# 한화비전(489790.KS) 매수(유지)

# 3Q25 Review: 긴 호흡을 가지고 보자

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

현재주가(11/4) 49,650원
목표주가(12M, 유지) 85,000원

**Valuation Indicator**

| (배, %, 원) | 24A | 25F | 26F |
|---|---|---|---|
| PER | 49.8 | - | 62.2 |
| PBR | 1.9 | 3.8 | 3.5 |
| EV/EBITDA | 21.8 | 19.3 | 14.4 |
| ROE | 1.3 | -2.3 | 4.7 |
| DPS | - | - | - |

**Key Data** (기준일: 2025. 11. 4)

| | |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 4121.74 |
| KOSDAQ(pt) | 926.57 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(억원) | 25,067 |
| 발행주식수(천주) | 50,488 |
| 평균거래량(3M,주) | 494,330 |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 27,296 |
| 52주 최고/최저 | 69,300 / 28,700 |
| 52주 일간Beta | -0.2 |
| 배당수익률(25F,%) | 0.0 |
| 외국인지분율(%) | 20.3 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 한화 | 34.0 % |
| 국민연금공단 | 9.5 % |

**Company Performance**

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -6.7 | -14.7 | -17.1 | 15.2 |
| KOSPI대비 상대수익률 | -19.6 | -34.8 | -48.5 | -27.6 |

**Company vs KOSPI composite**

**분석의 기본 가정**

- 2026년 주요 고객사 신규 HBM 캐파 증설 가정

## 3Q25 Review: 생각보다 늦어진 TC본더 수주

- 한화비전의 2025년 3분기 매출액은 4,227억원(-3.4% yoy, -7.5% qoq), 영업이익은 312억원(+29.6 yoy, -44.6% qoq)을 기록. 각각 당사 추정치를 14.9%, 10.0% 하회함
- 시큐리티 매출은 3,140억원으로 당사 추정치를 소폭 상회하였으나 전분기 대비 4.4% 감소함. 상반기 관세가 실행되기 전 고객사들이 재고를 축적해 수요가 일시적으로 감소했다고 판단됨
- 당사 추정치를 크게 하회한 부분은 산업용장비 부문임. 세미텍 매출은 1,087억원으로 전분기 대비 15.5% 감소함. 당초 예상했던 것 보다 고객사의 TC본더 수주가 지연되고 있기 때문
- 한화비전은 2025년 상반기에 약 800억원의 TC본더 수주를 받았음. 당사는 하반기에 1,000억원 이상의 추가 수주가 공시될 것으로 전망했으나 아직까지 추가 수주는 없는 상황
- 다만 올해 연내로 추가적인 TC본더 수주 발생할 가능성 높다고 판단됨. SK하이닉스가 신규로 증설하는 M15X 장비 반입은 2026년 상반기에 집중되어 있음. 장비의 리드타임 고려 시 4분기에 TC본더 주문이 발생할 전망

