케이엔제이(272110)

미제시

3Q25 Review: 너무 좋고, 너무 싸다

3분기도 호실적 지속

3분기 매출액은 219억원(+10% QoQ, +44% YoY), 영업이익은 56억원(+9% QoQ, -5% YoY)으로 호실적을 기록했다. 낸드 업황 회복으로 SiC 포커스링 수요가 지속적으로 증가한 결과다. 최근 SiC 포커스링의 두께 및 사이즈에 대한 고객사의 커스터마이징 요청이 많아지면서 원가 증가에 대한 우려가 존재했다. 하지만 동사는 자체 CVD 챔버 제작 기술력을 통해 방어가 가능할 것이라 언급했고, 이번 실적을 통해 이를 증명했다. 높은 기술력 바탕으로 연간 OPM은 2025년 26.6%, 2026년에는 28.2%까지 상승할 것이다.

낸드 사이클은 이제 시작

SiC 포커스링은 기존 실리콘 대비 높은 내플라즈마성을 가지고 있어 낸드 단수 증가에 따른 필수 부품이다. 최근 AI 인프라향 eSSD 수요 호조와 함께 낸드 공급업체의 장비 전환 사이클이 가속화되고 있으며, 주요 반도체 장비사들의 매출도 증가하고 있다. 이에 2026년 매출액은 1,060억원(+26% YoY), 영업이익은 299억원(+34% YoY)을 기록해 사상 최대 실적을 경신할 전망이다.

밸류에이션 리레이팅 필요

동사는 A/M을 통해 IDM 업체에 직접 부품을 납품하고 있는 반면, 주요 경쟁사인 T사와 H사는 B/M을 통해 장비사에 납품하고 있다. 일반적으로 반도체 장비 투자가 이루어지면 B/M 시장이 먼저 성장하기 때문에 동사는 밸류에이션 디스카운트를 받았다. 특히 그동안 A/M 납품사들의 SiC 포커스링 퀄리티가 낮다는 인식 또한 디스카운트 요인이었다. 경쟁사는 과거 상승 사이클 때 12MF PER 상단이 25배인 반면 동사는 20배로 저평가를 받았다. 하지만 최근 제품 퀄리티 차이는 거의 없을 정도로 기술력이 올라왔고, 주요 고객사 내 A/M 채택율 또한 지속적으로 상승해 기술력을 인정받았다. 이제 A/M은 비용절감을 위한 전략에서 벗어나 퀄리티 기반의 또다른 선택지로 자리잡았으며 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	43	3	(5)	(788)	NM	5	NM	25.2	4.1	(20.4)	NM
2021A	47	4	6	780	NM	7	22.0	25.4	3.1	16.8	NM
2022A	62	13	10	1,255	60.9	17	10.2	8.0	1.9	20.4	NM
2023A	47	10	11	1,355	8.0	15	14.3	11.8	2.4	18.1	NM
2024A	62	14	11	1,353	(0.1)	20	10.0	7.6	1.5	15.8	NM

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

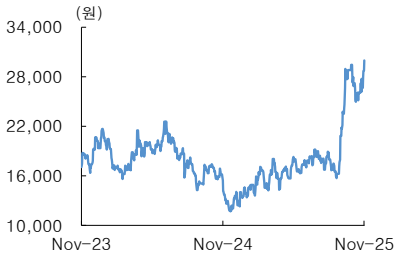
Stock Data

KOSPI(11/13)	4,171
주가(11/13)	29,950
시가총액(십억원)	240
발행주식수(백만)	8
52주 최고/최저가(원)	29,950/11,720
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,799
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.0/6.6
주요주주(%) 심호섭 외 4 인	24.3
에셋플러스자산운용	6.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.8	65.0	111.8
KOSDAQ 대비(%p)	0.0	39.5	78.6

