

와이씨켄 (112290/KQ)

변곡점 임박!

SK증권 리서치센터

매수(신규)

목표주가: 31,000 원(신규)
현재주가: 21,400 원
상승여력: 44.9%



권민규

mk.kwon@sks.co.kr
3773-8578

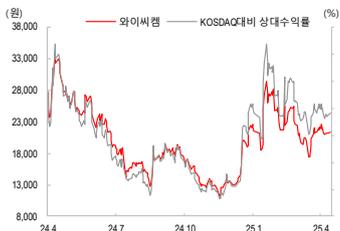
Company Data

발행주식수	1,011 만주
시가총액	216 십억원
주요주주	
이성일(외1)	40.09%
케이앤투자파트너스(외3)	7.06%

Stock Data

주가(25/05/07)	21,400 원
KOSDAQ	722.81pt
52주 최고가	33,000 원
52주 최저가	11,050 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



반도체 소재 및 유리기판 소재 업체

와이씨켄은 반도체 소재 공급을 주요 사업으로 영위하며, 포토 리소그래피 공정에 사용되는 Photoresist, Developer(현상액)과 식각 공정에 사용되는 Rinse, CMP 공정에 사용되는 CMP Slurry 를 공급한다. '24년 글로벌 선도 유리기판 업체향으로 유리기판 소재 3종(PR, Developer, Stripper) 양산 승인 취득 이후 유리기판 수출 상승의 핵심 소재인 코팅제를 개발해 평가 중에 있다. '25년부터 유리기판향 매출의 본격화와 EUV Rinse 및 Poly-Si Slurry 등 포트폴리오 다각화로 유리기판/반도체 소재 핵심 기업으로 도약하고 있다.

유리기판, 포트폴리오 확대(EUV 린스 등), 펀더멘탈 회복

1분기는 실적 저점으로 소폭 적자, 2분기 턴어라운드 이후 분기별 실적 우상향이 예상된다. 유리기판과 EUV 린스로 고부가 포트폴리오 다각화 수혜의 본격화를 전망한다.

① **유리기판:** 글로벌 선도 유리기판 업체향 유리기판 소재 3종 매출이 2분기부터 본격화된다. 고객사의 양산 물량 증가는 와이씨켄의 매출 증가를 의미한다. 타 해외 고객사향 양산 평가도 진행 중이다. 선도 고객사의 레퍼런스 기반 고객사 확장의 가능성이 높다고 판단된다. 빌드업 공정 중 구리의 들뜸 현상을 방지하는 코팅제도 양산 평가가 진행 중이다. 고부가 유리기판 소재의 매출 확대에 따른 이익률 개선이 기대된다. 유리기판에 주로 사용되는 i-Line 노광 공정에 있어서도 독보적인 기술력을 보유하고 있다. 과거 기판 산업의 FC-CSP와 같이, 중/저부가 시장에서의 독주를 기대한다.

② **EUV 린스:** 2분기 국내 주요 메모리 고객사향 EUV 린스 공급 가능성이 높다. 경쟁사인 Merck 대비 긍정적인 성능 평가를 받은 것으로 확인된다. 기존 i-Line~ArF에 머물러있던 포트폴리오 확대와 기술력 기반 멀티플 상승을 기대한다. 메모리 업체들의 EUV 도입 확대에 EUV Layer 증가 추세 속, 와이씨켄의 중장기적 성장이 예상된다.

투자이견 매수, 목표주가 31,000 원 제시

'26년 예상 EPS 1,580 원, Target PER 19.2 배를 적용했다. 2분기 중 EUV 린스 진입 확정과 유리기판 매출의 본격 발생이 주가 상승 트리거가 될 것으로 보인다. 유리기판, EUV 린스, Poly-Si Slurry 등 포트폴리오 확대 및 기술력에 대한 프리미엄을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	66	82	62	70	99	125
영업이익	십억원	2	5	-8	-8	6	18
순이익(지배주주)	십억원	-1	4	-6	-16	4	16
EPS	원	-100	412	-599	-1,581	436	1,580
PER	배	-	-	-	-	49.1	13.5
PBR	배	-	1.7	1.9	3.0	4.4	3.3
EV/EBITDA	배	6.6	12.9	-	-	22.6	10.4
ROE	%	-3.0	8.7	-9.5	-30.5	9.4	28.1

Contents

Valuation	3
투자포인트 1. 유리기판 소재 핵심 기업, '25년부터 매출 본격화	
1) 유리기판 핵심 소재 납품, 레퍼런스 기반 고객사 확대 기대	5
2) 유리 기판 수율 개선 핵심 요소, 코팅제 공급 기대감	10
3) 모두가 선단공정을 바라볼 때, 비어버린 시장에서의 기회 포착	11
4) TSMC SOW-X vs 유리기판?	12
투자포인트 2. EUV 린스로 중장기 성장동력 확보	
EUV 린스, 소재 포트폴리오 확대 & 기술력 재평가의 발판	16

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 08일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 31,000 원 제시

유리기판향 매출의 본격 발생 및 고부가 소재 매출 확대로 이익률 레벨이 상승하는 26년 EPS 1,580 원 기준 Target PER 19.2 배를 적용, 목표주가 31,000 원을 제시한다. Target PER 은 반도체 소재 업체인 동진세미켐(FYO), 솔브레인(25F), Merck(25F)의 PER 평균치에 50% 프리미엄을 가중하여 산출했다. 프리미엄 산정 기준은 1) 고부가 유리기판 소재의 공급 본격화 및 코팅제로 매출 확대를 가정했다. 유리기판 업체는 평균적으로 업계 Peer 대비 60~70% 높은 멀티플을 받고 있다. 유리기판 관련 펀더멘탈을 확실하게 보유한 와이씨켐에게 프리미엄은 정당하다고 판단된다. 2) EUV 린스 등 기술력 기반 포트폴리오 확대, 3) 25년 2분기부터 턴어라운드 시기를 감안해 보수적으로 50% 프리미엄을 가정했다. 1분기 실적 저점으로 2~4분기 실적 우상향 및 이익률 개선이 이뤄지는 만큼, 현재 주가는 매력적이다. 매수 의견을 제시한다.

