COMPANY ANALYSIS

샘씨엔에스 (252990)

"MBTI가 뭐예요? STF요"

BUY

목표주가	19,000
현재주가	12,080
상승여력	57.3%

투자의견 'Buy', 목표주가 '19,000원'

본 리서치 팀은 Peer PER Valuation에 따라 목표주가 19,000원, 상승여력 57.3%로 매수 의견을 제시한다. **동사의 2028년도 매출액과 영업이익은 각각 2,154억원, 807억원으로 전망한다.**

투자포인트 1. 두 개의 심장

NAND 중심이던 동사의 매출 구조가 두 개의 엔진을 통해 고단가 DRAM과 HBM 기판 중심으로 재편되고 있다. 첫 번째 엔진은 CXMT다. CXMT는 상장 자금을 바탕으로 월 웨이퍼 투입 능력을 2025년 말 26.5만 장에서 2028년 말 최대 60만 장으로 늘릴 계획이며, 이 물량은 CXMT 카드의 약 35%를 공급하는 TSE를 거쳐 동사로 이어진다. **이에 따라 동사의 CXMT향 매출은 2026E 133억원에서 2028E 384억원으로 약 3배 늘어날 전망이다.** 두 번째 엔진은 테크노프로브다. HBM4부터 베이스 다이가 로직 공정으로 바뀌며 수직형 카드 수요가 발생했고, 테크노프로브 HBM 카드의 STF는 전량 동사 제품이다. **이에 따라 테크노프로브향 매출은 2027E 235억원 (+352% YoY), 2028E 327억원으로 확대될 전망이다. 두 엔진에 힘입어 DRAM, HBM 비중은 2025년 27%에서 2028E 52%로 높아지며**, 제품 믹스 개선에 따라 **OPM은 18.8%에서 37.5%로 개선될 것으로 전망된다.**

투자포인트 2. 번인? Burning!

AI 칩이 비싸고 복잡해지면서 패키징 전 불량 다이를 걸러내는 웨이퍼 레벨 번인(WLBI)이 확산되고 있다. 동사는 2025년 하반기부터 미국 WLBI 장비 업체의 AI 프로세서용 웨이퍼 콘택터용 STF를 개발하며 이 공급망에 진입했다. 장비업체의 리드 고객은 양산 번인 선별을 전량 웨이퍼 레벨로 옮겼고, **수주 규모도 2024년 12월 1,000만 달러 이상에서 2026년 8월 2,200만 달러로 커지고 있다.** 2027년 AI 가속기 출하량 기준 잠재 시장은 연 약 590억원인데, 2028E에도 WLBI 적용 비중은 AI 가속기의 약 3분의 1에 그쳐 추가 고객 전환의 여력이 크다. STF는 칩 세대가 바뀔 때마다 재구매되는 소모품으로, 메모리 사이클과 무관하게 AI 칩 출하량을 따라 성장한다. **동사의 해당 매출은 2027E 56억원, 2028E 117억원으로 전망되며, 두 번째 대형 고객이 추가되면 2028E 157억원까지 확대될 것으로 판단된다.**

Earnings and valuation metrics

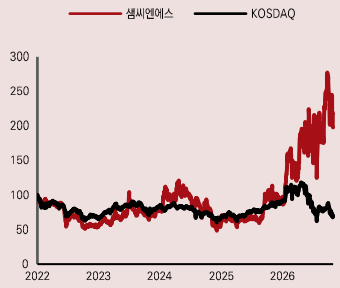
결산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	53.3	78.0	125.9	173.5	215.4
YoY (%)	*72.3*	*46.3*	*61.4%*	*37.8%*	*24.2%*
영업이익 (십억원)	5.2	14.7	38.8	59.8	80.7
YoY (%)	*278.6*	*182.1*	*164.9%*	*53.9%*	*35.1%*
영업이익률 (%)	9.8	18.8	30.9%	34.5%	37.5%
당기순이익 (십억원)	3.3	15.1	39.2	55.9	76.8
EPS (원)	59	258	652	931	1,280
P/E (배)	66.6	26.1	18.5	13.0	9.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익
자료: KUVIC Research 5팀

Stock Information

시가총액	7,286억원
발행 주식 수	6,022만주
유동주식비율	42.1%
52주 최고가	20,750원
52주 최저가	6,140원
외국인 지분율	7.49%
KOSPI	5,383.8
KOSDAQ	678.4

Price Trend



KUVIC Research Team 5

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	44기 Senior 임지후
팀원	45기 Senior 서준영
팀원	45기 Senior 장나영
팀원	45기 Senior 최서윤
팀원	46기 Junior 김태진
팀원	46기 Junior 김해린
팀원	46기 Junior 유준상
팀원	46기 Junior 이다연

Who We Are

CONTENTS

Summary 3

산업분석 4

기업분석 7

투자포인트 12

Point 1. 두 개의 심장

Point 2. 번인? Burning!

투자리스크 16

밸류에이션 17

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 억원)	2024	2025	2026E	2027E			2028E		
				Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
매출액	**533**	**780**	**1,259**	**1,369**	**1,735**	**2,014**	**1,515**	**2,154**	**2,596**
YoY	*72.3*	*46.3*	*61.4*	*12.0*	*37.8*	*55.5*	*10.7*	*24.2*	*28.9*
NAND STF	402.2	553.3	774.1	781.3	837.8	942.9	791.9	869.2	989.9
DRAM STF (기존)	121.7	213.4	390.7	346.6	564.2	672.0	425.6	795.5	973.0
HBM STF (TPRO향)			52.0	176.0	235.0	293.0	223.0	327.0	431.0
WLBI STF			4.2	23.6	56.4	64.4	29.4	116.8	157.1
비메모리/기타	9.3	13.2	37.8	41.4	41.4	41.4	45.2	45.2	45.2
영업비용	481.1	633.2	870.3	975.9	1,136.9	1,255.4	1,064.6	1,346.3	1,538.6
영업이익	**52.0**	**146.7**	**388.4**	**393.0**	**597.8**	**758.3**	**450.5**	**807.4**	**1,057.6**
영업이익률 (%)	*9.8*	*18.8*	*30.9*	*28.7*	*34.5*	*37.7*	*29.7*	*37.5*	*40.7*
순이익	**33.2**	**150.6**	**391.6**	**368.1**	**559.0**	**708.6**	**433.0**	**768.4**	**1,003.7**
순이익률 (%)	*6.2*	*19.3*	*31.1*	*26.9*	*32.2*	*35.2*	*28.6*	*35.7*	*38.7*

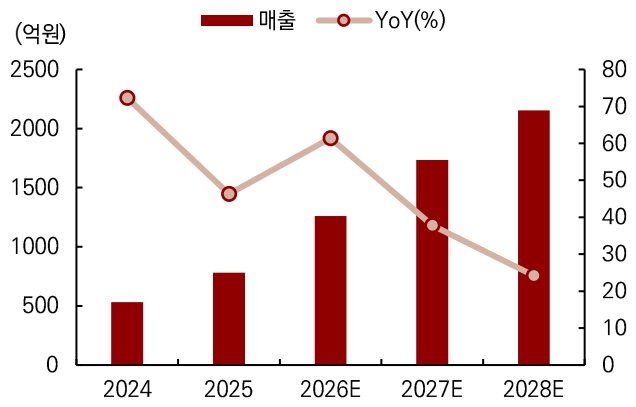
자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

표 2. 2027E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (억원)	559.0	
Target P/E (배)	20.91	글로벌 프로브카드 3사 PER 중앙값 24.6배에 15% 할인 적용
목표 시가총액 (억원)	11,689.4	
EPS 산정 주식수 (만주)	6,003.83	
목표 주가 (원)	**19,000**	
현재 주가 (원)	12,080	
상승여력	**57.3%**	

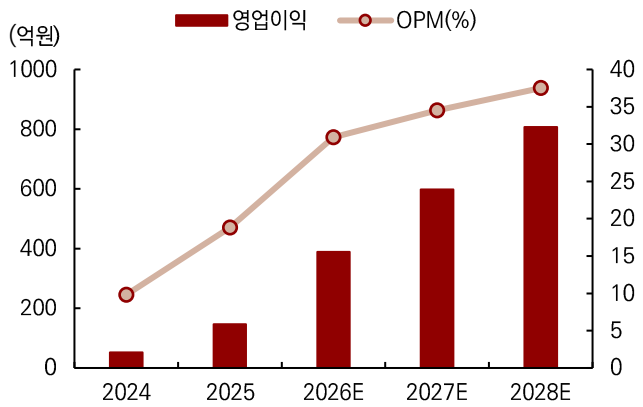
자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

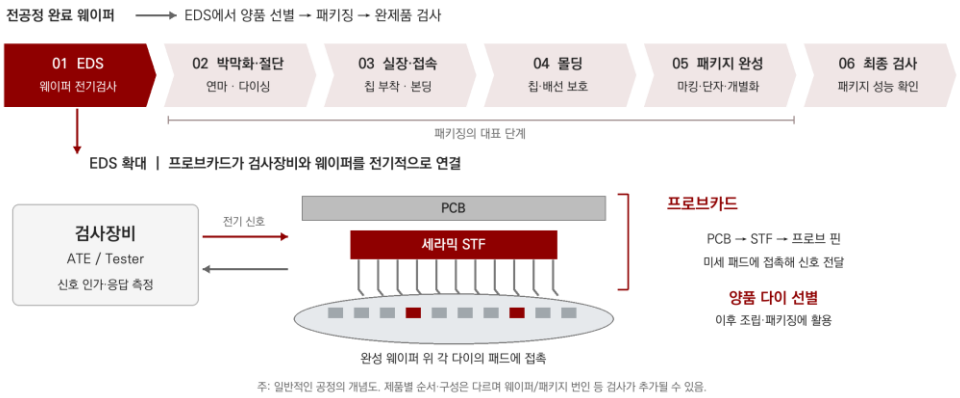
산업분석

웨이퍼와 검사장비의 연결고리

프로브카드=웨이퍼와 장비의 접점
양품 다이를 가려내는 공정의 필수 부품

전공정에서 회로 형성을 마친 웨이퍼는 **EDS 공정**에서 각 다이의 전기적 기능과 특성을 검사받는다. **프로브카드는 이때 검사장비와 웨이퍼를 연결하는 접촉 부품**이다. 핀이 웨이퍼의 패드에 닿아 신호를 주고받으면, 검사장비가 응답을 분석해 **양품과 불량품을 구분**한다. 이렇게 선별한 양품 다이는 후속 조립과 패키징에 투입된다.

