브이엠(089970.KQ) 매수(유지)

3Q25 Preview: 실적으로 증명할 시간

반도체 담당 박상욱
T.02)2004-9616 / park.sang-wook@shinyoung.com

현재주가(11/3) 23,450원
목표주가(12M, 상향) 39,000원

Valuation Indicator

(배, %, 원)	24A	25F	26F
PER	-	34.2	10.6
PBR	1.2	3.9	2.8
EV/EBITDA	-	20.6	6.4
ROE	-2.8	13.1	32.5
DPS	0	0	0

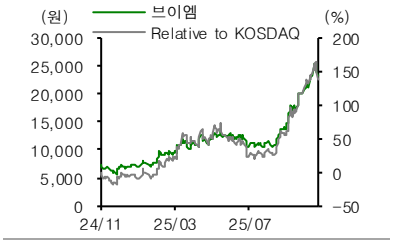
Key Data (기준일: 2025. 11. 3)

KOSPI(pt)	4221.87
KOSDAQ(pt)	914.55
액면가(원)	100
시가총액(억원)	5,650
발행주식수(천주)	25,650
평균거래량(3M,주)	465,115
평균거래대금(3M, 백만원)	8,851
52주 최고/최저	25,450 / 5,550
52주 일간Beta	1.4
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	5.8
주요주주 지분율(%)	
최우형 외 2 인	10.4 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.4	117.9	97.1	178.8
KOSDAQ대비 상대수익률	9.7	84.2	55.5	122.3

Company vs KOSDAQ composite



분석의 기본 가정

- 2026년 주요 고객사 신규 캐파 증설 가정

3Q25 Preview: 고객사는 디램 캐파가 부족하다

- 브이엠의 2025년 3분기 매출과 영업이익은 340억원(+263.1% yoy, -13.3% qoq), 78억원(흑자전환 yoy, +77.1% qoq)을 기록할 전망
- 주요 고객사의 디램 수요가 공급량을 크게 상회하면서 기존 캐파의 공간 효율을 극대화하는 방향으로 일부 신규 캐파를 증설했음. 구체적으로는 유휴 공간을 활용해 생산라인을 확충하고, 일부 후공정 라인을 전환하여 생산라인으로 전용한 것으로 파악됨
- 2025년 3분기에는 M15X 가동을 앞두고 증설 강도가 일시적으로 완화되면서 전분기 대비 매출이 소폭 감소했음. 다만 2분기에 반영된 일회성 비용이 소멸함에 따라, 3분기 영업이익은 전분기 대비 77% 증가하며 수익성이 크게 개선되었음
- 일회성 비용은 2023~2024년 SK하이닉스의 장비 매입액 축소로 인해 브이엠 실적이 부진했던 시기에 이연된 비용이었음. 이 비용은 2024년 4분기와 2025년 2분기까지 순차적으로 반영되었으며, 2분기를 끝으로 모두 처리 완료됨

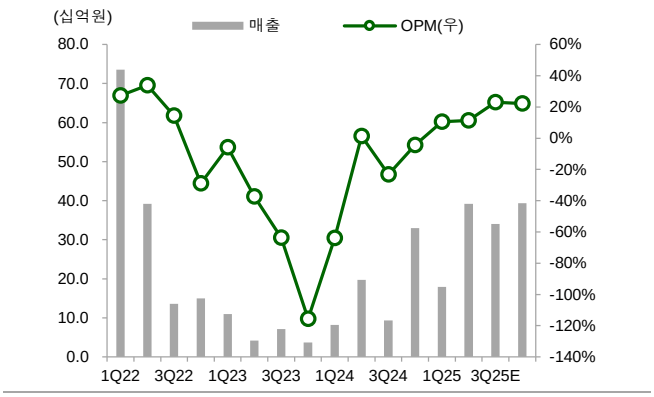
2026년 실적 상향

- 2026년 브이엠의 매출액과 영업이익을 각각 2,230억원(+70.9% yoy), 700억원(+206.3% yoy, OPM 31.4%)일 것으로 전망됨. 당사는 기존 대비 브이엠의 2026년 매출액을 28.3%, 영업이익을 58.7% 상향했음
- 2026년에는 M15X향 장비 매출이 본격적으로 인식되면서 매출과 수익성이 모두 큰 폭으로 개선될 것으로 예상됨. 최근 극심한 디램 공급 부족 현상으로 인해 SK하이닉스에서 M15X 증설 강도를 높일 것으로 전망됨. 당사는 2026년 M15X 가동 규모를 45~50K/M로 추정했으나 60K/M로 상향함
- 올해 말부터 브이엠의 2026년 실적에 대한 가시성이 확보될 것으로 보임. 동 실적을 기준으로 밸류에이션을 적용할 경우 주가의 추가 상승 여력이 존재하는 것으로 판단됨

