

KOSDAQ | 반도체와반도체장비

엘티씨 (170920)

SK하이닉스 소재와 장비를 담당하는 핵심 벤더

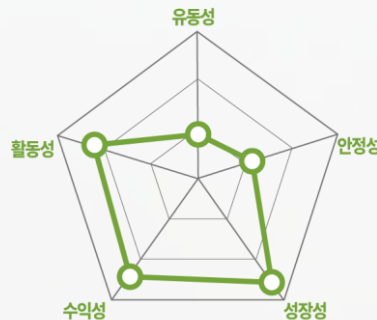
체크포인트

- 엘티씨는 반도체/디스플레이 공정용 소재 및 반도체 공정 장비를 제조하는 기업. 2015년 엘티씨에이엠을 인수하며, 반도체 공정 소재로 사업 다각화 성공. 이후 SK하이닉스에 반도체 공정 소재를 납품하며 우호적 관계 구축. 2022년 무진전자로부터 반도체 세정장비 사업부를 양수하면서 반도체 사업의 확장을 이어가고 있음
- 현재 SK하이닉스 낸드에서 엘티씨의 HSP 소재 점유율이 과반 이상을 차지하는 것으로 추정. SK하이닉스의 낸드 고단화에 필요한 HSP 소재 고도화를 엘티씨가 담당하면서 기존 경쟁사가 납품하던 HSP 소재를 향후에는 엘티씨가 더 높은 비중으로 납품할 것으로 기대. 300단 이상 낸드에서는 엘티씨의 HSP 소재가 더 높은 비중을 차지할 것으로 전망
- SK하이닉스와의 우호적인 관계를 바탕으로 향후 Fab 증설과 세정장비 다각화로 세정장비 매출액 증가 기대. 청주 M15X 및 용인 1기 Fab 증설로 향후 2026~2027년 세정장비 수요 우상향 예상. 또한 TSV 공정용 세정장비를 개발하며, 반도체 선단공정용 세정장비 공급 기대

주가 및 주요이벤트

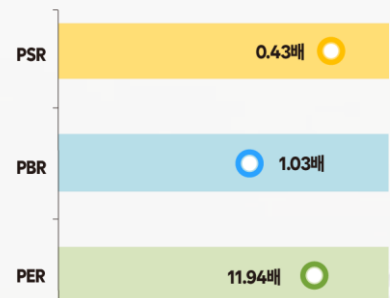


재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 4Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

엘티씨 (170920)

권지승 연구원 rjswtmd32@kirs.or.kr

김경민 연구위원, CFA(Chartered Financial Analyst) clairekmkim@kirs.or.kr

KOSDAQ

반도체와반도체장비

SK하이닉스의 핵심 벤더로 성장

엘티씨는 2015년 엘티씨에이엠을 인수하면서 반도체 산업으로 사업 확장. SK하이닉스의 벤더로서 안정적으로 반도체 소재 및 장비 납품. 이를 토대로 SK하이닉스의 세정장비 공급을 담당하던 2022년 무진전자의 반도체 세정장비 사업부까지 양수하며 성장의 기반 마련. 세정장비는 반도체 공정 전반이 노출되기 때문에, 세정장비를 반도체 공정 전반에 공급한다는 것은 엘티씨가 SK하이닉스의 핵심 벤더임을 의미. 엘티씨는 세정장비 사업부와 소재 사업부의 시너지를 바탕으로 SK하이닉스의 핵심 벤더로 성장해 나갈 것으로 기대

낸드 고단화로 HSP 수요 급증 기대

현재 엘티씨는 SK하이닉스 낸드 고단화에 핵심적인 소재인 HSP 점유율 과반 이상 차지. 2025년 하반기 본격적으로 양산이 확대되는 SK하이닉스의 300단 낸드에서는 HSP 소재 점유율이 더욱 상승할 것으로 전망. 300단 낸드 비중이 확대될수록 경쟁사 소재의 비중이 크게 줄어들기 때문에, 소재 공급량 증가 기대. 장기적으로 낸드의 단수가 높아질수록 고도화된 소재가 필요하고, 소재 사용량도 증가. 이에 따라 HSP 소재 매출 볼륨은 커지고 이익률도 개선될 것으로 기대

2026~2027년 더 가팔라지는 세정장비 수요

2025년에도 2024년과 유사한 물량의 세정장비 공급 예상. 현재 엘티씨의 세정장비는 SK하이닉스 반도체 공정에 따라 40~60%의 점유율 차지. 2026년 준공될 예정인 SK하이닉스의 청주 M15X Fab과 2027년 준공 예정인 용인 Fab 1기를 고려하면, 세정장비 수요는 2027년까지 꾸준히 우상향 기대. 특히, TSV 공정용 세정장비와 같은 선단공정에 필요한 세정장비에 더해 SPM 등 외산 세정장비를 국산화하면서 점유율은 점점 더 높아질 것으로 기대

Forecast earnings & Valuation

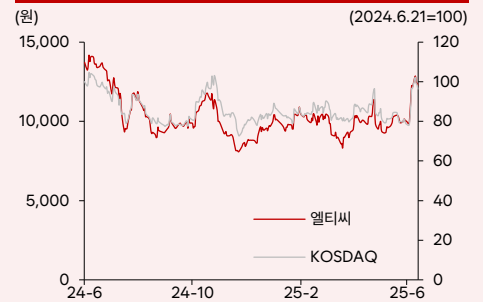
	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	783	2,194	1,134	2,770	3,280
YoY(%)	-17.4	180.3	-48.3	144.3	18.4
영업이익(억원)	-84	108	-160	242	330
OP 마진(%)	-10.7	4.9	-14.2	8.7	10.1
지배주주순이익(억원)	-95	21	-265	101	128
EPS(원)	-1,194	263	-3,069	1,030	1,287
YoY(%)	적지	흑전	적전	흑전	25.0
PER(배)	N/A	38.0	N/A	8.5	9.0
PSR(배)	1.2	0.4	1.2	0.3	0.4
EV/EBITDA(배)	116.1	8.4	N/A	5.5	4.1
PBR(배)	1.2	1.0	1.7	0.8	1.0
ROE(%)	-11.8	2.6	-31.8	10.4	11.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.1	0.9

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/17)	11,580원
52주 최고가	12,970원
52주 최저가	8,070원
KOSDAQ (7/17)	818.27p
자본금	49억원
시가총액	1,162억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	15만주
일평균 거래액 (60일)	17억원
외국인지분율	2.00%
주요주주	최호성 외 5인 29.48%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.5	19.6	-7.9
상대주가	8.6	5.9	-6.6

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

기업 개요 및 연혁

디스플레이 소재를 넘어서 반도체 소재 및 장비 기업으로 사업 다각화

엘티씨는 반도체/디스플레이 공정에서 사용되는 화학 소재 및 반도체 공정 장비를 제조, 판매하는 기업이다. 엘티씨의 최호성 대표이사는 고려대학교 대학원에서 화학과 석사 학위를 마쳤다. 이후 Sumitomo R&D Center, 동우화인켐, 덕성에서 실무를 경험하고 2007년 11월 엘티씨를 설립했다. 설립 초기 엘티씨는 LCD용 PR 박리액(Stripper)을 주요 제품으로 생산했다. 엘티씨는 세계 최초로 수계 스트리퍼 양산에 성공하면서, 2012년 주요 박리액 공급사 LG화학, Nagase(일본), TOK(일본)를 제치고, 글로벌 시장 점유율 1위(점유율 19.5%)를 달성했다. 이러한 경쟁력을 바탕으로 엘티씨는 2013년 10월 코스닥에 상장했다. 2015년 3월, 엘티씨는 반도체 소재 및 C.C.S.S 장비 등을 제조하는 엘티씨에이엠의 지분을 인수했으며, 2022년 2월 엘에스이를 설립 후, 무진전자의 웨이퍼 세정장비 사업부문을 양수하며, 반도체 사업의 확장을 이어가고 있다.

엘티씨는 2024년 연간 2,770억원(YoY +144.3%)의 매출액을 달성했다. 주요 제품별 매출액은 반도체 웨이퍼 세정장비 1,564억원(매출 비중: 56.5%), 반도체 화학 소재 389억원(14.1%), 디스플레이 화학 소재 248억원(9.0%), C.C.S.S 104억원(3.7%), 용역 및 상품 415억원(15.0%), 기타 제품 50억원(1.8%)을 달성했다.

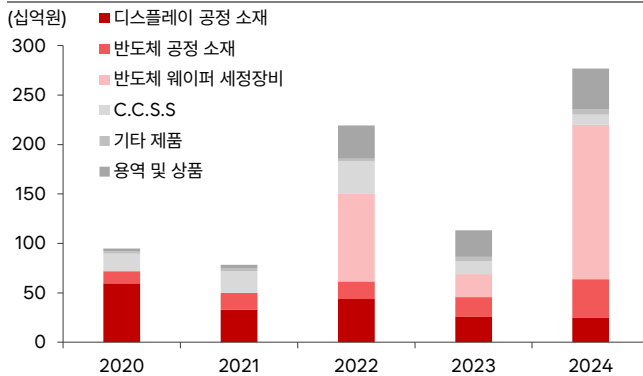
국내 LCD 산업의 부진으로 주력 사업부문이었던 디스플레이 화학 소재 부문 매출액은 지속적으로 감소했다(디스플레이 공정소재 매출액: 2020년 596억원 -> 2024년 248억원). 반면, 낸드용 반도체 소재 매출액 증가와 2022년 반도체 웨이퍼 세정장비 사업 진출로 반도체 부문의 매출액은 크게 증가했다(반도체 소재 및 장비 관련 매출액: 2020년 302억원 -> 2024년 2,471억원). 엘티씨는 반도체 소재 및 장비사로의 전환을 성공적으로 이뤄냈고, 그 결과 전사 매출액은 2020년 948억원에서 2024년 2,770억원으로 크게 증가할 수 있었다.

엘티씨 주요 연혁

2007~2010	2011~2015	2016~2020	2021~2025
2007.11 엘티씨(주) 설립 2009.03 삼성디스플레이 PR Stripper T7L 공급 2009.12 ISO-9001인증	2011.05 벤처기업인증 2011.05 화성 1공장 준공, 제1연구소 확장 이전 2011.08 삼성디스플레이 T8L 확대공급 2011.08 INNO-BZ 기업인증 2012.12 제1연구소 이전 및 제2연구소 추가 설립 2013.02 삼성디스플레이 중국 S8라인 공급 2013.10 코스닥시장 상장 2015.03 엘티씨에이엠(주) 최대주주 지분 양수	2016.12 화성 2공장 준공(SDC LCD형 Stripper 전량공급, OLED PR 제조기반 구축) 2016.12 SK종합화학(주) 2대주주 유상증자+CB인수 2017.09 본장이전(화성시 마도) 2018.02 엘티씨에이엠(주) 장비사업부문 합병 2018.10 엘티씨에이엠(주) SK(주)티알씨(주) CB인수 2020.02 중국 VISIONOX OLED LTOC PR 공급	2021.02 원텔코퍼레이션(주) 최대주주 지분 양수 2022.02 엘에스이(주) 설립, 무진전자(주) 반도체정비 사업부문 영업양수도 2023.10 엘티씨에이엠(주) SK(주) CB 전환 2대주주

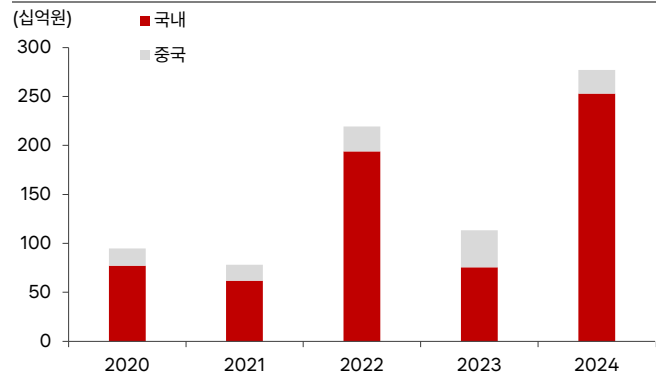
자료: 엘티씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

제품별 매출액 추이



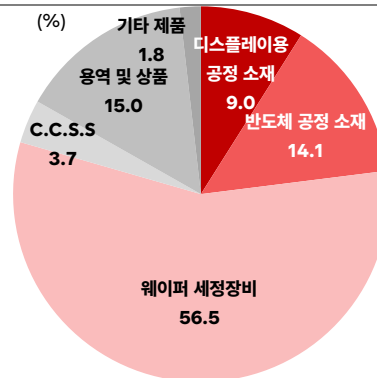
자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

지역별 매출액 추이



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

제품별 매출액 비중(2024년 말 기준)



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 연결 대상 종속기업인

엘티씨에이엠, 엘에스이

2023년 대비 매출액, 당기순이익

모두 개선

1Q25 기준 엘티씨의 주요 연결 대상 종속기업으로는 반도체 공정 소재 및 C.C.S.S 장비를 생산하는 엘티씨에이엠(주) (지분율 47.95%), 반도체 세정장비를 생산하는 엘에스이(주)(지분율 46.83%) 등이 있다. 반도체 습식 화학 소재(Wet Chemical)인 CMP 슬러리(Cu 연마제), HSP(고선택비인산, High Selectivity Phosphoric acid) 소재 등을 생산하는 엘티씨에이엠은 2004년 11월 설립되었으며, 2015년 3월 엘티씨가 지분을 인수했다. 또한, 엘티씨는 2017년 12월 종속 기업이었던 엘티씨에이엠과 C.C.S.S 장비를 생산하는 에프아이에스를 합병했으며, 2022년 2월에는 엘에스이를 설립하고, 무진전자의 반도체 세정장비 사업부문을 양수했다.

