

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

중립

목표주가 \$30

Stock Data

현재가(02/09/26)	\$34.11
52주 범위	\$36 - \$13
시가총액(백만)	\$1,173.4
발행주식수(백만)	34.4
평균 일일 거래량(3개월)	793,887
결산월	12월

주가추이



[Review] 비즈니스 모멘텀 개선, 마진 확대 초기 시그널

기업개요

아이코어 홀딩스(Ichor Holdings, ICHR)는 세계 최대 반도체 자본 장비 OEM에 핵심 서브시스템, 부품 및 서비스를 제공하는 기업이다. 캘리포니아 프리몬테에 본사를 두고 북미와 아시아 전역에 제조 시설을 두고 있는 아이코어 홀딩스는 기존의 가스 패널 공급 시스템 사업을 기반으로 반도체 공정 중 Chemical Delivery, 정밀 가공, 용접 등의 분야로 서비스 가능한 시장(SAM)을 광범위하게 확장하여 70억 달러가 넘는 잠재적 SAM(12개월 매출 약 13억 달러)을 구축했다.

Summary

1월 중순 예비 가이드언스가 발표된 이후 경영진의 전망에 맞춰 우리는 1분기(3월 결산) 실적과 2026년 전망이 긍정적인 것으로 예상했다. 1분기 매출 가이드언스는 2억 5,000만 달러(±1,000만 달러)로 제시되어, 기존에 회사가 언급했던 “최소 2억4,000만 달러” 예비 전망을 상회했다. CY2026년에 대해 경영진은 산업 전반의 웨이퍼 팹 장비(WFE) 전년동기대비 성장률 약 15~20% 수준을 최소한으로 추종할 것으로 예상하며, 연중 분기별 매출 성장세가 지속될 것으로 전망했다. 1분기 매출총이익률은 80bp 상승한 12.5%(±50bp)로 예상되며, 이는 일부 초기 비용 부담(저비용 지역으로 생산능력 이전 등)에도 불구하고 작년 상반기와 유사한 수준이 될 것으로 보인다. 경영진은 설비 재배치, 물량 증가, 제품 믹스 개선이 2분기부터 매출총이익률 개선으로 이어질 것으로 보고 있으며, 2026년 하반기에 매출총이익률 15% 이상 달성 계획을 재확인했다. 견조한 실적 발표와 가이드언스를 바탕으로, 추정치와 목표주가를 상향 조정한다. 경영진이 수익성 레버리지와 성장성을 다시 회복하려는 전략을 차질 없이 실행 중이라는 점이 긍정적이다.

Key points

4분기(12월 결산) Review: 매출/non-GAAP EPS 2억 2,360만 달러/0.01달러, vs. 당사 추정치 2억 2,000만 달러/-0.07달러, 컨센서스 2억 2,080만 달러/-0.06달러, 상향 조정된 가이드언스 2억 2,000만 달러 이상/-0.06달러

- 식각·증착 수요의 뜻밖의 강세로 매출은 가이드언스 중간값을 상회했으나, EUV 및 비(非) 반도체 장비 매출 부진이 예상대로 이어지며 전체 매출은 전분기 대비 8% 감소했다.
- Non-GAAP 매출총이익률은 11.7%(-40bp QoQ)였다. 당사 추정치는 11.0%, Ichor가 제시한 가이드언스는 중간값 기준 11%(±100bp)였다.
- 경영진은 4분기(12월)를 실적 저점으로 인식하고 있다.

(다음 페이지에 계속)

STIFEL

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 “Stifel”)가 한국투자증권(이하 “한국투자증권”)과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매입자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제 기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본건 보고서에서 언급된 어떠한 증권 매수 또는 매도에 대한 청약을 하는 것으로 볼 수 없습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

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.

1분기(3월) 가이던스: 매출/Non-GAAP EPS 2억 5,000만 달러($\pm 1,000$ 만 달러)/0.12달러(± 0.04 달러), vs 기존 상향 가이던스 “최소 2억 4,000만 달러”, 우리 기존 추정치 2억 3,000만 달러/0.04달러, 컨센서스 2억 3,560만 달러/0.06달러

- 분기 대비 매출 회복은 식각·증착 공정 중심의 가스 전달 서브시스템 수요가 지속적으로 강화되고 있는 데 기인한다.
- EUV는 재고 소진 영향으로 2026년 하반기 이후에 회복될 것으로 예상되며, 비(非) 반도체(SpaceX 포함) 부문은 연중 회복이 기대된다.
- Non-GAAP 기준 매출총이익률 가이던스는 12.5%(± 50 bp)로, 전분기 대비 80bp 개선이 예상된다. 이는 생산량 증가와 사업장 통합에 따른 점진적 수혜를 반영한 것이나, 일부 생산능력을 해외로 이전하려는 계획으로 일부 상쇄될 전망이다.

