

# 에스앤에스텍 (101490/KQ)

블랭크마스크, 공급자 우위

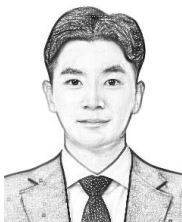
SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 63,000 원(유지)

현재주가: 43,450 원

상승여력: 45.0%



Analyst  
이동주

natelee@sks.co.kr  
3773-9026

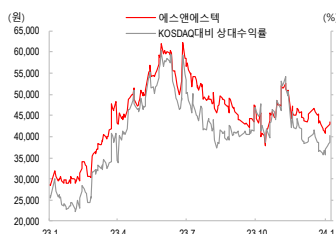
### Company Data

발행주식수	2,145 만주
시가총액	932 십억원
주요주주	
정수홍(외3)	21.68%
삼성전자	8.00%

### Stock Data

주가(24/01/25)	43,450 원
KOSDAQ	823.74 pt
52주 최고가	62,100 원
52주 최저가	28,850 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 중국 수요 강세, 공급자 우위 시장 지속

ASML의 NXT:2000i, 1970i, 1980i 등 선단 공정용 DUV 장비 반입은 여전히 제한되고 있지만 미드엔드급에 해당하는 노광 장비 수요는 여전히 강하다. ASML에서는 중국향 수요가 2024 년에도 견조하게 유지될 것으로 전망하고 있다. 중국 반도체 제조사가 2023 년부터 DUV 장비 확보에 열을 올렸던 점을 고려하면 미드엔드급 반도체 출하는 점증할 것으로 보인다. 중국 내 블랭크마스크 M/S 가 높은 동사의 낙수 효과도 지속될 것으로 예상된다. Tight 해진 수급 상황 속, 원재료 가격 상승까지 나타나면서 판가 인상에 대한 명분도 확보했다. 물량은 물론 가격 인상 효과까지 기대된다.

## EUV, 중요한 한 해

최선단 공정 가동은 빠르게 회복 중이다. 관련 장비 투자도 재개되는 모습이다. ASML 4Q23 장비 수주액은 92 억유로로 전분기 대비 254% 증가했는데 이 중 EUV 가 56 억달러로 크게 늘었다. 2Q22 이후 첫 수주 반등이다. EUVセンチ먼트에도 긍정적이다. 현재 에스앤에스텍 매출 중 EUV 제품에 대한 비중은 아직 없지만 주가와 EUVセンチ먼트의 상관 관계는 높은 편이다.

EUV 펠리클 양산 제품화는 끝났고 EUV 블랭크마스크는 디펙트 컨트롤에서 개선을 보이고 있다. 2023년은 업황 부진에 따른 전방의 저조한 가동률로 고객사 입장에서 신규 업체 확보에 대한 유인이 크지 않았다. 하지만 최근 선단 공정 위주로 점진적인 가동률 회복이 나타나고 있다. 특히 2025년은 3nm 공정 생산 확대, 2nm 양산 등 EUV 관련 수요가 급증할 것으로 예상되는 만큼 신규 업체 선정을 통한 안정적인 공급망 확보가 2024 년부터 중요해진다. 본격적인 성과가 하나 둘 나타날 것으로 기대한다.

## 제한적 하방, 열려 있는 상방

2022 년 시장 급락에 따른 일부 구간을 제외하면 12M FWD PER 은 최근 3 개년 Band 의 하단 수준이다. EUV 관련 기대감이 과도하게 빠져있는 구간이다.

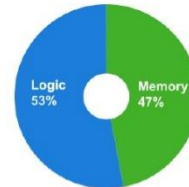
### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	87	99	124	150	189	352
영업이익	십억원	11	13	16	24	33	64
순이익(지배주주)	십억원	11	11	17	24	33	64
EPS	원	513	536	814	1,132	1,531	2,975
PER	배	84.9	68.6	32.4	40.0	28.4	14.6
PBR	배	5.6	4.5	2.9	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	배	44.9	34.3	20.2	25.3	20.2	12.6
ROE	%	6.7	6.8	9.6	11.8	14.0	22.8

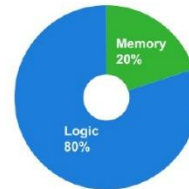
ASML 4Q23 장비 수주 급증 (QoQ +254% 증가)