엘티씨에이엠은 2024년 매출액 482억원(YoY +49.1%), 당기순이익 63억원(YoY 흑자전환)을 달성했다. 엘티씨에이엠은 2018년부터 SK하이닉스와 고성능 습식 화학소재(Wet Chemical) 공동 개발을 진행해왔으며, 낸드 공정용 HSP 소재 등을 SK하이닉스에 공급하고 있다. 엘에스이는 2024년 매출액 1,932억원(YoY +349.0%), 당기순이익 56억원(YoY 흑자전환)을 달성했다. 엘에스이는 2024년 SK하이닉스의 HBM용 TSV 세정장비의 퀄테스트를 통과하면서 TSV 세정장비 공급을 시작했다.

엘티씨 연결 대상 종속기업

(단위: 십억원)

소재지	회사명	구분	2023	2024	1Q25
중국	LTC Shanghai Co.,LTD	매출액	1.4	1.4	0.4
		당기순이익(손실)	0.0	0.0	0.0
중국	LTC(Shanghai) AM Co.,LTD	매출액	-	-	-
		당기순이익(손실)	-0.1	-0.1	0.0
대한민국	엘티씨에이엠(주)	매출액	32.4	48.2	17.0
		당기순이익(손실)	-0.8	6.3	2.1
대한민국	엠머티리얼스(주)	매출액	1.5	1.2	0.3
		당기순이익(손실)	-0.3	-0.4	-0.1
대한민국	원텔코퍼레이션(주)	매출액	0.1	-	-
		당기순이익(손실)	-2.0	-0.4	-0.3
대한민국	엘에스이(주)	매출액	43.0	193.2	50.2
		당기순이익(손실)	-13.4	5.6	5.5
중국	WLSE Co., LTD	매출액	10.8	6.4	0.8
		당기순이익(손실)	1.9	1.0	0.0
대한민국	엘티씨(별도기준)	매출액	30.5	30.4	8.0
		당기순이익(손실)	-12.4	1.2	-0.5
대한민국	엘티씨(연결기준)	매출액	113.4	277.0	75.9
		당기순이익(손실)	-28.8	14.4	6.7

자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속회사 현황

LTC Shanghai	엘티씨에이엠 (LTC AM)	엘에스이 (LSE)	엠머티리얼스 (M Metrials)	원텔코퍼레이션
본사 중국 상해 훙첸루	본사/소재사업부 경기도 평택 모곡동 장비사업부 경기도 안성 고삼면	본사/연구소 경기도 기흥 구갈동 공장 경기도 안성 미양면 해외법인 중국 우시	본사 경기도 화성시 마도	본사 경기도 용인시 동백
사업내용 화학/전자재료 수출입 외주생산관리	사업내용 반도체 Wet Chemical CMP Slurry, 고선택비인산 반도체 장비 C.C.S.S. Slurry 공급System	사업내용 반도체 웨이퍼 세정장비	사업내용 전도성 고분자 복합체 (PEDOT-PSS) 모노머(EDOT) 산화제	사업내용 반도체챔버모니터링 System PE-ALD EUV PR Strip 플라즈마소스

자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

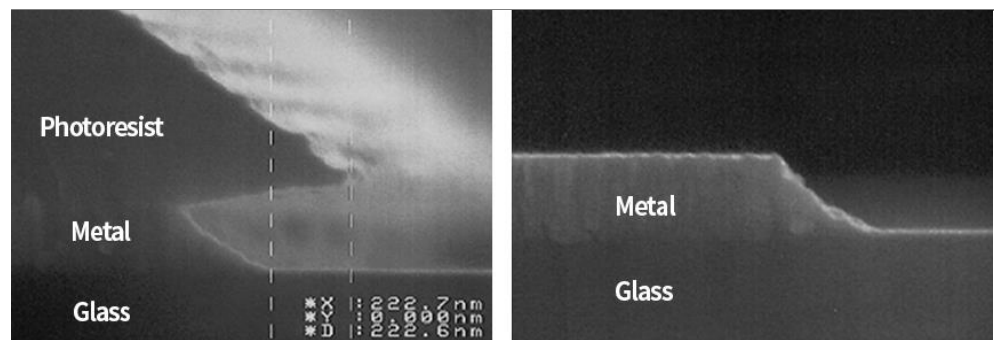
주요 제품

엘티씨는 디스플레이 및 반도체 제조 공정에 필수적인 소재와 장비를 공급하고 있으며, 주요 제품은 크게 세 가지로 나눌 수 있다. "1) 디스플레이 공정용 소재-엘티씨(별도 기준)", "2) 반도체 공정용 소재 및 화학 소재 공급 장치(C.C.S.S)-엘티씨에이엠", "3) 웨이퍼 세정장비-엘에스이"를 통해서 각각의 사업을 영위하고 있다.

디스플레이 공정용 소재(2024년 매출액 248억원, 매출 비중: 9.0%, 엘티씨 별도 기준)

엘티씨는 FPD(Flat Panel Display; 평판형 디스플레이)용 화학 소재를 생산하며, 주로 디스플레이 제조 공정에서 사용하는 포토레지스트 제거제(PR Stripper)를 생산하고 있다. 디스플레이 공정에서는 회로 패턴을 만들기 위해 포토레지스트(PR)라는 감광성 물질(빛에 노출되면 화학적 성질이 변하는 물질)을 도포한다. 이때, 특정 부분에만 포토레지스트를 제거하면서 원하는 회로의 청사진을 만들 수 있다. 이후 형성된 청사진을 따라 식각(Etching)을 통해 금속막, 산화막 등을 깎아 회로를 형성하고, 마지막으로 더 이상 필요 없는 잔여 포토레지스트를 제거해야 하는데, 이 단계에서 엘티씨의 포토레지스트 제거제를 사용한다. 이때 포토레지스트 제거제는 잔류 포토레지스트만 선택적으로 녹이기 때문에, 금속막이나 산화막 손상 없이 그대로 유지할 수 있다.

포토레지스트 제거 전후 비교



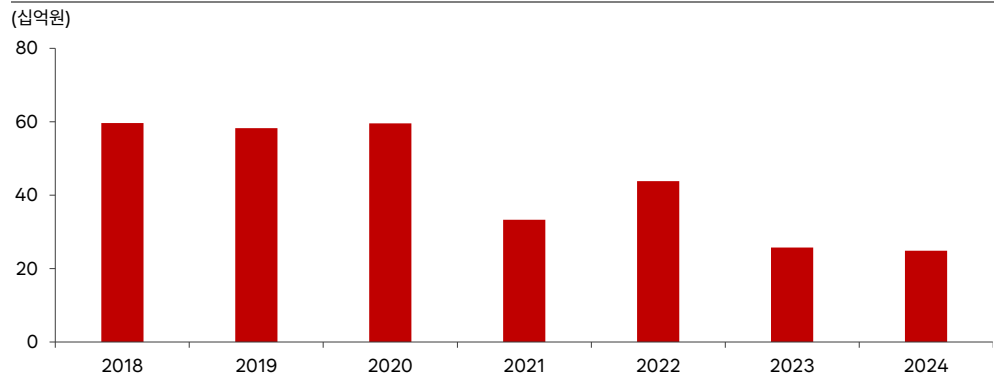
주: 좌) 포토레지스트 제거 전, 우) 포토레지스트 제거제를 통해서 포토레지스트 층을 제거한 후
자료: 동진세미켄, 한국IR협회의 기업리서치센터

LCD 소재 매출액 감소를 대비하기 위해서 유기감광재료 개발 및 평가 중

2018~2020년 500~600억원이었던 엘티씨의 디스플레이 공정용 소재 매출액은 LCD 시장의 부진으로 꾸준히 감소해왔으며, 삼성디스플레이가 LCD 사업을 본격적으로 철수한 2022년 이후 크게 매출이 감소했다. 2024년 엘티씨의 디스플레이 공정용 소재 매출액은 248억원(YoY -3.5%)을 기록했다.

엘티씨는 OLED에 사용되는 유기감광재료(Organic Photoresist)를 개발하면서, 국내 패널업체들의 LCD 사업 철수를 대비해왔다. 엘티씨는 OLED의 화소 정의막(Pixel Define Layer; PDL), 터치패널층, 휘도 향상층, Via 절연막 등 다양한 용도로 제품화를 준비하고 있다. OLED 공정 소재 중 터치패널층과 휘도향상층에 사용되는 소재를 중국의 Visionox(비전옥스)에 공급하고 있으며, 이를 레퍼런스 삼아서 중국 디스플레이 제조사 등에 납품하기 위해 평가를 진행하고 있다. 그 외에도 OLED와 관련된 다양한 소재들을 여러 국내외 디스플레이 제조사에 제안/평가를 진행하며, 고객사 다변화를 시도하고 있다.

디스플레이 공정용 소재 매출액 추이



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

반도체 공정용 소재 및 화학소재 공급 장비(2024년 매출액 389억원, 매출 비중: 14.1%, 엘티씨에이엠)

반도체 공정용 소재로는 Wet Chemical 소재인 CMP Slurry, HSP 등이 있다. 반도체는 하나의 칩을 만들 때, 배선(Metal Layer)과 절연막(Dielectric Layer), 트랜지스터 층을 여러 번 반복해서 쌓는다. 층을 쌓는 과정에서 증착, 식각 등을 반복하는데, 이 과정에서 층이 울퉁불퉁해진다. 울퉁불퉁한 표면에 그대로 다음 층을 쌓는 경우엔, 원하는 모양의 회로를 만들기 어렵기 때문에, 이때 표면을 평탄화해주는 CMP Slurry를 사용한다. 일반적으로 고단수 3D 낸드 플래시(Nand Flash; 이하 낸드로 통일), HBM 등 구조가 복잡해질수록 층수가 늘어나기 때문에 CMP Slurry의 수요가 증가한다.

HSP(High Selectivity Phosphoric acid; 고선택비인산)는 반도체 공정에서 특정 막만 선택적으로 제거할 때 사용하는 식각 소재이다. 여기서 선택비란, 제거 대상인 물질과 그렇지 않은 물질 간의 식각 속도 비율을 의미하며, 제거하고자 하는 막만 얼마나 효과적으로 깎아낼 수 있는지를 나타내는 척도이다. HSP는 인산(H_3PO_4)을 주성분으로 하며, 질소(Nitrogen)가 포함된 화합물인 니트라이드(Nitride, 예: Si_3N_4)를 선택적으로 식각하는 데 사용한다.

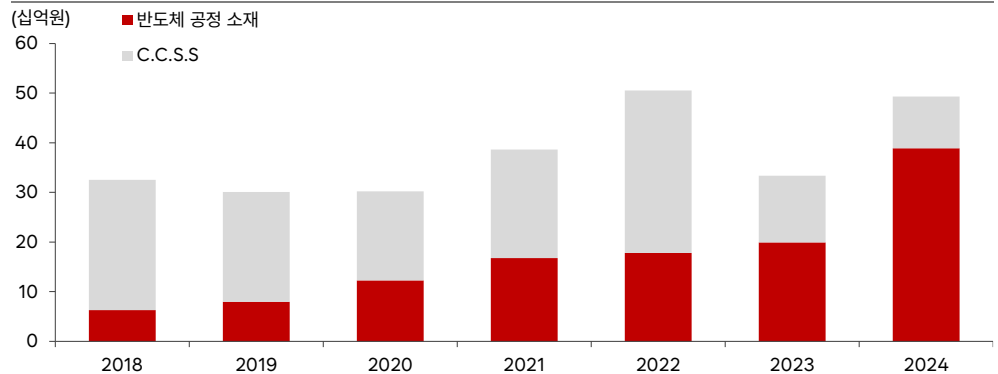
HSP(고선택비인산)은

3D 낸드에서 필수적인 소재

특히, HSP는 단수가 높은 3D 낸드를 생산하는데 필수적으로 사용하는 공정 소재이다. 3D 낸드의 경우 고단화 될수록 구조가 복잡해진다. 기존 인산계식각액은 점도가 높기 때문에 미세 구조 하단까지 침투가 어려웠고, 식각의 균일도가 떨어져, 고단수의 낸드 생산에 사용하기에 한계가 있었다. HSP도 인산계식각액이지만, 고온 환경에서 점도가 낮아져 단수가 높은 낸드에서도 균일한 식각이 가능하다. 엘티씨는 3D 낸드 176단에 HSP 납품을 시작으로 반도체 공정용 소재 매출액 성장을 보여주고 있다. SK하이닉스의 낸드 고단화에 따라 HSP 소재 매출액이 증가하며, 2018년 63억원에 불과했던 반도체 공정 소재 매출액은 2024년 389억원(YoY +95.2%)을 달성했다.

