

솔브레인 (357780/KQ)

드리지만 관참아

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 350,000 원
(신규편입)

현재주가: 244,500 원



Analyst
이동주

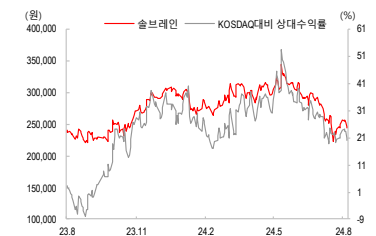
natelee@sks.co.kr
3773-9026

Company Data

발행주식수	778 만주
시가총액	1,902 십억원
주요주주	
정지완(외8)	45.02%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC(외30)	8.21%

Stock Data

주가(24/08/23)	244,500 원
KOSDAQ	773.26 pt
52주 최고가	343,500 원
52주 최저가	233,000 원
주가 및 상대수익률	



기업 개요

솔브레인은 반도체를 비롯하여 전자 관련 화학 재료를 제조 및 판매하는 업체이다. 반도체 소재는 식각, 세정, 증착 공정에 사용되는 HF(불산계), HSN(인산계), B.O.E., Precursor 등이 메인 품목이다. 특히 인산계 시장에서의 점유율은 독과점에 가깝고 불산계 역시 50% 내외로 추정된다. 전방 공정 미세화 및 고단화에 따른 Step 수 증가로 소재 사용량은 점증하게 되며 동사의 온전한 수혜로 이어질 것으로 기대한다.

테크 마이그레이션과 동행

HF(불산계)는 세정 및 식각에 사용되는 화학 소재로 DRAM/NAND/Foundry 에 범용적으로 사용되는 화학 소재로 국내 업체 내 점유율은 50% 내외이다. 테크 마이그레이션 과정에서 공정 Step 수가 증가하게 되면서 HF 소요량도 점증한다. HSN(고선택비 인산계)는 3D NAND 의 질화막 식각에 사용된다. 국내 업체 내 점유율은 사실상 독과점에 가깝다. 현재 200 단대가 최선단 공정으로 양산되고 있으며 2025 년부터는 300 단대 시장이 열리게 된다. 단수 증가에 따른 선택적 식각 수요는 증가하게 되며 동사의 온전한 낙수 효과로 이어질 전망이다. 신규 개발한 초산계 식각액은 3 나노 GAA 구조의 선택적 식각에 사용되는데 아직까지 시장은 크지 않지만 국내 유일한 공급망으로 확인된다. Precursor 도 디엔에프 인수로 기존 low-k 위주에서 high-k 대응까지 가능해져 사업 확장의 계기를 마련했다. 동사의 실적은 메모리의 가동률, 특히 NAND 에 민감하다. 최근 DRAM 과 달리 NAND 의 가동률 회복 속도는 점진적이다. 다만 테크 마이그레이션에 따른 동사의 구조적인 수혜는 명확하다.

낙폭과대, 기술적 반등이 가능한 구간

전방 NAND 의 가동률이 중요한 trigger 인데 회복이 더딜 뿐, 여전히 개선세를 그리고 있다. 반면 주가는 12M FWD P/E band 하단에 근접했다. 기술적 반등을 충분히 노력 볼 수 있는 구간이다. 투자의견 매수, 목표주가 35 만원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,024	1,091	844	876	933	1,034
영업이익	십억원	189	207	133	175	191	222
순이익(지배주주)	십억원	149	163	130	160	168	195
EPS	원	19,093	20,928	16,759	20,556	21,649	25,130
PER	배	14.6	10.4	18.1	11.9	11.3	9.7
PBR	배	3.4	2.2	2.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	8.5	5.7	11.4	7.1	6.5	5.6
ROE	%	26.3	23.0	15.6	16.6	15.1	15.2

1. 실적 전망

3Q24 매출액은 2,191 억원(+1.3% QoQ, +17.0% YoY), 영업이익은 460 억원(+0.6% QoQ, +61.1% YoY)를 전망한다. 매출액은 반도체 1,706 억원, 디스플레이 176 억원, 2차전지 및 기타 309 억원으로 추정한다. 전분기 대비 실적 개선이 소폭 상승에 그칠 것으로 보이는데 전방 NAND의 더딘 가동률 회복 때문이다. 삼성전자 시안 팹의 램프업은 빠르지만 국내 팹의 회복 속도는 상대적으로 더디다.

