

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

윤혁진

hjyoon2019@sksc.co.kr

02-3773-9025

Company Data

자본금	99 억원
발행주식수	2,145 만주
자사주	62 만주
액면가	500 원
시가총액	7,369 억원
주요주주	
정수홍(외3)	23.72%
한국증권금융	5.11%
외국인지분율	7.50%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(20/10/29)	34,350 원
KOSDAQ	813.93 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	51,900 원
52주 최저가	8,580 원
60일 평균 거래대금	279 억원

이보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

에스앤에스텍 (101490/KQ | 매수(신규편입) | T.P 55,000 원(신규편입))

소부장 핵심 기업으로 EUV 한국 생태계에서 선두 업체가 될 것

- 반도체 소부장 국산화 주요 품목인 블랭크 마스크 생산 업체로 고객사 점유율 확대 중
- 삼성전자와 SK 하이닉스의 EUV 장비 도입에 따른 국내 EUV 소재/부품 생태계 확보 필요
- 에스앤에스텍은 EUV 용 펠리클과 블랭크마스크 개발 중이며, 고객사의 대규모 EUV 장비 도입에 따라 빠른 국산화 기대
- 블랭크마스크 수요 증가 + EUV 용 펠리클과 블랭크마스크 개발에 따른 장기 성장 동력 확보

반도체 공정의 새로운 시대인 EUV 공정에서도 중요한 소부장 기업될 것

에스앤에스텍은 소부장 국산화 주요 품목 중의 하나인 블랭크 마스크 생산 업체로 삼성전자, SMIC 등 반도체 업체들과 디스플레이 업체들을 주요 고객사로 두고 있다. 블랭크 마스크는 반도체 및 디스플레이 노광공정의 핵심 부품소재인 포토마스크의 원재료로 패턴이 형성되기 전의 마스크를 의미하며, 일본의 Hoya, Shin-etsu, Ulcoat 등이 90% 내외 점유하고 있는 국산화 필수 품목이다.

ASML의 EUV 노광장비 출하 증가와 국내 반도체 업체들의 본격 도입이 2020년부터 이뤄지면서 한국 EUV 소재/부품 관련 생태계는 2021년부터 본격적으로 개화할 것으로 전망된다. 동사는 6월 EUV 용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 설비투자 공사를 했으며, 빠르면 2021년부터 고객사의 채택이 기대된다. 당사는 EUV 펠리클 매출은 2021년 하반기부터, EUV 블랭크마스크 매출은 2022년부터 발생하며 향후 에스앤에스텍 실적 고성장을 이끌 것으로 전망한다.

고객사의 파운드리 증설에 따라 블랭크마스크 수요 증가 + 국산화 수혜

주요 고객사인 삼성전자의 비메모리 반도체 확대 전략에 따라 파운드리 투자가 확대되고 있으며, 메모리보다 포토마스크 사용량이 많아 블랭크마스크 공급 증가가 기대된다. 또한 삼성전자의 자본투자 이후 고객사내 점유율이 최근 국산화 추세와 발 맞춰 증가할 것으로 예상되며, 동사가 추진하고 있는 EUV 용 펠리클과 블랭크마스크 매출이 현실화되며 높은 성장성을 보일 것으로 전망한다. EUV 펠리클 매출과 블랭크마스크 매출이 본격화 될 것으로 예상되는 2022년 실적에 PER 30 배를 적용한 목표주가 55,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	539	610	845	964	1,306	2,040
yoy	%	-0.2	13.2	38.4	14.1	35.6	56.2
영업이익	억원	24	52	111	155	243	422
yoy	%	-66.6	112.3	114.0	39.9	56.3	74.1
EBITDA	억원	98	137	199	250	344	524
세전이익	억원	26	41	101	149	239	419
순이익(지배주주)	억원	31	46	101	142	211	370
영업이익률%	%	4.5	8.5	13.1	16.1	18.6	20.7
EBITDA%	%	18.1	22.5	23.5	25.9	26.4	25.7
순이익률	%	5.8	7.6	12.0	14.8	16.1	18.2
EPS(계속사업)	원	159	234	512	698	1,034	1,817
PER	배	27.2	16.1	23.8	49.2	33.2	18.9
PBR	배	1.1	0.9	2.7	7.2	6.0	4.6
EV/EBITDA	배	10.9	6.5	13.0	29.8	21.4	13.8
ROE	%	4.1	5.9	12.0	15.0	18.8	26.2
순차입금	억원	173	113	123	30	-35	-202
부채비율	%	54.4	55.4	53.1	47.7	43.5	39.9

에스엔에스텍 실적 추이 및 전망

에스엔에스텍 실적 추이

	2017	2018	2019	2020(E)	2021(E)	2022(E)
매출액 (W bn)	53.9	61.0	84.5	96.4	130.6	204.0
증가율		13.2%	38.5%	14.1%	35.6%	56.2%
Display	30.9	38.0	56.5	65.2	71.7	78.9
Semi	23.0	23.0	28.0	31.2	58.9	125.1
EUV Pellicle					12.6	48.6
EUV BM					-	12.2
영업이익	2.4	5.2	11.1	15.5	24.3	42.2
영업이익률	4.5%	8.5%	13.1%	16.1%	18.6%	20.7%
순이익	3.1	4.6	10.1	14.2	21.1	37.0

자료 : 에스엔에스텍 SK 증권

에스엔에스텍 2020 년 상반기 기준 매출 비중은 Display 용 70%, 반도체용 30%이며, 하반기는 반도체 비중 증가로 50: 50 이 예상된다. 주요 고객사는 삼성전자, SMIC 및 국내외 디스플레이 업체들이 있다.

2019 년 매출액은 845 억원(+38.4%YoY), 영업이익은 111 억원(+114.0%YoY)을 기록했다. 반도체용 블랭크마스크는 반도체 소재 국산화 수혜로 고객사 내 MS 확대 추세에 있으며, 주요 고객사의 7nm 공정 가동으로 비메모리향 매출이 증가했고, 디스플레이용 블랭크마스크도 중국 디스플레이 업체들의 증설로 호조를 보였다.

2020 년 실적은 매출액 964 억원(+14.1%YoY), 영업이익 155 억원(+39.9%YoY)으로 예상된다. 소재 국산화에 따른 점유율 상승은 2020 년에도 이어질 것으로 예상하며, 삼성전자와 SMIC 의 파운드리 증설로 비메모리향 블랭크마스크 증가가 기대된다. 반도체 블랭크마스크 불량률이 낮아지고, 수율이 개선되면서 매출 증가율을 상회하는 이익 증가가 예상되며, 3 분기까지는 디스플레이용 블랭크마스크 매출이 다소 부진해 전분기보다 매출액과 영업이익이 감소할 것으로 전망하지만, 4 분기부터는 디스플레이향 블랭크 마스크 매출액이 증가하면서 전체 실적 회복이 기대된다.

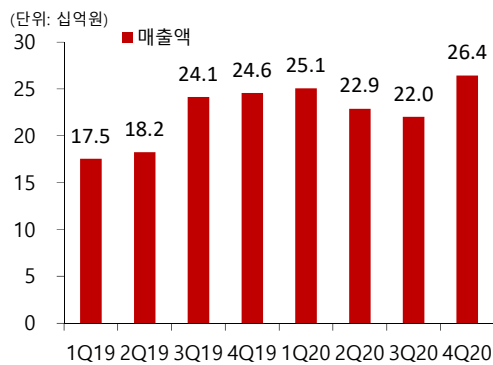
EUV 용 펠리클 매출은 빠르면 2021 년부터 발생할 수 있을 것으로 전망하며, 국내 고객사의 EUV 라인 본격 양산시 채택이 기대된다. EUV 펠리클 시장은 2021 년 약 2,500 억원 수준, 2022 년 약 3~4 천억원으로 예상되며, 매년 50% 이상의 고성장을 할 것으로 전망되기 때문에 동사의 EUV 용 펠리클의 빠른 진입은 높은 성장성에 따른 높은 밸류에이션을 유지시켜 줄 것으로 판단한다.

