DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

에스앤에스텍 101490

Conviction Buy

2분기도 역대급 실적

1Q25 분기 최대 실적을 기록한 동사는 중국 내 블랭크마스크 수요 증가 및 믹스 개선으로 2Q25에도 역대급 실적 경신을 이어갈 전망이다. 2Q25 매출액 580억원(+37% YoY)과 영업이익 126억원(+48% YoY, OPM 22%)을 전망한다.

중국 ArF 블랭크마스크 수요 구조적 성장

중국 파운드리/팹리스 시장 성장은 곧 동사의 ArF 블랭크마스크 매출 증가로 이어진다. 동사는 1) 중국 반도체 블랭크마스크 시장 내 점유율 40% 이상을 차지하고, 2) 중국 파운드리 업체들이 DUV 기반 7nm 이하 선단공정을 확대하면서 마스크 사용량이 기존 대비 2~4배 이상 증가하기 때문이다. 공정 레시피 설계부터 고객사와 개발 협의하는 특성상 한번 레퍼런스를 확보하면 장기 계약 및 M/S 확대로 연결되는 경향이 크다. 공급망 다변화 니즈 증가하는 와중 동사는 중국 1위 파운드리 업체와의 계약을 통해 중국 시장 내 지배력을 확대했다.

EUV 블랭크마스크 시장 진입 임박

내년 초부터 EUV 블랭크마스크 양산 매출이 발생할 것으로 기대한다. EUV용 블랭크마스크는 장당 1,000만원~1억원으로 DUV용(20만원~1,000만원) 대비 최소 10배 이상의 ASP 상승이 나타난다. 시장 진입 시 밸류에이션 리레이팅 요소로 작용할 전망이다. 2022년 신규 투자한 EUV용 용인 Fab은 8~9월 Fab 오픈이 예정되어 있으며 2024년 12월 EUV용 블랭크마스크 양산을 위한 Lasertec 장비 구매(417억원)를 진행했다. 용인 Fab 오픈 시기와 장비 입고 시기(12월)를 고려할 때 올해 말 양산 준비가 마무리될 것으로 추정한다. 공급망 다변화 니즈는 7nm 이하 선단공정 수요가 증가할수록 더욱 커질 수 밖에 없다는 판단이다.

단기 실적도 우수하지만 중장기적 성장 확신, 목표주가 56,000원 제시

2025년 매출액 2,288억원(+30% YoY)과 영업이익 455억원(+54%, OPM 20%)으로 추정하며 2026년 영업이익은 537억원(+18%, OPM 20%)으로 전망한다. 매년 20% 수준 성장해온 업체로 향후 증익이 더욱 기대된다. 25F~26F 추정 EPS 2,436원에 Target P/E 23배를 적용한 56,000원을 목표주가로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	124	150	176	229	272
영업이익	16	25	29	45	54
영업이익률(%)	13.0	16.7	16.7	19.9	19.8
세전이익	17	28	34	49	57
지배주주지분순이익	17	26	30	46	54
EPS(원)	814	1,205	1,449	2,184	2,545
증감률(%)	51.9	48.0	20.2	50.7	16.5
ROE(%)	9.6	12.6	13.1	17.2	17.1
PER (배)	32.4	37.6	17.7	19.0	16.3
PBR (배)	3.0	4.4	2.2	3.1	2.6
EV/EBITDA (배)	20.2	24.7	11.4	13.2	11.0

자료: 에스앤에스텍, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

김진형 연구원
02-709-2664
jh.kim@ds-sec.co.kr

2025.07.03

매수(신규)

