

에스앤에스텍 (101490/KQ)

2024 년: 중국향 실적 성장 지속 + EUV 진입 **SK증권 리서치센터**

매수(신규편입)

목표주가: 63,000 원(신규)

현재주가: 45,000 원

상승여력: 40.0%



Analyst
이동주

natelee@sk.com
3773-9026

Company Data

발행주식수	2,145 만주
시가총액	965 십억원
주요주주	
정수홍(외3)	21.68%
삼성전자	8.00%

Stock Data

주가(23/11/08)	45,000 원
KOSDAQ	811.02pt
52주 최고가	62,100 원
52주 최저가	25,050 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



본업의 성장세, 멈추지 않았다

노광 장비에서도 중국에 대한 미 제재가 강화되며 중국이 선제적으로 DUV 장비 확보에 열을 올리고 있다. 이에 따라 ArF, KrF 등 미드엔드급 반도체 중심으로 출하가 늘어날 것으로 보인다. 글로벌 반도체 블랭크마스크 시장에서의 점유율은 Hoya 가 압도적이지만 중국 시장 내에서는 동사의 시장 지위가 1-2 위권이다. 중국의 제한적인 옵션을 고려했을 때, 올해의 실적 성장 배경도 중국이었던 것과 마찬가지로 2024 년도 중국향 스토리만으로도 본업 성장은 유효하다.

EUV 동향 체크: 펠리클, 블랭크마스크

EUV 관련 매출은 2024 년 140 억원을 시작으로 2025 년 1,220 억원까지 늘어날 것으로 추정한다. (그림 1-3 참고)

EUV 펠리클 제품화는 끝났지만 주요 고객사향 진입은 기존 계획보다 지연되고 있다. 전방 고객사의 저조한 EUV 가동률, 안정성 확보 위한 충분한 테스트 기간, 제품 이외의 불편한 이해관계 등이 이유로 풀이된다. 그럼에도 글로벌 경쟁 구도와 제품화 수준을 고려했을 때, 동사에 대한 선택지로 좁혀질 것으로 예상된다. 참고로 400W 급 90% 이상의 투과율을 확보했고 500W, 600W 에 대응하는 차세대 펠리클도 준비 중이다. 타겟 고객사향 진입 이후 추가 고객사 공급은 빠르게 진행될 것으로 보인다. 2H24 중 관련 제품 공급이 시작될 것으로 추정한다.

EUV 블랭크마스크는 최선단 공정에서는 Hoya 가 독보적이며 7 나노에서는 AGC 와 Shin-Etsu 도 일부 공급 중인 것으로 파악된다. 동사도 파티클 컨트롤에서 개선된 성과를 보이고 있으며 2025 년 중에 시장 진입이 가능할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 6.3 만원으로 커버리지 개시

EUV 관련 매출이 가시화되는 2025 년 EPS 에 Target Multiple 20x 를 적용하였다. 중국 중심의 본업 성장 스토리를 통한 견조한 펀더멘탈과 EUV 관련 기대감 고려시, 전공정 관련 업체 중 투자 매력도가 높은 업체이다.

영업실적 및 투자지표

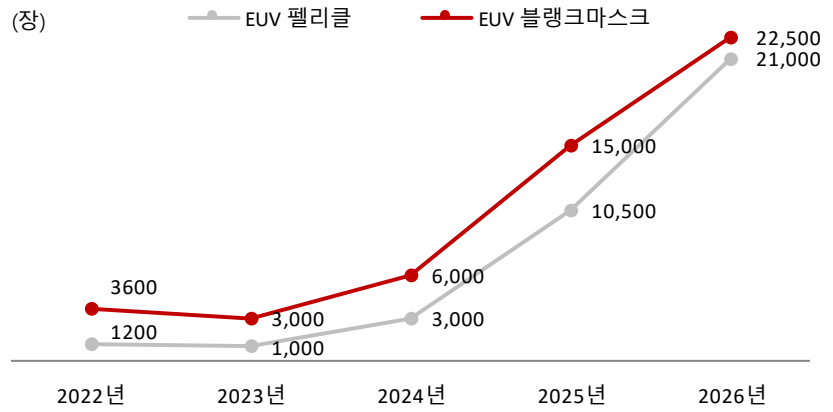
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	87	99	124	150	189	329
영업이익	십억원	11	13	16	26	31	63
순이익(지배주주)	십억원	11	11	17	27	33	67
EPS	원	513	536	814	1,269	1,545	3,141
PER	배	84.9	68.6	32.4	35.5	29.1	14.3
PBR	배	5.6	4.5	2.9	4.3	3.8	3.0
EV/EBITDA	배	44.9	34.3	20.2	23.8	22.6	13.4
ROE	%	6.7	6.8	9.6	13.2	14.0	23.7

