



**ASML Holding(이하 ASML)**은 1984년 설립된 네덜란드계 반도체 장비 업체다. 반도체 제조장비를 개발, 생산 및 판매하며, 특히 반도체 산업에 필수요소인 노광(Lithography)시스템을 통한 칩 생산 장비에 특화되어 있다. 노광 장비가 쓰는 파장도 짧을수록 반도체 공정이 미세화 될 수 있는데, 동사는 현재 10나노 이하 초미세공정을 가능하게 하는 극자외선(EUV) 장비를 생산하는 유일한 업체로 세계 선도권의 반도체 제조사들이 앞다퉀 동사의 장비를 제공 받기를 원하고 있다. 최근 반도체 업황, 미-중 무역갈등 및 한-일 갈등으로 변동성이 확대되었지만 향후 EUV 장비를 주요 성장 동력으로 중장기적 성장 모멘텀은 여전히 유효한 기업이라 판단된다.

### 흔들림 없이 견조한 FY19 2분기 실적

지속된 글로벌 경기 둔화 우려 및 반도체 업종의 변동성에도 불구하고, 로직 부문 성장세가 메모리 부문 약세를 상쇄하면서 ASML은 양호한 FY19 2분기 실적을 발표했다. 동사의 2분기 매출은 25억 6,800만 유로(YoY -6.3%, QoQ +15.2%)을 달성하며 지난 1분기에 제시한 매출 가이드선(25억 ~ 26억 유로) 상단을 기록했다. 매출 중 시스템 매출이 18억, 5,100만 유로, 서비스/관리 매출이 7억 1,700만 유로를 차지했다. 전 분기 대비 매출 증가는 로직사 수요 증가와 EUV 시스템 판매 증가에 기인한 것으로 분석된다. 고객사 유형별로, 로직사에 대한 매출이 YoY 17.6% 증가하며, 메모리사에 대한 매출 감소(YoY -35.9%)를 일부 상쇄했다. 광원별로 보면, EUV 시스템의 판매 대수가 전 분기 4대에서 2분기 들어 7대로 증가했고, 매출 비중 역시 시스템 매출의 22%에서 41%로 급증하며 동사의 주요 성장 동력으로 자리잡아 가고 있다. 같은 기간, 영업이익은 4억 9,400만 유로(YoY -28.3%, QoQ +49.3%), 회계 주당순이익(EPS)은 1.13 유로(YoY -17.5%, QoQ +34.5%)를 각각 기록하며 전 분기 대비 수익성이 개선된 것으로 나타났다. 동사는 주주환원 정책도 꾸준히 이행하고 있는데, 지난 2 분기 동사는 8 억 8,400 만 유로(주당 2.1 유로)를 배당금으로 지급했고 1,500 만 유로 규모의 자사주 매입을 시행했다.

### EUV 견인 효과 가시화

EUV 시스템은 전 세계에서 ASML 만이 독점적으로 생산하는 노광장비로, 동사의 강력한 성장동력으로 기대되어 왔는데, 이번 2 분기 실적발표에서 그 효과가 가시화되었다. FY19 2분기, 동사의 EUV 시스템 매출은 7.6 억 유로로 분기별 매출 최고치를 기록했을 뿐 아니라, ArFi 시스템 매출을 제치고 처음으로 항목별 매출 1 위로 올라섰다. 향후에도 EUV 장비 수요가 안정적으로 확대되며 동사의 성장을 견인할 것으로 기대된다. 동사 경영진에 따르면 지난 2 분기에 총 28 억 2,800 만 유로의 가치에 해당하는 61 대의 노광 장비를 수주했다. 총 수주 가치뿐 아니라 수주 건 의 대당 장비가치도 지난 1 분기 4,100 만 유로에서, 2 분기 4,600 만 유로로 상승했다. 대당 장비가치가 상승한 것은 고가의 EUV 장비 수주가 늘어났기 때문이다. 이번 분기 실적으로 계산할 때 EUV 장비는 대당 매출액이 1 억 900 만 유로로 DUV 장비(ArFi: 5,830 만 유로, KrF: 1,030 만 유로, ArF: 1,350 만 유로, I-line: 430 만 유로) 대비 상당히 고가의 장비이다.