종합적으로 볼 때 Ichor의 CY26 성장 전망은 산업 성장률과 대체로 보조를 맞추고 있으며, 1분기 및 상반기 실적 회복은 OEM 고객들이 하반기 확장 일정에 대비해 공급 물량을 조기에 확보하고 있는 흐름과 일치한다. 우리가 더 중요하게 보는 부분은 매출총이익률 확장 전략이다. 이는 작년 마진 부진의 주요 원인이었던 미국/미네소타 비중을 축소하고, 저비용 지역인 말레이시아와 멕시코에서 증설된 생산능력을 확대하는 방향이다. 특히 고부가가치 부품 가공 역량을 해당 지역으로 이전·확대함으로써, 지속적인 매출총이익률 개선과 수직계열화를 달성할 가능성이 있다. 집행력이 계속 개선된다면, 사이클 전반에 걸친 이익 창출력에 대한 우리 시각도 기꺼이 재검토할 의향이 있다.

Summary of 4Q25(Dec) Actual vrs. Estimates

	4Q25 (Dec)		
	Actual	Estimate	Var
Sales (\$M)	\$223.6	\$220.0	\$3.6
COGS	\$202.6	\$196.7	\$5.9
%GM (Non-GAAP)	11.7%	10.9%	0.7%
R&D	\$5.6	\$5.8	(\$0.2)
SGA	\$27.1	\$21.8	\$5.4
Total Opex	\$32.7	\$27.6	\$5.1
Op Profit (Non-GAAP)	-\$3.1	-\$0.1	(\$3.0)
%OpM (Non-GAAP)	-1.4%	0.0%	-1.3%
Int Inc (Exp)	\$1.7	\$1.5	\$0.2
Pretax Inc	(\$15.8)	-\$8.0	(\$7.9)
Tax (Exp)	\$0.1	\$0.9	(\$0.8)
%TR	19.3%	nm	19.3%
Net Inc (Non-GAAP)	\$0.3	-\$2.3	\$2.6
%NM (Non-GAAP)	0.1%	-1.0%	1.2%
EPS (non GAAP*)	\$ 0.01	\$ (0.07)	\$0.08

*excludes stk-based comp

Source: Company reports, Stifel estimates

투자 의견 제시 근거

Ichor를 글로벌 주요 반도체 장비업체들의 신뢰받는 핵심 공급망 파트너로 평가한다. 성장 국면의 사이클 시장에서 Ichor는 역사적으로 식각·증착 공정용 가스 패널 통합(주력 사업)을 넘어 총 시장(TAM)을 확대함으로써, 고객사 성장률에 부합하거나 이를 상회하는 성장을 달성해 왔다. 최근 몇 년간 회사는 수직계열화 및 자체(독점) 제품 전략을 추진해 부가가치 포착 확대와 구조적인 마진 개선을 목표로 해왔다. 다만 과거의 시도들은 기대에 미치지 못했고, 이에 따라 오랜 기간 CTO를 맡아온 인물이 CEO로 승진해 회사의 전략을 직접 주도하고, 무엇보다도 전략을 지속 가능하게 만들 수 있는 프로세스를 구축하는 역할을 맡게 되었다. 회사가 당초 2026년을 전환기로 규정한 가운데, 우리는 집행력이 개선될 경우 실질적으로 큰 폭의 이익 흐름 개선을 이끌어낼 수 있는 기회가 존재한다고 판단한다.

목표주가 산출 방법 및 위험 요인

목표주가 30달러는 CY27년 Non-GAAP EPS 추정치에 15배 멀티플을 적용해 산정했다.

주요 리스크에는 반도체 자본장비 산업의 경기 변동성, 높은 고객 집중도, 경쟁 심화, 부채 레버리지, 지정학적 무역 규제 및 인플레이션성 관세 조치, 수직계열화 및 마진 확대 전략의 집행 리스크, 거시경제 환경이 있다.

■ Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 세번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 2026년 2월 11일 현재 상기 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.

■ 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.