그림 3. EDS와 프로브카드의 적용 위치



자료: 샘씨엔에스 IR, KUVIC 리서치 5팀

프로브카드, STF와 PCB가 이어줄게

좁은 간격 → 넓은 간격
STF가 미세 접점을 PCB 배선으로 변환

웨이퍼의 접촉 패드는 매우 촘촘하게 배치되어 있어 검사장비의 배선을 그대로 연결하기 어렵다. **STF는 핀 쪽의 좁은 접점 간격을 PCB 쪽의 넓은 배선 간격으로 변환**하고, PCB는 이를 검사장비의 신호·전원 경로와 연결한다. 프로브 헤드는 핀의 위치와 높이를 유지해 여러 접점이 고르게 닿도록 돕는다. 따라서 **카드의 검사 성능은 핀의 접촉 정밀도와 STF·PCB의 전기적 연결이 함께 결정**한다.

표 3. 프로브카드 주요 부품과 역할

부품	위치·구성	검사에서 하는 역할
PCB	검사장비 측 다층 회로기판	장비의 신호·전원을 전달하고 연결 경로를 구성
STF	PCB와 프로브 헤드 사이	미세 접점과 넓은 PCB 배선의 간격을 변환
프로브 헤드	핀을 고정·배열하는 구조	핀의 위치와 높이를 유지해 균일한 접촉 지원
프로브 핀	웨이퍼 패드·범프와 접촉	전기 신호를 인가하고 응답을 받아 검사장비로 전달

자료: 샘씨엔에스 IR, FormFactor,KUVIC 리서치 5팀

생산 확대와 제품 전환에서 발생하는 수요

고객사의 가동률과 신규 설계로 터지는 수요

수요 = 가동률 + 신제품
증설·가동률이 물량을, 제품 전환이 신규 주문을 만든다

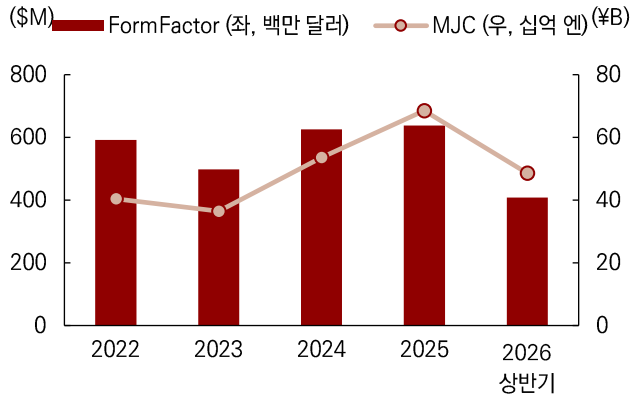
메모리용 프로브카드 수요는 삼성전자·SK하이닉스·마이크론 등의 생산 활동에 연동된다. **증설과 가동률 상승**으로 웨이퍼 투입이 늘면 검사 설비에 장착할 카드와 예비품이 더 필요해진다. 여기에 **신제품의 패드 배치·간격과 검사 조건이 바뀔 때마다 전용 카드 주문이 발생**한다. 생산 규모가 비슷하더라도 제품·공정 전환이 활발한 시기에는 새로운 카드 수요가 더해지는 구조다.

상반기에 이미 전년의 64~71%
FormFactor·MJC 프로브카드 매출 회복 확인

이 수요는 반도체 경기의 영향을 받으면서 회복·확대되어 왔다. FormFactor의 카드 매출은 2022년 5.91억 달러에서 2023년 4.98억 달러로 줄었다가, 2024년 6.26억 달러와 2025년 6.38억 달러로 회복했다. MJC도 같은 기간 403.9억 엔에서 364.6억 엔으로 감소한 뒤 535.3억 엔, 685.3억 엔으로 증가했다. **2026년 상반기에는 각각 4.08억 달러와 485.4억 엔을 기록해, 반년 만에 전년 연간 매출의 64.0%와 70.8%에 도달했다.**

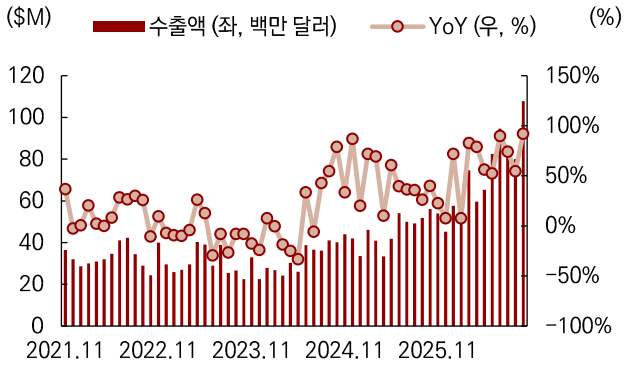
국내 수출에서도 최근의 수요 확대가 확인된다. HS 9030901000의 **월별 수출액은 2026년 10월 1.08억 달러로 전년 동월 대비 91.9% 증가**했다. 1~10월 누계는 7.57억 달러로 65.8% 늘었다. 주요 공급사의 실적 회복과 국내 수출 확대를 함께 보면, 최근 성장은 여러 공급사와 지역에서 나타나는 흐름으로 읽을 수 있다.

그림 4. 주요 공급사의 프로브카드 매출 추이



자료: 양사 공시, KUVIC리서치 5팀 :2026년은 상반기 누계

그림 5. 국내 관련 품목 월별 수출액과 YoY



자료: 양사 공시, KUVIC 리서치 5팀; 2026년은 상반기.

HBM이 높이는 검사 물량과 카드의 가치

적층 수 증가로 인해 증가하는 검사 수요

12단 1.5배, 16단 2배
적층 수만큼 늘어나는 다이 검사 물량

HBM은 여러 장의 DRAM 다이를 쌓아 만드는 제품이다. 같은 수의 스택을 생산할 때 8단에서 12단으로 전환하면 필요한 **DRAM 다이는 1.5배, 16단이면 2배**가 된다. 다이 면적과 수율이 같다는 조건에서 **웨이퍼 투입과 검사량도 그만큼 증가**한다. 생산능력 확대에 이 검사 수요가 더해지면서 **HBM용 카드 물량이 증가**한다.

I/O 확대와 고속화로, 고사양 카드 채택

HBM4 I/O 2,048개
더 촘촘한 접점으로 카드당 가치 상승

HBM4의 데이터 I/O**는 HBM3E의 두 배인 2,048개**다. 핀당 속도도 높아져, 카드는 더 촘촘한 접점에 정확히 닿으면서 고속 신호를 안정적으로 전달해야 한다. 여러 다이를 동시에 검사하는 병렬화까지 구현하려면 핀 배열, **STF 배선과 전원 설계를 함께 고도화**해야 한다. 이러한 성능 요구가 **카드당 가치를 높여 물량 성장에 단가 상승 요인**이 더해진다.

FormFactor DRAM 증가분의 69%가 HBM
HBM이 메모리 카드 매출 성장을 주도

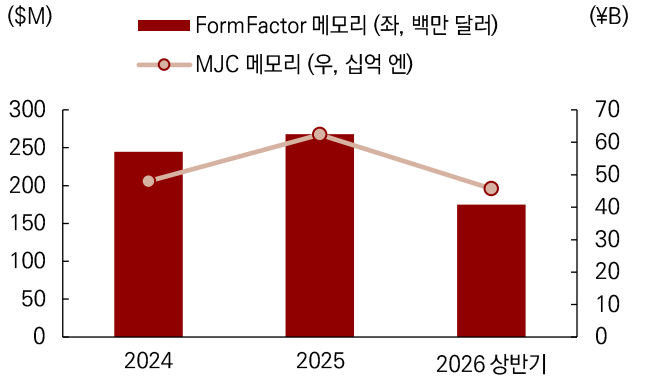
메모리 카드 실적은 이 변화가 매출에 반영되는 과정을 보여준다. FormFactor의 DRAM 매출은 2022년 1.33억 달러에서 2023년 1.14억 달러로 감소한 후, 2024년 2.27억 달러와 2025년 2.47억 달러로 커졌다. **2026년 상반기에는 1.68억 달러로 전년 연간의 67.9%를 기록했고, 전년 동기 증분의 약 69%가 HBM에서 발생**했다. MJC의 메모리 카드 매출도 2024년 479.8억 엔에서 2025년 623.8억 엔으로 늘었으며, **2026년 상반기 457.1억 엔으로 전년 연간의 73.3%에 도달**했다. HBM을 중심으로 강화된 검사 요구가 메모리용 카드의 매출 확대를 뒷받침하고 있다.

그림 6. HBM 세대 전환과 검사 사양

항목	HBM3E	HBM4	검사에 미치는 영향
데이터 I/O	1,024개	2,048개	접점·배선 대응 요구 확대
핀당 속도	최대 9.6Gbps	11.7Gbps[1]	고속 신호·전원 안정성 요구
병렬 검사	다수 다이를 동시에 검사		접점 정밀도·처리량 확보

자료: 삼성전자, FormFactor,KUVIC 리서치 5팀.

그림 7. 국내 관련 품목 월별 수출액과 YoY



자료: 양사 공시, KUVIC 리서치 5팀; 2026년은 상반기.

고사양 카드 수요가 세라믹 STF로 이어진다

카드가 고사양일수록 STF도 고사양
좁은 면적에 더 많은 배선과 안정적 신호 경로 필요

프로브카드의 접점이 촘촘해지면 **STF도 제한된 면적에 더 많은 배선을 배치**해야 한다. 다층 기판 내부의 연결을 정밀하게 만들고, 반복 접촉과 온도 변화에도 신호 경로를 안정적으로 유지하는 능력이 중요해진다. **HBM의 고속화는 이러한 배선 설계와 전기적 성능의 요구 수준을 더욱 높인다.** 프로브카드가 고사양화될수록 이를 구현하는 STF의 역할도 커지는 이유다.