## Net systems bookings<sup>1</sup> activity by End-use

Q4'23 net system bookings  
€9,186 million



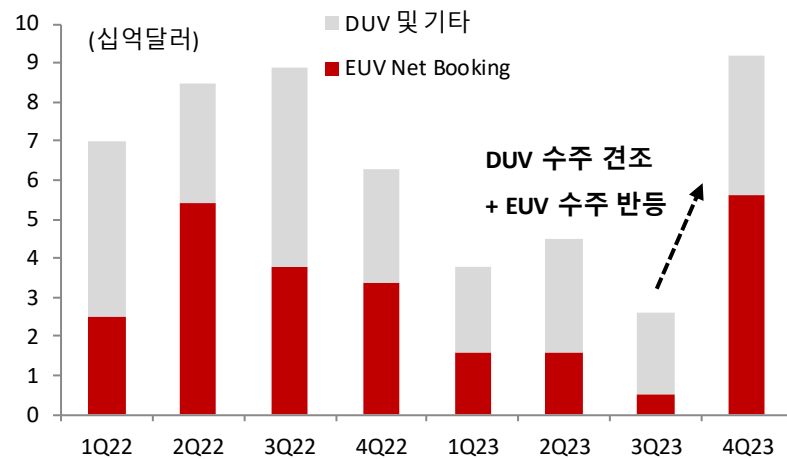
Q3'23 net system bookings  
€2,602 million



<sup>1</sup> Net bookings include all system sales orders and inflation related adjustments, for which written authorizations have been accepted.

자료: ASML, SK 증권

## ASML 분기별 장비 수주 금액 추이



자료: ASML, SK 증권

## ASML 분기별 매출액 및 수주 추이

Total System Sales Unit										
(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023
EUV	3	12	12	13	40	17	12	11	13	53
ArFi	18	21	20	22	81	25	39	32	29	125
ArFdry	6	8	6	8	28	7	6	9	10	32
KrF	26	38	38	49	151	43	43	44	54	184
I-Line	9	12	10	14	45	8	13	16	18	55

## Net Booking 추이

(십억유로)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Net Booking	7	8.5	8.9	6.3	3.8	4.5	2.6	9.2
EUV Net Booking	2.5	5.4	3.8	3.4	1.6	1.6	0.5	5.6

자료: ASML, SK 증권

## ASML 선단 공정용 DUV 장비 중국 수출 제한

expect it to be solid this year and also on a go forward basis because of all the dynamics that are going on in China. We believe that that will remain solid.

In terms of export controls, you're right. I mean last year we had Dutch rules kicking in and we had additional US rules kicking in. We actually sought clarification with the authorities on the interpretation of those rules. That really confirmed the expectation and the interpretation that we gave in our update on Q3. In essence, what it means is that we should now expect that for 2024 we will not get export licenses for shipment into China for, let's say, **advanced immersion, so NXT:2000i and up tools**. And we should also expect for a handful of fabs not to get export licenses for China for **NXT:1970i and NXT:1980i immersion tools**. So that is the interpretation that we had in Q3, and we had that confirmed in follow-up conversations with the authorities.

자료: ASML, SK 증권

## 미드엔드급 DUV 장비 위주 수요 2024 년에도 견조

I should also say that those sales are really for **mid-critical and mature manufacturing**. I mean that's where the systems are going to and that **demand remains very, very solid. It was solid last year.** We

# ASML

expect it to be solid this year and also on a go forward basis because of all the dynamics that are going on in China. **We believe that that will remain solid.**

자료: ASML, SK 증권

## ASML 2024 년 증설 → 2025 년 DUV 및 EUV 생산 여력 증가

### And what about your gross margin for 2025?

As you know for 2025 we gave an expectation at the Capital Markets Day of a gross margin range between 54% and 56%. And we still believe that that is the right window to look at. I recognize that's a jump from the gross margin expectation that I just gave for 2024. There are good reasons for that.

