



에스앤에스텍 (101490)

1Q18 Review: 매출액 144억원, 영업이익 10억원 달성

작성자: 정민경

T: 070-8614-6646

E-mail: jmk0414@sejongdata.com

▶ Product Portfolio



자료: 에스앤에스텍 / 세종기업데이터

회사의 개요

에스앤에스텍은 2001년 설립되어 2009년 4월 코스닥 시장에 상장하였다. 대구광역시에 본사를 두고 있으며, 반도체 및 디스플레이 관련 제품인 블랭크마스크의 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 최대주주는 정수홍 회장(지분율: 22.14%)이다. 2014년 월드클래스 300 기업에 선정되었고, 2016년 첨단기술기업으로 지정받아 3년 동안 법인세가 감면된다. 2016년부터 2018년까지는 100% 감면을 받으며, 2019년과 2020년에는 50% 감면 효과를 적용받는다. 최저세율을 제외한 나머지 부문에만 해당된다.

주요 사업의 내용

블랭크마스크는 반도체 및 LCD, OLED 노광 공정의 핵심 재료인 포토마스크의 원재료로 패턴이 노광되기 전의 마스크를 의미한다. 석영유리기판 위에 금속박막 필름이 증착되고 그 위에 감광액이 도포된 형태로 이루어져 있다. 블랭크마스크를 이용하여 노광, 현상 및 검사와 같은 일련의 공정을 통해 포토마스크(Photomask)를 제조한 후 칩 디자인 패널을 웨이퍼 위에 묘사하기 때문에 반도체 및 LCD, OLED 제조공정의 핵심 재료로 평가받는다. 주요 고객은 삼성전자, 삼성디스플레이, SK하이닉스, SMIC, PKL 등이다.

반도체 및 디스플레이 산업의 경우 공정이 미세하게 진행되는데, 카메라 광학기술로 패턴을 그대로 찍어내는 공정이 바로 노광 공정이다. 카메라 원리를 이용하기 때문에 카메라 본체, 인화지, 필름 등이 필요하다. ASL의 노광장비가 카메라 본체, 웨이퍼가 인화지의 역할을 하게 된다. 그리고 가장 중요한 상이 맺히는 인화지의 필름이 중요한데, 그 필름에 따라 해상도가 좌지우지 되기 때문이다. 필름 역할을 하는 것이 바로 포토마스크이며, 포토마스크의 원판이 블랭크마스크이다.

다시 말해, 노광공정은 인쇄하는 금형틀이 포토마스크이고, 그 틀의 원판이 블랭크마스크이다. 반복해서 사용하긴 하지만 소모품이 아니며, 셋팅되고 만들어지면 그 모델이 끝날 때까지 반복하여 사용된다.

블랭크마스크의 주요 원재료는 석영 기판이다. 합성석영유리가판이라고 불리는 Quartz로, 원익QnC에서 제조하는 Quartz와는 다른 제품이다. 가장 큰 차이점은 순도에 있다. 노광공정에 쓰이기 때문에 빛이 그대로 투과되어 웨이퍼에 찍혀야 한다. 따라서 투과율이 100%가 되어야 하고, 에너지를 계속 받아야 하기 때문에 열팽창 계수도 일정 수준을 만족해야하는 고순도 합성 유리기판이다. 아쉽게도 국내에는 기술을 가진 기업이 없으며, 100% 일본으로부터 수입하고 있다. 이를 이용하여 표면을 정밀하게 세정하고 그 위에 크롬 계열 등의 금속박막을 특정 두께로 얇게 증착한 후 그 위에 포토레지스트를 코팅하는 구조가 블랭크마스크이다.

※ 노광공정

미세한 TFT를 제작하기 위해서는 Photo patterning이라는 방식을 사용합니다. 미세한 TFT의 회로 패턴을 제작 하기 위해서는 Glass(또는 PI기판) 위에 TFT 구성에 필요한 층을 ‘쌓고’, ‘깎고’ 그 위에 또 다른 층을 ‘쌓고’, ‘깎고’를 반복해 구성하는 식입니다. 이때, 어떤 물질위에 빛을 이용하여 원하는 형태를 Pattern 하는 방식을 Photo patterning이라고 합니다.

그렇다면 ‘쌓는’ 방법은 또 무엇인지 궁금해지기 시작합니다. 전문적인 표현을 쓰자면 ‘증착(蒸着, deposition)’을 한다고 하며 쌓으려는 물질의 종류에 따라 물리적인 방법인 PVD(Physical Vapor Deposition)와 화학적인 방법인 CVD(Chemical Vapor Deposition)의 2가지를 사용합니다.

그리고 ‘깎는’ 과정은 ‘식각(蝕刻, etching)’을 한다고 하며, 방식에 따라 가스나 플라즈마, 이온 빔을 이용하는 건식 식각과 화학약품을 사용하는 습식 식각이 있습니다. 그리고 증착과 식각 사이에 가장 중요한 과정으로 pattern 작업이 있는데, pattern 작업은 ‘노광(露光, lithography 또는 exposure)’과 ‘현상(現像, development)’으로 나뉩니다. 우리 일상에서도 촬영한(노광) 사진을 사진관에서 현상할 때와 같이 디스플레이 제조 과정에서도 같은 원리로 이 방법을 사용합니다. 이 과정들은 증착한 물질의 식각시 필요한 부분은 남기고, 불필요한 부분은 제거하기 위해 사용합니다.

먼저 기판(substrate)을 바닥에 배치합니다. 그리고 앞서 설명드린 PVD 또는 CVD 방법을 활용하여 TFT의 기초가 되는 물질을 기판 위에 고르게 증착 합니다. 증착이 끝나면 그 위에 PR이라는(Photo Resistor: 빛이 닿는 부분과 닿지 않는 부분이 서로 다르게 반응하는 물질) 물질을 도포합니다. 그 다음 노광이라는 단계에서 원하는 패턴의 모양이 그려진 Mask를 PR 위에 가까이 댄 후 빛을 쏘아 빛을 받은 부위의 PR을 단단하게 만듭니다. 이후에 현상시, 현상액에 의해 노광 과정에서 Mask에 가려 빛을 받지 못했던 부분의 PR은 녹아버리게 됩니다.