출하량과 고부가 제품 비중이 함께 매출을 끌어올린다

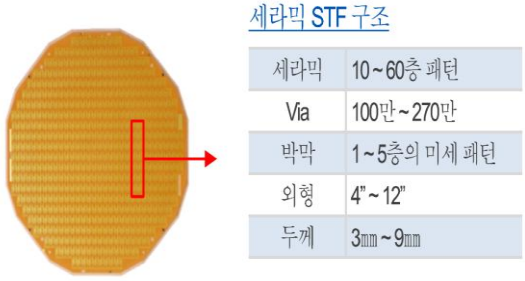
물량(Q) × 믹스(P)
카드 출하량과 DRAM·HBM 비중이 함께 매출을 결정

카드 출하가 늘면 탑재되는 STF 주문량이 증가하고, DRAM·HBM용 제품의 채택이 확대되면 공급사의 매출 구성이 개선된다. **DRAM용 세라믹 STF는 미세 접점과 복잡한 배선에 대응하는 설계·제조 기술이 요구돼 NAND용보다 단가와 수익성이 높다.**

DRAM STF 30억 → 213억원
상승
2023~2025년 7배 성장, 다음은 HBM 경로

동사의 **DRAM용 세라믹 STF 매출은 2023년 30억원에서 2024년 122억원, 2025년 213억원으로 확대됐다.** 기존 고객사의 DRAM 공급 증가가 매출 기반을 넓혔으며, 고객사의 HBM 시장 진입은 고사양 제품 공급을 늘릴 경로가 된다. 이후 기업분석에서는 고객별 공급 물량과 DRAM·HBM 비중이 이 성장 흐름을 얼마나 이어갈 수 있는지 살펴본다.

그림 8. 세라믹 STF 실물과 구조



자료: 샘씨엔에스 IR

그림 9. 프로브카드의 변화와 세라믹 STF 수요

프로브카드 변화	STF의 역할	사업에 미치는 영향
미세 피치·접점 증가	고밀도 배선과 층간 연결	설계·제조 정밀도 요구 상승
고속 신호 검사 확대	신호 전달·전원 연결	전기적 성능 요구 강화
DRAM·HBM용 카드 확대	고사양 제품 공급	고부가 제품 매출 비중 상승
카드 공급사·물량 확대	고객별 기판 설계·납품	공급처와 주문 물량 확대

자료: 샘씨엔에스 IR, KUVIC 리서치 5팀

기업분석

프로브카드 주요 플레이어

세라믹 STF 전문기업: 매출은 프로브카드 공급망을 통해 발생

샘씨엔에스는 반도체 웨이퍼 테스트용 프로브카드의 핵심 부품인 세라믹 Space Transformer(STF)를 생산한다. 2016년 삼성전기의 관련 사업을 인수해 출범했으며, 2021년 코스닥에 상장했다. STF는 검사장비와 웨이퍼의 미세 접점을 연결하는 신호 배선 부품으로, 2025년 매출 780억원 중 약 769억원이 STF 관련 매출이다.

표 4. 주요 공급 경로

직접 고객	주요 최종 수요처	공급 및 사업 특성
코리아인스트루먼트(KI)	삼성전자	기존 NAND·DRAM 공급 경로
일본전자재료(JEM)	마이크론	DRAM 공급 확대 및 HBM3 관련 공급 이력
티에스이(TSE)	CXMT 등 중국 메모리 업체	중국 DRAM 관련 공급 확대
마이크로투나노	SK하이닉스	일부 메모리·번인 관련 공급 경로
테크노프로브(Technoprobe)	최종 고객 실명 미공개	HBM용 신규 카드 설계 관련 검증·공급 추진

자료: 샘씨엔에스, KUVIC 리서치 5팀

특정 벤더 매출에 의존하지 않는 자유로운 부품사

프로브카드 1장 = STF 1매
프로브카드 출하량이 곧 STF 물량

STF는 프로브카드가 IDM 퀄을 통과하는 시점에 해당 디바이스에 사실상 고정되고, 동사의 물량은 각 IDM 내에서 고객 프로브카드사가 확보한 벤더 점유율이 결정하는 파생수요가 된다. 여기에 글로벌 메모리 3사와 퀄을 진행 중인 테크노프로브가 주요 IDM 1곳의 퀄을 통과하며 HBM4 경로를 새로 열고 있다. 이 구조의 강점은 최종 고객 분산이다. **프로브카드사는 고객 IDM의 디바이스 정보를 보유한 탓에 경쟁 IDM으로 확장하기 어렵지만, 부품을 공급하는 동사는 이런 제약에서 비교적 자유롭다.**

따라서 동사의 성장은 IDM의 프로브카드 벤더 다변화, 즉 국내 업체의 DRAM 점유율 확대와 테크노프로브의 메모리 진입 속도에 직접 연동된다. 동사 실적의 선행지표로는 IDM의 메모리 증설뿐 아니라 고객 프로브카드사의 퀄 통과와 증설이 있다. DRAM에서는 중국 CXMT향이 성장을 가장 강하게 이끌고 있어, CXMT의 증설 속도와 CXMT 내에서 동사 STF를 쓰는 프로브카드사의 점유율 변화를 핵심 변수로 봐야 한다. 또한 최근 AI 가속기·CPO 영역에서 수주를 확보한 미국 웨이퍼레벨 테스트 장비 업체향 비메모리 STF가 퀄을 통과하면서, 프로브카드사를 거치지 않는 경로도 열리고 있다.

그림 10. 주요 공급 경로



자료: KUVIC 리서치 5팀

난 디램 낸드 둘다 해~

NAND는 업황 회복의 기반, DRAM은 매출 구조와 단가를 바꾸는 성장축

표 5. 제품별 매출 추이

(단위: 억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
NAND STF	402	553	774	838	869
DRAM STF	122	213	443	799	1,122
기타	9	13	42	98	162
매출액	533	780	1,259	1,735	2,154
DRAM 비중	22.8%	27.4%	35%	46%	52%
OPM	9.75%	18.81%	30.9%	34.5%	37.5%

자료: 샘씨엔에스, KUVIC 리서치 5팀 / 주: 비중은 전사 대비 DRAM 비중을 의미

1) NAND STF: 업황·웨이퍼 투입량에 민감한 기존 매출 기반

다운사이클 -45%
회복 후 2025년
553억원

NAND용 STF 매출은 2022년 487억원에서 메모리 다운사이클인 2023년 269억원으로 약 45% 감소했다가, 2025년 553억원까지 회복했다. **수요는 NAND 생산량, 웨이퍼 투입량, 프로브카드 교체·신규 구매 등에 좌우된다.** 따라서 최근 회복분에는 구조적 점유율 상승뿐 아니라 메모리 사이클의 반등이 반영되어 있다.

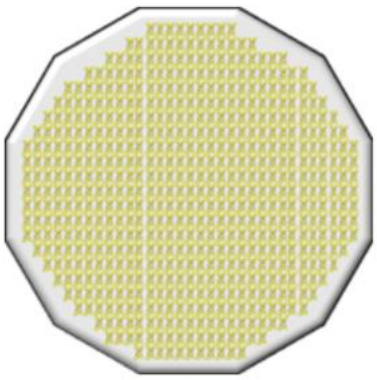
2) DRAM STF: 고객 다변화와 HBM STF 확대

DRAM 비중
22.8% (2024) →
27.4% (2025) →
32.0% (1H26)

DRAM용 STF 매출은 2022년 7억원에서 2025년 213억원으로 증가했다. JEM을 통한 마이크론향 공급과 TSE를 통한 중국 DRAM 관련 매출 확대가 주요 배경이다.

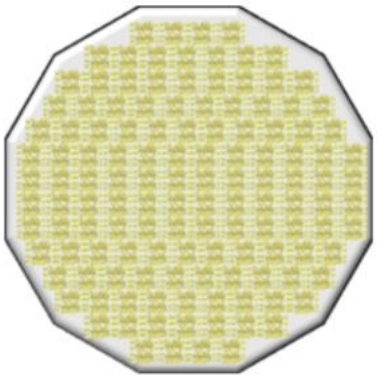
HBM용 STF는 별도 사업부가 아니라 DRAM 매출에 포함된다. 기존 JEM을 통한 마이크론 HBM3 관련 STF 매출은 2024년 1분기부터 발생한 것으로 알려졌다. 새로운 성장 경로는 테크노프로브의 HBM 프로브카드 시장 진입이다. 2026년 10월 동사의 HBM4E용 STF 샘플 매출과 연말 양산 전환 가능성이 제시됐다. 추가 고객사 인증이 실제 카드 수주와 STF 양산·반복 발주로 이어진다면, **신규 공급 물량 증가와 NAND 대비 약 2.5~5배로 추정되는 HBM용 STF의 높은 단가가 동시에 작용해 매출 및 제품 믹스 개선의 업사이드가 발생**한다.

그림 11. NAND STF 외관



자료: 샘씨엔에스

그림 12. DRAM STF 외관



자료: 샘씨엔에스

기술적으로 동사는 LTCC(저온동시소성세라믹) 기반 제품을 주력으로 하며, 경쟁사 일부는 HTCC(고온동시소성세라믹)를 활용한다. 다만 본 리서치팀은 제품별 매출 비중과 고객사 확대의 효과를 중심으로 다루었다.

표 6. LTCC와 HTCC 소재 비교

구분	LTCC (동사)	HTCC	우위	HBM 검사 시 의미
소성 온도	약 850~900℃	약 1,500~1,600℃	LTCC	무수축 소성으로 대면적 Via 정밀도 확보
내부 도체	Ag·Cu (저저항)	W·Mo (고저항)	LTCC	미세 박막 회로 구현에 유리
고다층화	유리	불리	LTCC	핀 수가 많은 HBM 카드에 적합
기계적 강도	낮음	높음	HTCC	카드사의 대체 소재 검토 요인
열전도	낮음	높음	HTCC	적층 후 검사 발열 요건 상승 시 약점

자료: KUVIC 리서치 5팀

LTCC 로 넓혀가는 경쟁력

경쟁의 핵심은 소재의 우열보다 양산 공급 역량과 카드 설계 채택 여부

세라믹 STF는 검증된 공급업체가 제한적인 전문 부품 시장이다. 동사는 LTCC 기반 대면적 메모리 STF를 주력으로 하며, 일본의 Kyocera·NTK(Niterra) 등과 경쟁한다. 다만 프로브카드의 설계가 복잡해질수록 세라믹 업체 간 경쟁뿐 아니라 유기 다층기판(MLO)과 카드 업체의 자체 개발도 고려해야 한다.