EUV 펠리클과 EUV 블랭크마스크 매출액이 반영될 것으로 예상되는 시점인 2022 년 실적을 기준으로 목표주가를 산정했으며, 높은 성장성을 반영하여 PER 30 배를 적용했

다(과거 평균 PER 밸류에이션). 현재 실적대비 높은 밸류에이션이 부담될 수 있지만, 일본 기업들이 90% 이상 점유하고 있는 반도체용 블랭크마스크 시장의 유일한 한국 공급업체이며, 새롭게 열리는 EUV용 펠리클 시장에 빠른 진입이 예상되는 동사의 성장 잠재력에 중점을 두어야 할 것으로 판단한다.

에스앤에스텍 매출액 추이

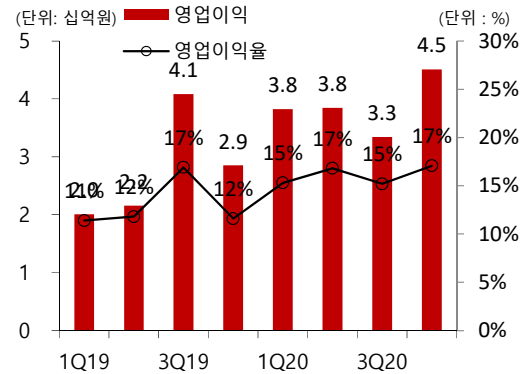
(단위: 십억원)



자료: 에스앤에스텍 SK 증권

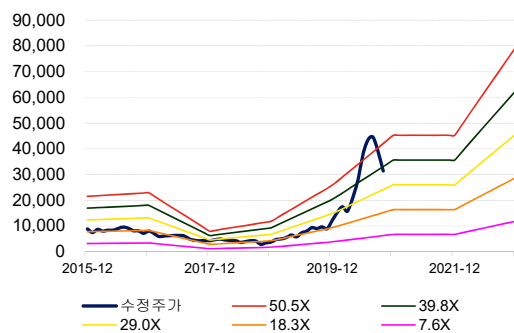
에스앤에스텍 영업이익 추이

(단위: 십억원 %)



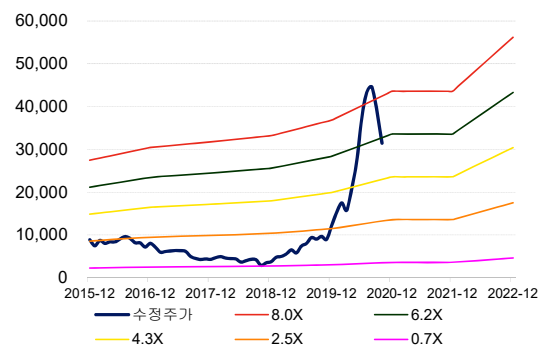
자료: 에스앤에스텍 SK 증권

에스앤에스텍 PER 밴드 차트



자료: 에스앤에스텍 SK 증권

에스앤에스텍 PBR 밴드 차트

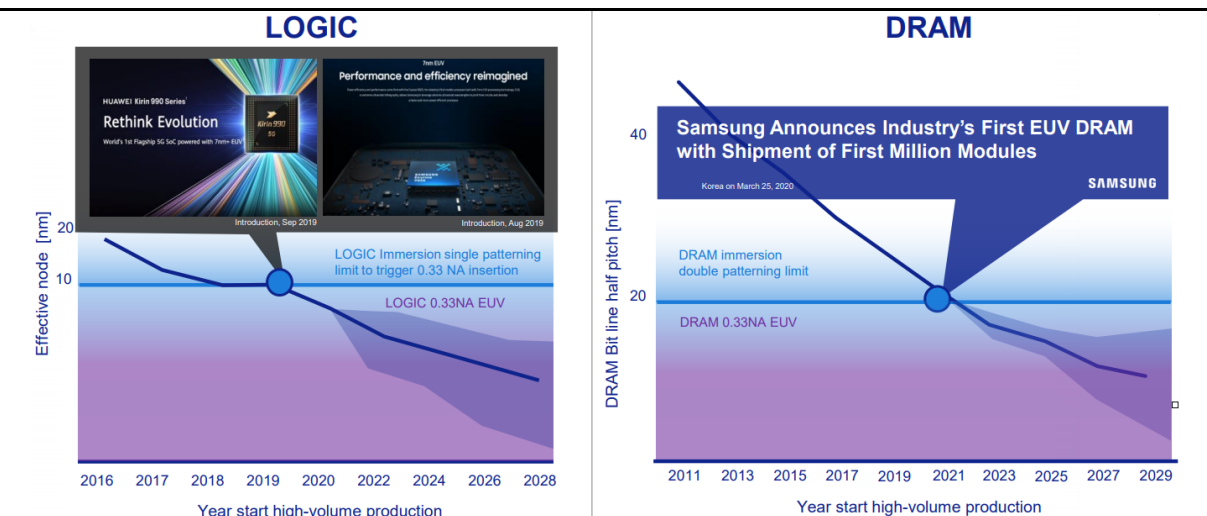


자료: 에스앤에스텍 SK 증권

2021년부터 새롭게 열리는 한국 EUV 시장과 국산화 기회

반도체 회로 선폭이 7nm, 5nm 이하로 내려가면서 기존의 멀티패터닝 또는 쿼드러플 패터닝으로는 미세선폭 구현이 어려워져 네덜란드 ASML 사의 EUV 노광장비를 사용하기 시작했다. ASML은 2017년 11대, 2018년 18대, 2019년 26대의 EUV 장비를 판매했으며, 2019년 판매된 EUV 장비의 절반 이상을 TSMC가 구매해 가면서 현재 TSMC의 7나노 이하 캐파는 월 140K로 삼성의 30K를 크게 상회하는 상황이다.

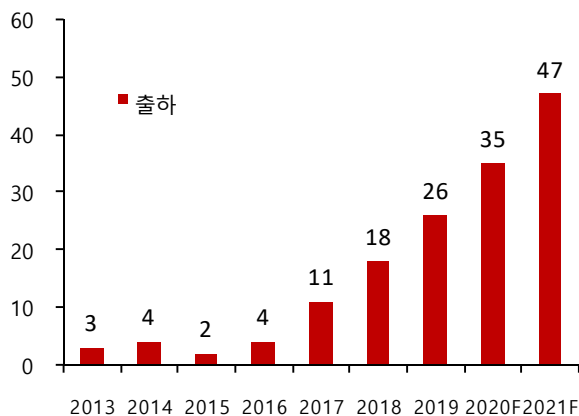
LOGIC 공정과 DRAM 공정에 적용되기 시작한 EUV



자료 : ASML, SK 증권

ASML EUV 장비 연도별 출하량 추이

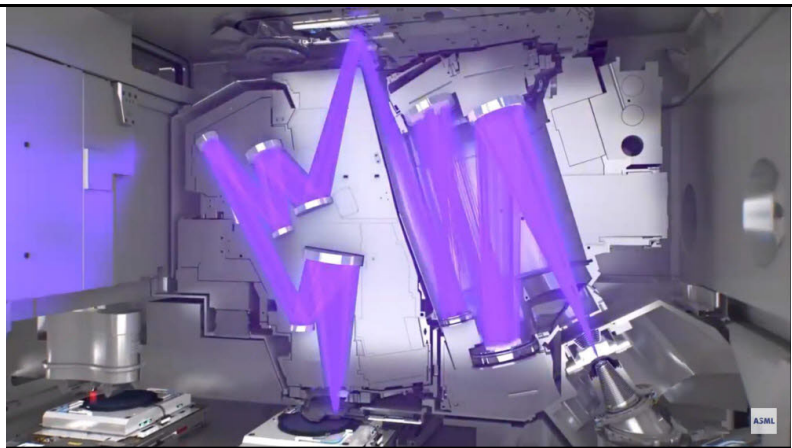
(단위: 대)