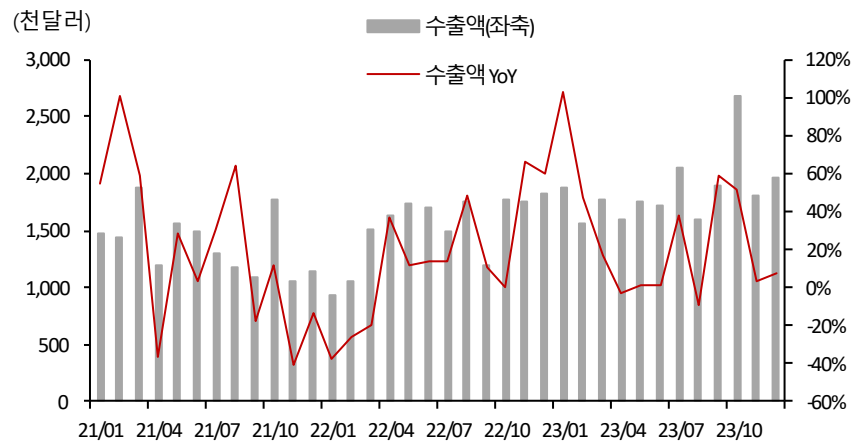
First off, of course in 2025 if you look at the EUV mix, there will be substantially more high ASP tools in there than lower ASP tools in there. So I think that's an important element in there.

Secondly, we'll have many more High NA tools in revenue in 2025 than in 2024. And they will be able to absorb the costs better, absorb the total costs that we have for High NA. Even more importantly, as I mentioned, **we are building capacity for 2025**. And of course that should lead to, as we expect, higher sales levels for 2025. **So many more outputs for EUV and DUV**. And that means that we should in 2025 really get the benefit of the investments that we make in 2024.

If we combine all of those dynamics, then indeed we believe that a 54% to 56% window for gross margin in 2025 is the right number to look at.

자료: ASML, SK 증권

## 국내 블랭크마스크 수출액 데이터



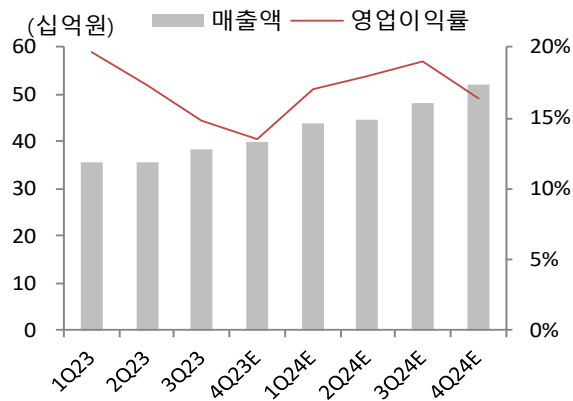
자료: KITA, SK 증권

에스앤에스텍 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	36	36	39	40	44	45	48	52	99	124	150	189	352
QoQ	10%	0%	8%	4%	10%	2%	8%	8%					
YoY	23%	16%	22%	24%	23%	25%	25%	31%	13%	25%	21%	26%	87%
DUV & FPD	36	36	39	40	44	45	48	50	99	124	150	187	231
EUV							0	2				2	122
영업이익	7	6	6	5	7	8	9	9	13	16	24	33	64
QoQ	71%	-11%	-8%	-6%	38%	8%	14%	-6%					
YoY	97%	79%	16%	32%	6%	30%	60%	59%	14%	27%	52%	37%	94%
영업이익률	20%	17%	15%	14%	17%	18%	19%	16%	13%	13%	16%	18%	18%