표 7. 주요 경쟁 구도

구분	업체	샘씨엔에스 대비 경쟁 관점
세라믹 STF 직접 경쟁	Kyocera	HTCC 중심의 세라믹·부품 양산 역량
	NTK / Niterra	HTCC 및 Glass-Ceramic 정밀 기판 기술
대체 소재 경쟁	FICT·Lincstech	유기 다층기판(MLO), 로직·고밀도 배선 중심
고객사 내재화 가능성	주요 프로브카드 업체	카드 설계와 일부 핵심 기판 기술 자체 확보

자료: 샘씨엔에스, KUVIC 리서치 5팀

HBM 시장 진입: 기존 기술 기반으로 고집적화 요구에 대응해 고객사 양산 검증으로

동사의 HBM용 세라믹 STF 진출은 기존 사업과 단절된 신규 사업이 아니라, NAND 에서 DRAM 으로 확장해 온 **대면적·고집적 세라믹 기판 기술을 HBM 으로 고도화하는 과정**이다. LTCC 공법은 다층화와 전기적 특성 측면에서 경쟁력을 갖추고 있어, 기존 HTCC 중심의 DRAM 용 세라믹 STF 시장으로 공급 범위를 확대하고 있다.

HBM 은 여러 개의 DRAM 다이를 적층하는 구조로, **최종 패키징 이전에 양품 다이(KGD)를 선별하는 과정이 중요**하다. 불량 다이의 적층은 최종 패키지 수율에 영향을 미치므로, 웨이퍼 단계에서의 검사 정확도와 신뢰성이 요구된다. 특히 **HBM4 에서는 데이터 인터페이스 폭이 기존 1,024 비트에서 2,048 비트로 확대되고, 고속 신호 전달과 열적 안정성의 중요성도 높아지고 있다**. 이에 따라 차세대 Vertical MEMS 프로브카드에 적용되는 STF 역시 고밀도 배선, 신호 무결성, 열팽창 제어 등의 기술적 요구에 대응해야 한다.

동사는 **기존 메모리용 STF 생산 경험을 바탕으로 HBM 전용 세라믹 기판의 상용화를 추진**하고 있다. 2026 년 1 분기보고서에 따르면 글로벌 IDM 및 프로브카드 제조사와 HBM 전용 세라믹 기판의 연구·양산 평가를 진행하고 있으며, 국내외 주요 IDM 사의 HBM 양산 로드맵에 맞춰 초정밀·대면적 기판의 샘플 및 양산 공급을 추진하고 있다. 또한 **회사가 제시한 DRAM/HBM 매출 비중은 2023 년 약 10%에서 2025 년 약 27%로 상승**했다. 향후 주요 프로브카드 업체의 양산 인증과 반복 수주가 확보된다면 HBM 용 고부가 제품의 매출 기여가 확대될 가능성이 있다.

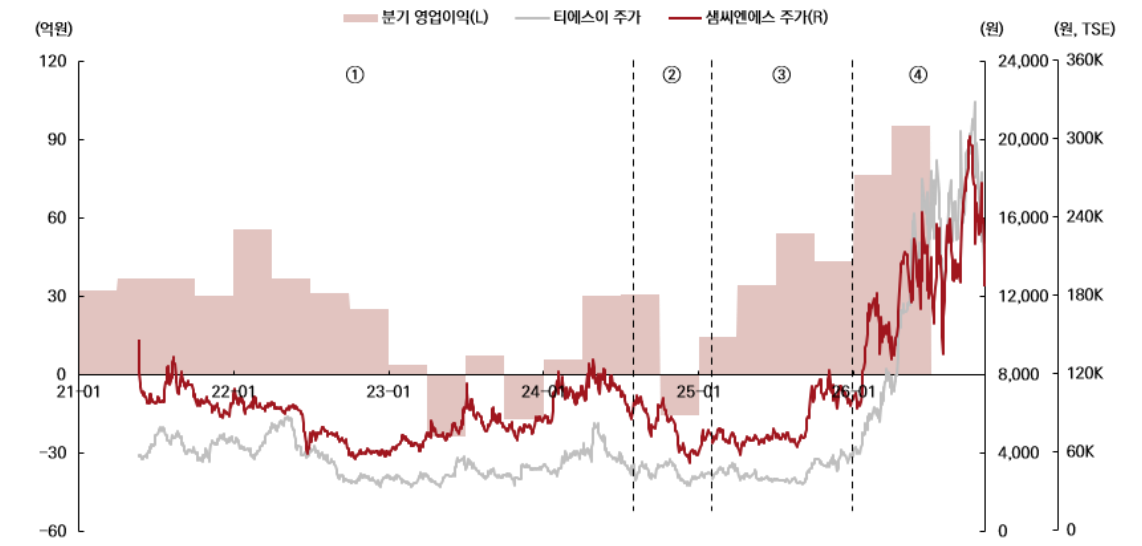
경쟁 구도 및 가격 협상력: 고객사 인증과 기판 채택 여부가 핵심

진입장벽 = 장기간의 이중 관문
: 카드사 승인 + IDM 라인 평가
→ 기존 공급사가 유리

세라믹 STF 는 고객사의 프로브카드 구조에 맞춰 설계되는 비범용 부품으로, 프로브카드 제조사의 승인과 최종 반도체 제조사의 라인 평가까지 장기간의 검증이 필요하다. 따라서 **기존 양산 공급 경험은 HBM 시장 진입에서 유리한 요소로 작용할 수 있다.** 다만 모든 HBM 검사에 세라믹 STF 가 적용되는 것은 아니며, 검사 방식에 따라 MLO 등 대체 기판 기술과 경쟁할 가능성도 존재한다.

주가 추이

그림 13. 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 5팀

① NAND 업황에 종속된 실적 변동기

2021~2023년 동사는 NAND 중심의 매출 구조로 인해 메모리 업황 변화에 민감하게 반응했다.

② DRAM 신규 공급망 진입기

2024년부터는 DRAM용 STF 공급 확대가 새로운 성장 동력으로 부각됐다. 특히 티에스이의 DRAM 프로브카드 시장 진입과 CXMT 공급 채널 확보는 동사의 고객사 및 적용 제품 확대 가능성을 높였다. 동사의 DRAM용 STF 매출은 2023년 30억원에서 2024년 122억원으로 약 4.1배 증가했으며, 2025년에는 213억원까지 확대됐다. DRAM 매출의 가파른 증가가 기존 NAND 중심 사업 구조를 변화시키기 시작했다.

③ CXMT향 공급 확대기

2026년 들어서는 CXMT향 공급 증가와 DRAM 제품 비중 확대가 실적 개선으로 가시화되면서 주가가 본격적으로 상승했다. 특히 티에스이의 중국 DRAM 고객사향 프로브카드 공급 확대는 동사의 세라믹 STF 수요 증가로 이어졌다. 2026년 3분기 잠정 매출액은 322억원(+54.6% YoY), 영업이익은 112억원(+105.9% YoY)을 기록했으며, OPM은 34.7%까지 상승했다.

④ DRAM·HBM 성장 기대가 본격적으로 반영되는 구간

주목할 점은 동사와 티에스이의 주가가 2026년부터 동반 상승하는 흐름을 보인다는 것이다. 양사는 프로브카드 밸류체인으로 연결되어 있어 중국 DRAM 투자 확대와 고객사 다변화의 수혜를 공유한다. 다만 티에스이는 완제품 프로브카드와 테스트소켓 사업을 영위하는 반면, 샘씨엔에스는 핵심 부품인 세라믹 STF에 집중한다는 차이가 있다. 따라서 동사의 추가적인 주가 재평가는 CXMT향 물량 증가뿐 아니라 HBM용 STF 양산 확대와 신규 프로브카드 고객사 확보를 통해 성장의 지속성을 입증할 수 있는지에 달려 있다.

투자포인트

Point 1. 두 개의 심장

CXMT가 물량을, 테크노프로브가 단가를 올린다

CXMT는 DRAM, TPRO는 HBM

동사의 매출은 지금까지 NAND용 세라믹 STF가 이끌어왔다. 그러나 **앞으로의 성장은 단가가 더 높은 DRAM과 HBM 기판에서** 나온다. 두 개의 엔진이 이 변화를 이끈다. 하나는 중국 CXMT의 대규모 증설이 TSE를 거쳐 내려오는 D램 물량이고, 다른 하나는 신규 고객 테크노프로브(이하 TPRO)를 통해 새로 열리는 HBM 기판이다. **두 엔진이 함께 돌면서 동사의 매출 구조는 2028년 D램과 HBM 중심으로** 바뀔 전망이다.

첫번째 심장, CXMT의 DRAM

CXMT, 상장 자금으로 증설 본격화

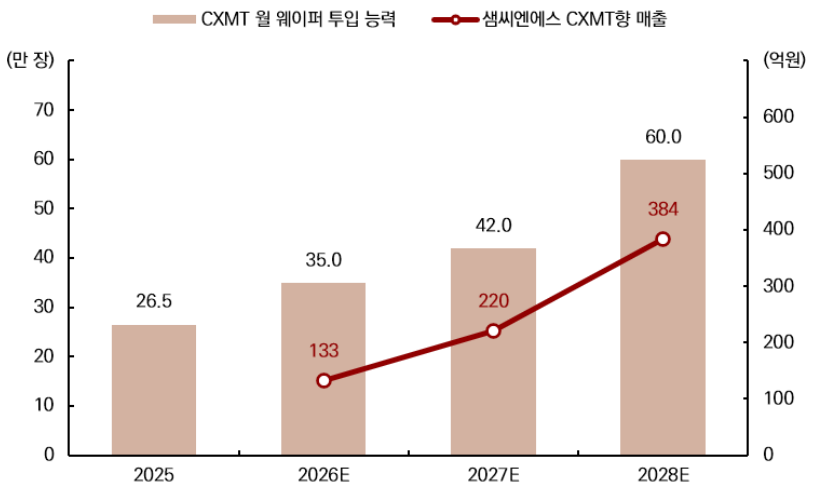
CXMT의 증설이 자금이 확보된 실행 단계에 들어섰다. CXMT는 2026년 7월 STAR 마켓 상장으로 약 579억 위안을 조달했고, 이를 바탕으로 월 웨이퍼 투입 능력을 2025년 말 26.5만 장에서 2028년 말 최대 60만 장으로 늘릴 계획이다. 동시에 라인을 차세대 공정인 G5로 바꾸고 있어, 신규 팹과 공정 전환이 겹치는 **2026~2028년은 칩 설계마다 새로 만들어야 하는 프로브카드 수요가 가장 집중되는 시기**다. 실제로 **TSE의 CXMT향 물량은 CXMT 상장 이후 전년 대비 약 2배**로 늘었다.