목표주가(신규)	56,000원
현재주가(07/01)	41,500원
상승여력	34.9%

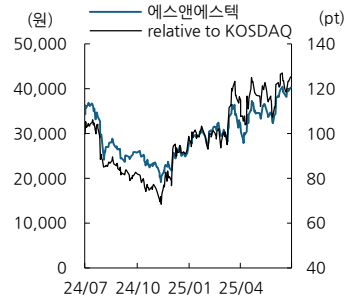
Stock Data

KOSDAQ	782.2pt
시가총액(보통주)	890십억원
발행주식수	21,451천주
액면가	500원
자본금	11십억원
60일 평균거래량	168천주
60일 평균거래대금	6,001백만원
외국인 지분율	9.7%
52주 최고가	41,900원
52주 최저가	19,010원
주요주주	
정수홍(외 3인)	21.8%
삼성전자(외 1인)	8.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	22.2	16.6
3M	27.7	13.5
6M	49.3	35.4

주가차트



Valuation

투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 커버리지 개시

Target P/E 23배 적용

블랭크마스크 시장 점유율 1위(70%) 업체인 Hoya는 현재 12M Fwd 기준 25.6배의 P/E를 적용 받고 있으며 동사의 반도체 블랭크마스크 시장 점유율 5%와 2025년 EUV 블랭크마스크 시장 진입을 고려해 10% 할인한 P/E 23배를 적용하였다.

2025년 매출액 2,288억원(+30% YoY)과 영업이익 455억원(+54%, OPM 20%)으로 추정하며 2026년 영업이익은 537억원(+18%, OPM 20%)으로 전망한다. 매년 20% 수준 성장해온 업체로 EUV 블랭크마스크 시장 진입 후의 장기적 성장이 더욱 기대된다.

표1 에스앤에스텍 목표주가 산정 Table

구분	2025F	비고
추정 EPS (원)	2,436	2025F 추정 EPS 30% + 2026F 추정 EPS 70%
Target Multiple (배)	23	Hoya 12M Fwd P/E 25.3배 * 10% 할인 적용
주당기업가치 (원)	56,039	
목표주가 (원)	**56,000**	
현재주가 (원)	41,500	2025/07/02 종가
상승여력	**34.9%**	

자료: 에스앤에스텍, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 에스앤에스텍 실적 추정 Table

(십억원, %)	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**57.9**	**58.0**	**56.0**	**56.9**	**69.0**	**68.6**	**66.0**	**68.0**	**176.0**	**228.8**	**271.6**
QoQ/YoY	27.9	0.3	-3.5	1.6	21.2	-0.5	-3.7	3.0	17.1	30.0	18.7
블랭크마스크	54.9	55.9	52.9	54.9	66.1	66.5	62.8	66.3	166.6	218.6	261.7
기타	3.0	2.1	3.1	2.0	2.9	2.1	3.2	1.7	9.4	10.2	9.9
매출원가	37.6	37.2	35.2	39.5	45.0	44.0	41.7	47.1	116.5	149.4	177.7
% Sales	64.9	64.0	62.9	69.4	65.2	64.1	63.2	69.2	66.2	65.3	65.4
매출총이익	20.3	20.9	20.8	17.4	24.0	24.6	24.3	20.9	59.5	79.4	93.9
% Sales	35.1	36.0	37.1	30.6	34.8	35.9	36.8	30.8	33.8	34.7	34.6
판매비와관리비	8.4	8.3	8.1	9.1	10.0	9.8	9.4	10.9	30.0	33.9	40.2
% Sales	14.5	14.3	14.4	16.0	14.5	14.3	14.3	16.1	17.1	14.8	14.8
영업이익	**11.9**	**12.6**	**12.7**	**8.3**	**14.0**	**14.8**	**14.9**	**10.0**	**29.5**	**45.5**	**53.7**
QoQ/YoY	197.0	6.0	0.9	-34.7	68.6	5.8	0.3	-32.7	17.7	54.3	18.0
% OPM	20.5	21.7	22.7	14.6	20.3	21.6	22.5	14.7	16.7	19.9	19.8
당기순이익	**11.9**	**12.6**	**12.6**	**8.7**	**13.7**	**14.7**	**14.6**	**10.3**	**30.3**	**45.8**	**53.3**
% NPM	20.6	21.7	22.5	15.2	19.9	21.4	22.2	15.1	17.2	20.0	19.6