**도표 1. 한화비전 부문별 실적 추이 및 전망** (단위: 십억원)

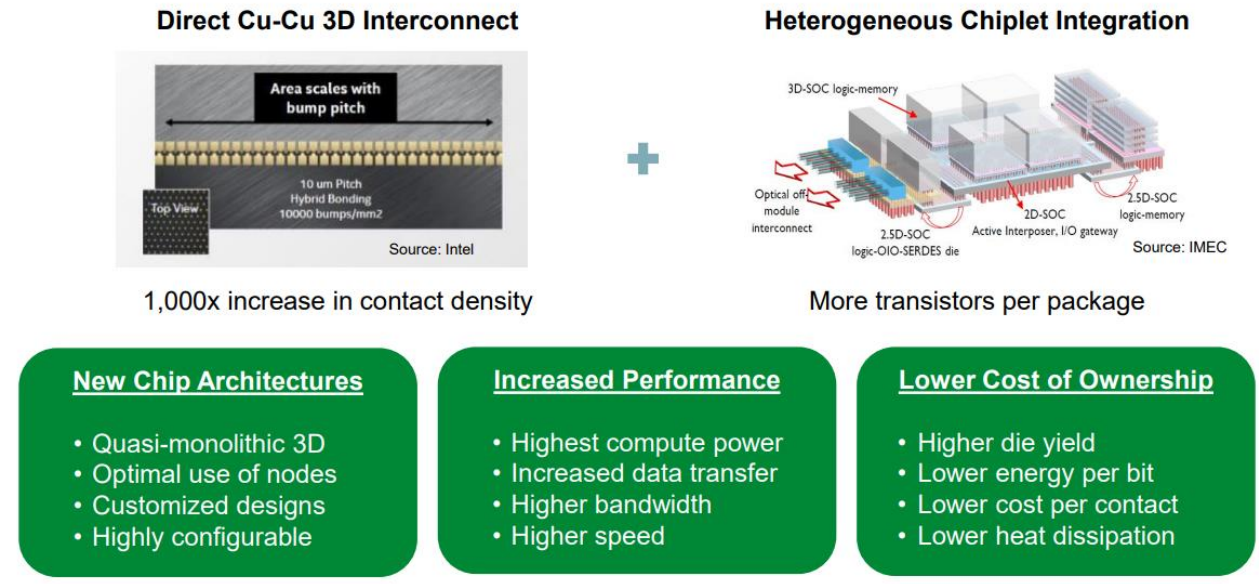
| | 1Q25A | 2Q25A | 3Q25P | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024A | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출** | **451.7** | **457.0** | **422.7** | **433.0** | **505.3** | **488.4** | **529.7** | **461.8** | **1,638.7** | **1,764.6** | **1,985.2** |
| *YoY%* | *14.0%* | *1.3%* | *-3.4%* | *22.4%* | *11.9%* | *6.9%* | *25.3%* | *6.7%* | *12.0%* | *7.7%* | *12.5%* |
| **Security** | **368.9** | **328.4** | **314.0** | **324.5** | **390.7** | **356.7** | **353.5** | **354.3** | **1,215.0** | **1,335.9** | **1,455.1** |
| 수출 | 320.3 | 288.4 | 276.3 | 286.2 | 351.3 | 316.3 | 311.4 | 313.9 | 1,076.5 | 1,171.2 | 1,292.9 |
| 내수 | 48.6 | 40.0 | 37.7 | 38.4 | 39.4 | 40.4 | 42.1 | 40.4 | 138.6 | 164.7 | 162.3 |
| **Semitec** | **82.8** | **128.6** | **108.7** | **108.4** | **114.5** | **131.7** | **176.2** | **107.6** | **423.7** | **428.5** | **530.0** |
| SMT 및 기타 | 82.8 | 108.8 | 75.7 | 78.7 | 70.0 | 84.7 | 139.9 | 72.9 | 423.7 | 346.0 | 367.5 |
| Bonder | | 19.8 | 33.0 | 29.7 | 44.6 | 47.0 | 36.3 | 34.7 | 0.0 | 82.5 | 162.5 |
| **영업이익** | **44.3** | **56.4** | **31.2** | **33.8** | **74.5** | **56.4** | **41.8** | **53.1** | **59.7** | **165.7** | **225.7** |
| *OPM%* | *9.8%* | *12.3%* | *7.4%* | *7.8%* | *14.7%* | *11.5%* | *7.9%* | *11.5%* | *3.6%* | *9.4%* | *11.4%* |
| *YoY%* | *126.0%* | *161.6%* | *29.6%* | *흑전* | *68.2%* | *-0.1%* | *33.8%* | *57.2%* | *-38.3%* | *177.3%* | *36.2%* |
| Security | **64.8** | **56.6** | **31.4** | **35.2** | **70.0** | **49.9** | **46.6** | **49.5** | **119.8** | **188.0** | **216.0** |
| Semitec | **-20.5** | **-0.2** | **-0.2** | **-1.4** | **4.5** | **6.5** | **-4.8** | **3.5** | **-60.0** | **-22.3** | **9.7** |
| SMT 및 기타 | -20.5 | -7.1 | -11.7 | -11.8 | -11.1 | -10.0 | -17.5 | -8.6 | -60.0 | -51.2 | -47.2 |
| Bonder | | 6.9 | 11.6 | 10.4 | 15.6 | 16.5 | 12.7 | 12.1 | 0.0 | 28.9 | 56.9 |