1. EUV 시장 추정

현재 EUV 펠리클 시장은 개화 전 단계이다. TSMC 가 자회사를 통해 자체 생산 및 조달해서 일부 양산 라인에 적용 중이다. 삼성전자와 Intel 도 최근 양산용 일부 레이어에 도입을 검토 중이지만 적극적인 모습은 아니다. 현재 소요량은 100 장/월 내외로 추정된다. 광원의 에너지가 높아지면서 소재도 P-Si 에서 메탈 계열로 바뀌어 가는데 투과율을 지키면서 열적 안정성을 확보하는 것이 관건이다. 공정상 펠리클의 손상이 생길 경우, 막대한 기회비용을 치루어야 하는 유저 입장에서는 제품 안정성 확보를 위한 테스트에 더욱 깐깐할 수 밖에 없다. 시장 개화에 시간이 걸리는 이유이다. 다만, 진입을 통해 안정성과 수율 개선이 확인되면 추가 고객 확보는 시간상의 문제라 판단한다. EUV 펠리클 소요량은 2023 년 1,000 장 수준에서 2025 년 10,000 장 이상까지 늘어날 것으로 추정한다. 기존 DUV 에서 사용되는 펠리클 대비 가격도 60 배 가량 비싸다. 2H24 을 진입 이후 동사의 가파른 점유율 상승을 전망한다.

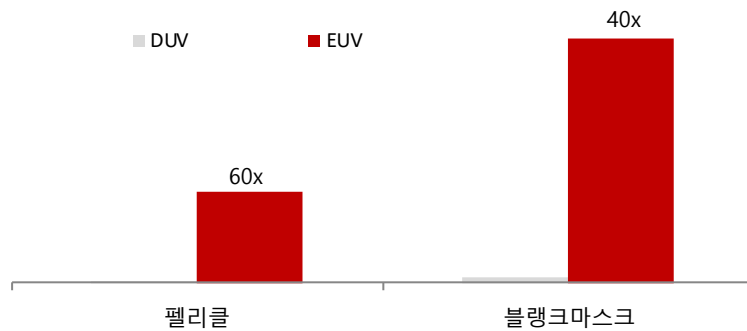
EUV 펠리클과 달리 EUV 블랭크마스크 시장은 EUV 장비 출하와 비례해 성장하고 있다. 제품의 가격도 8 천만원 - 1 억원을 호가할 정도로 상당히 고가이다. Hoya 가 이쪽 시장에서는 가장 앞서 있다. 특히 3나노, 4나노 선단 공정에서는 독점이다. 2나노, 1.4나노 영역까지 개발 중이다. AGC 와 Shin-etsu 도 7나노향 일부 물량을 시작한 것으로 파악된다. 동사도 EUV 블랭크에서 가장 중요한 파티클 컨트롤 관련 기술 성과가 나타나고 있다. 상당한 고가의 제품임을 고려하면 엔드 유저의 공급망 다변화 의지도 크다. 다만, 현실적으로 양산용 장비(증착, 검사)의 수주 리드타임과 양산 대응용 제품 개발까지 시간을 고려하면 2H25 를 진입 시점으로 예상한다.