자료: 에스앤에스텍, DS투자증권 리서치센터 추정

2Q25 Preview

2분기도 역대급 실적

영업이익 126억원(+6% QoQ, OPM 22%)을 전망

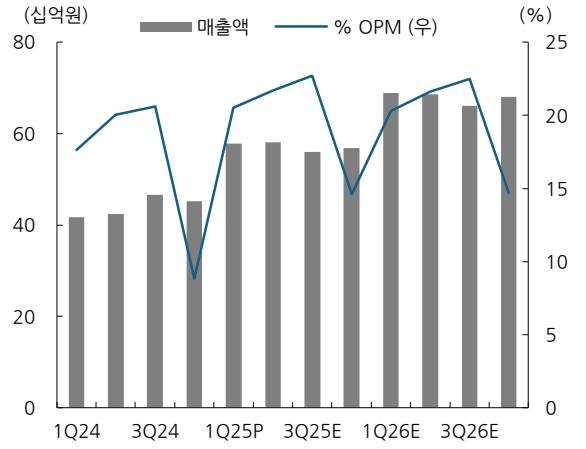
2Q25 호실적 전망

1Q25 분기 최대 실적을 기록한 동사는 2Q25에도 역대급 실적 경신을 이어갈 전망이다. 2Q25 매출액 580억원(+0% QoQ, +37% YoY)과 영업이익 126억원(+6% QoQ, +48% YoY, OPM 22%)을 전망한다.

ArF 블랭크마스크 수요 증가 및 ASP 상승 지속

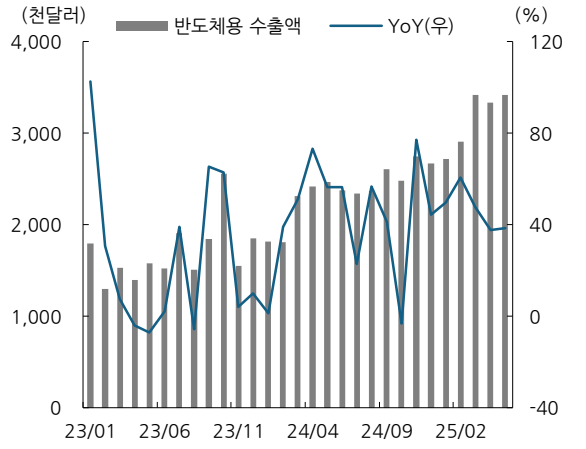
실적 성장의 주요 원인은 중국 내 블랭크마스크 수요 증가 및 가파른 믹스 개선세다. 로우엔드 반도체와 소형 디스플레이 중심 수요에서 최근 하이엔드 반도체 및 중대형 디스플레이 수요 증가로 ASP 상승이 지속되고 있다. 2025년 디스플레이와 반도체 매출비중은 각각 61%, 35%로 추정하며 마진율이 높은 반도체의 비중 증가가 지속 중이다.

그림1 에스앤에스텍 실적 추이 및 전망



자료: 에스앤에스텍, DS투자증권 리서치센터

그림2 반도체용 블랭크마스크 수출액 추이 (대구 달서구)



자료: TRASS, DS투자증권 리서치센터

투자포인트

중국 ArF 블랭크마스크 수요 구조적 성장

중국 파운드리/팹리스 시장과 동반 성장

중국 파운드리/팹리스 시장 성장은 곧 동사의 ArF 블랭크마스크 매출 증가로 이어진다. 동사는 중국 반도체 블랭크마스크 시장 내 점유율 40% 이상을 차지하며 중국 파운드리 업체들이 DUV 기반 7nm 이하 선단공정을 확대해나가고 있기 때문이다.