이렇게, PR에 원하는 패턴만이 남게 되는데, 여전히 물질은 기판 전체에 모두 도포된 상태지요. 이때 식각(Etching)이라는 과정을 통해 PR이 덮여 있지 않는 부분의 물질을 모두 제거 합니다.

이러한 제작 과정을 통해 TFT를 구성하는 적층 구조를 제작 하게 됩니다.

출처: 삼성디스플레이 공식 블로그

▶ 패터닝(Patterning) 과정



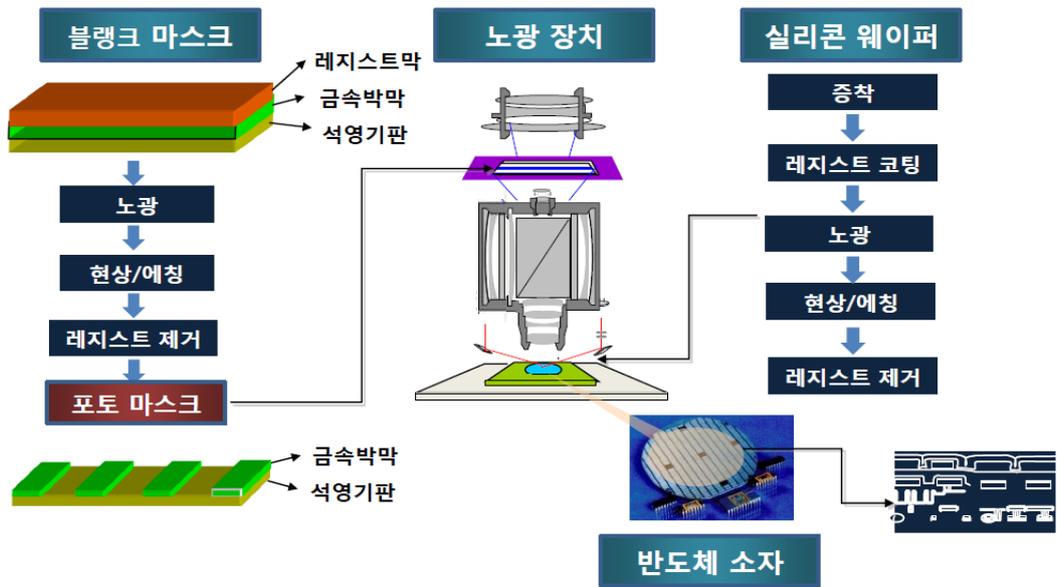
출처: 삼성디스플레이

전체 Supply Chain은 쿼츠 /블랭크 마스크 /포토 마스크 /웨이퍼 노광/ 패널 TFT 노광 등이다. 웨이퍼 노광 공정은 레이어가 단층이 아니라 수십층의 적층 구조로, 웨이퍼도 수십 번 반복하여 노광 공정을 진행하게 된다. 레이어에 맞게 1:1로 증착하기 때문에 일반적으로 14나노의 레이어 수는 63개 이상, 7나노는 80개 이상이다. 미세화가 되면 될 수록 레이어가 증가하는 구조이다.

디스플레이용 블랭크마스크는 크게 LCD와 OLED로 구분된다. LCD는 크게 화소 역할을 하는 Color Filter와, 그 뒤에 있는 TFT Array 등 2가지 형태의 블랭크마스크가 있으며, OLED는 Color Filter가 없기 때문에 TFT Array만 필요하다. LCD TFT의 노광 스탬프수는 4~5개 정도이며, OLED는 9~15개로 늘어난다. 기존 LCD 화소는 400~500ppi이라면 OLED의 경우에는 700~800ppi로 화소자체도 늘어나고 고집적화되기 때문이다.

또한 TFT-LCD와 같은 Display 액정 소자 제조를 위한 포토마스크의 원재료로서 반도체용 블랭크마스크의 한정된 크기와는 달리 Flat Panel Display는 최종 제품의 크기에 따라 다양한 크기를 가지고 있다. 해마다 대형화되는 평면 TV를 중심으로 발전해 왔으며, 1세대의 330 x 450 Size에서 지금은 1620 x 1780 Size의 10세대 크기까지 발전하였다. 최종 제품의 크기가 커질수록, 상대적으로 많은 Panel이 필요하게 되며 이때, 원가 절감 및 생산효율성 증대를 위해 더 큰 크기의 포토마스크 및 블랭크마스크가 필요하게 된다.

▶ 블랭크 마스크의 응용



자료: 에스앤에스텍 / 세종기업데이터

2014년까지는 바이너리 블랭크 마스크 기술(Binary Blank Mask)로 대응하였다면, 2015년부터는 High-End 기술로 현재까지 공급하고 있다.

※ 제품별 High-End 기술

- 반도체: 위상시프트 블랭크 마스크 기술(Phase Shift Blank Mask), 하드마스크용 블랭크 마스크 기술(Hardmask Blank Mask),
- 디스플레이: 하프톤 블랭크 마스크 기술(Half-tone Blank Mask), 위상시프트 블랭크 마스크 기술(Phase Shift Blank Mask)

경쟁업체는 전부 일본 업체로, 반도체 시장의 경우 HOYA 社가 약 80%의 점유율을 차지하고 있다. 삼성전자 및 SK하이닉스, TSMC 등은 대부분 HOYA 社의 제품을 사용하고 있다. High-End 라인을 국산화하기 위해서 현재 고객사와 쉐를 진행하고 있다.

지역별로 국내에는 삼성전자, 삼성디스플레이, SK하이닉스, PKL, Toppan, 한국 HOYA 등이 있다 삼성디스플레이의 경우 OLED 포토마스크를 100% 내재화하였고, LG디스플레이는 LG이노텍을 통해서 디스플레이용 포토마스크를 전부 내재화하였다. 따라서 LG 向으로 매출이 일어날 가능성은 상당히 낮은 편이다. 대만은 PDMC, TMC, TCE, PKLT 社 등이 있으며, 중국은 SMIC, Supermask, Newway社 등이 주요 고객사이다. 미국과 유럽시장으로 진출하기 위해서 노력하고 있다. 참고로 미국에 상장되어 있는 Photronics社는 포토마스크 전문기업으로 이 회사의 분기별 실적 및 IR Book을 참고하면 에스앤에스텍의 실적동향을 간접적으로 참고할 수 있다.