1. EUV 펠리클 및 EUV 블랭크마스크 소요량 추정



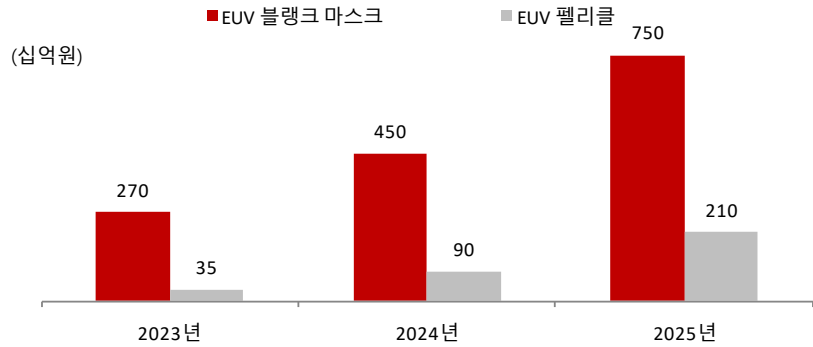
자료: SK증권

2. DUV 대비 EUV 가격 프리미엄



자료: SK증권

3. EUV 펠리클 및 EUV 블랭크마스크 시장 규모 추정



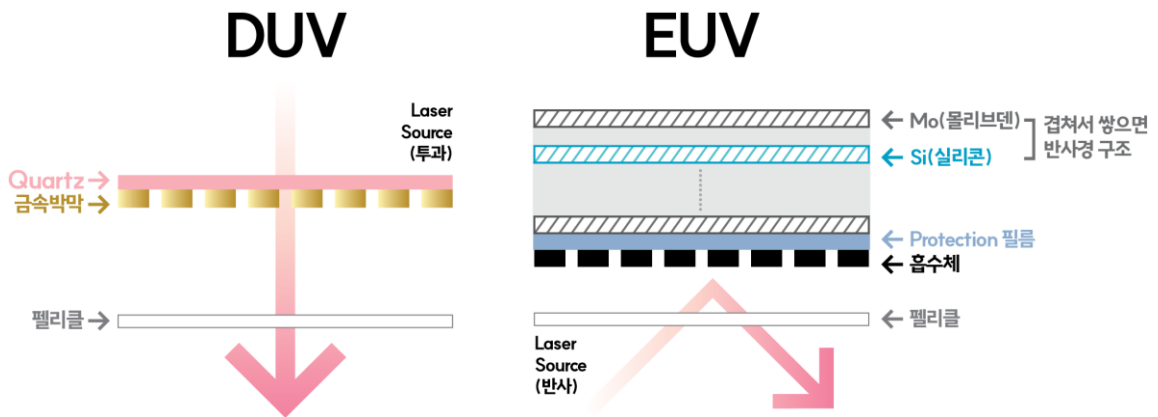
자료: SK증권

2. EUV 제품 구조

DUV 블랭크마스크는 석영 기판(쿼츠)에 금속 박막과 레지스터막을 형성한다. 이후 노광, 현상/에칭 공정을 거쳐 패턴이 형성된 포토마스크가 된다. 반도체 노광 공정에서 laser source 과 포토마스크를 투과되어 웨이퍼 표면에 패턴이 입혀진다. 반면, EUV 노광 공정은 빛의 파장이 짧아 laser source 가 여러 번 반사되어 웨이퍼 표면에 패턴이 입혀진다. 블랭크마스크의 구조도 반사경과 유사해야 한다. Mo(몰리브덴) 과 Si(실리콘)을 여러 번 겹쳐서 쌓아 반사경 구조로 만들고 보호 필름과 absorber(흡수체)를 증착한다. Absorber는 반사가 되지 않아야 할 laser source를 흡수하고 나머지는 반사되어 웨이퍼에 새겨진다.