2019년 7월 19일

글로벌리서치팀 Global Research

Global Strategist 유동원  
02-3787-4766/danielyoo@kiwoom.com  
RA 정나영  
02-3787-0327/lydia.ny.jeong@kiwoom.com

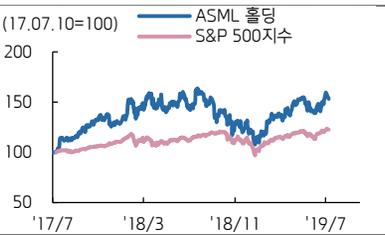
- 블룸버그 목표주가: USD 212.67
- 현재주가(7/18): USD 226.65

### Stock Data

산업분류	반도체
S&P 500 (7/18)	2,995.11
시가총액 (백만 USD)	96,475.71
유통주식수 (백만)	425.66
52 주 최고/최저 (USD)	226.99 / 144.50
일평균 거래량 (3M)	642,555.88

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	46.1	16.4	39.3	4.0
SPX Index	20.5	2.7	12.1	6.4

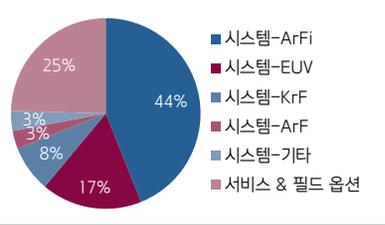


### Earnings & Valuation

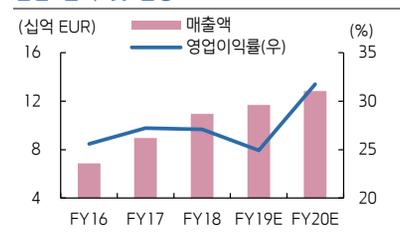
(백만 EUR)	FY17	FY18	FY19E	FY20E
매출액	8,963	10,944	11,684	12,923
영업이익	2,440	2,965	2,873	4,091
OPM(%)	27.2	27.1	24.6	31.7
순이익	2,067	2,592	2,566	3,537
EPS	4.8	6.1	6.1	8.6
증가율(%)	31.4	26.8	0.3	40.1
PER(배)	30.2	22.5	32.6	23.3
PBR(배)	5.8	5.0	6.7	6.0
ROE(%)	20.1	21.9	21.5	26.1
배당수익률(%)	1.1	0.8	N/A	N/A

자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

### 사업 부문별 매출 비중 (FY18 기준)



### 연간 실적 및 전망



자료: ASML, 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

2분기 동사의 수주 계약 중 10대는 EUV 장비라는 점에서 향후 동사의 성장 전망도 긍정적이다. 이는 직전 분기 3대 수주에 비해 크게 급등한 수준이다. 특히, 이번에 수주한 EUV 장비 중 일부는 DRAM 생산에 사용될 예정이라고 알려졌다. 이전 보고서에서 기대했던 대로 EUV 장비 수요가 확대되고 있고, EUV를 활용한 미세공정 전환이 이미 DRAM 분야에서도 나타나고 있다 판단되는 부분이다. 따라서 고가의 EUV 장비에 대한 수요가 지속 확대되면서 동사의 성장세를 견인할 것으로 기대된다.

