

Opinion

buy

목표주가 357,751
현재주가 228,000
상승여력 56.91%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원) 1,637,400,000,000
발행주식수(주) 7,778,566
52주 최고(원) 278,800
52주 최저(원) 176,200
주요주주지분율(%) 58.94
22년 배당수익률(%) 0.93

Team 1

하현빈 김재운
박현호 손민희
이지민 이지인

솔브레인 (357780 KQ)

Signal1 : 최고 그리고 최초

2019년 7월, 일본은 대한민국 대법원의 강제징용 소송 판결에 대한 항의의 표시로 반도체 및 디스플레이 제조 핵심 소재의 수출을 제한한다. 관련 소부장 시장에서 핵심 기술과 시장 경쟁력 부분에 있어서 절대적인 영향력을 펼치고 있던 일본의 수출 규제는 대한민국의 핵심 산업에 막대한 영향을 끼쳤다. 그러나 솔브레인은 국내 최초로 초고순도 불산의 국산화의 대량 공급 능력을 확보했다. 솔브레인이 국산화에 성공한 12N 순도의 불산은 반도체와 디스플레이 분야의 에칭에 사용되고 있다. 그리고 현재 국내 반도체 시장의 85% 수준의 점유율을 보여주는 명실상부한 Etchant 업계의 최고이다. 뿐만 아니라 최근 LG디스플레이에 ETL을 공급하기 시작하면서 일본 기업들이 독점하던 시장을 점차 잠식해가고 있다. 이처럼 선제적인 연구를 통한 국산화 성공으로 압도적인 시장 점유율을 보여주는 회사의 가치는 온전히 인정받아야 한다.

Signal2 : 투자하고 싶어지는 재무상황

솔브레인의 ROE는 감소하는 것으로 예측되었다. 순이익률도, 자산회전율도 상승하는 기업이 ROE가 감소한다는 것은 의아한 사실으로 악재로 보일 것이다. 그러나 솔브레인의 ROE 감소는 악재가 아닌 호재이다. 동사는 무차입 경영을 하고 있다. 재무제표를 보면 차입금이 지속적으로 감소하다가 2022년 차입금이 0을 기록한 것을 볼 수 있다. ROE를 세부적으로 분석하는 듀폰 분석에 따르면 ROE는 순이익률 X 자산 회전율 X 재무 레버리지의 계산이다. 그리고 솔브레인은 앞의 계산에서 재무 레버리지가 크게 감소하여 ROE가 감소한 것으로 이는 해당 기업의 건전한 재무상태를 반증한다. 또한 순이익률은 13.9%에서 15.3% 수준으로 증가세를 보여주고 있으며 PER과 PBR과 같은 가격 지표들은 감소하고 있다. 이처럼 안정적인 재무 운영과 성장세는 고금리로 인해 자금조달 비용이 매우 커진 요즘 같은 시기에 더욱 빛날 것이다.

Signal 3 : 하나를 팔아도 더 비싼걸로

솔브레인이 공급하는 식각액은 삼성전자의 GAA 공정을 적용한 3nm 파운드리와 SK하이닉스의 200단 이상의 고적층 3D 낸드 플래시에 필수적으로 사용되는 소재이다. 또한 OLED 산업에서 요구되는 소재를 개발하여 공급을 시작하기도 했다. 해당 제품들은 기존에 양산하던 것보다 더 높은 부가가치를 갖고 있으며 초미세 공정을 요구하는 것들로 고품질 식각액의 중요성이 점차 강조되고 있다. 최근 반도체 시장은 사이클의 하단에 위치하고 있으며 불황을 타파하기 위한 기술 및 시장 점유율 경쟁이 치열해지고 있다. 또한 디스플레이 산업 역시 LCD에서 OLED로 보다 높은 기술력이 요구되는 고부가가치 제품으로 시장이 이동하며 경쟁이 치열해지고 있다. 이와 같이 전방 기업들의 사활이 걸린 제품에 고품질의 소재를 공급하는 솔브레인은 주목할 필요가 있다.

