SPOT
ISSUE

8 Dec. 2025

DAOL 다올투자증권

(089970)

브이엠

[NDR 후기] 절호의 타이밍

고영민
반도체/소부장 I ym.ko@daolfn.com

김연미
연구원 I ym.kim@daolfn.com

● 27년까지 이어질 우호적 외생변수 & 낙관적 내생변수

- 금번 NDR을 통해 26년, 나아가 27년까지 보여질 회사의 성장 전략 재확인
- 메모리 호황을 최대로 누릴 수 있는 최적의 외부 환경과 자체적인 성장 동력 마련

① 우호적 외생변수: 고객사(SK하이닉스)의 성장 경로

- 26년 고객사의 신규 투자는 M15X를 중심으로 진행. 해당 Fab은 HBM을 중심으로 캐파가 구성될 전망이라는 점에서 HBM 선도 업체인 SK하이닉스의 M15X 투자 계획은 가시성 높은 확정적 투자
- 더불어 27년 용인 클러스터 가동에 맞춰 26년 하반기 중 추가적인 신규 투자가 확인될 전망. 현재 매출의 100%가 SK하이닉스에게서 발생 중인 Pure Value-Chain 으로서 브이엠의 수혜는 최소 향후 2년간 담보

② 낙관적 내생변수: 점유율 확대와 단가 상승(WS)의 시너지

1) 공정 및 장비 M/S 확대

- 고객사의 Metal 공정 내 M/S 100% 도달. 이에 대한 효과는 1C nm 전환투자가 진행되는 과정에서 본격화. 26년 M14/M16 1C 전환투자가 활발히 전개될 예정이며, 장비 내 Metal 장비 매출 비중은 50% 수준 예상(24년 6% → 25년 30%, 다올 추정)
- 추가로 Poly 공정 내 다수의 신규 공정 테스트를 진행 중이며, 이미 일부는 가시적인 통과 가능성 확보. 25년 기준 전체 식각 공정 내 동사의 공정 M/S는 10% 수준으로 추정되며, 계획대로 진행시 28년 20% 중반까지 확대될 전망

2) 단가 상승(신규 WS 장비)

- 폴리 공정용 장비인 WH 장비의 업그레이드 버전인 WS 장비에 대한 웨이퍼 데모 테스트 시작. 26년 중 필드 테스트 진행 후 27년부터 양산 장비로 공급 예상. 기존 WH 대비 WS 장비 단가는 40~50% 상승
- 현재 자체 평가 결과로 보면 외산 장비 대비 뒤쳐지지 않는 성능(Power, Uniformity 등)이 구현되고 있으며, 그럼에도 외산 장비와 비교했을 때 고객사 입장에서 가격 매력도가 높은 수준. 27년 용인 클러스터 투자부터 공급 유력, 실적 업사이드 요인

● 결론 및 투자전략

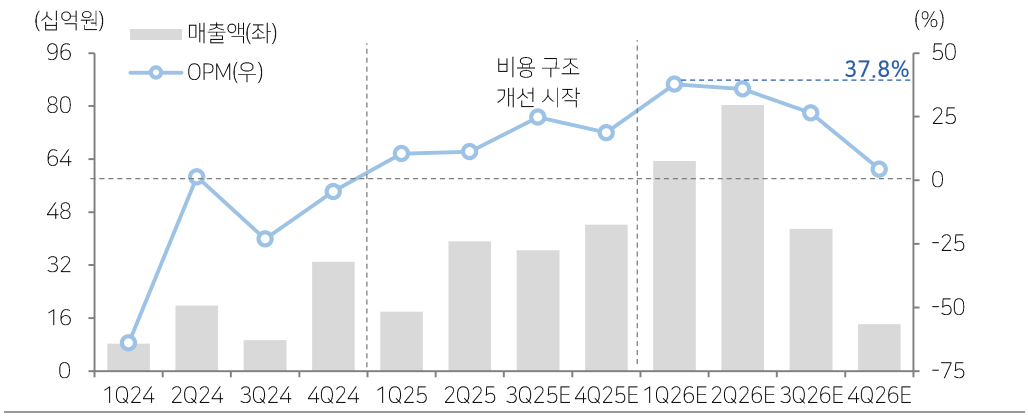
- DRAM 선두 주자인 SK하이닉스의 성장 과정에서 수혜를 함께 누릴 수 있는 전공정 대표 장비사. 27년까지 고객사 효과와 자체 성장 동력이 맞물리는 절호의 성장 타이밍
- 1H26 까지 국내 장비사들 가운데 가장 극적인 실적 모멘텀이 예상되며, 대장주로 리레이팅 유력 국면. 소부장 최선호주 의견 유지

Fig. 1: 브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17.9	39.2	36.4	44.2	63.4	80.3	43.0	14.1	70.3	137.8	200.8
YoY(%)	117.6	98.7	289.8	34.0	254.1	104.8	17.9	(68.0)	170.3	96.0	45.8
Poly	11.4	8.9	11.2	33.2	33.2	33.2	13.3	4.0	49.5	64.6	83.5
Metal	0.0	23.4	13.4	3.8	21.4	36.8	19.8	6.3	4.0	40.6	84.2
부품 및 기타	6.5	6.9	11.9	7.2	8.9	10.4	9.9	3.9	16.5	32.5	33.0
매출 비중											
Poly	63.7	22.6	30.7	75.0	52.3	41.3	30.9	28.1	70.5	46.9	41.6
Metal	0.0	59.7	36.6	8.7	33.7	45.8	46.1	44.6	5.7	29.5	42.0
부품 및 기타	36.3	17.6	32.6	16.3	14.0	12.9	23.0	27.3	23.5	23.6	16.4
영업이익	1.9	4.4	9.0	8.3	24.0	28.8	11.4	0.6	(8.6)	23.6	64.8
OPM	10.5	11.3	24.8	18.7	37.8	35.9	26.5	4.4	(12.3)	17.1	32.3
YoY(%)	흑자전환	1,537.0	흑자전환	흑자전환	1,175.2	552.7	25.9	(92.4)	적자지속	흑자전환	174.6

Source: 브이엠, 다올투자증권 추정

Fig. 2: 브이엠 매출액, OPM 추이 및 전망



Source: 브이엠, 다올투자증권 추정

Fig. 3: 적정주가 밸류에이션

(원, 배)	2026E	비고
적정주가	43,000	
EPS	2,387	26E EPS
적정 PER	18	Up-Cycle에서 전공정 대표 장비사들의 Multiple 상단(통상 18~20배)
주당가치	42,964	

Source: 다올투자증권 추정

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 89.6%	HOLD : 10.4%	SELL : 0.5%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치