▶ 블랭크 마스크 경쟁사 현황

순위	국가	기업	사업시작년도	주력 사업분야
1	일본	HOYA	1974	반도체 및 디스플레이
2	한국	S&S Tech	2001	반도체 및 디스플레이
3	일본	ULCOAT	1970	반도체 및 디스플레이
4	일본	Shin-Etsu	1999	반도체
5	일본	ST	1977	디스플레이

2017년 Review

2017년 매출액은 539억원(YoY: -0.21%), 영업이익 24억원(YoY: -66.56%)을 기록하였다. 특히 영업이익은 2015년 100억원을 달성한 이후 2016년 73억원, 2017년 24억원으로 3년 연속 감소하였다. 영업이익의 감소원인으로는 첫째 설비투자에 따른 고정비 증가이다. 장비가 입고가 되면 양산 준비를 위한 셋업(Set-Up)을 해야 한다. 이때 반드시 클린룸을 가동해야 하는데, 자연스럽게 운영비용도 증가하였다. 매출은 기존 라인에서만 발생하는 상황에서 전반적인 비용이 크게 증가하면서 이익이 감소하였다.

또한 삼성디스플레이가 LCD에서 OLED로 전환하면서 기술적인 변화가 생겼다. 반도체 산업과 마찬가지로 기술적으로 미세화가 진행 중이며, 스펙이 상당히 까다로워졌다. 이를 대응하기 위해서 원재료 투입 증가 등 비용이 증가하면서 2017년 영업이익은 2016년 대비 크게 감소하였다.

▶ Finance Summary(년도별)

단위: 억원, %

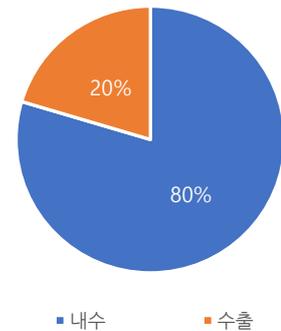
구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	380	506	386	510	518	680	457	518	540	539	593
성장률	34.75	33.06	-23.59	32.05	1.56	31.31	-32.79	13.24	4.30	-0.21	10.08
영업이익	56	60	55	53	-6	-16	67	100	73	24	84
성장률	53.92	7.61	-8.20	-5.16	적전	적지	흑전	49.94	-27.25	-66.56	249.11
OPM	14.77	11.95	14.35	10.31	-1.15	-2.36	14.64	19.39	13.52	4.53	14.12

▶ Finance Summary(분기별)

단위: 억원, %

▶ 지역별 매출비중

구분	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2QF
매출액	130	122	140	143	134	144	158
QoQ	1.96	-6.15	14.91	1.84	-5.74	7.27	9.58
YoY	-9.93	-14.22	-1.23	11.98	3.52	18.32	12.71
영업이익	11	4	7	7	7	10	22
OPM	8.20	3.51	4.93	4.64	4.93	7.19	14.03
QoQ	-22.47	-59.81	61.39	-4.07	0.07	56.48	121.32
YoY	-49.25	-83.92	-69.82	-51.77	-37.74	142.43	216.18



자료: 세종기업데이터, 참고: 시장컨센서스

기준: 18.1Q

2018년 Preview

2017년은 반도체 및 디스플레이 패널업체들이 양산에 집중하는 시기여서 포토마스크의 수요는 상대적으로 정체되었다. 보통 신규 개발 모델이 증가해야 포토마스크 수요가 증가되는 특성을 고려할 때 포토마스크의 원재료인 블랭크마스크 입장에서는 어려운 영업환경이었다.

하지만 주목할 점은 OLED용 블랭크마스크 기술 개발에 역점을 둔 결과로 매출비중이 2016년 대비 크게 증가하였다. 디스플레이용 제품의 약진은 시장 확대, 그리고 기술 확대로 이어질 것으로 전망된다. 최근 삼성디스플레이, BOE, CSOT 등 중국 패널업체의 실제적인 투자확대 뿐만 아니라 직접적인 고객사인 Phoronica, Supermask, Newway 등 디스플레이용 포토마스크 업체의 신규 투자 결정으로 2018년 성장할 수 있는 기반이 형성되었다.

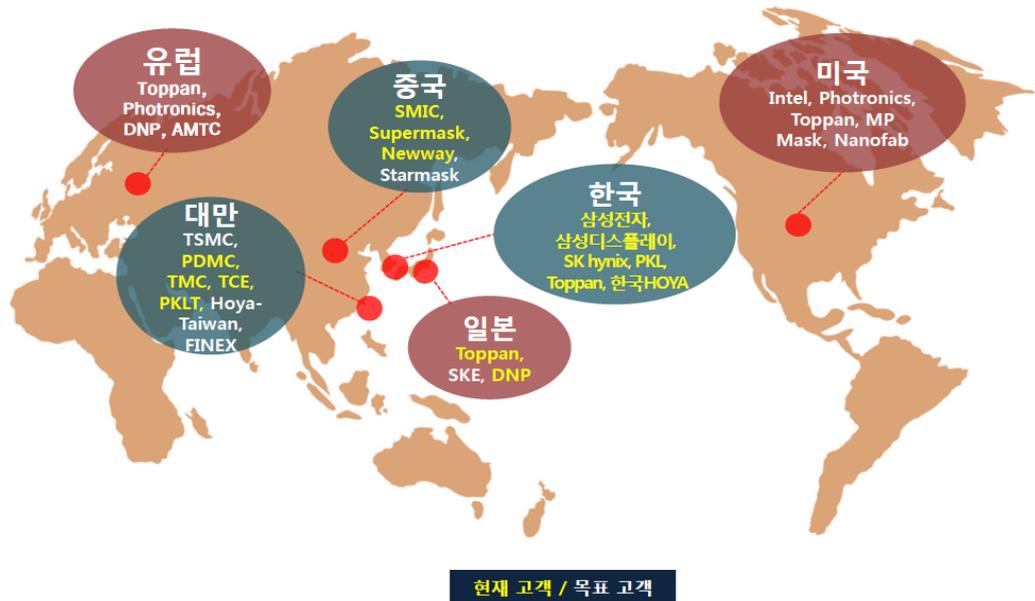
2018년 1분기 매출액은 144억원(QoQ: +7.27%, YoY: +18.32%), 영업이익 10억원(QoQ: +56.48%, YoY: +142.43%)으로 발표하였다. 영업이익률은 7.19%까지 회복하였는데, 이는 2017년 투자한 효과가 수율 개선 등으로 이어지면서 공헌이익이 증가했기 때문이다. 또한 매출액이 증가하면서 고정비 효과도 일부 작용하였다.