주가추이

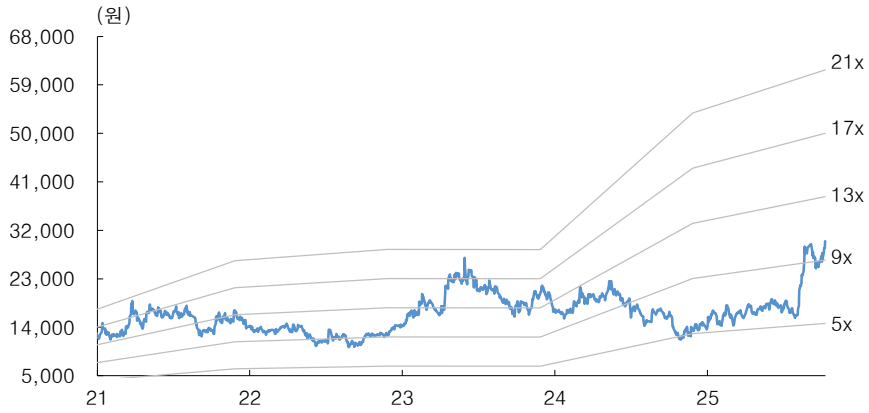


자료: FnGuide

조수헌
chosuhen@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 12MF PER



자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 1> 2025년 3분기 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q25					QoQ		YoY	
	신규추정	기존추정	차이	컨센서스	차이	2Q25	증감률	3Q24	증감률
매출액	21.9	21.0	3.8	-	-	20.0	9.6	15.2	43.6
영업이익	5.6	5.5	3.1	-	-	5.2	8.7	6.0	(5.3)
영업이익률	*25.8*	*26.0*	*(0.2)*	-	-	*26.0*	*(0.2)*	*39.2*	*(13.3)*
지배지분순이익	7.5	4.7	58.9	-	-	3.6	107.6	5.0	50.4

자료: 케이엔제이, 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 전망 변경 내역

	변경 후			변경 전			증감률	
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	62.2	83.9	106.0	62.2	82.3	102.1	2.0	3.8
영업이익	14.1	22.3	29.9	14.1	22.1	30.1	1.0	(0.7)
영업이익률(%)	*22.7*	*26.6*	*28.2*	*22.7*	*26.8*	*29.5*	*(0.2)*	*(1.3)*
세전이익	16.5	21.8	30.1	16.5	20.6	30.0	5.7	0.2
순이익	15.1	20.0	23.4	15.1	17.2	23.4	16.4	0.2
EPS(원)	1,353	2,561	3,000	1,353	2,198	2,993	16.5	0.2
BPS(원)	9,126	11,426	14,041	9,126	11,072	13,680	3.2	2.6
ROE(%)	*15.8*	*25.0*	*23.6*	*15.8*	*21.9*	*24.3*	*3.1*	*(0.7)*

자료: 케이엔제이, 한국투자증권

<표 3> 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**19.3**	**20.0**	**21.9**	**22.8**	**24.0**	**25.4**	**27.2**	**29.4**	**62.2**	**83.9**	**106.0**
영업이익	**5.5**	**5.2**	**5.6**	**5.9**	**6.5**	**7.0**	**7.8**	**8.7**	**14.1**	**22.3**	**29.9**
영업이익률	*28.7*	*26.0*	*25.8*	*26.0*	*27.0*	*27.5*	*28.5*	*29.5*	*22.7*	*26.6*	*28.2*
세전이익	**4.9**	**4.4**	**7.0**	**5.5**	**6.8**	**7.1**	**8.0**	**8.2**	**16.5**	**21.8**	**30.1**
세전이익률	*25.6*	*21.9*	*32.0*	*24.0*	*28.2*	*27.9*	*29.4*	*28.0*	*26.6*	*25.9*	*28.4*
순이익	**4.6**	**3.6**	**7.5**	**4.4**	**5.3**	**5.5**	**6.2**	**6.4**	**15.1**	**20.0**	**23.4**
순이익률	*23.6*	*18.0*	*34.2*	*19.2*	*22.0*	*21.7*	*22.9*	*21.8*	*24.2*	*23.8*	*22.1*

자료: 한국투자증권

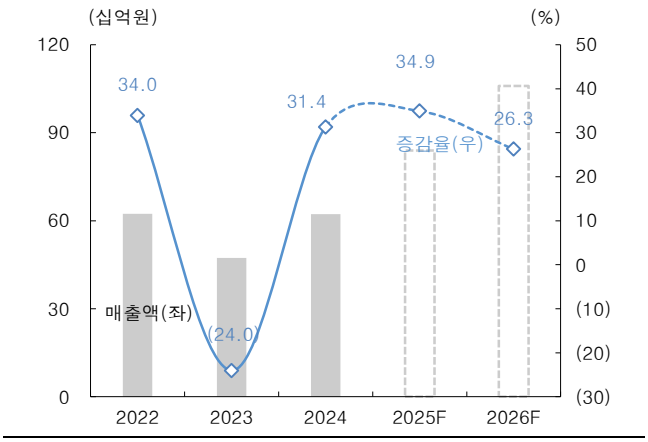
<표 4> 국내 반도체 부품업체 peer valuation

(단위: 달러, 백만달러)

