



HPSP (403870)

높은 멀티플 프리미엄 부여가 필요한 이유

▶ Analyst 김광진 Kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

Buy (신규)

목표주가(신규): 86,000원

현재 주가(9/22)	64,500원
상승여력	▲33.3%
시가총액	12,867억원
발행주식수	19,950천주
52 주 최고가 / 최저가	69,500 / 43,250원
90 일 일평균 거래대금	343.34억원
외국인 지분율	0.7%

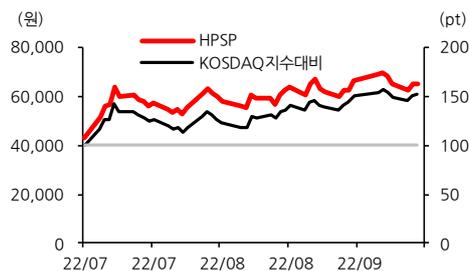
주주 구성	
프레스토제 6 호사모투자합자회사	41.1%
한미반도체 (외 2인)	20.8%
에이치비인베스트먼트 (외 2인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.4	#N/A	#N/A	#N/A
상대수익률(KOSDAQ)	13.0	#N/A	#N/A	#N/A

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	92	152	208	308
영업이익	45	80	111	164
EBITDA	46	81	112	165
지배주주순이익	35	63	86	126
EPS	2,115	3,502	4,354	6,369
순차입금	-52	-173	-219	-314
PER	n/a	18.4	14.8	10.1
PBR	n/a	6.6	4.9	3.5
EV/EBITDA	n/a	13.8	9.6	5.9
배당수익률	n/a	1.6	1.6	n/a
ROE	81.4	52.0	38.3	40.5

주가 추이



목표주가 86,000원으로 커버리지 개시

HPSP에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '23~24년 평균 EPS에 Target P/E는 16.X를 적용해 산출했다. 미세공정 전환의 수혜주로 멀티플 프리미엄을 받고 있는 파크시스템스의 내년 예상 P/E 21.X를 25% 할인한 것으로 HPSP 장비의 중요도와 독점적 지위를 감안하면 보수적인 멀티플이다. 또한 동사의 높은 ROE('23E 38.3%)를 고려하면 타 장비 업체들(주요 5개사 평균 17.6%)대비해서는 멀티플 프리미엄을 부여하는 것이 타당하다.

투자포인트: 1) HKMG 확산 수혜, 2) 특허 기반 높은 진입장벽

높은 Target 멀티플 부여를 정당화할 수 있는 포인트는 두가지로 요약 가능하다. 첫번째는 HKMG의 확산과 동행해 성장 가능하다는 점이다. HKMG는 소자영역에서의 큰 변화 사항 중 하나인데, 동사의 고압 수소 어닐링 장비는 High-K 절연막 사용에 따라 발생하는 계면결함을 치유해 소자 성능을 높인다. 로직 10나노 이하, 디램 1a 이하 공정에서 대체재가 없는 상황이며, 기존 저압 수소 어닐링 장비와 동일하게 Furnace 타입으로 Process Time의 증가도 크지 않아 수요가 높다. 중장기적으로 공정이 미세화될수록 HKMG 적용은 확대될 것이며 이와 동행해 동사 장비의 수요도 증가할 수밖에 없다. 두번째 포인트는 장치, 공정 특허를 모두 보유하고 있어 진입장벽이 높다는 점이다. 동사의 고압 수소 어닐링은 높은 압력에서도 100% 농도의 수소 활용이 가능하다는 점이 핵심 경쟁력인데, 1) 고압을 견디는 용기, 2) 압력 및 온도 제어 장치, 3) High-K 절연막 제조 공정 등에 대해 광범위한 장치/공정 특허를 보유하고 있다. 이는 신규 경쟁자에게 까다로운 진입장벽이다. 또한 장비 특성상 안전인증 등에 2년 이상의 물리적 시간이 소요된다는 점도 분명한 허들이다.

