반도체
손인준
02)6260-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(089970)

브이엠

BUY(유지)

DRAM 투자 가속화

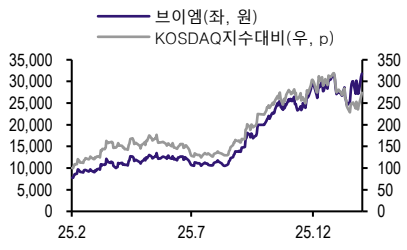
목표주가	44,000원(상향)
현재주가(02/10)	31,800원
상승여력	38.4%
시가총액	776십억원
발행주식수	24,412천주
52주 최고가 / 최저가	31,800 / 7,630원
3개월 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	10.4%
주요주주	
최우형 (외 2인)	10.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.4%
서정우 (외 1인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.3	22.8	184.9	311.4
상대수익률 (KOSDAQ)	-0.3	-2.8	147.1	262.6

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	26	70	144	260
영업이익	-11	-9	25	73
EBITDA	-9	-7	27	78
지배주주순이익	-7	-3	26	61
EPS	-291	-143	1,162	2,639
순차입금	-45	-65	-82	-126
PER	n/a	n/a	27.4	12.0
PBR	2.9	1.4	5.3	3.7
EV/EBITDA	n/a	n/a	25.9	8.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	4.7
ROE	-5.8	-2.8	18.4	32.3
컨센서스 영업이	-	-	24	64
컨센서스 EPS	-	-	878	1,949

주가추이



신규 팹 입고 효과로 실적 성장

브이엠의 4Q25 잠정 실적이 매출액 508억원(+39%QoQ, +54%YoY), 영업이익 93억원(+3%QoQ, 흑자전환YoY)을 기록하며, 컨센서스를 각각 +6%, +8% 상회했다. M15X 장비에 대한 매출 인식 효과가 예상 대비 컸으며, 성과금 등 일회성 비용으로 인해 수익성은 전분기 대비 감소했다.

가파른 실적 성장 시작

브이엠의 1Q26 실적은 매출액 703억원(+38%QoQ, +293%YoY), 영업이익 242억원(+160%QoQ, +1,189%YoY)으로 전망한다. 고객사 1cnm 전환 및 M15X 증설 효과가 본격 반영되며 실적이 급성장세 보일 것으로 전망한다. 고객사는 전환 및 증설 투자 모두 당초 예상 대비 속도를 높이고 있으며, 이를 감안해 브이엠의 2026년 실적 전망치를 매출액 2,601억원(+80%YoY), 영업이익 728억원(+195%YoY)으로 상향 조정한다. 용인 1기 팹의 준공 시점 또한 2027년 상반기 중 최대한 앞당겨지고 있어, 브이엠의 수주 공백이 최소화되며 실적 우상향이 이어질 것으로 기대된다. 또한 신규 장비 출시로 인한 Poly Etch 내 점유율 확대가 2027년부터 본격화될 전망이다. 2027년 실적은 매출액 3,296억원(+27%YoY), 영업이익 962억원(+32%YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 BUY/TP 44,000원으로 상향

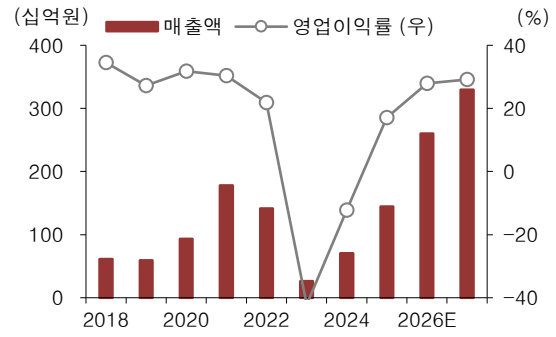
브이엠에 대해 투자의견 BUY/목표주가 44,000원을 제시한다. 2026년 EPS 2,639원에 해외 식각 장비사(Lam Research, Tokyo Electron, Applied Materials)의 12MF PER 평균 배수 대비 50% 할인된 16.6배를 적용했다. 해외 장비사들은 최근 실적 발표를 통해 고객사 팹 공간 부족이 장비 매출 추가 업사이드의 제약 요인이며, 이로 인해 2027년 더 큰 실적 성장이 기대된다는 전망을 공통적으로 제시했다. 당사는 2027년에도 DRAM 공급 부족이 해소되기 어렵다고 예상하며, 이에 DRAM 공급사들의 CapEx 가속화 움직임이 지속될 것이라 판단한다. M15X-Y1으로 이어지는 증설 투자, 1c-1d로 이어지는 전환 투자가 브이엠의 장기 실적 성장을 이끌 전망이다. 이에 더해 2027~2028년 고객사 내 식각 장비 점유율이 가파른 증가세 보일 것으로 전망된다. 장비 업종 내 Top Pick으로 매수 추천을 지속한다.

