97,394
차입금및사채	42,640	67,259	111,155	68,682	-	-	-	-
리스부채	-	2,456	1,948	2,171	2,440	2,306	2,306	2,306
이자비용	2,199	1,595	5,493	5,934	3,771	3,438	2,992	2,992
<i>유효이자율 (%)</i>	<i>2.07%</i>	<i>1.42%</i>	<i>3.58%</i>	<i>3.40%</i>	<i>2.60%</i>	<i>3.00%</i>	<i>3.00%</i>	<i>3.00%</i>

기타손익 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기타손익	4,259	(3,075)	8,150	16,171	18,995	(9,607)	9,334	9,875	11,237
수수료수익	59	97	246	478	640	771	-	-	-
임대료수익	20	20	20	24	32	56	37	37	37
외환차손익	5,878	(692)	6,657	32,005	8,753	14,246	11,141	11,380	12,256
외환환산손익	(1,977)	(2,780)	887	(16,164)	(3,851)	22,905	(163)	139	625
유형자산처분손익	21	9	136	52	19	6	26	26	26
무형자산처분손익	(1)	(5)	(1)	(0)	-	(52)	-	-	-
종속기업투자주식손상차손	-	(573)	-	-	-	(45,717)	-	-	-
종속기업처분손익	-	-	-	(152)	1,812	-	-	-	-
배당금수익	-	-	-	-	13,183	-	-	-	-
잡손익	260	849	205	(74)	(1,593)	(1,822)	(1,707)	(1,707)	(1,707)

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.