### 로직 반도체 부문 강세의 수혜 예상

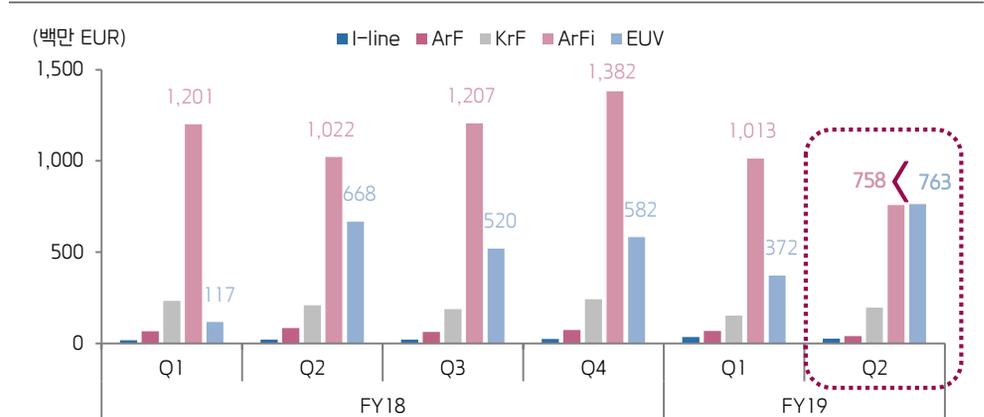
초미세공정을 가능케 하는 EUV 장비를 독점 공급하는 ASML 은 메모리 부문의 변동성 확대에도 불구하고 로직 부문 강세에 힘입어 안정적인 성장세를 유지할 것으로 판단된다. 5G, 인공지능(AI) 및 데이터센터 시장이 성장하는 가운데, 7nm 이하 로직 수요가 증가하고 있다. 이번 실적발표에서도 로직 반도체 부문 강세에 따른 수혜가 돋보였다. FY18 1 분기 전체 시스템 매출 중 26% 수준에 불과했던 로직사에 대한 매출이 FY19 2 분기 61%까지 확대되었다. 동사 경영진 역시 향후 해당 부문의 강한 성장세가 예상되는 만큼 동사의 성장세가 지속될 것이라는 자신감을 보였다. 경영진은 FY19 3 분기 7,500 만 유로 규모의 EUV 시스템 매출을 예상하면서, 전체 매출은 2 분기 보다 약 17% 성장한 30 억 유로 수준을 기록할 것으로 내다봤다. FY19 연간으로는 메모리 부문 매출 가이드언스를 이전 36 억 유로에서 32 억 유로로 하향조정 했지만, 로직 부문 매출 가이드언스를 기존 56억 유로에서 60억 유로로 상향조정하면서 전체 매출 가이드언스는 이전과 같은 수준에서 유지했다.

### 밸류에이션 및 주가 상승 모멘텀

5G, 인공지능(AI) 시대에 필요한 반도체 공정의 초미세화 및 이를 실현시키는 EUV 노광장비의 필요성이 높아지는 가운데, ASML 이 유일하게 EUV 노광장비를 생산하고 있다. 동사는, 이런 독점적 지위를 통해 향후 4 차 산업혁명이 진행됨에 따라 우수한 성장성과 수익성을 창출할 것으로 기대되며 이번 2 분기 실적발표에서 이런 기대감이 일부 가시화 된 것으로 생각된다. 물론 정치/경제적 이슈들에 따른 단기적 불확실성은 상존할 수 있지만, 동사의 성장 모멘텀은 유효하다 판단한다.

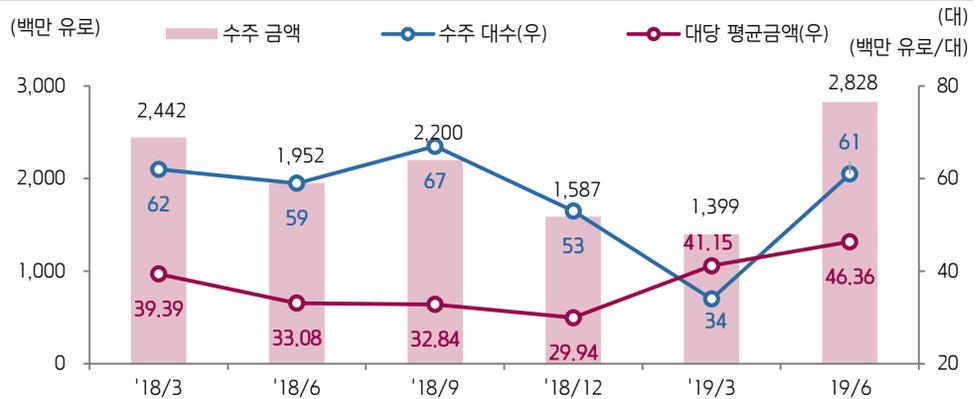
블룸버그 컨센서스 상, FY20 동사의 매출과 순이익은 각각 YoY 10.0%, 40.1% 성장할 것으로 예상된다. ROE 역시 FY18 21.9%에서 FY20 26.1%로 확대될 전망이다. 또한 잔존가치 모델로 분석한 동사의 주가는 현 주가(7월 18일 종가) 대비 37.9% 높은 것으로 나타난다.