자료 : 한화비전, 신영증권 리서치센터

## 2028년 하이브리드 본더 시장 규모는 조단위일 전망

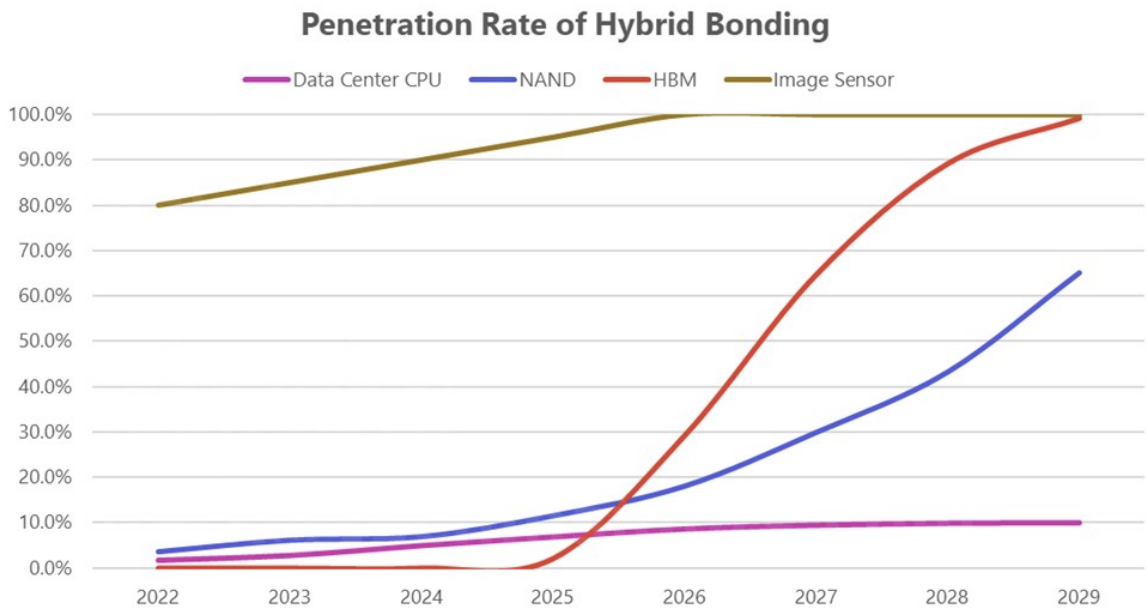
- 하이브리드 본딩은 단순히 기술적 우위를 넘어, 시장 규모 측면에서도 폭발적인 성장 기회를 제공할 것으로 전망됨. 현재 디램 3사의 HBM 생산능력은 약 400K/M 수준이며, 내년 증설분을 감안하면 500K/M까지 확대될 것으로 예상됨
- 2027~2028년에는 보수적으로 연간 50K/M씩 증설이 이루어진다고 가정할 때, 2028년 HBM 캐파는 600K/M 일 것으로 전망됨. HBM뿐 아니라 HBF까지 2028년에 100K/M 규모로 추가된다고 가정하면, 전체 TSV 캐파는 700K/M일 것으로 추정됨
- 하이브리드 본딩이 HBM4E 및 HBF에 2027년 하반기부터 적용되고, 2028년 침투율이 50%에 도달한다고 가정할 경우, 전체 약 350K/M에 하이브리드 본딩이 채택될 것으로 예상됨. TC본더는 1K/M당 약 1.5~2대가 사용되며, 하이브리드 본더는 정밀도가 더 요구되어 2대가 필요할 것으로 예상됨. 350K/M의 TSV 캐파에 하이브리드 본딩이 적용될 경우 700대의 신규 본더가 필요할 전망
- TC본더는 현재 약 30억 원 초반대에서 가격이 형성되어 있으나, 하이브리드 본더는 기술 난이도를 반영해 약 40억 원 수준으로 추정됨. 이를 기준으로 교체 수요에서만 약 2.8조 원 규모의 시장이 형성될 것으로 추산됨
- 하이브리드 본딩 도입 시점은 수율과 비용 문제로 다소 지연될 수 있음. 다만 하이브리드 본딩 전환으로의 방향성은 명확하다는 판단
- 당사는 단기적으로 TC본더 도입 대수를 논하는 것보다, 중장기적으로 하이브리드 본더 기술력을 확보한 업체가 어떤 위치를 차지할지가 중요하다고 판단함