와이씨켐 목표주가 밸류에이션 분석

구분		비고
목표주가	31,000 원	
26E EPS	1,580 원	높아진 이익률 반영할 수 있는 26E EPS 적용
목표 PER	19.2 배	동진세미켐(FYO), 솔브레인(25F), Merck(25F) PER 의 평균치에 1) 유리기판 매출 본격화, 2) EUV 린스 등 포트폴리오 확대, 3) 턴어라운드 감안 50% 프리미엄

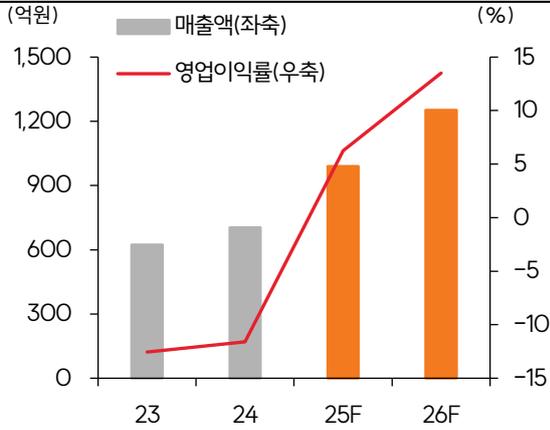
자료: SK 증권 추정

와이씨켐 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026E
매출액	159	176	185	183	188	215	256	331	703	990	1,252
- Photo 소재	85	95	96	93	89	94	105	116	369	404	441
- Wet Chemical	42	50	54	57	53	58	60	61	203	232	241
- PR Rinse	15	14	16	10	14	14	15	16	55	59	62
- CMP 슬러리	3	2	5	11	11	16	35	41	21	103	127
- Glass PKG	0	0	0	1	1	12	20	75	1	108	294
- 기타	14	15	14	11	20	21	21	22	55	84	87
매출 비중											
- Photo 소재	53%	54%	52%	51%	47%	44%	41%	35%	52%	41%	35%
- Wet Chemical	26%	28%	29%	31%	28%	27%	23%	18%	29%	23%	19%
- PR Rinse	10%	8%	9%	5%	7%	7%	6%	5%	8%	6%	5%
- CMP 슬러리	2%	1%	3%	6%	6%	7%	14%	12%	3%	10%	10%
- Glass PKG	0%	0%	0%	1%	1%	6%	8%	23%	0%	11%	23%
- 기타	9%	9%	8%	6%	11%	10%	8%	7%	8%	8%	7%
영업이익	-26	-21	-20	-15	-11	1	15	57	-82	62	184
영업이익률	-16%	-12%	-11%	-8%	-6%	0%	6%	17%	-12%	6%	15%