표 1 브이엠 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**17.9**	**39.2**	**36.4**	**50.8**	**70.3**	**70.7**	**62.0**	**57.0**	**70.3**	**144.4**	**260.1**
QoQ(%)	-46%	119%	-7%	39%	38%	1%	-12%	-8%			
YoY(%)	118%	99%	290%	54%	293%	80%	70%	12%	170%	105%	80%
장비	11.4	32.3	24.6	44.3	63.0	63.0	49.5	49.5	53.8	112.6	225.0
부품 및 기타	6.5	6.9	11.9	6.5	7.3	7.7	12.5	7.5	17.8	31.8	35.1
매출총이익	**7.7**	**12.8**	**14.7**	**21.4**	**29.5**	**29.7**	**26.5**	**24.6**	**23.4**	**56.7**	**110.3**
QoQ(%)	-33%	65%	15%	46%	38%	1%	-11%	-7%			
YoY(%)	202%	117%	341%	85%	281%	133%	80%	15%	85%	143%	95%
매출총이익률	43%	33%	40%	42%	42%	42%	43%	43%	33%	39%	42%
영업이익	**1.9**	**4.4**	**9.0**	**9.3**	**24.2**	**19.1**	**19.4**	**10.0**	**-8.6**	**24.7**	**72.8**
QoQ(%)	-229%	135%	104%	3%	160%	-21%	1%	-48%			
YoY(%)	-136%	1501%	-518%	-739%	1189%	332%	115%	7%	적자지속	흑자전환	195%
영업이익률	10%	11%	25%	18%	34%	27%	31%	18%	-12%	17%	28%

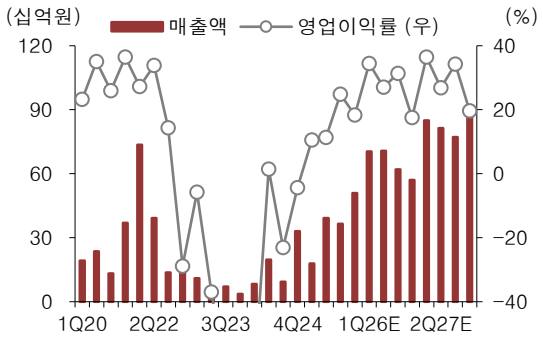
자료: 브이엠, 흥국증권 리서치센터

표 1 브이엠 연간 실적 추이 및 전망



자료: 브이엠, 흥국증권 리서치센터

표 2 브이엠 분기 실적 추이 및 전망



자료: 브이엠, 흥국증권 리서치센터

표 1 브이엠 최근 수주 공시 이력 (단위: 십억원)

공시 일자	금액	시작일	종료일	계약상대방
2026.01.19	18.5	2026.01.16	2026.04.06	SK hynix Semiconductor (China)
2026.01.16	78.3	2026.01.16	2026.05.15	SK하이닉스
2025.11.06	7.7	2025.11.06	2025.12.23	SK하이닉스
2025.09.18	9.0	2025.09.17	2025.11.10	SK hynix Semiconductor (China)
2025.09.18	16.8	2025.07.18	2025.11.30	SK하이닉스
2025.08.25	9.0	2025.08.22	2025.10.31	SK하이닉스
2025.08.20	18.0	2025.08.19	2025.11.30	SK하이닉스
2025.06.12	9.0	2025.06.12	2025.08.31	SK하이닉스
2025.04.03	9.0	2025.04.03	2025.06.30	SK하이닉스
2025.03.31	5.4	2025.03.29	2025.04.30	SK하이닉스
2025.03.19	14.6	2025.03.18	2025.05.30	SK하이닉스
2025.03.06	14.8	2025.03.05	2025.05.30	SK하이닉스