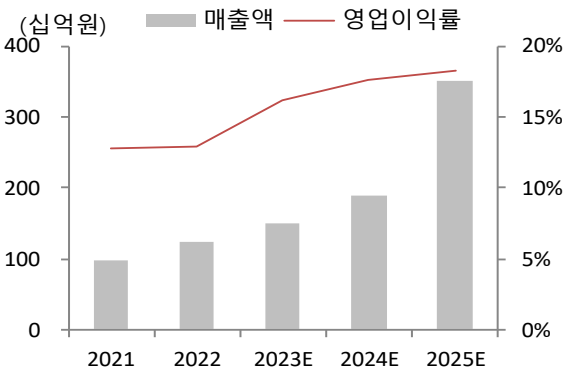
자료: 에스앤에스텍, SK 증권

분기 실적 추이



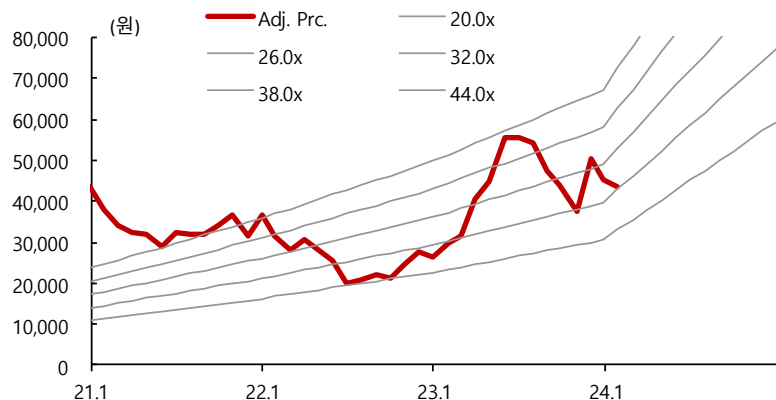
자료: 에스앤에스텍, SK 증권

연간 실적 추이



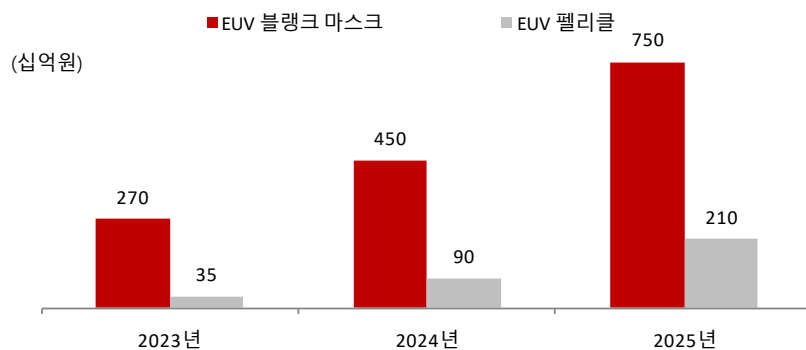
자료: 에스앤에스텍, SK 증권

에스앤에스텍 12M FWD PER Band



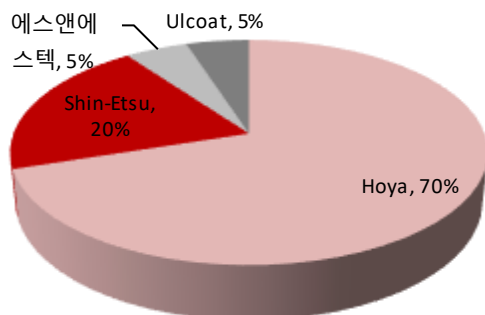
자료: 에스앤에스텍, SK 증권

### EUV 펠리클 및 EUV 블랭크마스크 시장 규모 추정



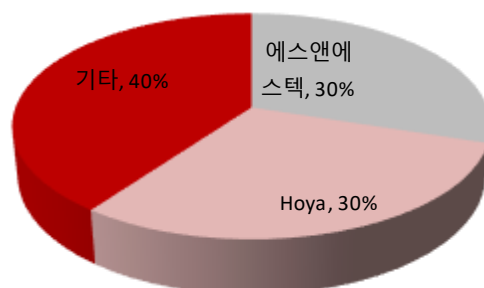
자료: SK증권

### 반도체용 블랭크마스크 M/S



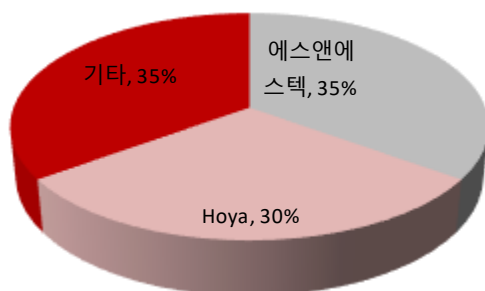
자료: 산업 자료, SK증권

### 중국 내 반도체용 블랭크마스크 M/S



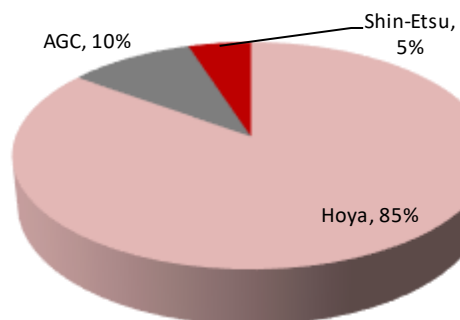
자료: 산업 자료, SK증권

### 디스플레이용 블랭크마스크 M/S



자료: 산업 자료, SK증권

### EUV 블랭크마스크 M/S



자료: 산업 자료, SK증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	99	94	113	150	223
현금및현금성자산	52	46	54	74	69
매출채권 및 기타채권	22	26	33	43	88
재고자산	17	19	23	31	63
<b>비유동자산</b>	98	133	150	201	262
장기금융자산	5	7	7	8	9
유형자산	82	109	127	176	226
무형자산	3	2	2	1	1
<b>자산총계</b>	197	227	263	351	485
<b>유동부채</b>	17	30	36	83	147
단기금융부채	4	10	11	50	80
매입채무 및 기타채무	10	17	23	31	63
단기충당부채	0	0	0	0	1
<b>비유동부채</b>	6	6	7	19	28
장기금융부채	0	0	0	10	10
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	23	36	44	102	175
<b>지배주주지분</b>	174	190	220	249	310
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	100	130	191
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	174	190	220	249	310
<b>부채와자본총계</b>	197	227	263	351	485

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	12	24	32	37	39
당기순이익(손실)	11	17	24	33	64
비현금성항목등	12	12	11	11	12
유형자산감가상각비	8	9	12	11	9
무형자산상각비	1	1	1	0	0
기타	3	1	-1	-0	2
운전자본감소(증가)	-11	-4	-4	-8	-34
매출채권및기타채권의감소(증가)	-9	-4	-6	-10	-45
재고자산의감소(증가)	4	-2	-5	-7	-32
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	2	8	7	32
기타	-12	-0	-1	2	11
법인세납부	-1	-1	-0	-2	-3
<b>투자활동현금흐름</b>	14	-32	-33	-62	-71
금융자산의감소(증가)	26	0	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-14	-32	-33	-60	-60
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	3	-0	1	-2	-11
<b>재무활동현금흐름</b>	-5	3	-3	46	27
단기금융부채의증가(감소)	-4	6	1	39	30
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
<b>현금의 증가(감소)</b>	21	-5	8	20	-5
기초현금	30	52	46	54	74
기말현금	52	46	54	74	69