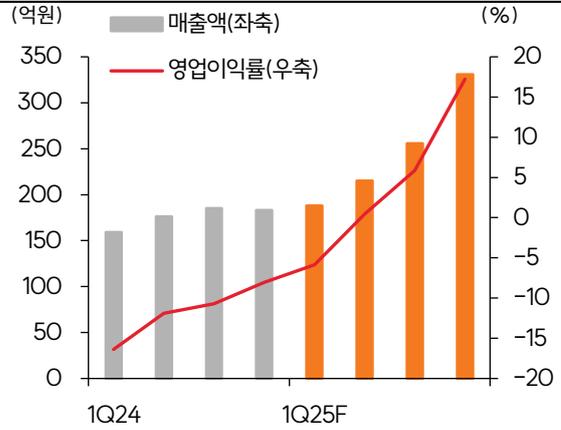
자료: SK 증권 추정

와이씨캠 연간 실적 추이 및 전망



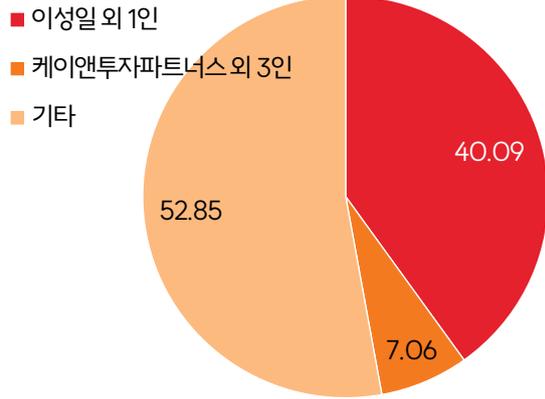
자료: SK 증권 추정

와이씨캠 분기 실적 추이 및 전망



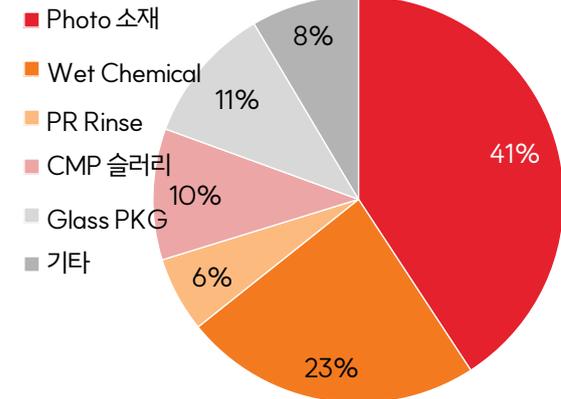
자료: SK 증권 추정

와이씨캠 주주구성



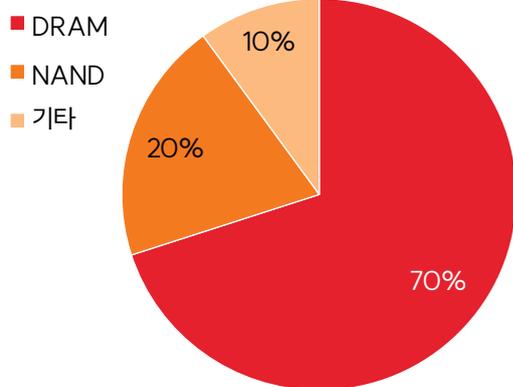
자료: QuantiWise, SK 증권

와이씨캠 사업별 매출비중 추정



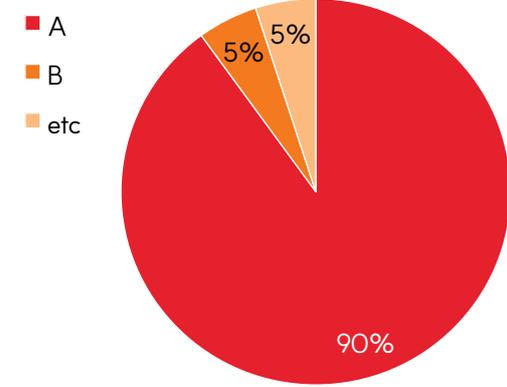
자료: SK 증권 추정

와이씨캠 아이টে별 매출비중 추정



자료: SK 증권 추정

와이씨캠 고객사비중 추정



자료: SK 증권 추정

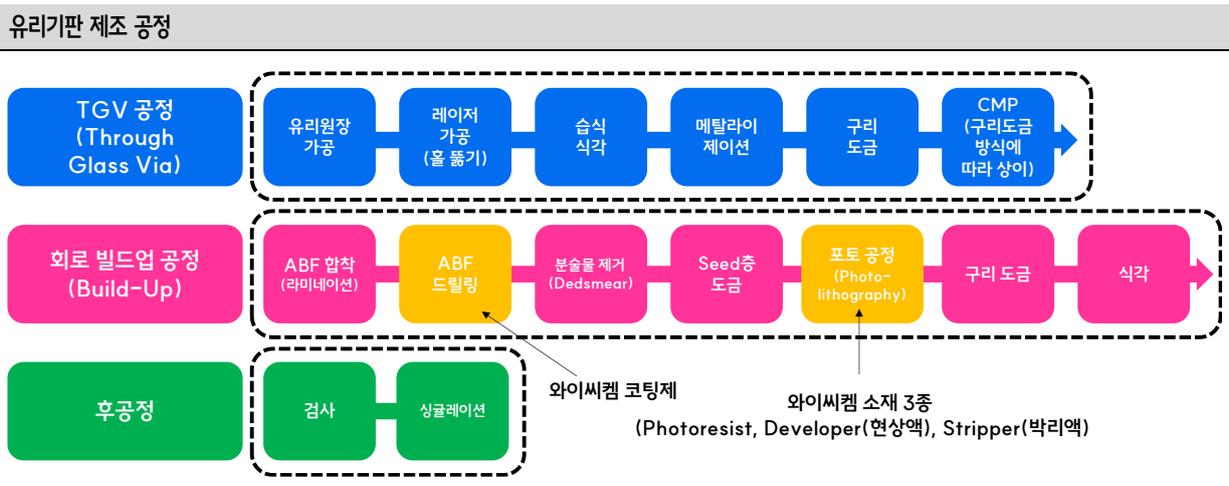
투자포인트 1. 유리기판 소재 핵심 기업, '25년부터 매출 본격화

1) 유리기판 핵심 공정 소재 납품, 레퍼런스 기반 고객사 확대 기대

와이씨켄은 유리기판 3대 공정(TGV, 회로 빌드업, 후공정) 중 '회로 빌드업 공정'에 사용되는 소재 3종(Photoresist, Developer(현상액), Stripper(박리액))을 공급한다. 국내 주요 유리기판 고객사와 공동 개발 및 양산 평가를 통과했고, 24년 4분기부터 일부 매출이 인식되기 시작했다.

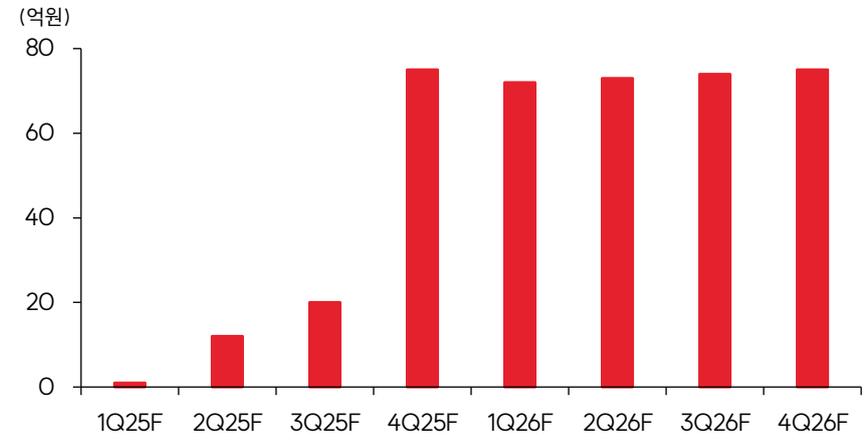
유리기판 향으로 '25년에는 100억대 매출, '26년에는 200억대 매출을 전망한다. 국내 유리기판 선도 업체향으로 소재 공급 레퍼런스를 보유한 만큼, 이를 기반으로 타 고객사향 매출 확대 가능성도 열려 있다. 현재 해외 고객사향으로 양산 평가도 진행 중이다.

국내 유리기판 고객사향 시생산 물량은 2분기부터 본격화되어 분기가 지날수록 물량이 점차 확대될 것으로 보인다. 고객사의 양산 물량이 확대될수록 와이씨켄의 매출 또한 함께 증가하는 구조이다. 추가 고객사 확보 시 '26년 매출 규모는 추가 확대 여력이 있다. 고마진 소재인 만큼, 유리기판 관련 매출 확대에 따라 이익 개선세도 눈에 띄게 증가할 것으로 전망된다.



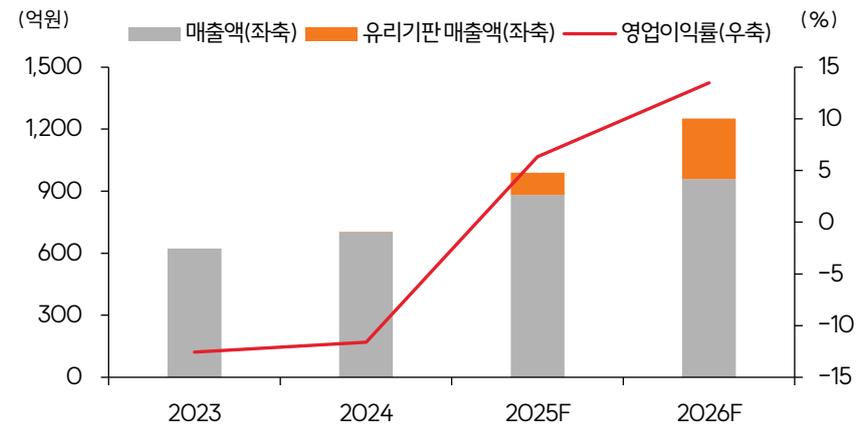
자료: SK 증권

와이씨캠 유리기판향 매출 추이 및 전망



자료: SK 증권

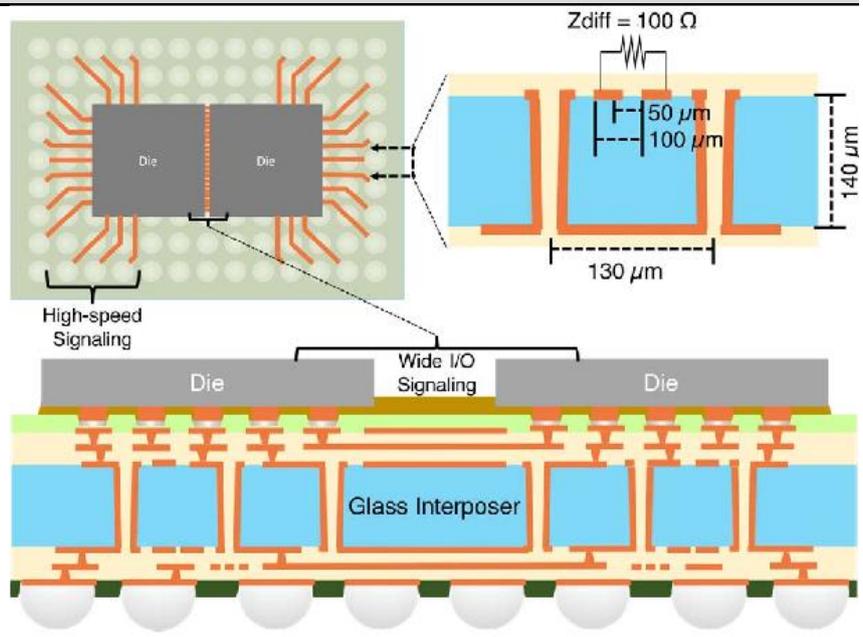
와이씨캠 매출 추이 및 이익률 전망



자료: SK 증권

인터포저로의 확장 가능성 또한 보유 중이다. 현재는 주요 고객사의 개발 방향이 '유리 코어 기판'에 집중되어 있으나, '유리 인터포저' 또한 노광 공정에 기반한 RDL 층을 형성해야 하므로 와이씨켄의 소재 3종 및 코팅제가 진입할 수 있다. 현재 예정된 매출은 모두 '유리 코어 기판' 향으로, '유리 인터포저' 향 소재 공급 본격화 시 매출 업사이드 추가 여력을 보유하고 있다.

