

### 바다 속에서 진주 찾기

가치투자자들은 모멘텀이라는 파도를 즐기는 서퍼들과 달리 진주와 같은 기업을 알아보는 안목과, 기꺼이 바다에 잠수할 용기가 있는 사람들이다. 현재 반도체 산업이라는 바다의 하방 압력은 제한적이며, 그 중에서도 안정적인 매출과 현금흐름을 보유한 동사는 미흡한 주주환원이라는 진흙에 묻힌 진주다. 이제 진흙을 닦아내보자.

### Point 1. 구조적 성장은 불황에 흔들리지 않아!

메모리 기술 발달이 불러온 필연적 흐름, 식각 공정 장비 시장의 성장이다. 그리고 이러한 흐름에 올라타고자 하는 가치 투자자에게 가장 매력적으로 보일 기업은, 안정적이면서도 큰 폭으로 성장 중인 동사다. 지속되는 반도체 업황 부진에도 흔들리지 않고 항상 꾸준한 실적 상승을 보였으나 현재 과도하게 낮은 밸류에이션을 부여받고 있는 동사는 앞으로도 성장 지속성을 담보받을 것이다.

### Point 2. 안정성 받고, 성장동력도 없어

동사의 넓은 고객 포트폴리오는 안정성 담보는 물론 초과성장이 발생하는 시장으로의 집중을 통한 성장동력까지 제공한다. 현재의 동사는 중국의 반도체 굴기에 탑승해 강력한 성장성을 확보하였으며 이제는 일본 또한 동사의 성장을 뒷받침한다. 여기에 더해 독보적인 해외 영업력 및 Si Ingot 내재화는 성장을 가속화시킨다.

### <추정손익계산서>

추정포괄손익계산서									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E	
매출액	190,057	255,930	288,087	306,791	74,099	330,453	374,089	411,796	
YoY(%)	22.1%	34.7%	12.6%	6.5%	11.6%	7.7%	13.2%	10.1%	
매출원가	132,428	185,992	201,532	212,137	53,018	223,906	246,963	263,505	
매출총이익	57,629	69,938	86,555	94,654	21,081	106,547	127,126	148,291	
GPM(%)	30.3%	27.3%	30.0%	30.9%	28.5%	32.2%	34.0%	36.0%	
판매비와관리비	17,328	19,236	21,726	24,349	6,314	27,029	31,266	34,322	
영업이익	40,301	50,702	64,829	70,305	14,767	79,518	95,860	113,969	
OPM(%)	21.2%	19.8%	22.5%	22.9%	19.9%	24.1%	25.6%	27.7%	
금융수익	2,752	1,024	2,541	12,606	1,886	7,083	7,686	7,686	
금융원가	1,226	1,877	3,044	1,933	1,107	1,865	1,929	1,929	
기타수익	2,635	4,523	5,454	8,107	2,026	7,994	6,133	6,133	
기타비용	1,825	4,539	2,992	1,588	851	2,825	2,656	2,656	
법인세비용차감전순이익	42,637	49,833	66,788	87,498	16,720	89,905	105,093	123,202	
법인세비용	9,205	8,336	12,938	22,461	4,549	23,079	26,978	31,627	
당기순이익	33,433	41,497	53,850	65,037	12,171	66,826	78,115	91,575	
NPM(%)	17.6%	16.2%	18.7%	21.2%	16.4%	20.2%	20.9%	22.2%	

### Rating

**Buy**

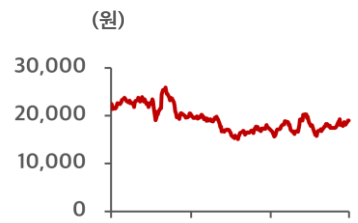
현재주가: 19,010 원

목표주가 : 26,250 원

상승여력 : 38.1%

### 12M 추가추이

시가총액 3,139 억 원



### B/S data (2025)

자산 총계 3,917 억 원  
부채 총계 843 억 원  
자본 총계 3,074 억 원

### Earnings data (26E)

EPS 4,731 원  
PER 4.02x  
ROE 25.4%

### 주요 주주

배종식 외 2인 35.07%

### SMIC 4 팀

- 팀장 50기 박민석
- 팀원 50기 김태원
- 50기 심재윤
- 51기 양성준
- 51기 임어진

# CONTENTS

---

1. 바다 속 진주를 찾는 가치투자자들을 위한 가이드	03
2. 가장 영롱한 진주, 월덱스	07
3. 지속가능한 고성장을 소개합니다 - 투자포인트	
Point 1. 구조적 성장은 불황에 흔들리지 않아!	10
Point 2. 안정성 받고, 성장동력도 없어	16
4. 매출추정	21
5. Valuation - Historical PER Method	24
6. Appendix	28

## 바다 속 진주를 찾는 가치투자자들을 위한 가이드

좋은 종목을 싸게 사기 위해서는 남들이 집중하지 않을 때 뛰어들 수 있는 역발상 투자가 필요하다. 이에 본서는 반도체 업황에 대한 비관론이 만연한 지금이 오히려 반도체에 집중해야 하는 순간임을 주장하며, 특히 불황에 강한 애프터 마켓의 하방은 더욱 제한적임을 보이고자 한다. 좋은 진주를 캐기 위해서는 바다에 뛰어들어야 하는 법. 매력적인 반도체 바다에 당신을 초대한다.

### 1.1. 가치투자자들이 지금 반도체를 봐야 하는 이유

수요-공급과 경기변동  
영향을 받는 반도체

반도체 산업 역시 모든 산업이 그렇듯 수요-공급의 논리와, 경기변동에 따라 움직인다. 반도체 업황의 호황과 불황을 결정하는 가장 큰 요소는 수요와 공급이다. PC, 스마트폰 등 IT 기기의 수요가 급증하면 반도체 수요 역시 증가하여 초과수요 상태가 되며 반도체 가격이 상승하고, 기업들은 CapEx 투자를 확대한다. 그러나 증설에는 시차가 존재해 모든 기업들이 설비 투자를 늘려 공급 과잉 상태가 되면 반도체 가격이 급락하며 불황을 맞게 된다. 여기에 경기 호황이나 코로나 등의 특수한 상황으로 전자 제품 소비가 늘면 반도체 업황에 플러스 요인이 되며, 경기 침체로 인해 전자 제품 소비가 줄어드는 등의 상황은 마이너스 요인이 된다.

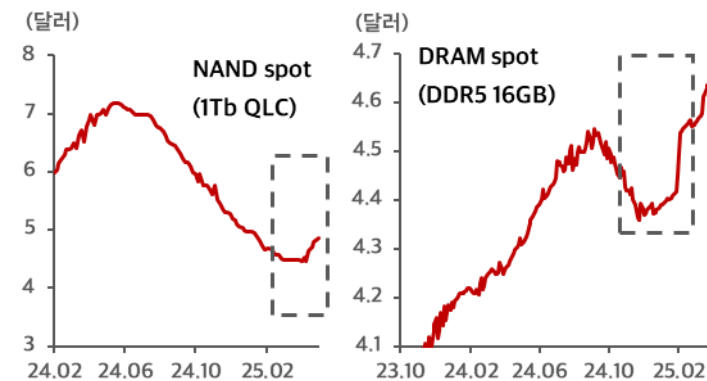
코로나 호황기 이후  
얼어붙었던 반도체  
투자심리

지난 몇 년 간 반도체 산업이라는 바다는 차가웠다. 코로나19 이후 경기가 둔화되며 전방의 전자제품 구매가 감소했고, 미국이 금리 인상을 단행하여 소비심리는 더욱 위축되었다. 여기에 21~22년 반도체 호황기에 공급된 물량에 더해 중국이 공격적으로 CapEx 투자를 확대하며 저가 반도체 공급을 늘리기 시작했다. 수요 감소와 공급 증가가 맞물리자 DRAM의 ASP가 22년 중순에 비해 15~20% 곤두박질 쳤으며, NAND 가격 역시 연간 18%의 하락세를 보였다. [도표 1-1.]

투자심리에 악영향을  
미치던 상황 모두 해결

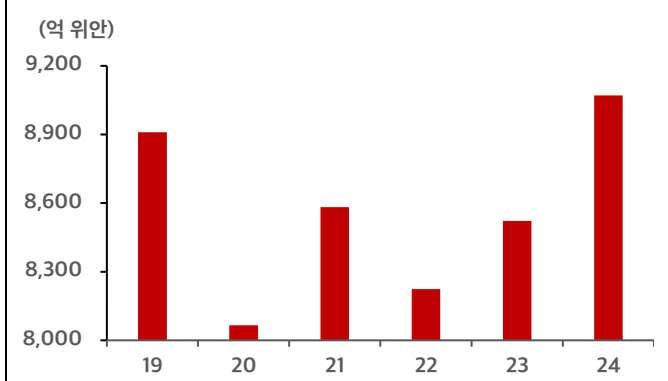
그러나 최근, 얼어붙었던 반도체의 바다가 녹고 있다. 반도체 산업 투자심리를 위축시켰던 관세 정책이 확정되며 이로 인한 영향도 모두 반영이 완료되었다. 여기에 더해 중국이 낡은 제품을 새것으로 교체할 것을 장려하며 보조금을 지급하는 이구환신 정책을 통해 소비경제를 부양한 효과가 나타나기 시작했다. 중저가 가전제품이나 스마트폰 등 레거시 메모리 수요가 회복되었으며, 실제로 전세계 스마트폰 실판매량은 최저점이었던 23년을 지나 다시 우상향하고 있다. 재고 부담을 안고 있던 메모리 업체들의 수급 상황도 안정화 구간에 도달하였다. 실제로 24년의 중국의 가전제품 소비 금액은 9,071억 위안으로, 코로나 시절인 21년 8,582억 위안보다도 약 6% 증가한 모습을 보일 정도로 회복되었다. [도표 1-2.]

도표 1-1. DRAM과 NAND 현물 가격 추이



출처: DRAMeXchange, SMIC 4팀

도표 1-2. 중국 가전제품 시장 소매액 추이



출처: 아오웨이원왕, SMIC 4팀

단기적으로 하방 압력은 매우 제한적  
**현 상황에서 반도체 업황의 추가적인 하락 가능성은 제한적이며, 중단기적으로 점진적인 수요 회복과 함께 점진적으로 천천히 실적 개선세가 나타날 것으로 전망된다.** DDR4의 가격은 24년 11월 -20.59% 폭락한 후 5개월 연속 보합세이며 더 하락할 유인은 없어 보인다. DDR5의 가격은 올해 3월 4.25달러를 기록하며 전월 대비 11.84% 상승하여 안정적인 가격을 유지하고 있다.

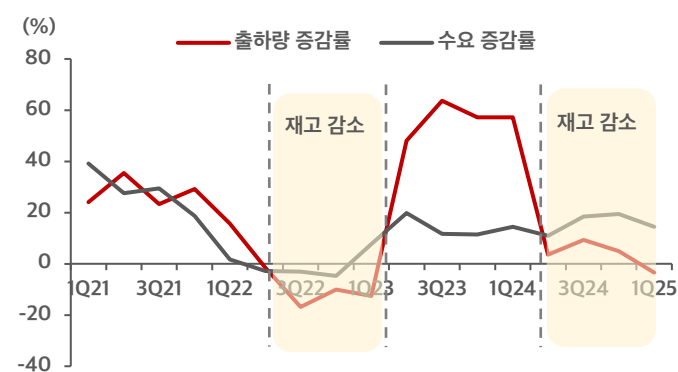
NAND 역시 점진적인 개선이 예상됨  
**양호한 DRAM 수요와 달리 NAND는 약간의 업황 위축이 확인되었으나, 이 역시 제한적이며 올해 하반기부터 NAND 수요의 점진적인 개선이 예상된다.** NAND 평균 고정거래 가격은 24년 9월 4.34달러를 기록한 이후 4개월 연속 하락한 후 올해 반등하여 상승세를 지속 중이다. 이러한 가격 상승 흐름에도 불구하고 25년 1분기 고부가 제품군인 서버용 eSSD 비중이 소폭 축소되며 부진한 수익성을 기록한 공급사들은 보수적인 CAPA 운영을 통해 가격을 방어하는 전략을 지속하고 있다. 낮아진 유통재고와 공급사들의 공급 제한 효과로 인해 NAND 업황의 하방 역시 든든할 것으로 기대된다. [도표 1-3.]

장기로는 확실하게 우상향할 미래  
**장기적으로 반도체 사이클의 우상향은 확실한 미래다.** 최근 마이크로소프트가 임차계약 취소를 기점으로 최근 2년간 빅테크의 공격적 투자로 수혜를 봤던 AI 데이터센터용 반도체 수요에 대한 의구심이 제기되었다. 그러나 이러한 조정 국면은 단기적이다. 아직 스마트폰 등 온디바이스 AI 구현을 위한 DRAM 탑재가 미미하다는 점과, 자율주행을 위한 차량용 반도체와 가사용 로봇 등에도 반도체가 탑재될 먼 미래까지 고려한다면 성장 여력은 가히 가늠할 수 없을 정도다.

반도체의 역사가 증명한 장기적 낙관론  
**역사적으로 반도체 업황은 단기적으로는 꺾이거나 횡보할 수 있으나, 장기적으로는 지속적인 우상향 곡선을 보이며 장기적 낙관론자들의 손을 들어주었다.** 90년대 개인 PC, 10년대 스마트폰이 보급되며 슈퍼 사이클을 견인했다. 20년대 초반에는 코로나19로 인해 온라인 서비스에 대한 수요가 폭증하며 다시 우상향 곡선을 그렸다. 생성형 AI 외에도 온디바이스 AI, 자율주행차 등 새로운 성장 동력을 앞두고 있으며 하방 압력이 제한적인 지금이 투자 시점으로 적합하다.

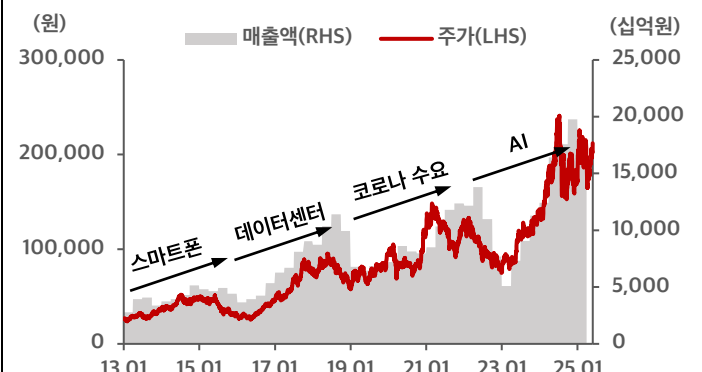
가치투자자여, 지금 반도체에 투자하라  
**반도체의 장기 우상향 흐름을 부정하는 사람은 없다.** 다만 언제 오를지 몰라 상승의 파도가 밀려올 때 올라타기를 기다리는 투자자도 있을 것이고, 아직은 반도체라는 바다가 너무 차갑다고 생각해서 발을 담그는 것을 망설이는 투자자도 있을 것이다. 그러나 파도라는 모멘텀에 올라타고자 하는 서퍼들과 달리, 가치투자자라면 진주를 찾기 위해 바다에 다이브할 수 있어야 한다. 지금까지 반도체 현황을 살펴보면 불확실성이 산재해 있지만 하방 압력이 제한적이라는 점을 확인하였으며, 반도체의 역사를 통해, 결국 장기적 낙관론자들이 성공하는 모습을 보았다. 지금, 반도체를 봐야 할 때다. [도표 1-4.]

도표 1-3. 전세계 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률



출처: WSTS, Counterpoint, IDC, SMIC 4팀

도표 1-4. SK하이닉스로 보는 반도체 사이클



출처: SK하이닉스, SMIC 4팀

## 1.2. 날이 갈수록 중요해지는 식각공정

미세화, 고단화 되는 반도체  
→ 공정의 정밀함 부각

반도체 산업의 기술의 발전에 따라 더욱 정교한 작업이 중요해지고 있다. DRAM의 경우 회로 수를 늘리며 10나노 이하 공정으로 진입하며 집적도를 높였으며, NAND는 더 많은 층을 낮은 높이로 쌓는 것이 핵심 트렌드다. 시스템 반도체의 경우 4nm 이하 초미세공정 경쟁이 치열해지며 선단 공정에 대한 투자가 지속되고 있다. AI, 클라우드 등 신산업의 성장으로 DRAM을 쌓아 올린 고대역폭 메모리(HBM)와 데이터센터용 NAND인 eSSD 등의 수요 역시 증가하고 있다.