자료 : ASML, SK 증권

2020 년 ASML 의 EUV 장비 판매 목표량은 전년 판매대수 26 대 보다 크게 증가한 35 대이며, TSMC 는 20 대 이상, 삼성전자도 10 대 가까이 구매가 예상되는 동시에, 인텔의 공정 전환 지연으로 인해 도입이 늦어지고 있는 EUV 장비를 삼성전자와 TSMC 양쪽 다 원하는 상황으로 알려져 있다. 2021 년 ASML 의 EUV 장비 생산능력은 또 다시 크게 증가한 45~50 대로 ASML 은 밝히고 있다. 삼성전자가 2020 년부터 본격적으로 구매하기 시작한 EUV 장비가 가동되기 시작하면서 한국의 EUV 소재/부품 관련 생태계는 2021 년부터 본격적으로 개화할 것으로 전망된다. 동시에 삼성전자와 SK 하이닉스의 EUV 장비 본격 도입에 따른 국내 EUV 소재/부품 생태계 확보가 필요한 상황이며, EUV 용 펠리클과 블랭크마스크를 개발 중인 에스앤에스텍의 빠른 국산화 기대된다.

EUV 노광기 작동원리



자료 : ASML, SK 증권

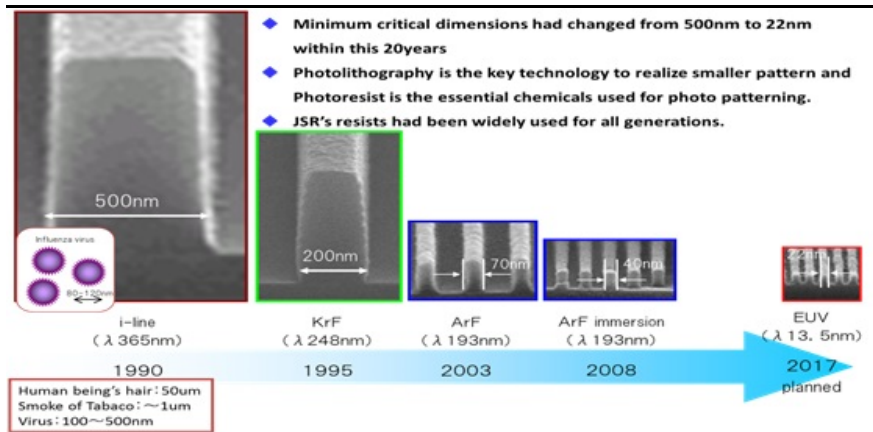
ASML 의 최신 EUV 장비 NXE 3400C



자료 : ASML, SK 증권

EUV 노광공정(Extreme UltraViolet Lithography: EUVL)은 기존 ArF 노광공정과 달리 공기를 포함하는 대부분 물질에서 흡수율이 높은 13 nm의 빛을 이용하기 때문에 투과형 광학 시스템 대신 반사형(반사도 64~67% 수준, 빛 Loss 발생, 마스크 포함 반사광 10 개) 광학 시스템과 진공 환경을 요구한다. 노광공정에서 사용되는 광선은 193nm → 이멀전 → 멀티패터닝 → EUV 순으로 진화(KrF 248nm → ArFi 193nm → EUV 13.5nm)하고 있으며, EUV는 기존의 파장보다 14 배 더 짧은 파장 사용하고 있다. 즉 이론적으로는 EUV의 해상도는 ArF보다 14 배 더 높은 수준이다.

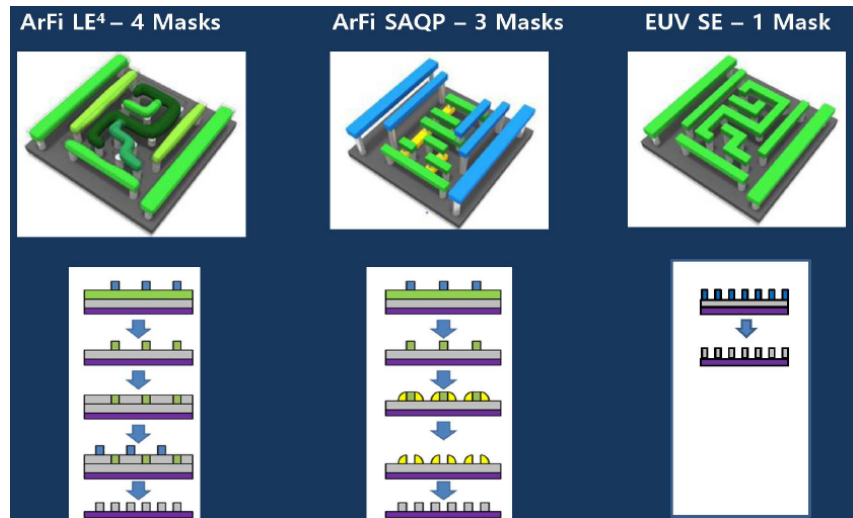
회로 선평의 미세공정에 따른 파장



자료 : JSR, SK 증권

멀티 패터닝 기법은 노광, 식각, 노광, 식각 과정을 거치는 LELE(Litho-Etch-Litho-Etch)와 한 번의 결정적 노광과 여러 번의 식각 및 증착을 통해 패턴을 형성하는 SADP(self-aligned double-patterning)가 대표적이며 최근에는 LELELE, SAQP(self-aligned quadruple-patterning) 기법을 활용하고 있다. 7nm immersion에서는 노광공정이 33 스텝 필요(마스크 33 개 필요)한 반면에 EUV는 9 스텝에 가능(마스크 9 개)하기 때문에 원가 경쟁력이 있는 것으로 알려져 있다.

회로 선평의 미세공정에 따른 파장



자료 : JSR, SK 증권

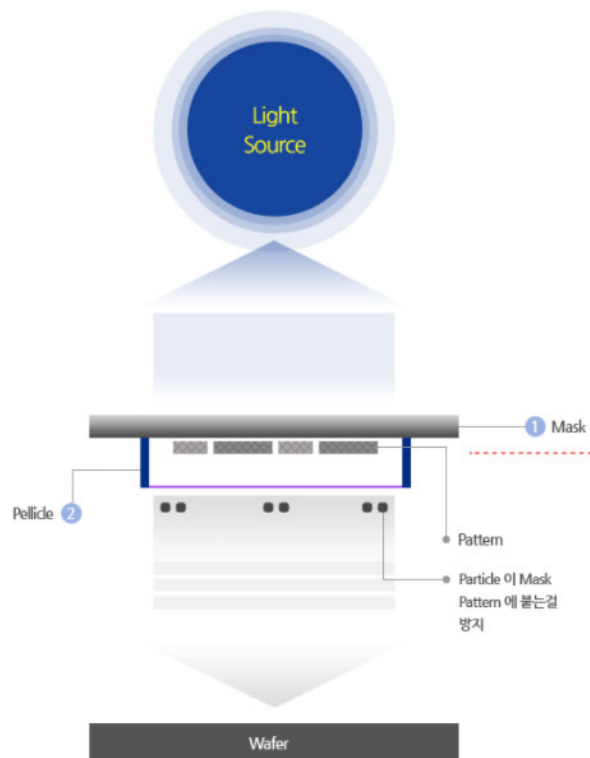
EUV 마스크는 defect 에 대해 매우 민감하며, 공정의 수율 향상을 위해서는 defect 의 효과적인 관리가 필요하며 defect 를 검출하는 inspection 장비(미 KLA-tencor, 일 Lasertec)의 개발이나 클리닝 등의 포토마스크의 defect 제거 기술 개발(Suess MicroTec, 디바이스이엔지), EUV pellicle(Mitsui, 에스앤에스텍, 에프에스티 등) 제작 등 필요한 상황이다.