영업이익 '23E 1,107억원, '24E 1,638억원 전망

내년까지 기존 비메모리 고객사 외 메모리 고객사향 공급이 본격적으로 확대되며 가파른 성장이 이어질 것이다. '24년에는 신규 공장 가동 효과가 반영되며 한 차례 더 계단식 성장이 진행될 전망이다. 또한 신규 장비인 고압 습식 Oxidation 장비도 '24년부터 매출 가지화될 것으로 기대된다. 단일 장비에서 라인업이 확장된다는 점이 긍정적이다.

투자이견 Buy, 목표주가 86,000 원으로 커버리지 개시

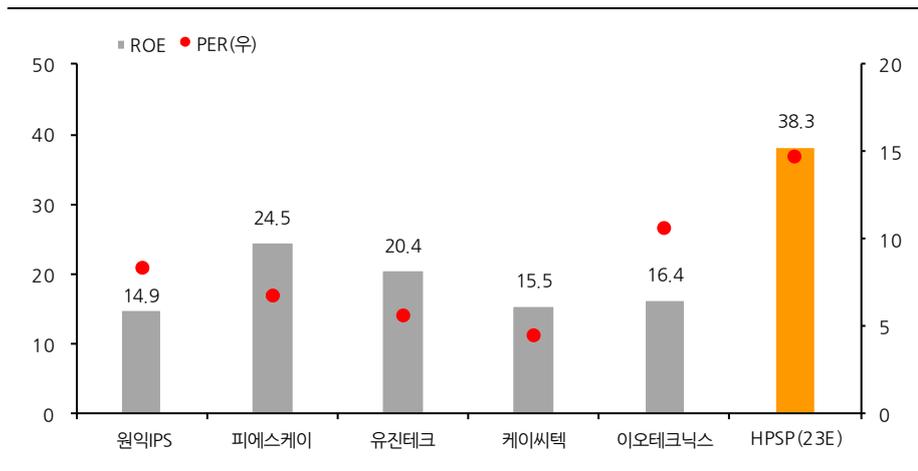
HPSP에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 86,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Capa 증설 효과(동탄 신규 공장 가동, 유효 Capa 기준 40대 → 80대로 증가 예정)가 '24년부터 본격화되는 점을 감안해 '23~24년 평균 EPS를 적용해 산출하였다. Target P/E는 16.X를 적용하였다. Target P/E는 미세공정 전환의 직접적인 수혜주로 멀티플 프리미엄을 부여받고 있는 파크시스템스의 내년 예상 P/E 21.X를 25% 할인한 것이다. 과거 EUV 검사장비 공급에 대한 기대감으로 파크시스템스의 P/E 멀티플은 최대 41.X 수준까지 확장된 바 있는데, HPSP 장비의 공정 내 중요도와 독점적 지위가 그에 비해 절대 뒤떨어지지 않는다는 점을 감안하면 다소 보수적인 Target 멀티플이라 판단한다. 또한 동사의 높은 ROE('23E 38.3%, '24E 40.5%)를 고려하면 국내 장비 업체들(주요 5개사 평균 18.3%) 대비해서는 멀티플 프리미엄을 부여하는 것이 타당하다.

[표1] 목표주가 산정

구분	값	비고
EPS(원)	5,362	'23~'24년 평균
Target P/E(배)	16.X	파크시스템스 '23E P/E 25%할인
목표주가(원)	86,000	
현재주가(원)	64,500	9/22 종가
Upside(%)	33.3%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 국내 장비업종 ROE 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

