

### 25년에는 중국을, 26년에는 EUV를

동사의 2026E EPS 2,850원에 Target Multiple 19.21을 적용한 54,700원을 목표주가로 제시한다.(Base case) 동사 주가는 20년부터 24년까지 EUV 블랭크마스크 및 펠리클 매출에 대한 기대감만으로 움직여왔다. 그러나, 25년 초 시장이 폭발적인 중국향 매출의 성장에 주목하기 시작했다. 지난 5년의 누명에서 벗어나, 25년, 26년에 각각 중국향 매출과 EUV 양산을 통해 실적 증명할 동사의 새로운 모습을 확인하자

### 투자포인트 1. 호형호제 중국

동사의 반도체와 디스플레이용 블랭크마스크를 반값에 맞이하는 중국이다. 미국의 규제와 중국 반도체 산업의 성장이 맞물리는 지금, 동사로의 수혜가 집중된다. 전방 수요는 강하고, 경쟁사는 제한적이며, 동사는 그 중심에 우뚝 서 있다. '선단화'라는 뚜렷한 방향성을 갖고 성장하는 중국의 반도체 산업은 동사의 구조적 성장을 가능하게 하며, 동사는 중국의 반도체 산업 속에서 P와 Q가 모두 성장하는 가파른 성장 모멘텀 국면을 맞이하고 있다. 호형호제 중국은 동사에게 좋은 것만 주고싶다. 중국발 바람과 함께 더욱 높게 날아오를 동사를 투자포인트 1을 통해 확인해보자.

### 투자포인트 2. 동사를 밝혀줄 꿈의 신사업, EUV

반도체 공정이 선단화됨에 따라 EUV 공정은 필수적으로 늘어난다. EUV 공정의 핵심 소재인 EUV 블랭크마스크는 일본 두 업체가 독과점 했었지만, 이제 동사가 당당히 개발에 성공해 이 독과점을 부수러 간다. 첫 시작은 국산화의 바람을 타고 삼성전자의 품으로 간다. 삼성전자의 지분투자, 퀄테스트가 순조롭지 않다면 투자할 리가 없는 공장, 바뀐 공시 톤까지 모든 시그널이 양산 성공을 향한다.

Rating  
**Buy**

현재주가: 34,650 원

Base Case

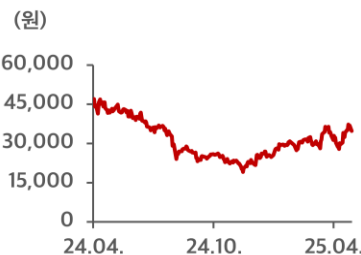
목표주가: 54,700 원  
상승여력: 57.86%

Bull Case

목표주가: 70,600 원  
상승여력: 103.75%

### 12M 추가추이

시가총액 7,433 억 원



### Key Metrics (4Q24)

자산 총계	2,970 억 원
부채 총계	501 억 원
자본 총계	2,469 억 원
PER (TTM)	21.27x
EPS (26E)	3,978 원
ROE (TTM)	13.07%

### 주요 주주

정수홍	19.95%
삼성전자	8.00%
국민연금공단	12.35%

### SMIC 1 팀

- 팀장 50기 정성우
- 팀원 50기 김태형
- 51기 김연우
- 51기 원대환
- 51기 임승범

추정 연결손익계산서 (Base Case)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	57,925	226,171	279,098	385,996
YoY(%)	13.13%	24.95%	21.71%	17.09%	38.70%	28.50%	23.40%	38.30%
매출원가	72,785	89,654	103,673	116,520		145,620	178,927	231,202
매출총이익	26,058	33,853	46,648	59,493		80,550	100,171	154,794
GPM(%)	26.36%	27.41%	31.03%	33.80%		35.61%	35.89%	40.10%
판매비와관리비	13,447	17,840	21,608	30,015		37,369	36,781	38,947
영업이익	12,611	16,013	25,039	29,479	11,939	43,182	63,390	115,846
OPM(%)	12.76%	12.97%	16.66%	16.75%	20.61%	19.09%	22.71%	30.01%
기타손익	(654)	284	1,267	312		(385)	(385)	(385)
금융손익	55	289	1,111	4,328		1,840	2,341	3,152
지분법손익	(145)	(44)	326	378		220	220	220
세전순이익	11,868	16,541	27,743	34,496	13,028	44,856	65,565	118,833
법인세비용(수익)	369	(923)	1,888	4,183	1,057	4,246	6,206	11,248
당기순이익(손실)	11,499	17,464	25,855	30,314	11,971	40,611	59,359	107,585
지배지분 귀속	11,499	17,464	25,855	30,480	12,010	40,611	59,359	107,585
비지배지분 귀속	-	-	-	(166)	(39)	-	-	-
NPM(%)	11.63%	14.14%	17.20%	17.22%	20.67%	17.96%	21.27%	27.87%

# CONTENTS

---

1. 블랭크마스크 산업의 성장은 필연적 - 산업 분석	03
2. 에스앤에스텍 파헤치기 - 기업 분석	07
3. 지금 동사에 투자해야 하는 이유 - 투자포인트 1	09
4. 호형호제 중국 - 투자포인트 1	11
5. 동사를 밝혀줄 꿈의 신사업, EUV- 투자포인트 2	18
6. 매출 추정	23
7. Valuation - Historical PER Method	26
Appendix	31

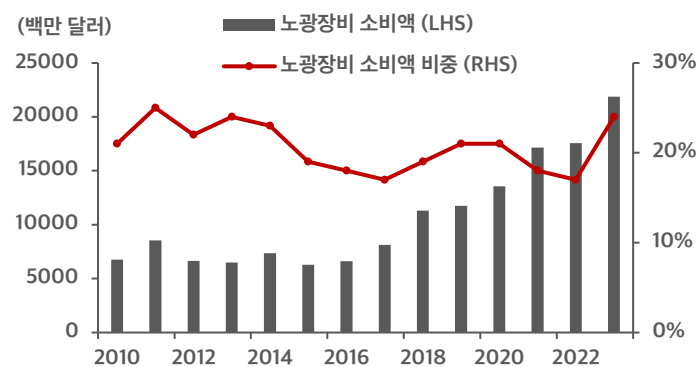
## 1. 블랭크마스크 산업의 성장은 필연적 - 산업 분석

AI 시대가 개화했고 시스템 반도체와 메모리 반도체는 '질적 변화'를 거듭하며 발전해왔다. 그 변화의 중심에는 '선단화'가 있었고 노광공정은 높은 기술적 장벽을 바탕으로 '선단화'의 Key Factor가 되어왔다. 노광공정의 필수품인 블랭크마스크에 대해 이해하고 반도체가 선단화 되고 복잡해질수록 성장할 수밖에 없는 블랭크마스크 산업속에서의 동사의 위치를 확인해보자.

### 1.1. AI가 불러온 구조적 변화의 Key: 노광공정

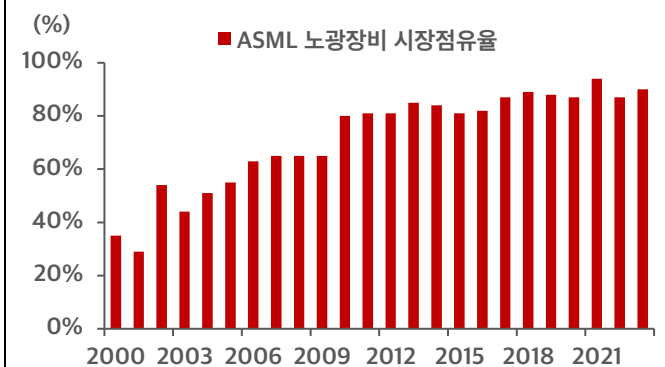
AI의 등장 이후 새로운 국면을 맞은 반도체	AI의 등장과 함께 반도체 산업은 새로운 국면을 맞이하였다. 과거 PC/스마트폰 수요가 반도체 수요의 중심이었다면, AI가 등장한 이후 AI의 학습과 추론이 반도체 수요의 새로운 핵심 축이 되었다. 이에 따라 반도체의 종류와 스펙 자체가 변화하였는데, CPU중심에서 GPU/NPU 중심으로 연산 패러다임이 바뀌었고, 초고속 연산과 대용량 메모리 대역폭이 가장 중요한 스펙이 되었다.
메모리: 처리 용량↑ 시스템 반도체: 속도↑	메모리 반도체는 대역폭을 늘려 처리할 수 있는 용량을 늘리는 것, 시스템 반도체는 더 빠르게 연산을 처리하는 것이 최우선 과제가 되었다. 이를 위해 선단화와 집적도를 높이는 것은 메모리 반도체, 시스템 반도체에게 필수적이었고 반도체 산업은 뚜렷한 방향성을 갖고 성장해왔다.
결국 가장 중요한 건 선단화	이러한 방향성에 맞게 반도체 산업은 각 공정별로 전방위적인 발전을 이룩해왔다. 전공정에서는 FinFET, GAA 구조로 이어지는 트랜지스터 구조의 변화와 선단화 된 노광, 식각, 증착을 위한 기술혁신이 이루어졌으며, 후공정에서는 다양한 패키징 기술혁신이 이루어졌다. 최근에는 전공정을 통해 선단화를 이룩하는 데 속도가 더더 짐에 따라 패키징 기술이 각광받았으나, 결국 AI 반도체의 성능 개선을 위해서는 전공정 단에서의 선단화가 가장 핵심적이다. 실제로 선단화를 위한 전공정 장비 시장규모는 후공정 장비 시장보다 5배 이상 크며, 파운드리 CAPEX의 70% 이상이 전공정에 집행되고 있을 정도로 전공정의 선단화는 반도체 산업의 구조적 성장에 있어 핵심이다.
반도체 선단화의 최전선에 있는 노광공정	노광공정은 이러한 반도체 선단화의 최전선에 있는 공정이다. 노광공정이란 반도체 회로 설계도 (포토마스크)에 빛을 쏘여 웨이퍼 위 감광막(PR)에 미세한 회로 패턴을 전사하는 공정이다. 이를 통해 빛을 받은 감광막이 반응하면 이후 현상, 식각을 통해 회로를 형성한다.
기술적 장벽이 높은 노광공정	즉, 노광공정은 회로 설계도를 바탕으로 웨이퍼에 패턴을 그리는 공정으로 가장 기술적 장벽이 높은 공정이다. 실제로 노광공정 장비가 선단화 됨에 따라 노광공정 장비 시장은 ASML이 10년 이상 독과점하고 있다. 노광공정은 사용하는 빛의 파장이 짧아짐에 따라 DUV에서 EUV로 발전했는데, DUV 노광장비의 경우 ASML이 과점함에도 Nikon과 Canon, SMI가 생산은 가능하지만 EUV 노광장비는 ASML이 5년 이상 독점 중일 정도로 그 기술장벽이 매우 높다.

도표 1-1. 전공정장비 내 노광장비 소비액 비중



출처: Gartner, SMIC 1팀

도표 1-2. ASML 노광장비 시장 점유율



출처: ASML, SMIC 1팀

## 1.2. 노광공정의 필수품: 블랭크마스크

블랭크 마스크란?

- 1) 반도체용
- 2) 디스플레이용 (FPD)

동사가 영위하는 사업인 블랭크마스크는 노광공정에서 쓰이는 포토마스크의 원재료이다. 블랭크 마스크에 회로를 전자빔으로 새겨 넣으면 포토마스크가 완성되고, 노광장비를 통해 포토마스크에 빛을 쬐어 회로 패턴을 전사한다. 이러한 블랭크마스크는 크게 반도체용 블랭크마스크, 디스플레이 패널 제조를 위한 FPD용 블랭크마스크로 구분된다. 반도체용 블랭크마스크는 짧은 파장의 빛을 활용해 나노미터 수준의 패턴을 정밀하게 구현하는 만큼 그 기술적 난이도가 FPD용 블랭크마스크에 비해 압도적으로 높으며, 반도체 세대에 따라 사용되는 블랭크마스크도 다양하다.

반도체 블랭크마스크 : DUV & EUV

반도체용 블랭크마스크는 노광공정이 248nm, 193nm 파장의 심자외선을 사용하는 DUV에서 13.5nm의 극자외선을 사용하는 EUV로 발전함에 따라 DUV용과 EUV용으로 다시 구분할 수 있다. DUV공정은 투과형 포토마스크를 사용하는 반면, EUV공정은 반사형 포토마스크를 사용하는 만큼 DUV용과 EUV용 블랭크마스크는 기본 구조가 다르다. 선단화된 공정인 EUV 공정에 사용되는 EUV 블랭크마스크의 기술적 난이도는 DUV보다도 높으며, 그 가격도 DUV용의 약 7배 수준이다. 이에, 대부분의 노광공정에는 DUV가 사용되고 있고 7nm 이하의 최첨단 반도체 제조에만 EUV가 혼용되어 사용되고 있다. 특히 시스템 반도체 위주로 EUV공정이 도입되고 있다.

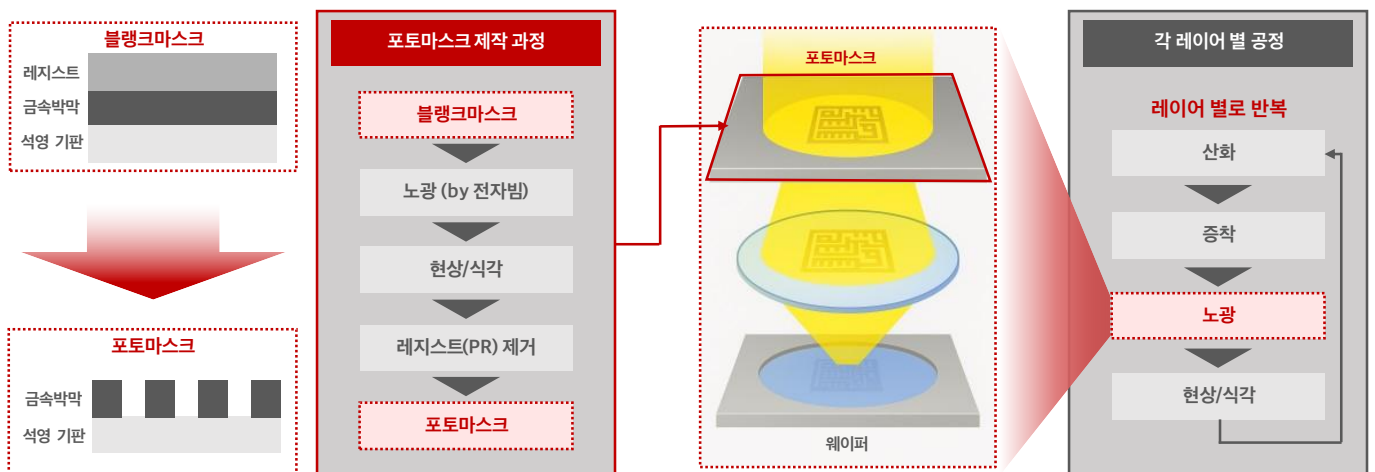
웨이퍼 위에 여러 층이 쌓이는 반도체 제조 공정

반도체 칩은 기본적으로 웨이퍼 위에 수십개의 레이어를 쌓고 가공하는 방식으로 만들어진다. 각 레이어 별로 산화→증착→노광→식각 과정을 반복하며 최하단의 트랜지스터를 형성하고, 트랜지스터들을 연결하는 배선공정을 통해 칩을 완성한다. 배선공정에서도 각 레이어별로 산화→증착→노광→식각 과정이 반복된다. 이에, 다이 하나를 만드는 과정에서 수십번의 노광공정이 반복되며, 각 노광공정당 그려야 하는 회로 패턴이 다르기에 서로 다른 포토마스크가 필요하다.

반도체의 선단화 → 블랭크마스크 수요 구조적 증가

블랭크마스크 1장은 포토마스크 1장과 대응되며, 노광이 1번 진행될 때마다 1장의 포토마스크가 필요하다. 즉, 노광공정 횟수의 증가는 블랭크마스크 수요의 증가와 직결된다. AI 등장 이후 반도체가 선단화되며, 레이어 수는 증가하였고 각 레이어별로 시행해야 하는 노광공정의 횟수도 증가하였다. 이는 반도체가 선단화됨에 따라 트랜지스터 구조와 그 배선 구조가 복잡해져 필요한 레이어가 많아졌고, 한 레이어에 올라가는 회로 패턴이 미세화 됨에 따라 노광과정을 반복하는 멀티패터닝이 빈번해졌기 때문이다. 실제로 TSMC의 경우 사용되는 포토마스크 수가 16nm 세대를 기준으로 10nm 세대는 1.31배, 7nm 세대는 1.45배까지 증가하였다.

도표 1-3. 포토마스크 제작 과정 & 전공정 내 노광공정 모식도



출처: SMIC 1팀

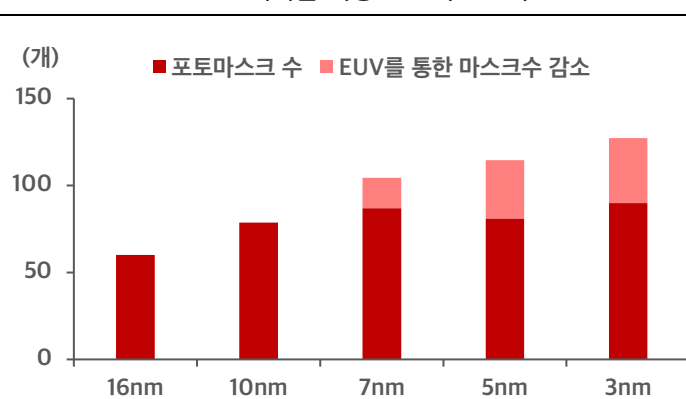
EUV를 통한 멀티패터닝 감소 노력	주목해야 할 점은 파운드리들이 EUV를 통해 노광공정 횟수를 줄이려는 노력을 진행중이라는 점이다. EUV는 기존 DUV가 멀티패터닝해야 그릴 수 있는 회로를 한 번에 그릴 수 있다는 점에서 노광공정 횟수를 단축시킬 수 있다. TSMC에서 원래라면 5nm 세대에 1.91배 증가해야 하는 포토 마스크 수가 EUV를 도입함으로써 1.35배로 줄었다는 점이 이를 방증한다. 삼성전자 또한 7nm 공정에 EUV를 도입함으로써 마스크 수를 약 20% 절감하였다고 밝혔다.
필요한 마스크 수는 그래도 증가한다	하지만, EUV 장비는 대당 가격이 5000억에 달하며 EUV 블랭크마스크 또한 DUV에 비해 10배 이상 비싼 만큼 EUV 도입은 선단화 된 반도체 공정에만 선별적으로 쓰일 수밖에 없다. 또한 3nm 세대부터는 EUV 멀티패터닝 도입이 논의되고 있으며, 실제로 TSMC의 경우 3nm 세대부터 사용되는 포토마스크 수가 90개수준으로 다시 증가하고 있다. 즉, EUV가 도입되고 있음에도 반도체가 더욱 선단화 되며 노광공정에 필요한 전체 마스크 수는 줄지 않고 있다.
EUV 도입은 고부가가치 산업의 개화	뿐만 아니라 파운드리들의 EUV의 도입은 EUV 블랭크마스크라는 ASP가 10배 이상 높은 고부가가치 산업의 개화를 의미하기도 한다. 동사는 EUV 블랭크마스크 개발 완료 후 검사 단계에 있으며, 양산 준비까지 마친 만큼 EUV 블랭크마스크 산업의 개화는 동사의 미래 성장 동력이 될 것이다. 정리하자면, '선단화'라는 뚜렷한 방향성을 갖고 발전하는 반도체 산업속에서 블랭크 마스크의 수요는 구조적으로 성장하고 있으며, EUV의 도입이 본격화됨에 따라 EUV 블랭크마스크라는 고부가가치 산업 또한 개화하고 있다.
증가하는 선단 공정 파운드리 CAPA	전세계의 파운드리 CAPA는 5nm 이하의 선단화된 생산라인을 중심으로 성장하고 있다. 실제로 22년부터 전체 파운드리 CAPA는 CAGR 9%로 상승한 것에 비해 5nm 이하의 선단화된 생산라인은 CAGR 41% 수준으로 더욱 가파르게 성장중이다. 이는 반도체의 '선단화'라는 방향성을 방증하며, 이 같은 방향성이 유지됨에 따라 블랭크마스크 산업은 더욱 가파르게 성장중이다.

### 1.3. 블랭크마스크 밸류체인 & 시장 분석

**블랭크마스크 밸류체인 : 반도체용** 반도체용 블랭크마스크의 엔드유저는 메모리 반도체 생산업체와 파운드리이다. 엔드 유저들은 직접 블랭크마스크를 구입하거나 포토마스크 하우스를 통해 간접적으로 조달할 수 있다. 대부분의 파운드리업체는 품질이 중요한 선단화 공정에 쓰이는 블랭크마스크를 직접 구매하지만, 범용 블랭크마스크의 경우 포토마스크 하우스를 통해 조달하기도 한다.