2025년 매출액은 9,328 억원(+6.4% YoY), 영업이익은 1,908 억원(+9.2% YoY)를 예상한다. 매출액은 반도체 7,366 억원, 디스플레이 677 억원, 2차전지 및 기타 1,285 억원을 추정한다. NAND의 경우 최근 회복 속도가 더딘 것일 뿐 eSSD를 필두로 NAND 수요는 점진적으로 살아나고 있다. 특히 소재 수요 관점에서는 테크 마이그레이션에 따른 step 수 증가로 NAND 수요의 기울기보다 가파를 것으로 보인다. 고선택비 인산은 시장 점유율도 압도적인 가운데 내년 300 단대 시장 진입으로 강한 수요가 나타날 것으로 예상된다. 디스플레이 사업은 케미칼과 TG로 나뉘는데 TG 사업은 페이드 아웃이 진행되고 있다. 디스플레이 사업에 대한 회사의 입장이 사업 확장보다는 효율화 작업에 초점이 맞춰졌던 만큼 현재 고정비도 많이 축소되었다. 전사 기준에서 미치는 영향은 점차 줄어들 것으로 전망한다.

솔브레인 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	243	219	187	195	211	216	219	230	1091	844	876	933
QoQ	-7%	-10%	-14%	4%	8%	3%	1%	5%				
YoY	-14%	-20%	-32%	-25%	-13%	-1%	17%	18%	7%	-23%	4%	6%
반도체	186	165	137	143	160	159	171	179	736	630	670	737
디스플레이	18	21	20	17	20	27	18	16	128	76	80	68
2차전지 및 기타	40	33	31	35	31	30	31	35	227	138	127	128
영업이익	49	33	29	23	46	46	46	37	207	133	175	191
QoQ	11%	-33%	-14%	-20%	102%	-1%	1%	-20%				
YoY	-15%	-40%	-43%	-48%	-6%	38%	61%	61%	10%	-36%	31%	9%
영업이익률	20%	15%	15%	12%	22%	21%	21%	16%	19%	16%	20%	20%

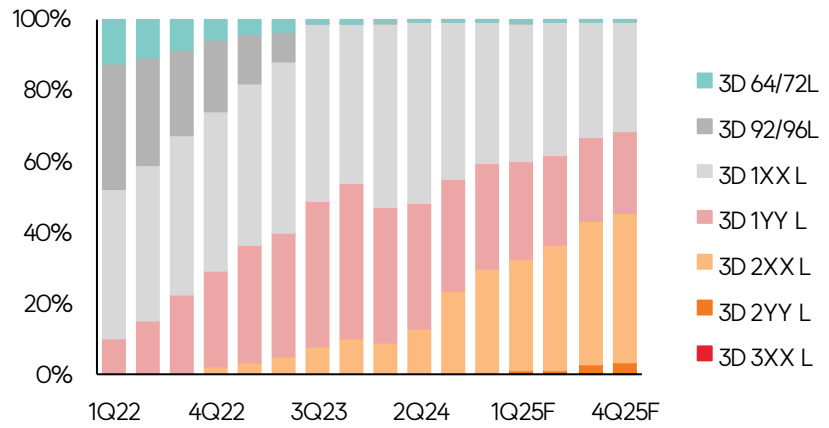
자료: 솔브레인, SK 증권

2. 산업 전망

AI boom 과 함께 초고용량 낸드 수요도 늘어나며 낸드 적층 경쟁에도 다시 속도가 붙고 있다. 현재는 200 단대 3D NAND 가 최선단 공정으로 양산되고 있으며 2025 년 SK 하이닉스에서는 업계 최초 321 단 양산을 준비 중에 있다. 한편 삼성전자는 300 단대를 건너 뛰고 400 단대로 바로 진입할 계획이며 2030 년까지 1,000 단 V 낸드 개발을 목표 중에 있다.