투자의견 매수 유지, 목표주가 39,000원으로 상향

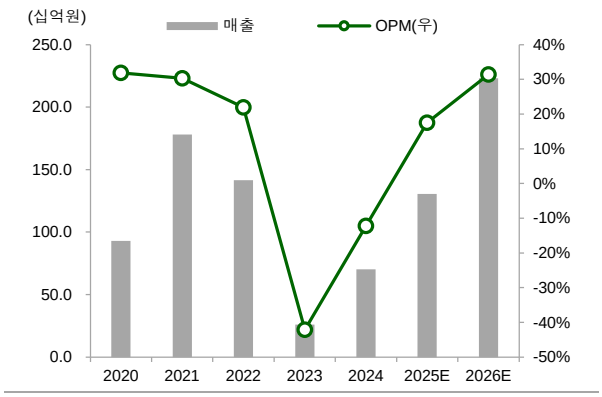
- 브이엠에 대한 매수 투자의견을 유지하고, 목표주가를 기존 대비 116.8% 상향한 39,000원으로 제시함. 목표주가는 2026년 BPS 8,782원에 PBR 상단인 4.4배를 적용하여 산출함
- 동사는 최근 2년간 주 고객사의 투자 축소 영향으로 영업적자를 기록하였으나, 2025년 상반기부터 SK하이닉스의 범용 디램 캐파 투자 증가로 인한 실적 개선이 기대됨. 또한 폴리식각 공정에서 고객사 내 브이엠의 점유율이 점진적으로 증가하고 있다는 점도 긍정적. 2025년 4분기부터 M15X향 85K/M 증설 효과가 본격화되면서 가파른 실적 성장 보여줄 것으로 전망됨

도표 1. 브이엠 분기별 실적 추이 및 전망



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 2. 브이엠 연도별 실적 추이 및 전망



자료 : 신영증권 리서치센터

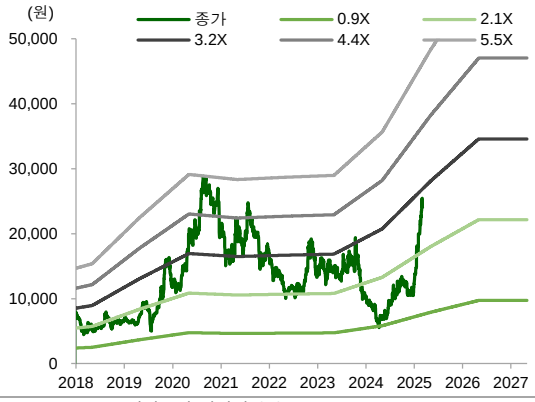
도표 3. 브이엠 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	8.2	19.7	9.3	33.0	17.9	39.2	34.0	39.3	70.3	130.5	223.0
QoQ%	*124.1%*	*139.7%*	*-52.6%*	*252.8%*	*-45.7%*	*118.9%*	*-13.3%*	*15.7%*			
YoY%	*-25.3%*	*368.3%*	*31.6%*	*798.0%*	*117.6%*	*98.7%*	*263.9%*	*19.3%*	*170.2%*	*85.6%*	*70.9%*
영업이익	-5.3	0.3	-2.2	-1.5	1.9	4.4	7.8	8.7	-8.6	22.9	70.0
OPM%	*-63.9%*	*1.4%*	*-23.1%*	*-4.4%*	*10.5%*	*11.3%*	*23.0%*	*22.2%*	*-12.2%*	*17.5%*	*31.4%*
QoQ%	*적지*	*흑전*	*적전*	*적지*	*흑전*	*135.3%*	*77.1%*	*11.3%*			
YoY%	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*흑전*	*1501.5%*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*79.2%*
순이익	-2.9	0.7	-2.9	1.6	1.6	2.1	6.8	7.1	-3.5	17.6	56.5
NIM%	*-35.6%*	*3.6%*	*-30.6%*	*5.0%*	*8.7%*	*5.4%*	*19.9%*	*18.1%*	*-4.9%*	*13.5%*	*25.3%*
QoQ%	*적지*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*-4.2%*	*34.2%*	*222.9%*	*5.2%*			
YoY%	*적전*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*197.4%*	*흑전*	*336.8%*	*적지*	*흑전*	*87.9%*