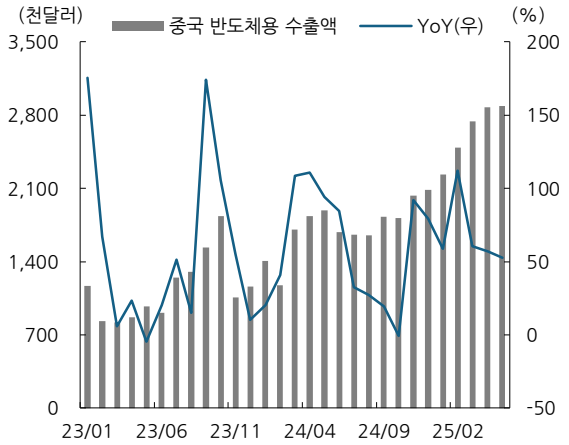
중국 반도체 시장 내 블랭크마스크 점유율 40% 이상

블랭크마스크는 반도체 공정 레시피의 초기 설계 단계부터 함께 설계되어야 한다. 사용하는 광원(KrF, ArF, EUV)에 따라 블랭크마스크의 재질, 흡광율, 반사율이 달라져야 하고 하드마스크 레이어 유무, 결함 밀도, 표면 평탄도 같은 세부 사양도 달라지기 때문이다. 공정 레시피 설계부터 고객사와 개발 협의하는 특성상 한번 레퍼런스를 확보하면 장기 계약 및 M/S 확대로 연결되는 경향이 크다. 블랭크마스크가 요구하는 높은 기술력으로 인해 중국 업체들 역시 일본 제품에 주로 의존했다. 그러나 TSMC라는 대규모 수요처의 존재로 공급망 다변화에 대한 니즈가 지속되었다. 동사는 중국 1위 파운드리 업체와의 계약을 통해 중국 시장 내 지배력을 확대했고 이에 따른 수혜가 지속되는 상황이다.

DUV 기반 멀티 패터닝 적용으로 마스크 사용량 2~4배 증가

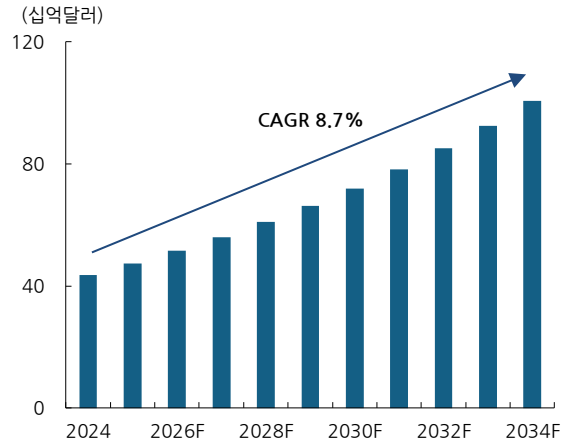
중국 업체들은 EUV 장비 반입 제한 상황 속에서도 DUV 기반 7nm 이하 선단공정을 구현하기 위해 멀티 패터닝을 적용하여 해상도 한계를 극복하고 있다. 이에 따라 마스크 사용량도 기존 대비 2~4배 이상 증가한다. 멀티 패터닝 기술은 하나의 레이어를 구현하기 위해 여러 번의 노광 공정을 거쳐야 하는 방식이기 때문이다.

그림3 반도체용 블랭크마스크 대중 수출액 추이 (대구 달서구)



자료: TRASS, DS투자증권 리서치센터

그림4 중국 팹리스 시장 성장 전망



자료: market.us, DS투자증권 리서치센터

EUV 블랭크마스크 시장 진입 임박

EUV 블랭크마스크 내년 초 양산 매출 발생

EUV 블랭크마스크는 올해 말 양산 준비를 마치고 내년 초부터 양산 매출이 발생할 것으로 기대한다. EUV용 블랭크마스크는 장당 1,000만원~1억원으로 DUV용(20만원~1,000만원) 대비 최소 10배 이상의 ASP 상승이 나타난다. 시장 진입 시 밸류에이션 리레이팅 요소로 작용할 전망이다.