C.C.S.S(Central Chemical Supply System; 화학 소재 공급 장비)는 반도체 공정에서 포토(Photo), 산화(Oxidation), 에칭(Etching), 증착(Deposition) 등 각 공정에서 사용되는 화학 소재를 공급하는 장치이다. 고순도의 화학 소재를 일정하게 공급해주며, 화학 물질의 누출이나 오염 등을 방지하는 장비이다. 엘티씨는 반도체 공정용 소재뿐만 아니라, 이를 공급하는 C.C.S.S 장비를 직접 제조하고 있다. 향후 고객사의 Fab 증설 상황에 따라 C.C.S.S 수주를 기대할 수 있다. 2024년 C.C.S.S의 매출액은 104억원(YoY -22.7%)으로 전년 대비 감소했다.

반도체 공정용 소재 및 C.C.S.S 매출액 추이



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

웨이퍼 세정장비(2024년 매출액 1564억원, 매출 비중: 56.5%, 엘에스이)

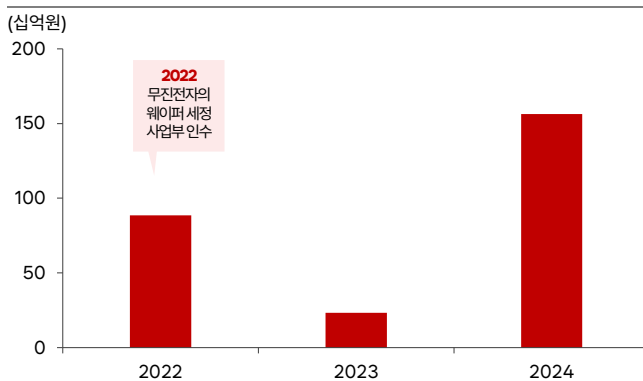
웨이퍼 세정장비는 웨이퍼 표면에 남아있는 파티클, 오염물을 제거해 다음 공정의 수율을 확보하는 필수 설비이다. 포토, 증착, 식각 등 핵심 공정 사이마다 반복적으로 사용되며, 트랜지스터 형성(FEOL; Front-End Of Line)부터 금속 배선 형성(Back-End Of Line)까지 반도체 전공정 전(全) 단계에서 사용한다. 특히 최근 주목받는 HBM을 만들기 위해선 TSV(Through Silicon Via; 실리콘 관통 전극) 공정이 필수적이다. 해당 공정에선 깊은 구멍을 뚫고 금속을 증착하는 과정이 필요한데, 이 과정에서 미세 파티클이 다량 발생하기 때문에 세정장비의 중요성이 커지고 있다.

끈끈한 관계를 유지하는 엘티씨와 SK하이닉스

엘티씨의 웨이퍼 세정장비 주요 고객사는 SK하이닉스이다. 세정장비의 경우 반도체 여러 공정에서 사용하는 만큼, 고객사의 공정 기술이 세정장비 공급사로 노출된다. 삼성전자가 자회사 세메스(SEMES)로부터 대규모의 세정장비를 공급받고 있는 이유도 이 때문이다. 세정장비를 공급한다는 것은 엘티씨가 SK하이닉스의 전략적 협력사임을 의미한다. 엘티씨는 무진전자 시절에 단절되었던 신규 장비 공동 R&D도 SK하이닉스와 재개하며 협업을 이어가고 있다.

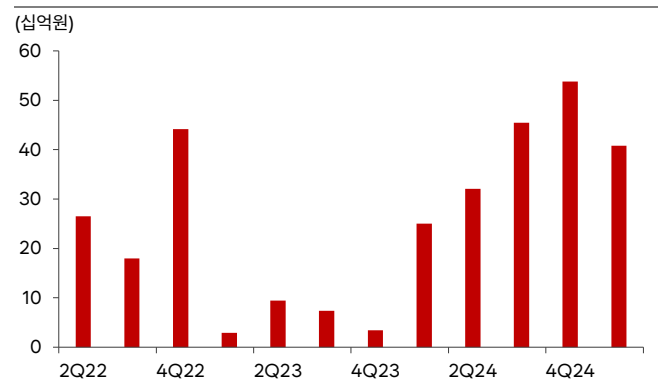
엘티씨의 2024년 웨이퍼 세정장비 매출액은 1,564억원(YoY +574.4%)을 기록했다. 반도체 불황이 오기 전 2022년 세정장비 매출액 887억원과 비교해도 76.4% 더 증가한 수준으로, 기존 반도체 전공정 세정장비와 더불어 2024년 TSV 공정용 세정장비 납품을 시작하면서 높은 성장이 이어지고 있다.

웨이퍼 세정장비 연간 매출액 추이



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

웨이퍼 세정장비 분기별 매출액 추이



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

웨이퍼 세정장비

Single Wafer Processor



SI - Series

NSM - Series

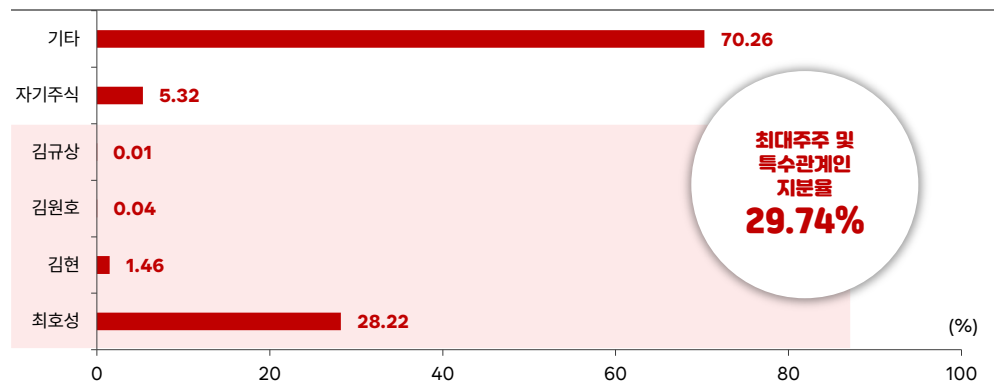


자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성

2025년 3월 말 기준 엘티씨의 총 발행주식수는 9,927,212주이다. 최대주주 최호성 대표는 28.22%의 지분을 보유하고 있다. 최호성 대표는 Sumitomo R&D Center, 동우화인켐, 덕성에서 실무를 경험하고, 2007년 11월 엘티씨를 설립했다. 주주 구성은 최대주주 및 특수관계인 지분을 29.74%, 자기주식 5.32%, 그 외 기타 70.26%로 구성된다.

주주구성(1Q25말 기준)



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

1 eSSD의 점유율 확대와 3D 낸드 고단화 경쟁

낸드 생산에서는
스택, 단수, 셀 당 비트 수
고려가 필요

낸드는 SSD, USB, 메모리카드 등 각종 저장 장치에서 데이터를 저장하는 비휘발성 메모리(전원이 공급되지 않아도 정보를 계속 유지하는 메모리)이다. 따라서 낸드 제품의 경우 저장 용량, 데이터를 읽고 쓰는 속도(‘대역폭-IOPS’과 ‘지연 속도-Latency’), 전력 사용량 및 발열 억제 등이 중요한 변수이다. 이때, 낸드 제품을 설계할 때 중요한 축은 1) 스택(Stack) – 정보를 저장하는 셀의 묶음 단위, 2) 단수(Layer) – 낸드를 몇 단으로 쌓을 것인지? 3) 셀(Cell) 당 비트(bit) 수이다. 낸드는 이러한 핵심 세가지 축을 조합해서, 용량, 원가, 성능, 제조 난이도 등의 균형점을 잡아야 한다.

스택(Stack)은 쉽게 설명하자면, 낸드 전체를 몇 번에 나눠 적층하는 지를 나타내는 개념이다. 예를 들어 삼성전자는 싱글 스택으로 최대 170단을 구현할 수 있다. 따라서, 더블 스택만으로 300단이 넘는 낸드를 생산할 수 있다. 반면 SK하이닉스의 경우 낸드를 321단으로 쌓기 위해 트리플 스택을 적용했다(107단 낸드 x 3). 스택을 늘려서 단수를 높이면, 고단화를 비교적 쉽게 달성할 수 있어 개발 시간이 단축되지만, 스택간 접합부 불량 확률 및 발열이 늘어날 가능성이 높다. 한 개의 스택으로 높은 단수의 낸드를 만들수록 공정 난이도는 높아지지만, 지연 속도(Latency) 측면에서 손실이 적기 때문에, 낸드 기술력의 지표로 하나의 스택으로 최대 몇 단의 낸드를 구현할 수 있는지를 볼 수 있다.

단수(Layer)를 늘리면 같은 면적에 셀 개수가 늘어나기 때문에, 웨이퍼당 저장 용량이 늘어나고, 저장 용량 1단위당 원가가 낮아진다. 다만, 고단화로 높아질수록 공정 전체적인 난이도가 높아지기 때문에 안정적으로 양산하기 어려워진다. SK하이닉스처럼 스택 수를 높여서 고단화를 하는 경우, 스택을 정렬하고 본딩하는 과정이 늘어나기 때문에 난이도가 높아지고, 개별 스택의 단수를 높이는 경우엔, 식각과 증착의 난이도가 높아진다.

단수를 높이는 것이 물리적인 층을 높여서 저장 공간을 늘리는 방식이라면, 셀 당 비트 수를 높이는 것은, 하나의 셀을 세분화해서 저장 밀도를 높이는 방식이다. 메모리 셀 하나에 저장하는 비트 수에 따라 SLC(1비트), MLC(2비트), TLC(3비트), QLC(4비트), PLC(5비트) 등으로 구분되는데, 이때 셀이 저장할 수 있는 비트 수가 많아지면 저장 가능한 데이터 수가 늘어난다. 다만, 셀 당 비트 수가 증가할수록 읽고 쓰는 속도가 느려지고, 데이터를 저장하는 안정성이 떨어진다.

스택·단수·셀 당 비트 수 개념 및 특징 비교

구분	개념	특징
스택(Stack)	낸드 전체를 몇 번에 나눠 적층했는지?	- 스택 수를 늘리면, 고단화 달성이 쉬워지고 개발 기간 단축 가능 - 스택 접합 및 정렬 공정 등이 추가되어 공정 복잡도가 증가하고, 접합부 불량 가능성 증가
단수(Layer)	셀을 수직으로 몇 층 쌓았는지?	- 단수를 높이면 웨이퍼당 저장 용량은 늘어나고 저장 용량 1단위당 원가는 하락 - 단수가 증가하면 전체 공정 난이도가 높아지고 안정적인 양산이 어려워짐 - 스택을 늘리면 접합하는 난이도가 높아지고, 싱글 스택의 고단화는 식각과 증착 난이도 상승
셀 당 비트 수	한 셀에 저장 가능한 비트 수	- 셀 당 비트 수가 증가하면 저장 용량 1단위당 원가는 하락 - 다만, 셀 당 비트 수가 증가하면 읽기/쓰기 속도가 점점 늦어지고, 안정성 떨어짐

자료: 업계 자료, 언론 종합, 한국IR협회의 기업리서치센터

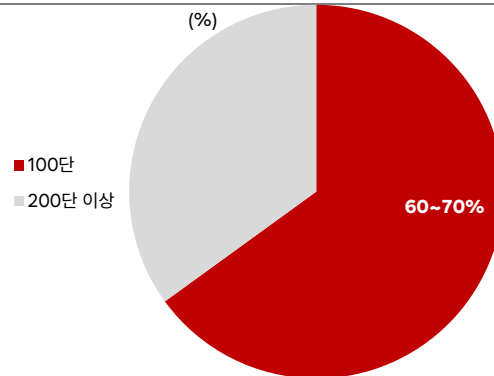
**낸드는 성능보다도
비용적인 부분이 더 중요**

또한 낸드의 경우 성능보다도 원가 절감이 더 중요하기 때문에, 무작정 단수를 높이고, 비트 수를 증가하기 보단, 목적에 따라 어떤 낸드를 사용할 지가 가장 중요하다. 예를 들어 AI 학습에 필요한 낸드라면 저장 용량이 지연 속도보다 중요하고, 추론 영역의 경우 지연 속도가 용량보다 중요하다. 한편, 발열 및 전력 소모량이 중요한 경우 스택 수가 최대한 적어야 하며, 제품의 안정성이 가장 우선되는 경우엔 가격이 높더라도 셀 당 비트 수를 낮추는 것이 안정적이다.