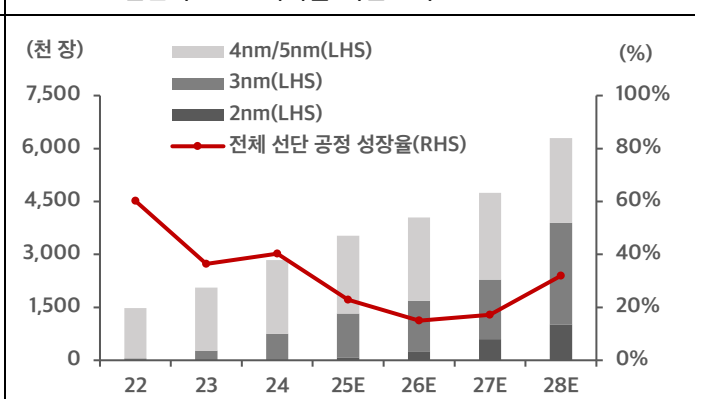
**반도체용 블랭크마스크 주요 고객사** 동사의 반도체용 블랭크마스크 주요 고객사는 SMIC, 삼성전자, TSMC이다. 특히 동사는 SMIC향 매출비중이 반도체용 블랭크마스크 매출 내에서 가장 높으며 경쟁사들 대비 중국향 수출도가 가장 높다. 동사의 경쟁사인 HOYA와 AGC의 경우 TSMC, 삼성전자향 매출 비중이 더 높다.

도표 1-4. TSMC 노드 세대별 사용 포토마스크 수



출처: TSMC, SMIC 1팀

도표 1-5. 선단화 노드 세대별 파운드리 CAPA



출처: Gartner, SMIC 1팀

동사가 과점하는 중국 반도체용 블랭크마스크 시장은 전세계의 반도체용 블랭크마스크 시장은 동사를 포함하여 일본의 HOYA, AGC, ShinEtsu가 과점하고 있으며, EUV블랭크마스크 시장의 경우 HOYA가 70%이상 과점하고 있다. **주목해야할 점은 동사는 중국 시장 내에서 반도체용 블랭크마스크 점유율 1위라는 점이다.** 중국 시장 내 반도체용 블랭크마스크 점유율 40%를 차지하는 동사는 최근 경쟁사인 HOYA가 EUV 블랭크마스크와 TSMC향 공급에 집중함에 따라 중국 내에서의 블랭크마스크 점유율을 더욱 늘리고 있다.

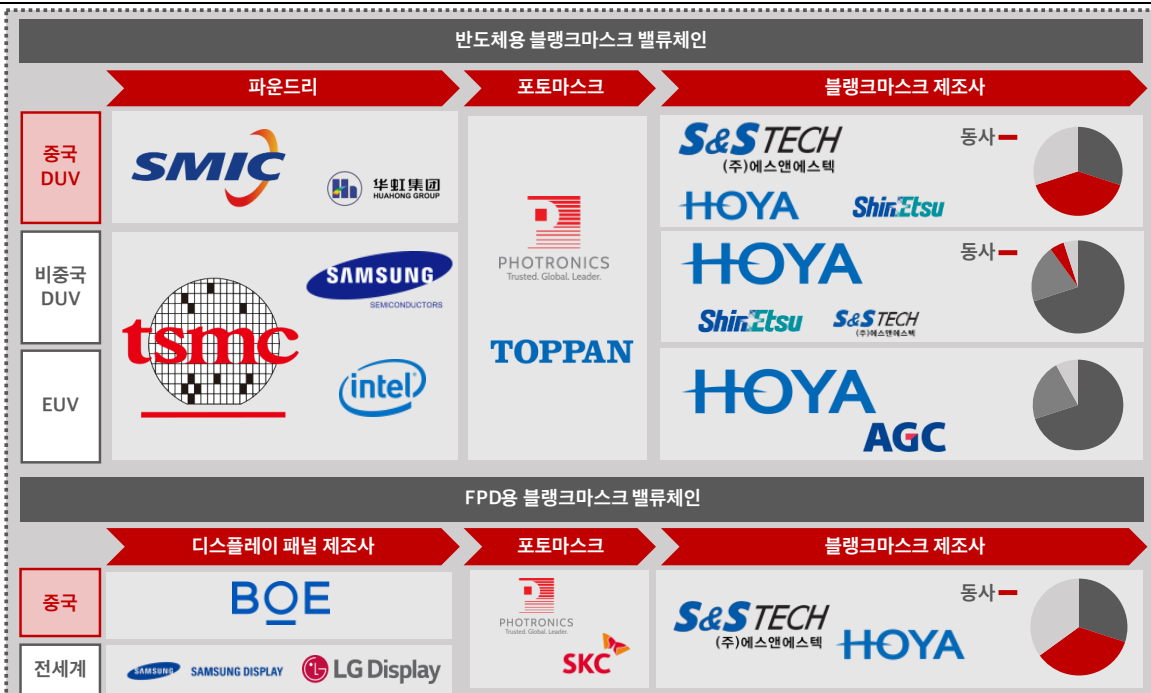
중국 : DUV 밖에 못쓴다 중국 시장에 주목해야 하는 이유는 중국은 현재 DUV 블랭크마스크 공급부족에 시달리고 있기 때문이다. 미국의 규제로 중국으로의 EUV장비 수출이 금지됨에 따라 중국은 DUV장비만을 활용하여 반도체의 선단화를 진행하였다. 이에 중국의 파운드리들은 멀티패터닝 기법을 극대화할 수밖에 없었으며, 공정 내 노광횟수가 TSMC나 삼성전자에 비해 압도적으로 많다.

중국 내 블랭크마스크 시장 : P와 Q의 동시 성장 또한 최근 중국 내 AI CAPEX 투자가 더욱 가속화되는 만큼 중국 내 최대 파운드리인 SMIC의 CAPA가 급증하며, 새로운 팹리스가 생겨나고 있다. SMIC는 24년에만 전체 CAPA를 17% 증설하였으며 중국의 팹리스 수는 10개년 동안 CAGR 17%로 성장했다. 이는 새로운 공정 라인과 새로운 회로 설계 수가 증가함을 의미하며, 중국 내 블랭크마스크 수요를 촉발한다. Q의 증가뿐 아니라 중국의 반도체 공정이 선단화 됨에 따라 높은 ASP의 블랭크마스크 수요가 증가하고 있다.

블랭크마스크 밸류체인 : FPD (디스플레이용) FPD 블랭크마스크의 엔드유저는 디스플레이 패널 제조업체들이다. 반도체용과 마찬가지로 엔드유저들은 직접 블랭크마스크를 구입하거나 포토마스크 하우스를 통해 간접적으로 조달할 수 있다. OLED 패널은 대부분 자체 조달하지만, LCD를 비롯한 범용 마스크의 경우 대부분 외주 제작한다. OLED 패널이 많아짐에 따라 디스플레이 패널 업체들의 자체 조달 비중이 확대되고 있다.

FPD 블랭크마스크 시장의 견조한 성장 FPD용 블랭크마스크는 동사가 시장 점유율 35%로 전세계 시장 점유율 1위이다. 디스플레이의 대형화, 중국의 이구환신 정책, 전기차의 전장용 디스플레이의 수요 증가로 하락세였던 디스플레이 산업에 새로운 바람이 불고 있다. 삼성디스플레이 패널 출하량은 24년 성장세로 돌아섰으며, 스마트폰과 TV의 세트별 출하량도 성장세로 돌아섰다. Q 증가와 함께 디스플레이의 대형화, OLED의 비중 증가로 FPD용 블랭크마스크 시장의 P도 견조하게 성장할 것이다.

도표 1-6. 블랭크마스크 밸류체인



출처: SMIC 1팀

## 2. 에스앤에스텍 파헤치기 - 기업 분석

### 2.1. 자랑스러운 K-블랭크마스크 국가대표

**동사는 Pure 블랭크마스크 제작업체** 동사는 Pure 블랭크마스크 제작업체로 24년 매출액의 94%가 블랭크마스크 사업부에서 발생하고 있다. 블랭크마스크 사업부는 크게 반도체용과 FPD용으로 나뉘며, 반도체용 블랭크마스크의 경우 아직 DUV 블랭크마스크만을 양산중이다. 동사는 올해 말 EUV 블랭크마스크 양산을 위한 용인공장 완공이 예정되어 있으며, 현재 EUV 블랭크마스크 개발 완료 후 삼성전자와의 퀄테스트를 앞두고 있는 만큼 동사의 EUV 블랭크마스크 매출은 26년부터 발생할 것으로 추정된다.

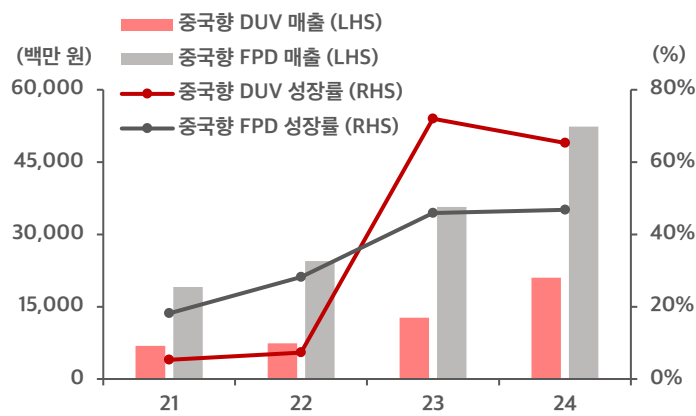
**동사의 Upside는 반도체용 블랭크마스크** 블랭크마스크 사업부 내에서 반도체용의 비중이 32%, FPD용의 비중이 68%로 FPD용 블랭크마스크 부문이 더욱 크지만, 미래 성장 동력이 반도체용 블랭크마스크에 있는 만큼 시장은 동사를 반도체 블랭크마스크 기업으로 바라보고 있다. 실제로 반도체용 블랭크마스크 성장률은 24년 YOY 25%로 FPD용이 24년 YOY 12.7% 성장한 것과 비교해 그 기울기가 가파르다. 26년부터 EUV 블랭크마스크 매출 또한 발생하는 만큼 동사의 반도체용 블랭크마스크에 주목해야한다.

**동사는 중국향 DUV 블랭크마스크 기업** 동사의 반도체용 블랭크마스크 매출에서는 중국이 핵심이다. 동사의 반도체용 블랭크마스크 성장은 중국이 이끌고 있으며, 동사의 반도체용 블랭크마스크 사업부의 가장 큰 고객사는 중국의 1위 파운드리인 SMIC이다. 실제로 동사의 SMIC향 매출은 23년 YOY 50%, 24년 YOY 64%로 성장하며 동사의 반도체용 블랭크마스크 사업부의 매출 성장을 견인하고 있다.

**FPD용 블랭크마스크도 중국을 봐야 해** 동사의 FPD용 블랭크마스크 사업부 또한 견조하게 성장 중이며, 중국이 그 성장을 이끌고 있다. FPD용 블랭크마스크 사업부 내 중국의 매출 비중은 45% 수준까지 올라왔으며, 그 성장률이 23년 YOY 46%, 24년 YOY 47%로 빠르게 성장 중이다. 중국의 디스플레이사들이 빠르게 CAPA 증설을 단행하는 만큼 동사의 FPD용 블랭크마스크 사업부는 견조한 성장을 유지할 것이다. 특히 핵심 고객사인 BOE는 OLED 생산라인 증설에 주력함으로써 동사의 마진 개선에 기여하고 있다.

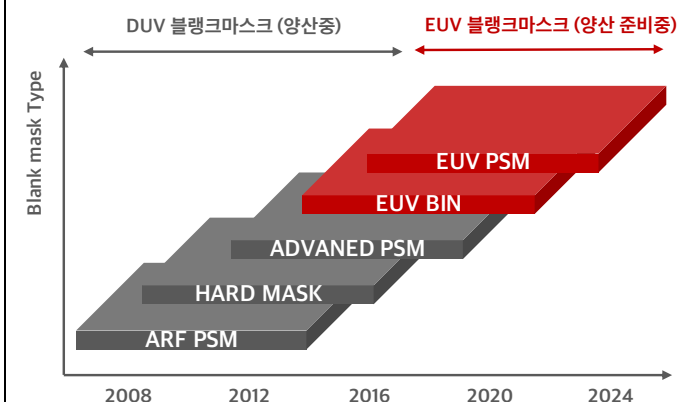
**선단화된 DUV공정까지 커버 가능한 동사의 블랭크마스크** 동사는 국내 최초 블랭크마스크 제조 기업으로 BIN 블랭크마스크부터 최첨단 PSM 블랭크마스크까지, 현재 EUV 블랭크마스크를 제외한 거의 모든 블랭크마스크 제작이 가능하다. DUV 공정도 반도체가 선단화 됨에 따라 함께 발전하고 있는데, 이에 블랭크마스크도 그 성능을 개선하며 기술적 장벽이 높아지고 있다. 최첨단 블랭크마스크까지 제조 가능한 동사의 제품군은 동사의 경쟁력이며, SMIC를 비롯한 파운드리들의 선단화된 DUV 공정에 동사의 제품은 사용되고 있다.

도표 2-1. 중국향 블랭크마스크 매출, 성장률 (중국)



출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-2. 동사 반도체용 블랭크마스크 개발 현황



출처: 동사, SMIC 1팀

동사의 OPM, GPM 모두 성장중  
 동사의 GPM과 OPM은 23년부터 꾸준히 개선되고 있으며, 1Q25에 OPM 20%를 찍으며 24년 OPM 16%에 비해 눈에 띄는 성장을 보여주었다. 이 같은 성장은 1) DUV공정이 선단화 됨에 따라 ASP가 높은 DUV 블랭크마스크의 비중이 늘었고, 2) 블랭크마스크의 수요 증가와 중국의 DUV 블랭크마스크 공급부족으로 인해 동사가 공격적으로 판가 인상을 했기 때문이다.

동사는 판가 인상 통해 마진 개선 중  
 특히 1Q25의 급격한 마진 성장은 25년에 들어 중국향 DUV 블랭크마스크 판가를 약 30% 수준까지 인상했기 때문이다. 이 같은 판가 인상은 동사의 협상력을 보여주며, 26년부터는 DUV에 비해 약 7배 비싼 EUV 블랭크마스크 매출이 발생하는 바 동사의 마진은 더욱 개선될 것이다.

## 2.2. 재무 분석 및 주요 주주 매매 현황

건강한 동사의 재무 건전성  
 동사는 21년 이후로 장기차입금이 없으며, 단기차입금 또한 24년기준 150억 수준으로 무차입 경영을 추구한다. 부채비율 또한 20% 수준으로 동사의 peer 대비해서도 매우 양호한 수준이다. 최근 현금흐름도 매우 양호한데, 공격적인 CAPEX 집행으로 22년까지 음수였던 FCF가 23년 42억 24년 160억 수준으로 동사는 이익의 성장과 함께 견조한 현금흐름을 보이고 있다.

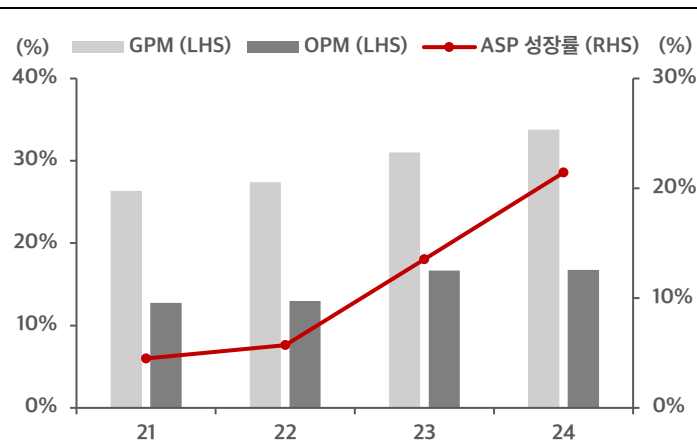
동사의 미래는 EUV에 : 영업 레버리지 효과가 본격화될 26년  
 주목해야할 점은 동사가 21년부터 EUV 블랭크마스크 양산을 위해 용인 공장에 공격적인 CAPEX 집행을 해왔다는 점이다. 이러한 투자의 결실이 26년부터 본격적으로 매출로 나타나는 만큼 EUV 블랭크마스크 시장으로의 진출은 동사의 영업 레버리지 효과를 극대화시킬 것이다.

동사 CAPA 넉넉하다  
 동사의 공장가동률은 82% 수준으로 전방에서의 수요를 받아내며 Q 상승의 여력이 충분히 남아 있다. 이는 동사의 공장 가동 가능 시간 대비 실제 가동 시간을 기준으로 산출된 가동률이다. 동사 IR과 소통 결과 실제 생산 가능 능력은 더욱 여유가 있는 상황이며, 26년까지 예상되는 중국의 물량 증가를 충분히 받아낼 수 있는 CAPA를 보유하고 있다.

넉넉한 현금 : 언제든지 증설 가능  
 동사는 원한다면 언제든지 증설이 가능하다. 24년 기준 동사는 약 750억원의 현금을 보유 중이다. 실제로 EUV 블랭크마스크 양산을 위해 용인공장에 약 200억원을 투자한 것으로 미루어 보아 이 같은 현금 수준은 동사가 언제든지 증설을 할 수 있음을 의미한다.

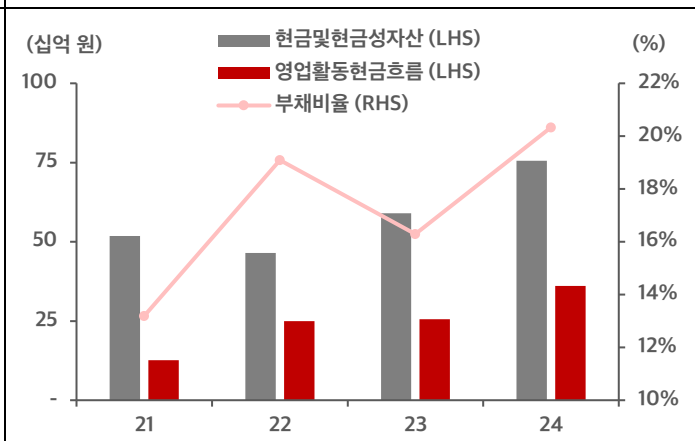
최대주주의 장내매수 + 아들에게 증여 : 저평가 시그널  
 동사의 최대주주인 정수홍 회장은 24년 11월 만주를 장내 매수하였고, 24년 12월 31일 아들인 정성훈에게 10만주를 증여하였다. 정성훈 또한 24년 11월에 만주를 장내매수 하는 등 내부적으로 주가가 저평가 되어 있다는 시그널을 보내왔다. 실제로 24년 말부터 지금까지 주가가 약 40% 상승하며 시장도 동사가 저평가 되어있다 판단하였고, 동사의 주가는 상승국면에 있다.