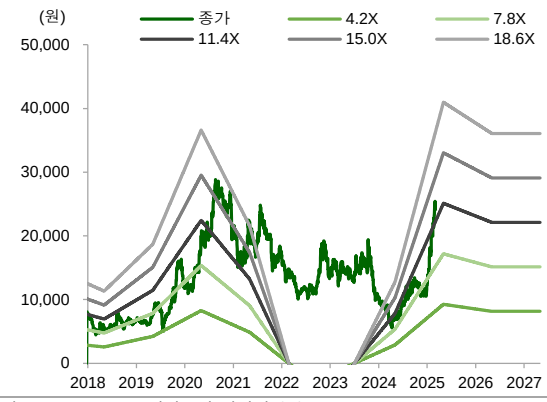
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 브이엠 12개월 선행 PBR 밴드



자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 5. 브이엠 12개월 선행 PER 밴드



자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 6. 브이엠 목표주가 산출 방법

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	비고
EPS(원)	1,003	1,968	1,160	-273	-135	686	2,203	지배주주 순이익 기준
BPS(원)	4,197	5,626	5,737	5,679	5,709	6,485	8,782	
고점 P/E	20.6	14.7	21.9	-76.9	-155.4	38.6	12.0	최근 3년간 평균: -64.5
저점 P/E	4.5	7.6	8.9	-36.4	-40.8	9.7	3.0	최근 3년간 평균: -22.5
평균 P/E	11.3	11.1	14.9	-50.2	-91.0	17.4	5.4	최근 3년간 평균: -41.3
고점 P/B	4.9	5.2	4.4	3.7	3.7	4.1	3.0	최근 3년간 평균: 3.9
저점 P/B	1.1	2.7	1.8	1.8	1.0	1.0	0.8	최근 3년간 평균: 1.5
평균 P/B	2.7	3.9	3.0	2.4	2.1	1.8	1.4	최근 3년간 평균: 2.5
ROE	31.3%	45.6%	24.0%	-5.8%	-2.8%	13.1%	32.5%	
적용 BPS						**8,782**		26년 BPS 적용
타겟 P/B						**4.4**		2020년 12MF PBR 고점 적용
적정 주가						38,641		
목표 주가						**39,000**		25년 기준 P/B 4.4배
전일 종가						23,450		25년 기준 P/B 2.7배
상승 여력						**66.3%**		