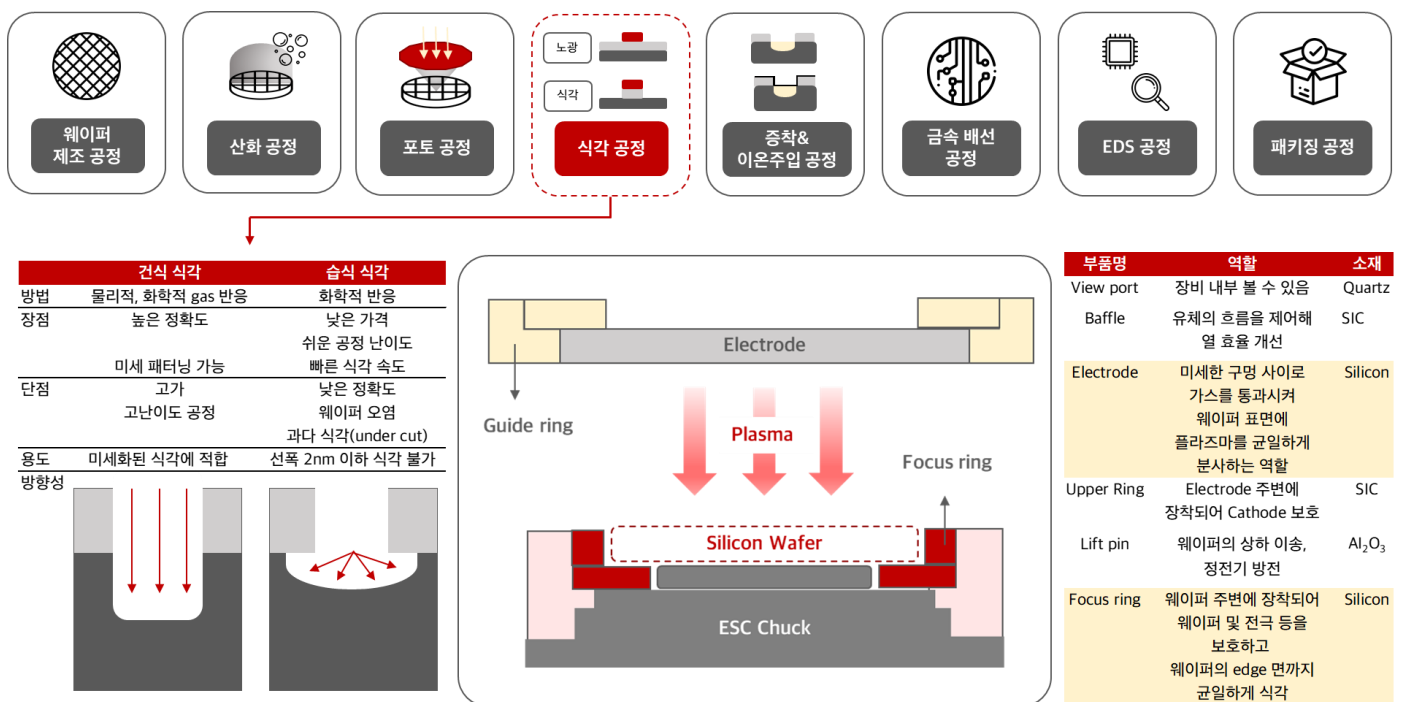
식각 공정의 중요성

이에 따라 식각 공정의 중요성이 갈수록 커지는 추세다. 반도체 공정은 크게 웨이퍼 제조, 산화, 포토, 식각, 증착&이온주입, 금속배선, 품질확인, 패키징 8개 공정으로 나눌 수 있다. 반도체가 미세화·고단화될수록, 즉 선폭이 좁아지고 층수가 많아질수록 정밀한 패턴을 정확하게 형성하는 것이 중요해지기 때문에 식각 공정의 정밀도와 신뢰성은 전체 수율과 품질에 직접적으로 영향을 미친다. 따라서 식각 공정 단계와 식각 횟수가 증가하는 등, 식각 공정의 중요성과 시장 규모가 모두 확대되고 있다. 실제로 식각 장비 시장은 21년 153억 달러에서 25년 256억 달러로 성장하였으며, 30년까지 연평균 7.6%로 꾸준히 성장할 것으로 전망된다.

고도화된 반도체에 적합한 건식 식각

식각 공정은 회로 패턴에 필요 없는 부분을 부식시켜 선택적으로 제거하는 역할을 하며, 방법에 따라 건식과 습식으로 나뉜다. 습식 식각은 화학 용액에 담겨 녹이는 방식으로, 다수의 기판을 한번에 처리하기 용이해 비용 측면에서 유리하나 식각 대상이 노출된 모든 방향으로 식각이 진행되기 때문에 미세패턴 구현에 불리하다. 건식 식각은 이온화된 기체인 플라즈마를 이용하며, 플라즈마의 움직임을 제어하여 미세하고 수직적인 패턴의 구현이 가능하기 때문에 현대 반도체 제조에서 핵심적인 역할을 한다. 최근 3D NAND, HBM, DDR5 등 제품군 대부분의 식각 공정이 건식으로 진행되며, 세정공정 등 일부 분야에서 습식 식각이 사용되고 있다. [도표 1-5.]

도표 1-5. 반도체 공정과 식각 공정 내 세부 개념



출처: SMIC 4팀

**식각 파츠의 개념** 전체 수율과 품질에 직접적으로 영향을 미치는 식각 공정에서, 소모품의 교체는 매우 중요하다. 건식 식각에서 사용되는 플라즈마는 웨이퍼의 불필요한 부분을 부식시켜 제거하는 강한 화학물질이며, 이러한 플라즈마에 노출되어 교체가 필요한 소모성 부품을 식각 파츠라고 한다. 대표적으로 미세구멍 사이로 가스를 통과시켜 플라즈마가 웨이퍼에 고르게 닿게 하는 일렉트로드(Electrode)와, 웨이퍼를 보호하며 정교하게 고정시켜 웨이퍼 가장자리까지 균일하게 식각되도록 하는 링(Ring)이 식각 파츠에 해당한다.

**여전히 가장 많이 쓰이는 Si 소재** 식각 파츠를 주로 구성하는 소재는 Si(실리콘), 쿼츠(SiO<sub>2</sub>), SiC(실리콘카바이드)다. 강한 플라즈마에 지속적으로 노출되기 때문에 이를 견딜 수 있으면서도, 웨이퍼와 동일한 Si(실리콘) 기반으로 구성되어 불량률을 낮출 수 있는 고순도 소재가 필요하다. Si는 특히 웨이퍼와 동일 소재로 불량 인식이 적으며, 경제성이 뛰어나 다양한 파츠에 광범위하게 사용되어 가장 큰 시장규모를 형성하고 있다. SiC는 Si에 비해 내구성이 좋아 파티클 발생 및 마모를 줄일 수 있으나, 3배가량의 높은 가격과 가공 난이도로 인해 고내구성 제품에 제한적으로 사용되고 있다. [도표 1-6.]

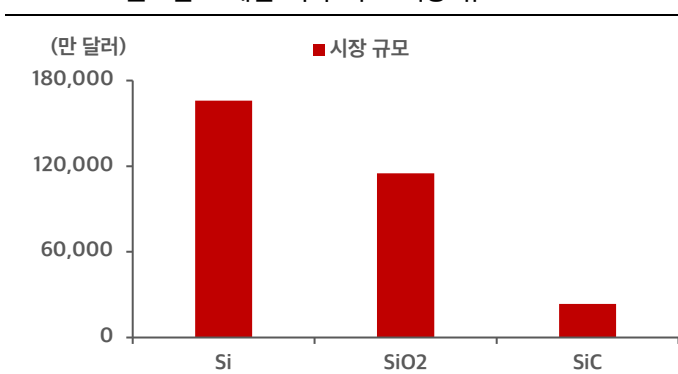
### 1.3. 흔들리지 않는 편안함, 애프터마켓

**비포** 반도체 부품 시장은 제품이 공급되는 경로에 따라 Before market과 After market으로 나뉜다. Before market이란 파운드리에 장비업체가 직접 납품하는 시장을 말하며, 반도체 장비에 처음 장착되는 신제품이 여기 해당된다. 이에 반해 After market 업체들은 파운드리에 직접 납품하며, 장비업체의 보증 기간이 끝난 후 파운드리가 직접 구매하는 부품이 해당된다. 예를 들면 애플 펜슬을 처음 구매했을 때 펜촉과 리필 펜촉을 애플에 납품하는 업체들이 Before market, 정품이 아닌 다양한 펜촉을 소비자에게 직접 공급하는 업체들을 After market이라 볼 수 있다.

**비용절감을 위해 애프터마켓 선택** 파운드리는 비용을 절감하기 위해 After market을 선택한다. 보통 After market의 가격은 같은 Before market 제품보다 20~30% 저렴하다. 이전에는 Before market이 정품이고 After market의 제품 퀄리티에 대한 의문이 남아있어 Before market의 선호도가 높았으나, [투자포인트]에서 후술할 여러 요인들로 인해 더욱 많은 파운드리가 After market 제품을 채택하고 있다.

**적은 매출 변동성** After market은 매출 변동성이 적고, 불황일 때 받는 하방 압력이 적다. [투자포인트]에서 후술하겠지만, Before market의 경우 설비투자로 신제품이 장착되어야 하기 때문에 반도체 업황에 따른 변동성에 크게 노출된다. 그러나 After market의 경우 비용 절감에 대한 유인이 더 커지는 불황기에 오히려 채택율이 증가하기 때문에 불황에 대한 방어가 가능하다. 장기적 낙관론과 확률론적 사고에 기반한 가치투자자라면, 주가 하방 압력이 제한적이고 반도체 호황기 때 멀티플 상향을 크게 받는 월덱스를 봐야 할 때다. [도표 1-7.]

도표 1-6. 글로벌 소재별 식각 파츠 시장 규모



출처: QY, Precedence, Valuates Research, SMIC 4팀

도표 1-7. Before market, After market

식각 밸류체인 비교		
구분	Before market	After market
공급 경로	장비업체(OEM)를 거쳐 칩메이커에 공급	칩메이커에 직접
제품 용도	신제품 장비용 보증기간 내 교체	보증기간 이후 교체
가격/마진	높음	낮음
진입장벽	높음	낮음
시장 성장	장비 증설, 신규 투자에 연동	생산 라인 확대, 가동률에 연동
대표 업체	티씨케이, 하나머티리얼즈 등	월덱스, 케이엔제이 등

출처: 언론종합, SMIC 4팀

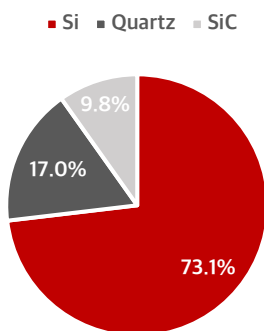
## 가장 영롱한 진주 월덱스

장기적 낙관론적 관점으로 반도체 산업에 투자를 결정했다면 이제는 차가운 회의론으로 그 속의 진짜 진주를 발굴할 차례이다. 반도체라는 바다에 뛰어든 마음이 생긴 가치투자자를 위해 본서에서는 좋은 진주의 기준으로 1) 우수한 현금흐름 2) 좋은 비즈니스 모델 3) 저평가 상태의 기업이라는 세 가지를 제시한다. 회의적으로 모든 기준에 대입하는지 점검하여 가장 영롱하게 빛나는 동사를 발굴하는 과정을 소개한다.

### 2.1. 빛나는 현금흐름, 아름다운 BM

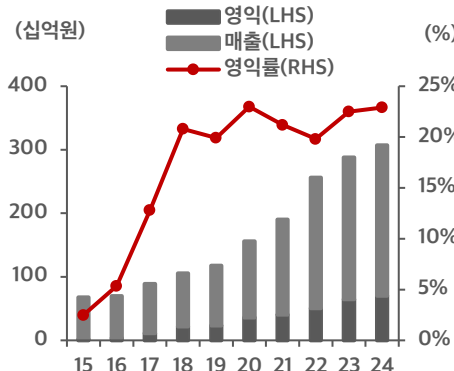
- 식각 파츠 주력 기업** 동사는 00년에 설립되어 실리콘 계열(Si, 쿼츠, SiC) 식각 파츠를 공급하는 기업이다. 설립 1년만에 SK하이닉스, 그 바로 다음 해에 삼성전자의 협력 업체로 등록되며 08년 코스닥에 상장했다. 전술한 Electrode와 Ring 외에도 다양한 부품을 직접 납품하는 After market의 플레이어다.
- 아름다운 매출 곡선, 든든한 영업이익률** 동사의 매출 성장은 아름다운 우상향 곡선을 그린다. 불황에 강하다는 After market의 특성을 보여주듯, 동사의 매출은 15년부터 무려 10년간 반도체 불황이었던 19년과 22년에도 꺾이지 않고 꾸준히 우상향하는 아름다운 성장을 보였다. 동사의 매출은 Si 74%, 쿼츠 17%, 기타 9%로 구성되어 있는데, 가장 큰 시장이자 교체 주기가 빨라 After market 채택율이 높고 수익성이 좋은 Si 비중이 높다는 점은 동사의 안정적인 매출과 높은 영업이익률에 기여한다. 실제로 동사의 영업이익률은 Si의 비중 증가와 함께 성장하여 현재 22.9%에 달한다. [도표 2-1, 2.]
- 영롱한 현금흐름** 동사의 현금흐름은 더욱 영롱하다. 동사는 10년 간 39개 분기 동안이나 양수의 영업활동현금흐름을 보였으며, 잉여현금흐름 역시 대규모 CapEx 집행이 있는 분기를 제외하고는 모두 양수인 모습을 보였다. 안정적으로 성장하는 매출에 높은 마진까지 확보한 동사는 탄탄한 본업으로 매해 부채비율을 꾸준히 개선하여 24년 말 기준 부채비율은 27.4%에 불과하다. 실제로 동사의 24년말 현금 및 현금성자산은 1,432억으로 전체 유동자산의 47%를 차지한다. [도표2-3.]
- 좋은 BM이란** 동사는 아름다운 BM 역시 갖췄다. 좋은 BM이란 네 가지 요건을 갖춰야 하는데, ① 반복 구매되는 제품을 제공하고 ② 쉽게 모방하기 힘든 무형의 자산을 보유하며 ③ 고객의 숫자가 많고 다변화된 기업 중에, ④ 소비자의 기호와 기술에 따른 변화가 크지 않아야 한다는 네가지 요건을 모두 갖췄기 때문이다. 각 요건에서 동사가 매우 뛰어나다는 점을 하나씩 알아보자.
- ① 반복 구매 소모품 동사는 반복 구매되는 제품인 소모품을 제공하는 기업이다. 전술했듯이 식각 파츠는 부식성이 강한 플라즈마에 지속적으로 노출되어 교체해야 하는 소모품이며, 그 중에서도 12~15일이라는 가장 짧은 교체주기를 지닌 Si의 매출비중이 높은 동사의 제품은 첫번째 요건에 매우 적합하다.

도표 2-1. 매출 비중



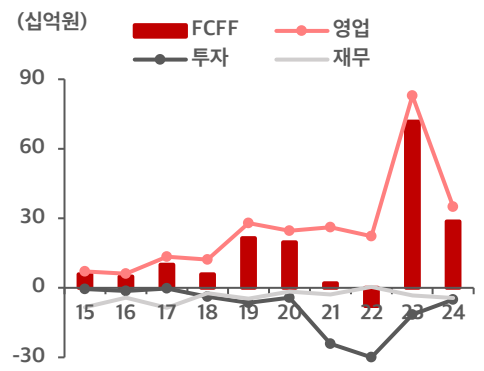
출처: DART, SMIC 4팀

도표 2-2. 매출과 영업이익률



출처: DART, SMIC 4팀

도표 2-3. 현금흐름



출처: DART, SMIC 4팀

② 쉽게 모방하기 힘든 무형의 자산 동사는 자회사와 레퍼런스를 통해 차별화되는 진입장벽을 구축했다. 동사가 09년 인수한 WCQ는 동사 제품의 원천 소재가 되는 실리콘 잉곳 등을 제조·판매하는 회사로, 해외 고객사 확보와 안정적인 원재료 조달의 핵심이다. WCQ는 미국 법인이기 때문에 관세 영향으로부터 비교적 자유롭다. 동사는 01년부터 SK하이닉스와 삼성전자의 협력업체였으며, 수율에 직결되는 식각 파츠의 특성상 장기간 고품질 제품을 제공해온 동사의 레퍼런스는 강력한 진입장벽으로 작용한다.

③ 다수의 다변화된 고객 동사는 고객의 수가 많고 다변화되어 있다는 강력한 장점을 지닌다. 삼성전자와 SK하이닉스를 비롯하여 마이크론, TSMC, Kioxia 등 다양한 글로벌 고객사들을 확보하고 있다. 매우 다양한 고객사로 인해 동사의 매출 중 메모리 반도체와 시스템 반도체의 비율은 7:3 수준으로, 국내 반도체 소부장 기업들보다 높은 시스템 반도체 비중을 보여 안정적인 매출에 기여하고 있다.

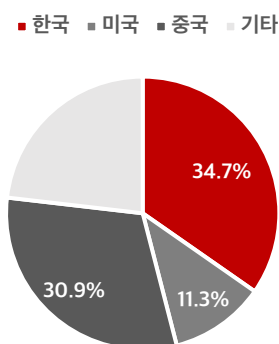
이로 인해 지정학적 리스크도 방어 가능 지정학적 이슈로 인한 변동성 역시 방어가 가능하다. 동사의 국내 매출 비중은 34.7%로, 수출 비중이 내수 비중을 상회한다. 특히 동사의 중국향 매출은 22년 347억(13.6%)에서 24년 946억(30.8%)로 급성장했다. 이외에도 미국의 WCQ를 비롯하여 일본과 대만, 싱가포르의 법인을 통해 현지 고객사와 지속적인 관계를 유지하고 있다. 이러한 지역 다변화로 인해 특정 국가의 의존도를 낮추고, 반도체 패권 경쟁이 심화되는 가운데 어느 국가가 주도권을 획득하더라도 이미 확보한 고객사에 전략적으로 집중하여 올라탈 수 있다는 장점을 갖는다. [도표 2-4.]

④ 기술과 기호의 변화가 미치는 영향이 적음 뿐만 아니라, 기술에 따른 변화가 크지 않다. 반도체 기술을 선도하는 기업의 경우 HBM 개발에 성공한 SK하이닉스와 같이 단기간에 엄청난 주가의 상승을 맞볼 수 있지만, 반대로 삼성전자와 같이 지속적으로 우수한 성과를 보인 기업도 한번의 실패로 주가 하락 리스크에 노출될 위험이 있는 전형적인 high risk-high return 기업이다. 이러한 끊임없는 챌린징은 기술 선도 기업들이 지속적으로 직면하게 되는 과제이며, 이는 투자자 입장에서 예측하기 어려운 영역에 있다.

Low risk & Medium return이 가능한 동사 이와 달리 동사는 반도체 산업의 성장이라는 큰 흐름에 낮은 위험으로 올라탈 수 있는 low risk-medium return이 가능한 기업이다. After market 시장 자체가 반도체 제조사에 비해 기술에 따른 변화가 크지 않은데, 여기에 더불어 동사는 다양한 고객사를 지녀 전방의 승자와 무관하게 새로운 흐름의 수혜를 받을 수 있기 때문이다. 또한 반도체 제조사들은 만족스러운 퀄리티를 보여준 기업에게 지속적으로 납품 받길 원하기 때문에 소비자 기호가 쉽게 변하지 않는다.

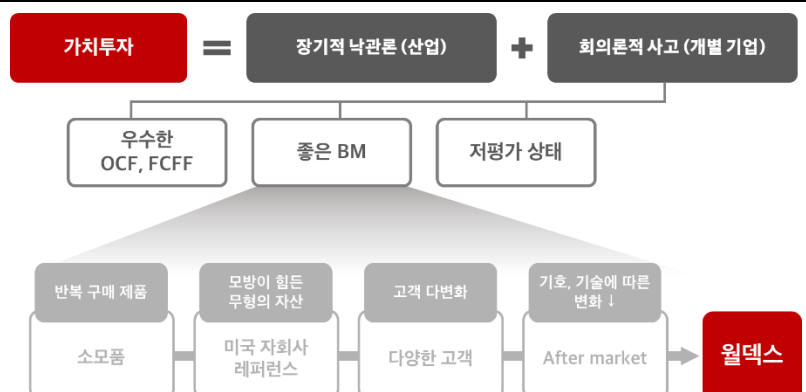
완벽한 가치투자 기업 지금까지 동사가 1) 우수한 현금흐름을 보유한 2) 좋은 비즈니스 모델을 갖춘 기업임을 확인했다. 이제 동사의 주가분석을 통해 동사가 3) 저평가된 상태의 완벽한 가치투자 기업이라는 것을 알아보자. [도표 2-5.]