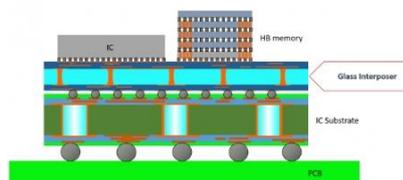
유리 인터포저 구조



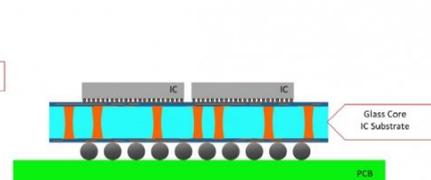
자료: 산업 자료, SK 증권

유리 코어 기판 vs 유리 인터포저

GLASS FOR ADVANCED PANEL LEVEL PACKAGING



- Glass CTE=3
- Typical thickness: 400 μm
- Goal: replace costly large area silicon interposer
- Trend towards smaller diameter, thinner substrates
- Highest demand on reliability, cleanliness and process reliability



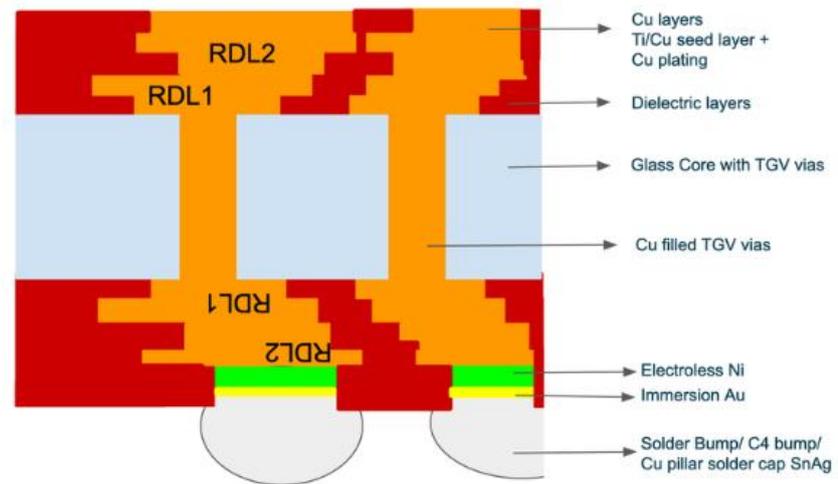
- Glass CTE=7
- Typical thickness: 800 μm
- Core layer must feature higher via densities than organic core to make an additional interposer obsolete

자료: LPKF, SK 증권

글로벌 반도체 장비 업체와의 협업도 진행 중이다. 현재 개발된 유리기판용 PR 로는 금속 배선 사이즈 Line/Space(L/S) 2/2um 까지 구현이 가능하다. 하지만 고성능 반도체 적용을 위해서는 금속배선 미세화가 더 진행되어야 한다. 와이씨켄은 글로벌 장비 업체와 협업을 통해 L/S 1/1um PR 개발을 진행중이며, 레퍼런스 확보 및 고객사 확장의 효과가 기대된다.

기존 유기 기판(FC-BGA)의 Organic Core(FR-4)에서 RDL 층을 쌓을 때 L/S 미세화에 어려움을 겪고 있고, 그에 대한 해결책으로 유리 코어 기판이 대두된 만큼 유리기판의 발전 방향성과 일치하는 사업 구조를 갖춰나가고 있다. 글로벌 장비업체와 협력을 진행하는 만큼 기술력 수준 또한 높게 평가받고 있다. 중장기적으로 유리기판의 산업 성장을 가장 잘 반영할 수 있는 업체라 판단한다.

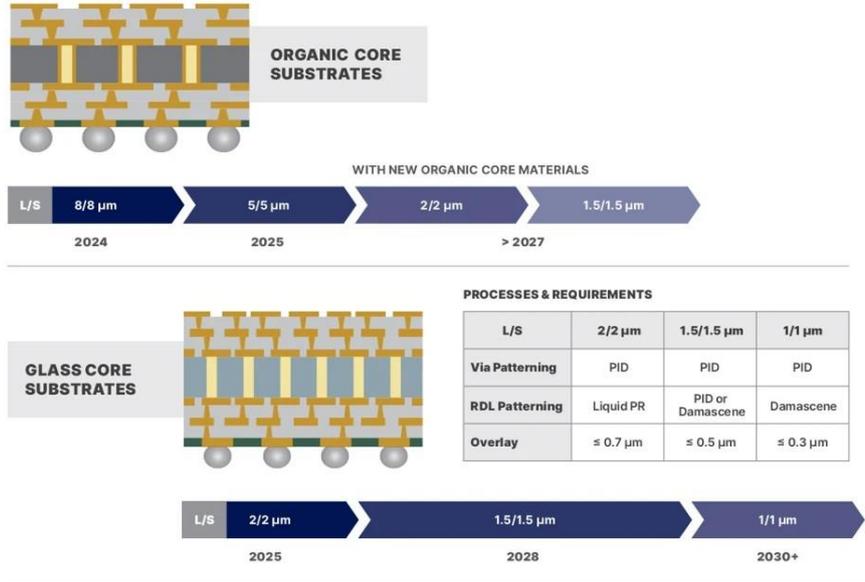
유리기판 RDL 층 구조



자료: Nanosystems, SK 증권

유기 vs 유기 기판 L/S 비교: 유기 기판은 한계 직면, 유리 기판은 L/S 1/1um 까지 가능

SUBSTRATES: MIGRATION FROM ORGANIC (CCL) TO GLASS CORE



자료: Onto Innovation, SK 증권

2) 유리 기판 수율 개선 핵심 요소, 코팅제 양산 진입 기대감

와이씨켄은 고객사의 요청으로 '유리를 강화(균열 등 방지 목적)하는 코팅제'를 개발했고, 유리와 구리의 'Adhesion(접착력)을 개선하는 코팅제'를 양산 평가 중에 있다. 현재 시장의 방향성은, '유리 강화(균열 방지)'의 경우 두께 및 물성 변경으로 공정상 개선이 가능하다고 평가하고 있다. 따라서 '유리 강화 코팅제' 보다는 '유리와 구리의 Adhesion 을 개선하는 코팅제'가 유리 기판의 수율 상승에 핵심적인 역할을 수행할 것으로 보인다.