CXMT → TSE → 샘씨엔에스 CXMT향 매출 2028E 384억원, 약 3배

CXMT의 증설은 **세 단계**를 거쳐 동사의 매출이 된다. 첫째, **TSE는 CXMT 범용 D램 프로브카드의 약 35%를 공급**하며, TSE 수주잔고와 신규 수주의 절반이 CXMT향이다. 둘째, **TSE는 세라믹 기판을 전량 동사에서 조달**한다. 셋째, **TSE의 매출이 늘어날 때 동사의 몫은 평균보다 크다**. 1H25 대비 1H26에 늘어난 TSE 프로브카드 매출 중 동사 몫은 16.1%로, 평균 12.8%를 웃돌았다. 늘어나는 물량이 세라믹 기판을 쓰는 고사양 D램 카드이기 때문이다.

이 연결고리 덕분에 동사의 TSE향 매출은 2026년 상반기 151억원으로 이미 전년 연간 매출 131억원을 넘어섰다. 본 리서치팀은 이 중 **CXMT향 매출이 2026년 133억원에서 2028년 384억원으로 약 3배 늘어날 것**으로 전망한다. CXMT는 D램만 생산하므로 이 매출은 모두 D램이다.

그림 14. CXMT 증설과 샘씨엔에스의 CXMT향 매출 전망



자료: SemiAnalysis, TrendForce, Counterpoint, KUVIC 리서치 5팀

두번째 심장, 테크노프로브의 HBM

TPRO향 STF 2027E +352% YoY

CXMT가 D램 물량을 늘린다면, TPRO는 동사에 **고부가 가치의 기판인 HBM STF**의 문을 연다. 동사는 2026년 하반기부터 TPRO향 HBM 프로브카드용 세라믹 STF 공급을 시작했다. **본 리서치팀은 TPRO향 STF 매출이 2026년 52억원에서 2027년 235억원, 2028년 327억원으로 늘어나며 2027년부터 이익 기여가 본격화될 것으로 전망한다.**

TPRO는 HBM4를 계기로 HBM 검사 시장에 들어오고 있다. 2025년 글로벌 점유율 17.5%로 **세계 2위 프로브카드 기업인 TPRO**는 로직과 SoC용 수직형(Vertical) 카드를 주로 공급해 왔다. 가장 난도가 높은 적층 후(Post-stack) HBM 검사는 폼팩터와 MJC의 MEMS 카드가 주로 맡아 왔다. 그러나 **HBM4부터 베이스 다이가 로직 공정으로 제조**되면서 **로직 검사의 표준인 수직형으로 전환할 필요**가 커졌고, **TPRO가 이 틈을 공략**하고 있다.

표 8. HBM 검사 3단계별 수직형 전환 논리

검사 단계	검사 대상	다이 공정	수직형 전환 명분	TPRO 몫
Core die	적층 전 DRAM 코어 다이 (웨이퍼)	메모리	없음	낮음
Base die	HBM 최하단 베이스 다이 (웨이퍼)	로직 (HBM4~)	있음	높음
Final stack	적층 후 완제품 (Post-stack)	메모리 + 로직	있을 수 있음	중간~높음

자료: KUVIC 리서치 5팀

HBM4 수직형 전환, TPRO의 HBM STF는 전량 동사 제품

TPRO의 HBM 카드에 들어가는 STF는 전량 동사 제품이다. HBM 카드는 핀 수가 최대 약 15만 개로 NAND(3~5만 개)나 일반 D램(5~10만 개)보다 많아, STF에도 더 많은 Via와 더 미세한 박막 회로가 필요하다. 동사는 12인치 대면적에서도 판이 수축하거나 휘지 않게 굽는 무수축 소성 기술로 Via 위치 정밀도를 지킨다. 저온소성(LTCC) 공법이라 고온소성(HTCC)을 쓰는 **경쟁사보다 고다층화에 유리**하다. 또한 STF는 한 번 채택되면 카드사 승인과 IDM 라인 평가를 다시 거쳐야 해 공급사를 바꾸기 어렵다. STF를 일본 업체에서 사거나 직접 만드는 폼팩터와 MJC와 달리, 외부 공급원이 필요했던 TPRO에게 동사가 대안이 된 이유다. 결과적으로 **TPRO의 HBM 카드 점유율 확대는 곧 동사의 STF 매출 확대**다.

그림 15. HBM 프로브카드 가치 흐름도 (IDM → 카드사 TPRO → STF 동사)



자료: Technoprobe, 샘씨엔에스, KUVIC 리서치 5팀 추정

남은 IDM 두 곳이 업사이드를 결정한다. TPRO는 HBM을 생산하는 IDM 세 곳 중 **한 곳을 이미 고객**사로 확보했고, **나머지 두 곳과는 퀄테스트**를 진행 중인 것으로 보인다. 본 리서치팀은 TPRO가 추가 고객사를 확보할 수 있다고 판단한다. HBM은 구조상 웨이퍼 한 장에 필요한 프로브카드가 일반 D램의 5~10배에 달한다. D램과 HBM용 프로브카드를 사실상 과점해 온 폼팩터, JEM, MJC만으로는 늘어나는 수요를 감당하기 어렵다. **기존 업체들이 2030년까지 생산능력을 2배로 늘리겠다고 밝혔지만 증설 리드타임을 감안하면 공급 부족은 이어질 것으로 보이며, 퀄을 통과한 TPRO가 이 부족분을 흡수할 것으로 기대된다.**

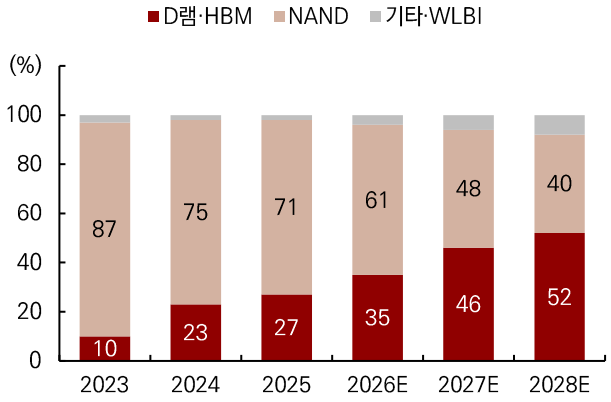
결국 매출의 절반이 고마진 기판으로

DRAM과 HBM 기판은 NAND보다 고사양이라 단가가 높다. 특히 본 리서치 팀이 추정한 HBM STF는 장당 약 3,465만원으로 동사의 평균 장당 매출의 약 1.5배다. **두 엔진이 함께 돌면서 동사의 DRAM과 HBM STF 매출은 2026년 443억원에서 2028년 1,122억원으로 늘어날 전망이다.** 늘어나는 679억원 가운데 CXMT향과 TPRO향이 각각 약 40%를 차지해, 두 엔진이 성장을 고르게 나눠 이끈다.

2028E D램, HBM 비중 52%, NAND 추월

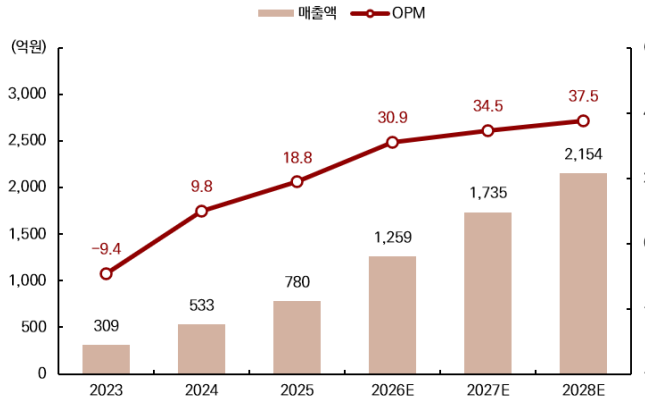
그 결과 동사 매출에서 **DRAM과 HBM이 차지하는 비중**은 2025년 27%에서 **2028년 52%**로 높아져, 2028년에는 처음으로 NAND를 넘어설 전망이다. 단가가 높은 기판이 늘수록 같은 생산능력에서 나오는 매출이 커지고, 늘어난 매출의 약 60%가 매출총이익으로 남는다. **이에 따라 동사의 OPM은 2025년 18.8%에서 2026년 30.9%, 2028년 37.5%로 높아질 전망이다.** NAND 기판 회사였던 동사가 DRAM과 HBM 기판 회사로 체질을 바꾸며, **더 많이 팔고 더 많이 남기는 구조**로 넘어가는 것이다.

그림 16. 샘씨엔에스 제품별 매출 비중



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

그림 17. 샘씨엔에스 매출액과 OPM 추이 전망



자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

Point 2. 번인? Burning!

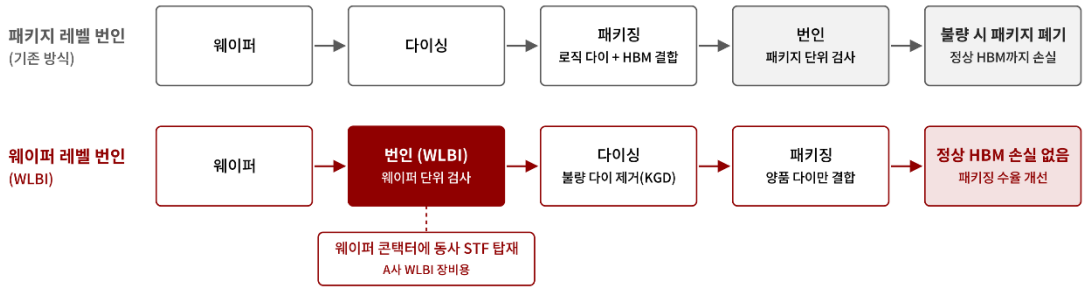
AI 칩 제조사들은 불량 다이를 **패키징 이전 단계**에서 걸러내기 위해 **웨이퍼레벨 번인(WLBI)**을 도입하기 시작했다. 동사는 미국 WLBI 장비업체(이하 A사)의 **AI 프로세서용 웨이퍼 콘택터**에 **STF**를 공급하며, 이 변화의 초기 공급망에 이미 진입한 부품 업체다.