도표 2-4. 지역별 매출 비중



출처: DART, SMIC 4팀

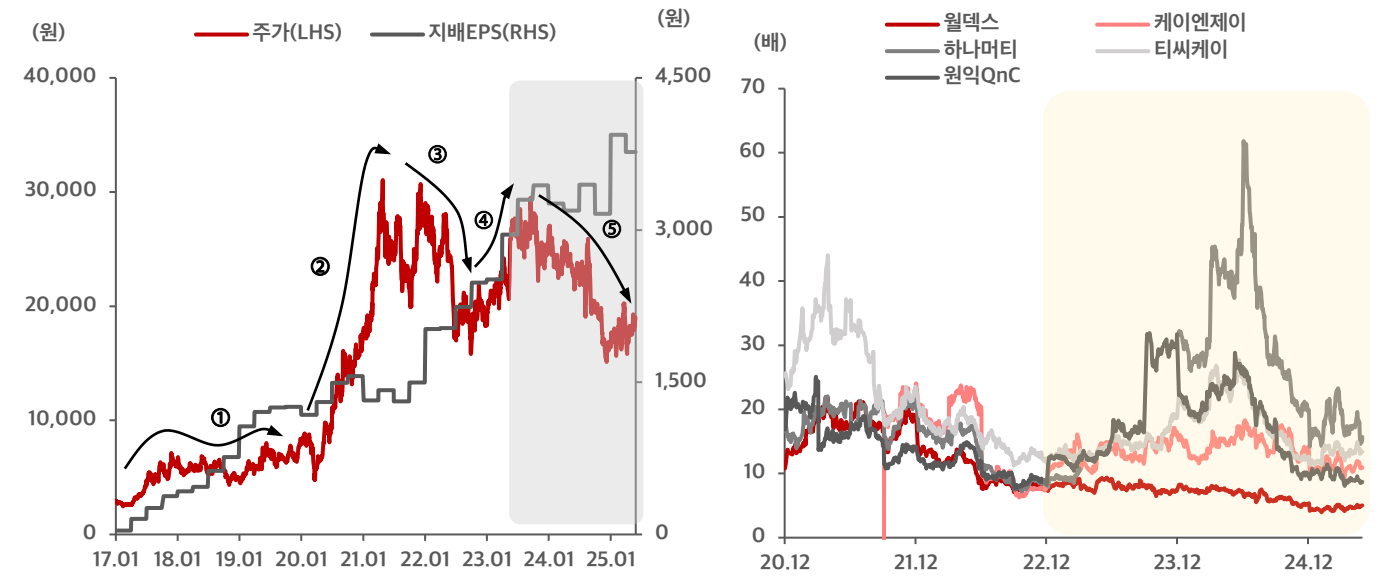
도표 2-5. 가치투자



출처: SMIC 4팀

## 1.2. 주가 분석 : 이보다 쌀 수 없다.

도표 2-6. 주가분석 및 peer PER 비교



출처: KRX, DART, SMIC 4팀

주가 드라이버 : 동사의 주가는 지금까지 실적과 반도체 업황에 연동하는 모습을 보였다. ① 19년까지 홍보하던 실적과 반도체 업황 동사의 주가는 ② 20-21년 코로나로 증가한 전방 수요에 의해 호황기를 맞은 반도체 업황과 함께 멀티플 상향을 받으며 급등했다. ③ 반도체 수요 둔화에 대한 우려로 상승분을 반납한 후, ④ 돌아온 호황기와 함께 실적과 동행하던 동사의 주가는 멀티플의 하락과 함께 ⑤ 최근 급격하게 디커플링되는 모습을 보였다.

반도체 peer 대비해도 저평가된 동사 최근 디커플링된 동사의 주가는 단순히 반도체 투심 약화라고 평가할 수 없다. 동사가 반도체 peer와 비교해도 매우 저평가된 상태이기 때문이다. 현재 EPS가 음수인 기업을 제외하고, 반도체와 반도체장비 업종 내 163개 종목 중 가장 낮은 PER을 받는 기업이 바로 동사다.

식각 밸류체인을 봐도 저평가 식각 공정의 밸류체인 peer와 비교하면 동사가 과하게 저평가 되어 있다는 점은 더욱 명확하다. 20년부터 22년말까지 식각 공정의 peer들과 동행하던 동사의 주가는 23년을 기점으로 디커플링되기 시작했다. 20년부터 22년의 peer PER인 16.7배와 동사 PER 13.8배가 거의 괴리를 보이지 않던 반면, 23년부터 25년까지 peer 평균 PER은 18.3배인 데 반해 같은 기간 동사의 평균 PER은 6.9배에서 뚜렷한 추세 전환 없이 점진적인 하락세를 보이고 있다.

PER 밴드에서도 하단 현재 동사의 멀티플은 동사 PER 밴드에서도 바닥으로, 지금의 멀티플은 Si 파츠의 중요도가 현저히 낮고, 구조조정을 앞두고 있던 16년보다 낮은 수치다. 심지어 최근 반도체 시장에서 가장 이목이 집중된 중국향 매출 비중이 30%로 한국 반도체 밸류체인 중 3등임을 고려하면 현재 5.05배의 PER은 있을 수 없는 수치다. 반도체, 식각, 과거 동사 그 누구와 비교해도 저평가다.

가치투자자에게 매력적인 동사 훌륭한 BM과 현금흐름에도 불구하고 현저히 저평가되어 있는 동사는 진주를 찾는 가치투자자에게 적합한 투자기회를 제공한다. [Point 1]을 통해 반도체 사이클을 크게 타지 않는 After market의 든든한 하방을, [Point 2]를 통해 다각화된 전방사의 수혜를 입을 동사의 업사이드를 알아보자.

## 투자포인트 - 지속가능한 고성장을 소개합니다

승계 리스크, 미흡한 주주환원에 놀린 주가와는 달리 전술했듯, 동사의 탑라인은 매년 우상향을 거듭했다. [Point 1]에서는 식각 공정의 발달에 구조적으로 성장하고 불황에 강해 역성장 하지 않는 동사의 성장이 지속가능함을 주장한다. [Point 2]에서는 중국, 일본향 매출이라는 새로운 성장동력을 바탕으로 고성장까지 이뤄낼 동사의 모습을 그려보며 동사가 **업황과 무관하게** 아름답게 지속 성장하는 기업을 찾는 가치투자자들에게 가장 적합한 선택지임을 주장한다.

### 구조적 성장은 불황에 흔들리지 않아 - Point 1

반도체 산업 성장에 올라타 성장을 지속하는 동사를 소개한다. 식각 공정의 고도화에 따라 동사의 Si 파츠는 더 많이, 자주 사용될 것이다. 여타의 반도체 기업들과는 달리 동사의 실적은 전방의 업황과 크게 관련없이 매년 우상향하여 가치투자에 적합함을 논한다. 불황에 강한 동사의 탁월한 이익 방어 능력을 알아보고, 압도적으로 저평가 되어 있음을 다시한번 상기한다.

#### 3.1. 식각 공정의 발달, Si 파츠 Long!

NAND의 경쟁력은 고단화에서 나온다

모든 메모리 제조사들은 한 단이라도 더 쌓기 위해 투자를 아끼지 않고 있다. 먼저, NAND의 경쟁력은 고단화에서 나온다. NAND 고단화는 같은 면적의 칩 위에 더 많은 데이터를 저장할 수 있게 하는데, 이 기술 개발에 성공하는 제조사에게는 큰 폭의 원가 절감과 생산성 향상이라는 선물이 안겨진다. 실제로 최근 SK하이닉스가 24년 양산화를 시작한 321단 1Tb TLC NAND는 이전 세대의 238단 512Gb NAND에 비해 생산성이 무려 59% 향상되었다.

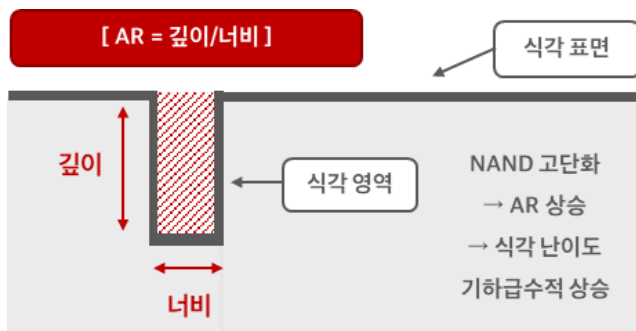
NAND 고단화 성공 여부를 결정하는 식각 공정 기술

NAND의 고단화는 AR의 상승이라는 어려운 과제를 항상 동반하는데, 이 과제의 해결책은 식각 공정 기술 개발에 달려 있다. AR은 NAND 홀의 깊이를 너비로 나눈 비율로, HAR은 홀이 매우 깊고 가늘을 의미한다. NAND의 단 수가 높아질수록 AR도 함께 높아지는데, AR이 조금만 상승하더라도 이를 처리하기 위한 식각 기술의 난이도는 기하급수적으로 높아진다. [도표 3-1.]

NAND의 AR 상승은 식각 횟수를 늘린다

또한, NAND 개발에 따른 AR의 상승은 식각 시간과 횟수를 배로 늘리고, 전공정에서 식각이 차지하는 비중은 점점 더 확대되고 있다. 현재 대부분의 메모리 제조사들이 96단 이상의 NAND에서 채택하고 있는 Double Stack은 한 번에 식각을 진행하기에는 너무 AR이 높은 제품을 두 단계로 나누어 처리하는 방식이다. 기술 개발이 가속화됨에 따라 이마저도 기술적 한계를 드러내기 시작했고, 삼성전자는 25년 하반기 양산 예정인 V10에는 Triple Stack이 사용됨을 밝혔다. AR 상승은 식각 공정의 정밀도를 높일 뿐 아니라 식각 횟수 역시 늘리는 것이다. [도표 3-2.]

도표 3-1. AR의 개념



출처: SMIC 4팀

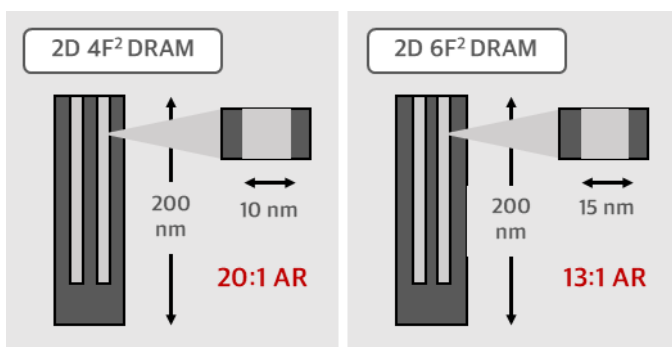
도표 3-2. 주요 NAND 제조사 Tech Node

	Single Stack		Double Stack			Triple Stack
삼성전자	96	128	176	236	286	400+ (예정)
SK하이닉스	96	128	176	238	321	
	Double Stack					Triple Stack

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

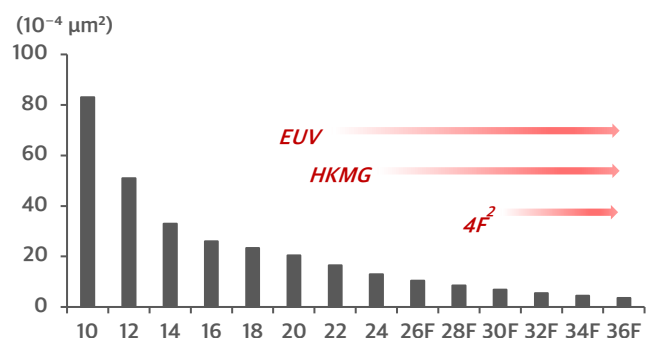
DRAM도 기술이 발전할수록 식각 공정 비중 증가	DRAM 역시 기술이 발전할수록 AR 상승과 식각 공정 비중 증가로 이어질 수밖에 없다. DRAM의 경쟁력은 트랜지스터의 면적을 줄여 셀의 집적도를 높이는 것에 있는데, 트랜지스터의 면적 축소는 곧 홀의 너비가 줄어들고 그로 인해 AR이 상승함을 의미하기 때문이다. 최근에는 AR이 20:1인 4F <sup>2</sup> 트랜지스터 기술이 개발되고 있는데, 이는 결국 AR이 13:1이었던 6F <sup>2</sup> 기술에 비해 훨씬 더 정교한 식각 공정을 필요로 하게 된다. [도표 3-3.]
AI 기술개발 아래 DRAM 집적화 고도화	AI 기술 개발이라는 불가항력적이고 거대한 시대의 흐름 아래 DRAM 집적화 기술은 필연적으로 빠르게 고도화되어 왔고, 앞으로는 그 속도가 더 빨라질 것이다. EUV(극자외선 노광), HKMG(하이-K 메탈 게이트 공정)와 같은 혁신적 기술의 등장은 기술 성장의 촉매가 되어 기술 개발을 가속화시키고 있다. 실제로 5년 전 약 23.4x10 <sup>-4</sup> μm <sup>2</sup> 에 달했던 DRAM 셀의 크기는 현재 약 13x10 <sup>-4</sup> μm <sup>2</sup> 로 무려 44%나 축소되었다. [도표 3-4.]
고도화된 공정 과정은 건식 식각만 가능	이처럼 공정 난이도가 급격히 높아져버린 메모리 반도체들을 감당할 수 있는 식각 방식은 건식 식각뿐이다. 실제로 주요 제조사들의 반도체 회로 선폭이 10 나노미터 이하로 떨어지기 시작한 1970년대부터 높은 기술력을 요하는 식각 공정에서는 습식 대신 건식만이 사용되어 왔으며, 지난 5년 간 건식 식각 장비 시장은 33.5%의 큰 폭으로 성장했다. 이는 건식 식각이 수직적이고 집중적인 식각을 가능하게 하는 이방성을 갖기 때문인데, 습식 식각은 등방성으로 작동해 깎지 말아야 할 홀의 주변 부분까지 깎기에 정밀도가 현저히 떨어진다.
Si 파츠는 건식 식각 성능을 좌우한다	그리고 Si 파츠는 건식 식각의 성능을 결정하는 가장 중요한 부품 중 하나이다. Si 파츠는 플라즈마 가스의 균일도를 제어하는데, 플라즈마 가스가 불균일해질 경우 웨이퍼에 따라 식각 깊이가 달라져 패턴 모양이 일정하지 않게 되고, 이는 불량 칩 발생과 특성 편차로 이어진다. 실제로 Etch Uniformity(식각 균일성)는 식각 공정 장비의 성능을 평가하는 가장 중요한 품질 지표 중 하나인데, 플라즈마 균일성, 가스 유량 제어, 전극 설계 등에 의해 결정된다. 식각 균일성은 보통 5nm 노드에서 허용 가능한 변화는 0.5nm 미만밖에 되지 않을 정도로 까다롭다.
<b>3.2. 가치투자자들이여, After market을 주목하라!</b>	
장기 투자에는 After market이 적합	새로운 반도체 기술이 개발될 때 선제적으로는 Before market의 수혜가 나타나지만, 장기적으로는 After market이 더 크게 성장한다. 신기술 도입 초기에는 장비사의 퀵테스트를 통과한 Before market의 부품이 약 1~2년의 유지 관리 계약 기간 동안 확정적으로 납품된다. 하지만 공정이 양산에 돌입한 후 수율이 점차 안정화되고 장비사와의 계약이 끝나면 제조사들은 After market으로 눈을 돌리기 시작한다. 새로운 기술에 즉시 반응하는 시장은 Before market일 지 몰라도, 결국 제조사들은 After market으로 향할 것이기에 장기적 투자에는 후자가 더 적합하다.

도표 3-3. AR의 개념



출처: SMIC 4팀

도표 3-4. 주요 NAND 제조사 Tech Node



출처: 언론 종합, SMIC 4팀

실제로 After market 매출이 안정적이고 큰 폭으로 우상향

실제로 지난 5년 간 주요 Before market 부품사 하나머티리얼즈, 티씨케이의 매출이 각각 62.5%, 60.9% 성장할 때 동사의 매출은 무려 161%나 성장했다. 동사의 매출액 성장률은 Before market 기업들의 2.5배가 넘는다. 심지어 동사는 동기간 단 한 번도 연 매출액이 감소하지 않고 꾸준히 매년 6% 이상의 성장률을 보이며 안정적으로 성장했다. [도표 3-5.]

동사 매출의 아름다운 우상향은 필연적이다

동사의 안정적으로 우상향하는 매출 성장은 결코 우연이 아니다. 동사의 이러한 성장이 반도체 시장의 두 가지 거대한 흐름에 따른 필연적 결과이고, 앞으로 그 흐름들이 더 거세짐에 따라 동사의 성장 기울기도 더욱 가팔라질 수밖에 없음을 살펴보자.

1) 고출력 플라즈마로 부품 교체 주기 단축

첫번째 흐름은 식각 기술 고도화가 불러온 강한 플라즈마와 그로 인한 부품 교체 주기 단축이다. 전술했듯 반도체 기술의 고도화와 미세화는 AR을 상승시키고 식각 공정의 난이도를 대폭 높인다. 그리고 이를 해결하기 위한 방법은 고출력 플라즈마에 있다. 고출력 플라즈마를 이용하면 보다 강력한 이온에너지로 건식 습각을 진행할 수 있고, 이를 통해 정밀도를 높일 수 있다.

고출력 플라즈마는 선택비가 높다

식각 기술 고도화라는 문제의 핵심은 '선택비'이기에 답은 고출력 플라즈마 가스로 귀결될 수밖에 없다. 선택비는 식각하려는 물질의 식각 속도를 보호해야 하는 물질의 식각 속도로 나눈 것이다. 즉, 선택비가 높다는 것은 타겟 물질만 정확히 식각할 수 있음을 의미한다. 고출력 플라즈마 가스를 이용하면 고밀도의 강력한 플라즈마로 홀을 식각해 선택비를 높일 수 있다.