자료 : 신영증권 리서치센터

브이엠(089970.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**260**	**703**	**1,305**	**2,230**	**2,024**
증가율(%)	-81.6	170.4	85.6	70.9	-9.2
매출원가	**133**	**469**	**774**	**1,202**	**1,094**
원가율(%)	51.2	66.7	59.3	53.9	54.1
매출총이익	**127**	**234**	**531**	**1,027**	**930**
매출총이익률(%)	48.8	33.3	40.7	46.1	45.9
판매비와 관리비 등	**236**	**320**	**303**	**327**	**315**
판관비율(%)	90.8	45.5	23.2	14.7	15.6
영업이익	**-110**	**-86**	**229**	**700**	**614**
증가율(%)	적전	적지	흑전	205.7	-12.3
영업이익률(%)	-42.3	-12.2	17.5	31.4	30.3
EBITDA	**-93**	**-69**	**245**	**717**	**630**
EBITDA마진(%)	-35.8	-9.8	18.8	32.2	31.1
순금융손익	**37**	**39**	**-17**	**20**	**19**
이자손익	24	14	37	43	46
외화관련손익	5	51	1	1	1
기타영업외손익	**0**	**1**	**4**	**4**	**4**
종속및관계기업 관련손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**-73**	**-46**	**216**	**724**	**638**
계속사업손익법인세비용	**-3**	**-11**	**40**	**159**	**140**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-70**	**-35**	**176**	**565**	**497**
증가율(%)	적전	적지	흑전	221.0	-12.0
순이익률(%)	-26.9	-5.0	13.5	25.3	24.6
지배주주지분 당기순이익	-70	-35	176	565	497
증가율(%)	적전	적지	흑전	221.0	-12.0
기타포괄이익	**4**	**24**	**24**	**24**	**24**
총포괄이익	**-66**	**-10**	**200**	**589**	**522**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**1,408**	**1,505**	**1,597**	**2,120**	**2,538**
현금및현금성자산	682	920	1,084	1,452	1,722
매출채권 및 기타채권	17	90	49	80	107
재고자산	678	468	435	557	675
비유동자산	**102**	**152**	**171**	**195**	**219**
유형자산	77	122	147	172	198
무형자산	4	4	2	0	-1
투자자산	15	15	15	15	15
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**1,509**	**1,657**	**1,768**	**2,315**	**2,757**
유동부채	**270**	**393**	**304**	**263**	**182**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	42	121	161	220	240
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	**18**	**21**	**21**	**21**	**21**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**288**	**414**	**325**	**283**	**203**
지배주주지분	**1,222**	**1,243**	**1,443**	**2,032**	**2,554**
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	412	424	424	424	424
기타포괄이익누계액	24	49	73	97	122
이익잉여금	930	894	1,070	1,635	2,133
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,222**	**1,243**	**1,443**	**2,032**	**2,554**
총차입금	**232**	**267**	**137**	**37**	**-63**
순차입금	**-591**	**-794**	**-966**	**-1,433**	**-1,804**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**-156**	**222**	**299**	**476**	**379**
당기순이익	**-70**	**-35**	**176**	**565**	**497**
현금유출이없는비용및수익	**14**	**23**	**18**	**132**	**110**
유형자산감가상각비	15	15	15	14	14
무형자산상각비	2	1	1	2	2
영업활동관련자산부채변동	**-97**	**207**	**114**	**-98**	**-127**
매출채권의감소(증가)	49	-75	42	-31	-27
재고자산의감소(증가)	-63	199	33	-123	-117
매입채무의증가(감소)	-65	64	41	58	20
투자활동으로인한현금흐름	**268**	**-58**	**-35**	**-35**	**-35**
투자자산의 감소(증가)	2	0	0	0	0
유형자산의 감소	14	1	0	0	0
CAPEX	-17	-61	-40	-40	-40
단기금융자산의감소(증가)	275	-5	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	**81**	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**7**	**75**	**-98**	**-73**	**-73**
현금의 증가	**200**	**238**	**165**	**367**	**270**
기초현금	481	682	920	1,084	1,452
기말현금	682	920	1,084	1,452	1,722

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	-273	-135	686	2,203	1,939
BPS	5,679	5,709	6,485	8,782	10,816
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	34.2	10.6	12.1
PBR	2.5	1.2	3.9	2.8	2.3
EV/EBITDA	-29.9	-12.4	20.6	6.4	6.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	흑전	221.1%	-12.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	-128.6%	-25.8%	-455.1%	192.7%	-12.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-5.8%	-2.8%	13.1%	32.5%	21.7%
ROE(지배순이익 기준)	-5.8%	-2.8%	13.1%	32.5%	21.7%
ROIC	-15.1%	-10.9%	36.7%	102.1%	71.3%
WACC	11.2%	10.9%	11.6%	11.8%	11.9%
안전성(%)					
부채비율	23.5%	33.3%	22.5%	13.9%	8.0%
순차입금비율	-48.4%	-63.9%	-66.9%	-70.5%	-70.6%
이자보상배율	-16.3	-4.6	33.5	479.0	-276.7

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
브이엠	-	-	-	-	-	-	-	-

브이엠 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-04	매수	39000		
2025-05-19	매수	18000	-20.81	41.39
2025-02-17	매수	13000	-17.86	-2.15
2024-11-26	매수	10000		