도표 2. 하이브리드 본딩 개요




자료 : BESI

도표 3. 하이브리드 본딩 침투율

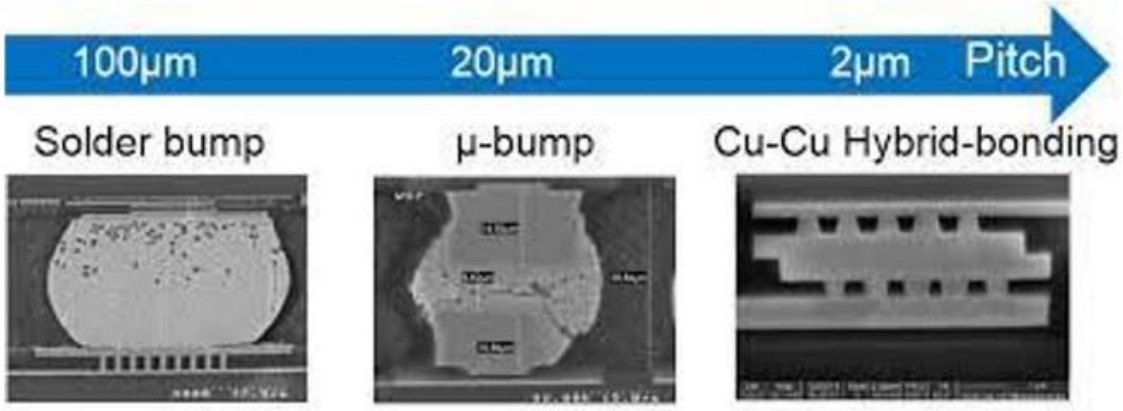



자료 : TechInsights

## 하이브리드 본더에서 유의미한 성과가 기대됨

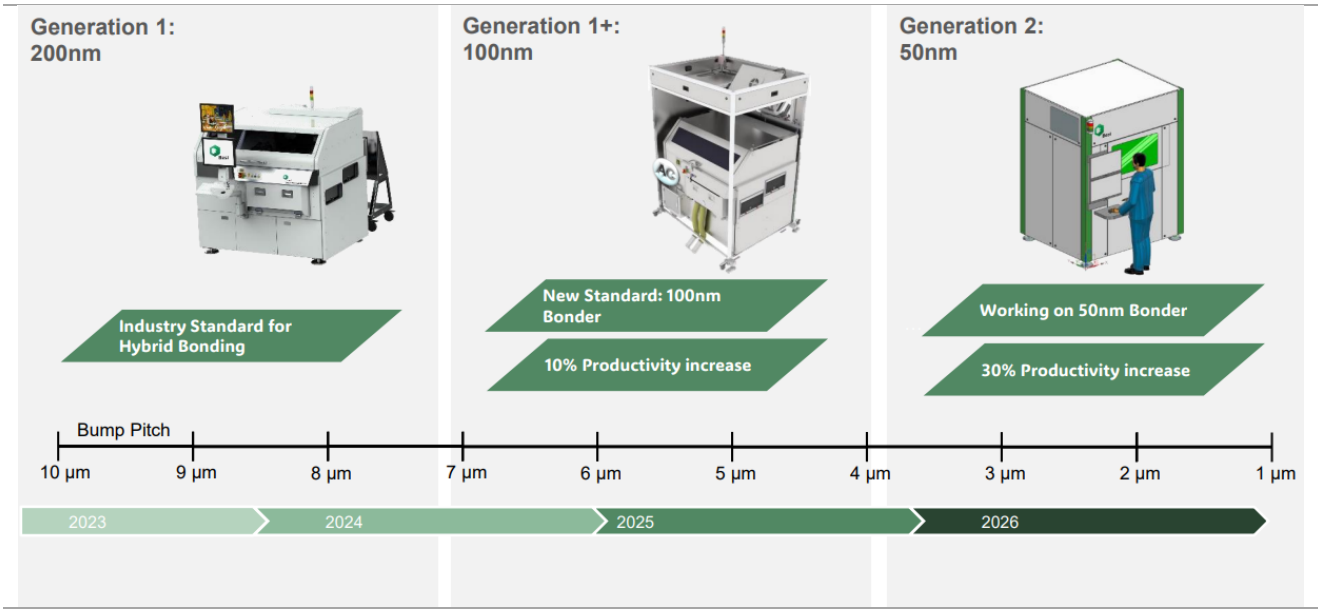
- 현재 SK하이닉스는 BESI, 한화비전과 함께 하이브리드 본더를 공동 개발 및 평가 중인 것으로 파악됨. 네덜란드의 BESI는 로직 반도체 분야에서 이미 하이브리드 본딩을 개발 및 적용한 경험이 있어 가장 유력한 공급사로 평가됨
- 한화비전 역시 최근 퀄리피케이션 테스트에서 긍정적 결과를 얻은 것으로 알려져, 후발 주자임에도 불구하고 충분히 기회를 확보할 가능성이 존재함
- 결과적으로 하이브리드 본딩은 기술적 진화와 함께 본더 장비 시장 자체를 수조 원 규모로 재편하며, 차세대 메모리 패키징 공급망의 판도를 바꿀 핵심 요소로 자리잡을 전망임