단단한 물질일수록 선택비를 높인다

그 이유는 각각 단단한 마커와 부드러운 색연필로 원을 색칠하는 상황을 연상해보며 이해할 수 있다. 마커로는 손쉽게 원 밖을 벗어나지 않게, 깔끔하게 색을 칠할 수 있는 반면, 색연필을 이용하면 계속 원 밖을 벗어나게 된다. 이처럼 고밀도의 플라즈마 가스로 식각을 진행하면 정확히 원하는 부분만 공략해 불량품을 줄여 공정 전체의 수율을 높일 수 있다.

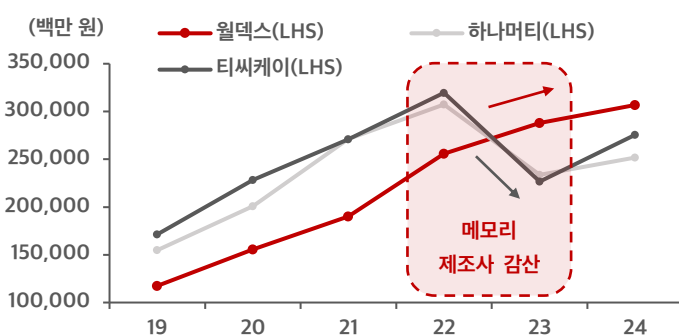
웨이퍼 주변 부품 마모로 교체 주기 단축

그런데 플라즈마의 강한 에너지는 포커싱 링 같은 웨이퍼 주변의 부품들에도 부딪히며 빠르게 마모시킨다. 실제로 17년 30일 이상이었던 SI 파츠 교체 주기는 꾸준히 감소하여 24년 약 12일까지, 절반 이하로 단축되었다. 앞으로도 플라즈마 에너지가 더 강해지면 부품에 부딪히는 이온에너지 역시 더 강해질 것이고, 식각 장비 Chamber 내 장비들의 교체 주기는 빠르게 단축될 것이다. 실제로 부품 마모 속도가 너무 빨라져 주기적인 부품 점검으로는 모두 확인하기 어려워지자 Lam Research와 같은 장비사에서는 실시간으로 마모 정도를 체크하는 기술들을 개발하고 있다.

After market으로의 신규 유입도 증가

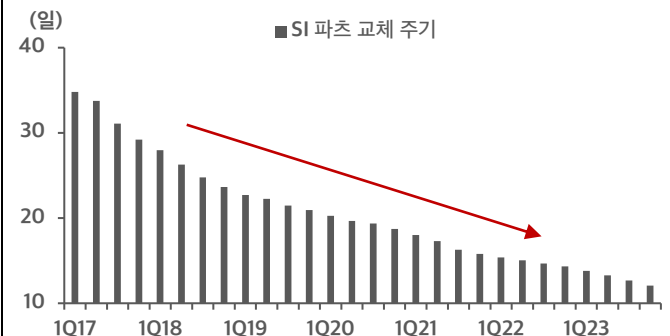
부품 교체 주기가 짧아짐에 따라 기존 고객사들이 동사의 부품을 더 자주 구매할 것임은 당연하고, 원가 절감 유인이 더욱 강해져 Before market 부품에서 동사의 부품으로 전환하는 제조사 역시 빠르게 늘어날 것이다. 교체 주기가 빨라질수록 Before market 부품을 채택할 때의 비용 부담이 After market 부품을 채택할 때에 비해 점점 더 커질 수밖에 없기 때문이다. [도표 3-6.]

도표 3-5. Before market 기업들과 동사 매출 비교



출처: Dart, SMIC 4팀

도표 3-6. SI 파츠 교체 주기



출처: Omdia, SMIC 4팀

2) 식각 장비 신제품 개발 가속화되고 있다  
**동사 매출의 안정적 우상향을 보장하는 두 번째 반도체 시장의 흐름은 NAND와 DRAM의 고속 성장에 발맞춰 식각 장비의 신제품 개발이 가속화되고 있다는 것이다.** 글로벌 식각 장비 시장에서 50% 점유율을 차지하고 있는 미국 LamResearch는 20년 전까지 새로운 시리즈 출시 없이 약 2년 주기로 기존 모델을 업그레이드하는 방식으로 제품을 출시했다. 그런데 20년 균일도를 크게 높인 Sense.i를 시작으로, 24년 HAR에 특화된 장비인 Lam Cryo 3.0, 바로 1년 뒤인 25년 장비 지능화 플랫폼을 갖춘 Akara를 출시하며 더 혁신적인 기술을, 심지어 더 빠르게 출시하고 있다. 현재 빠르게 증가하고 있는 신제품은 수율 안정화 기간에 해당하는 1~2년이 지난 후 고스란히 After market의 수요로 들어올 것이다. [도표 3-7.]

한 번 After를 택하면 다시 Before로 돌아가지 않는다  
**이처럼 점점 더 빠른 속도로, 더 많이 After market(이하 After)으로 쏟아질 제조사들, 심지어 이들은 한 번 들어오면 나가지 않는다.** 부품 공급처를 Before market(이하 Before)에서 After로 한 번 전환한 제조사는 다시 전 공급처로 돌아갈 이유가 전혀 없다. 우선, After의 장비는 Before 보다 무려 20%나 저렴하다. 안정적 수율 확보를 위해 조금이라도 마모된 부품은 약 11일마다, 수시로 교체되어야 함을 고려할 때, After 채택이 가져다주는 비용 절감 효과는 달콤하다. 이 달콤함을 한 번 맛 본 기업은 다시 막대한 비용이라는 쓴 맛의 Before를 선택할 수 없다.

이미 수율이 잡힌 공정은 Before를 선택하지 않아도 된다  
**Before의 주된 채택 유인은 수율 안정화인데, After로 전환했다는 사실 자체가 이미 공정이 성숙화되어 수율이 잡혔음을 의미한다.** 이를 아기 전용 용품에 비유해 이해해 보자. 아기가 예민하고 면적이 약할 때는 비싸더라도 아기 전용 용품을 사용한다. 그런데 시간이 흘러 충분히 면역력이 형성되었다고 판단하면, 쉽게 구할 수 있는 일반용 제품을 사용해도 무리가 없다. 이미 공정이 충분히 성숙화 되어 수율이 잡혔을 때, 굳이 20%이상 비싼 Before 제품을 쓸 이유는 없다. 순수한 성능 면에서도 둘의 차이가 지속 좁혀지고 있어 이 선택은 지속 강화될 것이다.

수율이 60~80%이면 비용절감 시작  
**실제로 수율이 60~80% 이상으로 안정화되면 제조사들은 After market 채택을 본격화하기 시작한다.** 24년 4월부터 양산을 시작한 삼성전자의 v9 기술은 현재 60% 이상의 수율을 안정적으로 유지하고 있어 After market 채택을 늘릴 계획이다. TSMC 또한 24년, 목표 수율 달성 이후 고성능 칩의 원재료비를 30% 이상 감축하겠다고 발표하기도 하였고 인텔도 25년 80억 이상의 절감을 이뤄낸다고 했음에, After market의 시장 크기는 지금도 계속 커지고 있다.

전방의 막대한 수요가 After market의 온기로  
**25년 2월 양산을 시작한 SK하이닉스의 1c DRAM 수율 또한 5월 기준 80% 이상으로 안정화되었다.** 실제 SK하이닉스의 25년 1분기 매출은 무려 42%나 성장했는데, 1c 기술을 이용한 DDR5 판매가 상당부분 기여한 것으로 밝혀졌다. 이처럼 시장의 뜨거운 수요를 경험했고 앞으로도 그러한 제품들이 Before market과의 계약이 풀린 후 그 막대한 수요의 온기가 After market, 동사에게로 퍼지는 확실한 미래는 지속가능한 성장의 거대한 근거가 된다. [도표 3-8.]

도표 3-7. Lam Research 주요 장비

Lam Research 주요 장비		
출시 연도	장비명	주요 성능
2004	Exelan Flex	다중 주파수 기반 고밀도 플라즈마
2006	Versys Kiyō	Waferless Auto-Clean 기술 도입
2009	Flex D	AMMP 기술을 이용해 선택비 개선
2010	Flex E	전 시리즈 대비 높은 선택비
2014	Kiyō E	전 시리즈 대비 높은 속도
2020	Sense.i	최첨단 개발용 고밀도 고정밀 장비
2024	Lam Cryo 3.0	극저온 유전체 식각 기술
2025	Akara	현존 식각 장비 중 가장 높은 Etch Uniformity

출처: Lam Research, SMIC 4팀

도표 3-8. 주요 제조사 메모리 개발 현황

주요 제조사 메모리 개발 현황			
제조사	기술	양산 시작 시점	수율
마이크론	276단 NAND	2024. 7	안정(구체적 수치 미공개)
	1γ	2025. 12(예정)	안정(구체적 수치 미공개)
삼성전자	V9	2024. 4	60% 이상
SK하이닉스	1b	2024. 10	70% 이상
	1c	2025. 2	80% 이상
	321단 NAND	2026.2 (예정)	안정(구체적 수치 미공개)

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

## 3.3. 불황도 버텨내는 단단한 BM

안개 낀 반도체 섹터  
식각 공정 부품을 주목

현재 반도체 섹터는 트럼프의 관세 언급, AI 버블 우려, 글로벌 시장을 뒤흔드는 중국 반도체, 이 세 겹의 거대한 안개 뒤에 가려져 그 형체를 알아보기 어렵다. 이를 방증하듯 미국 빅테크와 우리나라 주요 반도체 기업들의 주가는 화려했던 과거가 무색하게 횡보하고 있다. 그러나 그 안개 뒤에서 곳곳이 빛을 내고 있는 존재가 있으니, 식각 공정 부품 시장이다.

수율과 미세화는 반드시 사수한다

아무리 업황이 좋지 않아도 메모리 반도체 업체들은 반드시 끝까지 수율과 미세화는 사수해야 한다. 수율이 낮아지면 불량률이 많아지고 비용이 증가하며 수익성이 급격하게 악화되기 때문이다. 또한, 수율을 높게 유지해야 고객사 납품 기한을 맞출 수 있어 이는 고객사 확보 측면에서도 매우 중요하다. 그리고 미세화 수준이 낮아짐은 곧 제품 경쟁력이 떨어짐을 의미하는데, 이로 인해 해당 제품이 시장에서의 M/S를 잃으면 점점 재고가 쌓이게 된다. 이렇게 공급 과잉 상태가 되면 메모리의 ASP가 빠르게 떨어지며 산업 전반의 수익성 저하로 이어진다.

업황이 부진해도 식각 부품 투자는 유지

그래서 After market 매출은 불황에도 견고한 성장을 보여준다. 제조사들이 급격히 CapEx 투자를 줄였던 22년, Before market 매출은 바로 반등해 급락했다. 그러나 After market 동사는 이후 약 1년 이상 기존의 매출액 상승 기울기를 안정적으로 유지했다. 제조사들이 신규 장비 도입을 줄이더라도, 동사는 기존 장비 향 부품 공급을 지속했기에 매출이 안정적으로 발생했고, 심지어 과거 신규 장비들의 계약 기간이 지남에 따라 After market으로의 전환이 이루어지며 추가적인 매출 성장까지 발생할 수 있었다. [도표 3-9.]

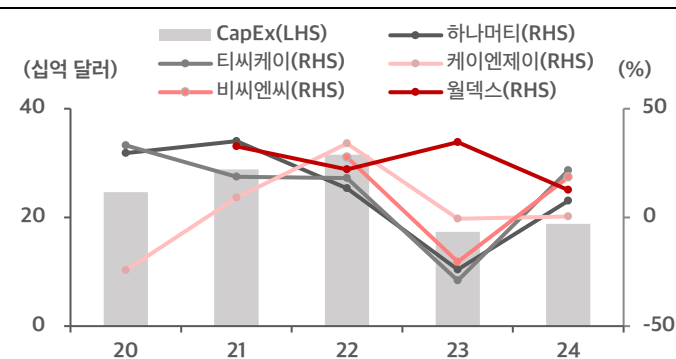
After market은 불황일 때 빛을 발한다

After market의 가장 큰 매력인 가격 경쟁력은 업황이 부진할 때 오히려 빛을 발한다. 업황 부진으로 재고가 쌓여 공급 과잉 상태가 되고, 수익성이 낮아지면 제조사들은 비용 절감을 피할 수 없게 된다. 그리고 비용 절감 시 수 있는 교체 주기가 짧은 소모품들의 비용을 먼저 줄이게 되는데, 수율을 지켜내기 위해서는 소모품을 자주 교체해 성능을 계속 높게 유지해야 하기 때문에 교체 주기를 늘릴 수는 없다. 그렇다면 남은 방법은 오직 하나, 비교적 저렴한 부품을 채택하는 것이다. Before market은 불황 속 제조사들을 위한 구세주다.

22년 감산 때에 비해 더 큰 수혜 받을 것

22년에 비해 현재는 식각 공정이 훨씬 복잡해졌고, 그에 따라 식각 장비의 부품 회전율이 비약적으로 높아져 C입박이 심해졌기에 더욱 더 After market을 채택할 유인이 강해졌다. 장비사들의 코멘트를 통해 당분간 제조사들의 CapEx 투자가 저조할 것이며, 당분간 메모리 반도체의 업황은 가능하기 어려워졌다. 제조사들의 CapEx 감축 코멘트를 보면, 기존 생산량은 유지하되 장비에 대한 추가 투자를 최소화하는 방향으로 이루어질 예정이다. 결국 기존 장비 부품에 비용을 줄이기 위해 After market 채택을 늘릴 수밖에 없는 것이다. [도표 3-10.]

도표 3-9. 제조사 CapEx 변화와 부품 기업 매출액 증가율



출처: TechInsights, Dart, SMIC 4팀

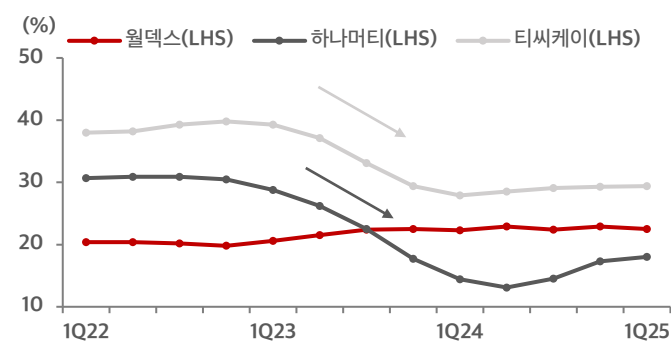
도표 3-10. 글로벌 장비사의 전공정 CapEx 전망 관련 발표

글로벌 장비사의 전공정 CapEx 전망 관련 발표	
기업명	발표 내용
Applied Materials	AI 시장 개화의 수혜를 받지 못하는 고객사는 CapEx 확장의 니즈가 없기 때문에 장비 주문 감소할 것
Lam Research	중국의 전공정 장비 투자 둔화될 것
Lasertec	EV 시장의 투자 둔화 영향으로 고객사의 투자 저조
DISCO	최종 IT 제품 수요 회복세는 기대보다 완만함

출처: 언론 종합, SMIC 4팀

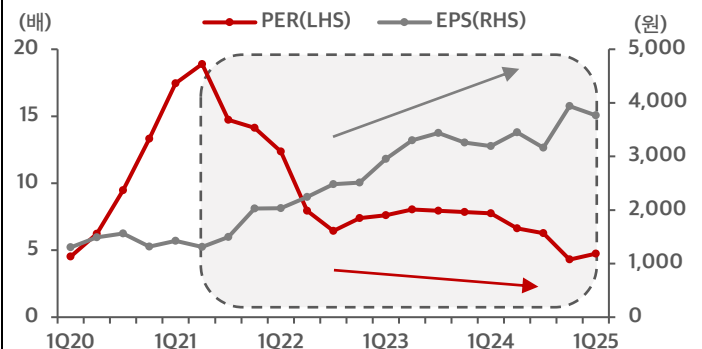
지속 After market 채택률을 높여옴	실제로 Micron,SK하이닉스는 불황을 거치며 지속 공격적으로 After market 채택률을 높여와 24년 기준 60%에 육박하는 채택률을 가지고 있기도 하다. 삼성전자는 품질 보전을 이유로 After market 채택을 꺼려왔지만 Before, After 간의 기술 격차가 빠르게 줄어들며 22년부터는 After market 채택을 빠르게 늘리고 있다. 압도적으로 성장하는 중국의 반도체 업체들 또한 23년부터 본격 After market을 채택하기 시작했음에 After market의 시장 크기는 점점 확장되고 있다.
훌륭한 실적에 걸맞지 않은 낮은 PER	전술했듯, 단 한번도 역성장하지 않고 앞으로의 안정적 성장도 보장되어 있는 동사는 Peer들에 비해 극도로 저평가되어 있다. Before market 부품사들은 22년 전방사 수요 감소에 따라 영업이익률이 급격히 하락하는 등 다소 불안정한 실적을 보이고 있다. After market 부품사들의 경우에도 Before 만큼은 아니지만 동사를 제외하고는 실적의 등락이 있었다. 하지만 동사의 영업이익은 After market의 특성과 [Point 2]에서 후술할 동사만의 강점을 바탕으로 꾸준히 성장해왔다.
Before market 에 비하면 하락폭 미미	22년 전방사들의 감산의 영향으로 다소 감소한 23년의 영업이익은 하나머티리얼즈와 티씨케이 같은 Before market 부품사들의 하락 정도에 비하면 미미한 수준이다. 22년 감산 직후 하나머티리얼즈는 1년 간 영업이익률이 무려 24% 감소했고, 티씨케이는 약 14% 감소한 후 계속 회복하지 못하고 있다. 하지만 동사는 감산의 영향이 반영된 23년 3분기 딱 한 번 약 10% 감소한 후 바로 다음 분기에 역대 최고의 영업이익률을 보이며 빠르게 회복하는 모습을 보였다.
Peer에 비해 터무니 없이 낮은 PER	그런데 25년 5월 기준 하나머티리얼즈와 티씨케이의 PER은 각각 15.7배, 13.42배인 반면 동사의 PER은 터무니 없이 낮은 5.05배이다. 심지어 30~40%의 큰 영업이익률 변동폭을 보이며 불안정한 실적을 보이고 있는, After market Peer 케이엔제이 역시 10.92배로 동사에 비해 매우 높은 PER을 받고 있다. 여타 반도체 기업들과 비교해도 뛰어난 실적을 보이고 있는 동사는, 반도체 기업 평균 PER인 9.48배에 비교해도 절반 정도밖에 되지 않는다. [도표 3-11.]
계속 디커플링되는 EPS와 PER	실제로 동사의 EPS와 PER은 21년 3분기 이후 계속 디커플링되고 있다. EPS는 꾸준히, 빠른 속도로 상승해왔으나 PER은 완전히 반대 방향으로 움직여왔다. 21년 2분기 20배에 가까웠던 PER은 25년 5월 현재 4분의 1밖에 되지 않는다. 반도체 기업들이 전체적으로 낮은 Value를 받고 있으나, 동사는 정말 터무니없는 Value를 부여받고 있다. [도표 3-12.]
가치 투자자에게 큰 수익을 가져다줄 것	전술했듯, 부진한 업황이 지속되어도 메모리 고단화와 미세화 기술 개발은 계속될 것이고, 제조사들은 수율을 지켜내야만 한다. 여러 거대한 안개들 속에 가려져 저평가 받고 있는 반도체 시장 속에서 곳곳이 빛나고 있는 동사를 발견하는 가치 투자자는 장기 투자 끝에 폭발적인 수익을 얻을 수 있을 것이다. 그리고 항상 아름답게 우상향을 그려왔던 동사의 성장 그래프, 앞으로는 해외에서 성장동력을 추가로 얻어 그 기울기가 더욱 가팔라질 예정이다. [Point 2]에서 알아보자.