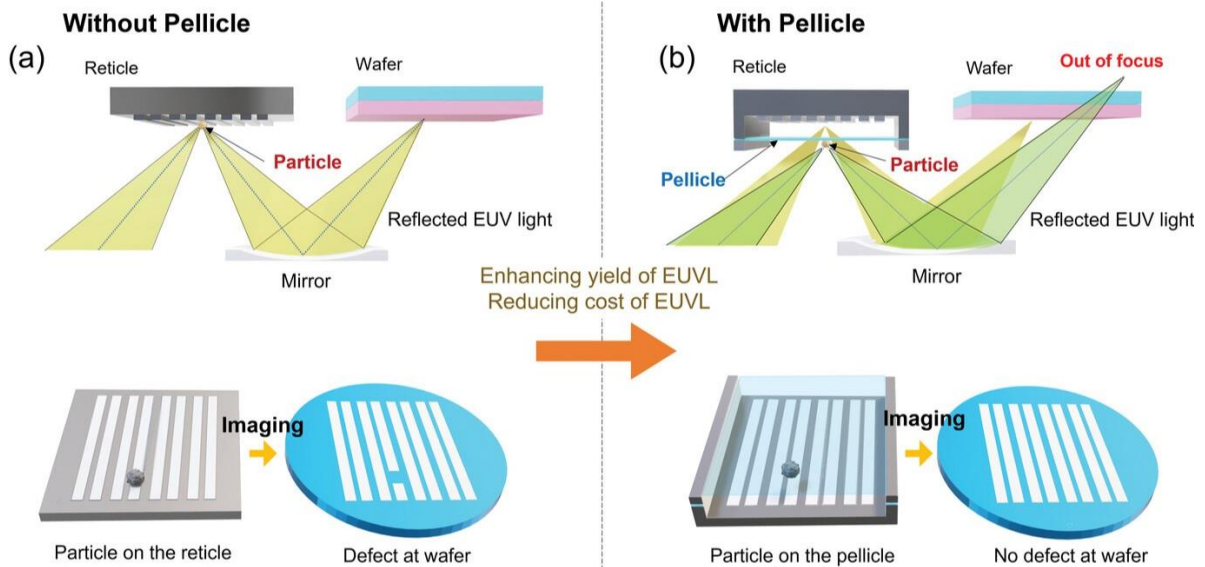
EUV 펠리클을 투과율과 내구성 확보가 중요한 과제이다. 반사가 되는 구조이며 펠리클을 두 번 통과해야 하기에 투과율 확보가 중요하다. 광원의 에너지가 높아지는 만큼 열적 안정성 확보를 위한 소재도 바뀌게 된다. DUV 펠리클은 p-si 기반인 반면, EUV 펠리클은 주로 메탈 계열이 쓰인다. 400W 급 이상 대응을 위한 실리사이드, 그리핀, CNT 등 소재 채용도 고려된다.