ASML 광원 별 노광장비, 분기 매출 추이 - EUV 시스템 매출 1위



자료: ASML, 키움증권 리서치

ASML, 노광 장비 수주 추이



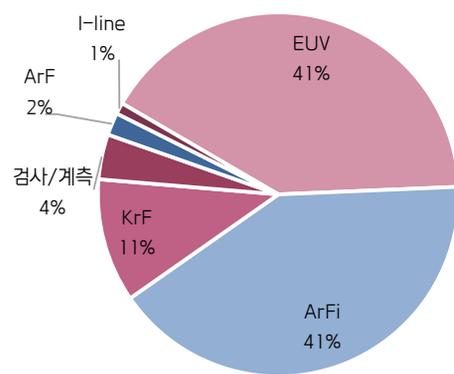
자료: ASML, 키움증권 리서치  
 주) 위의 수주 데이터에는, 구경(NA)을 현재 0.33에서 0.55로 업그레이드 한 High NA EUV 계약 건이 제외됨. 동사는 FY18 1분기에 4대의 High NA EUV 시스템 수주 계약을 체결했다고 밝힘. 1대당 약 3,500억 달러로 알려진 High NA EUV 시스템 수주 데이터를 반영하면 실제 대당 평균금액은 더욱 높을 것으로 예상.

FY19 2분기 ASML 장비 별 매출

구분	심자외선(DUV)				극자외선(EUV)
	수은광 (I-line)	불화크립톤 (KrF)	불화아르곤 (ArF)	불화아르곤+액침(ArFi)	극자외선 (EUV)
매출	25.7	196.1	67.3	758.0	763.2
판매단위 수	6	19	3	13	7
대당 매출	4.3	10.3	13.5	58.3	109.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 단위는 각각 매출(백만 EUR), 판매단위 수(대), 대당 매출(백만 EUR)

광원별 시스템 매출 비중 (FY19 2분기)



자료: ASML, Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 비중은 시스템 매출 대비 비중

최종 사용자별 시스템 매출 추이 및 로직사 비중



자료: ASML, Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 비중은 시스템 매출 대비 비중

수익성 비율

백만 EUR, 12개월 결산	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
<b>수익</b>					
보통주자본이익율	16.58	17.45	17.11	20.07	21.85
총자산이익률(ROA)	10.09	10.88	10.21	11.68	13.00
총자본이익률	14.59	15.44	14.04	15.71	17.66
투자자본수익률	14.09	15.05	13.03	15.09	17.13
<b>마진</b>					
매출총이익률	44.33	46.06	45.75	44.85	45.95
EBITDA 이익률	26.24	29.62	30.77	32.42	31.57
영업이익률	21.90	24.89	25.58	27.22	27.10
영업 이익률 증분	38.35	65.62	32.90	32.63	26.53
세전이익률	21.75	24.63	26.07	26.66	26.84
특별항목전이익률	20.43	22.06	22.66	23.06	23.68
매출순이익률	20.43	22.06	22.66	23.06	23.68
보통주주할당순이익 이익률	20.43	22.06	22.66	23.06	23.68
<b>추가</b>					
유효세율	6.05	10.43	13.08	12.81	11.97
Dvd Payout Ratio	25.33	32.40	33.12	28.95	34.12
지속가능 성장률	12.38	11.80	11.44	14.26	15.23