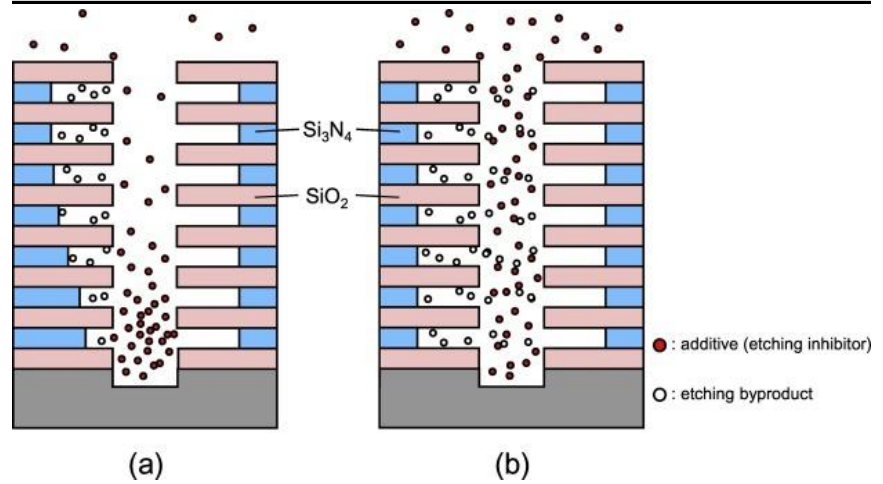
낸드 고단화는 적층과 식각의 반복이 늘어남에 따라 기본적으로 웨이퍼당 소재 소량 증가를 수반하게 된다. 특히 더 높고 더 깊어지는 만큼 식각량이 많고 고선택비 식각에 대한 요구가 커지게 된다. HSN(High Selectivity Nitride)인 고선택비 인산이 대표적으로 3D NAND 에서 사용되는 식각액이다. 3D NAND 공정은 SiO₂ 와 Si₃N₄ 가 반복 적층이 되는데 하나의 적층 구조가 1 단에 해당한다. 단수에 맞게 적층 공정을 반복한 이후 채널 홀을 형성, Poly-Si를 증착, 산화막으로 빈 채널 공간을 채우게 된다. 그리고 Slit 에칭을 통해 Si₃N₄(Nitride 막)를 인산(H₃PO₄)를 통해 선택 제거하게 된다. 인산이 Nitride 막과 반응성이 좋아 선택 제거에 유리하기 때문이다. 3D NAND 의 고단화 지속과 함께 고순도 고선택비 인산에 대한 니즈가 커지고 웨이퍼당 소재 소요량도 점증할 것으로 전망한다.

NAND 단위별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

3D NAND 적층 후 선택 식각




자료: ScienceDirect


습식 식각과 건식 식각 비교

	습식 식각(Wet Etching)	건식 식각(Dry Etching)
방법	액체(용액)	기체(가스 or 플라즈마)
장점	저비용, 빠른 속도, 높은 선택비	높은 정확도, 미세 패터닝에 유리
단점	낮은 정확도, 미세 패터닝에 불리	고비용, 복잡한 공정, 낮은 선택비
방향성	등방성	비등방성(등방성도 가짐)
주요 소재	불산계, 인산계, B.O.E	NF3, SF6, CF4, Ar 등
타겟	산화막(SiO2), 질화막(Si3N4) 등	Si, Al, Ti, W, 산화막(SiO2), 질화막(Si3N4) 등

식각 방향



식각 방향



자료: SK 하이닉스, SK 증권

주요 식각액별 제조 업체

주요 식각액	타겟	제조사
HF(불산)	SiO2	솔브레인, 후성, 이엔에프테크놀로지
B.O.E(불산계)	SiO2	솔브레인, 이엔에프테크놀로지
H3PO4(인산)	Si3N4	솔브레인, SK스페셜티, 엘티씨에이엠
H2O2(과산화수소)	혼합물	한솔케미칼, OCI
초산계	SiGe	솔브레인

자료: SK 증권

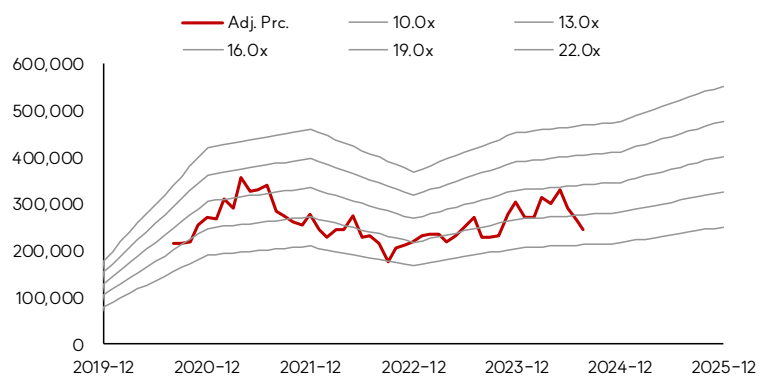
3. Valuation

솔브레인 목표주가 산정

구분		비고
2025년 예상 EPS (원)	21,649	
Target PER (X)	16.0	국내 소재 업체 평균
적정주가 (원)	346,384	
목표주가 (원)	350,000	
현재주가 (원)	244,500	
Upside Potential	43%	