EUV 노광장비는 궁극적으로 초미세 패턴으로 가기 위해서는 결국 사용해야 하는 장비이며, 멀티 패터닝 대비 공정 사이클이 3~6 배 감소하고 결함 가능성이 감소하고 검사 장비 수가 감소해 전체 비용이 절감 되는 것으로 추정되고 있다.

EUV 용 펠리클 개발 중으로 빠르면 2021 년 매출 기대

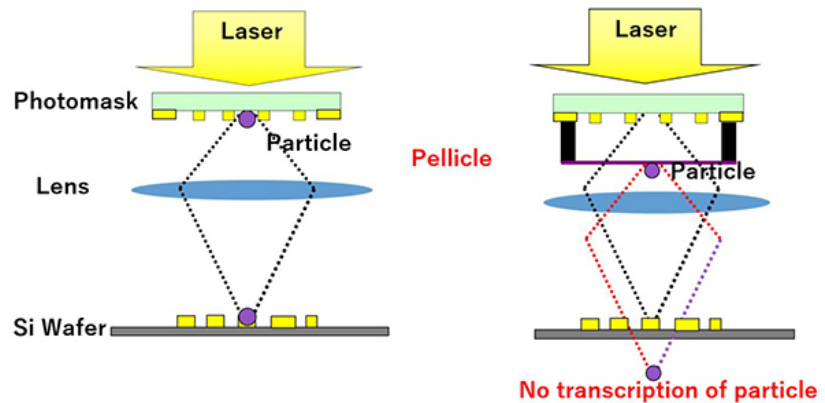
펠리클은 반도체 및 디스플레이 생산공정 중 노광공정에서 포토마스크를 이물질로부터 보호하는 소모성 소재이며, 국내에서 에프에스티가 반도체 라인과 디스플레이 라인에 대부분 공급하고 있다. 웨이퍼로 전사되는 빛은 마스크로 초점을 맞추어 노광을 진행하기 때문에 일정한 거리로 떨어져 있는 펠리클에 오염물질이 있더라도 초점이 잡히지 않아 사용자가 만들고자 하는 패턴의 크기에 영향을 미치지 않게 하여 불량 패턴의 형성을 줄일 수 있는 고가의 제품이다.

포토마스크를 오염으로부터 보호하는 펠리클



자료 : 에프에스티, SK 증권

펠리클의 원리



자료 : Mitsui Chemical, SK 증권

에스엔에스텍은 2017년부터 EUV 용 펠리클 개발을 시작했으며, 지난 6월 EUV 용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 설비투자 공시를 하고, 7월 삼성전자에 660억원 3자배정 유상증자를 실시했다.

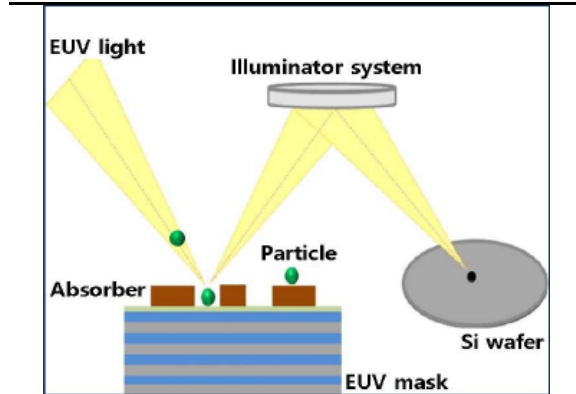
EUV 펠리클 상용화 난제

투과도	EUV는 모든 물질에서 흡수도가 매우 큰 독특한 파장으로 EUV 펠리클을 제작할 때 허용이 되는 박막의 두께는 60나노미터 이하 개발 목표치인 90% 투과도를 갖는 펠리클을 만들어 적용한다고 해도 반사형 마스크 원리 때문에 펠리클을 두 번 통과해야 하는 EUV는 그 광량이 19% 감소하므로 생산성에 큰 손실을 받게 됨
열특성	EUV가 펠리클 박막에 흡수되면 그 흡수 에너지는 대부분 열에너지로 변환돼 펠리클 박막의 온도가 급격히 상승. 노광공정 시 EUV광이 스캐닝되면 약 600-1200°C까지 순간적으로 가열되었다가 실온까지 냉각되는 열충격이 반복. 고온에 의한 펠리클 박막의 변형 뿐만 아니라 반복되는 열 충격에 의한 피로파괴 발생
기계적 특성	이송에 따른 충격, 진공환경을 위한 펌프다운 과정에서 발생하는 압력차이, 고속으로 움직이는 마스크 스테이지에 의한 기계적인 충격 등 기계적인 강도 필요

자료 : 에스엔에스텍, SK 증권

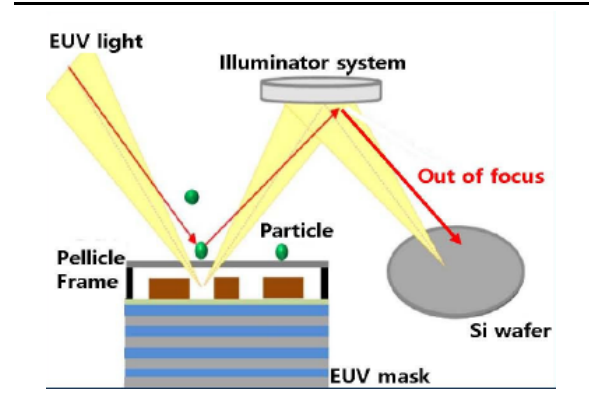
EUV 용 펠리클은 기존 반도체용 펠리클과 달리 공기 중에서도 흡수되는 EUV 광선을 투과시켜야 하기 때문에 90% 이상의 투과도, 60nm의 두께(기존의 반도체 펠리클은 마이크로단위)와 아주 높은 내열성 등의 특성을 요구 받는다. 이러한 요인들로 EUV 장비가 실제 생산공정에서 사용되고 있지만, EUV 용 펠리클 없이 오염된 포토마스크를 세정한 후 재사용하는 방법을 취하고 있다. 결국 EUV 장비 적용 확대와 발맞춰 펠리클 도입이 시급한 상황이다.

펠리클 없는 EUV 공정



자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

펠리클 포함한 EUV 공정



자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

현재 7 나노 공정에서 EUV Layer 가 7 개로 EUV 용 포토마스크가 7 개, 펠리클은 포토 마스크 사용량의 2 배인 14 개가 필요하고, 펠리클은 선택적으로 사용 가능하지만, 5 나노 공정으로 들어서면 펠리클의 사용량은 24~28 개로 2 배 가까이 증가하고 필수적으로 사용될 것으로 예상되고 있다. TSMC 는 7 나노 공정에서 자체 제작한 펠리클을 일부 사용하고 있는 것으로 알려졌으며, 삼성전자는 7 나노 공정에서는 펠리클을 사용하지 않고, 5 나노 공정부터 사용할 것으로 예상되고 있다.