재무 비율

백만 EUR, 12개월 결산	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
<b>크레딧</b>					
EBITDA/이자비용	77.23	98.00	55.67	50.54	82.66
순채무/자기자본	-21.30	-27.17	-7.51	-2.44	-7.79
순채무/자본	-27.07	-37.30	-8.12	-2.50	-8.45
<b>유동성</b>					
현금비율	0.95	1.10	1.24	1.04	1.06
유동비율	2.47	2.48	2.61	2.80	2.75
장기부채/자기자본	15.31	13.42	31.28	27.84	23.38
장기부채/자본	13.27	11.82	23.38	21.74	18.95
장기부채/자산총계	9.42	8.47	17.85	16.49	13.96
총부채/자기자본	15.36	13.47	33.80	28.07	23.38
총부채/자본	13.32	11.87	25.26	21.92	18.95
총 부채/총 자산	9.46	8.50	19.29	16.63	13.96

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 (수익성 비율, 주요지표, 재무 비율)

주요 지표

백만 EUR, 12개월 결산	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
<b>시가총액</b>	<b>38,747.7</b>	<b>35,330.3</b>	<b>45,853.2</b>	<b>62,036.2</b>	<b>57,757.8</b>
- 현금과 현금등가물	2,754.4	3,408.7	4,056.9	3,288.3	4,034.4
+ 우선주자본금&기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 총부채	1,154.1	1,129.7	3,319.5	3,025.3	3,026.5
<b>기업가치</b>	<b>37,147.5</b>	<b>33,051.3</b>	<b>45,115.8</b>	<b>61,773.2</b>	<b>56,749.9</b>
<b>Revenue, Adj</b>	<b>5,856.3</b>	<b>6,287.4</b>	<b>6,875.1</b>	<b>8,962.7</b>	<b>10,944.0</b>
성장률%, YoY	11.6	7.4	9.3	30.4	22.1
<b>Gross Profit, Adj</b>	<b>2,596.4</b>	<b>2,895.7</b>	<b>3,145.3</b>	<b>4,020.2</b>	<b>5,029.2</b>
마진(%)	44.3	46.1	45.7	44.9	46.0
<b>EBITDA, Adj</b>	<b>1,550.9</b>	<b>1,866.0</b>	<b>2,132.5</b>	<b>2,917.6</b>	<b>3,605.1</b>
마진(%)	26.5	29.7	31.0	32.6	32.9
<b>Net Income, Adj</b>	<b>1,207.2</b>	<b>1,390.2</b>	<b>1,529.2</b>	<b>2,075.6</b>	<b>2,704.1</b>
마진(%)	20.6	22.1	22.2	23.2	24.7
<b>EPS, Adj</b>	<b>2.74</b>	<b>3.22</b>	<b>3.57</b>	<b>4.81</b>	<b>6.34</b>
성장률%, YoY	15.9	17.2	11.1	34.6	31.9
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,025.2</b>	<b>2,025.6</b>	<b>1,665.9</b>	<b>1,818.3</b>	<b>3,072.7</b>
<b>자본지출</b>	<b>-358.3</b>	<b>-371.8</b>	<b>-316.3</b>	<b>-338.9</b>	<b>-574.0</b>
<b>인여현금흐름</b>	<b>666.9</b>	<b>1,653.8</b>	<b>1,349.6</b>	<b>1,479.4</b>	<b>2,498.7</b>

RIM 상 적정가치

ASML.US	Equity Risk Premium			
	7.5%	7.0%	6.5%	
<b>Long term ROAE</b>	25.3%	259	265	271
	25.8%	269	<b>275</b>	281
	26.3%	279	285	292

자료: 키움증권, 2019-07-18 기준

주) 현재: 226.65달러, 적정가치 최저: 14.3%, 적정가치 적정: 21.4%, 적정가치 최고: 28.7%, 적정가치 평균: 21.4% (275달러)

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

본 자료에 제시된 업종이나 종목의 상승여력은 당사 글로벌리서치팀의 잔존가치 모델(Residual Income Model)을 활용하여 계산한 것으로 당사 투자전략팀과 기업분석팀의 지수 전망, 목표주가 산정과 다를 수 있음을 공지합니다.