종목				매출액	영업이익	영업이익률 (%)	순이익	PER (배)	PBR (배)	EPS	BPS	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
케이엔제이	주가 (11/13, 원)	29,950	2023A	47	10	22.1	11	18.2	2.4	1,355	8,182	11.8	18.1
	시가총액(십억원)	240	2024A	62	14	22.7	11	7.2	1.5	1,353	9,126	7.8	15.8
			2025F	84	22	26.6	20	8.6	2.0	2,561	11,426	7.9	25.0
			2026F	106	30	28.2	23	7.4	1.6	3,000	14,041	6.3	23.6
티씨케이	주가 (11/13, 원)	168,600	2023A	227	67	29.4	61	21.2	2.8	5,246	39,252	13.2	14.0
	시가총액(십억원)	1,968	2024A	276	81	29.3	72	11.5	1.6	6,167	44,219	5.7	14.8
			2025F	313	90	28.6	74	26.4	3.6	6,381	47,416	16.5	14.0
			2026F	368	112	30.5	92	21.2	3.1	7,899	53,836	13.4	15.9
하나머티리얼즈	주가 (11/13, 원)	46,900	2023A	234	41	17.7	34	28.7	2.5	1,752	20,476	15.5	9.8
	시가총액(십억원)	928	2024A	252	43	17.3	32	14.1	1.3	1,627	18,161	7.8	8.4
			2025F	262	44	16.9	34	27.5	2.4	1,705	19,350	14.1	9.2
			2026F	282	55	19.6	43	21.7	2.2	2,157	21,214	12.7	10.6

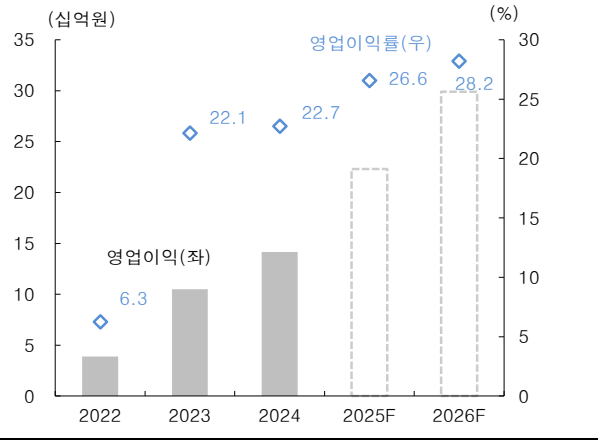
주: 케이엔제이는 한투 추정치. 나머지는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 연간 매출액 추이 및 전망