도표 2-3. OPM, GPM, 중국향 ASP (반도체용)



출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-4. 동사 부채비율, 현금 및 현금흐름

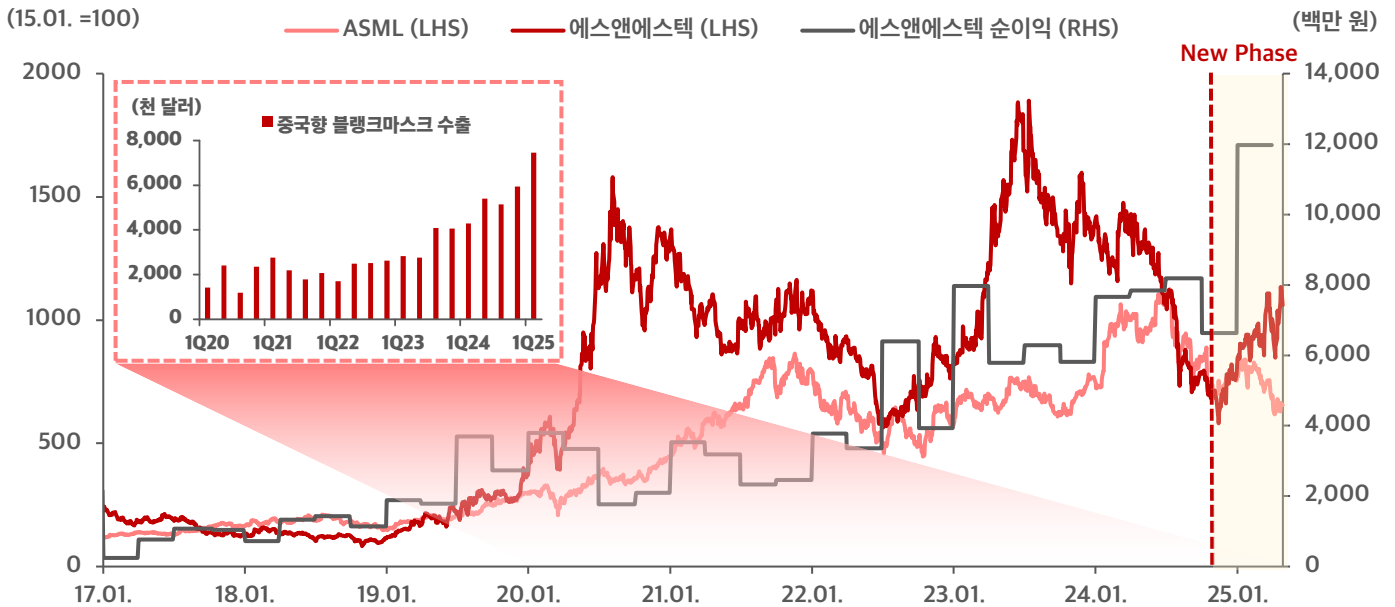


출처: DART, SMIC 1팀

### 3. 지금 동사에게 투자해야 하는 이유 - 투자 IDEA (with 주가 분석)

#### 3.1. 동사를 바라보는 시장의 시선이 변하고 있다

도표 3-1. 동사 주가, 순이익 / ASML 주가



출처: KRX, DART, 언론종합, SMIC 1팀

<p>동사의 주가 driver : EUV 기대감</p>	<p>동사의 주가는 EUV 블랭크마스크 기대감과 실적을 따라 움직여왔다. 동사가 EUV 블랭크마스크 개발을 본격화한 20년부터 시장은 동사를 EUV 블랭크마스크 기업으로 바라보기 시작하였다. 이에 유일한 EUV 노광 장비사인 ASML의 주가와 동사의 주가는 동행하는 모습을 보여왔으며, 오히려 동사의 주가는 EUV 업황에 ASML 주가보다도 더욱 민감하게 반응하는 모습을 보여왔다.</p>
<p>초 호황기를 맞았던 2020년 (+ 240%)</p>	<p>20년은 블랭크마스크 국산화 기대감과 EUV 블랭크마스크 기대감이 맞물려 동사의 주가가 1년 만에 240% 상승한 초 호황기였다. 20년은 국내 반도체 업체로의 ASML의 EUV 노광장비 도입이 본격화된 원년이었으며, 국내 유일 블랭크마스크 제작 업체인 동사를 통한 블랭크마스크 국산화 기대감이 불어온 원년이었다. 이에 호응하듯 20년 6월 동사는 EUV 블랭크마스크 기술 개발과 양산을 위한 설비투자를 공시하였고, 이후 20년 7월 3자 배정 유상증자를 통해 삼성전자의 지분투자를 받으며 그 기대감을 더욱 증폭시켰다.</p>
<p>시장의 실망 but. 눈에 띄는 중국향 매출의 증가</p>	<p>하지만 삼성전자의 블랭크마스크 국산화는 기대처럼 본격화되지 않았고, EUV 양산 계획이 계속 미뤄지면서 동사의 주가는 50%이상 하락하였다. 그럼에도 22년부터 동사의 중국향 매출이 급격한 성장세를 보이며 동사의 실적을 견인하였고, 동사의 주가는 반등을 도모할 수 있었다.</p>
<p>다시한번 EUV 기대감 2023년 (+ 90%)  그리고 실망</p>	<p>23년 5월, 동사는 자기주식 처분을 통해 EUV용 공장인 용인공장 시설 자금 재원을 확보하는 등 동사를 향한 EUV 블랭크마스크 기대감이 다시 본격화되었다. 이에, 23년 주가는 약 90% 상승하며 시장의 기대에 부흥하였다. 하지만, 24년 EUV 블랭크마스크 양산을 기대한 시장의 예상과 달리 EUV 블랭크마스크 양산 계획이 미뤄지자 시장은 어김없이 실망했고, 고점 대비 약 64%의 주가 하락이 나타났다.</p>

시장은 동사의 중국향 매출에 주목하기 시작

동사의 폭발적인 중국향 매출 성장과 함께 시장이 동사를 바라보는 시선이 바뀌기 시작했다. 24년 동사의 중국향 반도체용 블랭크마스크 매출은 YOY 65%, FPD용 블랭크마스크 매출은 YOY 46%의 폭발적인 성장을 이뤘다. 이에 시장은 동사의 중국향 블랭크마스크 매출에 주목하기 시작했다. 22년부터 꾸준히 성장해온 동사의 중국향 매출은 이전에도 동사 주가의 바닥을 높이는 역할을 하였으나, 과거 동사 주가의 Key는 EUV 블랭크마스크 기대감이었다. 하지만, 24년과 25년 1분기 폭발적인 동사의 중국향 매출을 확인한 시장은 동사의 중국향 매출에 주목하고 있다.

동사의 주가는 턴어라운드 완료

이제 동사는 더 이상 EUV 기대감만으로 움직이지 않는다. 25년은 중국향 매출이 폭발적으로 성장하는 원년이며, 26년부터 EUV향 매출이 숫자로 찍힐 예정이다. 폭발적인 중국향 블랭크마스크 매출과 함께 가시화된 EUV 블랭크마스크 매출은 동사 이익의 질과 수준을 다른 레벨로 올려놓을 것이다. 이미 시장은 이에 반응하며 동사의 주가는 24년말 저점을 찍고 상승국면에 돌입하였다. 모든 주가 driver가 맞물린 지금 본 서는 동사를 매수할 것을 강력하게 주장한다.

모든 주가 driver가 맞물렸다

### 3.2. 중국향 매출 성장 + EUV 블랭크마스크 모멘텀 - 모든 주가 driver가 맞물렸다

시장이 동사의 중국향 매출 성장에 주목하기 시작하였다. 미국의 규제와 중국 반도체 산업의 성장이 맞물리는 지금, 동사로의 수혜가 집중된다. 이후 26년부터 이어지는 EUV 블랭크마스크 시장으로의 진입은 중국향 블랭크마스크로 가파른 성장을 이루는 동사에게 불을 짚일 것이다.

도표 3-2. 동사의 성장 모멘텀



출처: SMIC 1팀

25년을 책임질 DUV 중국향 매출 : 투자포인트 1

중국 반도체 산업의 모든 변화는 동사의 수혜로 귀결된다. 정부주도로 성장해온 중국의 반도체 산업은 그 어느때보다 가파르게 성장중이다. 딥시크의 등장은 이를 방증하며, SMIC의 주가는 Peer 대비 아웃퍼폼하고 있다. 투자포인트1을 통해 가파른 성장을 이룩하는 중국 반도체 산업속에서 동사가 어떻게 P와 Q를 동시에 성장시키며, 수혜를 온전히 향유할 수 있는 지 알아보자.

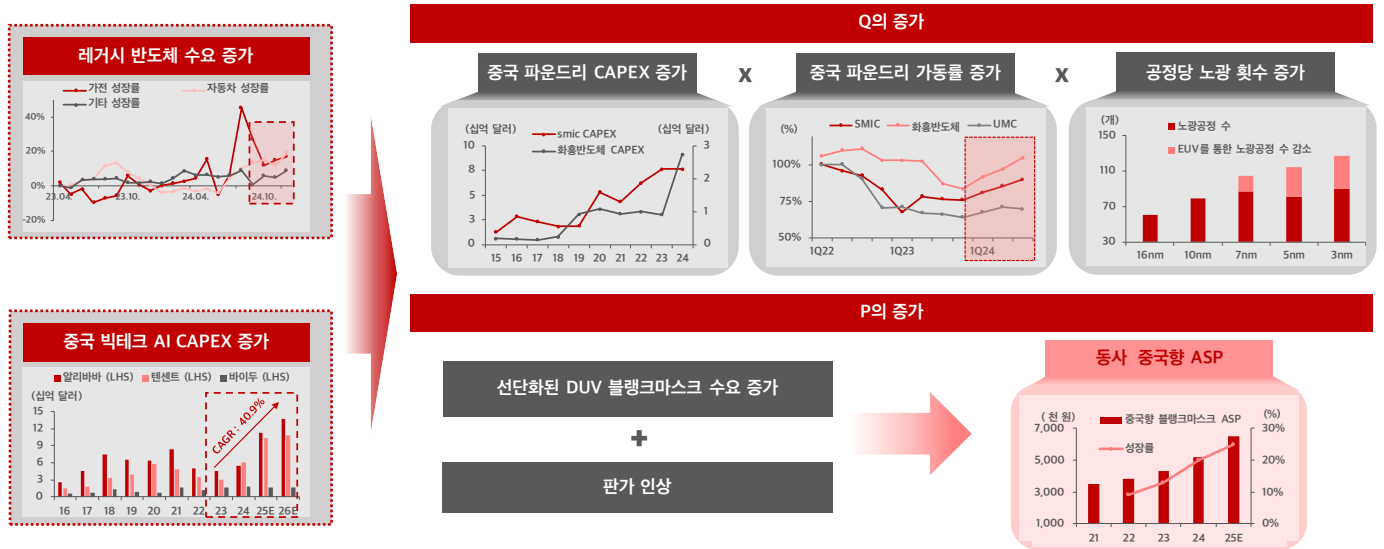
EUV 블랭크마스크 기업으로 : 투자포인트 2

26년은 동사가 EUV 블랭크마스크 기업으로 거듭나는 원년이다. EUV 시장은 DUV 시장과는 질적으로 다른 시장이다. 고부가가치 산업으로 진출하며 동사의 이익은 폭발적으로 성장하며 그동안 시장이 동사에게 꿈꿔왔던 모든 것을 숫자로 보여줄 것이다. 투자포인트 2를 통해 구조적으로 성장하는 EUV 블랭크마스크 산업 속에서 동사의 upside를 확인하며, 26년은 진짜로 동사가 EUV 블랭크마스크 기업으로 거듭나는 원년임을 확인해보자.

## 4. 호형호제 중국 - 투자포인트 1

시장이 동사의 중국 향 매출 성장에 주목함에 따라 동사의 중국 향 블랭크마스크 실적은 key 주가 driver가 되었다. 4.1.과 4.2.를 통해 중국 향 반도체용 블랭크마스크 P와 Q가 함께 성장함을 논증하며, 4.3.을 통해 동사의 FPD용 블랭크마스크 또한 견조한 성장을 유지할 것임을 알아보자.

도표 4-1. 반도체용 블랭크마스크 P, Q 성장 구조



출처: SMIC 1팀

### 4.1. 중국 반도체용 블랭크마스크 Q의 증가

#### 4.1.1 중국 파운드리 CAPA, CAPEX 증가

자립화 필수요건:  
파운드리 수 증가

글로벌 반도체 공급망 내에서 자국 수요의 자립화를 위한 필수요건은 파운드리 설립이다. 자국 파운드리 확보를 위해 정부는 반도체 굴기 펀드의 67%에 해당하는 금액을 파운드리에 투입했으며, 27년까지 건설될 35개의 신규 팹 중 16개가 중국으로 지속적인 CAPA 증가가 예상된다.

팹리스 수 증가  
→ 파운드리 증설

파운드리 CAPA는 곧 동사의 블랭크마스크 수요로 직결되며 폭발적인 팹리스의 주문에 파운드리 생산 능력 증설에 나서고 있다. 중국정부의 지원 속 팹리스 기업 수는 16년 632개에서 23년 3,451개로 CAGR 18.5%로 꾸준히 증가하였다. 매년 새롭게 생기는 고객사들의 주문은 갈수록 쌓이며 갈수록 복잡해지는 공정 설계도를 구현하기 위해 파운드리들은 지속적인 CAPEX투자가 필수적으로 요구된다.

파운드리사들의  
공격적인 CAPEX

정부 지원 하에 공격적인 CAPEX 지출을 통해 경쟁력을 확보한 중국의 파운드리사들은 앞으로도 그 기초를 유지한다. 1, 2위 기업인 SMIC와 화흥반도체의 CAPEX는 19년부터 24년까지 CAGR 28.6%, 16.5%로 꾸준히 증가했다. 정부 지원 아래 SMIC는 지난해 설비 투자에만 매출액의 95%에 해당하는 10조 8800억원을 지출하였으며 금년 역시 전년도 수준의 CAPEX 수준을 유지할 것이라 밝혔다.

미중 제재가 심화  
노광 장비에 집중

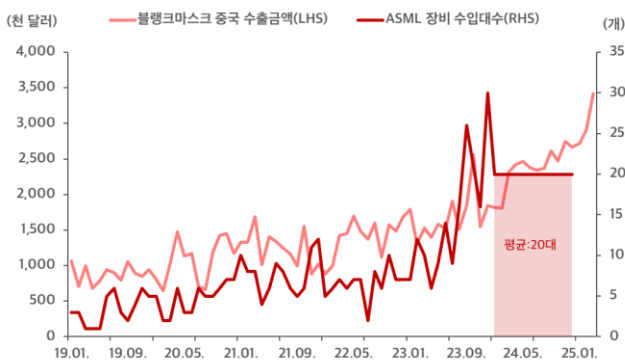
특히나 선단화에 뒤쳐지지 않기 위한 파운드리사들의 노광장비 집중 투자가 지속되고 있다. 파운드리 경쟁력은 곧 선단화 공정 CAPA 확보이다. 19년부터 본격화된 미국의 對중국 반도체 수출 규제로 중국 반도체 기업들은 선단화 필수장비인 노광장비 확보를 통한 생산능력 확대에 집중했다.

선단화 의지를 나타내는 파운드리	노광공정장비의 수입 내 비중은 중국 파운드리사들의 선단화의 의지를 드러낸다. 23년 공정별 장비 수입 중 노광장비 비중은 25.9%로 반도체 공정 장비 중 가장 많은 금액이 투입되었다. 23년 말 미국의 대중국 향 7nm 이하 선단 공정에 대한 장비 수출 허가제 시행이 예고되자 중국 반도체 기업들은 선제적으로 대규모 장비 확보에 나섰다. 22년 78대 대비 23년 2.25배에 달하는 176대를 수입했다.
노광장비 수입과 양산 사이에는 시차가 존재	수입한 노광장비의 생산라인 도입에 따른 생산능력 증가 반영까지는 일정 시간이 걸린다. 노광장비의 경우 반입 후 생산라인 내 배치까지 최소 3개월이 걸리며 공정 통합 테스트와 수율 안정화를 통해 생산능력 증가가 인식되는 양산시기까지 대략 6개월이 걸린다.
CAPA 증설 분 반영 시작	23년부터 가속화된 노광장비 수입에 따른 CAPA 증설 분이 반영되기 시작했다. SMIC 월간 웨이퍼 생산능력은 23년 한 해 동안 9만 장 증가한 데 이어, 24년에는 14만 장이 늘어나며 전년 대비 1.56배 확대된 CAPA 증설이 이뤄짐을 확인해 본격적인 수혜 효과가 가시화되기 시작했음을 알 수 있다.
25년에도 확대될 생산 능력	작년은 더욱 규모가 큰 중국의 ASML 노광장비수입이 이어졌으며 이들의 생산라인 내 배치가 본격적으로 이뤄지기 시작했다. ASML의 24년 중국향 매출은 전년 대비 약 40% 증가했다. 미국의 對중국 제재로 인해 EUV를 제외한 동일한 DUV장비밖에 수입을 못하기에 중국향 매출액의 증가는 곧 장비 수입 대수의 증가를 의미하며 약 274대의 장비를 수입한 것으로 파악된다.
25년 예상 생산능력 증가 : 14만장↑	이에 25년도의 역시 선제적으로 수입한 장비의 생산능력이 본격적으로 실현될 것이며 적어도 24년도 파운드리 생산능력 증가분인 약 14만장의 월간 웨이퍼 생산능력을 확보할 것으로 보인다. ASML은 이번년도 2월 사업보고서를 통해 중국향 노광장비 수요가 지속적으로 공급 능력을 상회하고 있다고 밝혔다. 이에 올해도 전년과 비슷한 수준의 장비 수입이 예상되는 바 지속적인 CAPA 상승이 예상된다.

#### 4.1.2 중국 전방에서의 수요로 인한 파운드리 가동률의 증가

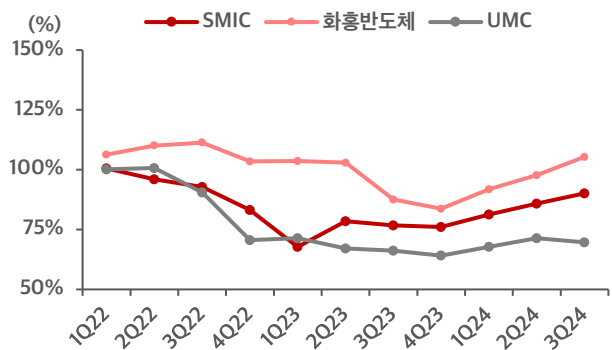
경기부양정책에 따른 생산라인 본격 가동	선제적인 CAPA 증설에 의해 준비된 생산라인은 경기부양과 함께 본격 가동되며 동사의 블랭크 마스크 수요를 가속화하였다. 작년 3월 중국 정부는 이구환신 정책을 시행했다. 해당 정책은 노후화된 자동차, 가전, IT기기 등 주요 소비재에 보조금을 지원하여 교체소비를 촉진하였다.
레거시 반도체 수요 ↑	가전 IT기기의 교체수요 증가는 곧 레거시 반도체의 수요 증가로 직결되었다. 4Q24 SMIC의 소비가전향 매출은 1Q24 대비 64% 증가했으며 이에 주요 파운드리사의 가동률은 SMIC의 경우 80%에서 90%로 화홍반도체의 경우 91%에서 103%로 상승했다. 생산능력을 갖추고 난 뒤 이어진 가동률 증가는 그대로 포토마스크의 수요로 이어졌다.

도표 4-2. ASML 수입 대수&동사 블랭크마스크 수출금액



출처: 통계청, 중국 세관청, SMIC 1팀

도표 4-3. 중국&대만 파운드리 가동률 추이



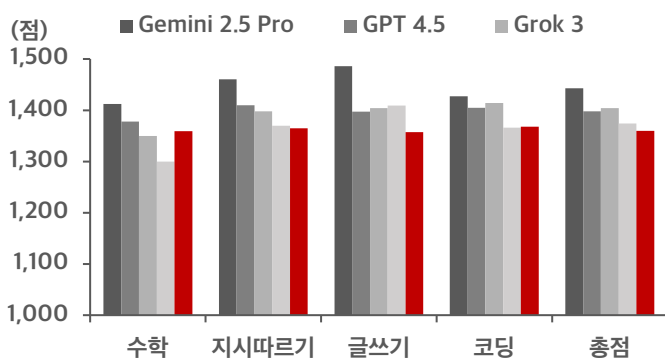
출처: SMIC, 화홍반도체, UMC 사업보고서, SMIC 1팀

<p>꾸준히 유지될 레거시 반도체 공정</p>	<p>파운드리사의 레거시 반도체 공정 가동률은 꾸준히 유지될 것으로 보인다. 중국 정부는 해당 정책을 연장하겠다고 밝혔으며, 기존 8대 보조금 지원 품목에 4개의 신규 항목을 추가하는 등 보조금 범위를 확대했다. 중국가전협회는 전체 기업의 68%가 상반기 매출 성장을 유지할 것으로 전망했다. 올해도 여전한 소비동향 속 동사의 1분기 반도체용 블랭크마스크 수출액은 작년 동기 대비 74% 상승했으며 강화된 정책 하 레거시 반도체 수요는 견조할 것이다.</p>
<p>선단화 공정에 불을 지핀 딥시크의 등장</p>	<p>딥시크의 등장은 파운드리사의 선단화 공정 가동률 확대에 불을 지폈다. 딥시크-R1은 초거대언어 모델(LLM)로 open-AI의 o1모델과 비슷한 성능을 구현함과 동시에 훈련 및 추론의 단위 비용은 90% 이상 절감했다. 이는 거대자본만이 LLM 모델을 만들 수 있다는 틀을 부숴냈다. 이에 중소형 스타트업부터 빅테크까지 전방위적인 LLM개발 증가에 따른 AI 칩에 대한 수요가 가속화되었다.</p>
<p>SMIC로 향하는 AI칩 수요</p>	<p>미중 제재로 인한 수입금지로 중국 내 유일한 선단공정 양산 가능 파운드리인 SMIC에게로 모든 AI칩의 수요가 향했다. Nvidia의 고성능 GPU H20의 수출금지로 인해 이와 비슷한 성능을 가진 화웨이의 Ascend 910C에 수요가 집중됐다. 폭발적인 수요에 대응하기 위해 화웨이는 전년대비 총 2배 증가한 물량인 910C, 910B 칩 10만개, 30만개로 늘렸다. 이에 더해 저번 달 발표한 920C칩은 하반기내 양산 예정이라 밝혀 최소 두배 이상의 선단화 공정 가동률 증가가 예상된다.</p>
<p>딥시크-R2의 등장으로 또 한번 웃을 중국</p>	<p>딥시크-R2로 생긴 자국 AI칩에 대한 믿음은 SMIC의 선단공정 라인의 가동률 증가로 나타날 것이다. 이번 달 딥시크-R2모델이 공개된다. 중국 내 기사에 따르면 이번 모델의 경우 R1 대비 2배의 파라미터를 통해 구현하였으며 단위 비용 97.3% 감소가 예상된다. 가장 큰 차이점은 훈련-추론에 이르는 전 과정이 엔비디아 gpu에 의존하지 않고 오로지 화웨이의 Ascend 910B만을 사용해 구현된 모델이라는 점이다. R1보다도 적은 비용으로 더 높은 성능을 보이는 모델을 확인한 기업들은 중국 내 화웨이 칩에 대한 확신을 가지게 될 것이며, 내년에는 화웨이 칩에 대한 수요가 올해보다 더 증가할 것이다. 이에 따라, 선단공정 라인의 가동률 또한 지속적으로 상승할 것이다.</p>