**도표 4. TC 본더와 하이브리드 본더 범프 비교**




자료 : Université Grenoble Alpes

**도표 5. BESI 하이브리드 본딩 로드맵**




자료 : BESI

도표 6. TC 본딩 vs 하이브리드 본딩 비교

| 마이크로범프 C2W(Chip-to-Wafer) TC 본딩 | 성과 지표 | 하이브리드 본딩 |
|---|---|---|
| 1.0x | 상호 연결 밀도 | 15.0x |
| 1.0x | 속도 | 11.9x |
| 1.0x | 대역폭 밀도 | 191.0x |
| 1.0x | 에너지 효율 | 100.0x 이상 |
| 10.0x | 상호 연결당 비용 | 1.0x |

자료 : BESI, 신영증권 리서치센터

도표 7. HBM 본딩 로드맵

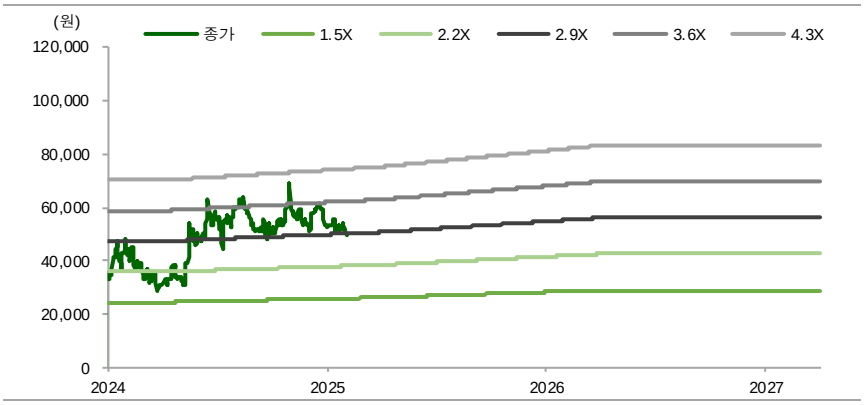
| 구 분 | | HBM3 | HBM3E | HBM4 | HBM4E | HBM5 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 출시 연도 | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2028 |
| 주요 장비 | | | | C2W TC 본딩 | 하이브리드 본딩 | |
| 다이 수 | TC 본더 | 8 | 12 | 16 | 16 | |
| | 하이브리드 본더 | | | | 16 | 20 이상 |
| 인터커넥트 피치 | | | | | | |
| 베이스 다이 기술 | | 12nm 이상 IDM 버퍼 다이 | | 4nm 미만 선단 로직 파운드리 | | |

자료 : BESI, 신영증권 리서치센터

## 매수 투자의견, 목표주가 85,000원 유지

- 매수 투자의견과 목표주가 85,000원을 유지함. 목표주가는 SOTP 방식을 통해 산출함
- 주요 고객사의 TC본더 발주 지연으로 주가의 단기 상승은 제한적일 가능성 존재. 다만 지금은 TC본더 보다 하이브리드 본더에 집중할 필요 있다는 판단
- 향후 하이브리드 본더 장비 분야에서 유의미한 성과가 확인될 경우, 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄이 부여될 가능성이 높을 것으로 전망됨