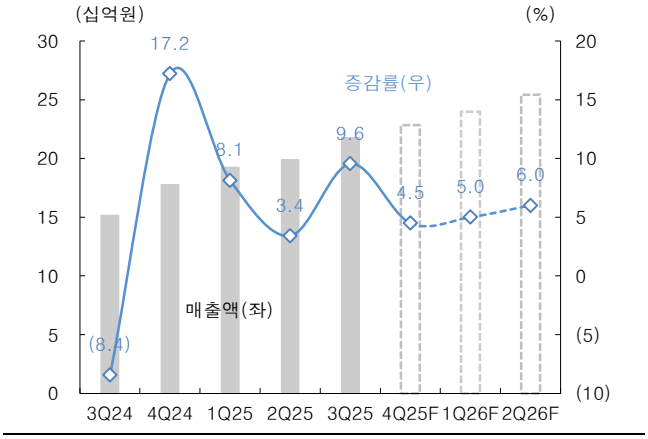
자료: 케이엔제이, 한국투자증권

[그림 3] 연간 영업이익 추이 및 전망



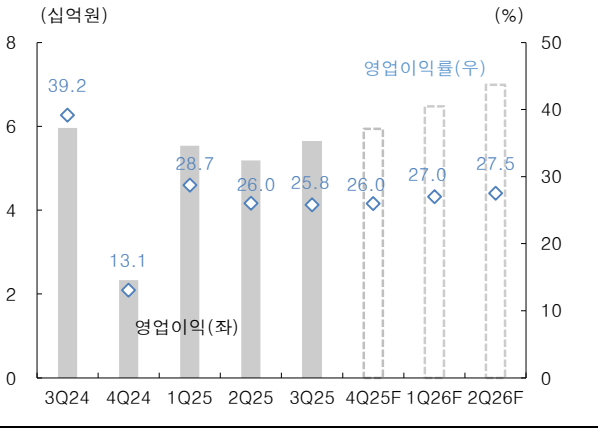
자료: 케이엔제이, 한국투자증권

[그림 4] 분기 매출액 추이 및 전망



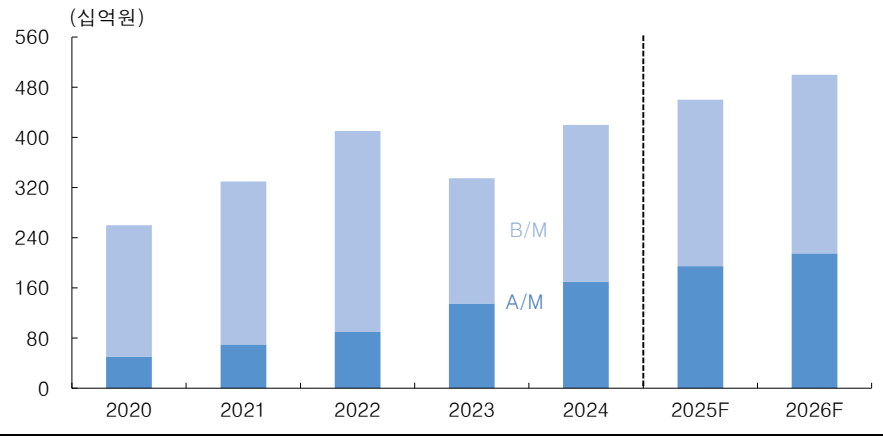
자료: 케이엔제이, 한국투자증권

[그림 5] 분기 영업이익 추이 및 전망



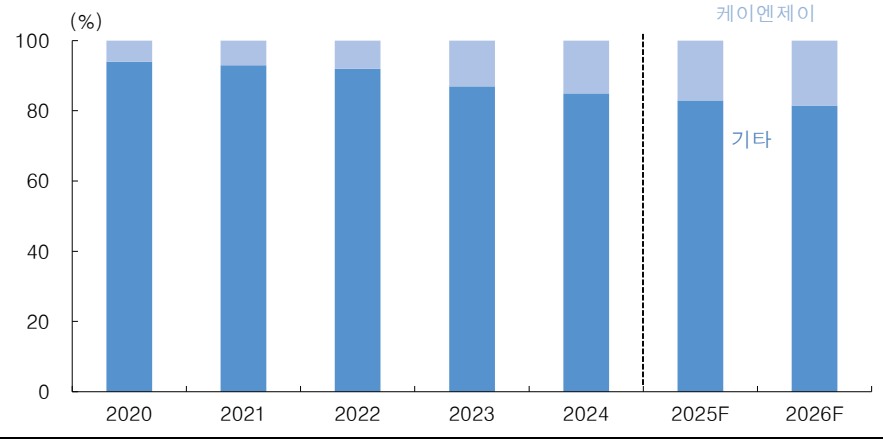
자료: 케이엔제이, 한국투자증권

[그림 6] 국내 SiC 부품 시장규모 추이 및 전망



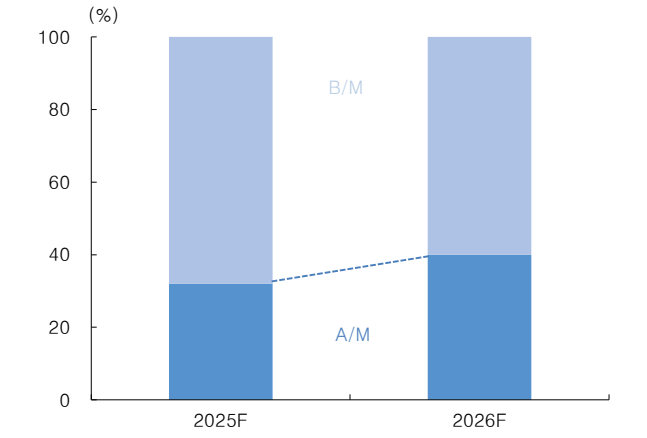
자료: 케이엔제이, 한국투자증권

[그림 7] 국내 SiC 부품 시장 내 케이엔제이 점유율 추이 및 전망



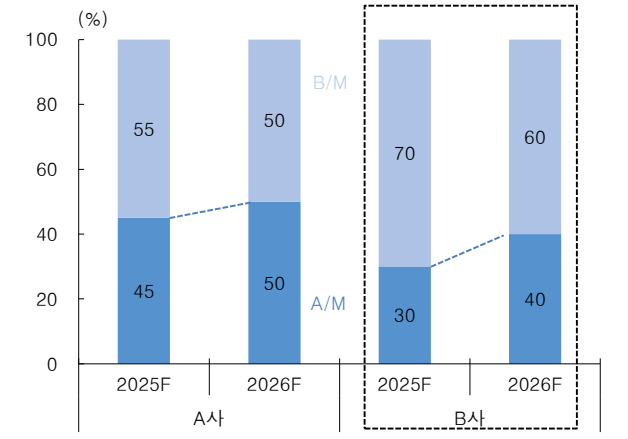
자료: 케이엔제이, 한국투자증권

[그림 8] B/M 및 A/M 비중 전망



자료: 한국투자증권

[그림 9] 고객사 내 B/M 및 A/M 채택률 비중 전망



자료: 한국투자증권

<표 5> 주요 연혁

연도	내용
2005.06	회사 설립
2008.03	대표이사 변경(심호섭)
2010.04	본점 이전(충남 아산시 음봉면)
2011.11	CMS 인수합병
2012.09	본점 이전(충남 아산시 둔포면)
2014.03	중국 법인 설립(쑤저우)
2014.12	제51회 무역의날 "2천만불 수출의탑" 수상
2016.12	제53회 무역의날 "3천만불 수출의탑" 수상
2019.10	코스닥 시장 상장
2021.11	본점 이전(충남 아산시 음봉면)
2022.09	ISO 45001 안전보건인증 취득
2025.02	성과공유기업 지정(중소벤처기업부)

자료: 케이엔제이, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

LED제조용 SiC 코팅제품 및 반도체 웨이퍼 식각 공정용 소모품인 SiC 포커스링 등을 CVD(화학기상증착) 방식으로 생산 공급해 오고 있음. SiC 제품은 기존에 주로 사용되던 단결정 Si소재 기반의 반도체용 부품을 대체하는 제품으로 Si 소재의 단점을 보완할 수 있으며, 강한 플라즈마 등 대응에 용이하며 수명이 기존 대비 1.5배 우수함. 최근 반도체 제조공정이 고출력플라즈마를 사용함에 따라 특수한 환경에 견딜 수 있는 소재가 주목을 받고 있음. 자체 CVD 챔버를 보유하고 있어 품질, 리드타임, 원가 경쟁력을 확보했으며, 향후 30대까지 확장 가능하여 CAPA 확대가 기대되는 기업임. 이외에도 낸드 수혜주로서 향후 V8부터는 SiC 채택이 표준화되며 관련 수요는 더 확대될 것으로 전망됨

- 포커스링: 반도체 웨이퍼 에칭공정에 소요되는 소모품
- SiC: 열전도율, 내식성이 뛰어나 고온, 고출력 환경에서 사용되는 반도체 소재
- CVD: 기체 상태의 원료를 화학 반응시켜 고체 박막을 형성하는 증착 공정