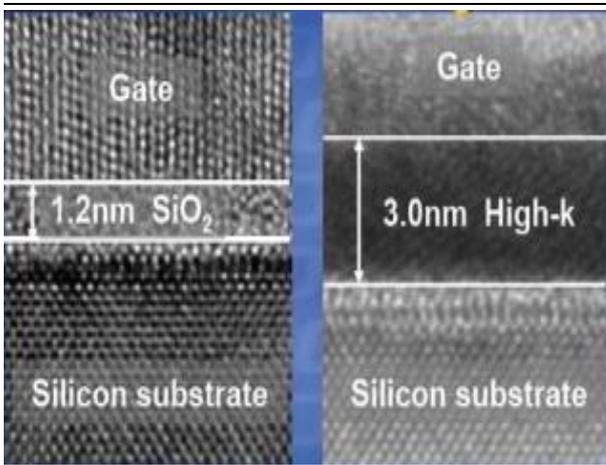
투자포인트 1 : HKMG 확산과 성장 동행

동사의 첫번째 투자 포인트는 HKMG(High-K Metal Gate)의 확산과 동행해 성장이 가능하다는 점이다. HKMG는 기존 SiO2가 활용되던 게이트 절연막을 High-K 소재로 대체한 것으로, 최근 소자영역에서의 가장 큰 변화 사항 중 하나다. 선평이 좁아짐에 따라 기존 SiO2 절연막 두께를 줄이는 데 한계에 다다르면서 적용이 확대되고 있다. 중요한 점은 High-K 게이트 절연막을 사용할 경우 Si과의 계면 결함이 발생한다는 점이다. Step Coverage가 우수한 ALD 장비를 활용해 정교하게 증착하더라도 자연 성장되는 기존 SiO2막 대비 표면 특성이 좋지 못한 것으로 파악된다. 계면결함은 구동 전류 감소, 회로 동작 속도 감소, 전자 이동 감소 등의 원인이 된다.

동사의 고압 수소 어닐링 장비는 앞서 언급한 High-K 게이트 절연막을 적용함에 따라 발생하는 계면결함을 치유하기 위한 장비다. 강한 압력으로 수소를 주입해 결함을 전기적으로 비활성화 시킴으로써 트랜지스터의 성능을 개선시키는 원리다.

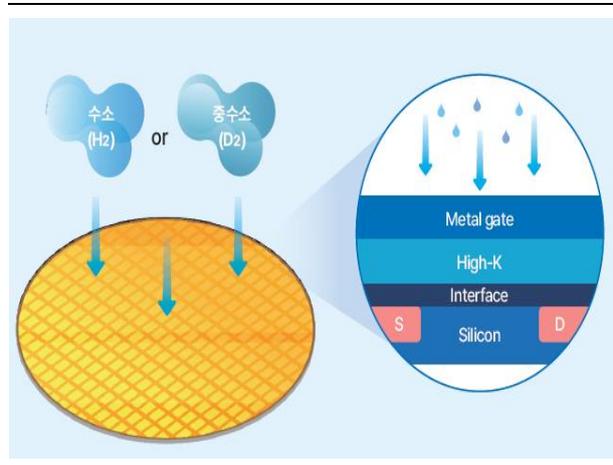
고압 수소 어닐링은 로직의 경우 10나노 이하, 디램의 경우 1a 이하 공정에서 특히 빛을 발한다. 하위 노드에서는 이러한 계면결함이 무시하거나, 기존 장비(저압 수소 어닐링)로도 충분히 대응이 가능한 수준이었으나 로직 10나노 이하, 디램 1a 이하 미세공정에서는 결함의 치유가 중요한 문제가 되었으며, 고압 수소 어닐링이 유일한 선택지인 것으로 파악된다. 저압 수소 어닐링은 수소의 농도가 낮고 고온(600~1100도)에서 공정이 진행되어 효율이 급격히 떨어지는 것으로 파악된다. 이에 따라 고압 수소 어닐링 장비의 가격 프리미엄(저압 수소 어닐링 대비 3~5배 수준)에도 소자 성능 개선의 효용이 높다는 점에서 수요가 지속 증가하고 있는 것으로 판단된다. 저압 수소 어닐링 장비와 동일하게 Furnace 타입(75매 수준)으로 Process Time의 증가가 크지 않다는 점도 장점으로 작용한다. 중장기적으로 공정이 미세화될수록 HKMG 적용은 확대될 것이며, 동사 장비의 수요도 동반해 증가할 수밖에 없는 구조다.