5 나노공정부터 펠리클 적용 본격화 기대

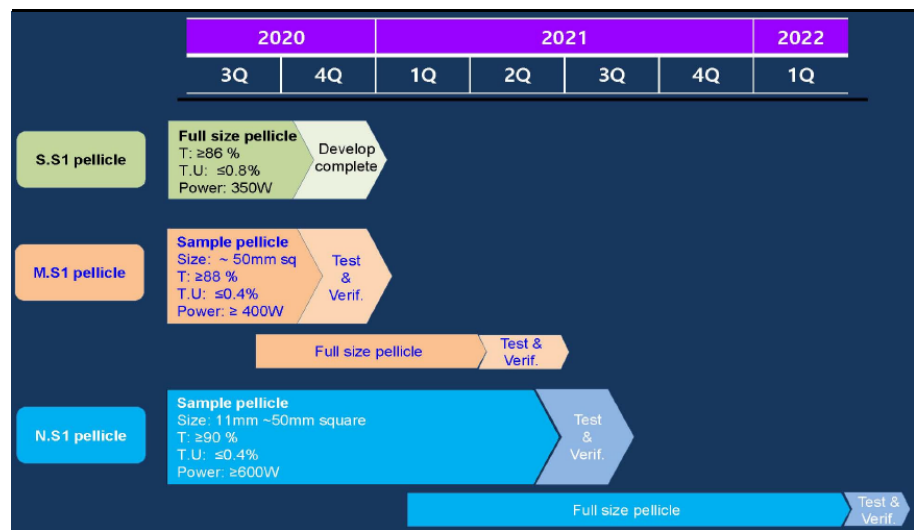
	7nm node	5nm node	3nm node
EUV Application	L/S (?) Hole	L/S Hole	All Critical
# of EUV Mask	7ea	12~14ea	>15ea
# of EUV Pellicle ⁽¹⁾	14ea	24~28ea	>30ea
Pellicle Adaption	Optional	Essential	Essential

자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

EUV 반도체 공정에서 펠리클의 사용 여부는 펠리클을 사용할 경우 발생하는 해상도 하락과 펠리클이 없을 때 발생하는 yield/생산성 등 비용의 trade off 를 고려해서 반도체 업체가 선택할 사항이며, 5 나노 공정부터는 펠리클 사용이 원가 측면에서 유리한 것으로 알려져 있다.

에스앤에스텍은 현재 C-Si 타입의 1 세대 펠리클(투과율 87%)을 개발 완료 했으며, 투과율 88% 이상, 투과 균일도(Trans. Uniformity)가 더 높고, 보다 High Power 에 견딜 수 있는 2 세대 제품(Metal based Pellicle)을 개발 중으로, 빠르면 2021 년 하반기에 양산 매출이 기대되고 있다. 그에 따라 이제는 에스앤에스텍의 EUV 펠리클 매출을 좀더 가시적으로 바라볼 수 있을 것으로 판단한다.

에스앤에스텍 EUV 용 펠리클 개발 로드맵



자료 : 에스앤에스텍, SK 증권

ASML의 EUV Supply Chain에 포함된 에스앤에스텍

EUV infrastructure viable for 7nm, 5nm Logic nodes and DRAM
Improvements on-track for 3nm

		7nm	5nm	3nm	
Blank (related to Imaging)	Absorber	Secured	Under development	Development req'd	HOYA AGC APPLIED MATERIALS
	Deposition	Secured	Under development	Development req'd	Veeco APPLIED MATERIALS
	Defect control	Secured	Under development	Development req'd	HOYA AGC APPLIED MATERIALS Veeco
Patterning technology	Resist / CDL* * Charge dissipation layer	Secured	Under development	Development req'd	ShinEtsu FUJIFILM MITSUBISHI CHEMICAL
	Ebeam (MBMW)	Secured	Under development	Development req'd	NUFLARE JEOL IMS Nanofabrication
	Etch	Secured	Under development	Development req'd	APPLIED MATERIALS
	Cleaning	Secured	Under development	Development req'd	SOL/Mordec APPLIED MATERIALS
Defect engineering	Actinic Blank Inspection	Secured	Under development	Development req'd	Lasertec
	Actinic Pattern Mask Inspection	Secured	Under development	Development req'd	Lasertec KLA Tencor
	Repair	Secured	Under development	Development req'd	ZEISS RAVE
	Defect Review	Secured	Under development	Development req'd	ZEISS
	Mask Pellicles	Secured	Under development	Development req'd	ASML imec S&S TECH

Public

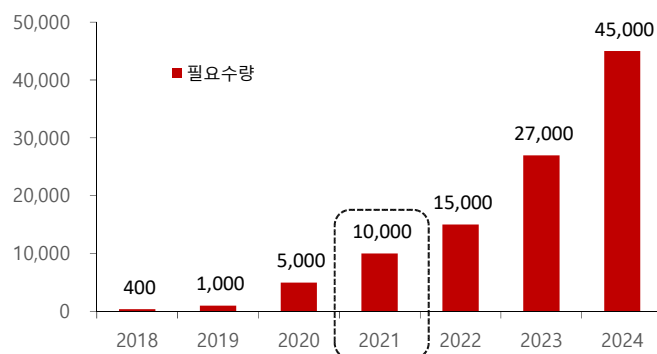
자료 : ASML, SK 증권

현재 Mitsui Chemical(ASML 개발 + 캐나다 Teledyne DALSA 멤브레인 제조 + 미쓰이 조립)이 ASML로부터 공정기술 라이선스를 받아와서 개발 중이며, 펠리클 신규 공장을 2020년 2분기 완공, 2021년 2분기 양산 시작이 예상된다. 벨기에 IMEC는 탄소나노튜브(CNT)를 이용한 다공성 펠리클을 개발 중에 있으며, CNT 특성상 평균 투과도가 높고 압력 변화에 안정성이 있지만, 사용 환경인 수소 플라즈마에서 안정적이지 못해 보호막의 증착이 요구되는 상황이다. TSMC도 자체 EUV 용 펠리클을 개발 중에 있으며, 국내 에프에스티는 전자부품연구원과 함께 3nm 향 EUV 펠리클 개발 협력사로 국책과제에 참여해 개발 중이다.

EUV 펠리클의 시장 가격은 아직 형성되어 있지 않지만, 현재 테스트 용으로 판매되고 있는 EUV 용 펠리클 가격이 장당 1억원 내외에 알려져 있어, 추후 양산에 들어간다면 장당 2~3천만원 수준에 가격이 형성될 것으로 추정된다. 그에 따라 EUV 용 펠리클 시장 규모는 2022년에는 약 3~4천억원 규모로 성장할 것으로 전망된다.

EUV Pellicle Market 전망

(단위: 장)



자료: 에스앤에스텍, SK증권

5 나노 EUV 공정 도입과 함께 새롭게 열리는 EUV 펠리클 시장을 누가 선점하느냐가 중요한 포인트로 생각되며, 에스앤에스텍은 정부와 기업의 소부장 국산화 노력에 발맞춰 EUV 펠리클 시장에서 앞서 나갈 것으로 판단한다.