삼성디스플레이는 100% OLED만 생산하고 있으며 현재 아산 A2, A3 Fab을 가동하고 있다. 2017년은 내재화된 물량 전부를 에스앤에스텍이 납품하면서 2016년 대비 매출액이 두 배 가까이 증가하였다. 이런 매출 증가 추세는 2018년에도 이어질 것으로 전망된다. PKL과 한국 HOYA社は 포토마스크 전문업체인데, 삼성디스플레이가 내재화하면서 물량이 감소하였다. 에스앤에스텍의 입장에서는 삼성디스플레이 向 매출액이 크게 증가하였음에도 불구하고 PKL과 한국 HOYA 向 매출액이 감소하면서 전체적인 매출증가는 크게 없었다. 하지만 2018년에는 PKL과 한국 HOYA가 중국의 BOE를 적극적으로 공략하면서 2018년 1월부터 물량이 들어가기 시작했다. 자연스럽게 에스앤에스텍의 매출 역시 증가하였고, 1분기 턴어라운드 에 크게 기여하였다.

또한 중국의 기존 고객사인 Supermask, Newway 등은 기존에 Low-End만 대응하였는데, 새로운 성장 동력을 찾기 위해서 High-End 시장으로 진입을 시도하고 있다. 현재 BOE 쿨을 진행하고 있으며, 통과가 된다면 추가 매출이 발생할 것으로 기대된다. 미국 Photronics 역시 10.5G 이하 포토마스크 투자를 진행하였고, 2019년 1분기에 가동될 예정이다. 참고로 포토마스크 라이팅 장비가 전체 시장의 크기를 결정하는데, 스웨덴의 마이크로닉스에서 전 세계 시장을 독점하고 있다. 장비 업그레이드 및 신규장비 발주 모두를 마이크로닉스에서 대응하고 있으며, 이미 스케줄이 확정되어 있는 상황이다.

고정비의 경우 2017년 대비 2018년 높아질 것이다. 기계장치의 셋업이 완료되면 그때부터 자산으로 인식한다. 2017년은 12개월 Full로 감가상각비가 반영되지 않았지만 2018년은 12개월 모두 반영되면서 고정비가 증가할 예정이다. 그럼에도 불구하고 매출액 증가 및 투자효과반영 등으로 고정비를 커버하면서 2018년은 2017년 대비 큰 폭의 성장이 나타날 것으로 전망된다.

▶ 지역별 주요 고객



자료: 에스앤에스텍 / 세종기업데이터

▶ 대차대조표

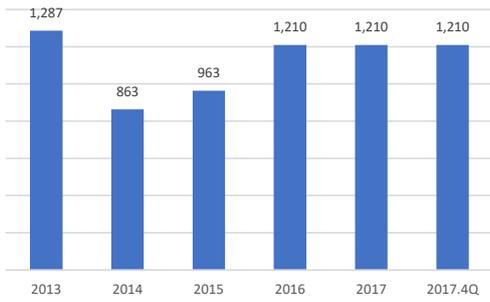
단위: 억원, %

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2017.4Q	CAGR(%)			
							1년	3년	5년	10년
유동자산	355	253	379	318	349	349	0.00	-2.66	-0.35	-
재고자산	65	51	81	76	83	83				
단기금융자산	34	22	1	51	22	22				
매출채권 등	121	90	99	96	95	95				
기타유동자산	10	4	4	24	7	7				
현금 및 현금성자산	125	87	194	70	143	143	0.00	-9.61	2.74	-
비유동자산	931	610	584	892	860	860	0.00	13.76	-1.57	-
유형자산	789	485	474	777	744	744				
무형자산	87	37	37	45	53	53				
투자자산	35	55	52	34	22	22				
장기매출채권 등	0	0	0	0	0	0				
이연법인세자산	20	33	22	36	42	42				
기타비유동자산	0	0	0	0	0	0				
자산총계	1,287	863	963	1,210	1,210	1,210	0.00	7.89	-1.23	7.65
유동부채	501	183	229	242	181	181	0.00	-7.50	-18.41	-
매입채무 등	86	26	58	137	45	45				
단기차입금	412	153	171	104	132	132				
비유동부채	252	188	79	216	245	245	0.00	46.08	-0.53	-
장기차입금	218	166	50	179	205	205				
총차입금	629	319	221	282	337	337	0.00	15.21	-11.73	-
부채총계	753	371	307	458	426	426	0.00	11.50	-10.76	4.32
자본금	78	80	95	99	99	99				
이익잉여금	168	121	193	280	312	312				
자본총계	534	492	656	751	784	784	0.00	6.11	7.97	10.08