[그림2] HKMG



자료: Intel, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HPSP 고압 수소 어닐링



자료: HPSP, 한화투자증권 리서치센터

투자포인트 2: 장치, 공정 특허 보유. 분명한 진입장벽 존재

현재 동사의 장비는 시장 내에서 독점적 지위를 보유하고 있다. 글로벌 Top tier 7개 반도체 제조사를 고객사로 확보했으며, 선단공정에서 단독 벤더 지위를 보유한 것으로 파악된다. 관건은 이러한 독점적 지위가 중장기적으로도 유지 가능한 것인가다. 대체재가 존재하지 않는다는 점이 높은 마진율의 근거가 되고 있기 때문에 신규 경쟁사의 진입 여부는 동사의 실적 추정과 Target 멀티플 산정에 있어 매우 중요한 문제다.

당사는 동사가 보유한 장치와 공정 특허들을 근거로 독점적 지위 유지가 가능할 것으로 판단한다. 고압 수소 어닐링 장비의 핵심은 높은 압력(최대 25 ATM)에서 100% 농도의 수소를 활용한 공정 진행이 가능하다는 점이다. 압력이 높을수록 저온(250~450도)에서 공정을 진행할 수 있기 때문에 Metal 열화 등으로 인한 추가적인 결함 발생을 방지할 수 있으며, 높은 수소 농도를 통해 효율을 높일 수 있다. 그러나 압력을 높일수록, 수소의 농도를 높일수록 발화(폭발)의 위험이 급격히 증가하기 때문에 이를 컨트롤할 수 있는 기술들이 매우 중요한 경쟁력이다. 당사는 높은 압력을 견디는 용기, 압력 및 온도 제어 장치 등에 광범위한 특허를 보유하고 있으며, High-K 절연막 제조 공정에 대한 특허도 보유 중이다. 이는 신규 경쟁사가 시장 진입을 시도하기에 분명한 진입장벽이다. 또한 장비 개발에 성공하더라도 고객사 안전인증 등에 2년 이상의 물리적 시간이 소요되는데, 이는 신규 진입자에게 분명한 허들이다.

[표2] 특허 등록 내역

특허의 내용	등록일	만료일	출원국
중수소를 회수하는 방법 및 장치	2021.07.30	2034.10.15	대한민국
중수소를 회수하는 방법 및 장치	2020.10.23	2035.07.10	중국
반도체 열처리방법	2018.10.26	2037.02.03	대한민국
반도체 열처리방법	2019.09.21	2038.02.02	대만
고압가스 기반의 반도체기판 열처리를 위한 온도제어장치	2015.12.03	2034.01.20	대한민국
고압 열처리를 이용한 스피 온 글래스 절연막 형성방법	2015.11.19	2034.04.23	대한민국
반도체 기판 처리용 챔버 개폐장치	2015.09.08	2034.01.20	대한민국
고압가스 열처리를 위한 컴퓨터 판독장치	2015.01.20	2026.02.10	미국
고압가스 열처리를 위한 방법	2013.07.09	2032.03.01	미국
고압 가스 어닐링 장치 및 방법	2013.03.22	2027.01.12	일본
고압 수소 열처리를 이용한 고유전을 절연막 제조공정	2005.10.04	2023.06.30	대한민국

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 타사 장비 성능 비교

구분	타사 장비	HPSP 고압 수소 어닐링 장비
압력	1 ATM 미만	1~25 ATM
공정온도	600 - 1,100℃	공정온도 250 - 450℃
수소농도	수소농도 5% 미만	수소농도 100%
공정미세화	16nm이하 적용 불가	3nm~32nm 적용 중
진입장벽	낮음	높음(글로벌 독점)

자료: HPSP, 한화투자증권 리서치센터

실적전망

내년 예상실적은 매출액 2,082억원(+37% YoY), 영업이익 1,107억원(+38% YoY)으로 고성장을 이어갈 것으로 판단한다. 동사의 현 유효 Capa는 약 40대 수준이지만 Max Capa는 50대 수준인 것으로 파악되며, 기존 비메모리 고객사 외 메모리향 공급이 올해 대비 추가 확대(메모리 고객사 비중 '22E 29% → '23E 38%)되며 최대 가동률이 유지될 것으로 판단된다.