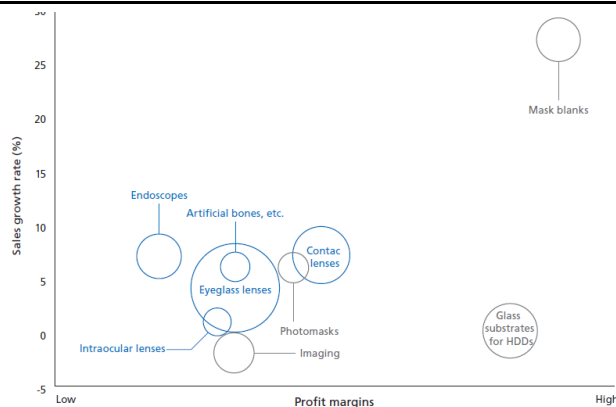
EUV 용 블랭크마스크

불화아르곤(ArF) 노광 공정과 달리, EUV 용 마스크는 모든 물질에 쉽게 흡수되는 성질을 가진 EUV 광원을 '반사'해야 해 고도의 기술 필요하기 때문에 빛이 투과되는 기존 홀겁 마스크와 달리 실리콘(Si)과 몰리브덴(Mo) 수십 겹을 쌓아 EUV 광원 흡수를 막고 반사를 극대화 하는 구조를 띄고 있다.

EUV 용 블랭크 마스크는 현재 일본의 Hoya 가 80% 이상 시장을 점유하고 있으며, 나머지는 일본의 Asahi 가 공급하고 있는 국산화 필수 품목이다. Hoya 와 Asahi 양사 모두 20 년 가까이 EUV 용 블랭크마스크를 연구 개발 중이며, 국내에서는 에스앤에스텍이 개발 중이다. 호야의 최근 실적을 보면 블랭크마스크에서 아주 높은 성장률과 이익률을 기록하고 있으며, EUV 용 블랭크마스크의 최근 분기 매출액은 전년동기대비 50% 가량 지속적으로 고성장하고 있다.

Hoya 의 제품별 성장성과 이익률

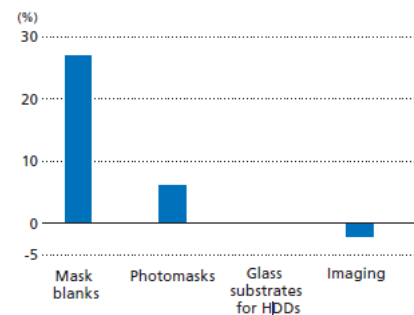
(단위 : %)



자료 : Hoya, SK 증권

Hoya 의 IT 제품 중 YoY 성장률 비교

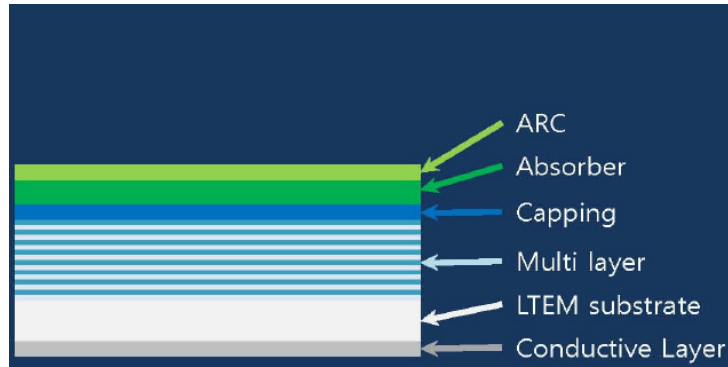
(단위 : %)



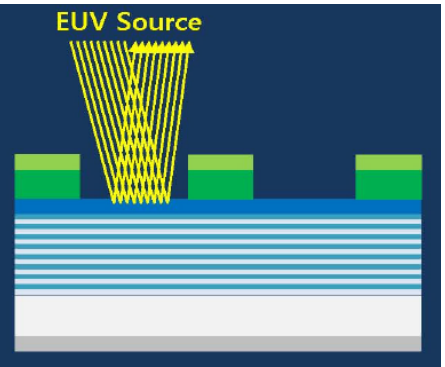
자료 : Hoya, SK 증권

에스앤에스텍의 EUV 용 블랭크마스크 부문은 1 세대 EUV Binary 블랭크마스크는 개발이 완료돼 Blank Defect 을 개선하고 있으며, 2022 년 1 분기 양산화를 목표로 하고 있는 상태다. 2 세대와 3 세대 EUV 용 블랭크마스크도 개발 중에 있어 소자업체들의 공정 진행 방향에 맞춰 국산화가 진행될 것으로 기대된다. EUV 용 블랭크마스크는 3 나노로 가면 DPT(Double Patterning)이 적용되면서 마스크 사용량이 기하급수적으로 증가할 것으로 적용돼 EUV 블랭크마스크의 국산화도 필수적이라 생각한다.

EUV 블랭크마스크 구조

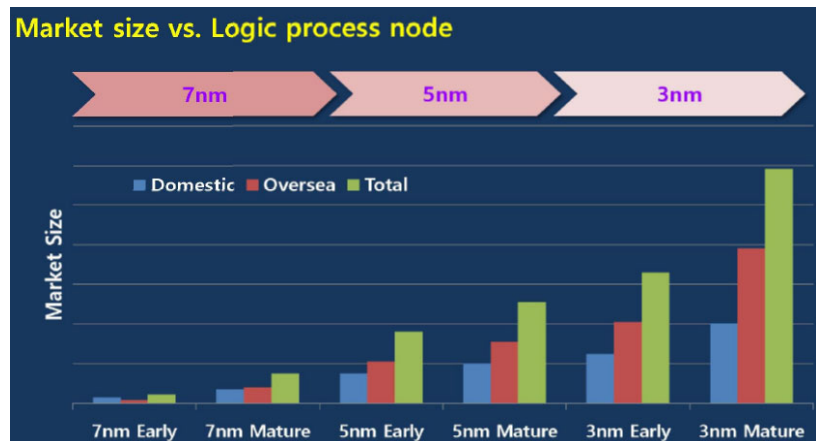


EUV 포토마스크 구조



자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

EUV 블랭크마스크 시장 트렌드



자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

소부장 대표 기업으로 일본업체들과 블랭크마스크 시장에서 경쟁 중

에스엔에스텍은 2001 년 설립된 소부장 국산화 주요 품목 중의 하나인 블랭크 마스크 생산 업체로 삼성전자, SMIC 및 국내외 디스플레이 업체들을 주요 고객사로 두고 있다.

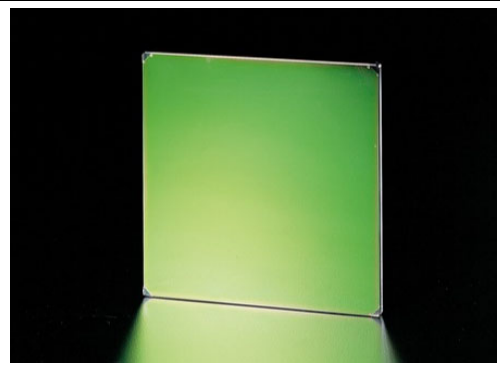
블랭크마스크는 반도체 및 디스플레이 노광공정의 핵심 부품소재인 포토마스크의 원재료로 패턴이 형성되기 전의 마스크를 의미하며, 석영유리기판(쿼츠) 위에 금속박막 필름(크롬막 및 크롬산화질화막)이 증착되고 그 위에 감광액이 도포된 형태로 이뤄져 있다. 일본의 Hoya, Shin-etsu, Ulcoat 등이 90%의 시장을 점유하고 있는 국산화 필수 품목 중의 하나다.