AI 칩이 비싸고 복잡해질수록 WLBI는 늘어난다

패키징 후 불량은 HBM까지 폐기
웨이퍼 레벨로 전환 중

번인은 칩에 고온, 고전압 스트레스를 가해 초기에 **고장 날 칩을 출하 전에 걸러내는 공정**이다. 지금까지는 패키징을 마친 칩을 하나씩 번인하는 **패키지레벨 번인**이 주류였지만 패키지 하나에 들어가는 부품 수가 늘고 비싸지고 있다. 이때 패키징 이후에 불량이 발견되면 **같은 패키지에 묶인 다른 부품까지 함께 버려**야 한다. 따라서 불량 다이를 조립 전에 걸러내는 웨이퍼 레벨에서의 **번인테스트**의 가치가 커지고 있다. 이러한 변화는 실제 수요로 나타나기 시작했다. **A사의 리드 고객은 지난 1년 사이 양산 번인 선별을 전량 웨이퍼 레벨로 옮기고 A사 장비를 두 배로 늘렸으며**, 수주 규모도 2024년 12월 1,000만 달러 이상 수준에서 2026 8월 약 2.2배 커졌다. A사의 패키지 레벨 번인 장비를 쓰는 하이퍼스케일러 고객도 차세대 이후 칩에 웨이퍼 레벨 적용을 검토하고 있으며, **또 다른 대형 AI 프로세서 업체는 평가를 마치고 양산 환경 검증용 장비 구매를 결정**했다.

그림 18. 패키지 vs 웨이퍼 레벨 번인



자료: KUVIC 리서치 5팀

잠재 시장은 연 약 590억원 이상, 전환은 이제 시작

590억 규모의 잠재시장
적용 비중 10%, 후속 고객 대기 중

A사는 AI 칩 연 100만 개를 번인하는 데 WLBI 장비 5~10대가 필요하다고 밝혔다. 이를 2027년 AI 가속기 출하량 약 **2,500만 개에 적용하면 잠재 시장은 연 약 590억원**이다. 이는 CPU와 네트워크 프로세서를 제외한 가속기만의 규모다. 현재 AI 가속기 중 실제로 번인을 거치는 비중이 절반이라 가정해도 약 300억원 규모다. 반면 현재 WLBI를 양산에 적용한 AI 프로세서 고객은 A사의 리드 고객 한 곳뿐이다. AI 가속기 출하량 중 WLBI 적용 비중은 2027년 약 10%에 불과하다. 다른 고객의 전환이 더해질 여력이 충분하다는 뜻이다.

전환은 이제 막 시작됐다. 리드 고객은 단기와 장기 모두 추가 증설을 예상하고 있으며, 향후 수년간 장비와 콘택터 구매를 크게 늘릴 계획이다. A사도 이를 반영해 FY27(2026.6~2027.5) 매출 가이던스를 전년(약 5,000만 달러)의 3배인 1.5억 달러로 제시했다. 업계 전반의 흐름도 같은 방향이다. 테스트 장비 업체 Advantest는 대부분의 상용 반도체가 번인을 생략해 온 것과 달리 고성능 연산 칩은 번인을 다시 테스트 공정에 넣고 있다고 밝혔고, A사 경영진 역시 AI 칩의 번인 도입이 아직 초기 단계라고 평가했다.

동사는 **2025년 하반기부터 A사와 협업해 AI 프로세서용 고전력, 미세피치 웨이퍼 콘택터용 STF를 개발해 왔다.** 현재는 **학습용 칩에 공급을 시작했으며, 추론용 칩으로의 확대**도 준비하고 있다. 공급사를 바꾸려면 고객의 재인증이 필요한 만큼 초기 공급사인 동사가 다음 세대 칩의 콘택터 설계에서도 우선권을 가질 가능성이 높다.

메모리 사이클과 다른 새로운 성장 축

STF는 소모품
칩 세대가 바뀔 때마다 재구매

동사 STF 매출의 성격은 장비 부품보다 **소모품**에 가깝다. WLBI 장비는 칩 세대가 바뀌어도 그대로 쓰이지만, 웨이퍼 콘택터는 칩의 다이 배치에 맞춰 제작되기 때문에 새 칩이 나올 때마다 다시 만들어야 한다. 따라서 장비 증설이 일단락되더라도 **신세대 칩이 나올 때마다 콘택터 수요가 다시 생긴다**. 메모리 투자 사이클에 연동되어 온 기존 매출과 달리, 이 매출은 **AI 칩 출하량과 세대 교체 주기를 따라 늘어**난다.

확정 수주와 리드 고객의 학습·추론 칩 전환만 반영한 동사의 AI WLBI향 STF **매출은 2027년 56억원, 2028년 117억원**이다. 두 번째 대형 고객이 추가될 경우 2028년 매출은 157억원으로 늘어날 여지가 있다.

투자리스크

여전히 NAND 중심: 믹스 개선이 더딜 수 있다

D램 비중이 늘더라도 매출의 중심은 당분간 NAND에 머물 수 있다. 동사의 이익 개선 논리는 고단가 D램 STF가 늘고 NAND가 버텨준다는 전제 위에 있다. 삼성전자와 마이크론의 D램 증설이 1년씩 늦어지고, CXMT G5 수주와 TPRO의 추가 고객 확보가 불발되는 **Bear 케이스에서는 D램(HBM 포함) 비중이 2028년 42.8%에 그친다. 이는 Base의 52.1%를 크게 밑도는 수준이다.** 2028년 매출도 NAND 매출 792억원이 D램(HBM 포함) 649억원을 웃돌아 역전은 일어나지 않으며, 영업이익률도 2026년 30.1%에서 2028년 29.7%로 정체된다.

믹스 개선은 속도의 문제, 방향은 유효

다만 NAND도 반복 수요가 받쳐주고 있어, 영향은 믹스 개선이 늦어지는 정도에 그칠 것으로 판단된다. Bear에서도 NAND 매출은 2027년 781억원, 2028년 792억원으로 유지된다. D램 STF 비중도 2024년 22.8%에서 1H26 32.0%까지 꾸준히 올라오고 있다. 믹스 개선은 시점의 문제일 뿐 방향은 유효하다고 판단된다.

후발 업체와 대체 기술 침투

세대 전환마다 재경쟁

동사는 TPRO와 TSE에 세라믹 STF를 사실상 단독 공급하고 있지만, **후발 업체도 같은 방식으로 진입할 수 있다.** 현재 국내 후발 업체들은 HBM용 LTCC 제품을 개발하고 있다. 프로브카드는 주문 제작품이라 락인이 한 세대 안에서만 유효하고, HBM 세대가 바뀔 때마다 고객사는 공급사를 다시 고를 수 있다. **다만 기술 격차와 승인 비용을 감안하면 단기간에 점유율이 크게 줄 가능성은 낮다고 판단된다.**

검사 요건에 따라서도 소재가 바뀔 수도 있다. LTCC는 고다층화에 유리하지만 강도와 열전도는 HTCC보다 약하다. 적층 후 검사의 발열 요건이 높아지면 카드사가 다른 소재를 검토할 수 있고, 듀얼소싱만으로도 TPRO향 매출은 절반으로 줄어들 수도 있다. TPRO 카드 내 공급 범위와 후발 업체의 퀄테스트 진행 상황은 지속적으로 점검할 필요가 있다. 다만 HBM4 이후 핀 수 증가와 미세화가 이어질수록 고다층·저저항에 강점이 있는 LTCC의 활용도는 오히려 높아질 것으로 보인다. 따라서 동사의 공급 지위는 유지될 것으로 판단된다.

단기 성장은 TSE·JEM 두 경로에 몰려 있다

성장 경로의 집중

동사는 여러 카드사에 STF를 공급해 개별 카드사의 승패에 영향을 덜 받지만, 실제 성장은 두 고객사에 몰려 있다. **다만 동사 STF는 카드사보다 한 분기 먼저 출하되므로, TSE의 분기 수주잔고로 변화를 미리 확인할 수 있다.**

TSE·JEM향 성장은 각각 CXMT 수주와 마이크론 증설에 달려 있다. CXMT는 2026년 6월 미 국방부 1260H 리스트에 재지정됐고, 4월 CXMT 팹으로의 장비 수출을 제한하는 MATCH Act가 발의됐다. 장비 반입이 막히면 TSE향 성장은 크게 꺾일 수 있고, 마이크론 증설이 늦어지면 JEM향 매출도 둔화된다. **다만 MATCH Act는 아직 법안 통과 전 단계이며 마이크론 역시 아이다호 ID1 팹의 2027년 중반 첫 웨이퍼 출하 일정을 유지하고 있어 두 경로 모두 현재로서는 유효하다고 판단된다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

표 9. 제품별 매출 및 비중 (Base case)

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
NAND STF	553	774	838	869
DRAM STF (HBM 포함)	213	443	799	1,122
비메모리 (A사)	-	4	56	117
기타	14	38	41	45
매출액	780	1,259	1,735	2,154
DRAM 비중	*27.3%*	*35.2%*	*46.1%*	*52.1%*

자료: KUVIC 리서치 5팀

기존 고객사

동사는 프로브카드의 핵심 부품인 세라믹 STF를 카드사에 공급하고, 카드사는 완성된 프로브 카드를 메모리 IDM에 판매한다. 따라서 동사의 매출은 결국 IDM이 카드를 얼마나 사느냐에 달려 있다. 이에 따라 **IDM의 카드 수요 → 카드사 매출 → 동사 매출** 순으로 추정했다. 기존 고객사 매출의 약 83.1%를 차지하는 TSE, KI, JEM의 매출을 개별 추정하고, 각 고객사향 매출을 D램과 NAND 매출로 구분해 동사의 사업부별 매출을 산출했다. 나머지 기타 고객사는 1H26 비중을 유지한다고 가정했다.

카드수요 구분
반복 = 교체, 전환
일회성 = 증설

카드 수요는 기존 카드의 교체, 공정 세대 변화에 따른 전환, 신규 라인 구축에 따른 증설로 구분된다. 교체와 전환은 기존 라인에서 지속적으로 발생하므로 반복 매출로, 신규 라인에서 발생하는 증설 수요는 일회성 매출로 분류했다. 특히 메모리는 지속적인 고사양화로 공정 전환 수요가 꾸준히 발생한다고 판단했다.

TSE향 매출 추정

TSE의 주요 고객은 CXMT와 국내 메모리 업체이며, 마이크론과 YMTC에도 공급한다. 고객 구성은 CXMT 50%, 국내 43%, 기타 해외 7%로 가정했다. **D램은 CXMT·마이크론·삼성전자·SK하이닉스향, NAND는 YMTC 및 2Q26 국내 신규 공급분으로 구분했다.** 2026년 매출은 상반기 실적 1,182억원에 하반기 분기당 800억원을 반영한 2,782억원으로 추정했다.