'24년에는 한 차례 더 계단식 성장이 진행될 전망이다. 매출액 3,081억원(+48% YoY), 영업이익 1,638억원(+48% YoY)을 전망한다. 신규 공장(동탄 신사옥) 가동 효과에 기인한다. 신공장은 4Q23 완공 후 '24년 초부터 본격 가동될 예정으로 유효 Capa는 기존 40대에서 80대 수준으로 약 2배 증가할 것으로 예상된다. 또한 '24년에는 신규 장비인 고압 습식 Oxidation 장비의 매출 개시도 기대할 수 있다. 고압을 이용해 저온에서도 Oxidation이 가능케하는 장비로 기존 열 산화 방식의 습식 장비에 대한 교체 수요가 있을 것으로 판단한다. 동사에게는 단일 장비군(고압 수소 어닐링)에서 라인업이 확장된다는 점에서 매우 긍정적이다.

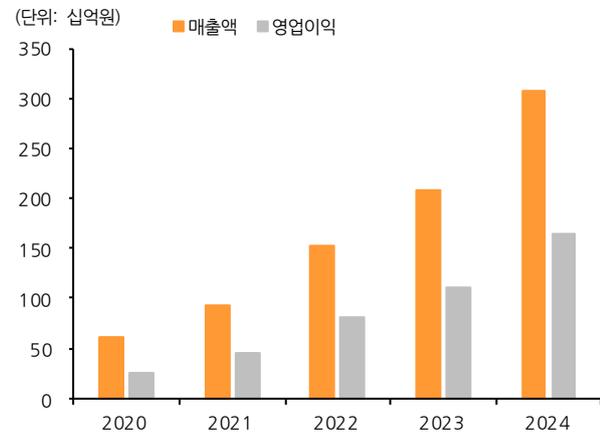
[표4] HPSP 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	37.1	30.8	41.6	42.1	91.8	151.6	208.2	308.1
반도체장비	35.2	29.6	39.5	40.4	88.4	144.7	199.8	295.8
기타	2.0	1.2	2.1	1.7	3.4	7.0	8.3	12.3
QoQ/ YoY, %	-	-17%	35%	1%	50%	65%	37%	48%
반도체장비	-	-16%	34%	2%	55%	64%	38%	48%
기타	-	-37%	69%	-19%	-16%	107%	20%	48%
영업이익	21.1	16.6	21.2	21.4	45.2	80.3	110.7	163.8
영업이익률, %	57%	54%	51%	51%	49%	53%	53%	53%
YoY, %	1024%	63%	-	-	82%	78%	38%	48%

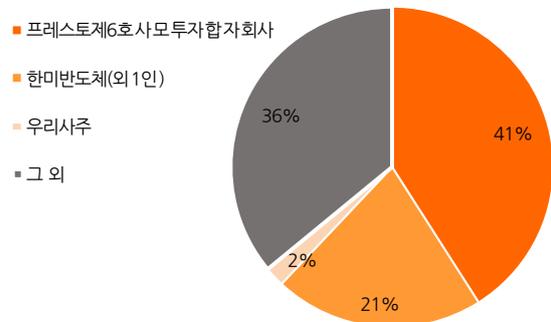
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 연도별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] HPSP 주주구성