DUV와 EUV 포토마스크 구조 차이



자료: SK 증권

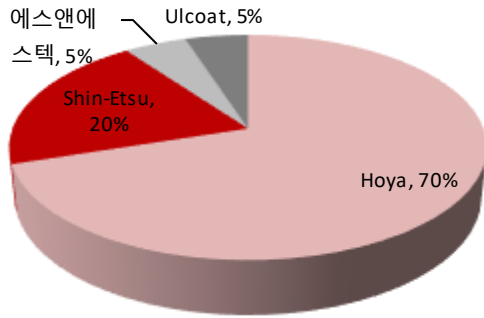
EUV Pellicle 유무에 따른 defect



자료: Wiley

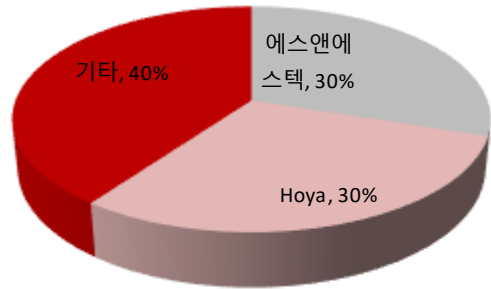
3. 기업 관련 데이터

반도체용 블랭크마스크 M/S



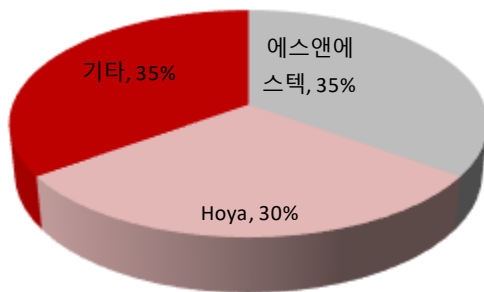
자료: 산업 자료, SK 증권

중국 내 반도체용 블랭크마스크 M/S



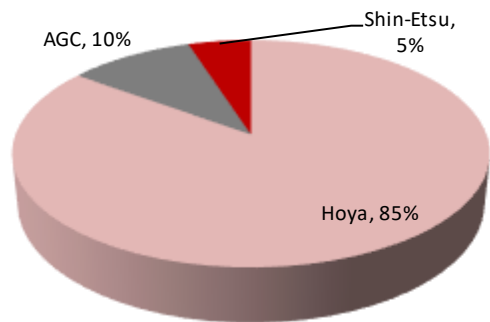
자료: 산업 자료, SK 증권

디스플레이용 블랭크마스크 M/S



자료: 산업 자료, SK 증권

EUV 블랭크마스크 M/S



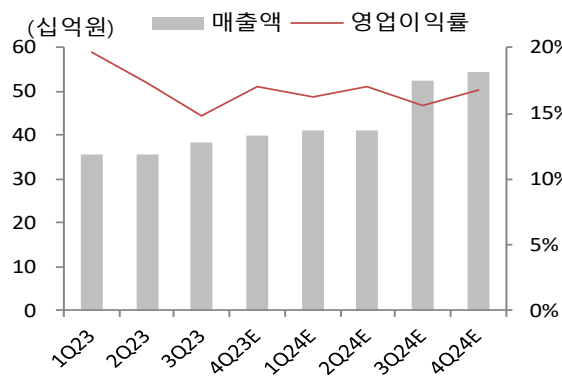
자료: 산업 자료, SK 증권

에스앤에스텍 실적 추정표

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	36	36	39	40	41	41	53	54	99	124	150	189	329
<i>QoQ</i>	10%	0%	8%	4%	2%	0%	28%	3%					
<i>YoY</i>	23%	16%	22%	24%	15%	15%	36%	36%	13%	25%	21%	26%	74%
DUV & FPD	36	36	39	40	41	41	46	48	99	124	150	176	208
EUV							7	7				14	122
영업이익	7	6	6	7	7	7	8	9	13	16	26	31	63
<i>QoQ</i>	71%	-11%	-8%	19%	-2%	5%	18%	11%					
<i>YoY</i>	97%	79%	16%	66%	-5%	13%	44%	34%	14%	27%	61%	21%	104%
영업이익률	20%	17%	15%	17%	16%	17%	16%	17%	13%	13%	17%	16%	19%