용인 Fab 오픈(8~9월) 장비 입고 시기(12월)

2022년 신규 투자한 EUV용 용인 Fab은 현재 완공되어 8~9월 Fab 오픈이 예정되어 있으며 2024년 12월 EUV용 블랭크마스크 양산을 위한 Lasertec 장비 구매(417억원)를 진행했다. 용인 Fab 오픈 시기와 장비 입고 시기(12월)를 고려할 때 올해 말 양산 준비를 마치고 내년 초부터 양산 매출이 발생할 것으로 추정한다.

공급망 다변화에 대한 니즈는 선단공정 수요가 증가할수록 더욱 커질 것

공급망 다변화에 대한 니즈는 7nm 이하 선단공정 수요가 증가할수록 더욱 커질 수밖에 없다는 판단이다. EUV 공정은 7nm 이하 선단공정을 구현하는 데 필수적이다. 빛이 통과하는 투과형 마스크를 요구하는 i-line/KrF/ArF와 달리 EUV 광원은 투과가 되지 않아 반사형 마스크를 요구한다. 이에 따라 구조가 완전히 다른 새로운 블랭크마스크가 필요하다. 현재 EUV 블랭크마스크 시장은 Hoya와 AGC가 시장을 독과점하고 있다. 특히 Hoya의 점유율이 6~70% 수준으로 추정된다. 공정이 미세화될수록 EUV 적용 레이어 및 마스크 사용량이 증가한다. 로직 기준 7nm 에서 4~6장 적용되다가 3nm로 가면 최대 25장까지 적용 레이어 수가 증가하게 된다. 이에 따라 마스크 사용량도 증가할 수 밖에 없고 이는 고객사들의 이원화 움직임을 촉진하는 요인으로 작용한다는 판단이다.

표3 공정 미세화에 따른 EUV 적용 레이어 수 변화

	전체 마스크 수 (layer 기준)	EUV 적용 레이어 수	비고
7nm	50~60장	4~6장	일부 EUV, 나머지는 DUV
5nm	60~80	14~16장	EUV 본격 채택
3nm	80~100	20~25장	EUV 의존도 급증 (GAA 등장)
2nm GAA	100장 이상	30장 이상	GAA + High-NA 고려

자료: TSMC, 언론종합, DS투자증권 리서치센터
주) 같은 장비라도 어떤 제품을 찍느냐에 따라 마스크 소모량이 다름

Appendix

블랭크마스크 및 기업개요

노광 공정에서 사용되는 포토마스크의 원재료

블랭크마스크(Blank Mask)는 반도체와 디스플레이 제조 공정에서 포토마스크를 만들기 위한 초기 원재료다. 패터닝되지 않은 블랭크마스크에 E-beam 등으로 회로 패턴을 새겨서 포토마스크를 만든다. 가공된 포토마스크는 이후 KrF, ArF, EUV 등 광원을 이용한 노광 공정에서 웨이퍼에 회로를 전사하는데 사용된다. 로직/메모리 모두 사용되는데 메모리는 구조적으로 단순해서 마스크 수가 적고, 반복 생산으로 재사용성도 높다. 따라서 DUV/EUV 모두 로직향 블랭크마스크 수요가 압도적이다.