도표 8. 한화비전 12MF PBR BAND




자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

**도표 9. 한화비전 목표주가 산출 방법**

| | 2026E(십억원) | | Target Multiple(x) | 적정가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 매출액 | EBITDA | | | |
| Security | 1,455.1 | **258.0** | 10.2 | 2,630.0 | Hickvision, Dahua Technology의 '26E EV/EBITDA 평균에서 15% 할인(시장 점유율 고려) |
| Semitec - SMT+기타 | **367.5** | -38.2 | 1.1 | 407.0 | Omron의 '26E PSR 반영 |
| Semitec - Bonder | 162.5 | **65.9** | 22.3 | 1,465.9 | TC Bonder 업체(한미반도체, ASMPT). Hybrid Bonder 업체(BESI, AMAT)의 '26E EV/EBITDA 평균 |
| EV | 1985.2 | 285.7 | | **4,502.9** | |
| 순차입금(십억원) | | | | 194.6 | |
| 적정시가총액(십억원) | | | | **4,308.3** | |
| 발행주식수(주) | | | | 50,488,390 | |
| 적정주가(원) | | | | 85,332 | |
| 목표주가(원) | | | | **85,000** | |
| 현재주가(원) | | | | 49,650 | |
| Upside Potential | | | | **71.2%** | |

자료 : 신영증권 리서치센터

## 한화비전(489790.KS) 추정 재무제표

### Income Statement

| 12월 결산(억원) | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **16,387** | **17,646** | **19,852** | **21,612** |
| 증가율(%) | NA | 7.7 | 12.5 | 8.9 |
| **매출원가** | **7,590** | **8,152** | **9,172** | **9,969** |
| 원가율(%) | 46.3 | 46.2 | 46.2 | 46.1 |
| **매출총이익** | **8,797** | **9,495** | **10,680** | **11,644** |
| 매출총이익률(%) | 53.7 | 53.8 | 53.8 | 53.9 |
| **판매비와 관리비 등** | **8,200** | **7,839** | **8,423** | **9,028** |
| 판관비율(%) | 50.0 | 44.4 | 42.4 | 41.8 |
| **영업이익** | **597** | **1,657** | **2,257** | **2,616** |
| 증가율(%) | NA | 177.6 | 36.2 | 15.9 |
| 영업이익률(%) | 3.6 | 9.4 | 11.4 | 12.1 |
| **EBITDA** | **754** | **1,672** | **2,271** | **2,629** |
| EBITDA마진(%) | 4.6 | 9.5 | 11.4 | 12.2 |
| **순금융손익** | **-145** | **-1,647** | **-1,363** | **-1,351** |
| 이자손익 | -19 | -24 | -28 | -26 |
| 외화관련손익 | -2 | -31 | -31 | -31 |
| **기타영업외손익** | **345** | **-371** | **-378** | **-348** |
| **종속및관계기업 관련손익** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **법인세차감전계속사업이익** | **797** | **-361** | **517** | **917** |
| **계속사업손익법인세비용** | **-98** | **-175** | **114** | **202** |
| **세후중단사업손익** | **-265** | **0** | **0** | **0** |
| **당기순이익** | **32** | **-186** | **403** | **715** |
| 증가율(%) | NA | 적전 | 흑전 | 77.4 |
| 순이익률(%) | 0.2 | -1.1 | 2.0 | 3.3 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 106 | -186 | 403 | 715 |
| 증가율(%) | NA | 적전 | 흑전 | 77.4 |
| **기타포괄이익** | **178** | **178** | **178** | **178** |
| **총포괄이익** | **210** | **-8** | **581** | **893** |