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**43**	**47**	**62**	**47**	**62**
매출원가	32	34	38	32	40
매출총이익	10	13	24	15	22
판매관리비	8	9	11	5	8
영업이익	**3**	**4**	**13**	**10**	**14**
영업이익률(%)	*6.1*	*9.4*	*21.3*	*22.1*	*22.7*
EBITDA	5	7	17	15	20
EBITDA Margin(%)	*11.2*	*14.0*	*26.7*	*32.2*	*31.4*
영업외수익	(9)	1	(1)	(1)	3
금융수익	2	3	2	3	3
금융비용	10	1	3	4	3
기타영업외손익	(1)	1	1	1	2
관계기업관련손익	0	(2)	(1)	(1)	1
세전계속사업이익	**(6)**	**5**	**12**	**9**	**17**
법인세비용	(1)	(0)	2	1	1
연결당기순이익	(5)	6	10	11	11
지배주주지분순이익	**(5)**	**6**	**10**	**11**	**11**
지배주주순이익률(%)	*(11.7)*	*11.9*	*16.0*	*22.7*	*17.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(24.4)	9.2	34.0	(24.0)	31.4
영업이익 증가율	(32.2)	69.2	202.5	(21.2)	35.1
지배주주순이익 증가율	NM	NM	80.2	8.1	0.1
EPS 증가율	NM	NM	60.9	8.0	(0.1)
EBITDA 증가율	(14.9)	37.2	154.9	(8.2)	28.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
자산총계	**73**	**94**	**108**	**126**	**157**
유동자산	30	27	37	52	57
현금성자산	8	9	13	18	16
매출채권및기타채권	8	5	6	6	8
재고자산	11	9	16	24	31
비유동자산	42	66	71	75	100
투자자산	6	6	5	8	27
유형자산	23	47	53	54	61
무형자산	2	2	2	3	3
부채총계	**51**	**50**	**54**	**61**	**86**
유동부채	36	16	21	30	47
매입채무및기타채무	4	5	3	4	6
단기차입금및단기사채	17	11	12	16	23
유동성장기부채	1	1	5	3	3
비유동부채	15	34	33	32	39
사채	3	3	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	27	30	28	35
자본총계	**22**	**44**	**54**	**65**	**71**
지배주주지분	22	44	54	65	71
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	22	37	37	37	38
기타자본	(1)	(1)	(1)	(0)	(3)
이익잉여금	(2)	3	13	23	33
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순차입금	31	30	31	26	44