자료: 브이엠, 흥국증권 리서치센터

Valuation

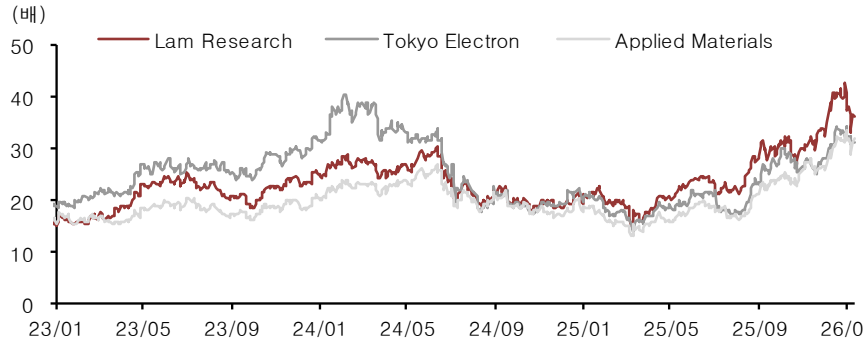
브이엠에 대해 투자의견 BUY/목표주가 44,000원을 제시. 2026년 EPS 2,639원에 해외 식각 장비사(Lam Research, Tokyo Electron, Applied Materials)의 12MF PER 평균 배수 대비 50% 할인된 16.6배를 적용. 단일 고객사 리스크 존재하나 글로벌 고객사 확보 가능성이 기대되고, DRAM 장비 위주의 포트폴리오로 인한 피어 그룹 대비 더 높은 실적 성장세 보일 것으로 예상되는 점 등이 향후 디스카운트 해소로 작용될 전망

표 1 **브이엠 목표주가 산정 PER Multiple Valuation**

	2025E	2026E	비고
EPS (원)	1,162	2,639	2026년 EPS 적용
목표 PER (배)		16.6	해외 경쟁사 12MF PER 평균 대비 50% 할인
목표주가 (원)		**44,000**	
현재주가(원)		31,800	
상승여력 (%)		38.4	

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 **글로벌 식각 장비사 12개월 선행 PER 추이**



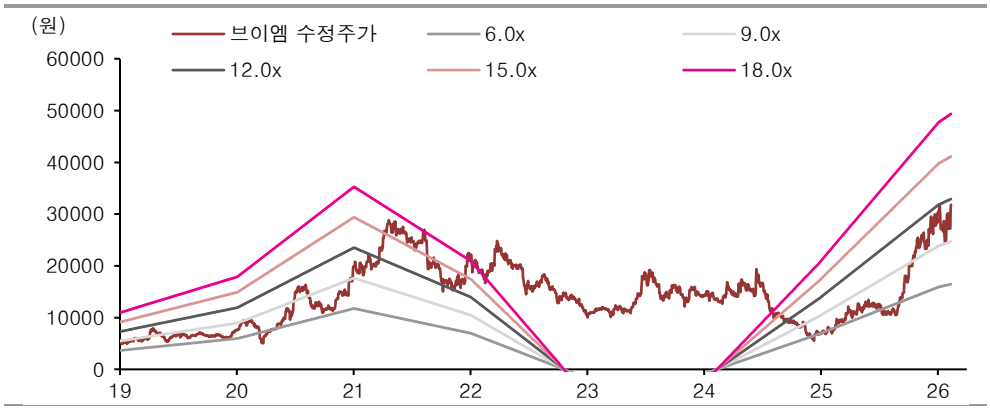
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 2 **전공정 장비 업체 벨류에이션**

(십억원, %, 배)	시총	주가수익률			P/E		P/B		ROE		매출액		영업이익		당기순이익	
기업		1M	3M	6M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
브이엠	776.3	17.3	184.9	311.3	12.0	9.1	3.7	31	32.3	32.7	260.1	329.6	72.8	96.2	60.5	79.4
테스	1,287.4	27.2	168.4	213.0	14.9	12.2	2.9	2.5	19.0	19.5	418.5	475.2	86.8	108.2	78.3	95.6
유진테크*	2,261.8	19.9	124.6	147.2	25.2	19.3	4.2	3.5	18.0	19.7	544.3	620.0	112.8	146.3	93.7	123.0
주성엔지니어링*	2,323.2	47.2	77.6	53.0	23.7	17.0	3.3	2.8	15.5	18.5	431.7	535.3	104.5	146.5	98.0	136.5
원익IPS*	5,119.5	39.1	191.1	334.9	37.5	29.2	4.7	4.1	13.1	14.7	1271.9	1457.8	158.9	207.5	134.1	172.2
피에스케이*	1,625.0	30.6	166.9	186.0	18.1	15.1	2.6	2.2	15.4	15.8	538.6	633.0	106.8	128.5	89.9	107.5

자료: 흥국증권 리서치센터,
주: 2/10 종가 기준, (*): 컨센서스 적용

표4 브이엠 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표5 브이엠 12개월 선행 PBR Band