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

### Balance Sheet

| 12월 결산(억원) | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **9,962** | **11,146** | **11,892** | **12,939** |
| 현금및현금성자산 | 1,538 | 1,447 | 1,156 | 1,317 |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,561 | 6,366 | 7,154 | 7,782 |
| 재고자산 | 3,088 | 2,941 | 3,309 | 3,602 |
| **비유동자산** | **5,949** | **6,391** | **6,377** | **6,365** |
| 유형자산 | 3,048 | 3,042 | 3,042 | 3,042 |
| 무형자산 | 856 | 842 | 828 | 815 |
| 투자자산 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| **기타 금융업자산** | **0** | **2** | **2** | **2** |
| **자산총계** | **15,911** | **17,538** | **18,271** | **19,305** |
| **유동부채** | **5,301** | **6,160** | **6,211** | **6,252** |
| 단기차입금 | 2,084 | 2,084 | 2,084 | 2,084 |
| 매입채무및기타채무 | 2,030 | 1,889 | 1,940 | 1,981 |
| 유동성장기부채 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| **비유동부채** | **2,363** | **3,139** | **3,239** | **3,339** |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **기타 금융업부채** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **부채총계** | **7,664** | **9,299** | **9,450** | **9,591** |
| **지배주주지분** | **8,229** | **8,221** | **8,802** | **9,695** |
| 자본금 | 252 | 252 | 252 | 252 |
| 자본잉여금 | 6,986 | 6,986 | 6,986 | 6,986 |
| 기타포괄이익누계액 | 907 | 1,085 | 1,262 | 1,440 |
| 이익잉여금 | 123 | -63 | 341 | 1,056 |
| **비지배주주지분** | **19** | **19** | **19** | **19** |
| **자본총계** | **8,247** | **8,239** | **8,820** | **9,713** |
| **총차입금** | **2,709** | **2,649** | **2,649** | **2,649** |
| **순차입금** | **477** | **1,032** | **1,442** | **1,317** |

### Cashflow Statement

| 12월 결산(억원) | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | **568** | **-44** | **-497** | **37** |
| **당기순이익** | **32** | **-186** | **403** | **715** |
| **현금유출이없는비용및수익** | **326** | **-105** | **186** | **272** |
| 유형자산감가상각비 | 143 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산상각비 | 14 | 14 | 14 | 13 |
| **영업활동관련자산부채변동** | **176** | **37** | **-1,004** | **-781** |
| 매출채권의감소(증가) | 970 | -1,805 | -788 | -629 |
| 재고자산의감소(증가) | -307 | 147 | -368 | -293 |
| 매입채무의증가(감소) | -462 | -141 | 51 | 41 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | **-744** | **451** | **177** | **95** |
| 투자자산의 감소(증가) | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 감소 | 45 | 8 | 0 | 0 |
| CAPEX | -249 | 0 | 0 | 0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -568 | 384 | 118 | 36 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | **-1,072** | **-46** | **-46** | **-46** |
| 장기차입금의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **기타현금흐름** | **28** | **-452** | **74** | **74** |
| **현금의 증가** | **-1,221** | **-90** | **-292** | **161** |
| 기초현금 | 2,758 | 1,538 | 1,447 | 1,156 |
| 기말현금 | 1,538 | 1,447 | 1,156 | 1,317 |

### Valuation Indicator

| 12월 결산(억원) | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| **Per Share (원)** | | | | |
| EPS | 635 | -367 | 799 | 1,417 |
| BPS | 16,376 | 16,360 | 17,511 | 19,280 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Multiples (배)** | | | | |
| PER | 49.8 | na | 62.2 | 35.0 |
| PBR | 1.9 | 3.8 | 3.5 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 21.8 | 19.3 | 14.4 | 12.4 |

### Financial Ratio

| 12월 결산(억원) | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|
| **성장성(%)** | | | | |
| EPS(지배순이익) 증가율 | na | 적전 | 흑전 | 77.4% |
| EBITDA(발표기준) 증가율 | na | 121.8% | 35.8% | 15.8% |
| **수익성(%)** | | | | |
| ROE(순이익 기준) | 0.4% | -2.3% | 4.7% | 7.7% |
| ROE(지배순이익 기준) | 1.3% | -2.3% | 4.7% | 7.7% |
| ROIC | -6.5% | 5.2% | 15.9% | 16.9% |
| WACC | 8.1% | 8.6% | 8.6% | 8.6% |
| **안전성(%)** | | | | |
| 부채비율 | 92.9% | 112.9% | 107.1% | 98.7% |
| 순차입금비율 | 5.8% | 12.5% | 16.3% | 13.6% |
| 이자보상배율 | 15.2 | 43.2 | 58.8 | 68.2 |

## 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 | | | | |
| 한화비전 | - | - | - | - | - | - | - | - |

한화비전 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균주가 | 최고(저) 주가 |
| 2025-11-05 | 매수 | 85000 | | |
| 2025-09-22 | 매수 | 85000 | | |