글로벌 3위, 국내 1위

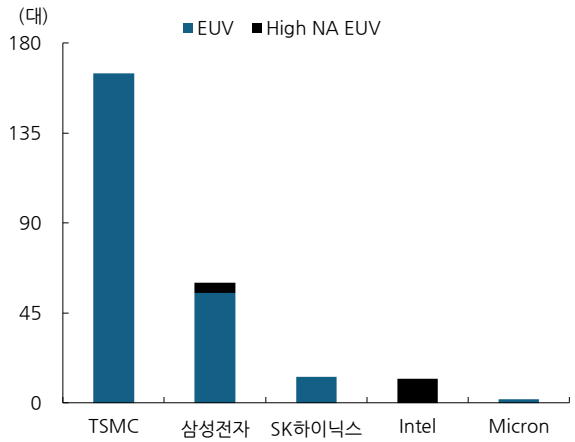
동사는 2003년 국내 최초로 반도체, 디스플레이용 블랭크마스크를 개발 및 양산하였다. 기존 Hoya, AGC, ShinEtsu, Ulcoat 등 일본 업체들이 독과점하던 시장이었다. 현재 동사는 반도체 블랭크마스크 시장에서 점유율 3위, 디스플레이 블랭크마스크 시장에서는 점유율 2위를 차지하는 것으로 파악한다.

표4 DUV/EUV 블랭크마스크 비교

항목	DUV 블랭크마스크	EUV 블랭크마스크
연간 시장규모	약 1.2조 원	수천억~1조원 추정 (비공식)
연간 사용량	약 400만장 이상 (전세계 추정)	약 1~3만장 수준 추정 (TSMC/Samsung 중심)
주요 사용업체	모든 팹 (삼성, TSMC, SK하이닉스, Intel, SMIC 등)	TSMC (5/3nm), 삼성 (EUV DRAM & GAA)
적용 공정	대부분 공정 노드	7nm 이하
가격	20만~1,000만 원	1,000만~1억 원

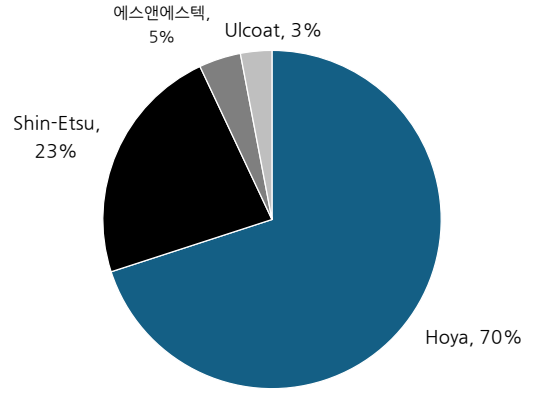
자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 주요 반도체 업체별 EUV 장비 보유 대수 (추정)



자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

그림6 반도체 블랭크마스크 시장 점유율



자료: 산업 자료, DS투자증권 리서치센터

[에스앤에스텍 101490]

재무상태표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	94	118	155	187	221
현금 및 현금성자산	46	59	76	104	123
매출채권 및 기타채권	26	35	38	45	53
재고자산	19	20	31	30	36
기타	2	5	10	8	8
비유동자산	133	139	141	156	178
관계기업투자등	12	14	9	5	5
유형자산	109	116	125	140	161
무형자산	2	2	2	2	1
자산총계	227	257	296	343	399
유동부채	30	29	40	43	47
매입채무 및 기타채무	19	15	21	23	28
단기금융부채	10	12	16	17	17
기타유동부채	2	2	3	2	2
비유동부채	6	7	11	11	11
장기금융부채	0	0	1	1	1
기타비유동부채	5	6	10	10	10
부채총계	36	36	50	54	59
지배주주지분	190	221	245	288	339
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	102	109	112	106	106
이익잉여금	79	102	128	171	222
비지배주주지분(연결)	0	0	1	1	1
자본총계	190	221	247	290	340