**낸드는 개발된 제품이 양산으로
이어지는데 시간이 걸림**

현재 300단 낸드가 개발된 상황이지만, 여전히 시장에서는 100단(128, 176, 192단 등) 낸드가 주를 이루는 이유도 비용적인 부분이 크다. 100단의 낸드들은 이미 성숙화된 공정을 통해 수율과 원가가 안정적이고, 기존 서버, PC, 모바일에서 양산성이 검증되어 있다. 반면 신규 고단화 낸드는 비용과 수율 측면에서 최적화가 필요하고, 기존 서버, PC, 모바일 등에서도 검증이 필요해서 시장에서 유의미한 비중을 차지하기까지 시간이 걸린다. 2023년 본격적으로 양산을 시작한 200단 낸드 역시 양산 초에는 5%채 안되는 비중이었고, 지금에 와서야 30~40%의 비중을 차지하고 있다.

낸드 적층 단수 출하 비중(1Q25 기준)



자료: 업계 자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

낸드 고단화 경쟁의 이유
1) 낸드 가격은 장기적으로 우하향
2) 향후 수요에 대응하기 위한 선제적인 개발이 필요

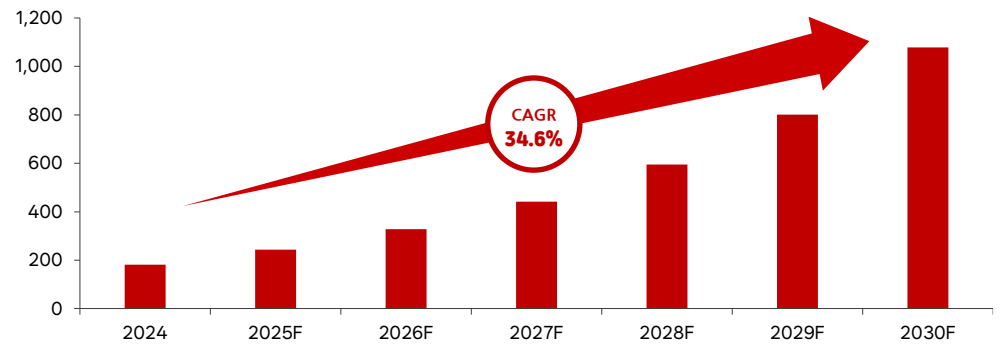
이처럼, 양산까지 시간이 걸림에도 각 기업들이 낸드 고단화 경쟁에 뛰어드는 것은 다음과 같은 이유가 있다. 1) 기본적으로 동일한 웨이퍼 상에서 생산되는 비트(bit) 수가 매년 늘어나기 때문에 낸드 가격은 장기적으로 하락하고, 2) 실 수요로 이어지기까지, 수율 개선 및 원가 절감, 검증 등이 필요하기 때문에 향후 수요에 대응하기 위해선 고단화를 선제적으로 진행해야 하기 때문이다.

향후 생성형 AI 등으로 인한 데이터센터 수요 확대로 HBM뿐 아니라 eSSD(enterprise Solid State Drive) 시장 규모도 함께 커질 것으로 예상된다. 맥킨지에 따르면, 2024년 eSSD 시장 규모(데이터 저장 용량 기준)는 181엑사바이트에서 2030년 연평균 34.6% 성장하여 1,078엑사바이트에 달할 것으로 전망된다. AI 학습이나 추론의 경우 다수의 분산된 데이터를 빠르게 접근해야 하므로, HDD(Hard Disk Drive)는 병목 현상이 발생한다. 반면, SSD의 경우 플래시 메모리를 기반으로 하기 때문에 랜덤한 데이터를 읽고 쓰는 속도가 상대적으로 빠르다(지연 시간이 짧다). 따라서, 현재 AI 학습이나 추론에 필요한 메모리들은 향후 SSD를 기반으로 할 가능성이 높다.

AI 기반의 데이터센터가 확대될수록 SSD로의 전환이 가속화될 것으로 전망한다. 다만, 저장 용량 1단위당 비용이 상대적으로 높은 SSD가 HDD를 전부 대체하기는 어려울 것이다. 따라서, AI 학습&추론에 사용되는 AI 데이터센터에서는 SSD를 주력으로 사용하고, 오래된 대용량 데이터나, 백업 데이터 등은 HDD를 통해서 관리할 것으로 예상된다.

eSSD 시장 규모(데이터 저장 용량 기준)

(EB; 엑사바이트)



자료: McKinsey&Company, 한국IR협회의 기업리서치센터

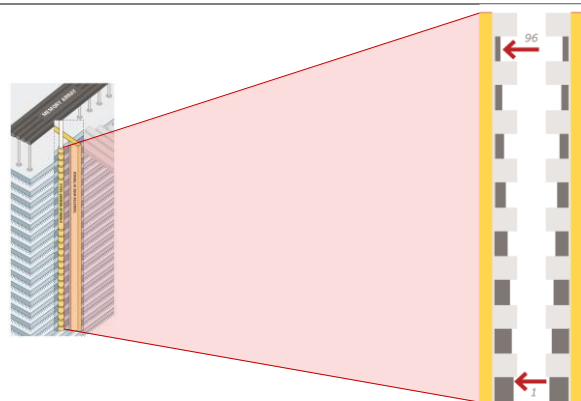
낸드 고단화에서는 HSP 소재가 필수적

향후 늘어나는 eSSD의 수요에 대응하기 위해, 메모리 업체들은 상용화에 시간이 걸리더라도 고단화를 진행할 수밖에 없는 상황이다. 낸드의 총 저장 비트 수는 “단수(Layer) x 셀 당 비트 수”에 비례하기 때문에, 단수와 셀 당 비트 수를 높여서 데이터 저장 용량을 크게 늘릴 수 있다.

하지만, 적층하는 단수가 늘어날수록 제조 공정의 난이도가 급격히 증가한다. 낸드는 층마다 실리콘 질화막(Si_3N_4)과 실리콘 산화막(SiO_2)을 교차적으로 적층하기 때문에, 식각 공정에서 특정 질화막이 과식각되거나, 불충분하게 식각되면 수율에 악영향을 미친다. 특히, 적층 높이가 높아질수록 바닥층의 질화막을 균일하게 제거하는 것이 어려워진다. 따라서 특수하게 개발된 습식 식각 화학 물질이 필요한데, 이때 식각액으로 주로 HSP(고선택비인산)가 사용된다. 적층 단수가 높아지면 실리콘 질화막(Si_3N_4)의 식각 횟수와 더불어 소재의 사용량이 증가하기 때문에 이러한 소재의 수요가 안정적으로 증가한다.

인산계식각액은 점도가 높기 때문에, 낸드 바닥층까지 안정적으로 식각하기 어렵다. 따라서, 고단화가 지속될수록 HSP의 점도를 개선하고, 식각의 균일성을 높여야 한다. 따라서 향후 HSP는 단순 소모품을 넘어, 고단화를 가능케하는 필수 소모재가 될 것으로 예상된다.

낸드 구조 및 식각의 어려움



주: 좌) 3D 낸드 구조, 우) 하단으로 갈수록 실리콘 질화막 식각 공정에서 균일성이 확보되지 않음

자료: Entegris, 한국IR협회의 기업리서치센터

D램의 미세화&HBM 고단화에 따라 세정장비의 중요성은 점차 커진다.

미세화와 고단화로

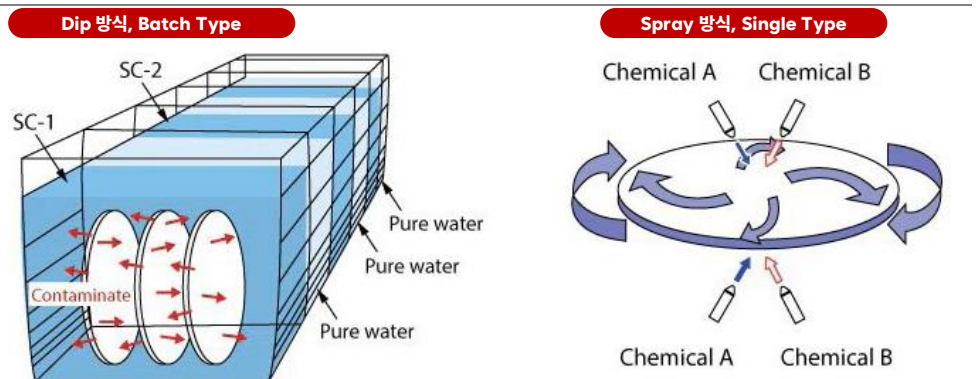
세정장비의 중요성

점차 커질 것으로 예상

반도체 공정에서 세정장비는 노광, 식각, 증착 공정처럼 주요 장비라고 하긴 어렵지만, 반도체의 패턴 미세화에 따라 중요성이 커지고 있는 장비이다. 세정 공정이란 화학물질처리, 가스, 물리적 방법을 통해서 웨이퍼 표면에 있는 불순물을 제거하는 공정이다. 세정 공정의 경우 반도체 여러 공정의 전후로 진행되기에 다른 공정 대비 상대적으로 많은 횟수가 필요하다. 현재는 공정 사이마다 미세 파티클을 제거하는 것이 반도체 수율에 큰 영향을 미치기 때문에, 세정 공정의 중요성이 커졌지만, 예전에는 다른 공정 대비 주력 공정으로 간주되지 않았다. 세정 공정은 오염물 제거에 국한된 보조적 공정으로 여겨졌고, 식각이나 증착처럼 패턴 형성에 직접적인 영향을 주지 않았기 때문이다.

과거에는 반도체 회로의 선폭이 상대적으로 넓었고, 반도체 수율에 영향을 줄 정도의 입자는 지금의 미세 입자보다 상대적으로 컸기 때문에, 세정 난이도가 높지 않았다. 따라서, 당시에는 여러 개의 웨이퍼를 한번에 초순수 증류수(Deionized Water) 등에 담가 세정을 진행했던 배치 타입(Batch Type)의 세정장비가 주를 이뤘다. 하지만, 반도체가 미세화되고 구조가 복잡해지면서, 미세 파티클이 반도체 수율에 미치는 영향이 커졌고, 이를 깔끔하게 세정하는 것이 중요해졌다. 다수의 웨이퍼를 동시에 세정하는 배치 타입의 세정 방식으로는 미세 파티클까지 세정하기 어려워, 현재는 웨이퍼를 한 장씩 처리하는 싱글 타입(Single Type) 세정 방식의 비중이 높아지고 있다.

반도체 세정장비 분류



자료: 삼성전자, 한국IR협회의 기업리서치센터

TSV와 하이브리드 본딩

공정에서도 세정장비는

필수적

특히, 최근 주목받는 HBM을 만들기 위해선 TSV(Through Silicon Via; 실리콘 관통 전극) 공정을 통해 칩에 약 수천 개 이상의 미세 구멍을 형성해야 한다. 구멍을 형성하는 과정에서 증착, 식각 과정을 여러 번 거치기 때문에 미세 파티클이 다량 발생하는데, 이들을 제거하기 위해서 TSV 공정에서도 세정장비의 수요가 증가하고 있다.

향후 HBM 적층 공법에서 하이브리드 본딩 기술이 도입될 경우, 후공정에서도 세정장비의 필요성이 더 커질 것으로 예상된다. 가장 앞서 있는 6세대 HBM4 12단의 경우, MR-MUF(Mass Reflow Molded Underfill) 방식 등을 통해서 칩과 칩을 본딩(접합)하는데, 이 과정에서 마이크로 범프(Micro Bump: 반도체 칩과 기판/칩을 연결하는 구형태의 돌기)를 통해 적층 구조를 물리적으로 결합한다. 12~16단까지는 범프를 이용하여 본딩하더라도 칩 높이에 여유가 있었지만, 범프를 통해 계속 적층을 하면, 점차 칩이 두꺼워져 기판에 실장하기 어려워진다. 또한, 범프는 높이뿐 아니라 폭도 넓어서, 범프 간의 피치(Pitch: 간격)에도 한계가 있어서 대역폭을 넓히는데 제약이 생긴다.

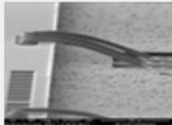
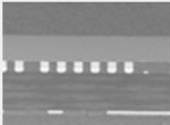
따라서, 단수를 계속해서 높이기 위해선, 범프 없이 본딩하는 방식이 필수적이다. SK하이닉스는 공정을 최적화하며 어드밴스드 MR-MUF 공정을 통해 16~20단 HBM을 양산할 계획이며, 이와 동시에 하이브리드 본딩 공정도 함께 적용하여, 지속적으로 두 패키징 기술을 고도화할 예정이다.