Adhesion 개선 코팅제는 국내 주력 유리기판 고객사향 양산 평가가 진행 중이다. 양산 진입 시 관련 매출은 이르면 '26 년 하반기부터 발생 가능할 전망이다. 기존 유리기판 소재 3종(PR, Developr, Stripper)의 양산 공급 레퍼런스를 감안한다면, 긍정적인 양산 평가 결과가 기대된다. 현재 예상되는 '25 년 100 억대 매출, '26 년 200 억대 매출은 코팅제가 감안되지 않은 수치이다. 코팅제 양산 진입 시 '27 년 코팅제 매출만 연간 100 억원 이상을 기록할 것으로 기대된다. 소재 3 종과 동일하게 고마진 소재이므로, 27 년 추가적인 이익률 개선이 예상된다. 금번 추정치에는 코팅제 매출을 감안하지 않았다.

코팅제는 유리기판의 빌드업 공정 과정에서 '도금, 배선 공정'에 사용된다. RDL 층을 쌓을 때 구리를 도금하는 과정에서 유리(Bare Glass)의 미끄러운 표면으로 인해 구리가 접착되지 않는 현상이 발생하고 있다. 이는 단수가 높아질수록(8 단 이상) 심화된다. 고사양 반도체의 I/O 처리를 위해서는 RDL 층 단수가 높아져야 하는데, 단수가 늘어나면 유리의 특성으로 인해 필연적으로 구리가 뜨는 현상이 발생한다. 해당 현상의 해결이 유리기판의 수율과 직결되므로 수율 개선에 핵심적인 소재다.

코팅제의 경우 기존 공급한 3종 소재(PR, Developer, Stripper)와 다르게 고객사별 Customizing 이 필요하지 않다. 따라서 주요 고객사 양산평가 통과 시 레퍼런스를 기반으로 높은 확장성을 보유하고 있다고 판단된다.

3) 모두가 선단공정을 바라볼 때, 비어버린 시장에서의 기회 포착

유리기판 빌드 공정에서 RDL 층 형성에 필요한 포토 공정(노광)은 300~400nm의 파장을 주로 사용한다. 이는 i-Line의 범주이며, 와이씨켄의 주력 공정이다. 과거부터 해당 파장대의 반도체 노광 소재를 납품하고 있었으며(i-Line 용 PR), 장비도 보유하고 있다.

유리기판은 업체별로 요구 스펙이 상이하기 때문에 소재 또한 Customized 되어야 한다(코팅제 제외). 와이씨켄은 이미 감가상각이 종료된 장비 및 공정 노하우를 보유하고 있으며, 해당 강점을 바탕으로 원가 경쟁력 및 고객사 제품 대응이 가능한 것이 강점이다.

i-Line은 선단 노드용 광원이 아니다. 글로벌 메이저 포토 소재 업체들은 EUV 등 선단 노드용 소재에 대응하고 있다. 하지만 아이러니하게도 TSV와 유리기판은 다시 i-Line 광원에게 기회가 되고 있다. 회로 선폭 및 해상도 고려시, 유리기판 RDL을 쌓는 과정 및 TSV에서 i-Line 용 소재가 적합했기 때문이다. i-Line 용 소재를 주력 제품으로 공급하던 와이씨켄은 유리기판 산업에서 가장 큰 수혜를 볼 수 있는 업체가 되었다.

이는 과거 기판 업체들이 FC-BGA 공정으로 대거 이동 이후, FC-CSP 등 중/저사양 기판의 소티지 발생으로 FC-BGA로 전환하지 않은 업체가 큰 수혜를 봤던 흐름과 유사하다. 유리기판이 확대될수록 와이씨켄의 경쟁력은 상승한다. 타 업체가 진입하려면 장비 구매, 양산 평가 등 2~3년의 시간이 소요되므로 기술적, 시간적 우위를 모두 보유하고 있는 셈이다.

포토공정 광원 종류 및 세대별 분류

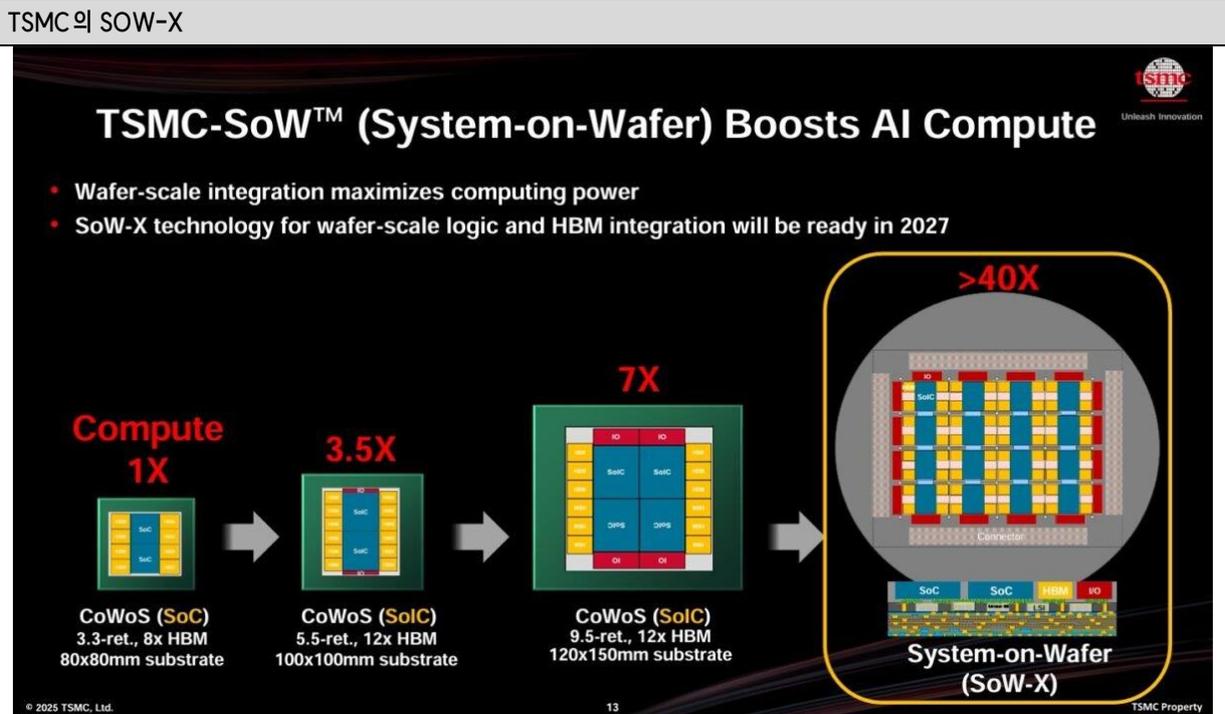
세대	1세대	2세대	3세대	4세대	5세대	6세대
광원	G-line	i-line	KrF	ArF	ArF Immersion	EUV
파장	436nm	365nm	248nm	193nm	193nm(Immersion)	13.5nm
회로 선폭	280~1000nm	280~1000nm	~90nm	40~60nm	30~40nm	~20nm
해상도	10um~1.5um	1.5um~0.6um	0.6~0.13um	0.13um~32nm	32nm~7nm	~7nm~
광원 발생	Hg Lamp	Hg Lamp	Eximer Laser	Eximer Laser	Eximer Laser	Laser Produce Plasma

자료: SK증권

4) TSMC SOW-X vs 유리기판?