#### 4.1.3 선단화 공정으로 인한 구조적 증가

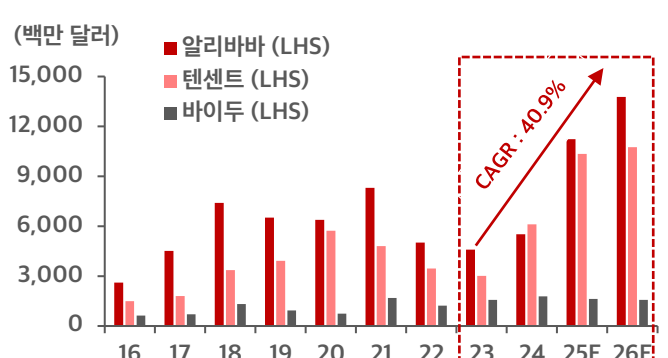
<p>중국만의 특별한 구조 적 성장</p>	<p>일반적인 선단화 과정은 특정 노드 구간 내 멀티패터닝과 공정 레이어 수가 줄어드는 구간으로 인해 포토마스크의 수요가 감소되는 구간이 생긴다. 미중 제재로 인해 중국은 EUV라는 장비를 도입할 수 없다. 이로 인해서 중국만의 특별한 선단화 공정 발전과정이 나왔다. 바로 중국 내 파운드리사의 선단화 과정 속에는 절대 레이어 수와 패터닝 수의 감소가 없다는 점이며 그대로 포토마스크의 증가로 이어진다는 점이다. 중국만의 특별한 구조적 증가에 대해 자세히 알아보자.</p>
-----------------------------	--

도표 4-4. 세계 고성능 ai 모델별 성능 스코어 비교



출처: Artificial Analysis, SMIC 1팀

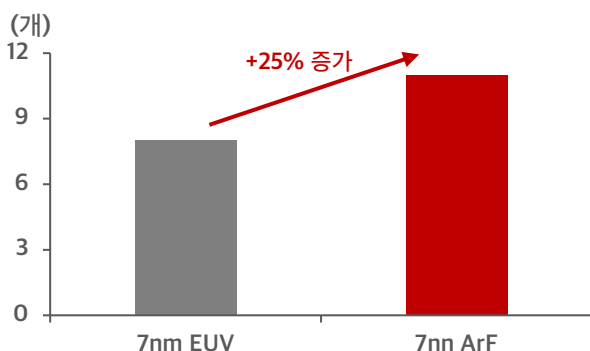
도표 4-5. 중국 빅테크 3사 AI CapEx 추이



출처: TrendForce, SMIC 1팀

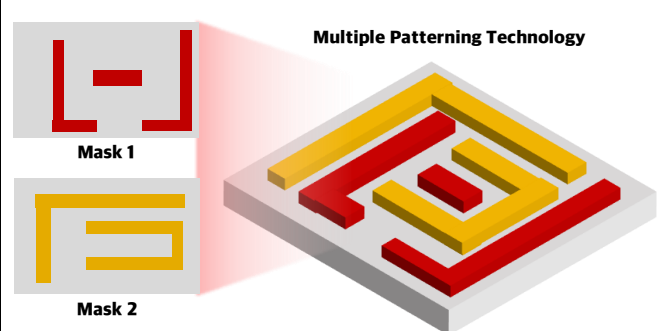
경쟁력은 선단노드 기술 확보	AI로 인해 필연적으로 증가할 선단화의 과정 속 경쟁력은 곧 선단 노드 기술 확보이다. AI 모델 구현에는 고집적·저전력 특성을 갖춘 AI 칩이 필수이며, 이는 선단화 된 공정에 의해 결정된다. TSMC의 3nm 공정은 5nm 대비 트랜지스터 밀도 1.6배 증가하며 전력 효율이 35% 향상되었다
선단화 방법 1)DUV 멀티패터닝 2)EUV 사용	선단화를 향한 과정은 크게 1) DUV를 통한 멀티패터닝과 2) EUV 장비의 사용으로 나뉜다. EUV 장비의 사용 시 공정 내 레이어 수를 줄일 수 있으며 이는 포토마스크 수의 감소를 의미한다. 실제 삼성전자의 7nm공정 내 EUV 공정 사용 포토마스크 수는 DUV 대비 20%정도 감소했다.
EUV단기간 개발 불가 :DUV멀티패터닝뿐	중국의 EUV 장비 개발 및 양산 라인 도입은 사실상 불가능하며 이로 인해 중국의 선단화 과정은 오로지 DUV 멀티패터닝뿐이다. 중국 반도체 공정 내 자립도 측면에서 노광장비는 가장 취약한 영역으로, 현재 DUV에 해당하는 레거시 공정과 EUV에 해당하는 선단공정 기준 자급률은 각각 10%, 0%대에 불과하다. EUV 전 세대 기술인DUV조차도 ASML의 독점 체제가 형성된 이후 15년이 지난 현재까지, 이를 대체할 수 있는 중국산 장비는 전무한 상황이다. EUV는 DUV 대비 한 차원 높은 기술로써 단기간 내 개발은 불가능하다.
멀티패터닝에 의존하는 DUV기반 선단화	DUV 기반의 선단 공정 구현은 멀티패터닝에 전적으로 의존한다. 멀티패터닝이란 하나의 포토마스크로 구현이 어려운 미세 패턴을 여러 차례의 노광과 식각 공정을 반복하여 형성하는 노광방식을 뜻한다. 이는 LELE(Lithography-Etching-Lithography-Etching)와 SAP(Self-Aligned Patterning)가 있으며, 두 방식 모두 다중 노광 레이어의 증가를 필연적으로 수반한다.
멀티패터닝 수 증가 →포토마스크 수 증가	선단화에 따른 멀티패터닝의 수의 증가는 곧 동일 장비 내 필요한 포토마스크 수의 증가로 직결된다. 하나의 회로를 위해 두 번 이상의 서로 다른 포토마스크로의 노광이 필요하기 때문에, 공정 내 노광 레이어 수가 증가할수록 포토마스크 사용량도 함께 증가하게 된다.
지속되는 선단화	AI칩 성능 향상을 위한 선단화는 계속된다. SMIC는 작년 3월 화웨이와 협력하여 SAQP(self-aligned quadruple Patterning)를 통한 N+3(5nm)개발 특허를 등록하였으며 올해 7nm, 6nm공정에 이어 내년부터 5nm공정 양산에 돌입하겠다고 발표했다.
차원이 다른 수준의 마스크 수요 증가 발생	5nm 공정의 도입은 또 한 번 차원이 다른 구조적 성장을 의미한다. 7nm에서 6nm로의 선단화는 SADP중심의 멀티패터닝 공정 수의 증가로 구현된다. 하지만 6nm에서 5nm로의 전환은 다르다. 공정의 중심이 SADP로부터 SAQP로 전환된다. SAQP는 SADP를 두번 반복하는 공정이다. 즉 동일한 칩을 만드는 공정 레이어에 최소 2배의 포토마스크 수가 필요하다. 5nm 칩이 본격 양산되는 바 선단공정 내 동사의 블랭크마스크 수요는 퀴텀점프 할 것이다.

도표 4-6. Duv 대비 EUV시 포토마스크 수 변화



출처: 삼성전자, SMIC 1팀

도표 4-7. 멀티패터닝 모식도

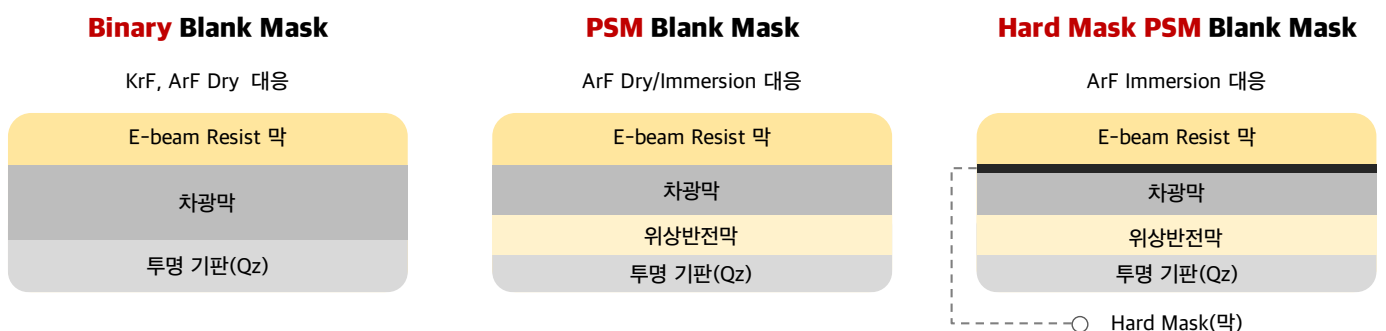


출처: SMIC 1팀

## 4.2 반도체용 블랭크마스크 P의 증가

높은 진입장벽	DUV용 블랭크마스크는 DUV광원 별로 로우레벨(Binary), 미드레벨(PSM), 하이레벨(Hard Mask PSM) 블랭크마스크로 나뉜다. 블랭크마스크 시장은 호야, ULCOAT의 양강구도에서 02년 동사, 09년 신에츠화학이 진입하며 4사 과점체제가 완성되었으며 15년째 해당 구도가 유지되고 있다.
마스크제작에서부터 존재하는 기술적 해자	DUV용 블랭크마스크는 마스크 제작부터 기술적 해자가 존재한다. ArF광원을 사용하는 DUV장비에 필요한 미드레벨에 들어서부터 DUV광원별 광학적 노이즈로 인한 기술적 장벽이 구축된다. ArFi광원에 요구되는 하이레벨 블랭크마스크 제작가능업체는 동사를 포함해 소수에 불과하다.
신규공급사에 매우 높은 진입장벽	파운드리 진입에 있어 블랭크마스크 신규 공급사의 진입장벽은 매우 높다. 개발에 성공하더라도, 기존 제품과의 박막 두께나 증착 균일도의 미세한 차이만으로도 포토마스크 상에서 노광 패턴 차이가 발생할 수 있다. 이는 곧 해당 공정라에서 생산한 웨이퍼 불량 폐기라는 결과로 이어진다. 이러한 리스크로 인해, 해당 파운드리의 레퍼런스를 보유하지 않은 업체의 신규 진입은 제한되며 기존 벤더사의 점유율은 지속적으로 증가한다. 실제 삼성전자는 3월 Hoya가 독점하던 ArF 블랭크마스크의 벤더 다변화를 추진하며, 기존 레퍼런스를 보유한 동사와의 협력을 결정했다.
3년째 풀 가동 중인 포토마스크 3사	주요 포토마스크 3사의 가동률은 3년째 풀 가동 중이다. 투자포인트 3.1.1와 3.1.2에서 전술하였듯 파운드리 업체의 CAPA 증설과 선단화 공정에 따라 포토마스크 수요는 급격히 증가했다. 포토마스크 1위 업체 Photronics는 올해 IR을 통해 중국 파운드리의 수요가 올해에도 예상을 초과한다고 밝혔으며 이외 업체 역시 IR을 통해 올해도 공급부족이 지속될 것이라 언급했다.
가격협상 내 우위를 점하는 동사	이는 포토마스크 제조사와의 가격협상 내 동사의 우위로 이어진다. 블랭크마스크가 들어오는 대로 포토마스크로 만들어 매출을 낼 수 있는 현시점에서 포토마스크사들은 블랭크마스크 제조사의 다변화로 인한 리스크를 질 이유가 없다. 특히 선단화로 인해 대부분의 포토마스크 수요가 향하는 하이레벨 블랭크마스크 제조사는 Hoya, 신에츠 화학과 동사로 한정되기에, 포토마스크사들은 동사의 블랭크마스크가 간절하다. 실제 동사는 포토마스크 제조사의 풀 가동 상태가 지속되는 23년 30%, 24년 50%만큼 일부 일부 제품군에 대한 판가를 상향했다.
선단 공정 비율 ↑ → Mixed ASP ↑	선단화에 따른 하이레벨 블랭크마스크의 수요증가로 Mixed ASP 또한 개선되고 있다. 실제 동사의 DUV블랭크마스크 제품 Mixed ASP는 22년부터 3년에 걸쳐 9.5%, 12.6%, 10.2%만큼 증가했다. 전술했듯 파운드리의 경쟁력은 선단화에 있는 바, Mixed ASP는 우상향 할 것이며, 특히 DUV 노광장비를 통한 선단화를 진행하는 중국 내 파운드리의 상승은 더욱 가파르게 증가할 것이다.

도표 4-8. 블랭크 마스크 모식도



출처: SMIC 1팀

### 4.3 디스플레이 턴어라운드를 이끌어가는 중국, 그 수혜를 받는 동사

24년 한 해 동안 디스플레이 산업은 지나긴 침체를 딛고 턴어라운드를 이뤄냈고, 그 중심에 중국이 있었다. 이는 디스플레이용 블랭크마스크 수요로 직결되었다. 25년에도 중국 중심의 성장이 지속되어 디스플레이용 블랭크마스크 1위 납품 업체인 동사에게 돌아올 수혜를 알아보자.

#### (1) 다 교체해 드릴게요, 이구환신

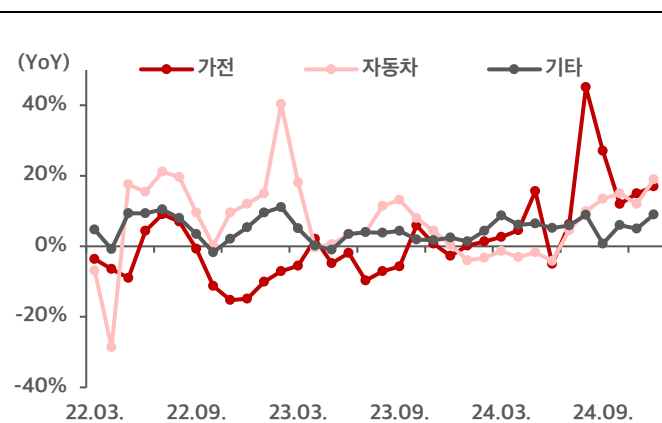
디스플레이 산업의 한 줄기 빛 이구환신  
디스플레이 산업에도 '이구환신'이라는 한줄기 빛이 나타났다. 가전 및 IT기기는 교체 수요가 대부분이며, 일반적으로 경기에 동행한다. 23년까지 디스플레이 산업은 경기의 영향으로 업황이 좋지 않았다. 이때, 중국 정부 주도 정책인 이구환신이 등장했다. 이구환신은 신제품으로 교체하도록 유도하는 내수 활성화 정책으로, 가전 및 IT기기에 대해 약 20%의 보조금이 지원된다.

그 결과, 디스플레이 이구환신은 소비자들의 교체를 유도하여 디스플레이 업황 반등을 이끌었다.  
업황 반등 24년 중국에서 가전 제품 판매액은 YoY 12.3% 증가했으며, 특히 4Q24에는 TV 등 대형 디스플레이 판매액이 YoY 38.1% 증가하였다. 세계 최대 디스플레이 소비시장인 중국의 수요 회복은 글로벌 패널 주문 증가로 이어졌다. 그 결과, 디스플레이 제조사의 가동률 증가를 견인했다. 삼성디스플레이의 가동률은 1Q24 68%에서 4Q24 78%로 상승했으며, 같은 기간 디스플레이 출하량은 21% 증가했다.

25년 이구환신은 더욱 강력하다  
이구환신은 25년에도 이어지고, 그 규모가 24년에 비해 3.3배 더 크다. 중국 정책 당국은 24년 연간 지원액의 3.3배인 5,000억 위안을 재정 지원금으로 편성하여 강력한 부양 의지를 드러냈다. 또한, 휴대폰, 태블릿 등 4개 품목에 대해서는 제품 가격의 약 15%의 보조금을 제공하였다. 모바일 기기의 대기 수요가 컸던 만큼, 25년도 부양책의 영향력은 더욱 강할 것으로 예상된다.

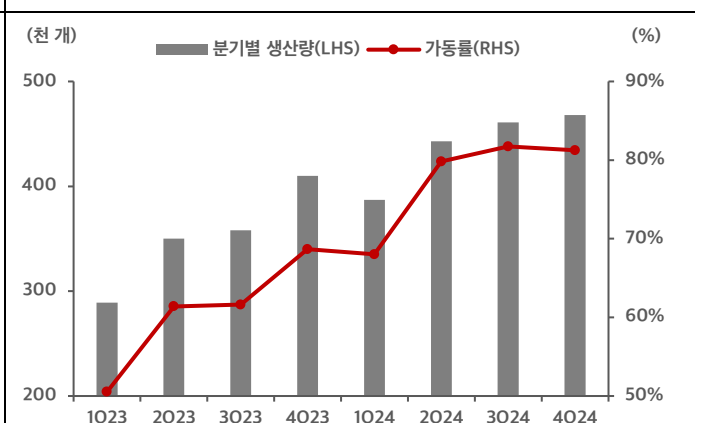
이는 동사의 매출로 이어진다  
이 더욱 강해진 25년의 이구환신은 24년처럼 동사의 블랭크마스크 매출 증가로 이어질 것이다. 이구환신의 영향으로 동사의 24년 중국 향 블랭크마스크 매출은 전년대비 46.8% 성장하였다. 25년 역시 이구환신의 영향으로 높은 매출 성장을 이끌어낼 것이다. 이러한 김새는 1Q25부터 드러나고 있다. 중국 최대 명절인 춘제 기간 동안, 대표 가전 유통기업인 쉐닝의 전국 오프라인 매장 방문객 수는 전년 대비 80% 증가했고, 교체 주문량은 92% 급증하였다. 동사의 1Q25 중국 향 디스플레이용 블랭크마스크 수출액 역시 작년 동기 대비 49% 상승했다.

도표 4-9. 중국 가전, 자동차, 기타재화 판매 증가 추이



출처: 중국 국가통계국, SMIC 1팀

도표 4-10. 삼성디스플레이 생산량&가동률 추이



출처: 삼성디스플레이 사업보고서, SMIC 1팀

## (2) 잘 자란 중국 자동차 브랜드

**자동차 트렌드**      자동차 트렌드는 차량 내 ①디스플레이 크기의 증가와 ②OLED패널의 도입이다. 차량의 전자기  
①디스플레이 크기 증 기화와 함께 디스플레이는 커지고 있으며 커진 디스플레이를 이용한 고화질 콘센트 감상 등의  
가,②OLED 패널 도입 내 사용자 경험을 우선시하는 수요가 늘어남으로써 OLED패널 디스플레이 탑재가 이어졌다.

이는 각각 동사의 P, Q 디스플레이의 대형화와 OLED 도입은 각각 동사의 가격(P)과 수량(Q) 증가로 직결된다. 디스플  
증가로 직결      레이용 블랭크마스크는 총 10가지 크기로 구성되며, 동사 IR에 따르면 패널 크기에 비례해 단가  
가 결정된다. 이로 인해 차량용 디스플레이의 대형화가 진행될수록 동사의 블랭크마스크 ASP는  
상승(얼마나)하는 구조다. 또한 OLED는 LCD 대비 공정 구조가 복잡해, 하나의 패널을 구현하기  
위해 더 많은 공정 레이어가 필요하다. 각 레이어에 대응하는 포토마스크 수요가 증가함에 따라,  
OLED 전환은 동사의 블랭크마스크 출하량 증가로 이어지고 있다.