도표 3-11. Before market 기업과 동사의 영업이익률



출처: Dart, SMIC 4팀

도표 3-12. 동사 PER과 EPS



출처: Dart, Bloomberg, SMIC 4팀

## 안정성 받고, 성장동력도 없어 - Point 2

동사가 아름다운 성장 곡선을 그릴 수 있게 만든 주 요인에는 전술한 After market의 구조적 성장만이 아니라, 넓은 고객 포트폴리오를 통해 어떤 상황에도 성장의 실마리를 잡을 수 있다는 점도 있다. Point 2를 통해 작금의 동사가 방대한 고객 포트폴리오 중 어디에서 성장동력을 찾았는지, 이를 가능케 한 동사의 경쟁력이 무엇인지 알아보자.

### 3.4. 'World'ex, 이번에는 중국으로 레벨업!

1기 무역분쟁  
당시에도 실적 방어

동사는 오랜 업력과 특유의 해외 영업력을 바탕으로 국내외, 메모리/시스템 반도체를 가리지 않고 넓은 고객 포트폴리오를 가지고 있다. 동사는 이를 바탕으로 위기가 찾아올 때마다 새로운 성장동력을 찾아왔다. 과거 SK가 솔믹스를 인수하여 SK향 MS를 빼앗겼던 시기에는 삼성전자를 통해 성장하였고, 19년 미중 무역분쟁으로 인한 반도체 다운사이클에서는 인텔 등 북미 고객사향 매출이 성장을 견인하며 오히려 전년 대비 11.3% 성장하였다.

성장의 바탕은  
중국에게로

이처럼 동사는 수많은 고객 중 각 시점별로 초과성장을 누리는 고객에 집중하여 끊임없이 성장 기회를 모색할 수 있는, 일종의 '치트키'를 가진 기업이다. 그리고, 최근 3년간 동사의 성장을 이끌었고 근미래까지 동사의 가장 강력한 성장동력으로 작동할 고객은 중국 반도체 기업이다. 동사의 중국 매출은 22년부터 24년까지 3년간 172% 성장하며 동기간 매출 성장률 20%를 크게 상회하였다. 삼성전자 등 한국 반도체 제조사의 중국 Fab에 대응하는 물품도 있으나, 결국 중국 매출 성장을 이끈 것은 로컬 OEM들의 After market 식각 파츠 수요 증가이다. [도표 3-13.]

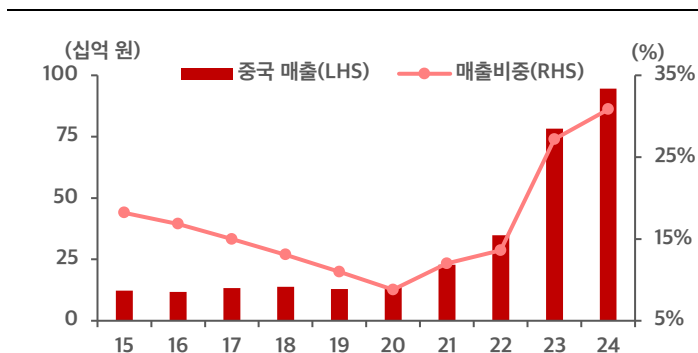
반도체 규제로  
강해지는 중국 반도체  
굴기

중국은 국가 차원에서의 적극적인 지원을 바탕으로, 지난 몇 년간 업황을 가리지 않고 공격적인 CapEx를 집행해왔으며 그 기초는 앞으로 수 년간 이어질 것이다. 하이엔드 AI 칩 수출금지, 선단공정 활용 반도체 장비 수출제한 등 몇 년간 대중국 반도체 규제의 수위가 높아지면서 그 속에서 중국의 반도체 굴기는 역설적으로 가속화되고 있다. 미국의 기술봉쇄 전략이 기폭제가 되어 국가 차원에서 기술 국산화 및 공급망 자립화 이니셔티브를 강화하고, 강력한 기술 혁신 및 산업 체질의 변화를 유도하는 상황이다. 지난 해 중국 반도체 기금 규모에서 이를 엿볼 수 있다.

역대급 규모의  
반도체 기금 편성

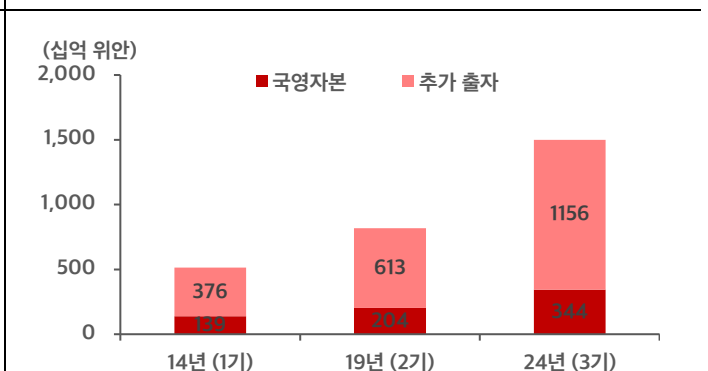
지난 해 중국은 그야말로 역대급 규모의 반도체 기금 설립을 공식화하였다. 중국은 14년 반도체 기금 1기 조성 이후 5년 단위로 반도체 기금을 조성하며 이를 통해 반도체 산업을 국가 중점산업으로 육성함과 동시에 자금률을 끌어올리고 있다. 24년 5월 출범한 3기 반도체 기금에는 약 3,440억 위안의 정부 및 국영기업 자본을 포함하여 총 1.5조 위안(약 287조 원)의 사회자본이 유입될 전망이며, 올해부터 본격적으로 3기 기금의 집행이 시작될 것이다. [도표 3-14.]

도표 3-13. 동사 중국 매출 및 중국 매출비중



출처: DART, SMIC 4팀

도표 3-14. 중국 반도체 기금 출자 규모



출처: 중국민생증권, SMIC 4팀

이어지는 칩메이커의 CapEx/CAPA 확장

막대한 규모의 기금 집행에 힘입어, 중국 칩메이커 3사(SMIC, CXMT, YMTC)의 CapEx 또한 역대 최대 규모인 165억 달러로 전망된다. 현재의 CapEx 투자가 수년 후 After market 규모 확대로 이어진다는 점에서, 적어도 향후 수년간 중국향 After market 시장이 호황을 보일 것임은 자명하다. 이와 동시에 지난 수년간 누적된 CapEx와 가동률 상승의 결과로 중국 3사의 Wafer CAPA 역시 가파르게 우상향하며 식각 파츠에 대한 수요도 가파르게 늘고 있다. [도표 3-15.]

Why After market?  
- 원가 절감 니즈

중국 반도체 기업들의 원가 절감 필요성이 높다는 점은, 동사와 같은 After market 플레이어들에게 더 많은 기회를 제공한다. 규제로 인해 중국은 ASML의 EUV 장비를 필두로 선단공정에 이용되는 반도체 장비를 반입하지 못하는 상황이며, 비록 빠른 속도로 개선되고 있다지만 이로 인해 한국, 대만 등 경쟁국에 비해 낮은 수율로 메모리 반도체를 생산하는 실정이다. 이에 더해, EUV 공정을 이용할 수 없어 이를 대신해 여러 번의 식각을 거쳐야 하는 DUV 멀티패터닝 공정을 사용하기 때문에 동일 생산량 당 소모되는 식각 파츠의 Q 또한 높아질 수밖에 없다. 원가율 절감이 간절한 상황에서 사용량 많은 식각 파츠의 애프터마켓 활용도는 떨어지지 않을 것이다.

반도체 장비 유지보수 규제로 높아질 After market 침투율

여기에 더해 미국이 중국으로의 첨단 반도체 장비 수출 뿐만 아니라, 장비사의 유지·보수까지 규제하며 After market의 파이가 증가했다. 미국은 지난 해 LAM, KLA, AMAT 등 자국 장비사의 중국 유지보수 서비스를 중단시켰다. 또한 트럼프 행정부는 올해 2월 일본(TEL) 및 네덜란드(ASML)과 중국 기업들에 대한 유지보수 서비스를 제한하도록 하는 방안을 논의한 바 있다. 실제로 AMAT의 1분기 중국 매출비중은 25%로 전년 동기 43%에서 크게 축소되었으며, 4분기부터 중지된 중국 유지보수 서비스로 인해 FY2025 약 5,600억원의 손실을 전망했다. AMAT, TEL의 중국 매출이 축소되면 그 빈자리에 파고드는 것은 동사와 같은 After market 플레이어이다.

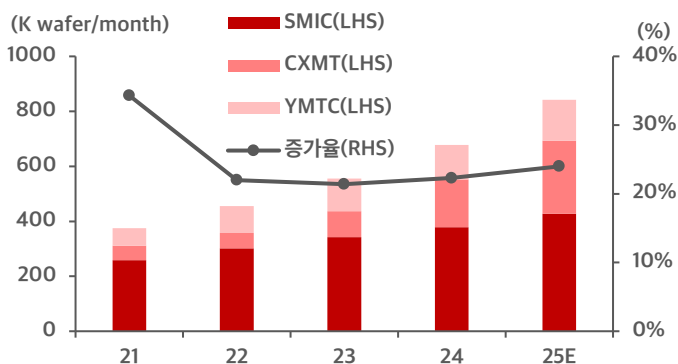
동사의 강한 중국 익스포저

이처럼 동사는 중국의 반도체 투자 확대 및 After market 채택률 증가라는 흐름에 탑승하여 현 반도체 업황에서도 성장을 누릴 수 있다. 실제로 동사는 지난 해 실적 기준 반도체 소재/부품 기업들 중 세번째로 높은 중국 익스포저를 가지고 있으며, 식각 파츠사 중에서는 Before market 및 After market을 통틀어 가장 높은 중국 매출비중을 보였다. [도표 3-16.]

우리한테까지 규제가 뻗을 걱정 無

반도체 장비 규제와 마찬가지로 대중 제재의 범위가 소재/부품까지 확산될 수 있으리란 우려가 존재하나, 이는 현실적으로 이루어지기 어려운 시나리오라고 판단한다. 식각 파츠는 1) 반도체 장비와는 달리 범용성이 높아 첨단 반도체 규제 대상인지 구분이 불분명하며, 2) Si ring, 쿼츠 등 각 카테고리 내에서도 세부적 부품 가짓수만 수만가지에 달해 현실적으로 지정이 어렵기 때문이다. 그 중에서도 After market은 장비사가 아닌 반도체 제조사와 직접 계약하기 때문에 Before market에 비해 더더욱 수출 규제의 대상으로 지정되기 어렵다.

도표 3-15. 중국 3사 Wafer CAPA (12인치) 추이



출처: Trendforce, SMIC 4팀

도표 3-16. 반도체 소재/부품 기업 중국 익스포저

소재/부품 중국 노출도 및 판매 품목		
기업	중국 비중	품목
에스앤에스텍	30~40%	DUV 블랭크마스크
코미코	32%	세정/코팅, 세라믹히터
월덱스	31%	Si Ring, Quartz 등
티씨케이	23%	SiC Ring
케이엔제이	20%	SiC Ring
에프에스티	20%	DUV 펄리클
한솔케미칼	10%	프리커서, 2차전지 바인더

출처: 각 사, SMIC 4팀

### 3.5. 중국을 넘어 일본까지!

일본향 매출  
\퀵템점프!

동사 매출의 구조적 성장을 이끌고 있는 것은 중국뿐만이 아니다. 4Q24 동사의 일본향 매출은 급격한 상승을 보이며 동사가 성장을 멈추지 않고 있음을 알렸다. 동사에 따르면 일본향 매출은 대부분 Kioxia향으로 발생한 것으로 단 한 번도 발생하지 않은 고객사향으로의 신규 발생 매출액 이기에 더 고무적이다.

Kioxia 매출 전망  
매추 긍정적

Kioxia는 NAND Flash 세계 3위 업체이면서, 일본 정부의 반도체 전략의 한가운데 있는 기업으로 동사의 Kioxia향 매출은 향후 총매출에서 의미있는 비중을 차지할 것이다. 올해 초부터 일본 정부는 전례 없는 대규모 경제 정책을 통해 차세대 반도체 공급망을 구축하고 있으며, 일본 정부가 설립한 선단 파운드리 합작법인 라피더스는 Kioxia를 포함해 토요타, 소니 등의 주도로 설립됐다. 특히 Kioxia는 최근 일본 정부로부터 반도체 시설 지원금으로 2,430억엔도 지급받은 바 있다. 비록 단기적으로 전방산업의 수요와 재고에 대한 우려가 존재해 현재 Kioxia도 BiCS8과 같은 전환 투자에 집중하고 있으나 중장기적인 방향이 우상향임은 의심의 여지가 없다.

NAND 기술을  
선도하는 Kioxia

또 최근 Kioxia가 최초로 300단을 초과하는 332단 NAND Flash 적층 기술을 개발해 양산을 앞두고 있다는 점도 동사에 긍정적이다. 투자포인트에서 상술했듯 NAND의 단 수가 높아질수록 AR이 상승하고 식각 횟수는 증가한다. 따라서 비용 절감을 위해 Kioxia의 After market향 수요는 자연스럽게 높아질 수밖에 없고 동사는 그 수혜를 직접적으로 받게 될 것이다. [도표 3-17.]

### 3.6. 비메모리(시스템) 반도체로 안정성과 성장성 +

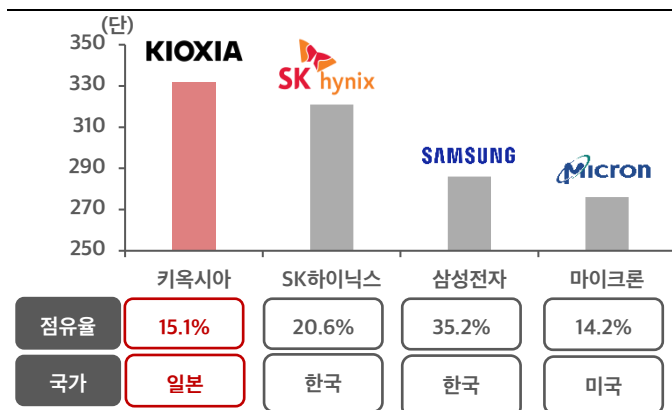
압도적인  
비메모리 비중

마지막으로, 비메모리 매출 비중이 10% 미만인 국내 After market 경쟁사들과는 달리 동사는 30%이상의 매출비중을 가지고 있어 실적 안정성과 성장성 모두에서 강점을 지닌다. 비메모리 반도체는 기본적으로 스마트폰, 자동차, 통신장비 등 사업 전반에 걸쳐 활용도가 높아 메모리 반도체에 비해 경기 민감도가 낮다. [도표 3-18.] 또 동사의 비메모리향 고객사 수는 200개가 넘어 10개 남짓인 메모리향 고객사 수보다 훨씬 많다. 고객이 다양화 되어있다는 것은 각 고객사의 수요에 따라 매출이 민감하게 변동하지 않는다는 의미로 동사기 비메모리 반도체 시장 전반의 고속 성장에 안전하게 탑승해 수혜를 온전히 볼 수 있음을 함의한다.

비메모리에서  
Si 파츠 성장 지속

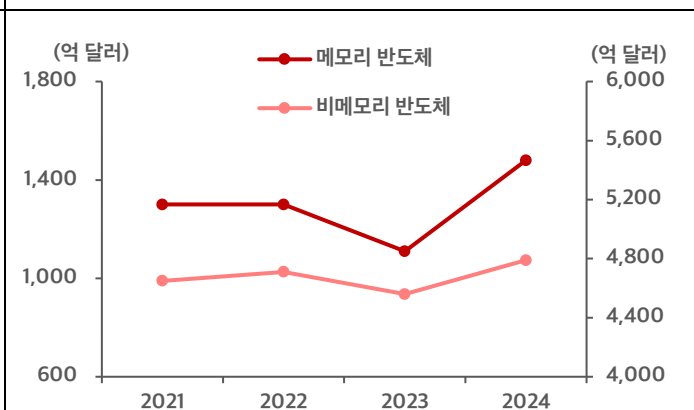
비메모리 공정 또한 메모리와 같이 선평 미세화, 공정 복잡도 증가가 진행중이기에 Si 파츠의 고속 성장은 지속될 것이다. 특히 비메모리 반도체의 경우 메모리보다 훨씬 낮은 오염 허용치를 요구하고 교체 주기도 빨라 비메모리 시장을 선점한 동사의 수혜 강도는 매우 높다.

도표 3-17. KIOXIA NAND 개발 현황



출처: 각 사, SMIC 4팀

도표 3-18. 메모리, 비메모리 시장규모 추이



출처: Bloomberg, SMIC 4팀

## 3.7. 독보적 경쟁력, 담보된 지속가능성

장기적 성장  
+ 지속가능성

지금까지 식각 공정의 발달과 함께하는 동사의 구조적 성장일로와 중국, 일본향 사업의 매력적인 고성장 스토리까지 알아보았다. 그렇다면 이제 마지막으로 동사의 아름다운 장기 성장 스토리가 정말 '지속' 가능한지, 타사가 침범할 가능성은 없는지 확인하며 성장 스토리를 완성해보자.