TSMC 는 지난 4 월 23 일, 초대형 고집적 패키징 기술인 'System on Wafer-X(SOW-X)'를 공개했다. 해당 기술은 Substrate(FC-BGA)와 실리콘 인터포저를 사용하지 않고, RDL 층을 쌓아올려 해당 기능을 대체한다. Compute 성능을 기존 CoWoS 대비 40 배까지 향상시킬 수 있으며, 27년 양산을 목표로 한다.

해당 기술의 발표 이후, Substrate 와 인터포저를 대체하기 때문에 해당 제품의 개선을 목표로 하는 유리기판의 성장성에 대한 우려가 확대되었다. 아직 SOW-X 의 기술적 디테일들은 공개되지 않았지만, 현재 공개된 정보로 SOW-X 가 유리기판을 대체하는 기술로 보기에는 무리가 있다고 판단한다.



자료 : TSMC, SK 증권

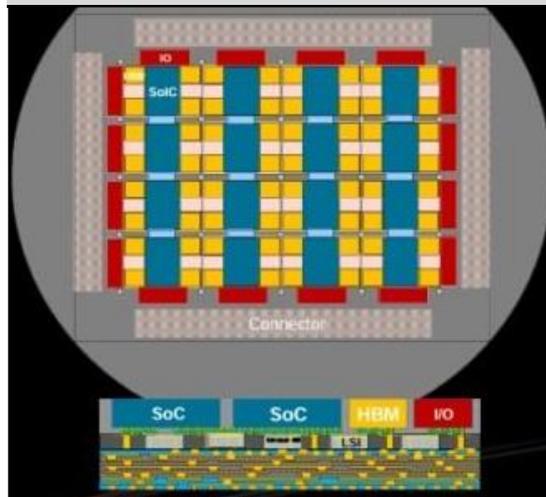
첫번째: 비용과 수율 관리 문제

수율 문제 및 공정 난이도 감안 시, SOW-X가 적용될 수 있는 제품군 초 하이엔드 세그먼트에 국한될 것으로 보인다. 따라서 초 하이엔드 세그먼트를 제외한 나머지 분야에서는 여전히 CoWoS 로 대응이 필요하고, 유리기판의 니즈는 존재한다고 판단된다.

TSMC 의 SOW-X 구조를 살펴보면, 로직 다이 16 개와 HBM 64 개 이루어진 초대형 면적을 가진다. 해당 면적의 RDL 을 불량 없이 쌓는 것은 고도의 기술력을 요구한다. 로직 다이(SoC)나 HBM 은 개별적으로 굿 다이(Good Die)를 사용하면 되므로 패키징 수율과는 별개이지만, RDL 층을 쌓아 올리는 것은 별개의 문제이다.

Substrate 와 인터포저를 대체하기 위해서는 수많은 반도체 칩의 신호 전달을 위해 더 촘촘한 선폭의 RDL 층을 더 높게 쌓아 올려야 하는데, 면적 크기 또한 증가한다. 해당 고집적, 대면적 RDL 층에서 작은 결함이 하나라도 발생하면 수율이 급격하게 하락한다. 수율 개선의 어려움을 감안 시, 가격은 더욱 상승할 수밖에 없다.

SOW-X의 구조 분석



SoC 16개
HBM 64개
면적 거대화

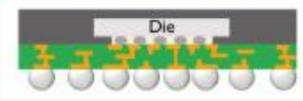
RDL 층을 높게 쌓아올려
Substrate 대체

자료: TSMC, SK 증권

로직 다이 16 개와 HBM 64 개의 스펙도 무시하지 못한다. 해당 초고성능, 초고가의 칩은 대규모 구축이 필요한 AI 서버 구축에는 부적합하다. 물론 TSMC 가 '27 년 양산을 밝힌 이유는 고객사의 요청이 분명히 있었겠지만, 해당 스펙의 반도체를 사용할 수 있는 업체는 상당히 제한적일 것으로 보인다.

따라서 SOW-X 를 활용한 AI 반도체는 초 하이엔드 시장에 국한될 것으로 전망된다. 초 하이엔드 세그먼트는 SOW-X 가, 나머지는 CoWoS 가 대응하면서 여전히 유리기판이 진입할 여지는 충분하다고 판단된다.

SOW-X 는 하이엔드 스마트폰 AP 에 사용되는 FO-WLP 패키징 기술과 유사하지만, 모든 스마트폰 AP 에 FO-WLP 패키징이 사용되지 않는 것과 비슷하게 전개될 것으로 보인다. FO-WLP 기술의 등장과 함께 TSMC 는 애플 아이폰 AP 를 독점했지만, 모든 스마트폰 AP 가 FO-WLP 기술을 적용하지는 않았다. 현재까지 FC-CSP 와 FO-WLP 는 공존하고 있다.

FC-CSP vs FO-WLP		
Package type	FC-CSP/FC-BGA	Fan-Out
Schematic (Not Drawn to scale)		
Footprint: thickness	Thicker	✓ Thinner
Substrate interposer	Yes	✓ No
I/O area beyond die limit	✓ Yes	✓ Yes
Board-level Reliability	✓ Higher	✓ Higher (backside-protection*)
SiP / 3D potential	✓ Higher	✓ Higher

자료: Yole Group, SK 증권

두번째: 인터포저의 필요성은 여전

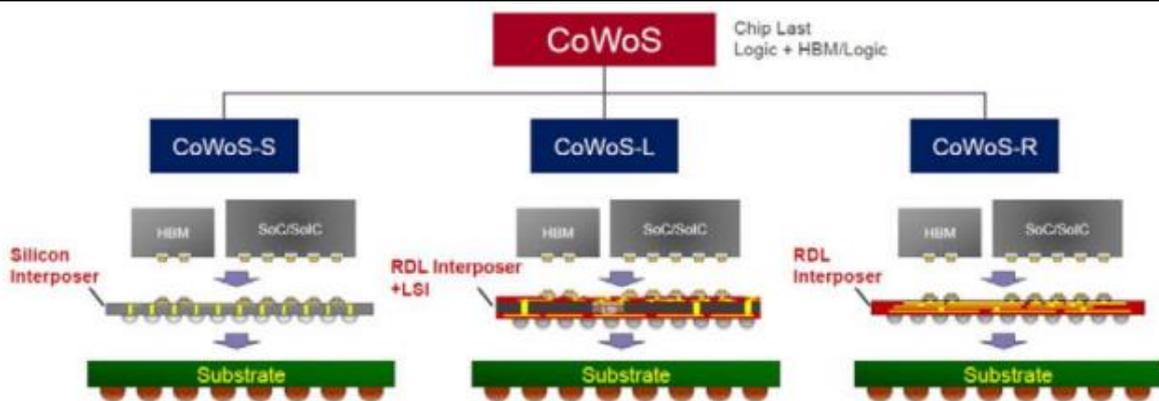
SOW-X 단면도에서 LSI 가 쓰이고 있다는 점도 주목이 필요하다. TSMC 는 해당 기술을 도입함에 있어서도 인터포저의 필요성을 역설했다. 실리콘 인터포저는 여전히 높은 가격을 유지 중이고, 실리콘 인터포저를 대체할 더 값싼 유리 인터포저에 대한 시장의 니즈는 지속되고 있다. TSMC 는 여전히 일본, 대만 업체들과 유리 인터포저에 대한 연구를 활발하게 진행하고 있는 것으로 파악된다.