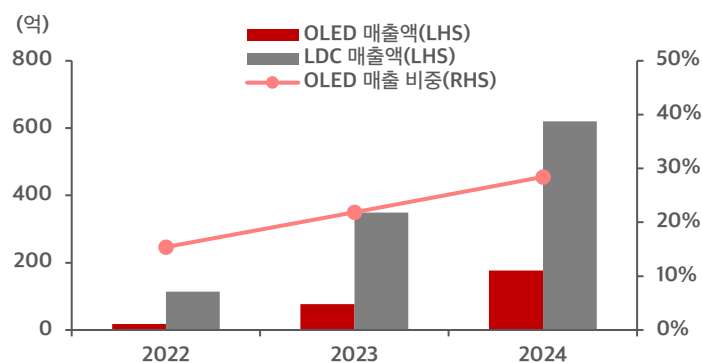
**중국의 전기차 정책**      중국의 전기차 정책(‘신에너지 자동차 정책’)은 동사의 수혜(Q 상승)을 극대화하고 있다. 해당 정  
로 동사의 수혜 극대화      책은 21년부터 시작된 정책으로, 승용차의 50% 이상을 신에너지차(NEV)로 전환한다는 목표를  
이루기 위해 자국 전차가 브랜드에 대한 보조금 지원을 극대화하였다. 그 결과, BYD 등의 세계  
적인 전기차 브랜드가 탄생하였다. BYD는 24년 413.7만대를 판매하여 약 43% 성장하였다.

**중국 브랜드사들의 해**      먼저, 중국 전기차 브랜드사들이 해외로 확장해 나가면서, 동사의 블랭크마스크의 인기는 더해가  
외 확장으로 동사 Q 증      고 있다. 정부의 보조금을 통해 성장한 중국의 브랜드사는 이제 해외에서도 인정받으며 성장세  
가      가 더욱 가속화되고 있다. 실제로 BYD의 1월 판매량은 전년 동기 대비 49% 증가한 30만 대를  
기록했으며 이중 22%가 해외 판매이다. 중국 정부의 든든한 지원 속에 중국 전기차 수요 확대  
에 따른 디스플레이 패널 수요 증가의 최종 수혜처는 바로 동사의 디스플레이용 블랭크마스크다.

**OLED CapEx 증가로**      또한, 중국 전기차 브랜드사의 성장으로 디스플레이사들의 OLED CapEx 증가로 이어져 동사의  
인해 동사 Q 증가      수혜강도가 커지고 있다. BYD의 차량용 디스플레이 납품업체는 BOE로, 60% 이상을 담당하고  
있다. BOE는 전년대비 37.2% 증가한 6.6조의 CapEx를 집행했다. BYD의 성장과 함께 BOE 역시  
성장하였고, 그 결과 중국 디스플레이 패널 업체들의 시장 점유율은 24년 기준 53%까지 커졌다.

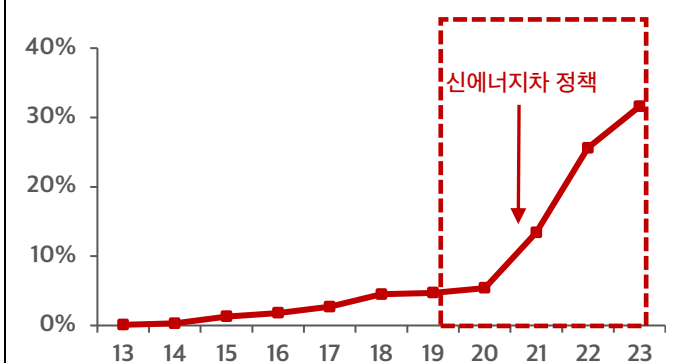
지금까지 중국 반도체 산업의 성장으로 동사의 주력제품인 블랭크마스크의 Q, P가 모두 증가하  
고 있으며, 정부 정책을 중심으로 턴어라운드한 디스플레이 산업 역시 동사의 매출을 성장시키  
고 있음을 확인하였다. 지금부터는 26년부터 동사를 이끌어갈 EUV 블랭크마스크를 알아보자.

도표 4-11. BOE 전장용 OLED,LCD 매출액



출처: Omdia, SMIC 1팀

도표 4-12. 중국 신에너지차 비중 추이



출처: 중국자동차공업협회, SMIC 1팀

## 5. 동사를 밝혀줄 꿈의 신사업, EUV - 투자포인트 2

### 5.1. 반도체 선단화의 동반자, EUV

EUV가 있어야  
선단 공정이 있다

반도체 공정 선단화에 따라 EUV 수요는 구조적으로 증가한다. AI를 중심으로 고성능 반도체 수요가 증가하면서, 성능 향상을 위한 공정의 선단화와 회로의 미세화가 중요해지고 있다. 미세 회로 패터닝의 핵심은 노광 공정으로, 매우 짧은 파장으로 초미세 회로를 새기는 역할을 한다. 특히, 7nm 이하의 선단 공정부터는 DUV만으로 미세 회로를 새기기 어려워 EUV가 필수적이다.

파운드리들은  
선단 공정으로 이동 중

파운드리들은 EUV 공정이 반드시 필요한 선단 공정으로 이동하고 있다. 반도체 경쟁에서 뒤처지지 않기 위해 다음 세대 공정으로의 이동은 필수이며, 각 파운드리들은 약 2년을 주기로 다음 세대로 이동한다. 현재는 2nm 공정을 도입하는 시기로, TSMC는 2nm 수율을 잡고 올해 하반기부터 본격 양산 예정이며 인텔, 삼성파운드리 또한 사활을 걸고 2nm 투자를 늘리고 있다.

최선단 공정일수록  
EUV 급증

특히, 2nm 3nm 등 최선단 노드로 이동할수록 EUV가 더욱 중요해진다. 5nm, 7nm는 DUV 멀티패터닝으로 어느 정도 소화가 가능했지만, 3nm부터는 EUV가 반드시 필요하다. 전체 투자금액 중 EUV 투자금액이 7nm에서는 40%지만 3nm에서는 70%, 2nm에서는 80%까지 늘어난다. 공정이 선단화될수록 EUV의 투입량이 크게 늘어나는 것이다.

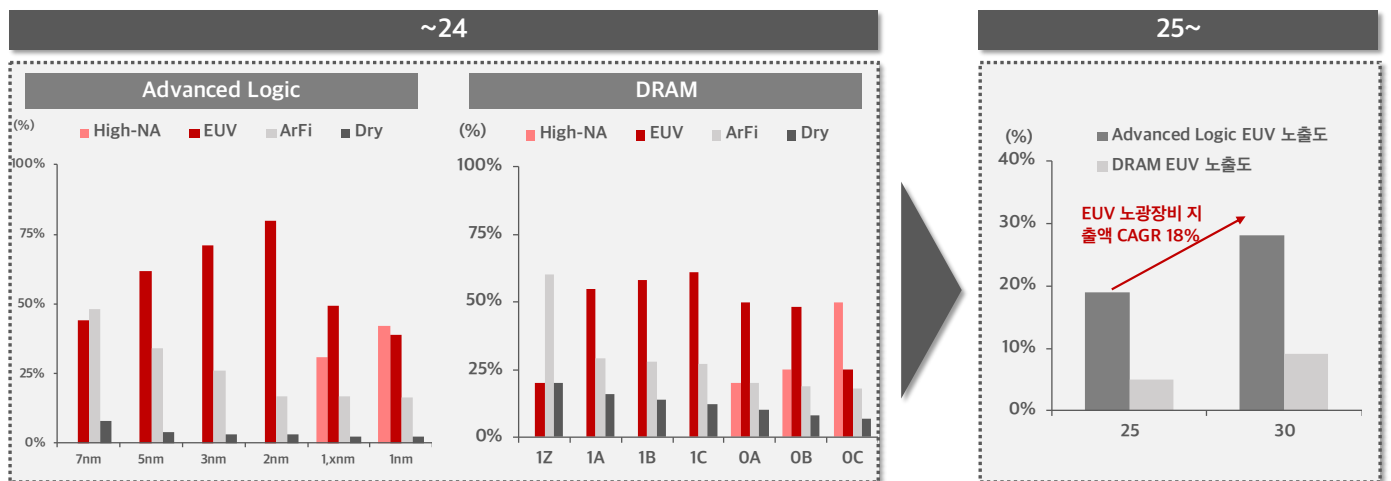
파운드리 EUV 장비는  
쌓여가는 중

TSMC가 최선단 공정을 압도적으로 점유하고, 인텔과 삼성전자가 따라가는 그림 속에서 경쟁력을 갖추기 위한 EUV 장비 출하량은 우상향하고 있다. 파운드리별 EUV 장비 보유 대수는 24년 TSMC 약 130대, 인텔 약 20대, 삼성전자 약 50대에서 25년 TSMC 약 160대, 인텔 약 20대, 삼성전자 약 55대로 늘어나고 있다.

장비만 증가  
레이어 수도 증가

최선단 공정으로 갈수록 EUV가 적용되는 레이어의 수도 증가한다. Logic은 7nm에서 약 10개, 5nm에서 약 20개, 3nm에서는 약 25개의 EUV 레이어가 필요하다. 뿐만 아니라, 메모리에서도 EUV 적용이 시작돼 DRAM은 1a, 1b에서 1-2개, 1c에서 3-5개로 EUV 레이어가 확대된다. 이에 따라, 평균 EUV 노광 횟수는 Logic이 25년 19-21회에서 30년 25-30회까지 약 40%, DRAM은 25년 5회에서 30년 7-10회까지 약 60% 늘어날 것이다.

도표 5-1. 선단공정으로 갈수록 높아지는 EUV 지출액, EUV layer



출처: ASML, SMIC 1팀

## 5.2. 따라오는 EUV 블랭크마스크 수요

DUV보다 훨씬 어려운  
EUV 블랭크마스크

EUV 블랭크마스크는 DUV 마스크와는 완전히 다른 구조로, 고난이도의 기술을 요구하는 진입장벽이 높은 제품이다. EUV 광원은 흡수가 잘 되기 때문에 빛을 반사하는 포토마스크가 필요하고, 원자 수준의 층을 40층 정도 쌓아 반사층을 만든다. 이는 마스크에 단순히 회로를 새기는 DUV 블랭크마스크 대비 매우 어려운 기술로 HOYA, AGC 등 극히 일부 업체만이 생산 가능하다. 일본 두 기업 HOYA와 AGC(아사히 글라스)가 각각 약 70%, 20%의 시장 점유율을 과점한다.

EUV 블랭크마스크  
없이 EUV 못해!

EUV 블랭크마스크는 EUV 노광 공정에 반드시 필요한 소모품이다. EUV 블랭크마스크는 오염 시 바로 폐기해야 하며, 한 회로씩 찍어내는 틀 역할을 하기 때문에 EUV로 여러 레이어를 쌓을 때마다 새로운 마스크가 필요하다. EUV는 1개 레이어마다 전용 마스크가 필요하며, 결함을 대비한 여유분으로 1 레이어당 약 2세트의 마스크가 필요하다.

EUV 장비는  
계속 깔리는 중

따라서, EUV 블랭크마스크 수요량은 EUV 장비가 새롭게 도입될수록 비례해 증가한다. ASML의 연간 EUV 장비 출하량은 지속적으로 늘어나 누적 약 210개에 달한다. 반도체 노광 장비 투자는 플레이어별로 시간 차이가 있으나 경쟁 우위를 위해 지속적으로 일어나므로, EUV 블랭크마스크 또한 반도체 공정 선단화가 일어나는 한 꾸준히 수요가 증가한다.

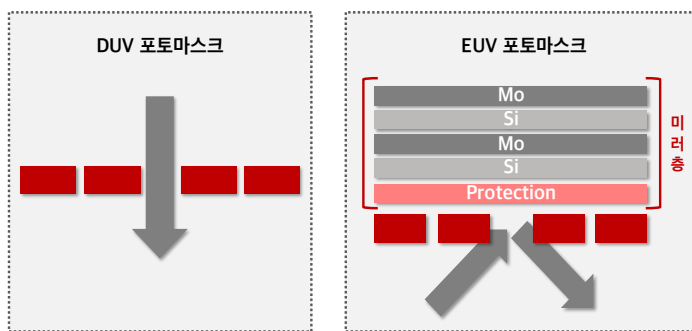
EUV 블랭크마스크  
주문이 급증!

글로벌 EUV 블랭크마스크 1위 업체 일본 HOYA 또한 최근 IR에서 EUV 블랭크마스크의 수요가 매우 강하다고 밝혔다. HOYA의 경우 23년 고객사 재고조정으로 블랭크마스크 매출이 역성장했으나, 24년부터 재고조정이 종료되고 모든 고객에게서 주문량이 상향조정되면서 주문이 급증했다. 이에 따라 블랭크마스크가 포함된 LSI 매출 부문이 yoy +45% 급증하며 신규 생산라인 도입을 앞당기는 등 강한 수요를 확인하고 있다. HOYA는 전방의 강한 수요가 지속되어, EUV 블랭크마스크 매출이 연간 10% 이상의 성장률을 유지할 것으로 예상하고 있다.

플레이어들이 먼저  
캐파 확장 중

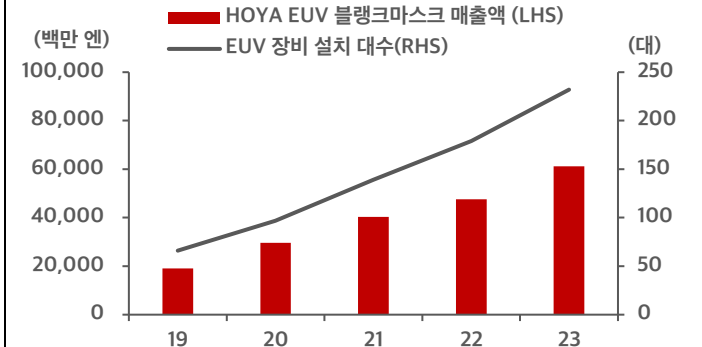
EUV 블랭크마스크 플레이어들이 먼저 나서 수요를 인식하고 캐파를 지속 확장하고 있다. HOYA의 기존 생산 라인은 이미 풀가동 상태이고, 26년까지의 수요 대응을 위해 생산 라인을 추가하고 있다. HOYA는 TSMC 물량만으로 캐파가 충분한 수준으로, 베트남에서 5억 달러를 투자해 25년까지 EUV 블랭크 생산량 40% 증가시키면서 TSMC의 2nm 램프업 계획을 직접적으로 지원할 예정이다. 또한, AGC도 23년 대비 25년의 EUV 블랭크마스크 CAPA를 30% 확대했다. EUV 블랭크 마스크 전체 생산시설의 가동률은 약 92%로 숨가쁘게 돌아가는 상황으로 추정된다.

도표 5-2. 포토마스크 vs 블랭크마스크 복잡성 차이



출처: SMIC 1팀

도표 5-3. EUV 장비 설치대수와 EUV 마스크 매출은 동행



출처: HOYA, ASML, SMIC 1팀

## 5.3. 본격적으로 도입되는 '동사의' EUV 블랭크 마스크

벤더 다변화에  
웃는 고객사

고객사들은 값비싼 소모품인 EUV 블랭크 마스크의 공급사를 다변화하고 싶어한다. EUV 블랭크 마스크는 DUV보다 약 7배 가량 비싸다. DUV 블랭크마스크의 ASP는 약 1,000만 원, EUV는 약 7,000만 원에 달한다. 과거 HOYA의 경우도 20년대 초까지 독점 공급사였지만, 고객사들이 듀얼 소싱을 원하면서 AGC가 23년부터 본격적으로 시장에 진입할 수 있었다. AGC는 25년까지 400억 엔 이상의 매출을 달성하겠다는 목표를 제시했는데, 이를 1년이나 빨리 달성하였다.

AGC도 HOYA의  
독점을 깬다!

AGC 또한 HOYA 대비 저렴한 단가로 7nm급 마스크부터 본격적으로 웨어를 가져왔다. AGC는 17년에 첫 생산을 시작해, 인텔과 협업을 강화하며 성장했고 23년 삼성전자, 하이닉스 메모리 반도체 EUV 공정에도 일부 납품에 성공했다. 이는 이원화에 대한 고객사들의 니즈를 파고든 대표적인 사례로, AGC는 올해 인텔의 우수 공급업체로 선정되며 점유율을 공고히 하고 있다.

동사, 기술 준비 완료!

동사의 기술도 부족하지 않다. AGC는 50nm 이하의 평탄도 기준과 결함 기준을 만족하면서 초도 납품에 성공했다. 핵심은 결함을 30nm 이하로 유지하는 것인데, 동사는 그동안 결함 기준을 충족하는 데에 어려움이 있었으나 최근 이를 거의 만족한 것으로 보인다.

22년은 '양산'을 위한  
장비를 구매

동사의 본격적인 EUV 블랭크 마스크 양산 시점이 다가온다. 동사는 EUV 블랭크마스크를 제조하기 위한 증착 장비인 Veeco사의 장비를 2022년 말에 구입했다. Veeco사의 장비는 필수적이지만 단독으로 양산을 완성시킬 수는 없고, 완성을 위해서는 반드시 결함 검사 장비인 Lasertec사의 장비를 도입해야 한다. Lasertec 검사 장비 도입은 양산의 완벽한 시그널로 여겨졌다.

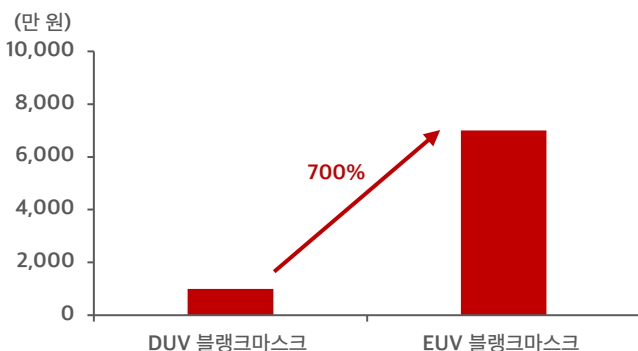
드디어, 마지막 '검사'  
장비를 구매

그런데, 드디어 수백억 원에 달하는 Lasertec 검사 장비가 도입될 예정이다. 동사는 417억 원을 투자해 올해 말까지 용인 공장에 EUV블랭크 마스크 양산을 위한 검사 장비를 마련하기로 했다. 수백억 원에 달하는 Lasertec 장비는 극도로 제한된 공급망을 갖고 있어, 주요 고객사 및 반도체 컨소시엄에 가입한 회사만 구매 자격이 주어진다. 이를 뚫고 자기자본의 약 20%를 지출해 Lasertec 장비를 도입하는 것은 양산에 대한 동사의 자신감을 보여준다.

확실히 변한  
투자공시 톤

동사의 시설투자 공시에서도 변한 톤이 느껴진다. 20년부터 시작된 동사의 EUV 관련 투자 4회의 투자 목적에는 모두 '기술개발을 위한'이 포함되었다. 그런데, 작년 말 가장 최근 공시에서는 기술 개발이 거의 완료됨에 따라 EUV용 블랭크마스크 '양산준비를 위한' 시설투자로 제목이 변화하였다. 또, 기존 'EUV 펠리클 양산을 위한' 용인 공장 투자 목적을 정정하여 'EUV 블랭크마스크'와 펠리클 양산을 위한 투자로 새롭게 공시하였다.

도표 5-4. DUV 대비 고ASP인 EUV 블랭크마스크



출처: 각 사, SMIC 1팀

도표 5-5. 동사의 EUV 시설 투자 공시

번호	시작일	종료일	투자목적	투자금액	자기자본대비
1	20.06.	21.07.	EUV용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 신규장비 투자	10,000	11.30%
2	21.07.	22.10.	EUV용 블랭크마스크 및 펠리클 기술개발과 양산을 위한 신규장비 추가투자	11,000	6.70%
3	22.01.	23.04.	EUV용 블랭크마스크 기술개발을 위한 신규장비 투자	17,900	10.88%
4(정정 전)	22.03.	24.12.	EUV 펠리클 양산을 위한 신규공장(용인) 신축	20,000	12.16%
4(정정 후)	22.03.	25.12.	EUV용 블랭크마스크 및 펠리클 양산을 위한 신규공장(용인) 신축	-	-
5	24.12.	25.12.	EUV용 블랭크마스크 양산준비를 위한 시설투자	41,728	18.90%

출처: DART, SMIC 1팀

## 5.4. 누구에게, 언제, 얼마큼 들어갈까?

힘을 많이 쓴 동사,  
근거 있는 자신감

동사는 이미 공장 증설 및 장비 도입 등 EUV 관련한 투자만 1,000억 원을 집행하였다. 현재 시가총액 약 7,000억, 순현금 약 650억 규모의 소형 반도체 소재 기업에 결코 작지 않은 투자규모다. 또한 동사는 EUV 블랭크마스크 초도 샘플 양산을 위해 대구 본사 공장에 클린룸을 증설 중인데, 검증이 끝나고 본격 양산에 들어가기 위한 용인 공장까지 이미 준비 중이다.

첫 고객은 삼성전자  
지분투자까지 완료!