반복 매출 비중
: 신규 증설 없이도 전년 대비 유지될 것으로 예상되는 매출의 비율

반복 매출은 2Q26 신규 공급분이 연간 반영되도록 하반기 매출을 연환산한 3,200억원을 출발점으로 설정했다. 이는 하반기 분기당 800억원을 기준으로 한 것이다. 반복 매출 비중은 신규 증설이 위축된 2019년의 매출 유지율 72%를 적용했다. 2026년에 증설이 없었던 국내 NAND와 YMTC는 일회성 매출이 생길 수 없어 매출 전부를 반복으로 분류해 나머지 증설 고객의 반복 비중은 56%로 산출했다. 최근 메모리 업체들은 AI 수요 확대에 대응해 NAND보다 D램 증설에 집중하고 있다. 이에 따라 **D램 웨이퍼 생산능력은 확대되는 반면, NAND는 대체로 보합을 유지할 전망**이다. 일회성 매출은 2026년 매출의 28%에서 출발해 고객사별 신규 웨이퍼 증설 규모의 2026년 대비 변화에 연동했다.

표 10. TSE 고객 구성과 웨이퍼 가정

고객	TSE 내 비중	2026년 웨이퍼 증가율	2027년 웨이퍼 증가율	2028년 웨이퍼 증가율	반복 매출 비중
CXMT	50.0%	32%	20%	43%	56%
국내 NAND	32.5%	0%	0%	0%	100%
삼성 D램	5.3%	14%	16%	14%	56%
SK하이닉스 D램	5.3%	11%	17%	17%	56%
마이크론 D램	3.4%	8%	23%	24%	56%
YMTC	3.4%	0%	25%	0%	100%

자료: 각 사, SemiAnalysis, KUVIC 리서치 5팀

샘씨엔에스 매출은 TSE 매출에 침투율을 곱해 구했다. 샘씨엔에스가 한 분기 먼저 납품하므로, 당해 TSE 매출의 75%과 다음 해 매출의 25%를 반영했다. 2026년 매출을 D램·NAND로 구분한 뒤, 2027~2028년에는 품목별 매출 증가분에 침투율을 적용했다. **침투율은 기존 매출에 상반기 실측치 12.8%를, 늘어나는 매출에 지난 1년간 증가분 기준 실측치 16.1%를 적용**했다.

시나리오 구분
BEAR : CXMT G5 미수주 → CXMT 매출 2026년 말 수준 동결
BULL : 캐파 풀가동

표 11. TSE 매출과 샘씨엔에스 TSE향 매출 추정

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
D램 프로브카드		1,783	2,098	3,542
NAND 프로브카드		999	1,225	1,176
TSE 프로브카드 매출	**1,434**	**2,782**	**3,324**	**4,718**
YoY		*94%*	*19%*	*42%*
샘씨엔에스 TSE향 · Base	**131**	**360**	**481**	**649**
D램 STF		170	266	440
NAND STF		189	215	209
YoY		*174%*	*34%*	*35%*
샘씨엔에스 TSE향 · Bear	**131**	**335**	**316**	**319**
샘씨엔에스 TSE향 · Bull	**131**	**381**	**627**	**858**

자료: KUVIC 리서치 5팀

KI향 & JEM향 매출 추정

KI향 매출과 JEM향 매출 추정 방식은 Appendix에 첨부했다.

표 12. KI향 & JEM향 매출

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
샘씨엔에스 KI향 Bear				
샘씨엔에스 KI향 Base				
샘씨엔에스 KI향 Bull				
샘씨엔에스 JEM향 Bear	**284**	**325**	**331**	**394**
샘씨엔에스 JEM향 Base	**284**	**325**	**388**	**430**
샘씨엔에스 JEM향 Bull	**284**	**325**	**414**	**463**

자료: KUVIC 리서치 5팀

신규 고객사

테크노프로브향 HBM STF 매출 추정

동사의 테크노프로브향 매출은 **HBM 프로브카드 수요와 테크노프로브의 IDM별 점유율을 기반으로 추정하였다.** HBM 프로브카드 1장에는 세라믹 STF 1장이 탑재되고, 테크노프로브의 HBM STF는 전량 동사가 공급한다고 가정하였다. 따라서 테크노프로브의 카드 판매량이 곧 동사의 STF 출하량(Q)이 되며, 여기에 STF 단가(P)를 곱해 매출을 도출했다.

테크노프로브향 매출 = HBM 프로브카드 수요 × 테크노프로브 점유율 × STF 단가

또한 **테크노프로브가 확보하는 IDM 수에 따라 Bear (기존 고객사 1곳), Base (신규 고객사1곳 추가), Bull (3사 모두)로 시나리오를 나누어 추정**하였으며, 동사는 테크노프로브보다 약 1분기 앞서 STF를 출하하므로, 다음 해 1분기 카드 물량까지 당해 매출에 반영했다.

테크노프로브향 STF Q 추정

공급 부족 흡수
버티컬 카드 채택
확대 반영

주요 프로브카드 업체의 DRAM향 매출에 HBM 비중을 적용해 HBM 프로브카드 시장 규모를 산출한 후, 이를 프로브 카드 P로 나누어 총수요를 산출했다. 이후 연도는 HBM 웨이퍼 생산능력 증가율을 적용하여 추정하였다. 여기에 IDM별 테크노프로브 점유율을 반영하여 테크노프로브의 HBM 프로브카드 Q를 산출했다. 현재 확보한 고객사 1곳의 점유율은 2026년 테크노프로브의 HBM 매출 가이던스를 바탕으로, 2027년에는 HBM 프로브카드 공급 부족분을 흡수하고 2028년에는 차세대 HBM의 버티컬 카드 채택으로 확대된다고 가정하였다. 신규 고객사 내에서의 점유율은 기존 고객사와 같은 진입 패턴을 보일 것이라고 가정하였다. **이에 따라 Base 기준 테크노프로브의 HBM 프로브카드 판매량은 2026E 약 50장, 2027E 약 560장, 2028E 약 940장으로 전망한다.**

테크노프로브향 STF P 추정

P = 프로브카드 P X 원가율 X 원가 내 STF 비중
2027E +352% YoY
2028E Base 327억 원

STF 단가는 **프로브카드 가격에 테크노프로브의 원가율과 카드 원가 내 STF 비중을 곱해 산출했다.** 이에 따른 STF P는 약 3,465만 원으로 추정된다.

본 리서치팀은 동사의 테크노프로브향 HBM STF 매출을 Base 기준 2026E 52억 원, 2027E 235억 원(+352%), 2028E 327억 원(+39%)으로 전망한다.

표 13. 테크노프로브향 HBM STF 매출 추정

(단위: 억 원)	2026E	2027E	2028E
Bear (기존 고객사 1곳)	52	176	223
Base (신규 고객사 1곳 추가)	**52**	**235**	**327**
Bull (3사)	52	293	431

자료: KUVIC 리서치 5팀

WLBI 향 STF 매출 추정

칩 세대 교체마다 새로 구매하는 소모품

동사의 AI 프로세서향 비메모리 매출은 미국 웨이퍼 레벨 번인(WLBI) 장비 업체의 웨이퍼 콘택터용 STF 에서 발생한다. 웨이퍼 콘택터는 칩별 맞춤 소모품으로 칩 세대가 바뀔 때마다 새로 구매되므로, STF 수요는 WLBI 가 적용되는 신세대 AI 칩 출하량에 연동된다고 보았다.

WLBI 향 STF Q 추정

A사향 STF Q 추정: 수주 기반 역산 + 학습·추론 칩 전량 적용

2027 년 AI 가속기 출하량은 2,467 만 개로 추정했다. ASIC 은 J.P. Morgan 의 칩별 추정치를, GPU 는 자체 전망을 사용했다. 리드 고객 신세대 칩의 WLBI 적용률은 2026 년 10%, 2027 년 30%로 가정했고, 2028 년에는 학습용과 추론용 칩 출하량 전량(신세대 출하량의 약 79%)에 WLBI 가 적용된다고 가정했다. 2026~2027 년 적용률은 신세대 칩 비중이 아직 낮고 추론용 칩은 공급을 준비하는 단계라는 점, 그리고 누적 수주 약 4,600 만 달러와 반기마다 이어지는 후속 수주로 확보될 장비 처리 능력을 감안했다. 2028 년은 리드 고객이 이미 양산 번인 선별을 전량 웨이퍼 레벨로 옮겼고, 동사가 학습용에 이어 추론용 칩 공급을 준비하고 있다는 점을 반영했다. 그 결과 WLBI 적용 출하량은 2027 년 239 만 개, 2028 년 782 만 개일 것으로 판단된다. 여기에 **칩 100 만 개당 시스템 7.5 대, 시스템당 콘택터 9 개를 적용하면 STF 수요는 2027 년 161 개, 2028 년 528 개로 전망한다.** 양산 결정 전인 두 번째 고객은 Bull 케이스로 분리했다.

WLBI 향 STF P 및 점유율 추정

P – 대면적, 고전력 제품 단가 프리미엄

WLBI 용 STF 는 300mm 웨이퍼 전면을 접촉하는 대면적,고전력 제품이어서 범용보다 높은 개당 3,500 만원으로 가정했다. 이는 A 사 장비 매출 중 웨이퍼 콘택터 비중(약 1/3)으로 역산한 콘택터 1 개 가격(약 24 만 달러)에 프로브카드 판매가 내 STF 비중(약 10%)을 적용한 값과 같은 수준이다. 맞춤 부품은 초기에 단독 공급이 일반적이므로 동사 점유율은 2026~27 년 100%로 두었고, 두 번째 공급사 진입 가능성을 반영해 2028 년 이후 약 63%로 낮췄다.