고객사들의  
Lock in

먼저, 동사를 한번 선택한 Fab들은 동사와 지속 거래관계를 유지하며 Lock in 될 것이다. 동사 성장의 주축인 Si 파츠는 단순한 소모품이라는 오해와는 달리 기술집약적이고 고객에 따라 커스터마이징 되어야한다. 각 Fab은 플라즈마 파워, 온도 조건, 고정 시간이 서로 달라 단순 복제품이 아니라 장비와 공정환경에 최적화된 설계와 후가공이 필요하다. 실제로, Fab에 납품되기 위해서는 보통 6개월~1년 사이의 고강도 검증 프로세스를 거칠 정도로 커스터마이징의 과정은 험난하다. 때문에 고객사 입장에서는 굳이 지리한 검증 프로세스를 타사와 반복할 유인이 전혀 없다.

기술적 난이도 ↑  
Lock in 효과 ↑

Si 파츠는 주로 플라즈마 가스가 분사되는, 오염 민감도가 가장 높은 부분에 사용되기 때문에 기술적 난이도가 높아 한번 거래를 맺은 상대방과 동행할 수밖에 없다. 부적합한 Si 파츠가 공정에 사용되면 식각 속도와 증착 두께에 변화를 주고 불균일한 결과물을 내어 수율이 떨어지고, 최악의 상황에는 균열 또는 파손을 일으킬 수도 있다. Fab 입장에서 검증되지 않은 새로운 Si 공급처와 계약을 맺음은 큰 리스크를 동반한다는 의미이다.

이미 수많은 고객사  
확보 완료!

결국, 동사가 이미 글로벌 Fab 대부분에 Si 파츠를 납품하고 있다는 사실 자체가 타사가 침범할 수 없는 해자가 되고, 장기 우상향의 강력한 근거가 된다. SK하이닉스, 삼성전자, Micron, CXMT, Kioxia 등 동사의 Si 파츠를 선택하지 않는 Fab은 글로벌리 거의 없다. [도표 3-19.] 독보적 기술 경쟁력을 가지고 있었기에 최고의 고객사들에게 납품할 수 있었고, 그 레퍼런스가 다시 동사의 해자가 되는 성장의 선순환이 완성되어 동사의 성장은 구조적, 장기적이다. 고객사 다변화는 CR 방어 측면에서도 매우 유리하다. 동사는 75%미만(기술적으로 85%가 최대)의 가동률을 기록한 적이 없고, 한정된 물량을 고객사들에게 분배해야 하기 때문에 심한 CRI이 요구되면 거래를 일시적으로 중단하는 강수를 둘 수 있어 고객사도 무리한 CR 요구가 부담스럽다. [도표 3-20.]

고성장하는  
중국 반도체 선점

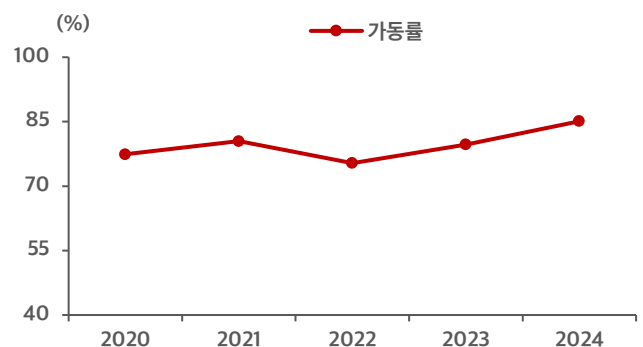
특히 전술했듯 고성장하는 중국 반도체 굴기에 올라탄 동사는 After market 경쟁사 중 가장 먼저 시장을 선점했다. 중국 고객사들의 선택은 동사의 독보적인 레퍼런스가 고성장을 시작하는 신생 Fab들 입장에서 동사를 선택할 수밖에 없게 만들었음을 의미하기에 더욱 함의하는 바가 크다. 중국의 CXMT, YMTCA와 같이 새롭게 부상하는 Fab이 나올 때마다 동사의 Si 파츠를 찾을 수밖에 없고 결국 동사의 외형성장은 멈추지 않는 구조적 장기 성장이 되는 것이다.

도표 3-19. 고객사 리스트



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 3-20. 동사 가동률 추이



출처: DART, SMIC 4팀

미국 법인 →

## ①.수직계열화 완성

동사의 경쟁력은 여기서 멈추지 않는다. 미국 법인 WCQ는 동사의 수직계열화를 완성시켜 원재료비를 안정적으로 유지하고 영업이익을 방어할 수 있게 해준다. WCQ는 동사의 모든 사업부의 핵심 원재료가 되는 Si-Ingot을 95%이상 내재화해 직접생산 하고 있다. 심지어 아직 After Market Peer 사 중에 Si-Ingot을 내재화한 경쟁사는 없다. 때문에 전방사의 새로운 파이프라인에 동시에 Bidding 할 때, 동사는 이익을 보전하면서 경쟁사 대비 가장 낮은 가격으로 Bidding에 참여할 수 있고, 결국 동사가 전방사의 새로운 수주를 받을 확률도 가장 커진다. [도표 3-21.]

미국 법인 →

## ②.영업력 강화

결국 동사는, 그 누구보다 꾸준히 전방사의 추가수주를 수용할 수 있는 입장이 되어 지속가능한 성장을 이어나갈것이다. WCQ는 영업력 강화 측면에서도 동사의 Key Point 역할을 하고 있다. 2010년 WCQ가 동사에게 인수될 당시 이미 WCQ는 다수의 장비사, Intel, Micron, TSMC등의 전방사들과 계약을 맺고 있었다. 결국 동사가 경쟁사 대비 압도적으로 높은 해외 매출비중과 비메모리 매출비중을 유지할 수 있는 압도적인 레퍼런스의 원천이 되는 것이다.

경쟁사 침범 불가!

마지막으로 동사를 위협할 수 있는 요소들을 하나씩 짚어보며 무엇도 동사의 성장을 방해할 수 없음을 확인해보자. ①. 먼저, 경쟁자들이 동사의 해자를 침범하기에는 각자의 영역에 특화되어 집중하고 있다. 전술했듯 Si 파츠는 기술력과 레퍼런스가 핵심이며 경쟁사들 입장에서 이미 동사가 지배하는 Si 파츠 경쟁에 참여하는 것은 좋은 선택지가 아니다. 실제로 After Market 경쟁사 케이엔제이는 반도체용 SiC에 특화되어 있고 비씨엔씨는 쿼츠에 집중하고 있다. [도표 3-22.]

SiC와는

같이 성장하는 사이

②. SiC는 Si와 그 쓰임에서 분명한 차이를 보이고, SiC는 Si의 완전한 대체제가 될 수 없다. SiC는 높은 안정성을 가지지만 가격이 훨씬 높아 고도화된 부품이 필요한 분야에 특화되어 쓰인다. 반면, Si는 가격이 저렴하면서도 충분히 높은 순도를 가져 챔버 내 파티클 발생에 의한 오염 없이 공정을 진행하는데 문제가 없어 여전히 활용도가 높다. 각자가 점유하는 시장이 다른 것이다. 또한 동사는 SiC도 매출비중 10%수준으로 대응하고 있어 SiC 침투 리스크는 더욱 제한적이다.

Before market

침범 불가

③. Before market 기업이 After market으로 진출하는 것 또한 이해 관계 상충 문제로 절대 실현될 수 없다. Before market 기업들의 수익은 장비사와의 협력 계약에서 나온다. 그들이 After market으로 진출한다는 것은 장비사를 거치지 않고, 바로 제조사에 저렴하게 판매하게 된다는 것인데, 이를 장비사가 허용한다는 것은 매우 비현실적이다.

중국 내재화

가능성은 낮음

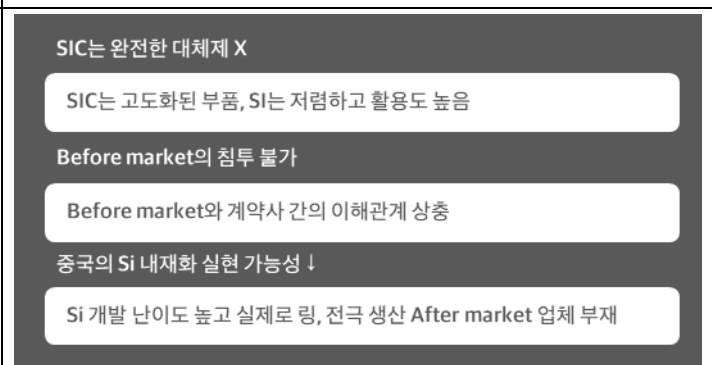
④. 동사의 매출 중 높은 비율을 차지하는 중국의 Si 내재화 가능성 또한 우려할 필요가 없다. Si의 핵심 경쟁력인 순도는 장비와 공정 레시피에 따라 큰 차이를 보이기에 개발에 오랜 시간이 걸린다. 실제로 현재 중국에서 링이나 전극을 제대로 생산해내는 After market 업체는 없다. 일례로, 중국 비중이 높은 블랭크마스크 공급 업체 에스앤에스텍 역시 중국 내재화에 대한 우려가 있었으나 이는 현실화되지 않고 있고, 25년 1분기 중국 수출액은 무려 50%나 증가했다.

도표 3-21. WCQ의 강점



출처: 기사 종합, SMIC 4팀

도표 3-22. 침범할 수 없는 동사의 해자



출처: SMIC 4팀

## 매출추정

동사의 매출을 사업보고서상 공시를 바탕으로 매출 Si (실리콘), Quartz(쿼츠), Alumina & SIC로 나누어 추정하였다. 가장 매출비중이 높은 Si의 경우 고객사별로 한 번 더 자세히 나눠 세부 가정을 추가하였다. 동사는 사업보고서에 각 요소에 대한 Q와 ASP를 공시하지 않고, After market 경쟁사들 또한 그렇다. 따라서 P\*Q논리가 아닌 매출의 상승률을 추정하는 방식을 차용하였다. 가장 예측 정확도가 높은 향후 3개년 매출을 합리적으로 추정하였다. 최종 매출추정 테이블은 다음과 같다.

[투자포인트]의 논리를 매출추정 결과에서도 확인할 수 있듯, 동사는 폭발적으로 성장하지는 않지만 피크아웃이 발생하지 않고 꾸준히 구조적 성장을 지속한다.

최종 매출 테이블								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
전체 매출	190,057	255,930	288,087	306,791	74,099	330,453	374,089	411,796
YoY (%)	22.1%	34.7%	12.6%	6.5%	12.6%	7.7%	13.2%	10.1%
Si (Silicon)	111,022	152,975	195,309	224,343	54,857	240,725	276,523	307,332
% of sales	58.4%	59.8%	67.8%	73.1%	74.0%	72.8%	73.9%	74.6%
SK하이닉스	35,407	38,244	46,874	38,811	8,229	35,407	42,477	49,245
삼성전자	10,194	26,006	31,249	31,408	6,583	28,698	34,513	38,301
미국 (Micron)	16,098	12,238	13,672	10,544	2,743	9,648	12,350	14,328
중국(YMTC,CXMT)	-	18,357	41,015	68,425	19,749	90,679	107,407	122,991
일본 (KIOXIA)	-	-	-	7,852	3,840	7,012	8,456	9,049
비메모리	49,323	58,131	62,499	67,303	13,714	69,283	71,321	73,418
Quartz	46,267	62,735	50,537	52,284	12,271	54,436	56,274	56,153
% of sales	24.3%	24.5%	17.5%	17.0%	16.6%	16.5%	15.0%	13.6%
Alumina & SIC	32,768	40,220	42,241	30,164	6,971	35,292	41,291	48,311
% of sales	17.2%	15.7%	14.7%	9.8%	9.4%	10.7%	11.0%	11.7%

### 4.1. Si(실리콘 파츠) 매출추정

Si 매출 추정 테이블								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Si 매출	111,022	152,975	195,309	224,343	54,857	240,725	276,523	307,332
YoY (%)	28.6%	37.8%	27.7%	14.9%	12.6%	7.3%	14.9%	11.1%
SK하이닉스	35,407	38,244	46,874	38,811	8,229	35,407	42,477	49,245
삼성전자	10,194	26,006	31,249	31,408	6,583	28,698	34,513	38,301
미국 (Micron)	16,098	12,238	13,672	10,544	2,743	9,648	12,350	14,328
중국(YMTC,CXMT)	-	18,357	41,015	68,425	19,749	90,679	107,407	122,991
일본 (KIOXIA)	-	-	-	7,852	3,840	7,012	8,456	9,049
비메모리	49,323	58,131	62,499	67,303	13,714	69,283	71,321	73,418

작년 매출 \* 2년 전 CAPA 증감율 \* 감산율 \* 교체주기 감소율 \* 채택률 증가율

비메모리를 제외한 Si 매출 도출 산식은 위와 같다. ①. 가장 먼저, 동사와 같은 After Market이 Target 할 수 있는 시장은 전방 고객사, Fab들의 2년 전 CAPA와 비례한다. 일반적으로 장비 도입 이후 2년 이후부터 After market이 Before market의 물량을 거의 대부분 대체할 수 있기 때문이다. 다만, CAPA가 감소하는 시기에 Si 파츠의 회전율이 높은 고부가 제품 위주의 감산이 아니라 저부가 제품 위주의 감산이 이뤄짐을 감안하면 절대적인 CAPA의 감소율보다 동사의 전방 시장의 크기를 열어주는 CAPA의 크기는 덜 줄어드는 것이 합리적이다. 하지만 보수적 추정을 위해 본 사항을 전혀 보정하지 않고 CAPA의 변동률을 그대로 차용하였다. [도표 4-1.]

NAND, DRAM으로 나누어 22, 23, 24년 과거 데이터를 수합하고, 25년의 경우 각 사의 예측치를 차용하였다. 증감율은 동사가 대부분의 Fab으로부터 NAND : DRAM = 7 : 3 비율로 수주받음을 이용하여 가중평균 증감율을 구해주었다. 24년 결산 주주총회에서 공시하길, 중국, 일본의 경우 대부분의 매출이 NAND향이라는 정보를 바탕으로 중국, 일본은 NAND의 변동만 반영하였다.

②. 당해 예정된 CAPA를 인위적으로 감산하는 경우 보수적 추정을 위해 반영해준다. 마찬가지로 고객사별 NAND, DRAM 비중을 적용하여 가중평균 변동률을 도출했다. 26, 27년에는 인위적인 감산이 이어지지 않는다고 가정하였다. YMTC, CXMT의 경우 감산 기초를 유지하는 타사들과 달리 감산 계획이 없어 감소율을 0이라 가정했다. [도표 4-2.]

도표 4-1. CAPA 증감율 추정

CAPA 증감율 추정 테이블					
(단위: K wpm)	2022	2023	2024	2025E	2026E
SK하이닉스		-19.8%	6.0%	1.9%	-
NAND	814	606	586	505	-
DRAM	1,550	1,379	1,651	2,077	-
삼성전자		-21.6%	4.3%	-5.0%	-
NAND	2,538	1,943	1,872	1,637	-
DRAM	2,594	2,104	2,445	2,598	-
미국 (Micron)		-21.0%	9.0%	-3.0%	-
NAND	670	531	566	516	-
DRAM	1,408	1,106	1,246	1,321	-
중국(YMTC,CXMT)		22.1%	4.5%	14.1%	-
NAND	390	476	497	574	-
DRAM	222	375	695	1,088	-
일본 (KIOXIA)		-20.7%	6.6%	-9.0%	-
NAND	670	531	566	516	-

출처: 각 사 IR, SMIC 4팀

도표 4-2. 감산율 추정

감산율 추정 테이블					
(단위: %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
SK하이닉스			-7%	-	-
NAND			-10%	-	-
DRAM			-	-	-
삼성전자			-7%	-	-
NAND			-10%	-	-
DRAM			-	-	-
미국 (Micron)			-11%	-	-
NAND			-15%	-	-
DRAM			-	-	-
중국(YMTC,CXMT)			-	-	-
NAND			-	-	-
DRAM			-	-	-
일본 (KIOXIA)			-10%	-	-
NAND			-10%	-	-

출처: 기사종합, SMIC 4팀

③. 한국반도체산업협회에 따르면 Si 파츠 교체주기는 17년 30일에서 24년 12~15일 줄어든다. 교체주기가 감소할수록 Si 파츠의 회전율이 높아져 동사의 수혜가 커짐을 의미한다. 교체주기 감소율은 최소 10.4%, 최대 14.0%로 도출된다. [투자포인트] 논리에 따라 식각 공정이 고도화될수록 교체주기는 점점 더 빨라지게 된다. 따라서 공정의 고도화를 이미 이룬 SK하이닉스, 삼성전자의 경우 최대 감소율을, 나머지 고객사에 대해서는 최소 감소율을 적용해주었다. [도표 4-3.]

④. 마지막으로 과거 추이를 바탕으로 각 사의 After market 채택률을 추정하였다. 먼저 SK하이닉스, Micron 원래부터 After market 채택에 적극적이었다. 그래서 이미 공정의 상당부분을 After market을 선택하고 있다. 삼성전자, KIOXIA의 경우 상대적으로 침투율이 낮다. After market 상장사들의 목표 침투율을 바탕으로 보수적으로 After market 침투율의 Cap을 60%로 가정하였다. 불황에 채택률을 늘린다는 [투자포인트] 논리에 따라 CAPA 순감소가 있을 때 과거 추이를 바탕으로 채택률 증가를 가정해주었다. 반대의 경우 채택률을 높이지 않는다 가정했다. [도표 4-4.]

도표 4-3. 교체주기 단축 추정

교체주기 단축 추정 테이블					
(단위: %)	2017	2024	2025E	2026E	2027E
교체주기	30	12	10	9	8
교체주기 감소율		CAGR: 14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
교체주기	30	15	13	12	11
교체주기 감소율		CAGR: 10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

출처: 한국반도체산업협회, SMIC 4팀

도표 4-4. 채택률 추정

채택률 추정 테이블					
(단위: %)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
SK하이닉스	54%	56%	60%	60%	60%
삼성전자	12%	16%	22%	24%	26%
미국 (Micron)	54%	56%	60%	60%	60%
중국(YMTC,CXMT)	10%	18%	18%	18%	18%
일본 (KIOXIA)	10%	16%	22%	22%	24%

출처: 기사종합, SMIC 4팀

Si 파츠 중 비메모리향 매출의 경우 본 추정 논리를 따르지 않는다. [투자포인트] 논리에 따라 비메모리는 메모리와 달리 업황에 민감하게 반응하지 않고 200개 이상의 전방사를 보유해 비메모리 시장 성장과 함께 매우 안정적인 우상향을 그릴 수 있게 된다. 따라서 21~24년 비메모리 시장 CAGR을 성장률로 적용해주었다. 비메모리 시장의 성장이 매년 가속화되고 있음을 감안하면 과거 성장 추이를 그대로 사용하는 것은 매우 보수적인 추정이다. [도표 4-5.]