손익계산서 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	124	150	176	229	272
매출원가	90	104	117	149	178
매출총이익	34	47	59	79	94
판매비 및 관리비	18	22	30	34	40
영업이익	16	25	29	45	54
(EBITDA)	26	37	43	61	71
금융손익	1	2	4	4	3
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	1	0	0	0
세전계속사업이익	17	28	34	49	57
계속사업법인세비용	-1	2	4	4	4
계속사업이익	17	26	30	46	53
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	26	30	46	53
지배주주	17	26	30	46	54
총포괄이익	17	26	30	46	53
매출총이익률 (%)	27.4	31.0	33.8	34.7	34.6
영업이익률 (%)	13.0	16.7	16.7	19.9	19.8
EBITDA마진률 (%)	21.2	24.9	24.4	26.5	26.1
당기순이익률 (%)	14.1	17.2	17.2	20.0	19.6
ROA (%)	8.2	10.7	11.0	14.4	14.4
ROE (%)	9.6	12.6	13.1	17.2	17.1
ROIC (%)	8.9	15.5	15.4	22.8	24.1

현금흐름표 (십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	25	26	36	66	61
당기순이익(손실)	17	26	30	46	53
비현금수익비용가감	12	11	17	15	18
유형자산감가상각비	9	12	13	15	17
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타현금수익비용	1	-1	-2	-4	1
영업활동 자산부채변동	-4	-13	-11	4	-10
매출채권 감소(증가)	-4	-7	-3	-6	-9
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-12	1	-6
매입채무 증가(감소)	2	-2	4	-1	5
기타자산, 부채변동	0	-3	0	10	0
투자활동 현금	-33	-21	-19	-40	-39
유형자산처분(취득)	-32	-21	-20	-29	-38
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	0	1	-6	-1
기타투자활동	0	0	0	-4	0
재무활동 현금	3	8	-1	3	-3
차입금의 증가(감소)	5	1	3	0	0
자본의 증가(감소)	-2	7	-8	3	-3
배당금의 지급	2	3	3	3	3
기타재무활동	0	0	4	0	0
현금의 증가	-5	13	17	29	18
기초현금	52	46	59	76	104
기말현금	46	59	76	104	123
NOPLAT	12	23	26	42	50
FCF	-9	3	17	25	22

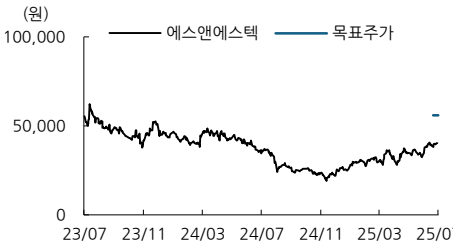
주요투자지표 (원, 배)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	32.4	37.6	17.7	19.0	16.3
P/B	3.0	4.4	2.2	3.1	2.6
P/S	4.6	6.5	3.1	3.9	3.3
EV/EBITDA	20.2	24.7	11.4	13.2	11.0
P/CF	19.5	26.3	11.7	14.6	12.5
배당수익률 (%)	0.6	0.3	0.6	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	25.0	21.7	17.1	30.0	18.7
영업이익	27.0	56.4	17.7	54.3	18.0
세전이익	39.4	67.7	24.3	42.9	16.1
당기순이익	51.9	48.0	17.2	51.0	16.5
EPS	51.9	48.0	20.2	50.7	16.5
안정성 (%)					
부채비율	19.1	16.3	20.3	18.5	17.2
유동비율	309.1	404.4	390.8	437.7	465.2
순차입금/자기자본(x)	-19.0	-21.2	-23.7	-31.9	-32.7
영업이익/금융비용(x)	274.9	338.1	302.1	233.0	273.1
총차입금 (십억원)	10	12	17	18	18
순차입금 (십억원)	-36	-47	-59	-92	-111
주당지표(원)					
EPS	814	1,205	1,449	2,184	2,545
BPS	8,875	10,293	11,443	13,438	15,786
SPS	5,757	7,007	8,205	10,666	12,661
CFPS	1,352	1,724	2,187	2,848	3,316
DPS	150	150	150	150	150

자료: 에스앤에스텍, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

에스앤에스텍 (101490) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가대비
2025-07-03	담당자변경			
2025-07-03	매수	56,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.