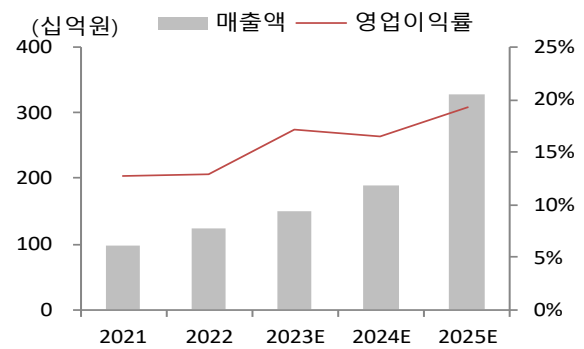
자료: 에스앤에스텍, SK 증권

분기 실적 추이



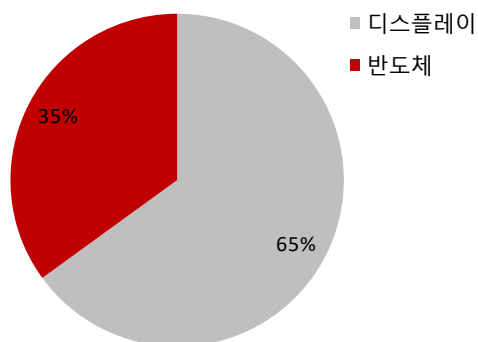
자료: SK 증권

연간 실적 추이



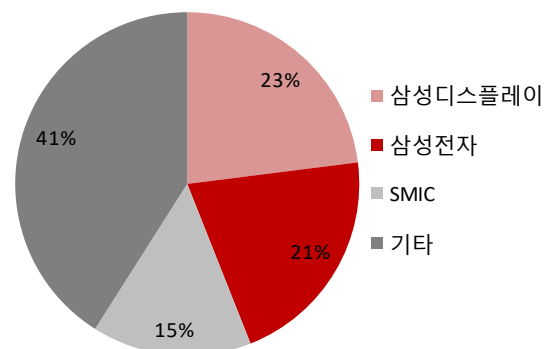
자료: SK 증권

전방 매출 비중



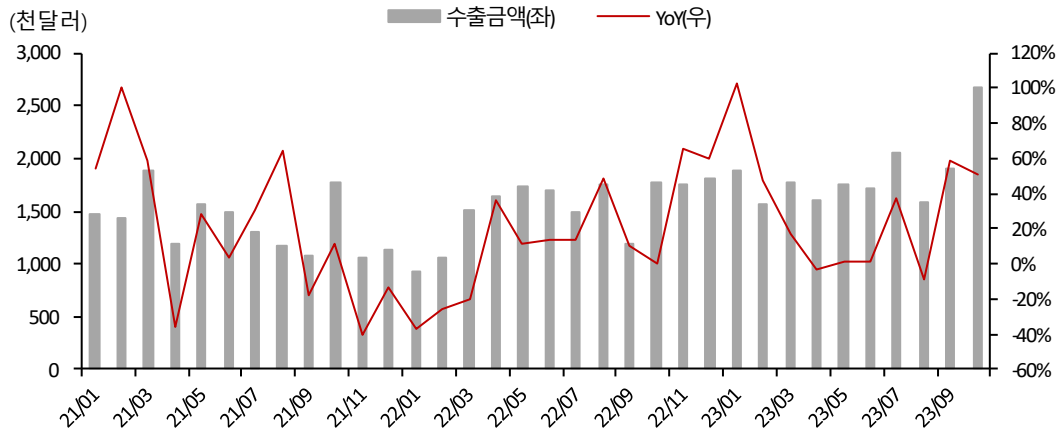
자료: 에스앤에스텍, SK 증권

주요 고객사 비중



자료: 에스앤에스텍, SK 증권

국내 블랭크마스크 수출액 추이



자료: KITA, SK 증권

에스앤에스텍 EUV 관련 투자 동향

기간	금액	투자 내용
2023.5	97억원	자기주식 처분을 통한 용인공장 시설자금 재원 확보
2022.3-2024.12	200억원	1차 대공공장 클린룸 증축(43억) :EUV블랭크 양산 준비와 EUV펠리클 초도양산 준비 2차 용인에 EUV소재 양산공장 신축(200억)
2022.1-2023.4	179억원	EUV용 블랭크마스크 기술개발을 위한 신규장비 투자
2021.7-2022.10	110억원	EUV용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 신규장비 추가 투자
2020.6-2021.7	100억원	EUV용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 신규장비 투자

자료: 에스앤에스텍, SK 증권

4. 시장 관련 데이터

ASML 장비 판매 대수 및 가이드نس

Total System Sales Unit									
(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	3Q23 누적
EUV	3	12	12	13	40	17	12	11	40
ArFi	18	21	20	22	81	25	39	32	96
ArFdry	6	8	6	8	28	7	6	9	22
KrF	26	38	38	49	151	43	43	44	130
I-Line	9	12	10	14	45	8	13	16	37

Net Booking 추이

(십억유로)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Net Booking	7	8.5	8.9	6.3	3.8	4.5	2.6
EUV Net Booking	2.5	5.4	3.8	3.4	1.6	1.6	0.5

2023년 연간 출하량 가이드نس

	1Q23 발표(이후 언급 없음)
EUV	60
DUV	375

현재 연간 Capacity

EUV	90
-----	----

3분기 컨콜 언급 내용

2025년까지 EUV, DUV 출하량 50% 증가 목표
 2023년 EUV 수익 25% 성장 목표

자료: ASML, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	99	94	137	135	176
현금및현금성자산	52	46	77	55	29
매출채권 및 기타채권	22	26	33	45	83
재고자산	17	19	23	32	59
비유동자산	98	133	129	201	261
장기금융자산	5	7	7	7	8
유형자산	82	109	105	175	226
무형자산	3	2	2	1	1
자산총계	197	227	266	336	437
유동부채	17	30	37	64	93
단기금융부채	4	10	11	30	30
매입채무 및 기타채무	10	17	23	32	59
단기충당부채	0	0	0	0	1
비유동부채	6	6	7	19	27
장기금융부채	0	0	0	10	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	23	36	44	84	120
지배주주지분	174	190	222	252	317
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	102	102	109	109	109
기타자본구성요소	-2	-2	-1	-1	-1
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	63	79	103	133	197
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	174	190	222	252	317
부채와자본총계	197	227	266	336	437