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동현금흐름	**5**	**12**	**11**	**13**	**18**
당기순이익	(5)	6	10	11	11
유형자산감가상각비	2	2	3	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(1)	2	(10)	(5)	(1)
기타	9	2	8	2	3
투자활동현금흐름	**(14)**	**(27)**	**(9)**	**(8)**	**(32)**
유형자산투자	(4)	(26)	(9)	(5)	(12)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(6)	(1)	0	(3)	(20)
무형자산순증	(0)	0	0	(0)	(0)
기타	(4)	0	0	0	0
재무활동현금흐름	**12**	**15**	**4**	**0**	**12**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	12	15	4	(0)	14
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	(2)
기타현금흐름	(0)	0	(1)	1	0
현금의증가	**3**	**0**	**4**	**5**	**(2)**
FCF	0	0	0	0	0

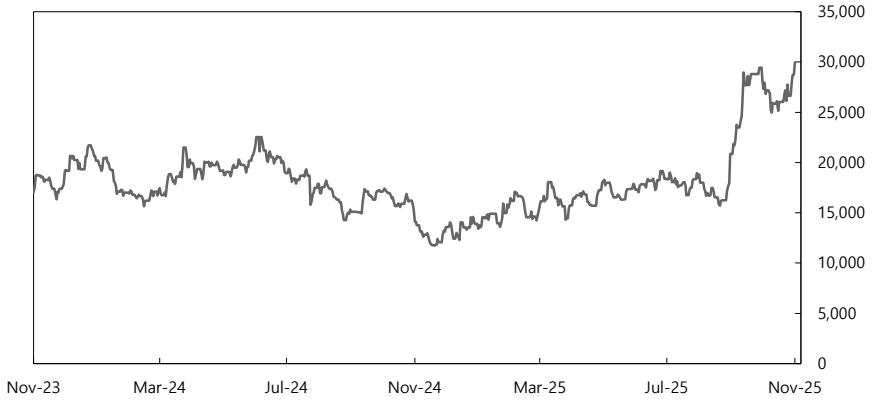
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
주당지표(원)					
EPS	(788)	780	1,255	1,355	1,353
BPS	3,451	5,518	6,769	8,182	9,262
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	(7.6)	6.6	9.9	9.2	7.6
ROE	(20.4)	16.8	20.4	18.1	15.8
배당수익률	NM	NM	NM	NM	NM
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	231.9	114.3	101.0	94.1	120.4
차입금/자본총계비율(%)	194.5	96.3	86.1	72.0	86.6
이자보상배율(x)	2.2	6.9	9.9	4.9	5.9
순차입금/EBITDA(x)	6.2	4.3	1.8	1.7	2.2
Valuation(x)					
PER	NM	22.0	10.2	14.3	10.0
최고	NM	26.3	13.7	20.0	19.5
최저	NM	15.0	8.1	9.0	8.5
PBR	4.1	3.1	1.9	2.4	1.5
최고	4.8	3.7	2.5	3.3	2.9
최저	1.0	2.1	1.5	1.5	1.2
PSR	2.1	2.6	1.6	3.2	1.7
EV/EBITDA	25.2	25.4	8.0	11.8	7.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
케이엔제이 (272110)	2023.09.01	NR	-	-	-
	2024.09.01	1년경과		-	-
	2025.09.01	1년경과		-	-
	2025.10.29	NR	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 14일 현재 케이엔제이 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.