향후 20단, 24단 등으로 HBM 단수를 높이기 위해선, 하이브리드 본딩 방식이 필수가 될 것으로 기대된다. 하이브리드 (Hybrid) 본딩이란, 다이렉트(Direct) 본딩, Cu-Cu(Copper to Copper) 본딩 등으로도 불린다. 이는 하이브리드 본딩이, 칩과 칩 사이에 구리층을 형성해서 별도의 범프 없이 두 칩을 결합하는 기술이기 때문이다. 하이브리드 본딩 공정에서는 칩에 구리층을 형성하고, 산화막(SiO₂)을 증착한 후, CMP 공정을 통해 연마하는 과정이 필수적이다. 특히, CMP 단계에서 미세 파티클이 많이 발생한다는 점이 공정 관리의 핵심으로 떠오르고 있다.

범프가 있는 경우 칩 간의 간격이 확보되어 있었기 때문에, 미세한 파티클이 칩에 직접적으로 영향을 줄 가능성이 적었다. 하지만, 하이브리드 본딩의 경우 범프 없이 칩 표면이 서로 밀착된 상태에서 접합되기 때문에, 파티클이 남아 있는 경우, 반도체 수율에 악영향을 미치게 된다. 따라서, 향후 HBM의 고단화에 따라 하이브리드 본딩이 확대될 경우, 후공정 분야에서도 세정장비 수요가 늘어날 것으로 기대한다.

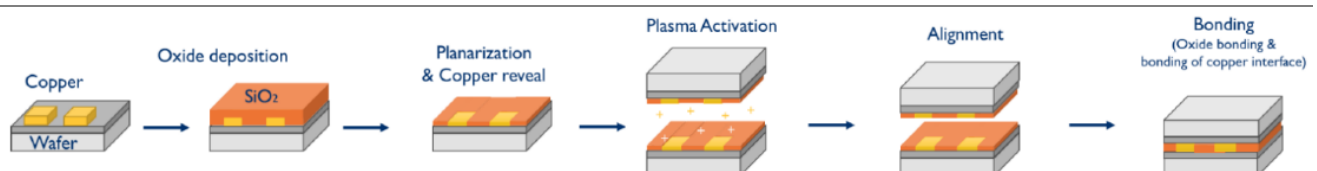
게다가 기존 패키징 공정과 달리, 하이브리드 본딩 공정은 식각, 증착 등 전공정 기술이 다수 요구되기 때문에, 기존처럼 OSAT(Outsourced Semiconductor Assembly and Test; 후공정 전문 위탁업체)가 웨이퍼를 받아 패키징을 수행하기 보다는, 소자 업체(IDM, Foundry)가 직접 본딩 공정을 수행할 가능성이 높다. 이에 따라, 하이브리드 본딩 도입으로 인한 세정장비 수요 증가는 소자 업체 공급망 내 장비 업체들의 수혜로 이어질 가능성이 높다.

반도체 본딩 기술 발전 현황

인터커넥션	와이어(Wire) 본딩	플립 칩(Flip Chip) 본딩	TSV(Through-Silicon Via) 본딩	하이브리드(Hybrid) 본딩*
이미지				
메모리 애플리케이션	DRAM(모바일), 낸드	DRAM (컴퓨팅, 그래픽)	DRAM (HPC/서버, 그래픽)	DRAM (HPC/서버, 그래픽)

자료: SK하이닉스, 한국IR협회의 기업리서치센터

하이브리드 본딩 도식화



주: 1) 상하 웨이퍼 모두에 구리 패드 형성, 2) 산화막(SiO₂ 등)을 웨이퍼 위에 증착, 3) 평탄화(CMP 등) 공정으로 표면을 매끄럽게 다듬고, 구리 패드를 다시 드러냄, 4) 플라즈마로 표면 활성화, 5) 두 웨이퍼를 정밀하게 정렬, 6) 산화막 간의 결합 + 구리(Cu)-구리 직접 결합이 동시에 일어나는 본딩 → 범프 없이 매우 얇고 고정밀 접합 가능, 자료: Yole Development, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

1 소재와 장비 모두 결들인 SK하이닉스의 전략적 파트너로 성장

삼성에겐 세메스

SK하이닉스에겐 엘티씨

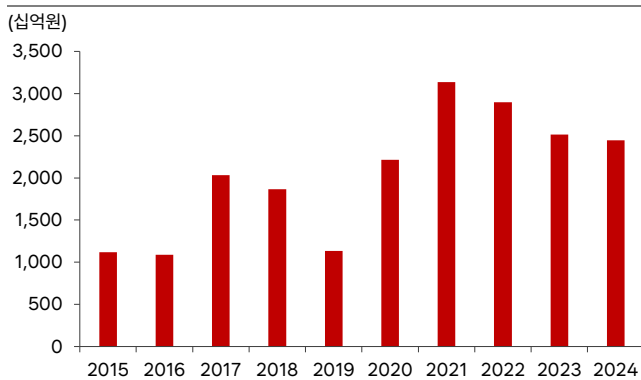
이제 소재도 결들인

엘티씨는 SK하이닉스의 전략적 파트너로서 고객사의 성장 궤도를 따라가는 소재 및 장비 공급사로 발돋움할 것으로 기대한다. 삼성전자의 핵심적인 밸류체인으로는 자회사인 세메스(SEMES)가 있다. 세메스는 삼성전자와 일본의 반도체 장비업체인 스크린(SCREEN)이 합작해서 설립된 기업으로, 2015년 국내 반도체 장비사 최초로 연 매출 1조원을 달성했다. 에칭, 포토, 세정 등 다양한 공정 장비를 삼성전자의 공정 라인에 최적화해서 납품하고 있으며, 2021년 국내 반도체 장비사 최초로 매출액 3조원을 달성했다.

엘티씨의 핵심 투자포인트는 “엘티씨가 SK하이닉스의 세메스와 같은 역할을 수행할 가능성이 높다는 점”이다. 특히, 세메스와 달리 엘티씨는 소재까지 납품한다는 점이 더욱 긍정적이다. SK하이닉스는 HBM 시장에서 점유율 70%를 달성하며 독보적인 1위를 차지하고 있다. 이에 더해 1Q25 D램 점유율 36%로 오랜 경쟁자였던 삼성전자(34%)를 뛰어넘는 등 메모리 반도체의 성장을 이끌고 있다. 엘티씨는 오랜기간 반도체 공정 소재를 납품하며 SK하이닉스와 우호적인 관계를 유지해왔고, 2022년 무진전자의 세정장비 사업부를 인수하면서, SK하이닉스의 핵심 벤더로 거듭나고 있다.

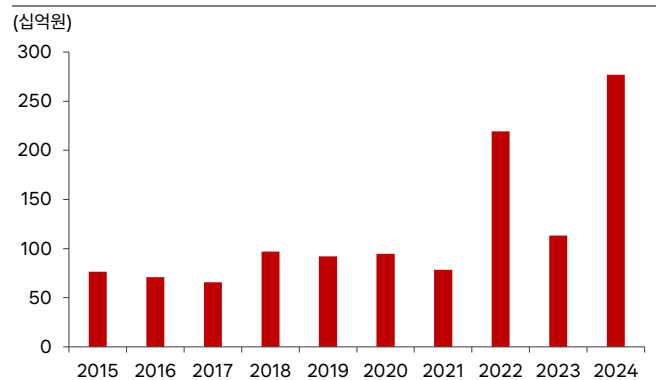
SK하이닉스에 소재를 납품하면서 다져온 우호적 관계는 세정장비 공급으로 이어졌고, 이는 또 다시 세정장비 및 반도체 공정 소재의 공동 개발로 이어지고 있다. 향후에도 SK하이닉스와의 우호 관계를 토대로 하는 제품 다각화로 장비 및 소재 매출 증가의 선 순환을 전망한다.

세메스 매출액 추이



자료: 세메스, 한국IR협회의 기업리서치센터

엘티씨 매출액 추이



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 SK하이닉스의 300단 낸드 양산 확대에 따라 소재 매출 증가 기대

낸드 고단화 수혜 기업

엘티씨는 낸드 고단화의 핵심 소재인 HSP(고선택비인산)를 SK하이닉스에 1st 벤더로 납품하고 있으며, SK하이닉스의 낸드 고단화에 따라 반도체 소재 매출액 증가를 기대한다. 낸드 고단화가 이뤄질수록 구조가 복잡해지기 때문에, 기존 HSP로는 목표하는 만큼 균일하게 식각하는 것이 어려워진다. 따라서, 낸드 고단화에 맞춰 HSP 고도화가 필수적이다.

기존에 SK하이닉스에 HSP를 납품하던 S사의 경우 삼성전자와 SK하이닉스에 독점적으로 HSP 소재를 납품해왔다. 하지만, S사는 소재 수요량이 더 많은 삼성전자의 대응을 우선시하면서 SK하이닉스의 낸드 고단화에 필요한 HSP 소재 개발이 늦춰졌다. HSP는 낸드의 단수를 높이는 핵심 소재인 만큼, SK하이닉스의 HSP 소재 이원화 니즈가 증대되었다. 이에 따라 2016년부터 SK하이닉스는 엘티씨와 HSP 소재 공동 개발을 진행하여, 소재 이원화에 성공했다. 실제로 S사의 HSP 공급 물량을 조금씩 대체하면서 반도체 공정용 소재 매출액은 2022년 178억원, 2023년 199억원, 2024년 389억원으로 반도체 업황과 관계없이 꾸준히 성장해왔다. 2025년에는 SK하이닉스의 300단 낸드 양산 확대에 따라서 반도체 공정 소재 매출액이 크게 성장해 598억원(YoY +53.7%)을 달성할 것으로 예상된다.

AI 시장의 성장으로 빅테크 기업들의 서버 구축이 활발해지면서 고용량 낸드플래시 수요가 커지고 있다. 이에 따라 고용량, 고성능 낸드를 공급하기 위한 낸드 고단화 경쟁은 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 삼성전자는 2022년 삼성 테크 데이에서 2030년까지 1,000단 낸드 시대를 목표로 한다고 밝혔다. 반면, 키옥시아는 2024년 7월, 2027년까지 1,000단 낸드를 출시한다는 목표를 발표했다. AI로 인한 적층 경쟁이 심화되면서, SK하이닉스를 비롯한 메모리 반도체 기업들의 경쟁이 심화될 것으로 기대하며, 이에 따라 고단화의 핵심 소재를 독점적인 지위로 납품하는 엘티씨의 매출액은 점진적으로 증가할 것으로 기대한다.

현재 SK하이닉스의 낸드 100단대 낸드에서 엘티씨의 HSP 소재는 과반 이상의 점유율을 차지하고 있으며, 300단 이상의 낸드 제품에서는 엘티씨의 HSP 소재가 더 높은 비중으로 납품될 것으로 기대한다. 특히, 300단 이상에서는 기존 176단, 238단에서 쓰는 HSP보다 고도화된 소재가 사용되기 때문에, 고객사의 300단 양산이 증가할수록 소재 매출액과 이익은 더욱 커질 것으로 전망한다. SK하이닉스는 2025년 상반기부터 본격적으로 321단 TLC(Triple Level Cell) 4D 낸드 플래시를 세계 최초로 양산하고 있다. SK하이닉스는 300단대 낸드를 빠르게 양산화하여, 낸드 시장에서 300단대 낸드의 비중을 빠르게 높이는 것을 목표로 하는 만큼, 엘티씨가 직접적인 수혜를 받을 것으로 기대한다.

SK하이닉스 Fab 증설과 세정장비 다각화로 세정장비도 안정적인 성장 전망

Fab 증설의

직접적인 수혜를 받는 엘티씨

엘티씨는 SK하이닉스의 Fab 증설과 세정장비 다각화의 수혜를 볼 것으로 기대한다. 세정장비의 경우 전술한 것과 같이 반도체 모든 공정을 아우르기 때문에, 공정 라인에 적합한 장비 설계와 커스터마이징 역량이 필수적이다. 그만큼 공정 설비가 노후가 되기 때문에, 보안 문제로 메인 세정장비 업체를 단일화하는 모습을 보여주고 있다. 공정 전반의 메인 세정장비의 경우 삼성전자는 자회사인 SEMES(세메스)로부터 공급받고, SK하이닉스는 엘에스이(前 무진전자, 엘티씨의 자회사)로부터 공급을 받고 있다. 현재 건설중인 SK하이닉스의 청주 M15X Fab과 착공 예정인 용인 Fab에서도 엘티씨의 세정장비가 높은 점유율로 공급될 것으로 기대한다.