도표 4-5. 비메모리 시장 규모

비메모리 시장 규모				
(단위: 억 달러)	2021	2022	2023	2024
비메모리 시장 규모	4,259	4,717	4,376	4,646
<b>CAGR (%)</b>	<b>2.9%</b>			

출처: Bloomberg, SMIC 4팀

도표 4-6. SiC 시장규모 추정치

SiC 시장 규모 추정치	
Grand View Research	22년부터 30년까지 CAGR 23.8%
Precedence Research	25년부터 34년까지 CAGR 23.83%
Zion Market Research	24년부터 32년까지 CAGR 17.5%
MarketsandMarkets	24년부터 29년까지 CAGR 32.6%
Technavio	24년부터 29년까지 CAGR 37.1%

출처: 시장조사기관종합, SMIC 4팀

## 5.2. Quartz(쿼츠), 알루미늄 &amp; SiC 매출추정

Quartz 매출추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
Quartz 매출	46,267	62,735	50,537	52,284	12,271	54,436	56,274	56,153
<b>YoY (%)</b>	<b>-0.9%</b>	<b>35.6%</b>	<b>-19.4%</b>	<b>3.5%</b>		<b>4.1%</b>	<b>3.4%</b>	<b>-0.2%</b>
Before market 향	19,006	25,593	28,809	30,679		32,953	34,914	34,914
% of sales	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%		10.0%	9.3%	8.5%
Quartz	27,261	37,142	21,728	21,605		21,482	21,360	21,239
% of sales	14.3%	14.5%	7.5%	7.0%		6.5%	5.7%	5.2%

쿼츠 매출은 크게 전체 매출비중의 10%가량을 매년 차지해왔던 Before market향 매출과 After market향 매출로 나뉜다. Before market향 매출은 결국 글로벌 장비 3사(LAM, AMAT, TEL)의 유지보수 부문의 매출액 추이와 연동되게 되어 각 사가 제시한 성장률 전망치를 반영해 장비 3사의 매출액 합을 추정한 후 Before market향 매출에 연동시켰다. After market향 쿼츠는 동사가 Si에 CAPA를 집중할 예정임을 밝힌 바, 점진적인 우하향을 가정해주었다.

글로벌 장비 3사 유지보수 부문 매출액 추이

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
합계 매출	11,479	13,129	11,928	13,651		14,663	15,535	15,535
LAM	5,550	6,661	5,995	6,625		6,956	7,443	7,443
AMAT	1,579	1,641	1,691	1,842		1,953	2,050	2,050
TEL	4,350	4,827	4,242	5,184		5,754	6,042	6,042

마지막으로 알루미늄 & SiC 추정이다. 동사는 24년 상반기, 알루미늄 또한 사실상 생산 중단 후 Si에 집중하려는 계획을 밝힌 바 24년 알루미늄 & SiC매출은 사실상 SiC만이 포함된 매출이다. SiC시장 성장 전망치의 최저치를 성장률로 차용하였다. [도표 4-6.] 동사는 SiC를 직접 생산하지 않고 케이엔제이에서 소재를 사 가공해 고객사에 납품한다. 케이엔제이는 24년 말 전방의 수요에 대응하기 위해 기존 CAPA의 1/4수준인 200억 규모의 CAPA증설을 밝히며 SiC시장이 고속 성장하고 있음을 직접적으로 보여줬기에 최저의 전망치를 사용하는 것은 보수적인 가정이다.

## Valuation - Historical PER method

## 5.1. 비용추정

매출원가 및 판매관리비 추정 Table

(단위:백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	190,057	255,930	288,087	306,791	74,099	330,453	374,089	411,796
YoY(%)	22.1%	34.7%	12.6%	6.5%	11.6%	7.7%	13.2%	10.1%
매출원가	132,428	185,992	201,532	212,137	53,018	223,906	246,963	263,505
매출원가율(%)	69.7%	72.7%	70.0%	69.1%	71.5%	67.8%	66.0%	64.0%
GPM(%)	30.3%	27.3%	30.0%	30.9%	28.5%	32.2%	34.0%	36.0%
원재료비	73,437	105,673	120,160	105,623		111,662	123,828	133,471
% of Sales	38.6%	41.3%	41.7%	34.4%		33.8%	33.1%	32.4%
인건비	22,762	26,429	28,214	31,761		35,014	41,162	45,377
% of Sales	12.0%	10.3%	9.8%	10.4%		10.6%	11.0%	11.0%
외주가공비	23,498	24,826	24,308	28,044		28,705	29,970	31,063
% of Sales	12.4%	9.7%	8.4%	9.1%		8.7%	8.0%	7.5%
감가상각비	6,920	10,663	13,547	14,124		12,184	14,917	15,868
% of Sales	3.6%	4.2%	4.7%	4.6%		3.7%	4.0%	3.9%
기타고정비	5,575	16,744	14,032	30,607		30,607	30,607	30,607
% of Sales	2.9%	6.5%	4.9%	10.0%		9.3%	8.2%	7.4%
기타변동비	3,146	4,482	4,564	5,751		5,734	6,478	7,119
% of Sales	1.7%	1.8%	1.6%	1.9%		1.7%	1.7%	1.7%
판매비와 관리비	17,328	19,236	21,726	24,349	6,314	27,029	31,266	34,322
판매비율(%)	9.1%	7.5%	7.5%	7.9%	8.5%	8.2%	8.4%	8.3%
OPM(%)	21.2%	19.8%	22.5%	22.9%	19.9%	24.1%	25.6%	27.7%
인건비	10,249	11,505	12,557	14,310	3,552	15,776	18,546	20,445
% of Sales	5.4%	4.5%	4.4%	4.7%	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%
경상개발비	2,522	2,219	2,596	3,061	647	3,038	3,418	3,743
% of Sales	1.3%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
감가상각비	602	673	731	782	178	861	1,054	1,122
% of Sales	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
무형자산상각비	26	41	81	208	63	208	208	208
% of Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타변동비	3,930	4,799	5,762	5,988	1,874	7,146	8,040	8,804
% of Sales	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.5%	2.2%	2.1%	2.1%

금액적 중요성을 보이며 합리적 추정이 가능한 원재료비, 인건비, 외주가공비 및 감가상각비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 그 외는 성격에 따라 고정비와 변동비로 분류하여 24년 값 flat 또는 3개년 % of sales를 flat하게 적용하였다.

원재료비 추정 Table

(단위:백만 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2025E	2026E	2027E
실리콘 매출	53,438	55,026	44,831	42,057	48,688	57,458	58,670	59,512	240,725	276,523	307,332
% of Sales	67.9%	68.3%	65.8%	69.3%	73.3%	70.3%	73.8%	75.2%	72.8%	73.9%	74.6%
실리콘 외 매출	25,263	25,539	23,301	18,631	17,735	24,274	20,829	19,626	89,728	97,566	104,464
% of Sales	32.1%	31.7%	34.2%	30.7%	26.7%	29.7%	26.2%	24.8%	27.2%	26.1%	25.4%
원재료비	34,641	35,002	28,399	22,118	20,428	30,304	31,622	23,269	111,662	123,828	133,471
% of Sales	44.0%	43.4%	41.7%	36.4%	30.8%	37.1%	39.8%	29.4%	33.8%	33.1%	32.4%

동사는 원재료 매입 규모 및 품목별 사용량, 제품 생산량을 공시하지 않는다. 따라서 동사의 원재료비는 22년 증설된 구미 실리콘 공장의 본격적인 가동 및 램프업이 완료된 시점인 23년부터의 실리콘 매출비중과의 회귀분석을 통해 추정하였다. 동사는 Si 잉곳을 내재화하여 안정적으로 실리콘 원재료를 공급받고 있다는 점에서 이는 본서 논리와도 일맥상통한다. [Appx. 6-2]

인건비 추정 Table							
(단위:백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
인건비(A)	33,011	37,934	40,771	46,072	50,790	59,708	65,822
매출원가	22,762	26,429	28,214	31,761	35,014	41,162	45,377
<i>% of 인건비</i>	69.0%	69.7%	69.2%	68.9%	68.9%	68.9%	68.9%
판매관리비	10,249	11,505	12,557	14,310	15,776	18,546	20,445
<i>% of 인건비</i>	31.0%	30.3%	30.8%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
종업원 수	283	323	333	370	396	452	484
평균급여 (백만 원)	117	117	122	125	128	132	136

동사의 인건비는 종업원 수 및 종업원당 평균 급여를 이용해 추정하였으며, 현재 매출 기준 거의 full CAPA에 도달했음을 고려하여 26년에 추가적인 증설로 인한 종업원 수 증가를 반영하였다. 동사는 21년 생산시설 4개동을 수용할 수 있는 토지를 매입, 22년 생산시설 2개동을 증설하였다. 26년에도 마찬가지로 2개동이 증설된다고 가정하여 21→22년 종업원 수 증가율을 적용하였고 그 외에는 과거 5개년 종업원 수 평균 증가율 7%를 적용해주었다. 평균급여는 과거 5개년 동사 급여 평균 증가율인 3%를 적용해 증가시켜주었다.

외주가공비 추정 Table								
(단위:백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	155,682	190,057	255,930	288,087	306,791	330,453	374,089	411,796
<i>YoY(%)</i>	32.6%	22.1%	34.7%	12.6%	6.5%	7.7%	13.2%	10.1%
외주가공비	9,749	23,498	24,826	24,308	28,044	28,705	29,970	31,063
<i>% of Sales</i>	6.3%	12.4%	9.7%	8.4%	9.1%	8.7%	8.0%	7.5%

동사는 21년 반도체 업사이클과 코로나발 불안정한 공급망 및 인력부족을 겪으며 외주가공비를 대폭 늘렸고, 그 이후 동사 외주가공비는 매출의 성장에 동행하는 모습을 보이고 있다. 20년 이후 외주가공비와 매출 간의 회귀분석을 통해 향후 외주가공비를 추정하였다. [Appx. 6-3]

감가상각비 추정 Table			
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
감가상각비	13,045	15,972	16,990
매출원가	12,184	14,917	15,868
<i>% of 상각비</i>	93.4%	93.4%	93.4%
판매관리비	861	1,054	1,122
<i>% of 상각비</i>	6.6%	6.6%	6.6%

22년 증설 당시 설비투자 규모를 통해 전술한 동사의 26년 증설을 건물 및 기계장치 CapEx에 반영하였다. 22년 건물 2개동 증설에 약 165억 원, 기계장치 취득에 154억 원을 지출하였으며 남아있는 2개동 증설시에도 이와 같은 금액을 지출할 것으로 추정하였다. 그 외 감가상각대상 유형자산은 유지 CapEx를 가정하였다. 자세한 추정은 [Appx. 6-4]에 첨부하였다.

금융수익의 경우 이자수익/이자비용은 동사의 이자부자산 및 이자부부채를 바탕으로 유효이자율을 반영하여 추정하였다. 그 외 금융자산의 외환차이의 경우 합리적 추정이 불가능하여 3개년 avg flat 처리하였다. 기타손익의 경우 합리적으로 추정할 수 없는 계정들은 3개년 average flat 또는 0 flat 처리하였다 [Appx. 6-5,6]. 법인세비용 추정은 [Appx.6-7]에 첨부하였다.

상기 논의를 종합하여 도출한 추정포괄손익계산서는 다음과 같다.

추정포괄손익계산서								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	190,057	255,930	288,087	306,791	74,099	330,453	374,089	411,796
YoY(%)	22.1%	34.7%	12.6%	6.5%	11.6%	7.7%	13.2%	10.1%
매출원가	132,428	185,992	201,532	212,137	53,018	223,906	246,963	263,505
매출총이익	57,629	69,938	86,555	94,654	21,081	106,547	127,126	148,291
GPM(%)	30.3%	27.3%	30.0%	30.9%	28.5%	32.2%	34.0%	36.0%
판매비와관리비	17,328	19,236	21,726	24,349	6,314	27,029	31,266	34,322
영업이익	40,301	50,702	64,829	70,305	14,767	79,518	95,860	113,969
OPM(%)	21.2%	19.8%	22.5%	22.9%	19.9%	24.1%	25.6%	27.7%
금융수익	2,752	1,024	2,541	12,606	1,886	7,083	7,686	7,686
금융원가	1,226	1,877	3,044	1,933	1,107	1,865	1,929	1,929
기타수익	2,635	4,523	5,454	8,107	2,026	7,994	6,133	6,133
기타비용	1,825	4,539	2,992	1,588	851	2,825	2,656	2,656
법인세비용차감전순이익	42,637	49,833	66,788	87,498	16,720	89,905	105,093	123,202
법인세비용	9,205	8,336	12,938	22,461	4,549	23,079	26,978	31,627
당기순이익	33,433	41,497	53,850	65,037	12,171	66,826	78,115	91,575
NPM(%)	17.6%	16.2%	18.7%	21.2%	16.4%	20.2%	20.9%	22.2%

## 5.2. Valuation - Historical PER method

### (1) Why Historical PER?

본 보고서는 동사를 평가함에 있어 가장 적합한 방식이 Historical PER이라 판단하였다. 본서는 [투자포인트]를 통해 동사가 타 반도체 기업과 비교하여 상대적으로 시클리컬하지 않고 꾸준히 성장하는 BM을 가지고 있음을 논증하였다. 또한 동사는 10년 이상 적자 없이 당기순이익이 우상향하는 강력한 이익체력을 가진 기업이기에 PBR보다는 실적의 증가를 가장 잘 반영할 수 있는 PER method가 가치평가 방법으로서 보다 적합하다.

동사는 국내 반도체 소재/부품 장비 Peer들과의 유사성이 적다. 또한, 전술하였듯 현재까지 동사가 Peer 대비 부여받는 밸류에이션에도 차이가 있어 Peer PER method가 아닌 Historical PER method를 통해 동사를 평가함이 보다 적절하다. Peer와 동사의 차이점은 다음과 같다.

우선, 동사는 식각 파츠사 중 After market 플레이어에 속하기 때문에 Before market을 Peer로 삼는 것은 부적절하다. After market과 Before market은 BM, 마진율, 고객사 등의 차이로 인해 유사한 제품을 판매함에도 시장에서 상이한 밸류에이션을 부여받고 있다. 또한, 동사는 같은 After market 플레이어인 케이엔제이, 비씨엔씨와는 달리 SiC, Si, 퀴츠 세 가지 소재를 모두 다루고 있어 SiC Ring에 집중된 케이엔제이와 합성퀴츠에 집중된 비씨엔씨의 비교 또한 어렵다. 위 두 After market 플레이어들의 실적은 [투자포인트] 논리대로 안정적으로 성장할 동사와는 다르게 최근 3년 1) 성장이 정체되었거나(케이엔제이), 2) 역성장했다는 점에서(비씨엔씨)도 Peer로 설정하기에 부적절하다. 마지막으로, 동사와 유사한 입지의 해외 Peer도 존재하지 않는다.

### (2) Target Multiple 선정

Target Multiple은 되도록 보수적인 목표주가 산정을 위해 현재와 같이 투심이 약화된 기간의 Multiple을 사용하였다. 현재 동사의 PER은 역사적 하단 구간에서 황보중이며, 퀄리티 높은 BM을 가지고 있으나 [도표 3-12]과 같이 현재 가격과 가치간의 괴리가 크다는 점에서, 행동주의로 인한 밸류업이 일어나지 않은 Case에서도 충분한 안전마진을 제공하는 투자처이다. 업황 턴어라운드까지 더해질 경우 목표주가는 시작점에 불과하게 될 것이다.

Target Multiple로는 동사가 2019년 받았던 12M Fwd PER의 평균인 5.55x를 제시한다. 현재는 하반기부터 메모리 반도체 사이클의 턴어라운드(회전)가 일어날 수 있을지에 대한 불확실성이 산재한 구간을 지나며 동사는 시장의 소외를 받고 있으나, 업황과 밸류에이션의 저점을 확실히 다지고 소외에서 벗어날 수 있는 시점인 26년 EPS로 목표주가를 산출하였다. Target Multiple 시기를 산정함에 있어서는 ① 메모리 반도체 사이클에서 어떤 지점에 위치하고 있는지, 그리고 ② 해당 기간 업황과 무관하게 실적 성장이 지속되었는지를 고려하였다.

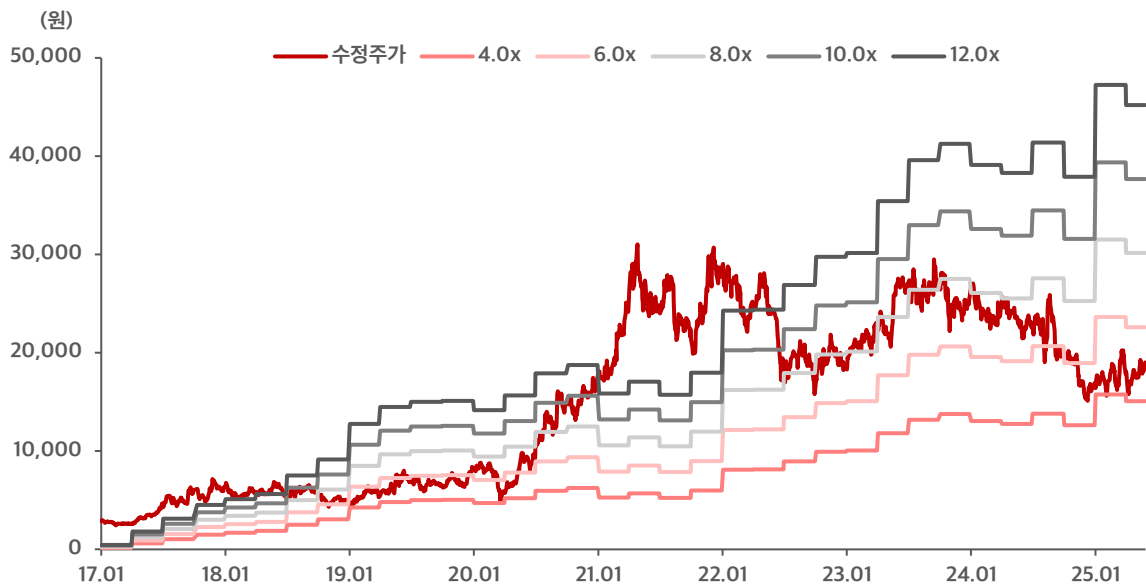
2019년은 CapEx 축소 및 감산을 지나며 메모리 반도체 업황의 바닥을 다지고, 무역전쟁이라는 불확실성 속 언젠가 돌아올 반등을 기다리는 구간이라는 점에서 25년 상황과 유사성이 높다. 19년 동사는 국내 주요 고객사인 SK하이닉스 및 삼성전자의 부진으로 인해 역사적으로 낮은 밸류에이션을 부여받았으나, 동기간 북미 매출이 41% 성장하며 오히려 11.3% 성장하였다. 현재의 동사 역시 국내 반도체 제조사로서의 실적은 부진하며 역사적으로 낮은 밸류에이션을 받고 있고, 전술한 바와 같이 이번에는 중국으로의 수출을 통해 성장하고 있다는 점에서 매우 유사하다. 22년 증설 이후 동사의 이익체력이 강화되었다는 점을 감안하면 해당 Multiple은 보수적인 추정에 가깝다.