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	12	24	34	35	48
당기순이익(손실)	11	17	27	33	67
비현금성항목등	12	12	9	8	6
유형자산감가상각비	8	9	11	10	9
무형자산상각비	1	1	1	0	0
기타	3	1	-3	-3	-4
운전자본감소(증가)	-11	-4	-4	-9	-29
매출채권및기타채권의감소(증가)	-9	-4	-8	-12	-38
재고자산의감소(증가)	4	-2	-5	-8	-27
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	2	8	8	27
기타	-12	-0	0	3	9
법인세납부	-1	-1	1	1	3
투자활동현금흐름	14	-32	-12	-83	-69
금융자산의감소(증가)	26	0	0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-14	-32	-12	-80	-60
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	3	-0	-0	-3	-9
재무활동현금흐름	-5	3	-2	25	-3
단기금융부채의증가(감소)	-4	6	2	19	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	-0	10	0
자본의증가(감소)	0	0	7	0	0
배당금지급	-2	-2	-3	-3	-3
기타	-0	-0	-7	0	0
현금의 증가(감소)	21	-5	31	-23	-25
기초현금	30	52	46	77	55
기말현금	52	46	77	55	29
FCF	-2	-8	22	-45	-12

자료 : 에스앤에스텍, SK증권

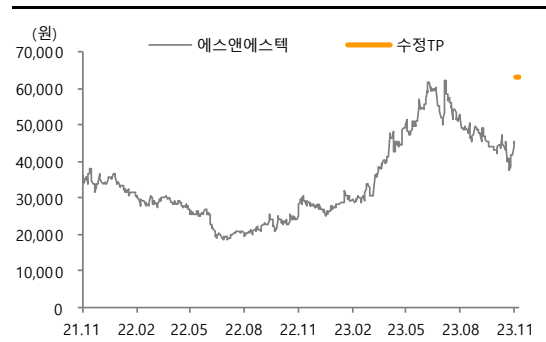
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	99	124	150	189	329
매출원가	73	90	103	131	220
매출총이익	26	34	46	58	110
매출총이익률(%)	26.4	27.4	31.0	30.6	33.3
판매비와 관리비	13	18	21	27	46
영업이익	13	16	26	31	63
영업이익률(%)	12.8	13.0	17.1	16.4	19.2
비영업손익	-1	1	1	1	1
순금융손익	0	1	2	2	1
외환관련손익	0	0	-0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	12	17	26	32	64
세전계속사업이익률(%)	12.0	13.4	17.6	16.8	19.6
계속사업법인세	0	-1	-1	-1	-3
계속사업이익	11	17	27	33	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11	17	27	33	67
순이익률(%)	11.6	14.1	18.2	17.5	20.5
지배주주	11	17	27	33	67
지배주주귀속 순이익률(%)	11.6	14.1	18.2	17.5	20.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	11	18	27	33	67
지배주주	11	18	27	33	67
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	22	26	38	42	73

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	13.1	25.0	21.4	26.1	74.2
영업이익	14.3	27.0	60.5	20.8	103.8
세전계속사업이익	8.3	39.4	59.3	20.6	102.8
EBITDA	10.0	20.8	44.1	11.3	73.4
EPS	4.6	51.9	55.9	21.7	103.3
수익성 (%)					
ROA	6.0	8.2	11.0	11.0	17.4
ROE	6.8	9.6	13.2	14.0	23.7
EBITDA마진	21.9	21.2	25.1	22.2	22.1
안정성 (%)					
유동비율	580.2	309.1	374.7	209.7	189.3
부채비율	13.2	19.1	19.7	33.1	37.9
순차입금/자기자본	-27.2	-19.0	-31.2	-7.2	2.1
EBITDA/이자비용(배)	474.2	449.1	488.0	183.9	252.1
배당성향	18.1	17.9	11.6	9.5	4.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	536	814	1,269	1,545	3,141
BPS	8,237	8,982	10,440	11,837	14,831
CFPS	958	1,287	1,828	2,053	3,583
주당 현금배당금	100	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER	68.6	32.4	35.5	29.1	14.3
PBR	4.5	2.9	4.3	3.8	3.0
PCR	38.4	20.5	24.6	21.9	12.6
EV/EBITDA	34.3	20.2	23.8	22.6	13.4
배당수익률	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.09	매수	63,000원	6개월	
2023.10.27	Not Rated			
2023.04.18	Not Rated			



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 09일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------