세정장비 국산화 및 다각화도

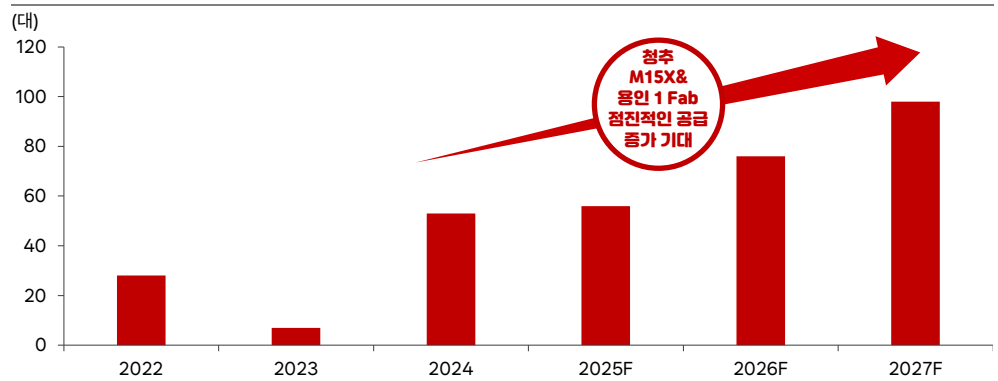
엘티씨가 선도

삼성전자와 SK하이닉스는 선단 공정에 필요한 High-end 세정장비의 경우 일본의 TEL사, SCREEN사로부터 공급받고 있으나, 이를 국산화하는 추세가 이어지고 있다. 세메스의 경우에도 일본 기업이 독점적으로 납품해왔던 SPM(항산 및 과산화수소수 용액) 공정용 세정장비, 초임계 세정장비 등을 국산화해왔다. SK하이닉스 역시 국산화에 대한 니즈가 큰 상황이며, 엘티씨 역시 이러한 요구에 발맞춰 SPM 세정장비를 준비하고 있다. 현재 해당 장비는 데모 평가를 진행하고 있으며, 평가가 완료되는 경우 2025년 납품이 가능할 것으로 기대한다.

2025년 세정장비와 용역 및 상품 매출액은 2,038억원(YoY +3.0%)을 달성할 것으로 전망한다. SK하이닉스의 M15X 건설 상황과 용인 1 Fab 건설 상황에 따라서 2027년까지 세정장비 공급량은 점진적으로 증가할 것으로 기대한다. 또한, 엘티씨는 HBM용 TSV 세정장비 퀄테스트를 통과해서 2024년 2월부터 본격적으로 TSV 세정장비를 납품하기 시작했다. HBM 공급량이 확대되는 경우 이러한 세정장비의 수요도 추가적으로 증가할 것으로 기대한다.

향후 HBM 공정에서 하이브리드 본딩 공정이 본격적으로 확대되면, CMP 공정이 늘어나고 이에 따라 미세 파티클이 기존 본딩 방식에 비해 많이 발생할 것으로 예상된다. 특히, 하이브리드 공정에서는 칩과 칩 사이에 범프 없이 접합되기 때문에 CMP 공정으로 인한 미세 파티클을 관리하는 것이 수율 관리의 핵심으로 떠오를 것으로 전망한다. 이에 따라 후공정에서도 세정장비의 쓰임이 확대될 것으로 예상하며, 엘티씨도 이러한 산업적인 흐름의 수혜를 받을 것으로 기대한다.

세정장비 공급량 추이 및 전망



자료: 엘티씨 IR 자료, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2024년 연간 매출액 2,770억원(YoY +144.3%), 영업이익 242억원(YoY 흑자전환) 달성

2024년 매출액 회복은

1) 세정장비 매출액의 회복

2) 반도체 공정 소재 성장 지속

2024년 연간 매출액 2,770억원(YoY +144.3%), 영업이익 242억원(YoY 흑자전환)을 기록했다. 사업부문별 매출액은 디스플레이용 공정 소재 248억원(YoY -3.5%), 반도체용 공정 소재 389억원(YoY +95.2%), 반도체 세정장비 1,564억원(YoY +574.4%), C.C.S.S 104억원(YoY -22.7%), 용역 및 상품 415억원(YoY +54.8%), 기타 50억원(YoY 17.1%)으로 구성된다. 용역 및 상품의 경우 반도체 세정장비와 관련된 용역과 상품으로 세정장비의 매출이 증가하는 경우 함께 증가한다.

2023년 반도체 불황에 따라서 SK하이닉스는 반도체 Fab 건설을 지연하면서 결과적으로 세정장비 매출액이 232억원(YoY -73.8%)으로 급감했다. 하지만, 2024년 SK하이닉스의 HBM 판매 호조로 공정 전환 투자 및 Fab 건설 재개 등으로 CAPEX가 늘어나면서 2023년 대비 +574.4%의 세정장비 매출액을 기록할 수 있었다. 낸드 고단화로 SK하이닉스의 HSP 소재 주요 공급사가 엘티씨로 바뀌었고, 반도체용 공정 소재 매출액이 큰 폭의 외형 성장을 이룰 수 있었다. 다만, 여전히 디스플레이용 공정 소재의 경우 200억원 중반대의 매출액에서 벗어나지 못하고 있다.

2024년 영업이익률은 8.7%로, 전년 기저효과와 영업레버리지 덕분에 전년 대비 +22.9%p 개선되었다. 반도체 세정장비 사업부 인수로 감가상각비, 인건비 등 고정비가 늘어난 상황에서 2023년 세정장비 사업부의 부진이 겹치면서, 2023년 영업이익률은 -14.2%(YoY -19.1%p)로 급락했다. 그러나, 2024년에는 수익성이 좋은 HSP 소재의 매출 비중이 상승했고, SK하이닉스의 Fab 설비 투자 지연이 해소되면서 세정장비 사업부가 정상화되었다. 그 결과 큰 폭의 영업이익률 개선이 가능했다.

2025년 연간 매출액 3,280억원(YoY +18.4%), 영업이익 330억원(YoY +36.6%) 전망

2025년 매출액, 영업이익 각각

3,280억원(YoY +18.4%)

330억원(YoY +36.6%)

반도체 공정 소재의 큰 성장 예상

2025년 1분기 매출액은 759억원(YoY +52.7%), 영업이익 94억원(YoY +461.6%)을 기록했다. 반도체 공정 소재는 146억원(YoY +25.6%), 반도체 세정장비는 408억원(YoY +70.9%)을 달성하며, 견조한 매출 증가세가 이어지고 있다. 매출 성장률 대비 영업이익 성장률이 높았던 주된 이유는 고정비 비중이 높은 반도체 공정 소재 및 세정장비의 매출액이 크게 증가했기 때문이다. 결과적으로 1Q25년 영업이익률은 12.4%(YoY +9.0%p)로 급등했으며, 최근 5년 사이 가장 높은 영업이익률을 달성했다.

2025년 연간 매출액 3,280억원(YoY +18.4%), 영업이익 330억원(YoY +36.6%)을 전망한다. 사업부문별 연간 매출액은 디스플레이용 공정 소재 278억원(YoY +12.0%), 반도체용 공정 소재 598억원(YoY +53.7%), 반도체 세정장비 1,610억원(YoY +3.0%), C.C.S.S 311억원(YoY +200.1%), 용역 및 상품 427억원(YoY +3.0%), 기타 제품 55억원(YoY +10.0%)을 예상한다. HSP는 낸드 고단화에 따라서 견조한 성장이 이어질 것으로 기대하며, 청주 M15X Fab 건설에 따라 C.C.S.S의 납품이 늘어나며 매출액이 전년대비 크게 늘어날 것으로 기대한다. 반도체 세정장비의 경우 작년과 유사한 장비 대수를 납품할 것으로 전망하며, 안정적인 실적을 시현할 것으로 기대한다.

엘티씨는 SK하이닉스와 안정적인 관계를 유지하며, 2022년 무진전자사의 세정사업부를 인수하면서 본격적으로 SK하이닉스와 공고한 관계를 구축해왔다. SK하이닉스와 소재 및 장비 개발을 공동으로 진행하며, HSP 소재, TSV공정용 세정장비를 납품하게 되었고, 2025년은 이러한 노력들이 실적으로 반영되는 원년이 될 것으로 기대한다.

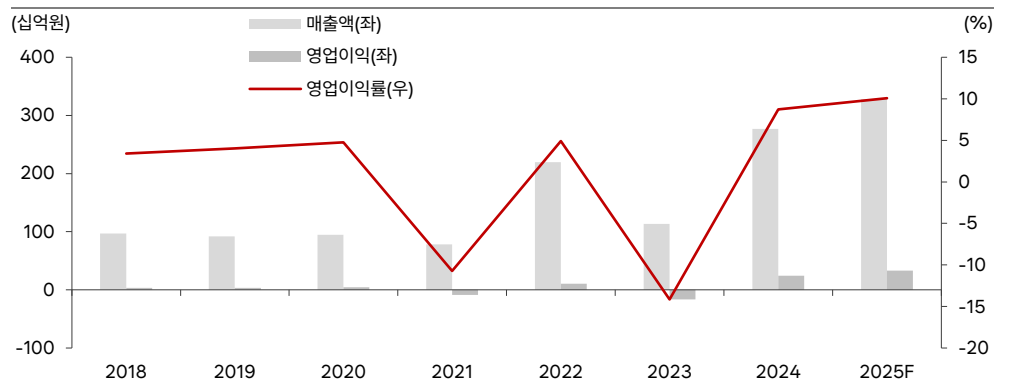
연간 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	78.3	219.4	113.4	277.0	328.0
디스플레이 공정 소재	33.2	43.8	25.7	24.8	27.8
반도체 공정 소재	16.8	17.8	19.9	38.9	59.8
반도체 웨이퍼 세정장비	0.0	88.7	23.2	156.4	161.0
C.C.S.S	21.9	32.7	13.4	10.4	31.1
용역 및 상품	3.2	33.6	26.8	41.5	42.7
기타 제품	3.2	2.9	4.3	5.0	5.5
영업이익	-8.4	10.8	-16.0	24.2	33.0
영업이익률	-10.7	4.9	-14.2	8.7	10.1
지배주주 당기순이익	-9.5	2.1	-26.5	10.1	12.8
지배주주 당기순이익률	-12.2	1.0	-23.4	3.6	3.9
YoY					
매출액	-17.4	180.3	-48.3	144.3	18.4
디스플레이 공정 소재	-44.2	31.7	-41.2	-3.5	12.0
반도체 공정 소재	36.3	6.4	11.8	95.2	53.7
반도체 웨이퍼 세정장비	N/A	N/A	-73.8	574.4	3.0
C.C.S.S	21.9	49.5	-59.0	-22.7	200.1
용역 및 상품	17.4	942.7	-20.2	54.8	3.0
기타 제품	41.8	-9.9	49.1	17.1	10.0
영업이익	적전	흑전	적전	흑전	36.6
지배주주 당기순이익	적지	흑전	적전	흑전	27.2

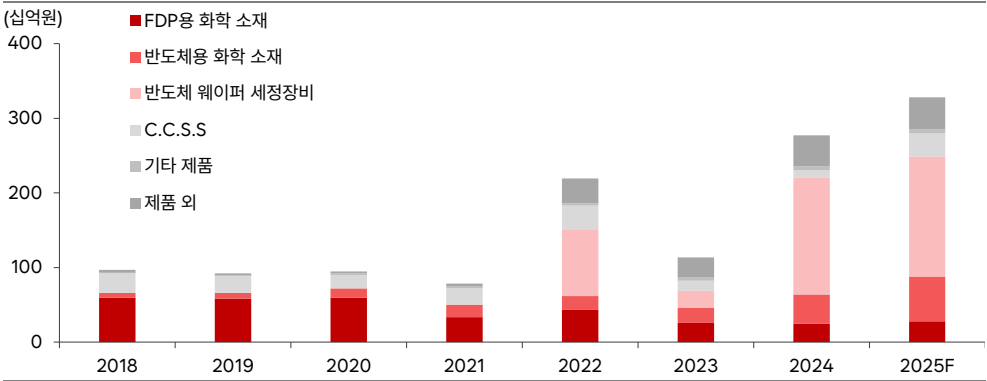
자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘티씨, 한국IR협회의 기업리서치센터

사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 엘티씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

2025F PER 9.0배, 업종대비 저평가는 아니지만 주가 상승 동력은 충분

엘티씨의 현재 멀티플은
업종 평균 수준에서 거래

엘티씨는 2025년 예상 실적 기준 PER 9.0배, PBR 1.0배 수준에서 거래되고 있으며, 현재 반도체와 반도체장비 업종 (2025F PER 10.2배, PBR 1.2배)과 유사한 멀티플을 받고 있다. 업종과 비교했을 때 엘티씨가 특별히 저평가 되었다고 보기는 어렵다.