LSI(Local Si Interconnect)는 이기종 집적(Heterogeneous integration)을 위해 사용되는 인터포저와 유사한 기능을 제공하는 TSMC 고유의 배선 플랫폼이다. 인터포저는 두개 이상의 다이를 물리적으로 연결하는 중간 층으로, 기판처럼 로직 다이 및 HBM 을 위에 실장한다. 일반적으로 패키지 하부에 위치하고 있다. LSI 는 패키지 내부에서 로컬 영역끼리의 연결을 제공한다. LSI 는 실리콘 인터포저 대비 훨씬 좁은 영역에 한정된 로컬 연결 구조를 위해 도입된 기술이다. 즉, 실리콘 인터포저를 작게 만들어서 로컬 연결을 돕는 구조이다.

TSMC 는 CoWoS-S 에서의 원가 절감을 위해 CoWoS-L 을 도입하면서, 실리콘 인터포저를 유리 인터포저로 대체하고 LSI 를 도입했다. 실리콘 인터포저의 면적을 줄이면서 단가를 하락시키기 위함이다. Compute Die 간의 초근접 고대역폭 연결을 위해서는 여전히 인터포저의 기능이 필요하다는 것을 보여준다.

SOW-X 는 실리콘 인터포저는 사용하지 않았지만, 고대역폭 연결의 필요성으로 LSI를 도입했다. 인터포저 관점에서 단가 하락을 위한 유리 인터포저의 수요는 여전히 있다고 판단할 수 있다. SOW-X 가 적용되지 않는 CoWoS 에서도 인터포저의 필요성은 지속해서 강조될 전망이다.

TSMC의 CoWoS 구분



자료 : TSMC, SK 증권

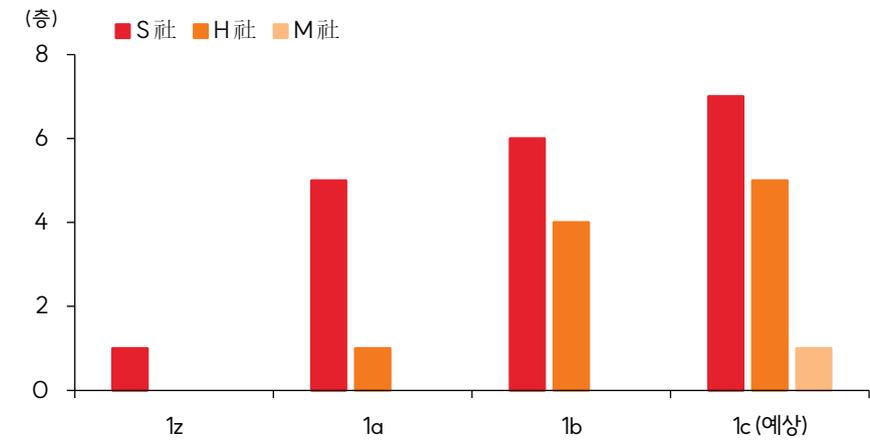
투자포인트 2. EUV 린스로 중장기 성장동력 확보

EUV 린스, 소재 포트폴리오 확대 & 기술력 재평가의 발판

2분기내 국내 주요 메모리 업체 향 EUV 린스(Rinse) 공급이 개시될 것으로 전망된다. 주요 메모리 업체들이 D1z > D1a > D1b > D1c 로 세대 변화에 따라 EUV 도입을 확대하면서 EUV Layer 층이 증가하고 있다. 이러한 추세에 따라, EUV 소재를 공급을 앞둔 와이씨켐의 수혜도 커질 것으로 예상된다. 금번 실적 추정치에는 EUV 린스 매출액은 포함하지 않았다. 공급 개시 확정 이후 매출 추정치 추가 상향 여지가 존재한다. EUV 린스 공급 개시와 함께 기존 i-Line, ArF 수준에 머물러있던 포토 소재 포트폴리오의 확대와, 기술력 기반 멀티플 상승을 기대한다.

EUV의 도입은 삼성전자의 경우 D1z 부터, SK 하이닉스는 D1a, 마이크론은 D1c 부터 시작됐다. EUV Layer 는 도입 초기 1개 층 수준에서 현재(D1b)기준 4~5 개 정도로 확대된 것으로 파악된다. D1c에서는 5~6 개 층으로 확대될 전망이다. EUV 광원은 기존 ArF 대비 광원이 짧아 패턴을 훨씬 미세하게 새길 수 있다. 또한 기존 공정은 미세 회로 형성을 위해 노광 공정을 여러 번 반복해야 했지만, EUV 도입 시 공정 단계를 줄여 생산성을 높이는 효과를 가져온다. 반도체의 미세화 과정에서 EUV Layer 가 확대됨에 따라 EUV 소재 사용량 증가는 필연적이다. 와이씨켐의 중장기적 수혜가 전망된다.

DRAM 세대별 EUV Layer 추이



자료: 언론 종합, SK증권

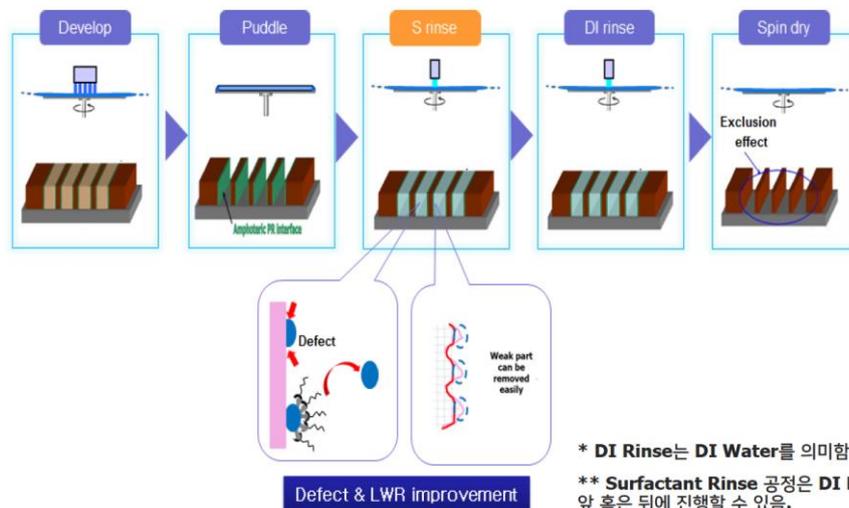
EUV 린스 경쟁사는 독일의 Merck사로, 기존 EUV 린스에서 대부분의 점유율을 차지하고 있다. 와이씨캠은 린스의 주요 기능인 'Pattern collapse 방지'와 'Defect(결함)감소' 효과에서 Merck 대비 긍정적인 평가를 받은 것으로 확인된다. 기술 경쟁력 및 가격 경쟁력 기반, 국내 주요 메모리 업체 내 M/S 는 올해 진입을 시작으로 빠른 속도로 확대될 것으로 보인다.