FCF	-2	-8	-1	-23	-21

자료 : 에스앤에스텍, SK증권

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	99	124	150	189	352
<b>매출원가</b>	73	90	105	129	238
<b>매출총이익</b>	26	34	45	60	114
매출총이익률(%)	26.4	27.4	30.2	31.8	32.4
<b>판매비와 관리비</b>	13	18	21	27	50
<b>영업이익</b>	13	16	24	33	64
영업이익률(%)	12.8	13.0	16.2	17.6	18.3
<b>비영업손익</b>	-1	1	1	1	3
순금융손익	0	1	1	2	1
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	12	17	25	35	67
세전계속사업이익률(%)	12.0	13.4	17.0	18.3	19.0
<b>계속사업법인세</b>	0	-1	1	2	3
<b>계속사업이익</b>	11	17	24	33	64
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	11	17	24	33	64
순이익률(%)	11.6	14.1	16.2	17.4	18.1
<b>지배주주</b>	11	17	24	33	64
지배주주귀속 순이익률(%)	11.6	14.1	16.2	17.4	18.1
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	11	18	24	33	64
지배주주	11	18	24	33	64
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	22	26	37	45	74

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.1	25.0	21.4	26.0	86.6
영업이익	14.3	27.0	51.8	36.7	93.8
세전계속사업이익	8.3	39.4	53.6	35.9	93.8
EBITDA	10.0	20.8	39.7	22.0	66.5
EPS	4.6	51.9	39.0	35.3	94.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	6.0	8.2	9.9	10.7	15.3
ROE	6.8	9.6	11.8	14.0	22.8
EBITDA마진	21.9	21.2	24.4	23.6	21.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	580.2	309.1	309.9	180.2	151.6
부채비율	13.2	19.1	19.9	41.0	56.5
순차입금/자기자본	-27.2	-19.0	-20.8	-6.6	5.9
EBITDA/이자비용(배)	474.2	449.1	484.9	128.4	115.0
배당성향	18.1	17.9	13.0	9.6	4.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	536	814	1,132	1,531	2,975
BPS	8,237	8,982	10,305	11,690	14,518
CFPS	958	1,287	1,703	2,061	3,433
주당 현금배당금	100	150	150	150	150
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	68.6	32.4	40.0	28.4	14.6
PBR	4.5	2.9	4.4	3.7	3.0
PCR	38.4	20.5	26.6	21.1	12.7
EV/EBITDA	34.3	20.2	25.3	20.2	12.6
배당수익률	0.3	0.6	0.3	0.4	0.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.09	매수	63,000원	6개월		
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 기관투자자 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 (2024년 01월 26일 기준)

매수	94.80%	중립	5.20%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------