LCD 용 블랭크마스크



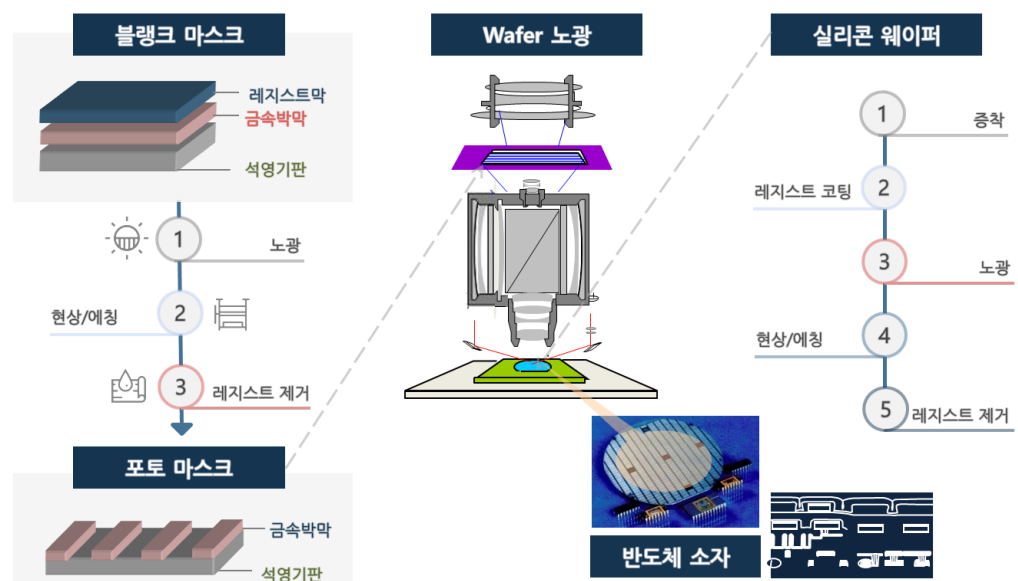
자료 : 언론자료, SK 증권

반도체용 블랭크마스크



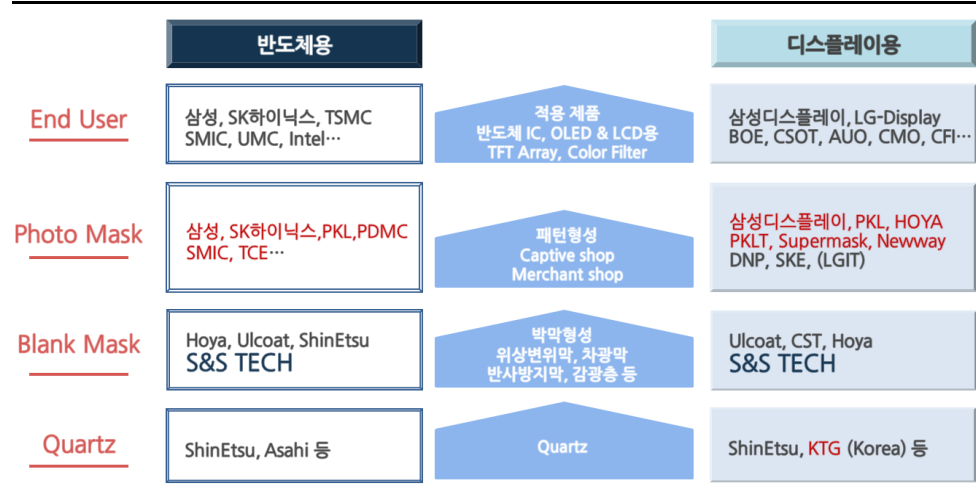
자료 : 언론자료, SK 증권

블랭크 마스크-포토마스크-반도체 제조공정



자료 : 에스엔에스텍 SK 증권

포토마스크/블랭크마스크 밸류체인



자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

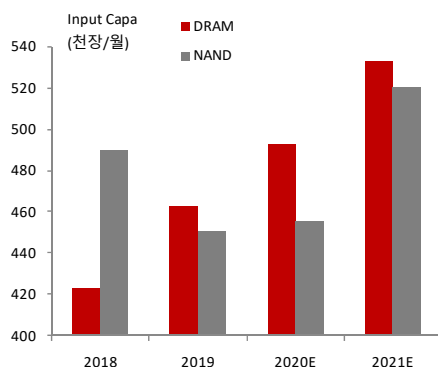
주. 에스앤에스텍 고객사 및 해당사업을 영위하고 있는 회사까지 포함한 공급체인

고객사의 파운드리 증설에 따라 블랭크마스크 수요 증가

주요 고객사인 삼성전자의 비메모리 반도체 확대 전략에 따라 파운드리 투자가 확대되고 있으며, 삼성전자 12 인치 파운드리 생산능력은 2019 년 월 22 만장(220K)에서 2020 년 말 월 26 만5 천장(265K), 2021 년 말에는 30 만장(300K) 이상으로 증가할 것으로 전망된다. 다양한 비메모리 반도체를 생산하는 파운드리들은 디램이나 낸드의 메모리라인보다 동일 Capa 대비 포토마스크 사용량이 많으며, 그에 따라 블랭크마스크 사용량도 많이 필요하다. 따라서 고객사의 비메모리 라인 증설에 따른 블랭크마스크 공급 증가가 기대된다.

삼성전자 메모리 생산능력 추이

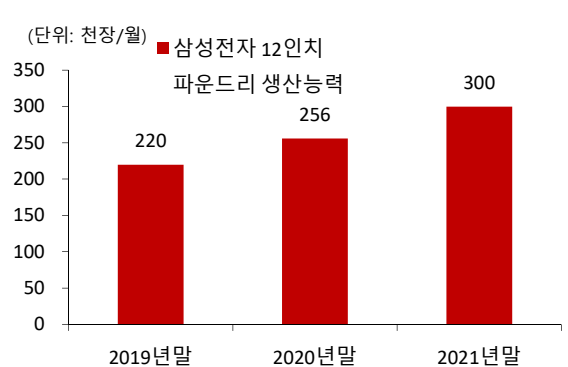
(단위 : 천장/월)



자료 : 에스앤에스텍 SK 증권

삼성전자 12 인치 파운드리 생산능력 추이

(단위 : 천장/월)



자료 : SK 증권

삼성전자의 지분투자로 인해 블랭크마스크 MS 증가 기대

에스엔에스텍은 7월 31일 삼성전자를 대상으로 제3자배정 유상증자를 실시했다. 조달된 660억원 중 215억원을 시설투자 자금에 사용할 예정이며, 삼성전자를 제3자배정 대상자로 선정한 경위로는 블랭크마스크의 안정적 공급과 차세대 반도체 기술개발을 위해서라고 밝혔다. 제3자배정 유상증자 선정경위와 같이 경쟁사들이 전부 일본업체들이 한국 블랭크마스크 시장에서 고객사 점유율이 최근 국산화 추세와 발 맞춰 증가할 것으로 예상되며, 동사가 추진하고 있는 EUV 용 펠리클과 블랭크마스크 개발이 탄력을 받을 것으로 예상된다.

또한 EUV 펠리클 및 블랭크마스크 양산을 위한 신규 장비투자를 2021년 6월 30일까지 할 계획으로 양산 준비가 단계적으로 진행 중인 상황이다.