자료: 에스앤에스텍 / 세종기업데이터

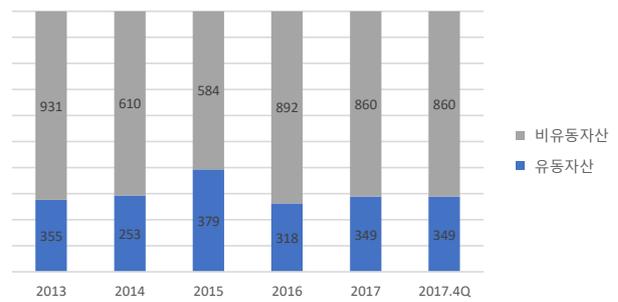
▶ 자산총계

단위: 억원



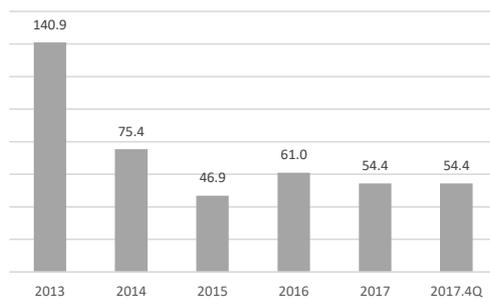
▶ 자산구성비율

단위: 억원



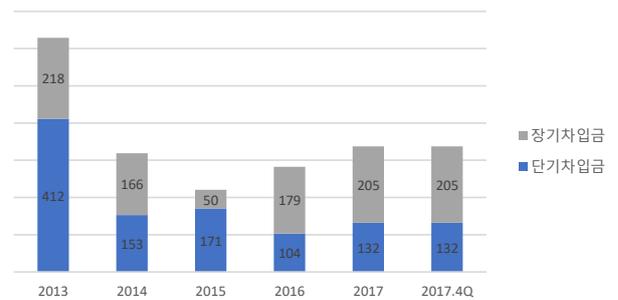
▶ 부채비율

단위: %



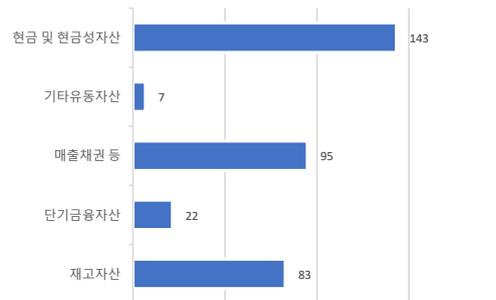
▶ 년도별 차입금 추이

단위: 억원



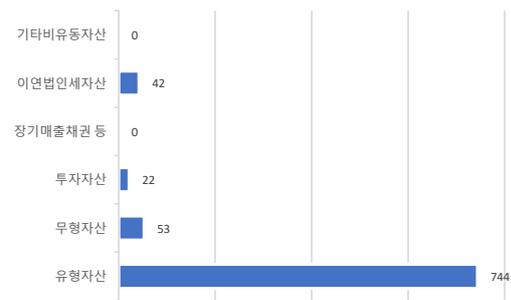
▶ 유동자산 구성비율

단위: 억원



▶ 비유동자산 구성비율

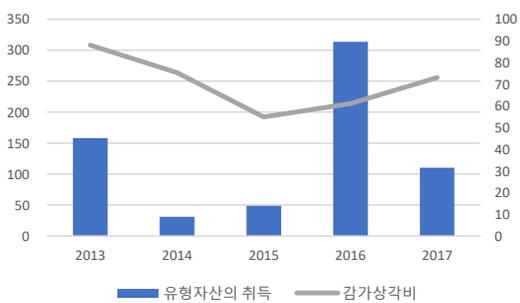
단위: 억원



투자자산 = 투자자산 + 투자부동산

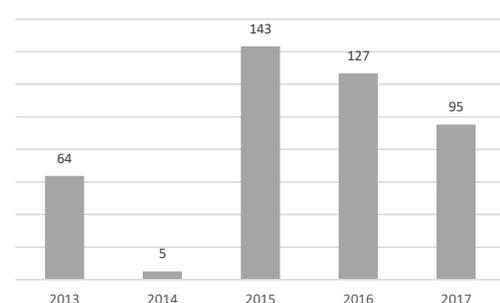
▶ 유형자산취득과 감가상각비

단위: 억원



▶ 영업활동 현금흐름

단위: 억원



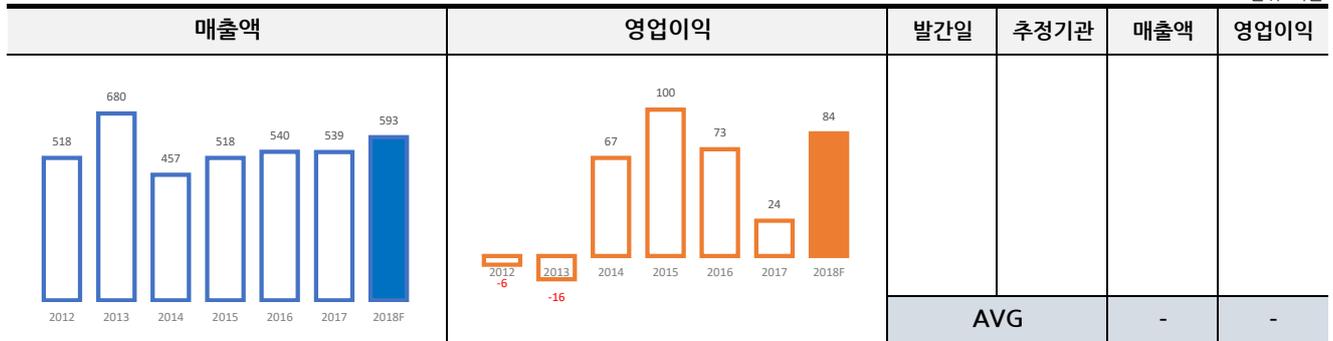
▶ 손익계산서

단위: 억원

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2016/12	2017/03	2017/06	2017/09	2017/12
매출액	470	457	512	540	539	130	122	140	143	134
매출원가	324	304	323	381	426	98	96	113	114	104
매출총이익	146	153	189	159	113	32	26	27	29	31
판관비	76	86	86	86	88	22	21	20	22	24
영업이익	71	67	103	73	24	11	4	7	7	7
기타영업손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
금융수익	28	14	12	17	13	4	5	1	2	7
금융비용	108	25	22	23	12	5	6	2	1	4
기타영업외손익	-1	-101	-7	11	1	-0	-3	1	3	0
법인세차감전순이익	-11	-45	86	78	26	10	1	6	10	10
법인세비용	-2	-11	12	-12	-5	-12	-2	-2	-1	-1
당기순이익	-106	-47	74	90	31	22	2	8	11	10