두 가지 측면에서 주가 상승 기대

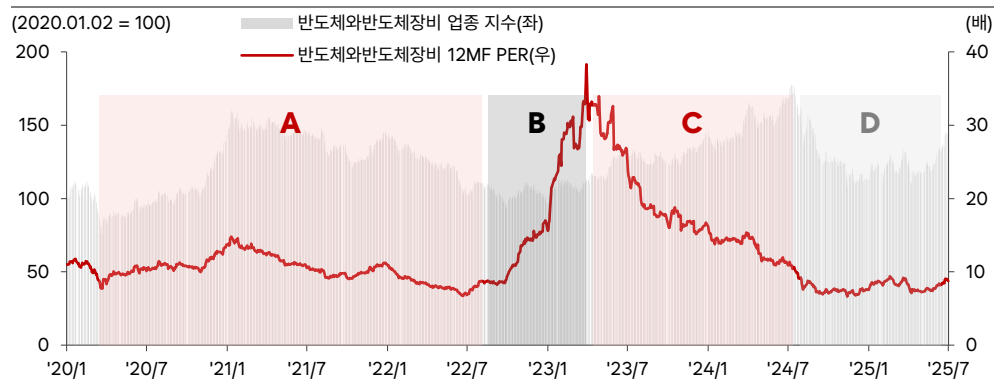
1) 업종 전체 멀티플 상승

2) 엘티씨 개별적인 멀티플 재평가

현재 엘티씨는 반도체와 반도체장비 업종과 유사한 멀티플을 받고 있지만, 그렇다고 해서 주가 상승 가능성이 낮음을 의미하지는 않는다. 엘티씨는 다음의 두 가지, 1) 업종 전체의 멀티플 상승과 2) 엘티씨 개별적인 멀티플 재평가 측면에서 주가 상승을 기대할 수 있다.

먼저, 반도체와 반도체장비 업종 지수를 살펴보면, A~C의 경우로 나눌 수 있다. A: 업종 지수와 12MF PER이 함께 움직이는 경우이다. 이는 주가가 오를 때 예상 PER이 오르고, 주가가 내릴 때 예상 PER이 떨어짐을 의미한다. 일반적으로 주식 가격이 예상 실적보다 더 빠르게 상승/하락하기 때문에, 이러한 가격 변화를 뒤따라서 12MF PER이 변화한 시기로 볼 수 있다. B: 업종 지수는 큰 변화가 없는데 12MF PER이 급격히 상승한 경우이다. B의 경우는 주가는 큰 변화가 없는데, 예상 EPS가 크게 하락하면서 예상 PER이 높아졌음을 의미한다. C: 업종 지수는 상승하는데, 예상 PER은 크게 하락한 경우이다. C의 경우 주가가 상승했음에도 그보다 더 큰 폭으로 예상 실적이 개선되면서 예상 PER이 크게 하락한 경우이다.

반도체와반도체장비 업종 지수 및 12MF PER 추이



현재 반도체와 반도체장비 업종 지수는 D의 구간을 지나고 있는데, 이는 A와 마찬가지로 주가의 변화가 예상 PER의 변화에 더 큰 영향을 미치고 있는 상황으로, 향후 반도체와 반도체장비 업종의 주가가 상승한다면, 업종 전체의 12MF PER의 상승을 기대할 수 있는 상황이다. 예상 실적이 예상 PER에 더 큰 영향을 미쳤던 B, C 구간을 제외한 A 구간에서의 업종 평균 12MF PER은 10.4배로 D 구간의 업종 평균 12MF PER 8.1배보다 더 높은 멀티플을 받았다. 따라서, 현재 D 구간에 머물러 있는 반도체와 반도체장비 업종이 사이클 개선으로 주가가 상승하기 시작하면, 과거 A 구간에서 받았던 10~14배까지도 리레이팅될 가능성이 높다.

현재 업종의 12MF PER은 10.2배로, AI 투자 확대에서 촉발된 빅테크 기업들의 CAPEX 증가로 데이터센터 증설 등이 꾸준히 늘어날 것으로 전망되는 상황임을 고려하면 업종의 전반적인 멀티플이 상향될 가능성이 높다고 판단한다. 특히, 레거시 반도체 역시 공급은 줄고 수요가 늘어나면서, 가격이나 업황이 안정화되고 있기 때문에 반도체와 반도체장비 업종의 업황은 향후에도 긍정적인 상황이 유지될 것으로 전망한다. 반도체와 반도체장비 업종 전체적인 멀티플 상승이 이뤄질 경우, 엘티씨 역시 업종의 수혜를 받아 주가가 상승할 수 있는 상황으로 판단한다.

반도체와반도체장비 업종 12MF PER

(단위: 배)

A 구간			B 구간			C 구간			D 구간			12MF PER
Low	Avg	High	Low	Avg	High	Low	Avg	High	Low	Avg	High	2025.07.17 기준
6.7	10.4	14.8	7.0	16.4	38.3	10.9	18.6	34.0	6.6	8.1	11.4	10.2

자료: Quantivise, 한국IR협회의 기업리서치센터

엘티씨의 멀티플 재평가도 기대

엘티씨는 긴 기간동안 성장에 의문이 있어왔음

엘티씨의 주가는 2013년 상장 이후 가나인 박스권(7,000~15,000원)에서 등락을 보여왔다. 주된 이유로는 엘티씨의 주력 제품이었던 디스플레이 공정용 소재 매출이 크게 감소하면서, 엘티씨의 성장 동력에 의문이 있었기 때문이다. 2015년 엘티씨에이엠을 인수하면서, 반도체 소재 및 C.C.S.S 등으로 사업을 다각화했지만, 2013년 상장 당시 매출액 988억원을 회복하는데 3년 정도 소요되었고, 2018년부터 2020년까지 매출 성장의 정체기(각각 968억원, 921억원, 948억원)를 가지며, 주가 역시 큰 반등을 보이지 못했다. 2022년 무진전자의 웨이퍼 세정장비 사업부를 인수하면서, 주목을 받았으나, 2023년 반도체 불황기에 저조한 실적을 보이면서 기대감이 줄어들었다. 2024년 실적 회복을 보이면서 주가가 상승을 했으나, 현재는 CAPEX 자금을 조달하기 위한 자회사의 상장 이슈로 인해 주가가 다소 조정 받은 상황이다.

SK하이닉스의 성장의 직접적인 수혜를 받는 엘티씨

엘티씨의 2025년 PER은 9.0배로 반도체와 반도체장비 업종의 평균치(10.2배)와 유사하다. 현재 반도체 업계 투자 심리는 범용(레거시) 메모리의 비중이 높은 삼성전자에 대한 우려와 HBM 등 고대역폭 메모리 시장을 선도하는 SK하이닉스에 대한 기대가 공존하고 있다. 삼성전자는 여전히 DRAM과 낸드 시장에서 높은 점유율을 가지고 있으나, 최근 HBM 시장에서 대응이 늦어지면서 D램 시장 점유율 1위마저 SK하이닉스에게 내주었다. SK하이닉스는 1Q25 기준 HBM 시장에서 70%로 압도적인 점유율을 기록하고 있으며, 동기간 D램 시장에서도 36%의 점유율을 기록하며, 삼성전자(34%)를 제치고 D램 시장 점유율 1위를 차지했다.

SK하이닉스는 HBM에서 가장 선두에 있으며, 새로운 공정들을 반도체 라인에 적용하면서 기술 혁신을 이끌고 있다. 따라서, SK하이닉스에겐 과거에 없던 장비, 소재, 기술 등이 지속적으로 필요하고, 기존에 있던 제품이라도 지속적인 R&D를 통한 고도화가 필수적이다.

엘티씨는 2016년부터 10년간 이어져온 SK하이닉스와의 벤더 관계를 기반으로 SK하이닉스의 외산 세정장비 국산화, 신규 공정에 필요한 세정장비 개발, 세정장비와 관련된 신소재 개발, 낸드 고단화에 필요한 HSP 소재 개발 등을 수행하고 있다. 이러한 관계는 꾸준히 이어질 것으로 전망하며, SK하이닉스 성장의 가장 직접적인 수혜를 받는 기업이 될 것으로 기대한다.

HBM 관련된 TSV 본딩용 세정장비 매출 비중 증가시 HBM 관련주로 부각 가능

동종 업종에 있는 기업들의 PER 밸류에이션은 다양하게 평가받는 것을 확인할 수 있다. 같은 HBM 본딩 관련 장비를 생산하는 한미반도체(2025F PER 29.0배)와 에스티아이(2025F PER 5.6배)의 경우 상반된 PER 밸류에이션을 가지고 있다. 한미반도체와 에스티아이 모두 HBM 관련 장비를 SK하이닉스에 납품하는 것은 동일하고 2025년 매출과 이익 모두 높은 성장이 예상되는 점도 동일하다. 하지만, 에스티아이의 경우 매출액의 대부분이 C.C.S.S 장비에서 나오고 있다. C.C.S.S 장비는 Fab 건설 시 일회성으로 납품하는 장치이므로 지속적인 매출액 증가를 유지하기 어렵다. 반면, 한미반도체의 경우 현재 HBM 시장의 각각 1, 2위를 차지하고 있는 SK하이닉스와 마이크론에 TC 본딩 장비를 납품하는 핵심적인 벤더로, HBM 성장에 따라 지속적인 장비 발주가 예상되며 매출액에서 차지하는 비중도 높다. 엘티씨의 매출액에서 TSV 공정용 세정장비가 매출액에서 차지하는 비중이 낮지만, 해당 부문의 매출 비중이 높아지면, 향후 HBM 관련주로서 부각될 가능성이 높다고 판단한다.

SK하이닉스의 핵심적인 벤더로 인식된다면 저평가 해소 가능

엘티씨와 같이 세정장비를 생산하는 기업으로는 테스(건식 식각 및 클리닝), 케이씨텍(초임계 세정장비), 제우스(습식 세정장비) 등이 있다. 세부적으로 어떤 세정장비를 공급하느냐에서는 차이가 있으나, 기존 전공정용 세정장비에서 경쟁사는 케이씨텍과 테스로 볼 수 있고, TSV 공정용 세정장비에서 경쟁사는 제우스로 볼 수 있다. 테스, 케이씨텍, 제우스는 모두 삼성전자와 SK하이닉스 모두 고객사로 두고 있다. 한편으로는 고객사가 많은 것을 긍정적으로 평가할 수도 있으나, 세정장비는 전술한대로 칩 제조사의 공정 기밀이 많이 유출되기 때문에, 양사를 고객사로 두는 것을 긍정적으로만 보기 어렵다. 삼성전자 세정장비의 대부분이 자회사 세메스를 통해서 공급받듯이, SK하이닉스도 40~60%에 달하는 세정장비를 엘티씨로부터 공급받고 있다. 오히려 엘티씨는 SK하이닉스와 밀접한 관계를 통해 TSV 공정용 세정장비 등을 SK하이닉스 공정만을 위해 개발할 수 있다는 장점을 지니고 있다.

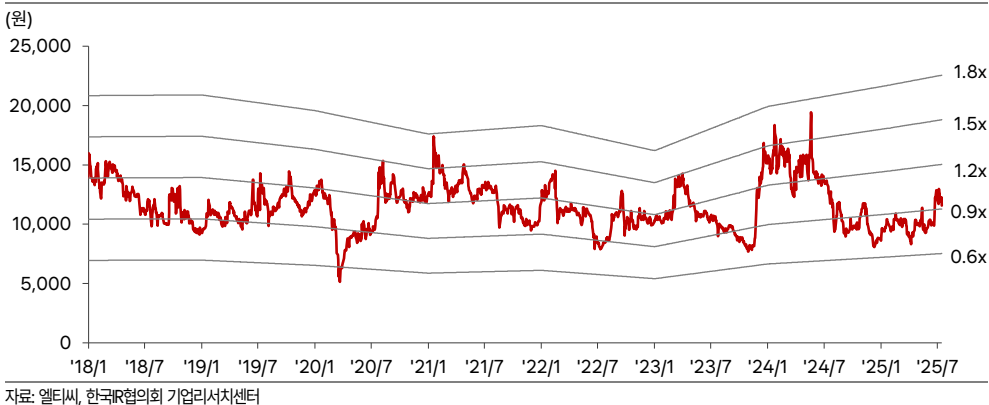
현재 테스, 케이씨텍, 제우스의 2025F PER은 각각 11.0, 15.0, 20.7배이다. 다만, 제우스의 경우 2025년 실적이 전년대비 악화되면서 예상 PER이 상승한 것을 감안해야 한다. 엘티씨는 정상적인 멀티플을 형성하고 있는 테스와 케이씨텍과 비교하면, 다소 저평가 받고 있음을 알 수 있다. 향후 SK하이닉스와의 관계를 바탕으로 하는 선순환 구조를 고려했을 때, 테스와 케이씨텍보다 저평가 받을 이유가 크지 않다고 판단한다. 현재 엘티씨의 저평가 이유로 자회사 중복상장에 대한 우려도 있으나, 한편으로 시장에서 엘티씨를 SK하이닉스의 핵심적인 벤더로 인식하지 못하는 점도 주요한 요인으로 판단한다. 또한 장기적으로 장비 개발과 소재 공급의 선순환 구조로, 엘티씨의 소재 매출액이 전체 매출액에서 차지하는 비중은 높아질 것으로 전망한다.