이때, 공장의 위치가 용인인 이유는 첫 고객이 삼성전자가 될 예정이기 때문이다. 삼성전자 입장에서 반도체 핵심 소재인 EUV 블랭크마스크를 사실상 일본업체 독점으로 납품받는 것은 불편한 일이다. 이에 삼성전자는 20년 7월 659억을 투자해 동사의 지분 8%를 확보하면서, 동사의 마스크 국산화를 지원해왔다. 또한, 삼성전자는 주로 HOYA에게 납품받던 ArF 블랭크마스크를 동사 제품으로 특정 공정에서 대체하기 위한 평가를 시작했다. 즉 동사와 삼성전자의 블랭크마스크 협력은 본격적이고, 이 과정에서 EUV 블랭크마스크 협력도 더욱 진전되었을 것이다.

순조로운 퀄테스트

동사는 현재 삼성전자 및 인텔 복수의 고객사들과 퀄 테스트를 진행 중이다. 특히 지분이 엮여 있는 삼성전자와의 퀄이 계획대로 진행 중이기에 약 400억에 달하는 검사 장비와, 200억에 달하는 용인 공장 투자를 진행한 것으로 파악된다. 동사는 올해 말까지 용인 공장을 준공하고 검사 장비를 들여올 예정이며, 내년부터 용인 공장의 본격적 가동이 예정되어 있다.

내년부터 본격 양산

용인 공장은 본격적인 1차 양산을 위해 투자한 것으로, 26년 상반기 내로 퀄테스트를 마치고 26년 하반기부터는 양산 시작이 가능할 것으로 예상된다. 매출액에 따라 순차적으로 투자를 늘려갈 예정이며, 26년 내 추가 증착 장비 및 라인 세팅 등 2차 양산을 위한 투자를 마치고, 27년에 2차 양산이 시작될 것으로 예상된다. 회사가 타겟팅하는 목표는 전체 EUV 블랭크마스크 시장 1.8조에서 점유율 10%를 가져와 연 1,800억 매출을 달성하는 것이다.

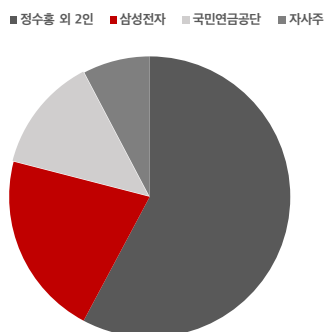
삼성전자의 국산화는  
멈추지 않는다

삼성전자는 과거에도 반도체 핵심 소재를 국산화해왔다. EUV 포토레지스트(PR)는 일본 기업들이 독과점하고 있었으나, 19년 일본의 수출규제를 기회로 동진썬미켄이 빠르게 침투했다. 동진썬미켄 또한 삼성전자에게 482억 규모의 4.8% 지분투자를 받은 상태였으며, 19년 개발에 착수해 22년 퀄테스트를 통과하고, 삼성의 D램 1개 공정에 우선 채택되었다.

적극적으로  
AGC를 키운 인텔

인텔 또한 HOYA의 독점을 깨기 위해 적극적으로 AGC(아사히글라스)의 EUV 블랭크마스크 개발을 지원해왔다. 인텔은 유리제작 업체였던 AGC와 손을 잡고 17년도부터 AGC의 EUV 블랭크마스크 개발을 함께해왔으며, 현재 HOYA가 TSMC를 주력으로 납품하고 있음을 고려할 때 인텔 내 AGC 점유율은 약 40-50%에 달하는 것으로 추정된다.

도표 5-6. 이미 지분투자를 해둔 삼성전자



출처: DART, SMIC 1팀

도표 5-7. 예상 EUV 타임라인



출처: SMIC 1팀

삼성전자 내재 수요는 4,500억 규모	삼성전자가 현재 EUV 블랭크 마스크를 구입하는 데에 연 약 4,500억 원을 지출하는 것으로 추정된다. 전세계에 누적으로 깔린 ASML 장비가 약 210대이고, 이 중 삼성전자가 약 55대로 25% 정도를 소유하고 있다. EUV 장비 수와 EUV 블랭크마스크 사용량은 동행하므로, 삼성전자의 EUV 블랭크마스크 구입량을 전체의 25%로 가정할 경우 시장 규모 1.8조원 대비 약 4,500억 원을 지출하는 것으로 추정할 수 있다.
늘어나는 삼성전자 침투율	동사는 국산화와 저렴한 가격을 무기로 삼성전자 침투율을 최소 20%대까지 높여갈 것으로 추정된다. 삼성전자는 기존 HOYA의 제품만을 사용하다 23년 일부 AGC의 제품을 도입했다. HOYA와 AGC의 비중은 시장 점유율과 비슷한 수치인 8:2 정도로 추산된다. 당시 AGC는 ASP를 1억에서 7천만원으로 낮추면서 삼성전자 내 침투율을 약 20%로 늘렸다. 동사는 AGC의 2,500m <sup>2</sup> 대비 더 큰 규모인 3,620m <sup>2</sup> 의 용인 공장 부지를 마련했으며, 더 저렴한 ASP를 바탕으로 침투율을 높여갈 것이다. 파운드리들은 보수적인 성향으로 인해 서서히 대체가 이루어지더라도, 장기적인 침투율 증가를 주가는 선반영할 가능성이 높다.
EUV로 한껏 달라지는 이익체력	EUV 블랭크마스크가 실제로 납품되면, 동사의 이익률은 한 단계 업그레이드한다. DUV 대비 EUV 마스크의 단가가 약 7배 높기 때문에, EUV 마스크의 gpm은 최소 50%로 DUV 마스크 약 30% 대비 크게 높은 것으로 추정된다. HOYA, AGC의 EUV 마스크 사업부 또한 gpm 60%에 달한다. 그동안 동사의 주가는 EUV 기대감으로 상승하고 가라앉았었지만, 이제는 EUV 현실화가 다가왔으며 실제 매출로 인식되는 시기부터 동사의 이익체력은 완전히 달라진다.

### 5.5. 기대감 하나 더, EUV 펠리클

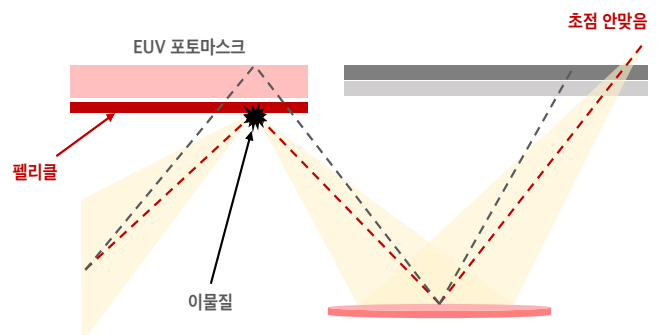
펠리클이란?	펠리클은 포토마스크의 오염을 막기 위해 포토마스크를 덮어주는 부품이다. EUV 펠리클에서 퀄리티를 좌우하는 부분은 1) 높은 빛 투과율과 2) 높은 열 내구성이다. EUV는 광원의 파장이 매우 짧아 빛이 잘 흡수되기 때문에 최소 90% 이상의 빛 투과율이 요구된다. 90% 투과율을 만족하는 것이 기술적으로 어려워 EUV 펠리클 시장은 ASML로부터 라이선스를 받아 생산하는 미쓰이화학이 사실상 독점하고 있고, 그 외 TSMC는 자체적으로 펠리클을 생산하고 있다.
준비된 동사의 펠리클	동사는 90% 투과율을 만족하는 EUV 펠리클 개발을 완료했다고 밝혔다. 현재 삼성전자는 미쓰이화학의 제품을 극히 일부 도입하고 있는데, 우선 삼성전자에 납품을 성공하는 것이 목표이다. EUV 펠리클의 경우 사용 중 깨지면 노광 장비를 멈추고 다시 닦아내야 하는 큰 리스크가 있기에, 아직 고객사에서 적극적으로 도입하진 않는 상황이나 펠리클을 적용하면 포토마스크의 수명을 늘리고 수율을 개선할 수 있어, 장기적으로 채택이 확대될 전망이다.

도표 5-8. 삼성전자 EUV 블랭크마스크 구매액 추정치

삼성전자 EUV 블랭크마스크 구매액 추정치	
전체 ASML 장비 대수 (대)	210
삼성전자 ASML 장비 대수 (대)	55
삼성전자 장비 비중 (%)	25%
EUV 블랭크마스크 시장규모 (십억 원)	1,800
삼성전자 비중 (%)	25%
삼성전자 EUV 블랭크마스크 구매액 (십억 원)	450

출처: ASML, SMIC 1팀

도표 5-9. 펠리클 구조도



출처: SMIC 1팀

## 6. 매출추정

24년 기준 동사 연결매출의 95%를 차지하는 블랭크마스크 사업부 매출액은 1) DUV용 반도체 블랭크마스크 2) FPD용 블랭크마스크 3) EUV용 블랭크마스크로 나누어 추정하였다. 이때 투자 포인트 2의 Base Case를 따라 종합한 최종 매출 Table은 다음과 같다. 이에 더해 Bull Case로 추정한 최종 매출 Table은 Appendix에 첨부하였다. [Appx.7 참고]

최종 매출 Table								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	57,925	226,171	279,098	385,996
YoY(%)		24.95%	21.71%	17.09%		28.50%	23.40%	38.30%
블랭크마스크	98,469	122,249	143,025	166,610	55,525	216,571	269,498	376,396
% of sales	99.62%	98.98%	95.15%	94.66%	95.86%	95.76%	96.56%	97.51%
반도체용	34,464	39,243	43,217	54,137		74,045	108,460	207,355
% of sales	34.87%	31.77%	28.75%	30.76%		32.74%	38.86%	53.72%
DUV	34,464	39,243	43,217	54,137		74,045	86,859	97,420
EUV	-	-	-	-		-	21,601	109,936
FPD용	64,005	83,006	99,807	112,472		142,526	161,038	169,041
% of sales	64.75%	67.21%	66.40%	63.90%		63.02%	57.70%	43.79%
투자	374	1,157	5,724	7,863	2,000	8,000	8,000	8,000
% of sales	0.38%	0.94%	3.81%	4.47%	3.45%	3.54%	2.87%	2.07%
바이오	-	101	1,572	1,541	400	1,600	1,600	1,600
% of sales	0.00%	0.08%	1.05%	0.88%	0.69%	0.71%	0.57%	0.41%

### 6.1. DUV용 블랭크마스크 매출 추정

#### 6.1.1. DUV용 블랭크마스크 판매량 추정

DUV용 블랭크마스크의 판매량은 전방사인 파운드리와 동행한다. DUV공정은 NAND부터 Advanced Logic까지 대부분의 공정에 활용되며, 특히 7nm초과 28nm이하 공정에서 많은 DUV용 포토마스크가 필요하다. 따라서 해당 공정 비중이 높아지면 마스크 수요가 증가한다.

따라서 동사의 주요 고객사 중 동사로부터 납품받는 DUV 블랭크마스크의 점유율이 유의미한 수준으로 높은 SMIC와 삼성전자의 Wafer 생산 능력을 추정하였다. 이때 대만향 수출의 최대 고객사인 TSMC의 경우 동사의 침투율이 상대적으로 낮아 해당 추정에서 배제하였다.

DUV용 블랭크마스크 최대 고객사인 SMIC의 향후 CAPA는 투자포인트 1의 논리에 따라 월간 평균 출하량(WPM)의 연간 10%이상 수준의 성장률을 가정하였다. 이때 신규 CAPA확장 대부분이 28nm이하 공정이라는 점을 감안하여, 추가적인 수요를 반영할 수 있는 가중치를 추가로 적용하였다. 국내 전방사이자 동사의 주요주주인 삼성전자의 CAPA의 경우, 사업보고서에 공시된 연간 생산능력을 기초로 향후 생산능력 증가를 추정하였다. 삼성전자의 CAPA 또한 가중치를 반영하였으며, EUV공정 관련 CAPA 증가를 반영하도록 SMIC대비 낮은 가중치를 부여하였다.

SMIC DUV 블랭크마스크 판매량 추정				
(단위 : 장)	2024	2025E	2026E	2027E
CAPA(WPM)	946,725	1,086,825	1,206,825	1,316,825
YoY (%)		14.80%	11.04%	9.11%
가중치		1.66	1.39	1.18
판매량 YoY (%)	0	24.62%	15.31%	10.76%

삼성전자 DUV 블랭크마스크 판매량 추정				
(단위 : 장)	2024	2025E	2026E	2027E
CAPA(억 개)	2,238	2,417	2,584	2,693
YoY (%)		8.00%	6.90%	4.20%
가중치		1.32	1.11	1.10
판매량 YoY (%)		10.56%	7.67%	4.63%

## 6.1.2. DUV용 블랭크마스크 ASP 추정

동사가 판매하는 DUV용 블랭크마스크의 경우 binary, PSM 등 다양한 제품군이 존재하며 성능에 따라 최대 10배 수준의 가격 차이가 발생한다. 더 낮은 nm단위의 DUV 공정이 요구될수록, 하이엔드 블랭크마스크가 필요하다. 실제 수출입데이터를 통해 확인한 결과, 동사의 전방사인 SMIC가 28nm이하 공정을 늘린 22년과 23년에, 동사의 수출 금액이 큰 폭으로 증가한 것이 확인되었다. 따라서 앞서 제시한 국가별 주요 전방사인 삼성전자, SMIC, TSMC의 선단화 비중 추이를 바탕으로 국가별 DUV용 블랭크마스크 ASP 추이를 추정하였다.

해당 추정에서는 로우/미들엔드 블랭크마스크와 하이엔드 블랭크마스크 가격 차이를 8배라고 가정한 뒤 하이엔드 블랭크마스크가 필요한 선단화 공정 비중을 활용하여 ASP 상승을 추정하였다.

(단위: 천)	2024	2025E	2026E	2027E
추정 ASP	5,191	6,489	6,878	7,222
ASP 증가율 (%)	0.00%	24.79%	5.94%	4.98%
SMIC 공정 비중				
8in Wafer	37.00%	31.80%	30.60%	29.50%
12in Wafer	63.00%	68.20%	69.20%	70.50%

(단위: 천)	2024	2025E	2026E	2027E
추정 ASP	4,346	4,911	5,254	5,517
ASP 증가율 (%)		12.90%	7.12%	4.89%
TSMC 공정 비중				
28nm초과	13.00%	10.00%	9.00%	8.00%
7nm~28nm	14.00%	14.00%	13.00%	13.00%
7nm이하	73.00%	76.00%	78.00%	79.00%

(단위: 천)	2024	2025E	2026E	2027E
추정 ASP	4,450	5,117	5,373	5,642
ASP 증가율 (%)		14.86%	3.42%	5.02%
삼성전자 공정 비중				
28nm초과	18.00%	12.00%	11.00%	8.00%
7nm~28nm	22.00%	18.00%	15.00%	13.00%
7nm이하	60.00%	70.00%	74.00%	79.00%

SMIC의 공정 비중의 경우 당사에서 제공하는 전체 출하량, Wafer별 매출비중 및 성장률을 반영하여 향후 28nm이하 공정 비중을 추정하였다. TSMC 공정 비중의 경우 당사에서 공개하는 공정 비중 추이를 활용해 추정하였다. 삼성전자의 경우 공정별 비중을 제시하지 않아 TSMC에 비해 현재 선단화 공정 비중이 낮을 것으로 추정하였으며, 평택 신규 공장 증설 계획 등을 참조하여 향후 비중 추이를 추산하였다. 추정한 판매량과 ASP를 토대로 도출한 DUV용 블랭크마스크의 매출 Table은 Appendix에 첨부하였다. [Appx. 3 참고]

## 6.2. FPD용 블랭크마스크 매출 추정

### 6.2.1. FPD용 블랭크마스크 판매량 추정

FPD용 블랭크마스크의 판매량의 경우 최종 사용자인 디스플레이사의 출하량과 동행한다. 따라서 국내 판매량의 경우 주요 전방사인 삼성디스플레이와 LG디스플레이의 24년 기준 연간 출하량을 바탕으로, 추후 3년간의 예상 출하량을 변동 추이를 추정하였다. 예상 출하량의 경우 1~2년 내 출하량에 반영될 수 있는 수준의 CAPA증설 계획 등을 반영하여 추정하였다. 마찬가지로 중국 판매량 또한 BOE, TCL CSOT, Tianma 등 저가 LCD를 바탕으로 글로벌 시장에 빠르게 침투 중인 디스플레이사들의 출하량을 종합하여, 블랭크마스크 판매량 증가 추이를 추정하였다.

### 6.2.2. FPD용 블랭크마스크 ASP 추정

FPD 블랭크마스크의 ASP 성장 추정의 경우, 대형 OLED나 차세대 AMOLED 등 하이엔드 디스플레이용 블랭크마스크의 가격이 LCD 등 저가형 디스플레이용 블랭크마스크 가격의 3배라고 가

정하여 각국 주요 고객사 출하량 대비 고급 디스플레이의 비중을 반영하여 추정하였다. 향후 고급 디스플레이 비중 추이의 경우, 각 사 공시자료 등을 종합하여 확정적인 대형 CAPA 및 출하량 증가 등을 지난 5년간 주요 고객사 출하량의 연평균성장률에 추가로 가산하여 추정하였다. 도출된 출하량 및 고급 디스플레이 비중을 반영하여 추정한 국가별 FPD 블랭크마스크 ASP 성장률 및 ASP는 다음과 같다.

(단위: 천)	2024	2025E	2026E	2027E
추정 ASP	10,719	12,005	12,366	12,737
출하량 (장)	410,000	451,000	491,590	516,170
YoY(%)	-	10.00%	9.00%	5.00%
고급형 OLED 비중	55.00%	61.30%	64.64%	68.08%
저가형 LCD 비중	45.00%	38.70%	35.36%	31.92%
추정 ASP 증가율 (%)	-	12.00%	2.99%	3.02%

(단위: 천)	2024	2025E	2026E	2027E
추정 ASP	10,498	12,072	12,434	12,559
출하량 (장)	430,000	473,000	529,760	550,950
YoY(%)	-	10.00%	12.00%	4.00%
고급형 OLED 비중	15.00%	20.20%	22.31%	23.03%
저가형 LCD 비중	85.00%	79.80%	77.69%	76.97%
추정 ASP 증가율 (%)	-	15.00%	2.98%	1.03%

출하량 증가로 추정한 판매량 증가 추이와, 고급형 디스플레이의 비중 변화 추이를 토대로 추정한 ASP를 종합하여 도출한 FPD용 마스크 매출 Table은 Appendix에 첨부하였다. [Appx. 4 참고]

### 6.3. EUV용 블랭크마스크 매출 추정

EUV용 블랭크마스크의 경우, 26년 하반기 양산에 도입될 것으로 추정된다. 투자포인트 2의 Base Case 논리에 따라 동사의 블랭크마스크가 삼성전자에 26년과 27년에 각각 5%, 25% 수준으로 침투할 경우 EUV용 블랭크마스크 매출 추정 Table과 가동률 Table은 다음과 같다. 삼성전자 내에서 26년과 27년에 각각 20%, 40%를 점유할 수 있다는 투자포인트 2의 Bull Case로 추정한 EUV 매출 추정과 가동률 추정 결과는 Appendix에 첨부하였다. [Appx. 5 참고]

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
EUV 블랭크마스크 매출액	-	-	-	-	-	-	21,601	109,936
삼성전자향 매출액							21,601	109,936
ASP						60	60	60
삼성전자 수요량(장)						7,072	7,200	7,329
침투율(%)						0.00%	5.00%	25.00%
판매량(장)						0	360	1,832
타사향 매출액								
ASP						60	60	60
타사 수요량(장)						22,813	25,898	27,000
침투율(%)						0.00%	0.00%	0.00%
판매량(장)						0	0	0

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
공장 가동률						0.00%	10.29%	37.39%
증착 장비 대수						3	5	7
대당 생산 가능 수량						700	700	700
총 생산 가능 수량						2,100	3,500	4,900
판매수량						0	360	1,832

### 6.4. 기타 사업부 매출 추정

동사는 21년도, 22년도부터 각각 투자사업과 바이오 관련 서비스업 사업부를 신설하였다. 하지만 매출 비중이 5% 이하로 매우 작으며, 아직까지 본업과의 시너지가 드러나지 못한 사업부이므로 별다른 추정을 제시하지 않았으며, 1Q25 추정 매출액을 향후 3년간 flat처리했다.

## 7. Valuation - Historical PER Method

동사는 25년 중국향 매출에 의해, 26년부터는 EUV 블랭크마스크에 의해 탑라인이 빠르게 성장하고, GPM과 OPM 역시 빠르게 상승한다. 이는 선단공정에 납품하는 DUV 블랭크마스크 비율 증가, EUV 블랭크마스크 판매 시작에 의해 발생한다. 해당 사항들을 하나씩 확인해보자. Base case 위주로 설명하며, Bull case 관련 사항은 Appendix에 첨부하였다.