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	25	61	92	152	208
매출총이익	15	37	62	102	140
영업이익	10	28	45	80	111
EBITDA	10	28	46	81	112
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	-1	2	3	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	27	47	83	113
당기순이익	8	21	35	63	86
지배주주순이익	8	21	35	63	86
증가율(%)					
매출액	963.1	143.6	50.0	65.3	37.3
영업이익	흑전	181.8	61.3	77.6	37.8
EBITDA	흑전	177.7	62.1	75.1	38.0
순이익	흑전	153.2	68.9	79.5	35.3
이익률(%)					
매출총이익률	58.8	59.8	67.2	67.2	67.2
영업이익률	39.6	45.8	49.3	53.0	53.2
EBITDA 이익률	40.8	46.5	50.3	53.3	53.6
세전이익률	39.1	43.9	50.9	55.0	54.2
순이익률	32.9	34.2	38.5	41.8	41.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	7	31	38	61	81
당기순이익	8	21	35	63	86
자산상각비	0	0	1	0	1
운전자본증감	-1	9	-6	-1	-4
매출채권 감소(증가)	-4	3	-6	0	-2
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-9	-4	-8
매입채무 증가(감소)	3	2	4	3	6
투자현금흐름	1	-1	0	-15	-15
유형자산처분(취득)	0	-2	0	-15	-15
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
재무현금흐름	0	-7	-20	75	-20
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	-7	-20	75	-20
배당금의 지급	0	-8	-20	0	-20
총현금흐름	9	22	51	62	85
(-)운전자본증가(감소)	1	-10	1	1	4
(-)설비투자	0	2	0	15	15
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	8	30	50	46	66
(-)기타투자	0	0	5	0	0
잉여현금	7	30	45	46	66
NOPLAT	8	22	34	61	84
(+) Dep	0	0	1	0	1
(-)운전자본투자	1	-10	1	1	4
(-)Capex	0	2	0	15	15
OpFCF	7	30	34	46	66

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	25	47	87	211	267
현금성자산	13	36	54	175	221
매출채권	4	1	6	6	8
재고자산	6	8	18	21	29
비유동자산	2	2	5	21	38
투자자산	1	1	3	6	8
유형자산	1	1	1	16	30
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	26	49	92	233	305
유동부채	6	15	36	39	45
매입채무	3	6	15	17	24
유동성이자부채	0	0	1	1	1
비유동부채	0	0	3	3	3
비유동이자부채	0	0	2	2	2
부채총계	6	15	39	41	48
자본금	2	2	8	10	10
자본잉여금	9	10	8	82	82
이익잉여금	9	22	30	93	159
자본조정	0	0	6	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	20	34	53	191	257

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	342	1,263	2,115	3,502	4,354
BPS	50,127	82,315	3,157	9,700	13,055
DPS	258	1,208	0	1,000	1,000
CFPS	1,068	1,349	3,077	3,405	4,289
ROA(%)	41.8	55.4	50.1	39.1	31.9
ROE(%)	51.0	76.9	81.4	52.0	38.3
ROIC(%)	128.3	n/a	n/a	625.6	293.9
Multiples(x, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	18.4	14.8
PBR	n/a	n/a	n/a	6.6	4.9
PSR	n/a	n/a	n/a	7.7	6.1
PCR	n/a	n/a	n/a	18.9	15.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	13.8	9.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	29.3	44.7	73.7	21.7	18.6
Net debt/Equity	-65.6	-106.9	-98.2	-90.3	-85.0
Net debt/EBITDA	-130.0	-128.1	-112.3	-213.7	-196.0
유동비율	413.9	314.0	239.3	542.5	589.8
이자보상배율(배)	n/a	n/a	261.6	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	33.4	-6.7	1.6	9.3	14.5
현금+투자자산	66.6	106.7	98.4	90.7	85.5
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	4.4	1.3	0.9
자기자본	100.0	100.0	95.6	98.7	99.1

[Compliance Notice]

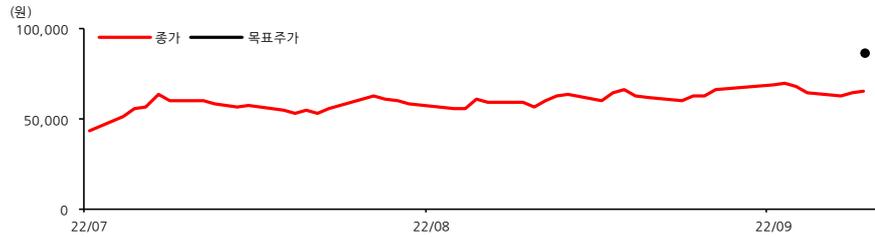
(공표일: 2022년 9월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.09.23	2022.09.23			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	김광진	86,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수평주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.23	Buy	86,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%