- 기준: 주재무제표 / 기타영업외손익에는 종속기업, 공동지배기업 및 관계기업관련손익 포함되어 있음

단위: 억원

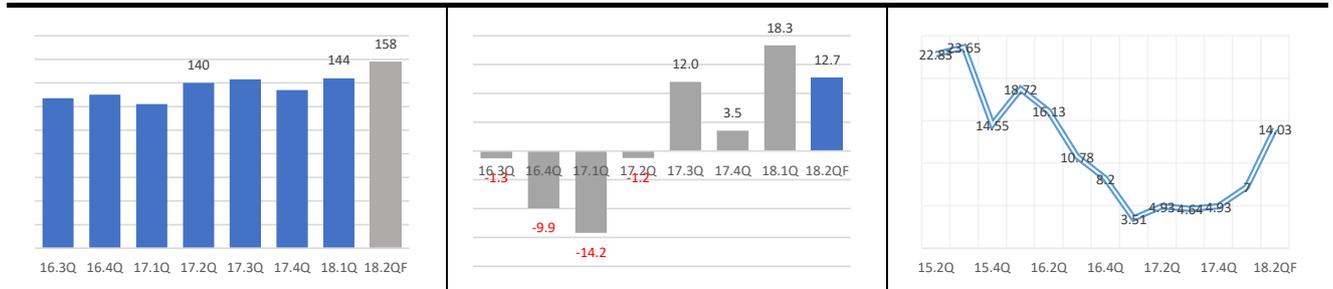


자료: 에스앤에스텍 / 세종기업데이터

▶ 분기별 매출액(억원)

▶ 전년동기대비 매출액 증감률(YoY%)

▶ 분기별 영업이익률(%)



자료: 에스앤에스텍 / 세종기업데이터

▶ 현금흐름표

단위: 억원

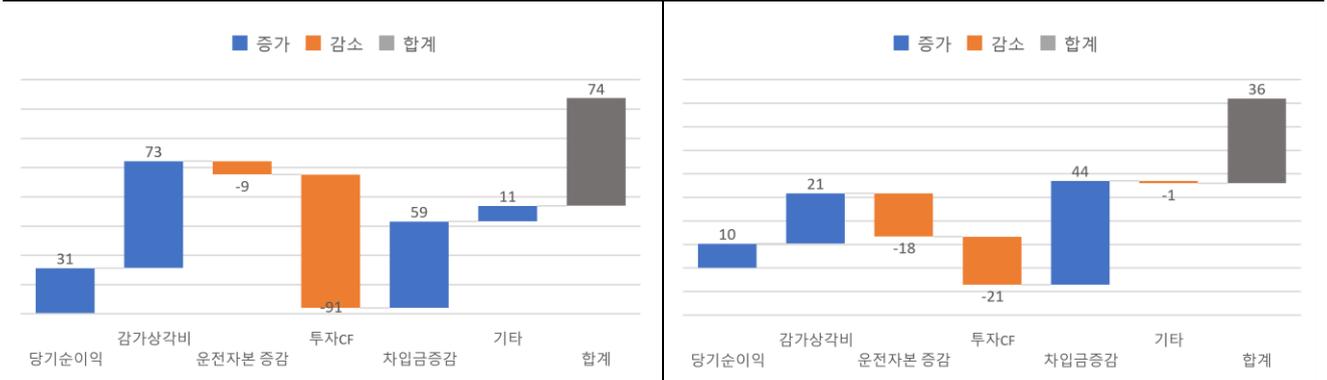
구분	연간					분기				
	2013	2014	2015	2016	2017	2016/12	2017/03	2017/06	2017/09	2017/12
기초의 현금	204	125	86	195	70	96	70	49	97	108
영업CF	64	5	143	127	95	25	28	27	27	13
당기순이익	-106	-47	74	90	31	22	2	8	11	10
감가상각비	88	75	55	61	73	16	17	17	18	21
운전자본 증감 및 기타	81	-24	15	-24	-9	-14	9	2	-1	-18
투자CF	-181	-11	-48	-370	-91	-97	-50	-15	-6	-21
유형자산의 취득	158	31	49	313	110	95	82	6	5	17
재무CF	38	-33	14	119	70	46	1	36	-10	43
차입금 증감	14	-42	-102	62	59	46	0	33	-19	44
기타	24	9	116	57	11	0	1	2	9	-1
환율변동 효과	0	0	0	0	-1	1	-1	1	0	-1
현금의 증감	-79	-39	109	-124	73	-26	-21	48	11	35
기말의 현금	125	87	195	70	143	70	49	97	108	143

자료: 에스엔에스텍 / 세종기업데이터

▶ 최근 결산년도 순현금흐름

▶ 최근 분기 순현금흐름

단위: 억원



- 순현금흐름은 환율변동 효과가 반영되지 않는 수치

▶ S-Guidance

단위: 억원, %

전설적 투자자	투자기준	실제 수치			True/False
벤처민 그레이엄	- 유동자산이 유동부채 2배이상(유동비율 200% 이상) : 최근 분기기준	유동자산	유동부채	유동비율	FALSE
		349	181	192.9	
	- 순유동자산(유동자산-유동부채) > 장기차입금 : 최근 분기기준	순유동자산	장기차입금	차이	FALSE
		168	205	-37	
	- 최근 10년간 EPS 성장률이 30% 이상 : 과거 3년은 10년동안 첫 3개년을 의미 : EPS 대신 영업이익으로 계산	과거 3년	최근 3년	YoY	FALSE
		57	66	15.2	
	- 최근 5년간 적자를 기록하지 않는 기업 : 영업이익 기준이며, 당기순이익 적자 가능성 존재	T-2	T-1	T	FALSE
		100	73	24	
- PER 15배 미만	PER(시가총액 / 영업이익)			TRUE	
	3.21				
- PER x PBR 22 미만 : 영업이익 기준(순이익 X), 자본총계는 최근분기 기준	PER	PBR	X	TRUE	
	3.21	1.08	3.48		
- 꾸준한 배당 : 총 배당금액(주당 배당금 X)	T-2	T-1	T	FALSE	
	0	0	0		
- 중소형주보다 대형주 선호(매출액 4,000억원 이상)	최근 3년 평균 매출액			FALSE	
	530				
워렌버핏	- 지난 10년간 강력한 EPS 상승기조 : 영업이익 역성장 1번 이하이면 T, 아니면 F	-			FALSE
	- 10년 평균 ROE 15% 이상 : ROE = 영업이익 / 자본총계	10년 평균 ROE(%)			FALSE
		8.78			
	- 유보이익의 활용 : 최근 결산년도 영업이익 - 10년전 영업이익 / 이익잉여금 -> 15% 이상	유보이익률(%)			FALSE
	-10.24				
- 부채규모는 연간 순이익의 5배 이하 : 최근 4분기 영업이익 합기준으로 계산	부채총계	OP	배수	FALSE	
	426	31	13.74		
피터린치	- 최근 3년 연속 EPS 성장률 20% 이상 : T/T-1/T-2는 전년대비 영업이익 증감률	T-2	T-1	T	FALSE
		49.9	-27.3	-66.6	
	- 최근 분기 EPS가 전년동기대비 20% 이상 증가 : 전년동기대비 영업이익 증감률 기준	전년동기대비 증감률(%)			TRUE
		142.43			
- PEG 1이하, 0.5 이하면 매력도 ↑ : PEG = PER / EPS 성장률(연간기준) : 이익은 영업이익 기준	PER	성장률	PEG	FALSE	
	3.21	-66.56	-0.05		
- 부채비율 80% 미만 : 연간(최근 결산년도), 분기(최근 분기)	연간	분기	AVG	TRUE	
	54.36	54.36	54.36		
자체평가기준	- 전년동기대비 매출액/영업이익 증감률 > 0	TRUE	- 전분기 및 전년동기대비 매출액/영업이익 증가		TRUE
	- 최근 4분기 연속 영업이익률 5% 이상	FALSE	- 최근 4분기 OPM > 직전 4분기 OPM		FALSE
종합 등급	A등급: TRUE 수가 16 ~ 20개 / B등급: TRUE 수가 12 ~ 15개 C등급: TRUE 수가 08 ~ 11개 / D등급: TRUE 수가 07 ~ 04개 / F 등급: 3개이하				D