자료: SK 증권

솔브레인 12M FWD P/E Band



자료: 솔브레인, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	459	345	468	569	683
현금및현금성자산	168	161	268	341	409
매출채권 및 기타채권	75	64	83	106	136
재고자산	113	73	86	90	102
비유동자산	476	650	706	763	840
장기금융자산	1	9	10	10	10
유형자산	409	462	490	540	596
무형자산	7	6	6	5	5
자산총계	935	995	1,174	1,331	1,523
유동부채	128	71	102	105	115
단기금융부채	1	1	1	1	1
매입채무 및 기타채무	67	44	70	74	83
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	6	4	4	4
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	5	4	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	136	77	106	109	119
지배주주지분	779	891	1,040	1,193	1,373
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
기타자본구성요소	-6	-8	-8	-8	-8
자기주식	-6	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	344	459	604	756	936
비지배주주지분	20	27	29	30	31
자본총계	799	919	1,068	1,222	1,404
부채와자본총계	935	995	1,174	1,331	1,523

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	191	221	200	200	213
당기순이익(손실)	168	131	161	170	197
비현금성항목등	74	50	76	92	92
유형자산감가상각비	52	60	56	50	44
무형자산상각비	0	1	1	0	0
기타	21	-10	19	42	47
운전자본감소(증가)	-53	50	-32	-24	-32
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	13	-18	-23	-30
재고자산의감소(증가)	-12	41	-11	-4	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	4	-15	18	3	9
기타	-45	-61	-29	-76	-87
법인세납부	-47	-50	-24	-38	-43
투자활동현금흐름	-146	-215	-113	-112	-128
금융자산의감소(증가)	0	0	-3	-1	-3
유형자산의감소(증가)	-94	-129	-83	-100	-100
무형자산의감소(증가)	-1	-0	-0	0	0
기타	-51	-86	-26	-11	-25
재무활동현금흐름	-44	-13	-0	-15	-15
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-25	-2	-0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-16	-19	0	-15	-15
기타	-2	7	-0	0	0
현금의 증가(감소)	-1	-7	108	72	69
기초현금	169	168	161	268	341
기말현금	168	161	268	341	409
FCF	97	92	116	100	113

자료 : 솔브레인, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	876	933	1,034
매출원가	793	651	629	668	730
매출총이익	298	193	248	264	304
매출총이익률(%)	27.3	22.9	28.3	28.3	29.4
판매비와 관리비	91	60	73	74	82
영업이익	207	133	175	191	222
영업이익률(%)	19.0	15.8	19.9	20.5	21.4
비영업손익	8	28	28	17	18
순금융손익	2	10	0	0	0
외환관련손익	6	4	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	1	0	0
세전계속사업이익	215	161	202	208	240
세전계속사업이익률(%)	19.7	19.1	23.1	22.3	23.2
계속사업법인세	48	30	41	38	43
계속사업이익	168	131	161	170	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	131	161	170	197
순이익률(%)	15.4	15.5	18.4	18.2	19.0
지배주주	163	130	160	168	195
지배주주귀속 순이익률(%)	14.9	15.4	18.2	18.1	18.9
비지배주주	5	1	1	1	1
총포괄이익	166	131	165	170	197
지배주주	161	131	164	168	195
비지배주주	5	1	1	1	1
EBITDA	260	194	232	241	266

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	6.5	-22.6	3.8	6.4	10.9
영업이익	9.6	-35.5	30.8	9.2	16.1
세전계속사업이익	6.0	-25.1	25.5	2.5	15.7
EBITDA	9.4	-25.3	19.4	4.1	10.3
EPS	9.6	-19.9	22.7	5.3	16.1
수익성 (%)					
ROA	19.0	13.6	14.8	13.5	13.8
ROE	23.0	15.6	16.6	15.1	15.2
EBITDA마진	23.8	23.0	26.4	25.8	25.7
안정성 (%)					
유동비율	359.6	485.2	459.6	540.4	594.3
부채비율	17.0	8.3	9.9	8.9	8.5
순차입금/자기자본	-29.3	-19.3	-26.9	-29.5	-30.8
EBITDA/이자비용(배)	881.8	2,345.2	0.0	0.0	0.0
배당성향	9.5	11.9	9.7	9.2	7.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,928	16,759	20,556	21,649	25,130
BPS	100,845	115,654	134,723	154,382	177,521
CFPS	27,696	24,541	27,886	28,113	30,830
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	10.4	18.1	11.9	11.3	9.7
PBR	2.2	2.6	1.8	1.6	1.4
PCR	7.9	12.4	8.8	8.7	7.9
EV/EBITDA	5.7	11.4	7.1	6.5	5.6
배당수익률	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.08.27	매수	350,000원	6개월		
2023.12.01	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(이동주)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 (2024년 08월 27일 기준)

매수	97.44%	중립	2.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------