### 7.1. 매출원가 및 판매비 추정

매출원가 및 판매비와 관리비 추정 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총 매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	226,171	279,098	385,996
YoY(%)	13.13%	24.95%	21.71%	17.09%	28.50%	23.40%	38.30%
매출원가	72,785	89,654	103,673	116,520	145,620	178,927	231,202
매출원가율 (%)	73.64%	72.59%	68.97%	66.20%	64.39%	64.11%	59.90%
GPM(%)	26.36%	27.41%	31.03%	33.80%	35.61%	35.89%	40.10%
원재료비	51,299	63,654	74,514	80,408	102,347	123,945	163,180
% of Sales(%)	51.90%	51.54%	49.57%	45.68%	45.25%	44.41%	42.28%
인건비	5,944	6,313	7,763	9,027	10,813	12,053	12,806
% of Sales(%)	6.01%	5.11%	5.16%	5.13%	4.78%	4.32%	3.32%
감가상각비 및 상각비	6,632	7,105	7,186	7,393	9,160	14,177	15,451
% of Sales(%)	6.71%	5.75%	4.78%	4.20%	4.05%	5.08%	4.00%
기타비용	8,910	12,581	14,210	20,684	23,300	28,753	39,765
% of Sales(%)	9.01%	10.19%	9.45%	11.75%	10.30%	10.30%	10.30%
판매비와관리비	13,447	17,840	21,608	29,023	37,369	36,781	38,947
판매비율 (%)	13.60%	14.44%	14.37%	16.49%	16.52%	13.18%	10.09%
OPM(%)	12.76%	12.97%	16.66%	17.31%	19.09%	22.71%	30.01%
지급수수료	695	1,094	1,073	1,521	1,857	2,292	3,169
% of Sales(%)	0.70%	0.89%	0.71%	0.86%	0.82%	0.82%	0.82%
판매수수료	465	526	590	1,181	1,123	1,386	1,917
% of Sales(%)	0.47%	0.43%	0.39%	0.67%	0.50%	0.50%	0.50%
경상연구개발비	4,318	6,218	9,318	12,823	19,054	16,469	16,459
인건비	2,084	2,012	2,401	3,183	3,453	3,849	4,090
감가상각비 및 상각비	1,023	1,834	4,027	4,530	10,491	7,510	7,259
기타	1,211	2,372	2,890	5,110	5,110	5,110	5,110
% of Sales(%)	4.37%	5.03%	6.20%	7.29%	8.42%	5.90%	4.26%
인건비	4,047	5,430	6,471	8,781	9,661	10,769	11,442
% of Sales(%)	4.09%	4.40%	4.30%	4.99%	4.27%	3.86%	2.96%
감가상각비	607	603	770	1,105	1,829	2,020	2,116
% of Sales(%)	0.61%	0.49%	0.51%	0.63%	0.81%	0.72%	0.55%
무형자산상각비	762	585	431	406	469	469	469
% of Sales(%)	0.77%	0.47%	0.29%	0.23%	0.21%	0.17%	0.12%
세금과공과	266	296	272	292	287	287	287
% of Sales(%)	0.27%	0.24%	0.18%	0.17%	0.13%	0.10%	0.07%
기타비용	2,288	3,088	2,683	2,915	3,088	3,088	3,088
% of Sales(%)	2.31%	2.50%	1.78%	1.66%	1.37%	1.11%	0.80%

금액적 중요성을 띠며 합리적 추정이 가능한 원재료비, 인건비, 감가상각비 및 무형자산 상각비는 별도로 추정하였다. 그 외 계정들은 변동비, 고정비 여부를 고려하여 추정하였다. 이때, 매출 대비 비중 및 최근 증감 추이 등을 활용해 avg와 flat을 사용하여 보수적으로 추정하였다. 원재료비, 인건비, 감가상각비 및 무형자산 상각비의 자세한 추정 과정은 다음과 같다.

Bull Case의 추정 사항은 Appendix에 첨부하였다. 추정 논리는 Base Case와 유사하며, 앞선 매출추정에서 계산한 필요 기계장치 수를 고려하여 인건비 및 감가상각비를 추정하였다 [Appx 12]

## 7.1.1. 원재료비 추정

원재료비 추정 (Base Case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
원재료비	51,299	63,654	74,514	80,408	102,347	123,945	163,180
기존 블랭크마스크 매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	226,171	257,496	276,060
원재료비	51,299	63,654	74,514	80,408	102,347	116,384	124,703
EUV 블랭크마스크 매출액	-	-	-	-	-	21,601	109,936
원재료비	-	-	-	-	-	7,561	38,478

원재료비 추정은 크게 1) 기존 사업부문인 DUV, FPD 블랭크마스크 관련 원재료비와 2) 신규 사업부문인 EUV 블랭크마스크 부문을 구분하여 추정하였다. 1) 먼저, 기존 사업부문의 원재료비는 5개년 회귀식을 통해 추정하였다. 동사 제품의 주된 원재료는 유리석영기판(쿼츠)이지만, 지난 10개년 간 매출액 대비 원재료비 추이와 유리석영기판의 가격 변동 추이 간에 유의미한 상관관계가 존재하지 않는다. 하지만, 동사의 매출액 대비 원재료비의 비중은 약 45~50%로 일정한 밴드 내에서 형성된다. 따라서 매출액-원재료비 회귀식을 활용하여 원재료비를 추정하였다.

분기 단위의 매출액-원재료비의 과거 데이터(5개년)를 활용해 도출한 회귀식을 활용하여 원재료비를 추정하였다. 1개년, 3개년, 5개년, 10개년 회귀식을 모두 도출한 이후, R-squared 값, x 계수, y 절편 등을 고려하여 5개년 회귀식을 활용하여 추정하였다. 5개년 회귀식의 R-squared 값이 0.9069로 높은 상관관계를 보이며, x 계수(변동비 비율)이 약 44% 수준으로 가장 합리적이다. 또한, 최근 제품 믹스 변화에 따른 원재료비 비중의 변화를 반영하고 있다. [Appx 8 참고]

2) 신규 사업부문의 원재료비는 Peer사인 AGC사의 EUV 블랭크마스크 매출액 대비 원재료비 비율을 활용하여 추정하였다. AGC의 EUV 블랭크마스크는 GPM이 약 60% 이며, 매출원가 중 원재료비가 약 75%라는 점을 활용하여 추정하였다.

## 7.1.2. 인건비 추정

인건비 추정 및 안분 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
인건비 총액	12,075	13,755	16,635	20,992	23,927	26,671	28,338
직원 인건비	10,246	11,568	14,150	15,847	18,434	21,119	22,723
직원 수(명)	218	241	283	299	341	383	404
평균 인건비	47	48	50	53	54	55	56
임원 인건비	1,814	2,181	2,252	2,014	2,361	2,421	2,484
등기 임원	767	898	949	1,002	1,058	1,118	1,181
미등기 임원	1,047	1,283	1,303	1,012	1,303	1,303	1,303
기타	15	6	233	3,131	3,131	3,131	3,131
매출원가 배분액	5,944	6,313	7,763	9,027	10,813	12,053	12,806
비중 (%)	49.23%	45.90%	46.67%	43.00%	45.19%	45.19%	45.19%
판관비(경상개발비) 배분액	2,084	2,012	2,401	3,183	3,453	3,849	4,090
비중 (%)	17.26%	14.63%	14.43%	15.16%	14.43%	14.43%	14.43%
판관비(일반) 배분액	4,047	5,430	6,471	8,781	9,661	10,769	11,442
비중 (%)	33.51%	39.47%	38.90%	41.83%	40.38%	40.38%	40.38%

동사는 지난 4년 동안 EUV 블랭크마스크 및 펠리클 양산 준비를 위해 꾸준히 직원을 늘려왔다. 2H26부터 EUV 블랭크마스크 양산이 시작될 것으로 예상되며, 이후 추가적인 라인 증설 가능성이 존재한다. 따라서, 매출추정의 논리에 따라 필요한 기계 수를 고려하여 인원 수 증가를 가정하였다. 평균 인건비 역시 최근 3개년 증가추이를 반영하여 추정하였다. 21~24년 인건비 배분 비율이 크게 변하지 않음을 활용하여 매출원가, 경상개발비, 일반 판관비로 배분하였다.

## 7.1.3. 감가상각비 및 무형자산 상각비 추정

유형자산 감가상각비 추정 (=A+B) (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유형자산 감가상각비	8,133	9,429	11,858	12,882	21,319	23,546	24,665
건물 및 구축물	779	782	787	964	1,262	1,292	1,322
기계장치	6,306	7,041	9,044	9,555	16,816	17,568	18,319
기타유형자산	938	1,240	1,550	1,587	2,133	2,859	3,584
리스이용자산	110	365	476	776	1,108	1,828	1,440
(A) 기취득 유형자산의 감가상각비 추정 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
감가상각비	8,133	9,429	11,858	12,882	11,559	11,559	11,172
건물 및 구축물	779	782	787	964	1,232	1,232	1,232
기계장치	6,306	7,041	9,044	9,555	8,532	8,532	8,532
기타유형자산	938	1,240	1,550	1,587	1,408	1,408	1,408
리스이용자산	110	365	476	776	388	388	-
(B) 신규 취득 유형자산의 감가상각비 추정 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
감가상각비	-	-	-	-	9,759	11,986	13,493
건물 및 구축물					30	60	90
기계장치					8,284	9,036	9,787
기타유형자산					725	1,451	2,176
리스이용자산					720	1,440	1,440

유형자산 감가상각비 및 무형자산 상각비를 각각 추정한 이후 합산하여 매출원가, 경상연구개발비, 일반 판관비로 배분하였다. 먼저, 유형자산 감가상각비는 (A) 현재 취득한 기취득 자산의 유형자산상각비에, (B) 향후 추가 CapEx로 발생하는 유형자산상각비를 더해 추정하였다. (A) 기취득 자산의 유형자산상각비는 잔여 내용연수를 추정하여 24년 기말 장부가액을 각 유형자산의 잔여 내용연수로 나누어 상각비를 산출하였다. (B) CapEx로 발생하는 유형자산상각비 추정은 유지 CapEx와 추가 투입이 예상되는 CapEx를 고려하였다. 특히, 25년부터 인식될 Lasertec의 검사장비, 25년 1차 증설 및 26년 이후 2차 증설 가능성을 반영하여 추정하였다. 무형자산 상각비는 과거 추이를 반영하여 추정하였다. [Appx 9, 10 참고]

감가상각비 및 상각비 안분 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
감가상각비 및 상각비	9,024	10,127	12,415	13,434	21,950	24,177	25,296
유형자산 감가상각비	8,133	9,429	11,858	12,882	21,319	23,546	24,665
무형자산 상각비	1,709	1,370	1,073	1,023	1,184	1,184	1,184
조정	(818)	(672)	(516)	(471)	(553)	(553)	(553)
매출원가 배분액	6,632	7,105	7,186	7,393	9,160	14,177	15,451
비중 (%)	73.49%	70.16%	57.88%	55.03%	41.73%	58.64%	61.08%
판관비(경상개발비) 배분액	1,023	1,834	4,027	4,530	10,491	7,510	7,259
비중 (%)	11.34%	18.11%	32.44%	33.72%	47.80%	31.06%	28.70%
판관비(감가상각비) 배분액	607	603	770	1,105	1,829	2,020	2,116
비중 (%)	6.73%	5.95%	6.20%	8.23%	8.33%	8.36%	8.37%
판관비(상각비) 배분액	762	585	431	406	469	469	469
비중 (%)	8.44%	5.78%	3.47%	3.02%	2.14%	1.94%	1.86%

이후, 감가상각비 및 상각비를 배분할 때, EUV 관련 기계장치 및 24년 12월에 취득한 Lasertec 검사장비 배분에 유의하여 배분하였다. 1H26까지는 양산 준비에 활용될 것으로 판단하여 경상개발비에 배분하였고, 2H26부터 매출에 기여할 것으로 판단하여 매출원가에 포함하였다.

## 7.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
기타손익	(53)	156	(654)	284	385	385	385
유형자산 관련손익	(80)	(17)	47	25	18	18	18
무형자산 관련손익	(901)	5	-	-	2	2	2
관계기업투자주식 관련손익	(186)	-	-	-	-	-	-
잡손익	514	295	1,220	287	365	365	365
금융손익	55	289	1,111	4,328	1,840	2,341	3,152
이자손익	457	905	1,716	2,243	2,223	2,723	3,535
외환 관련손익	168	243	106	2,181	172	172	172
공정가치금융상품 관련손익	(571)	(910)	(663)	(214)	(596)	(596)	(596)
비지배지분 관련손익	1	52	(48)	118	41	41	41
이자손익 추정							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
이자손익	457	905	1,716	2,243	2,223	2,723	3,535
현금및현금성자산	51,851	46,465	59,029	75,572	85,572	110,572	145,572
단기금융상품	7,760	1,268	2,116	6,633	9,233	12,854	17,894
단기대여금	50	50	31	28	36	36	36
장기금융상품	4,782	6,729	6,570	4,119	5,806	5,806	5,806
장기대여금	175	175	152	118	148	148	148
이자수익	503	963	1,790	2,340	2,362	2,903	3,769
유효이자율 (%)		1.61%	2.92%	3.03%	2.52%	2.52%	2.52%
유동차입금	4,042	9,525	11,583	15,326	19,440	24,658	31,278
유동리스부채	80	383	209	965	1,532	2,432	3,861
장기차입금	-	-	-	-	-	-	-
장기리스부채	191	296	248	634	927	1,356	1,983
이자비용	46	58	74	98	139	180	234
유효이자율 (%)		0.80%	0.67%	0.67%	0.71%	0.71%	0.71%

영업외손익의 경우 대응되는 계정들을 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 이자손익의 경우, 영업활동현금흐름의 증가 추이와 26년 이후 EUV 공정 추가를 위한 증설 등을 고려하여 추정하였다. 이외 합리적 추정이 불가능한 계정들은 0 flat 또는 avg flat 처리하였다. 영업외손익의 경우, Bull case와 Base case 모두 동일하게 추정하였다.

## 7.3. 최종 추정손익계산서

추정 연결손익계산서 (Base Case)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	57,925	226,171	279,098	385,996
YoY(%)	13.13%	24.95%	21.71%	17.09%	38.70%	28.50%	23.40%	38.30%
매출원가	72,785	89,654	103,673	116,520		145,620	178,927	231,202
매출총이익	26,058	33,853	46,648	59,493		80,550	100,171	154,794
GPM(%)	26.36%	27.41%	31.03%	33.80%		35.61%	35.89%	40.10%
판매비와관리비	13,447	17,840	21,608	30,015		37,369	36,781	38,947
영업이익	12,611	16,013	25,039	29,479	11,939	43,182	63,390	115,846
OPM(%)	12.76%	12.97%	16.66%	16.75%	20.61%	19.09%	22.71%	30.01%
기타손익	(654)	284	1,267	312		(385)	(385)	(385)
금융손익	55	289	1,111	4,328		1,840	2,341	3,152
지분법손익	(145)	(44)	326	378		220	220	220
세전순이익	11,868	16,541	27,743	34,496	13,028	44,856	65,565	118,833
법인세비용(수익)	369	(923)	1,888	4,183	1,057	4,246	6,206	11,248
당기순이익(손실)	11,499	17,464	25,855	30,314	11,971	40,611	59,359	107,585
지배지분 귀속	11,499	17,464	25,855	30,480	12,010	40,611	59,359	107,585
비지배지분 귀속	-	-	-	(166)	(39)	-	-	-
NPM(%)	11.63%	14.14%	17.20%	17.22%	20.67%	17.96%	21.27%	27.87%

법인세 비용은 근 4개년 유효법인세율을 활용하여 추정하였으며, 지분법 손익의 경우 연결자회사 에스엔에스인베스트먼트의 최근 펀드 수익을 활용하여 추정하였다. [Appx 11 참고] Bull Case 손익계산서는 Appendix에 첨부하였다. [Appx 13 참고]

## 7.4. Valuation - Historical PER Method

### 7.4.1. Why Historical PER Method?

본 보고서는 Valuation을 위해서 Historical PER Method를 사용한다. 투자포인트 1, 2에서 핵심은 동사의 중국향 매출 성장과 EUV 블랭크마스크 양산 시작으로 동사의 이익이 가파르게 성장한다는 것이다. Valuation에서는 가파른 이익 성장과 기대감을 담아내기 위해 적절한 Multiple을 담아내는 것이 중요하다. 이때 영업구조, 재무구조가 가장 유사한 동사의 과거의 Multiple을 활용하는 것이 적절한 Valuation이라 판단하여, Historical PER Method를 활용한다.

### 7.4.2. Why Not PEER PER Method?

블랭크마스크 시장은 과점시장으로, 주요 Player로는 Hoya, AGC, Shin Etsu Chemical 동사이다. 세 회사 모두 도쿄 증권 거래소에 상장되어 있다. 그러나 Hoya, AGC, Shinetsu 는 다른 사업부의 비중이 높아 적절한 PEER가 되지 못한다. 매출비중, 재무 구조 등에서 현격한 차이가 존재하기 때문이다. Hoya는 Life Care 사업부문(렌즈, 내시경 등)의 매출 비중이 59% 이상이고, AGC는 타 사업부 매출 비중이 82% 이상, Shin Etsu는 타 사업부 매출 비중이 65% 이상이다. 따라서 Valuation을 위한 적절한 Peer가 아니라 판단하여 PEER PER Method를 적용하지 않는다.

### 7.4.3. Target Multiple 선정 - 1Q23~2Q23 평균 12MF PER Multiple

1) Base case: 동사의 Target Multiple은 1Q23의 평균 12MF PER Multiple 19.21을 제시한다. 본 보고서의 목표주가 실현시점인 25년 말은 꾸준한 중국향 매출 증가와 함께, EUV 블랭크마스크 매출이 1년 이내로 다가온 기대감이 있는 시점이다. 해당 시점 역시 중국향 매출이 본격적으로 증가하기 시작한 시점이며, EUV 블랭크마스크 및 펠리클 양산에 대한 기대감이 있었던 시점이다.

해당 시점에는 중국의 정부 주도 정책으로 인해서 DUV 블랭크마스크 및 FPD용 블랭크마스크 30% 이상씩 성장하였다. 또한, 22년 12월 EUV 블랭크마스크 증착 장비 들어오고, ASML 발표에 따라 펠리클 수명 테스트를 통과할 가능성이 높다는 기대감이 생겼다. 또한, 24년 중으로 양산 준비 완료될 것이라는 발표 등 EUV에 대한 기대감이 있었다는 점에서 유사하다.

2) Bull case: 동사의 Target Multiple은 3Q23의 평균 12MF PER Multiple 17.57을 제시한다. 이는 Base case와 상황적으로 유사하나, EUV 매출에 대한 기대감이 더욱 커지면서 EPS 추정치가 상향된 상태이다. 따라서, Bull case에서의 25년말 동사의 모습과 유사하다.