▶ Valuation

기준일: [2018/05/04]

PBR History	기업가치평가모형				
	구분	적정주가(원)	Up/Down Side Potential(%)	상대가치평가법	
	DCF	-3,498	-181.45	PER	-
	RIM	4,385	2.10	PBR	1.08
	AVG	443	-89.68	적정 PBR	20.71
	현재가	4,295		PSR	1.51
- Fair Value: 한 주당 기업가치 - Fair Value는 각 모형별 공식에 의해서 산출됨. - 경우에 따라 기업가치가 음의 값으로 표시될 수도 있음. - 모형별 주요 가정을 확인이 필요. - 단위: 원, %				PER 및 PSR: 최근 4분기합 기준, PBR: 최근분기 자본총계 기준 적정 PBR = K-g / Roe - g K = 요구수익률, g = 성장률 Roe = 최근 4분기 영업이익이익합	

▶ Valuation(잔여이익모델, Residual Income Model, RIM)

단위: 억원, %

구분	2017	2018(E)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
영업이익	24	84	78	80	82	84	86	89	91	94	96
자본총계	784	846	914	987	1,066	1,150	1,242	1,341	1,448	1,564	1,688
ROE	3.06	9.90	8.48	8.08	7.69	7.32	6.96	6.63	6.31	6.00	5.71
Spread		4.33	2.92	2.51	2.12	1.75	1.39	1.06	0.74	0.43	0.15
RI		4	2	2	2	1	1	1	1	0	0
PV of RI		4	3	3	3	2	2	1	1	1	0

Cost Of Equity(COE, %)	5.56825	〈잔여이익모델〉 잔여이익모델이란 기업의 미래 예상실적을 추정하고 이를 바탕으로 산출한 초과이익을 통해 기업가치를 평가하는 모형이다. 주주입장에서는 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익, 즉 잔여이익의 현재가치를 합한 금액으로 산출된다. 일반적으로 당기순이익을 기준으로 계산하지만, 위의 산식은 영업이익으로 모형을 설계하였다. 따라서 ROE = 영업이익 / 자본총계이며, 나머지 주요 가정은 현금흐름할인법(DCF)와 같다.
베타	0.81365	
Beginning Shareholder's equity	846	
PV of Forecast Period RI	19	
Equity Value	866	
- Price of a share	4,385	
- Current Price	4,295	
- Up/Down Side Potential (%)	2.10	

▶ 주요가정

단위: %

- 매출액 증가율 = 5년 평균 CAGR - 영업이익 = 3년 평균 - 자본총계 증가율 = 5년 평균 CAGR - ROE = 영업이익 / 자본총계 - COE = WACC	구분	CAGR	구분	AVG
	매출액 증가율	2.76	영업이익률	12.72
	자본총계 증가율	7.97	할인율(WACC)	5.57

▶ Valuation(현금흐름할인법, Discounted Cash Flow, DCF)

단위: 억원, %

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018(E)	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	470	457	512	540	539	593	610	627	644	662
영업이익	71	67	103	73	24	84	78	80	82	84
NOPLAT	55	52	80	57	19	65	60	62	64	66
+ 유형자산상각비	75	66	49	55	66	64	62	60	59	57
+ 무형자산상각비	13	9	6	6	8	7	6	6	5	4
총현금흐름	143	128	135	118	92	136	129	128	128	127
총투자	179	46	74	338	133	154	154	154	154	154
Free cash flow (FCF)	-36	81	62	-220	-41	-18	-25	-26	-26	-27
PV of FCF						-18	-24	-23	-22	-22

- Sum of PV (A)	-109	<p><현금흐름할인법> 현금흐름할인법이란, 미래 영업활동을 통해 기대되는 순현금을 할인율로 할인하여 기업가치를 산출하는 방법이다. 할인율은 통상 자본원천에 따라 각각의 자본비용을 산출하고 각 자본의 구성비율로 가중평균한 기대수익률인 가중평균자본비용 (Weighted Average of Capital Cost: WACC)을 사용한다.</p>
- Terminal Value (B)	-409	
- Net debt (C)	173	
- Equity value (A+B-C)	-691	
- Price of a share	-3,498	
- Current Price	4,295	
- Up/Down Side Potential (%)	-181.45	

▶ 주요가정

단위: %

- 매출액 증가율, 유무형자산상각비 = 5년 평균 CAGR - 영업이익 = 3년 평균 - 총투자 = 5년 평균 - 법인세율 = 22% - 총투자 = 유무형자산의 취득(현금흐름표) - 총투자 예상 = 5년 평균 - 할인율 = WACC - 무위험수익률(Rf) 가정 = 1.5% - 시장리스크프리미엄(Rm-Rf) = 5% - 영구성장률 = 1%	구분	CAGR	구분	AVG
	매출액 증가율	2.76	영업이익률	12.72
	유형자산상각비 증가율	-2.70	차입금 의존도	27.46
	무형자산상각비 증가율	-10.04	할인율(WACC)	5.57
	유형자산취득 증가율	-6.93	영구성장률	1.00
	무형자산취득 증가율	1.38		
	유동자산 증가율	-0.35		
	현금성자산 증가율	2.74		
	유동부채 증가율	-18.41		
	유형자산 증가율	-1.16		
	자본총계 증가율	7.97		
	단기차입금 증가율	-2.91		
	장기차입금 증가율	-1.18		

▶ Q&A

Q) 팰리클 부분도 설명 부탁드립니다. 언론 보도를 보면 한양대 교수가 에스엔에스텍으로 팰리클 기술 이전에 대한 이야기가 있었다. 삼성에서 7나노 공정을 2018년말에서 6개월 정도 앞당긴다는 소식도 있던데 관련한 설명을 듣고 싶다.