**상기 논의를 모두 종합하여, 26E EPS 4,731원에 Target PER 5.55x를 곱한 목표주가 26,250원, 상승여력 38.1%의 투자의견 Buy를 제시한다.**

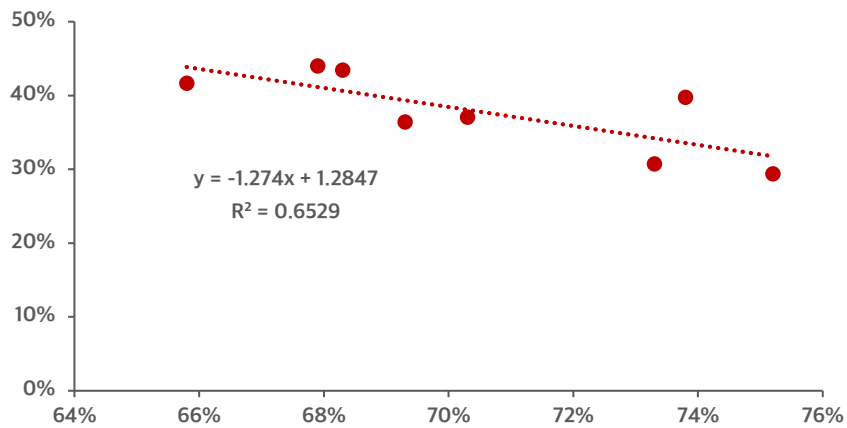
Valuation - Historical PER (26E)	
2026E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만 원)	78,115
유통주식수	16,510,993
발행주식수 (단위: 주)	16,510,993
자기주식수	-
2026E EPS (단위: 원)	4,731
Target PER Multiple	5.55x
목표주가 (단위: 원)	26,250
현재주가 (단위: 원)	19,010
상승여력	38.1%

## Appendix

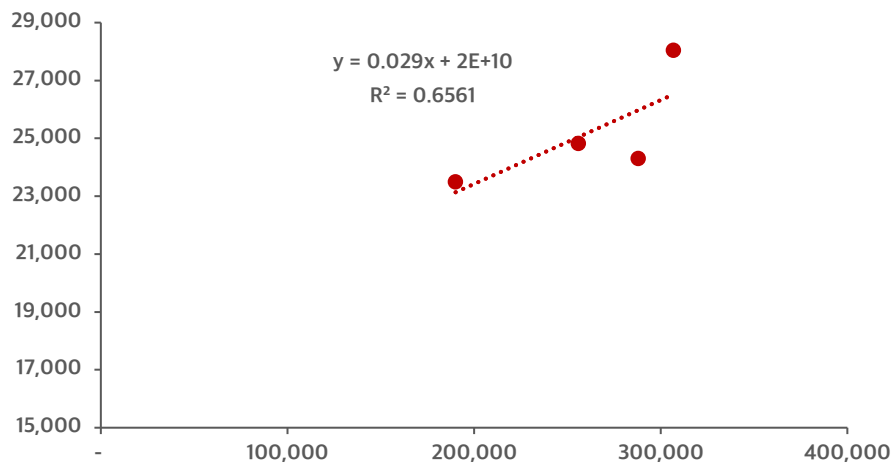
### 6.1. 월덱스 TTM PER BAND



### 6.2. 실리콘 매출비중 - 원재료비 회귀분석



### 6.3. 매출 - 외주가공비 회귀분석



### 6.4. 감가상각비 추정

상각비 안분 비율 추정						
(단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024	Average
감가상각비	6,475	7,521	11,336	14,277	14,906	
매출원가	5,911	6,920	10,663	13,547	14,124	
% of 상각비	91.3%	92.0%	94.1%	94.9%	94.8%	93.4%
판매관리비	564	602	673	731	782	
% of 상각비	8.7%	8.0%	5.9%	5.1%	5.2%	6.6%

상각비 - CapEx 반영 전			
(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물	1,779	1,779	1,779
구축물	351	351	351
기계장치	6,907	6,907	6,907
리스개발자산	2	2	2
사용권자산	934	934	934
기타의 유형자산	684	684	-
합계	10,658	10,658	9,974

유형자산/무형자산 CapEx			
(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물	903	17,547	903
구축물	501	501	501
기계장치	10,289	20,457	10,289
리스개발자산	45	45	45
사용권자산	588	588	588
기타의 유형자산	827	827	827
합계	13,153	39,965	13,153

상각비 - CapEx 반영 후			
(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물	1,810	2,394	2,425
구축물	376	401	426
기계장치	8,964	11,006	12,378
리스개발자산	7	11	16
사용권자산	1,039	1,144	1,249
기타의 유형자산	849	1,015	496
합계	13,045	15,972	16,990

토지										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	8,079	-	-	-	-	(138)	-	7,941	-	0%
2021	7,941	5,720	-	-	-	-	-	13,854	-	0%
2022	13,854	-	-	-	-	-	-	14,016	-	0%
2023	14,016	-	-	-	-	-	-	14,060	-	0%
2024	14,060	-	-	-	-	-	-	14,417	-	0%

건물										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	13,875	-	-	-	(795)	(215)	-	12,865	17	6%
2021	12,865	743	52	(62)	(796)	299	-	13,101	17	6%
2022	13,101	7,681	2,256	(8)	(1,053)	247	-	22,224	17	6%
2023	22,224	485	8,963	-	(1,318)	65	-	30,419	20	5%
2024	30,419	76	-	-	(1,843)	1,600	-	30,251	17	6%

구축물										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	3,062	115	-	-	(276)	-	-	2,901	11	9%
2021	2,901	840	50	-	(312)	-	-	3,478	11	10%
2022	3,478	1,168	-	-	(350)	-	-	4,296	12	9%
2023	4,296	84	-	-	(379)	-	-	4,001	11	9%
2024	4,001	223	27	-	(389)	-	-	3,863	11	10%

기계장치										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	12,657	2,925	1,831	(23)	(3,778)	(309)	-	13,304	4	29%
2021	13,304	8,426	1,739	(15)	(4,638)	433	-	19,247	4	29%
2022	19,247	15,407	5,050	(309)	(7,668)	352	(12)	32,079	4	30%
2023	32,079	9,185	2,302	(0)	(10,203)	89	(10)	33,451	4	31%
2024	33,451	3,750	830	(81)	(10,655)	330	(7)	27,626	4	31%

리스개발자산										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	8,622	-	466	-	(602)	(515)	-	8,071	17	6%
2021	8,071	-	-	-	(460)	703	-	8,314	18	6%
2022	8,314	125	111	-	(470)	573	-	8,653	19	6%
2023	8,653	102	(8,395)	-	(489)	154	-	25	9	11%
2024	25	-	-	-	(2)	1	-	23	10	10%

사용권자산										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	4,632	186	-	(7)	(666)	(227)	-	3,919	7	16%
2021	3,919	1,768	-	(16)	(735)	372	-	5,307	7	16%
2022	5,307	636	-	(1)	(1,086)	353	-	5,209	5	21%
2023	5,209	219	-	-	(1,166)	94	-	4,356	5	24%
2024	4,356	129	-	-	(1,214)	466	-	3,737	4	30%

기타의 유형자산										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	1,233	531	43	-	(459)	(4)	(2)	1,344	3	36%
2021	1,344	902	29	-	(580)	4	(73)	1,700	3	38%
2022	1,700	1,279	-	-	(710)	2	(56)	2,271	3	36%
2023	2,271	444	2	(2)	(768)	(0)	(40)	1,947	3	36%
2024	1,947	903	-	(0)	(803)	6	(104)	2,052	3	40%

건설중인자산										
(단위: 백만원)	기초BV	취득	대체	처분	상각	환율변동효과	정부보조금	기말BV	잔여내용연수	상각률
2020	2,285	1,478	(2,417)	-	-	(13)	-	1,333	-	0%
2021	1,333	7,252	(1,817)	-	-	42	-	6,810	-	0%
2022	6,810	4,441	(7,464)	-	-	67	-	3,853	-	0%
2023	3,853	778	(2,873)	-	-	2	-	1,761	-	0%
2024	1,761	222	(1,594)	-	-	23	-	411	-	0%

### 6.5. 금융손익 추정

금융손익 추정 Table								
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자수익	115	505	2,481	4,546	883	3,532	4,114	4,114
이자비용	1,155	1,444	2,111	1,929	466	1,865	1,929	1,929
외환차이	2,566	3,531	(874)	8,056	362	3,551	3,571	3,571
이자수익 추정								
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자수익	115	505	2,481	4,546	883	3,532	4,114	4,114
유효이자율(%)	0.2%	1.2%	2.2%	3.2%	2.2%	2.2%	2.5%	2.5%
이자부자산	50,211	42,471	110,302	143,193	162,428	162,428	162,428	162,428
현금및현금성자산	50,211	42,471	109,716	143,193	126,208	126,208	126,208	126,208
단기금융자산	-	-	585	-	36,220	36,220	36,220	36,220

이자비용 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자비용	1,155	1,444	2,111	1,929	466	1,865	1,929	1,929
유효이자율(%)	2.5%	2.9%	4.4%	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%
이자부채	46,624	50,087	48,519	47,421	46,585	46,585	46,585	46,585
단기차입금	28,378	20,401	20,434	20,705	20,700	20,700	20,700	20,700
유동성장기차입금	870	965	1,785	10,471	3,130	3,130	3,130	3,130
장기차입금	11,189	22,445	20,803	11,250	17,679	17,679	17,679	17,679
리스부채	6,187	6,276	5,496	4,995	5,076	5,076	5,076	5,076

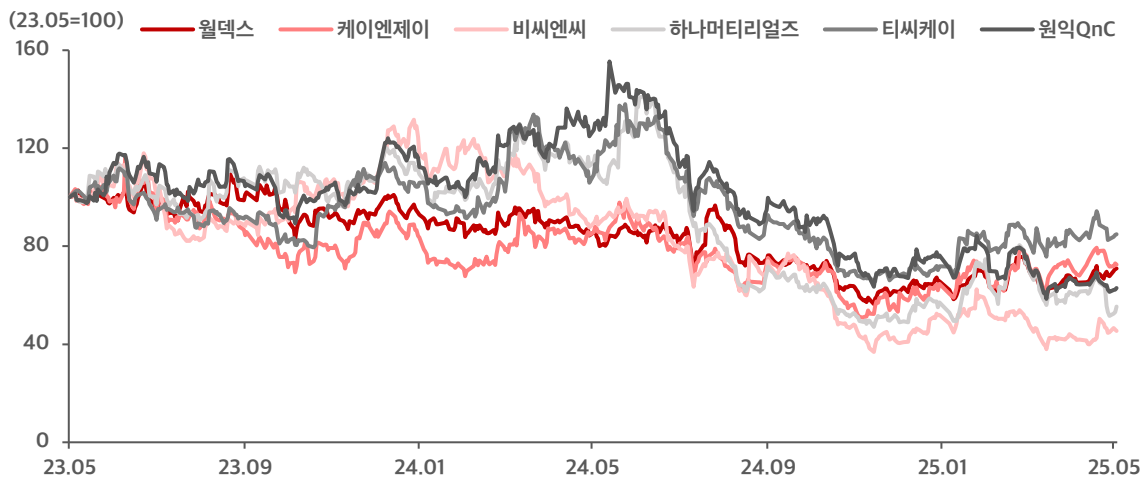
## 6.6. 기타손익 추정

기타손익 추정 Table								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기타수익	2,635	4,523	5,454	8,107	2,026	7,994	6,133	6,133
외환차익	2,315	3,749	2,748	4,416	811	3,245	3,295	3,295
외화환산이익	197	273	370	3,615	1,164	4,656	2,228	2,228
유형자산처분이익	1	33	11	43	8	31	24	24
채무면제이익	-	-	-	-	36	36	-	-
건물임대수익	7	13	13	11	-	-	-	-
잡이익	115	454	2,312	22	7	27	586	586
기타비용	1,825	4,539	2,992	1,588	851	2,825	2,656	2,656
외환차손	1,405	2,724	1,832	1,039	610	1,737	1,737	1,737
외화환산손실	250	1,482	808	470	241	964	795	795
기부금	-	-	10	15	-	-	-	-
유형자산처분손실	76	314	2	53	0	89	89	89
무형자산처분손실	-	-	281	-	-	-	-	-
대손상각비	92	18	57	-	-	33	33	33
잡손실	1	0	2	11	-	3	3	3

## 6.7. 법인세비용 추정

법인세비용								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
법인세비용	9,205	8,336	12,938	22,461	23,079	26,978	31,627	
법인세비용차감전순이익	42,637	49,833	66,788	87,498	89,905	105,093	123,202	
유효법인세율(%)	21.6%	16.7%	19.4%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	

## 6.8. Before, After market Peer 상대주가 추이 비교 (24M)



## 6.9. 월덱스 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표					연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)					(단위: 백만 원)				
	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
<b>자산</b>	<b>211,881</b>	<b>261,797</b>	<b>313,702</b>	<b>391,796</b>	<b>영업활동현금흐름</b>	<b>26,203</b>	<b>22,301</b>	<b>82,875</b>	<b>35,037</b>
유동자산	134,488	162,288	216,256	302,109	영업으로부터 창출된 현금흐름	33,794	31,854	92,060	47,189
현금및현금성자산	50,211	42,471	109,716	143,193	이자 수익	102	467	2,450	4,526
단기금융자산	-	-	585	-	이자 지급	(904)	(1,092)	(1,740)	(1,741)
유동만기보유국공채	7	1	-	-	법인세 납부	(6,789)	(8,928)	(9,895)	(14,937)
매출채권	27,169	37,293	30,760	59,936	<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(24,238)</b>	<b>(30,037)</b>	<b>(11,547)</b>	<b>(5,148)</b>
기타유동수취채권	19	107	16	2	단기금융자산의 처분	260	186	84,611	130,627
당기법인세자산	-	595	542	14	유형자산의 처분	-	7	1	-
재고자산	55,289	80,977	73,364	97,067	유동만기보유국공채의 처분	4	138	15	73
기타유동자산	1,793	844	1,272	1,897	기타비유동자산의 감소	48	40	104	8
<b>비유동자산</b>	<b>77,393</b>	<b>99,510</b>	<b>97,446</b>	<b>89,687</b>	단기금융자산의 취득	(135)	-	(84,623)	(130,034)
장기금융자산	1,210	1,141	671	2	장기금융자산의 취득	(104)	(89)	(72)	(50)
만기보유국공채	10	10	10	16	만기보유국공채의 취득	-	-	-	732
유형자산	71,811	92,601	90,020	82,381	유형자산의 취득	(9)	(1)	-	(6)
무형자산	169	215	509	1,548	무형자산의 취득	(24,141)	(30,047)	(10,716)	(5,831)
이연법인세자산	3,531	4,187	4,739	3,455	기타비유동자산의 증가	(89)	(148)	(440)	(73)
기타비유동자산	663	810	1,114	1,265	연결대상범위의 변동	-	-	(6)	-
순확정급여자산	-	546	384	1,021	<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(2,789)</b>	<b>425</b>	<b>(3,297)</b>	<b>(4,374)</b>
<b>부채</b>	<b>68,467</b>	<b>75,905</b>	<b>74,192</b>	<b>84,309</b>	정보조금의 수령	-	73	-	-
유동부채	51,787	48,230	49,191	69,373	단기차입금의 차입	32,602	19,000	26,000	22,000
매입채무	8,615	10,807	6,530	11,585	장기차입금의 차입	-	15,000	-	-
기타유동지급채무	5,892	6,939	8,008	8,865	기타비유동지급채무의 증가	20	-	(73)	-
단기차입금	28,378	20,401	20,434	20,705	기타비유동지급채무의 지급	-	-	-	(20)
당기법인세부채	5,846	6,123	9,607	14,910	정보보금의 사용	(2)	-	-	-
유동성장기차입금	870	965	1,785	10,471	단기차입금의 상환	(32,602)	(27,100)	(26,000)	(22,000)
유동성리스부채	1,101	1,238	1,374	1,409	유동성장기차입금의 상환	(786)	(1,296)	(980)	(1,845)
기타유동부채	1,085	1,757	1,453	1,428	장기차입금의 상환	-	(2,973)	-	-
<b>비유동부채</b>	<b>16,680</b>	<b>27,676</b>	<b>25,001</b>	<b>14,936</b>	유동리스부채의 상환	(866)	(1,288)	(1,418)	(1,518)
기타비유동지급채무	20	148	20	-	배당금의 지급	(1,156)	(991)	(826)	(991)
장기차입금	11,189	22,445	20,803	11,250	<b>현금및현금성자산 환율변동효과</b>	<b>2,238</b>	<b>(355)</b>	<b>(787)</b>	<b>7,962</b>
비유동리스부채	5,086	5,039	4,123	3,586	<b>현금및현금성자산 증감</b>	<b>1,414</b>	<b>(7,667)</b>	<b>67,245</b>	<b>33,477</b>
순확정급여부채	386	-	-	-	<b>기초 현금및현금성자산</b>	<b>48,796</b>	<b>50,211</b>	<b>42,471</b>	<b>109,716</b>
기타부채	-	45	55	100	<b>기말 현금및현금성자산</b>	<b>50,211</b>	<b>42,471</b>	<b>109,716</b>	<b>143,193</b>
<b>자본</b>	<b>143,414</b>	<b>185,892</b>	<b>239,510</b>	<b>307,487</b>					
보통주자본금	8,255	8,255	8,255	8,255					
주식발행초과금	31,598	31,598	31,598	31,598					
기타자본항목	(115)	(115)	(115)	(115)					
기타포괄손익누계액	(151)	2,037	2,679	8,045					
이익잉여금	104,063	144,367	197,093	259,704					
비지배지분	(235)	(250)	-	-					
자본과부채총계	143,414	185,892	239,510	307,487					

## 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.