동사의 25년 중국향 매출 성장, 26년 EUV 관련 매출 성장 두 가지 내러티브로 이어달리기 할 수 있는 시점이라고 판단한다. 따라서 1) Base case는 26E EPS 2,850원에 Target Multiple 19.21을 적용한 목표주가 54,700원, 상승여력 57.86%, 2) Bull case는 26E EPS 4,024원에 Target Multiple 17.57을 적용한 목표주가 70,600원, 상승여력 103.75%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Historical PER Method (2026E) (Base case)	
2026E 매출액 (백만 원)	279,098
2026E 당기순이익 (백만 원)	59,359
유통주식총수 (주)	20,829,654
2026E EPS (원)	2,850
Target PER Multiple	19.21x
목표주가 (원)	54,700
현재주가 (원)	34,650
상승여력	57.86%

Historical PER Method (2026E) (Bull case)	
2026E 매출액 (백만 원)	343,902
2026E 당기순이익 (백만 원)	83,815
유통주식총수 (주)	20,829,654
2026E EPS (원)	4,024
Target PER Multiple	17.57x
목표주가 (원)	70,600
현재주가 (원)	34,650
상승여력	103.75%

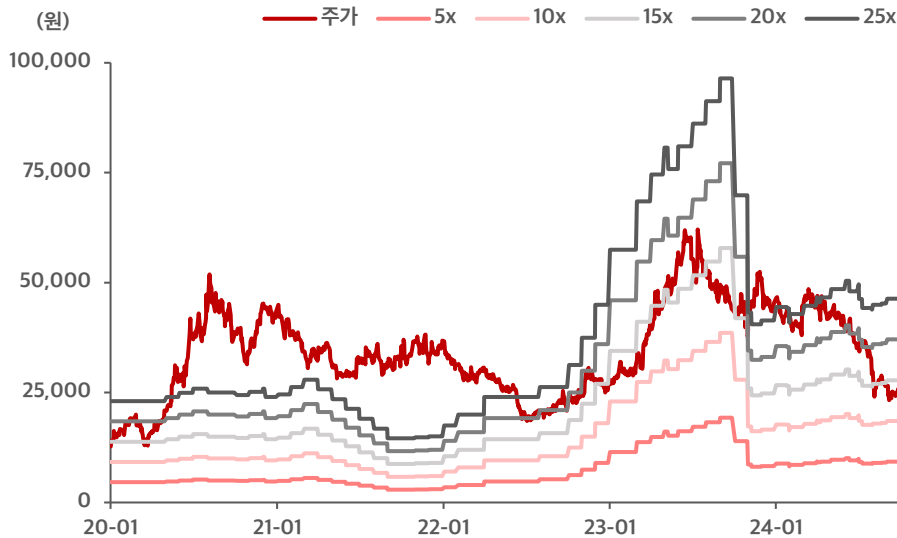
## Appendix

## Appx 1. 에스앤에스텍 연결 BS, CF

연결 재무상태표 (단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	2024
<b>자산</b>	<b>197,439</b>	<b>226,750</b>	<b>256,759</b>	<b>297,032</b>
유동자산	99,178	94,153	118,042	155,043
현금및현금성자산	51,851	46,465	59,029	75,572
매출채권	22,219	26,157	33,741	37,352
단기금융상품	7,760	1,268	2,116	6,633
단기미수익	6	182	331	462
단기선급비용	116	238	291	221
단기대여금	50	50	31	28
유동재고자산	16,825	18,836	19,787	31,457
당기법인세자산	89	-	1	1
기타유동금융자산	66	130	515	467
기타유동자산	195	827	2,200	2,851
비유동자산	98,261	132,597	138,716	141,988
장기금융상품	4,782	6,729	6,570	4,119
종속기업 등에 대한 투자자산	1,335	5,671	7,507	5,095
유형자산	82,016	108,504	115,977	125,182
영업권 이외의 무형자산	2,757	2,261	1,896	1,733
투자부동산	959	939	-	-
이연법인세자산	6,033	7,790	6,116	4,637
장기대여금	175	175	152	118
기타비유동금융자산	201	528	499	1,105
기타비유동자산	4	-	-	-
<b>부채</b>	<b>23,014</b>	<b>36,359</b>	<b>35,960</b>	<b>50,185</b>
유동부채	17,092	30,461	29,187	39,677
단기매입채무	9,253	11,498	9,540	13,604
유동 차입금	4,042	9,525	11,583	15,326
단기미지급금	1,165	5,020	3,080	3,258
단기미지급비용	1,545	2,160	2,160	3,084
당기법인세부채	618	803	1,714	2,110
기타유동금융부채	155	221	288	786
기타 유동부채	236	851	613	544
유동 리스부채	80	383	209	965
비유동부채	5,921	5,898	6,773	10,508
장기차입금	-	-	-	-
퇴직급여부채	5,444	5,366	6,214	7,250
기타비유동부채	67	68	95	2,527
비유동리스부채	191	296	248	634
비지배자부채	219	168	216	98
<b>자본</b>	<b>174,425</b>	<b>190,391</b>	<b>220,799</b>	<b>246,847</b>
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	174,425	190,391	220,799	245,471
자본금	10,726	10,726	10,726	10,726
주식발행초과금	102,342	102,342	102,342	102,342
기타자본잉여금	(2,104)	(1,846)	6,189	3,917
기타포괄손익누계액	-	-	-	-
이익잉여금(결손금)	63,461	79,169	101,542	128,487
비지배자본	-	-	-	1,376
자본과부채총계	197,439	226,750	256,759	297,032

연결 현금흐름표 (단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	2024
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>12,644</b>	<b>24,922</b>	<b>25,558</b>	<b>36,048</b>
당기순이익(손실)	11,499	17,464	25,855	30,314
당기순이익조정을 위한 가감	11,764	11,535	11,127	16,611
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(10,614)	(4,271)	(12,906)	(10,585)
이자수취	627	892	1,802	2,002
이자지급(영업)	(50)	(47)	(45)	(64)
법인세환급(납부)	(583)	(651)	(275)	(2,229)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>13,813</b>	<b>(33,376)</b>	<b>(20,774)</b>	<b>(19,206)</b>
단기금융상품의 처분	26,000	-	45,341	-
단기투자증권의 감소	-	-	-	-
대여금의 감소	70	-	243	77
임차보증금의 감소	590	75	131	42
장기투자증권의 감소	931	-	124	-
유형자산의 처분	2	45	127	68
무형자산의 처분	-	86	-	-
관계기업에 대한 투자자산의 처분	-	-	201	1,205
정부보조금의 수취	513	914	87	228
단기금융상품의 취득	-	-	(45,341)	-
단기투자증권의 증가	-	-	-	-
대여금의 증가	(150)	-	(250)	(40)
임차보증금의 증가	(25)	(421)	(103)	(746)
장기금융상품의 취득	-	(300)	-	(1)
종속기업투자주식의 증가	-	-	-	-
관계기업투자주식의 증가	-	(1,500)	-	(188)
유형자산의 취득	(14,103)	(31,949)	(21,108)	(19,790)
무형자산의 취득	(15)	(327)	(225)	(61)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(5,096)</b>	<b>3,216</b>	<b>7,924</b>	<b>(1,133)</b>
정부보조금의 수취	-	-	-	-
단기차입금의 증가	26,359	30,911	33,159	44,548
장기차입금의 증가	-	-	-	-
임대보증금의 증가	10	32	82	-
비지배자본의 취득	220	-	-	-
종속기업의 유상증자	-	-	-	3,980
주식의 발행	-	-	-	-
자기주식의 처분	-	-	9,637	-
단기차입금의 상환	(29,925)	(25,281)	(31,316)	(41,068)
임대보증금의 감소	-	(10)	(71)	(35)
유동성장기부채의 상환	-	-	-	-
장기차입금의 상환	-	-	-	-
배당금지급	(1,666)	(2,083)	(3,125)	(3,155)
금융리스부채의 지급	(94)	(353)	(443)	(677)
자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출	-	-	-	-
<b>환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증감</b>	<b>21,361</b>	<b>(5,237)</b>	<b>12,707</b>	<b>15,710</b>
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	60	(135)	(143)	834
현금및현금성자산의 순증감	21,421	(5,372)	12,564	16,543
기초현금및현금성자산	30,431	51,851	46,479	59,043
기말현금및현금성자산	46,479	59,043	59,043	75,587

## Appx 2. 에스앤에스텍 12MF PER Band



Appx 3. DUV용 블랭크마스크 매출 Table

DUV용 블랭크마스크 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	34,464	39,243	43,217	54,137	17,614	74,045	86,859	97,420
<i>YoY(%)</i>		<b>13.87%</b>	<b>10.13%</b>	<b>25.27%</b>		<b>36.77%</b>	<b>17.30%</b>	<b>12.16%</b>
국외	11,721	13,310	18,911	29,081		42,060	50,252	57,061
중국	6,887	7,391	12,712	21,008		32,826	40,015	46,217
대만	3,186	4,255	4,646	6,721		7,823	8,789	9,413
기타	1,648	1,664	1,553	1,351		1,412	1,449	1,431
국내	22,743	25,934	24,306	25,057		31,985	36,606	40,359
삼성전자	12,118	12,551	10,809	11,093		13,312	15,235	16,797
기타	10,625	13,383	13,497	13,964		18,673	21,371	23,562

Appx 4. FPD용 블랭크마스크 매출 Table

FPD용 블랭크마스크 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	64,005	83,006	99,807	112,472	37,911	142,526	161,038	169,041
<i>YoY(%)</i>		<b>29.69%</b>	<b>20.24%</b>	<b>12.69%</b>		<b>26.72%</b>	<b>12.99%</b>	<b>4.97%</b>
국외	21,767	27,897	43,092	54,007		67,877	77,999	81,800
중국	19,079	24,452	35,666	52,355		66,229	76,402	80,253
기타	2,688	3,445	7,426	1,652		1,648	1,597	1,547
국내	42,237	55,109	56,715	58,465		74,648	83,039	87,241

Appx 5. EUV용 블랭크마스크 매출 Table (Bull Case)

EUV용 매출 추정 (Bull Case)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
EUV 블랭크마스크 매출액	-	-	-	-	-	-	86,406	175,897
삼성전자향 매출액						-	86,406	175,897
ASP						60	60	60
삼성전자 수요량(장)						7,072	7,200	7,329
침투율(%)						0.00%	20.00%	40.00%
판매량(장)						0	1,440	2,932
타사향 매출액						-	-	-
ASP						60	60	60
타사 수요량(장)						22,813	25,898	27,000
침투율(%)						0.00%	0.00%	0.00%
판매량(장)						0	0	0

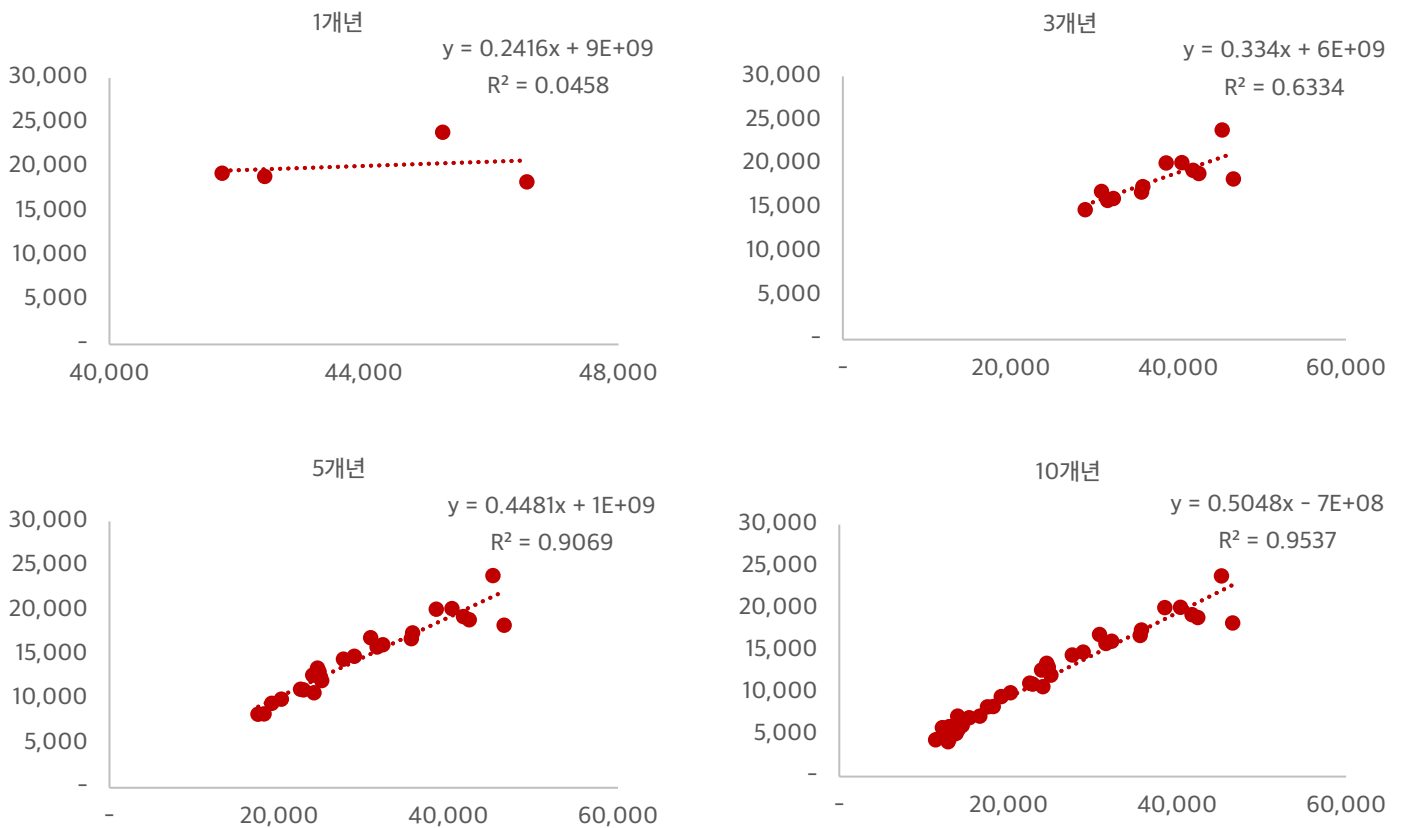
Appx 6. EUV용 블랭크마스크 가동률 (Bull Case)

EUV 블랭크마스크 가동률 계산 (Bull Case)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
공장 가동률						<b>0.00%</b>	<b>41.15%</b>	<b>59.83%</b>
증착 장비 대수						3	5	7
대당 생산 가능 수량						700	700	700
총 생산 가능 수량						2,100	3,500	4,900
판매수량						0	1,440	2,932

Appx 7. 최종 매출 Table (Bull Case)

최종 매출 Table								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	57,925	226,171	343,902	451,958
YoY(%)		24.95%	21.71%	17.09%		28.50%	52.05%	31.42%
블랭크마스크	98,469	122,249	143,025	166,610	55,525	216,571	334,302	442,358
% of sales	99.62%	98.98%	95.15%	94.66%	95.86%	95.76%	97.21%	97.88%
반도체용	34,464	39,243	43,217	54,137		74,045	173,264	273,317
% of sales	34.87%	31.77%	28.75%	30.76%		32.74%	50.38%	60.47%
DUV	34,464	39,243	43,217	54,137		74,045	86,859	97,420
EUV	-	-	-	-		-	86,406	175,897
FPD용	64,005	83,006	99,807	112,472		142,526	161,038	169,041
% of sales	64.75%	67.21%	66.40%	63.90%		63.02%	46.83%	37.40%
투자	374	1,157	5,724	7,863	2,000	8,000	8,000	8,000
% of sales	0.38%	0.94%	3.81%	4.47%	3.45%	3.54%	2.33%	1.77%
바이오	-	101	1,572	1,541	400	1,600	1,600	1,600
% of sales	0.00%	0.08%	1.05%	0.88%	0.69%	0.71%	0.47%	0.35%

Appx 8. 매출액 - 원재료비 회귀식 추정



## Appx 9. 유지 및 신규취득 CapEx 추정

CapEx 추정 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
CapEx	19,648	16,432	28,887	27,753	62,445	9,717	9,717
건물 및 구축물	1,848	-	671	17,864	840	840	840
기계장치	17,355	12,204	25,473	6,010	57,989	5,261	5,261
기타유형자산	443	3,140	1,858	1,531	2,176	2,176	2,176
리스이용자산	3	1,087	884	2,348	1,440	1,440	1,440

## Appx 10. 무형자산 상각비 추정

무형자산 상각비 추정 (Base case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비	1,709	1,370	1,073	1,023	1,184	1,184	1,184
개발비	1,513	1,186	850	776	937	937	937
기타무형자산	196	184	224	247	247	247	247

## Appx 11. 법인세 비용 추정

법인세비용 추정 (Base case)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
법인세비용(수익)	369	(923)	1,888	4,183	1,057	4,246	6,206	11,248
세전순이익	11,868	16,541	27,743	34,496	13,028	44,856	65,565	118,833
법인세율(%)	3.11%	-5.58%	6.81%	12.13%	8.11%	9.47%	9.47%	9.47%

## Appx 12. 매출원가 및 판관비 추정 (Bull case)

원재료비 추정 (Bull Case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
원재료비	51,299	63,654	74,514	80,408	102,347	146,626	186,267
기존 블랭크마크스 매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	226,171	257,496	276,060
원재료비	51,299	63,654	74,514	80,408	102,347	116,384	124,703
EUV 블랭크마크스 매출액	-	-	-	-	-	86,406	175,897
원재료비	-	-	-	-	-	30,242	61,564

인건비 추정 및 안분 (Bull case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
인건비 총액	12,075	13,755	16,635	20,992	23,927	28,987	34,243
직원 인건비	10,246	11,568	14,150	15,847	18,434	23,435	28,628
직원 수(명)	218	241	283	299	341	425	509
평균 인건비	47	48	50	53	54	55	56
임원 인건비	1,814	2,181	2,252	2,014	2,361	2,421	2,484
등기 임원	767	898	949	1,002	1,058	1,118	1,181
미등기 임원	1,047	1,283	1,303	1,012	1,303	1,303	1,303
기타	15	6	233	3,131	3,131	3,131	3,131
매출원가 배분액	5,944	6,313	7,763	9,027	10,813	13,099	15,475
비중(%)	49.23%	45.90%	46.67%	43.00%	45.19%	45.19%	45.19%
판관비(경상개발비) 배분액	2,084	2,012	2,401	3,183	3,453	4,183	4,942
비중(%)	17.26%	14.63%	14.43%	15.16%	14.43%	14.43%	14.43%
판관비(일반) 배분액	4,047	5,430	6,471	8,781	9,661	11,704	13,827
비중(%)	33.51%	39.47%	38.90%	41.83%	40.38%	40.38%	40.38%

유형자산 감가상각비 추정 (=A+B) (Bull case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유형자산 감가상각비	8,133	9,429	11,858	12,882	21,462	29,581	33,843
건물 및 구축물	779	782	787	964	1,262	1,292	1,322
기계장치	6,306	7,041	9,044	9,555	16,959	23,604	27,498
기타유형자산	938	1,240	1,550	1,587	2,133	2,859	3,584
리스이용자산	110	365	476	776	1,108	1,828	1,440

감가상각비 및 상각비 안분 (Bull case)							
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
감가상각비 및 상각비	9,024	10,127	12,415	13,434	22,093	30,212	34,474
유형자산 감가상각비	8,133	9,429	11,858	12,882	21,462	29,581	33,843
무형자산 상각비	1,709	1,370	1,073	1,023	1,184	1,184	1,184
조정	(818)	(672)	(516)	(471)	(553)	(553)	(553)
매출원가 배분액	6,632	7,105	7,186	7,393	9,291	19,695	23,842
<b>비중 (%)</b>	<b>73.49%</b>	<b>70.16%</b>	<b>57.88%</b>	<b>55.03%</b>	<b>42.05%</b>	<b>65.19%</b>	<b>69.16%</b>
판관비(경상개발비) 배분액	1,023	1,834	4,027	4,530	10,491	7,510	7,259
<b>비중 (%)</b>	<b>11.34%</b>	<b>18.11%</b>	<b>32.44%</b>	<b>33.72%</b>	<b>47.49%</b>	<b>24.86%</b>	<b>21.06%</b>
판관비(감가상각비) 배분액	607	603	770	1,105	1,841	2,538	2,904
<b>비중 (%)</b>	<b>6.73%</b>	<b>5.95%</b>	<b>6.20%</b>	<b>8.23%</b>	<b>8.33%</b>	<b>8.40%</b>	<b>8.42%</b>
판관비(상각비) 배분액	762	585	431	406	469	469	469
<b>비중 (%)</b>	<b>8.44%</b>	<b>5.78%</b>	<b>3.47%</b>	<b>3.02%</b>	<b>2.12%</b>	<b>1.55%</b>	<b>1.36%</b>

## Appx 13. 추정 손익계산서 (Bull case)

추정 연결손익계산서 (Bull Case)								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	98,843	123,507	150,320	176,014	57,925	226,171	343,902	451,958
<b>YoY(%)</b>	<b>13.13%</b>	<b>24.95%</b>	<b>21.71%</b>	<b>17.09%</b>	<b>38.70%</b>	<b>28.50%</b>	<b>52.05%</b>	<b>31.42%</b>
매출원가	72,785	89,654	103,673	116,520		145,751	214,849	272,144
매출총이익	26,058	33,853	46,648	59,493		80,420	129,053	179,813
<b>GPM(%)</b>	<b>26.36%</b>	<b>27.41%</b>	<b>31.03%</b>	<b>33.80%</b>		<b>35.56%</b>	<b>37.53%</b>	<b>39.79%</b>
판매비와관리비	13,447	17,840	21,608	30,015		37,381	39,422	43,841
영업이익	12,611	16,013	25,039	29,479	11,939	43,039	89,631	135,973
<b>OPM(%)</b>	<b>12.76%</b>	<b>12.97%</b>	<b>16.66%</b>	<b>16.75%</b>	<b>20.61%</b>	<b>19.03%</b>	<b>26.06%</b>	<b>30.09%</b>
기타손익	(654)	284	1,267	312		385	385	385
금융손익	55	289	1,111	4,328		1,840	2,341	3,152
지분법손익	(145)	(44)	326	378		220	220	220
세전순이익	11,868	16,541	27,743	34,496	13,028	45,485	92,577	139,730
법인세비용(수익)	369	(923)	1,888	4,183	1,057	4,305	8,763	13,226
당기순이익(손실)	11,499	17,464	25,855	30,314	11,971	41,179	83,815	126,504
지배지분 귀속	11,499	17,464	25,855	30,480	12,010	41,179	83,815	126,504
비지배지분 귀속	-	-	-	(166)	(39)	-	-	-
<b>NPM(%)</b>	<b>11.63%</b>	<b>14.14%</b>	<b>17.20%</b>	<b>17.22%</b>	<b>20.67%</b>	<b>18.21%</b>	<b>24.37%</b>	<b>27.99%</b>

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.