2028년 매출: Base case 117억원, Bull case 157억원 전망

본 리서치팀은 AI 프로세서 WLBI 향 STF 시장을 Base 기준 2028 년 약 185 억원으로 전망한다. 이에 따라 **동사 매출은 2027 년 56 억원, 2028 년 117 억원으로 추정되며, 두 번째 고객의 수주가 본격화되는 Bull 케이스에서는 2028 년 157 억원까지 늘어날 것으로 판단된다.**

표 14. WLBI 향 STF 매출 추정

(단위: 억 원)	2026E	2027E	2028E
Base (리드 고객사만)	4.2	56.4	116.8
Bull (두번째 고객사 수주 본격화)	4.2	64.4	157.1

자료: KUVIC 리서치 5팀

비용 추정 논리

표 15. 비용추정 종합 Table

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	780	1,259	1,735	2,154
YoY	*46%*	*61%*	*38%*	*24%*
매출원가	406	582	784	948
매출총이익	374	677	951	1,206
GPM	*48.0%*	*53.8%*	*54.8%*	*56.0%*
판매비와 관리비	227	288	353	398
영업이익	147	388	598	807
OPM	*18.8%*	*30.9%*	*34.5%*	*37.5%*
법인세비용차감전순이익	143	391	601	825
당기순이익	151	392	559	768
NPM	*19.3%*	*31.1%*	*32.2%*	*35.7%*

자료: KUVIC 리서치 5팀 추정

매출원가

매출원가는 변동비와 고정비로 구분하여 추정하였다. 과거 실적 추이를 보았을 때 매출 증가분 대비 매출원가 증가분이 약 35% 수준으로 나타나, 이를 변동비율로 적용했다. 변동비 중 재료비율은 2026년 상반기 실적 21.5%에서 규모 확대에 따라 완만히 낮아지도록 설정했다. 고정비는 연 81.7억원에 연 4% 상승을 가정하고 2층 클린룸 운영비를 2027년 12.5억원, 2028년 25억원 반영했으며, 여기에 감가상각비 중 매출원가 배분분을 더했다. **이에 따라 매출원가는 2026년 582억원, 2027년 784억원, 2028년 948억원으로 예상된다.**

감가상각비

감가상각비는 기존 자산의 상각비와 신규 증설분을 구분하여 추정하였다. 기존 자산은 잔여 내용연수에 따라 상각이 종료되면서 2026년 87.8억원에서 2028년 70.3억원으로 감소한다. 신규 증설분에는 연 30억원의 유지 투자와 2층 클린룸 50억원, 2층 장비 투자 150억원을 반영했다. **이에 따라 감가상각비는 2026년 101.0억원, 2027년 121.1억원, 2028년 127.8억원으로 판단된다.**

판매비와 관리비

판관비는 고정분과 매출 연동분을 구분하여 추정하였다. 판관 급여는 2026년 상반기 연환산 90.7억원에 임금 상승률 4%를 적용했다. 연구개발비는 연 76.2억원에 매출의 5.6%를 더해 신규 고객 인증과 샘플 개발 비용을 반영했다. 2026년 3분기 일회성 환입 약 12.2억원은 당해에만 반영했다. **이에 따라 판관비는 2026년 288억원, 2027년 353억원, 2028년 398억원으로 예상된다.**

Valuation Method

밸류에이션의 경우 2027년 예상 EPS에 Peer PER Method를 적용하여 목표주가를 산정하였다. Peer는 프로브카드 수요 확대의 수혜를 함께 받는 글로벌 주요 업체 FormFactor·MJC·Technoprobe로 선정하였다. 3사의 27E PER 중앙값은 24.6배이며, Base에는 15% 할인한 20.91배, Bull에는 24.6배를 적용하였다. 목표주가는 각각 19,000원과 29,000원으로, 기준주가 12,080원 대비 상승여력은 57.3%, 140.1%이다.

Base 케이스는 IDM 3사의 증설이 시장 예상대로 진행되면서 기존 고객향 매출이 꾸준히 늘어나는 경우로 산정하였다. 2027년 매출액은 1,735억원으로 추정하였다. 테크노프로브 및 신규 고객사향 매출도 강하게 성장하나, 아직 기존 메모리 사업에 대한 의존도가 높고 신규 고객의 주문 규모를 확인할 필요가 있어 Peer 대비 15% 할인을 적용하였다.

Bull 케이스는 전방 수요가 예상보다 강해 기존 고객의 주문과 신규 고객향 공급이 함께 늘어나는 경우다. 테크노프로브향 293억원, A사향 64억원을 포함해 2027년 매출액을 2,014억원으로 추정하였다. 두 고객향 매출은 합계 357억원으로 전체의 약 18%를 차지한다. 강한 신규 고객사향 매출액 성장을 기반으로 HBM과 비메모리 테스트가 동사의 새로운 성장축으로 자리 잡을 수 있다고 판단하여, 할인 없이 Peer PER 24.6배를 적용하였다.

표 16. 2027E 기준 밸류에이션 Base

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (억원)	559.0	
Target P/E (배)	20.91	글로벌 프로브카드 3사 PER 중앙값 24.6배에 15% 할인 적용
목표 시가총액 (억원)	11,689.4	
EPS 산정 주식수 (만주)	6,003.83	
목표 주가 (원)	**19,000**	
현재 주가 (원)	12,080	
상승여력	**57.3%**	

자료: KUVIC 리서치 5팀

표 17. 2027E 기준 밸류에이션 Bull

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (억원)	708.6	
Target P/E (배)	24.6	글로벌 프로브카드 3사 PER 중앙값 24.6배 적용
목표 시가총액 (억원)	17,431.6	
EPS 산정 주식수 (만주)	6,003.83	
목표 주가 (원)	**29,000**	
현재 주가 (원)	12,080	
상승여력	**140.1%**	

자료: KUVIC 리서치 5팀

주: 비교주가 2026.11.05 종가. Peer는 11.03, MJC는 11.02 기준. 목표주가 천 원 단위 반올림

Appendix

KI는 삼성전자가 매출의 95%를 차지한다. 2025년 매출 1,138억원에 샘씨엔에스의 KI향 상반기 매출 증가율 36%를 적용해 2026년 매출을 1,547억원으로 추정했다. 이 중 삼성 외 고객 매출 58억원을 제외한 1,489억원을 출발점으로 설정했다.

반복 매출 비중은 2019년과 2023년 불황기 매출 유지율의 평균인 86%를 적용했다. 일회성 매출은 나머지 14%인 212억원에서 출발해 D램·NAND별 신규 증설 규모에 연동했다. **삼성전자 D램 증설 규모는 2027년 2026년의 1.32배, 2028년 1.37배로 확대되는 반면, NAND 증설은 제한적이다.** 이에 따라 일회성 매출은 각각 279억원, 289억원으로 추정했다.

표 18. KI 고객 구성과 웨이퍼 가정

고객	삼성향 내 비중	2026년 웨이퍼 증가율	2027년 웨이퍼 증가율	2028년 웨이퍼 증가율	반복 매출 비중
삼성 D램	88.2%	14%	16%	14%	86%
삼성 NAND	11.8%	-3%	2%	2%	86%

자료: KI, SemiAnalysis, KUVIC 리서치 5팀

샘씨엔에스의 KI향 D램·NAND 매출은 2025년 품목별 전체 매출 중 KI향 비중인 10%, 36%를 적용해 초기 구성을 산출하고, 이후 각 품목의 성장률을 반영했다. 침투율은 2025년 실측치 17.6%로 고정하고, 공급 시차는 TSE와 동일하게 적용했다.

표 19. KI 매출과 샘씨엔에스 KI향 매출 추정

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
반복 매출		1,278	1,460	1,649
일회성 매출		212	279	289
삼성 외 고객	58	58	58	58
KI 매출	**1,138**	**1,547**	**1,798**	**1,997**
YoY	*16%*	*36%*	*16%*	*11%*
샘씨엔에스 KI향 (Base)	**218**	**283**	**296**	**304**
D램 STF		29	34	38
NAND STF		254	262	266
YoY		*30%*	*5%*	*3%*
샘씨엔에스 KI향 (Bear)	**218**	**278**	**290**	**299**
샘씨엔에스 KI향 (Bull)	**218**	**287**	**301**	**310**

자료: KUVIC 리서치 5팀

시나리오 구분
BEAR : 삼성 D램 증설 1년 지연
BULL : 삼성 HBM 비중 확대 → 프로브카드 단가 상승

JEM향 매출 추정

JEM은 마이크론과 키옥시아를 주요 고객으로 하며, 각각 D램과 NAND로 구분했다. 2026년 매출은 FY27.3 가이던스에서 비메모리를 제외한 2,733억원으로 설정했다. 이 중 기타 메모리 매출 805억원을 제외한 1,927억원을 추정의 출발점으로 삼았다.

반복 매출 비중은 FY24.3 불황기 유지율인 84%를 적용했다. 일회성 매출은 나머지 16%인 308억원에서 출발해 고객사별 신규 증설 규모에 연동했다. **마이크론 D램 증설 규모는 2027년 2026년의 3배, 2028년 3.83배로 확대되는 반면, 키옥시아 NAND는 신규 증설이 없는 것으로 가정했다.** 이에 따라 일회성 매출은 각각 924억원, 1,180억원으로 추정했다.

표 20. JEM 고객 구성과 웨이퍼 가정

고객	마이크론·키옥시아향 내 비중	2026년 웨이퍼 증가율	2027년 웨이퍼 증가율	2028년 웨이퍼 증가율	반복 매출 비중
마이크론 D램	69.1%	8%	23%	24%	84%
키옥시아 NAND	30.9%	0%	0%	0%	84%

자료: JEM, SemiAnalysis, 키옥시아, KUVIC 리서치 5팀

샘씨엔에스의 JEM향 매출은 전체 D램·NAND STF 매출 중 JEM향 비중인 각각 55%, 30%를 적용해 초기 제품 구성을 산출하고, 이후 고객사별 웨이퍼 생산능력 증가율과 신규 증설 규모를 반영했다. 침투율은 2026년 상반기 실측치 11.9%를 적용했으며, JEM의 3월 결산 회계연도와 한 분기 공급 시차를 대응시켰다.

시나리오 구분
BEAR : 마이크론 D램 신규 증설 1년 지연
BULL : 키옥시아 NAND 증설 재개 → 웨이퍼 생산능력 연 4.7% 증가

표 21. JEM 메모리 매출과 샘씨엔에스 JEM향 매출 추정

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
반복 매출		1,619	1,881	2,215
일회성 매출		308	924	1,180
기타 메모리	805	805	805	805
JEM 메모리 매출	**2,046**	**2,733**	**3,610**	**4,201**
YoY		*34%*	*32%*	*16%*
샘씨엔에스 JEM향 · Base	**284**	**325**	**388**	**430**
D램 STF		142	205	247
NAND STF		183	183	183
YoY		*15%*	*19%*	*11%*
샘씨엔에스 JEM향 · Bear	**284**	**325**	**331**	**394**
샘씨엔에스 JEM향 · Bull	**284**	**325**	**414**	**463**

자료: KUVIC 리서치 5팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.

- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.