에스엔에스텍 유상증자 결정

삼성전자 대상 제3자배정 유상증자

유상증자 결정

1. 신주의 종류와 수	보통주식 (주)	1,716,116
	기타주식 (주)	-
2. 1주당 액면가액 (원)		500
3. 증자전 발행주식총수 (주)	보통주식 (주)	19,735,331
	기타주식 (주)	-
4. 자금조달의 목적	시설자금 (원)	21,510,000,000
	영업알수자금 (원)	-
	운영자금 (원)	24,645,676,720
	채무상환자금 (원)	19,777,500,000
	타법인 증권 취득자금 (원)	-
	기타자금 (원)	-
5. 증자발식		제3자배정증자

【제3자배정 대상자별 선정경위, 거래내역, 배정내역 등】

제3자배정 대상자	회사 또는 최대주주와의 관계	선정경위	증자결정 전후 6월 이내 거래내역 및 계획	배정주식 수 (주)	비고
삼성전자 주식회사	매출 거래처	반도체 노광공정의 핵심소재인 블랭크마스크를 안정적으로 공급할 수 있는 기반을 마련하고 차세대 반도체 기술개발을 통한 미래성장 동력 확보를 위해 이사회에서 선정함	해당없음	1,716,116	1년간 전량 의무보유

자료 : 에스엔에스텍 SK 증권

자료 : 에스엔에스텍 SK 증권

EUV 펠리클 및 생산 위한 신규장비투자

EUV 소재 생산 위한 토지 취득

신규 시설투자 등

1. 투자구분		신규시설투자
2. 투자내역	투자금액 (원)	10,000,000,000
	자기자본 (원)	88,584,280,169
	자기자본대비 (x)	11.3
3. 투자목적	대규모법인여부	코스닥상장법인
		EUV용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 신규장비투자
4. 투자기간	시작일	2020-06-12
	종료일	2021-06-30

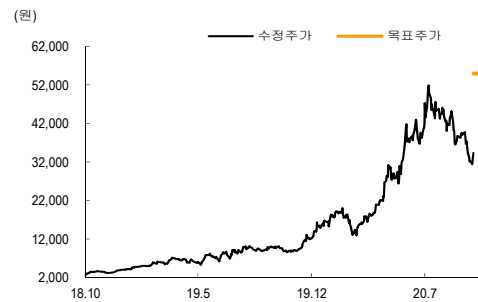
유형자산 취득결정 (자율공시)

1. 취득목적물		토지 (경기도 용인시 처인구 덕성리 일원 용인테크노밸리 내 산업 6-1)
2. 취득내역	취득금액 (원)	5,300,000,000
	자산총액 (원)	135,575,183,770
	자산총액대비 (x)	3.91
3. 거래상대방		유비메트리얼즈 (주)
- 회사와의 관계		-
4. 취득목적		차세대 블랭크마스크 기술개발에 필요한 R&D시설 및 EUV용 소재 양산 시설 추가확보를 위한 부동산 취득
5. 취득예정일자		2020-09-16

자료 : 에스엔에스텍 SK 증권

자료 : 에스엔에스텍 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.10.30	매수	55,000원	6개월		
2020.09.07	Not Rated				
2020.09.06	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 10 월 30 일 기준)

매수	85.19%	중립	14.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	416	534	676	883	1,355
현금및현금성자산	167	181	251	315	482
매출채권및기타채권	98	196	224	304	474
재고자산	103	144	165	223	349
비유동자산	822	822	829	882	884
장기금융자산	9	27	22	22	22
유형자산	692	655	673	728	733
무형자산	56	52	49	46	43
자산총계	1,238	1,356	1,505	1,764	2,239
유동부채	285	357	381	429	533
단기금융부채	201	238	245	245	245
매입채무 및 기타채무	69	100	114	154	241
단기충당부채	2	2	3	3	5
비유동부채	157	113	105	105	106
장기금융부채	119	69	59	59	59
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	1	0	0	1	1
부채총계	441	470	486	535	639
지배주주지분	797	886	1,019	1,229	1,600
자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	373	373	373	373	373
기타자본구성요소	-23	-23	-23	-23	-23
자기주식	-23	-23	-23	-23	-23
이익잉여금	348	437	570	781	1,151
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	797	886	1,019	1,229	1,600
부채외자본총계	1,238	1,356	1,505	1,764	2,239

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	129	93	179	223	274
당기순이익(손실)	46	101	142	211	370
비현금성항목등	99	104	114	134	154
유형자산감가상각비	79	79	87	94	95
무형자산감가상각비	7	9	8	7	7
기타	4	11	6	-2	-2
운전자본감소(증가)	-15	-111	-72	-94	-201
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-100	-38	-80	-171
재고자산감소(증가)	-21	-42	-23	-59	-125
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	21	36	10	40	87
기타	-6	-5	-21	4	8
법인세납부	-1	-1	-5	-28	-49
투자활동현금흐름	-59	-51	-118	-150	-100
금융자산감소(증가)	-25	23	-17	0	0
유형자산감소(증가)	-13	-48	-99	-150	-100
무형자산감소(증가)	-21	-4	-4	-4	-4
기타	-1	-23	2	4	4
재무활동현금흐름	-46	-27	8	-7	-7
단기금융부채증가(감소)	-15	-11	-5	0	0
장기금융부채증가(감소)	-4	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-23	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-10	-10	0	0
기타	6	-6	22	-7	-7
현금의 증가(감소)	24	14	69	65	167
기초현금	143	167	181	251	315
기말현금	167	181	251	315	482
FCF	119	41	107	68	170

자료 : 에스엔에스텍 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	610	845	964	1,306	2,040
매출원가	466	621	678	900	1,378
매출총이익	145	224	286	406	662
매출총이익률 (%)	23.7	26.5	29.7	31.1	32.5
판매비와관리비	93	113	131	164	240
영업이익	52	111	155	243	422
영업이익률 (%)	8.5	13.1	16.1	18.6	20.7
비영업손익	-11	-10	-6	-4	-3
순금융비용	6	5	5	4	3
외환관련손익	-2	-2	-3	-3	-3
관계기업투자등 관련손익	-4	0	-1	0	0
세전계속사업이익	41	101	149	239	419
세전계속사업이익률 (%)	6.7	11.9	15.5	18.3	20.6
계속사업법인세	-5	0	7	28	49
계속사업이익	46	101	142	211	370
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	46	101	142	211	370
순이익률 (%)	7.6	12.0	14.8	16.1	18.2
지배주주	46	101	142	211	370
지배주주귀속 순이익률(%)	7.58	11.96	14.77	16.14	18.16
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	46	99	142	211	370
지배주주	46	99	142	211	370
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	137	199	250	344	524

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	13.2	38.4	14.1	35.6	56.2
영업이익	112.3	114.0	39.9	56.3	74.1
세전계속사업이익	58.1	145.8	47.8	60.0	75.7
EBITDA	40.6	45.1	25.7	37.8	52.3
EPS(계속사업)	47.6	118.5	36.5	48.1	75.7
수익성 (%)					
ROE	5.9	12.0	15.0	18.8	26.2
ROA	3.8	7.8	10.0	12.9	18.5
EBITDA마진	22.5	23.5	25.9	26.4	25.7
안정성 (%)					
유동비율	146.2	149.7	177.3	205.6	254.3
부채비율	55.4	53.1	47.7	43.5	39.9
순차입금/자기자본	14.2	13.9	2.9	-2.9	-12.7
EBITDA/이자비용(배)	17.7	26.2	33.6	46.5	70.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	234	512	698	1,034	1,817
BPS	4,037	4,489	4,749	5,731	7,458
CFPS	666	957	1,163	1,533	2,318
주당 현금배당금	50	50	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	22.3	25.6	74.3	50.2	28.6
PER(최저)	11.6	7.6	18.3	12.3	7.0
PBR(최고)	1.3	2.9	10.9	9.1	7.0
PBR(최저)	0.7	0.9	2.7	2.2	1.7
PCR	5.7	12.8	29.5	22.4	14.8
EV/EBITDA(최고)	8.6	13.8	41.3	29.8	19.2
EV/EBITDA(최저)	5.0	4.7	10.4	7.3	4.5