반도체 소재 부문 역시 성장 사업부라는 것은 저평가 해소 요인 중 하나

현재 중복상장에 대한 우려로 주가가 하락했으나, 엘티씨 소재 사업부의 장기 성장성을 고려하면, 지금의 저평가가 해소될 것으로 전망한다. 엘티씨의 소재 사업부는 CAPEX 사이클의 영향을 받는 장비 사업부의 변동성을 완화해주는 캐시카우 역할을 할 것으로 전망하며, 이러한 구조적인 안정성은 엘티씨의 PER 멀티플 하단을 지지할 것으로 기대한다. 솔브레인은 반도체 공정에 필요한 많은 소재들을 생산하고 있어 실적 안정성이 반도체 장비사보다 뛰어나다. 이에 따라 PER도 9~10배 정도로 하단을 지지해준다. 엘티씨의 소재 사업부는 CMP 슬러리, HSP 소재 등을 기반으로 2025년부터 본격적인 실적 기여가 증가할 것으로 판단한다. 올 하반기에 엘티씨 소재 사업부의 성장성과 실적 안정성이 가시화되면, 엘티씨의 소재 부문 역시 시장의 주목을 받을 것으로 기대한다.

이러한 흐름을 고려할 때, 현재 엘티씨의 멀티플은 다소 저평가되어 있다고 판단한다. 이미, 현 주가는 중복상장에 대한 우려를 충분히 반영한 상황으로 판단한다. 또한, 엘티씨가 SK하이닉스의 핵심 벤더로서 “세정장비와 소재의 매출 성장” 두 가지 축 모두 시장에서 인정받는 경우 기업 가치 재평가가 이뤄질 것으로 기대한다.

엘티씨 12MF PBR Band



동종 업종 밸류에이션

(단위: 주가는 현지통화, 시가총액과 매출과 영업이익은 십억원, P/E는 배)

기업명	결산월	국가	연관성	주가	시가총액	매출			영업이익			P/E		
						2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F
엘티씨	12	한국	-	11,580	116	113	277	328	-16	24	33	N/A	8.5	9.0
한미반도체	12	한국	HBM 공정 관련 장비	88,300	8,416	159	559	756	35	255	375	47.9	44.1	29.0
에스티아이	12	한국	HBM 공정 관련 장비, C.C.S.S	19,510	309	319	334	514	24	27	63	14.1	12.6	5.6
테스	12	한국	세정장비	26,950	533	147	240	305	-6	38	55	100.7	18.3	11.0
케이씨텍	12	한국	세정장비	28,100	581	287	385	346	33	50	39	18.8	14.7	15.0
제우스	12	한국	세정장비	12,770	396	403	491	408	7	49	18	49.5	10.0	20.7
솔브레인	12	한국	반도체 공정 소재	20,850	604	844	863	423	133	168	86	11.6	9.1	11.9
엘티씨 제외한 동종 기업 밸류에이션 평균												40.4	18.1	15.5

주: 엘티씨 실적은 한국IR협의회 추정치, 그 외 기업들의 실적은 시장 컨센서스 참고, 주가는 7월 17일 기준

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

자회사 상장 우려, 이미 주가에 반영

자회사 상장 우려

이미 주가에 반영

현재 반도체 세정장비 사업부를 가지고 있는 엘티씨의 자회사 엘에스이는 2025년 6월 2일 상장 예비 심사를 청구했다. 이에 따라 자회사 중복 상장에 대한 우려로 15,000원대였던 주가는 10,000원대 수준으로 하락했지만, 현재 중복 상장에 대한 우려는 충분히 주가에 반영되었다고 판단한다. 기본적으로 자회사를 상장하는 경우 지분율 측면에서 고려한다면, 1) 지분율이 100% 수준에 가까운 자회사를 상장하는 경우, 2) 지배력이 미치는 자회사지만 지분율이 100% 수준보다는 훨씬 낮은 경우 이 두 가지로 나눌 수 있다.

1) 100% 자회사를 상장하는 것은 심리적인 부담이 큼

두 경우 모두 자회사의 이익이 두 상장사(모회사, 자회사)의 가치평가에 사용된다는 점에서 모회사의 밸류에이션 할인 요인이다. 하지만 두 경우 실제로 기업가치 할인에 미치는 충격은 다소 다르다. 예를 들어 1)의 경우 대표적인 방식으로 물적분할 후 상장이 있다. 예를 들어 LG화학-LG에너지솔루션과 같이 LG화학에 있는 배터리 사업부를 100% 자회사로 물적분할한 뒤 이를 상장시키는 것이다. 상장 전 LG화학에서는 자회사(LG에너지솔루션)의 순이익 100%를 연결재무제표로 반영하고 있기 때문에, 자회사 가치의 100%를 인정받을 수 있다. 하지만, IPO를 진행하면, 지분율이 희석되고, 중복상장에 따른 모회사 할인이 일어난다. 특히, 1)의 경우엔, "우리가 100% 가지고 있던 알짜 기업을 떼어내어 상장을 한다고?"라는 심리적인 거부감이 더욱 크다. 극단적인 예를 든다면, 혼자 살고 있던 집에 갑자기 누군가 20~30%(지분 희석율에 따라 변동)의 공간에 벽을 세우고, 자기가 살겠다고 가져가는 꼴이다.

2) 지분율이 낮은 자회사 상장은 상대적으로 심리 부담이 낮음

2)의 경우도 지분율이 희석되고, 중복상장에 따른 모회사 할인이 이뤄지는 것은 동일하다. 하지만, 그 체감 폭이 다른 것을 알 수 있다. 엘티씨의 경우 1Q25 기준 엘에스이 지분율 46.83%를 가지고 있다. 이는 처음부터 자회사의 기업 가치를 100% 인식하는 것이 아니라, 자회사 순이익의 46.83%만 인식한다는 뜻이다. 이 경우엔, 자회사를 상장하더라도 지분이 희석되는 정도가 1)의 경우보다 상대적으로 낮고, 심리적인 거부감도 1)의 경우보단 상대적으로 작다. 마친 가지로 예를 들어본다면, 이미 룸메이트랑 47:53으로 쓰던 방을 40:60으로 살짝 더 나눠 쓰게 되는 것이다. 물론, 심리적인 거부감은 상대적으로 작지만, 실질적으로 내 몫이 줄어들고, 모회사 할인이 발생한다는 사실은 동일하다.

모회사 할인을 해소할 수 있는 주주 보상 방안 발표시 주가 하락분 회복 가능

현재, 중복 상장을 명시적으로 금지하는 법적 제약이 없는 만큼 주주들의 피해를 줄이기 위해서, 주주 보상 방안을 마련이 필요하다는 시각이 많다. 이러한 주주 보상 방안은 일반적으로 자사주 소각, 배당 정책 확대, 무상증자 등이 있다. 이러한 방안들을 위 예시와 동일선에서 이해한다면 다음과 같이 이해할 수 있다. 1)의 경우에선 내 집에 갑자기 누군가 들어와서는 방 하나를 사용한다고 밝히고, 방세(주주 보상 방안)를 준다는 맥락과 동일하게 볼 수 있다. 반대로 2)의 경우는 룸메이트가 쓰는 공간을 더 늘리는 대신 나에게 추가적으로 비용(주주 보상 방안)을 지불한다는 맥락과 동일하게 볼 수 있다. 심리적으로 1)의 경우보단, 2)의 경우가 받아들이기 쉬운 것으로 판단한다. 만약 자사주 소각, 배당 정책 확대, 무상증자 등과 같은 주주 보상 방안이 자회사 중복 상장으로 인한 모회사 할인·지분 희석·심리적 부담을 충분히 상쇄할 수준으로 제시된다면, 자회사 중복 상장 우려로 인한 주가 하락분을 만회할 수 있을 것으로 기대한다. 또한 IPO를 통해 엘에스이의 CAPEX 자금을 공모하고, 이를 기반으로 엘티씨와 엘에스이 함께 성장할 수 있다는 점이 투자자들의 기대를 충족시킬 수 있다면, 밸류에이션 측면에서도 재평가가 이뤄질 수 있을 것으로 기대한다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	783	2,194	1,134	2,770	3,280
증가율(%)	-17.4	180.3	-48.3	144.3	18.4
매출원가	640	1,748	911	2,156	2,536
매출원가율(%)	81.7	79.7	80.3	77.8	77.3
매출총이익	142	446	223	614	745
매출이익률(%)	18.2	20.3	19.7	22.2	22.7
판매관리비	226	338	384	372	414
판매비율(%)	28.9	15.4	33.9	13.4	12.6
EBITDA	10	216	-49	347	504
EBITDA 이익률(%)	1.3	9.8	-4.3	12.5	15.4
증가율(%)	-92.0	1,971.9	적전	흑전	45.3
영업이익	-84	108	-160	242	330
영업이익률(%)	-10.7	4.9	-14.2	8.7	10.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	36.5
영업외손익	-30	-62	-187	-63	-41
금융수익	33	50	44	71	26
금융비용	26	101	184	166	59
기타영업외손익	-37	-11	-47	32	-8
총속/관계기업관련손익	0	0	0	-0	-0
세전계속사업이익	-114	46	-347	179	289
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	61.4
법인세비용	-23	16	-59	35	68
계속사업이익	-91	30	-288	144	221
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-91	30	-288	144	221
당기순이익률(%)	-11.6	1.4	-25.4	5.2	6.7
증가율(%)	적지	흑전	적전	흑전	53.0
지배주주지분 순이익	-95	21	-265	101	128

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-83	232	-120	204	255
당기순이익	-91	30	-288	144	221
유형자산 상각비	60	70	70	63	142
무형자산 상각비	34	38	42	42	32
외환손익	0	11	5	1	0
운전자본의감소(증가)	-118	-0	-103	-170	-130
기타	32	83	154	124	-10
투자활동으로인한현금흐름	158	-1,062	31	-110	-64
투자자산의 감소(증가)	-7	5	16	3	-1
유형자산의 감소	0	1	0	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-19	-84	-137	-28
기타	170	-1,049	99	23	-35
재무활동으로인한현금흐름	-27	883	324	-185	3
차입금의 증가(감소)	-14	154	258	-113	12
사채의증가(감소)	0	540	85	-60	0
자본의 증가	0	0	50	0	0
배당금	-7	0	0	0	-9
기타	-6	189	-69	-12	0
기타현금흐름	1	-5	-3	8	9
현금의증가(감소)	49	48	233	-83	203
기초현금	222	271	319	552	469
기말현금	271	319	552	469	672

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	769	1,466	1,611	1,829	2,283
현금성자산	271	319	552	469	672
단기투자자산	76	281	176	193	229
매출채권	246	383	103	369	437
재고자산	129	446	672	733	869
기타유동자산	47	36	109	65	77
비유동자산	824	1,249	1,385	1,428	1,283
유형자산	585	609	1,017	1,115	1,002
무형자산	149	249	220	179	146
투자자산	35	38	34	20	21
기타비유동자산	55	353	114	114	114
자산총계	1,593	2,715	2,997	3,257	3,566
유동부채	629	1,074	1,850	1,318	1,410
단기차입금	238	358	664	616	616
매입채무	83	159	150	276	327
기타유동부채	308	557	1,036	426	467
비유동부채	125	708	54	67	72
사채	96	225	0	0	0
장기차입금	3	115	27	31	31
기타비유동부채	26	368	27	36	41
부채총계	754	1,782	1,904	1,384	1,482
지배주주지분	784	821	847	1,086	1,204
자본금	40	40	47	49	49
자본잉여금	493	499	800	857	857
자본조정 등	-49	-50	-67	15	15
기타포괄이익누계액	-14	-15	-15	-12	-12
이익잉여금	315	346	82	177	295
자본총계	839	933	1,093	1,873	2,084

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	N/A	38.0	N/A	8.5	9.0
P/B(배)	1.2	1.0	1.7	0.8	1.0
P/S(배)	1.2	0.4	1.2	0.3	0.4
EV/EBITDA(배)	116.1	8.4	N/A	5.5	4.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.1	0.9
EPS(원)	-1,194	263	-3,069	1,030	1,287
BPS(원)	9,781	10,176	9,000	11,072	12,064
SPS(원)	9,800	27,265	13,127	28,268	32,983
DPS(원)	0	0	0	100	100
수익성(%)					
ROE	-11.8	2.6	-31.8	10.4	11.2
ROA	-5.6	1.4	-10.1	4.6	6.5
ROIC	-9.1	5.2	-8.8	9.8	12.5
안정성(%)					
유동비율	122.3	136.4	87.1	138.8	161.9
부채비율	89.9	191.0	174.2	73.9	71.1
순차입금비율	26.7	94.9	85.5	13.7	1.5
이자보상배율	-3.9	1.3	-1.5	2.4	4.5
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	1.0	0.4	0.9	1.0
매출채권회전율	4.1	7.0	4.7	11.7	8.1
재고자산회전율	7.7	7.6	2.0	3.9	4.1

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
엘티씨	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.07.21	엘티씨-SK하이닉스 소재와 장비를 담당하는 핵심 벤더

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.