A) 진행사항에 대해서는 말씀드리지 못한다. R&D로 EUV용 팰리클을 개발하고 있으며, 한양대학교 교수로부터도 기술이전을 받은 것도 맞다. 정부과제로도 팰리클 개발을 진행 중이며, 미래 먹거리 확보를 위함이다. 다만, 어느정도 결과물이 나온 시점에서 시장과 소통을 할 수 있기 때문에 현재는 어떤 답변을 드리기도 어렵다.

Q) 이어서 질문을 드리면, 특허에서 투과율이 70% 정도로 알고 있는데, 삼성에서는 95% 정도를 요구한다고 들었다.

A) 경쟁사와의 수치적으로 민감한 부분이 있기 때문에 말씀드리기 어렵다. 또한 기술적으로는 제가 잘 알지 못하는 부분이 있어서 양해바란다.

Q) 팰리클의 경우 대단위 투자가 진행되어야 하는가?

A) 공정 방식 자체가 블랭크마스크와 유사하며, 대단위 투자는 아니다. 2017년 바닥을 잡고, 2018년과 2019년 올라오고 2020년에 활성화되는 시점에 EUV 팰리클이 올라오는 그림이 이상적이다. 실제 구현하기 위해서 많은 준비를 하고 있다.

Q) 2018년 1분기 영업이익률이 개선되었지만 과거에 비해서는 여전히 만족스럽지 못하다. 올해 연간으로 이익률은 어느 정도로 보면 되는가? 추가적으로 내년도까지 이어지는 그림을 설명해주시면 감사하겠다.

A) 2016년 영업이익률이 약 14%인데, 2018년은 그보다 약간 못 미치는 정도로 보고있다. 그래도 두 자릿수 이익률은 충분히 달성 가능하지 않을까 싶다. 2020년 20%의 이익률이 목표이다.

Q) 그렇다면 2017년 대비 증가하는 매출액과 말씀해주신 이익률을 감안하면 현실적으로 70~80억원 정도로 보면 되는가?

A) 공정 공시를 하지 않았기 때문에 구체적인 수치를 말씀드리기는 어렵다. 2016년 수준을 회복하기 위해서 노력하겠다.

Q) 전체 매출액에서 반도체와 디스플레이의 비중은 어떻게 되는가?

A) 2017년 기준으로 디스플레이 부문이 약 56%, 반도체 부문이 약 44%이다. 2016년까지는 반대였고, 2017년에 역전되었다. 당분간은 디스플레이 부문의 비중이 올라갈 것으로 전망된다.

Q) 각 부문별로 High-End 비중이 궁금하다.

A) 반도체의 경우 High-End 비중은 약 32%이다. 디스플레이는 세대별로 다르고, LCD/OLED에 따라 차이가 있다. OLED는 현재 6세대가 메인이며, 점차적으로 대형화될 것이다.

Q) 삼성디스플레이 向 매출은 얼마나 되는가?

A) 정확하지는 않지만 2017년 기준으로 약 120억원이다.

Q) 10.5세대로 대면적화되면 중국으로 보내기가 쉽지 않아 보인다. 혹시 중국으로 진출할 계획은 있는가?

A) 대면적으로 가면 물류에서 쉽지가 않을 것이다. 하지만 아직 그 정도까지 고민할 단계는 아니다.

▶ Q&A

Q) 공시된 수치를 살펴보면 수출 비중이 내려가고 있다. 이유가 무엇인가?

A) 중국의 Supermask社 때문이다. 중간에 2대 주주인 케이티지로 갔다가 Supermask로 가는 구조이다. 따라서 세금계산서는 국내로 끊기게 된다. 2015년 약 80억원, 2016년 100억원, 2017년 96억원 정도의 매출이 발생했다. 아직까지는 Low-End 매출이지만 8.5세대 신규 투자를 진행한 부문이 2019년에 가동이 되면 매출 규모는 더욱 커질 것이다.

Q) 삼성디스플레이의 가동률 변동에 따른 우리의 매출 영향은 없는가?

A) 패널업체 및 End-User가 양산을 열심히 하면 우리 입장에서는 물량이 크게 증가하지 않는다. 양산 모델이 확정되어 가동률이 Full로 돌아가기 전에, 즉, 제품이 확정되기 전에 이것저것 만들어볼 때 물량이 가장 많이 들어간다.

Q) 소모품이 아니라고 설명해주셨는데, 잘 이해가 가지 않는다.

A) 명함을 비유해서 설명을 드리겠다. 승진 혹은 전화번호 등이 바뀌지 않는 상태에서 명함을 다 사용하면 그 틀 그대로 주문하지 않는가? 우리의 사업모델도 이와 유사하다. 이직이 활발하고 승진을 많이 하시면 명함을 새로 디자인하고 수정해야 하는데, 우리도 이때 매출이 많이 늘어난다고 보시면 된다.

Compliance Notice

- 저자는 직접 해당 글을 작성하였으며, 저자의 고유한 의견을 토대로 작성되었습니다. 해당 글은 저자가 습득한 사실에 바탕하여 작성하였으나 제시 또는 인용된 경량수치는 실제의 사실과 일치하지 않을 수 있으며, 정확성에 대해서는 보증할 수 없습니다. 또한 언급된 회사와 일절의 비즈니스 관계가 없으며, 언급된 주식에 대한 투자행위 및 결과는 투자자 본인에 귀속됩니다.
- 본 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.