현재 진입을 목표로 하는 제품은 메모리향 EUV 린스이다. EUV 는 비메모리에서 더 많이 쓰이고, 더 큰 시장규모를 형성하고 있다. 향후 국내 주요 메모리 업체뿐 아니라, 타 비메모리 업체 향으로도 확장 가능성이 열려 있다. 현재 진입한 업체에서 안정적인 레퍼런스 형성 이후 EUV 의 도입 확대와 고객사 확장의 영역도 열려 있는 셈이다. 중장기적 성장 동력의 트리거가 2분기를 기점으로 시작될 것으로 보인다.

린스(Rinse)는 포토리소그래피 공정 중 Develop(현상)공정에서 발생하는 찌꺼기(Residue)를 제거하고, 수율 개선 및 비용 절감 효과를 위해 필요한 소재이다. 주요 기능으로는 노광 공정을 통해 형성된 패턴이 무너지는 Pattern Collapse 를 방지하고, Residue 를 효과적으로 제거해 패턴 Defect 를 감소시켜 수율 향상에 기여한다.

기존 ArF 광원까지는 필수가 아니었으나, EUV 공정부터는 린스가 필수적인 소재로 인식되고 있다. EUV 공정은 기존 공정대비 공정의 난이도가 증가하기 때문에 수율에 민감할 수밖에 없고, 린스 공정을 통해 노광 공정의 안정성과 수율을 높일 수 있기 때문이다.

린스 투입 공정



재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	51	47	44	58	75
현금및현금성자산	1	8	3	3	5
매출채권 및 기타채권	8	6	8	9	10
재고자산	11	13	11	15	19
비유동자산	66	72	73	74	76
장기금융자산	1	1	1	1	2
유형자산	59	62	65	67	68
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	116	120	116	132	151
유동부채	36	42	51	58	62
단기금융부채	28	36	44	49	50
매입채무 및 기타채무	6	5	6	8	10
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	17	21	25	24
장기금융부채	13	17	21	25	24
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	49	59	72	83	86
지배주주지분	68	60	45	49	65
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	40	40	40	40	40
기타자본구성요소	0	-0	-0	-0	-0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	18	11	-5	-1	15
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	68	60	45	49	65
부채외자본총계	116	120	116	132	151

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	4	-4	-7	6	17
당기순이익(손실)	4	-6	-16	4	16
비현금성항목등	6	3	13	8	8
유형자산감가상각비	4	5	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	2	-2	8	3	3
운전자본감소(증가)	-5	-0	-2	-3	-3
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1	2	-2	-1	-1
재고자산의감소(증가)	-2	-1	-1	-4	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	-1	1	2	2
기타	-1	-1	-2	-3	-5
법인세납부	-0	-0	0	-0	-1
투자활동현금흐름	-33	2	-9	-14	-14
금융자산의감소(증가)	-0	0	-0	-8	-8
유형자산의감소(증가)	-5	-7	-8	-6	-7
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	-28	9	-1	0	1
재무활동현금흐름	29	10	11	9	-0
단기금융부채의증가(감소)	-6	-0	5	5	1
장기금융부채의증가(감소)	-1	11	6	4	-2
자본의증가(감소)	36	0	0	0	0
배당금지급	0	-1	0	0	0
기타	0	0	0	0	1
현금의 증가(감소)	0	7	-5	-0	3
기초현금	1	1	8	3	3
기말현금	1	8	3	3	5
FCF	-1	-12	-15	-0	11

자료 : 와이씨캠, SK증권 추정

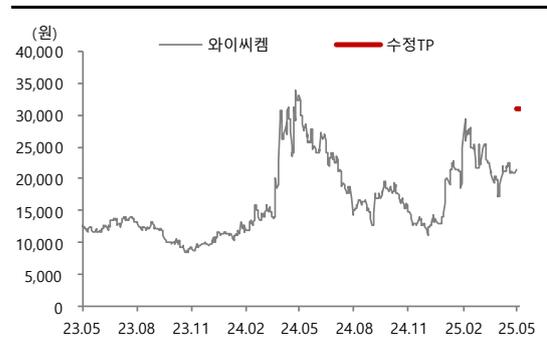
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	82	62	70	99	125
매출원가	62	53	59	70	82
매출총이익	20	10	11	29	43
매출총이익률(%)	24.7	15.7	16.3	29.4	34.3
판매비와 관리비	15	18	20	23	25
영업이익	5	-8	-8	6	18
영업이익률(%)	6.5	-12.6	-11.6	6.3	14.7
비영업손익	-1	-1	-1	-2	-2
순금융손익	-1	-1	-2	-3	-3
외환관련손익	0	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	-9	-10	5	17
세전계속사업이익률(%)	5.3	-14.6	-13.6	4.7	13.3
계속사업법인세	0	-3	2	0	1
계속사업이익	4	-6	-16	4	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4	-6	-16	4	16
순이익률(%)	5.1	-9.7	-22.7	4.5	12.8
지배주주	4	-6	-16	4	16
지배주주귀속 순이익률(%)	5.1	-9.7	-22.7	4.5	12.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	4	-6	-16	4	16
지배주주	4	-6	-16	4	16
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	10	-3	-3	11	24

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	240	-24.4	12.9	40.8	26.5
영업이익	137.7	적전	적지	흑전	196.8
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	261.6
EBITDA	450	적전	적지	흑전	107.7
EPS	흑전	적전	적지	흑전	262.3
수익성 (%)					
ROA	4.2	-5.1	-13.6	3.5	11.3
ROE	8.7	-9.5	-30.5	9.4	28.1
EBITDA마진	12.0	-4.6	-4.3	11.6	19.0
안정성 (%)					
유동비율	142.2	114.0	86.1	99.5	120.3
부채비율	71.9	97.7	161.3	170.5	132.0
순차입금/자기자본	17.2	41.5	92.0	86.1	48.1
EBITDA/이자비용(배)	6.6	-1.3	-1.2	3.6	7.1
배당성향	24.3	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	412	-599	-1,581	436	1,580
BPS	6,681	5,982	4,401	4,837	6,417
CFPS	866	-109	-1,074	955	2,111
주당 현금배당금	100	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	27.8	-	-	49.1	13.5
PBR	1.7	1.9	3.0	4.4	3.3
PCR	13.2	-105.2	-12.2	22.4	10.1
EV/EBITDA	12.9	-	-	22.6	10.4
배당수익률	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.05.08	매수	31,000원	6개월	



Compliance Notice

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 08일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------