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**26**	**70**	**144**	**260**	**330**
증가율 (Y-Y,%)	(81.6)	170.2	105.5	80.1	26.7
영업이익	**(11)**	**(9)**	**25**	**73**	**96**
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	194.9	32.2
EBITDA	(9)	(7)	27	78	106
영업외손익	4	4	3	1	1
순이자수익	2	1	2	1	2
외화관련손익	0	5	(1)	(2)	(4)
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	(7)	(5)	27	74	97
당기순이익	**(7)**	**(3)**	**26**	**61**	**79**
지배기업당기순이익	**(7)**	**(3)**	**26**	**61**	**79**
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	136.1	31.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(34.6)	(26.6)	0.7	115.4	67.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(7.3)	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	(6.3)	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(2.8)	n/a	n/a
영업이익률(%)	(42.2)	(12.2)	17.1	28.0	29.2
EBITDA마진(%)	(35.9)	(9.9)	18.5	30.1	32.1
순이익률 (%)	(26.8)	(4.9)	17.7	23.3	24.1
NOPLAT	**(8)**	**(6)**	**23**	**60**	**79**
(+) Dep	2	2	2	6	10
(-) 운전자본투자	13	(23)	5	5	23
(-) Capex	2	6	9	23	35
OpFCF	(21)	12	11	38	31

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	141	150	175	223	248
현금성자산	68	92	100	139	127
매출채권	2	9	17	23	32
재고자산	68	47	50	53	80
비유동자산	10	15	23	42	69
투자자산	2	3	3	3	3
유형자산	8	12	19	37	63
무형자산	0	0	1	2	2
자산총계	**151**	**166**	**198**	**265**	**316**
유동부채	27	39	42	41	49
매입채무	4	12	23	27	41
유동성이자부채	23	27	17	13	6
비유동부채	2	2	3	3	3
비유동이자부채	1	0	0	0	0
부채총계	**29**	**41**	**44**	**44**	**52**
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	41	42	42	42	42
이익잉여금	93	89	115	176	220
자본조정	(14)	(10)	(6)	0	0
자기주식	(23)	(22)	0	0	0
자본총계	**122**	**124**	**154**	**221**	**264**
투하자본	76	58	70	94	143
순차입금	(45)	(65)	(82)	(126)	(120)
ROA	(4.5)	(2.2)	14.1	26.1	27.3
ROE	(5.8)	(2.8)	18.4	32.3	32.7
ROIC	(11.3)	(9.3)	36.1	72.6	66.5

주요투자지표

(단위,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(291)	(143)	1,162	2,639	3,496
BPS	4,785	4,850	5,998	8,603	10,311
DPS	0	0	0	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	27.4	12.0	9.1
PBR	2.9	1.4	5.3	3.7	3.1
EV/ EBITDA	n/a	n/a	25.9	8.3	6.2
배당수익율	0.0	0.0	0.0	4.7	4.7
PCR	n/a	n/a	45.2	13.1	9.8
PSR	13.8	2.5	5.6	3.1	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	23.5	33.3	28.9	19.9	19.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	521.3	382.5	421.4	544.1	506.2
이자보상배율	4.7	6.2	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.6	2.7	0.9	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	52.1	38.0	40.7	39.9	52.5
현금+투자자산(%)	47.9	62.0	59.3	60.1	47.5
자본구조					
차입금(%)	16.0	17.7	10.3	5.6	2.4
자기자본(%)	84.0	82.3	89.7	94.4	97.6

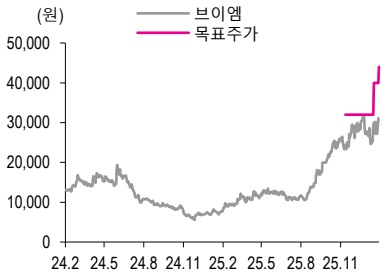
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**(16)**	**22**	**17**	**57**	**60**
당기순이익	(7)	(3)	26	61	79
자산상각비	2	2	2	6	10
운전자본증감	(10)	21	(4)	(5)	(23)
매출채권감소(증가)	5	(7)	(8)	(6)	(10)
재고자산감소(증가)	(6)	20	(3)	(3)	(27)
매입채무증가(감소)	(6)	6	12	4	14
투자현금	**27**	**(6)**	**(10)**	**(24)**	**(37)**
단기투자자산감소	27	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(2)	(6)	(9)	(23)	(35)
유무형자산감소	1	0	(1)	(2)	(2)
재무현금	**8**	**(0)**	**3**	**6**	**(36)**
차입금증가	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	(35)
현금 증감	20	24	8	39	(12)
총현금흐름(Gross CF)	**(6)**	**(1)**	**18**	**62**	**83**
(-) 운전자본증가(감소)	13	(23)	5	5	23
(-) 설비투자	2	6	9	23	35
(+) 자산매각	1	0	(1)	(2)	(2)
Free Cash Flow	(19)	15	3	33	24
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(19)	15	3	33	24

브이엠 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-24	담당자변경			
2025-11-24	Buy	32,000	(14.2)	(0.8)
2026-01-29	Buy	40,000	(27.4)	(22.1)
2026-02-11	Buy	44,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286