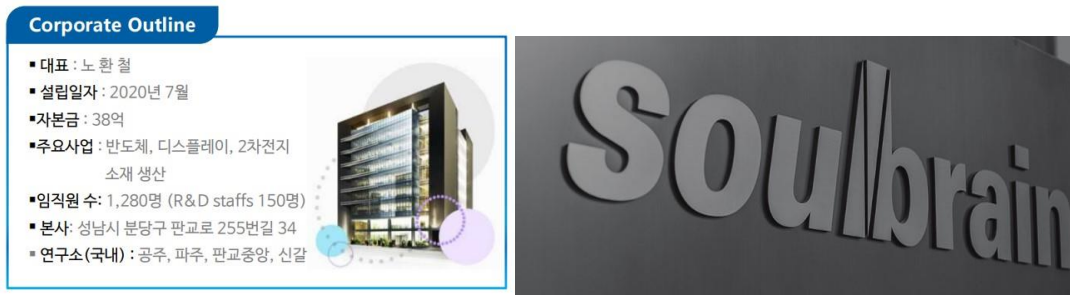
CONTENTS

기업개요		3
산업분석		6
기업주요사항		13
투자포인트		21
리스크		23
밸류에이션		25

I. 기업개요

1) 기업 설명

솔브레인은 반도체 공정용 화학소재, 디스플레이 공정용 화학소재, 2차 전지 소재 등을 제조하여 국내의 주요 반도체, 디스플레이, 2차전지 제조사에 공급하는 기업으로 2020년 7월 1일 솔브레인 홀딩스(주)로부터 인적분할하여 설립되었다. 동사는 창립 이래 35년간 IT 관련 핵심 소재를 공급하며 성장했으며 국내 반도체, 디스플레이 산업을 견인했다. 현재는 삼성전자, 삼성디스플레이, SK하이닉스, LG디스플레이 등 국내 반도체 및 디스플레이 제조사에 공정용 화학소재 등을 공급하고 있으며 삼성SDI, SK온, LG에너지솔루션 등 국내 2차전지 제조사에 관련 제품을 공급하고 있다. 반도체, 디스플레이, 2차전지 등의 전방산업은 국제 경기에 영향을 받는 산업으로 동사의 영업환경은 전방 산업의 변동과 국제 경기의 흐름에 영향을 받는다.



동사의 사업부는 크게 반도체, 디스플레이, 2차전지로 구분되는데 반도체가 메인 사업부의 역할을 담당하고 있다. 동사는 특히 우리나라 대표 불산 에천트 공급사로서 안정적인 성장을 이뤄왔다. 2019년 8월 일본 정부가 한국을 화이트리스트에서 제외하며 불화수소, PR(포토레지스트) 등의 전략물자 수출을 제한하였지만 오랜 기간 일본 정밀화학 기업들과 사업을 영위하면서 관련 기술을 내재화한 솔브레인은 일본 정부가 수출을 제한한 불화수소를 국산화에 성공하며 반도체 소부장 국산화의 대표 기업이자 우리나라 대표 소재 전문기업으로 자리매김했다.

동사는 최근 국내 반도체 업체 위주로 안정적으로 생산량을 증가시켜 나가고 있다. 특히 스마트폰으로 대표되는 IT기기의 등장과 사물인터넷 산업의 성장, 그리고 디지털 기기의 모바일화, 서버 메모리 반도체에 대한 수요 증가 등에 힘입어 지속적인 성장을 보이고 있다. 또한 메모리 반도체 시장의 성장과 함께 지속적인 3D NAND 다단화 등에 따른 초미세공정 경쟁 등 기술의 발전으로 인한 반도체 산업 및 소재 산업에서의 변화에 빠르게 발맞추고 있다. 향후 EUV공정과 NAND 고단화 기술 도입은 동사의 안정적인 성장에 기여할 것이며 인공지능 산업의 개화 역시 동사의 성장세를 이어나가는 데 도움이 될 것으로 기대된다.

디스플레이 소재



디스플레이 재료사업 Etchant

디스플레이를 제작하는 과정에서 금속을 화학적, 전기화학적으로 에칭하는 용액 소재로 LCD-OLED 디스플레이 제조를 향상하기 위한 공정에 사용한다. LCD 산업의 경우, 주로 사용되는데 박막 금속인 구리를 에칭하기 위한 과산화수소/산/에탄올, ITD를 에칭하기 위한 옥살산/에탄올, 도제막을 에칭하기 위한 HCl/에탄올 등으로 구성된다. 특히, 공정능력 향상을 통한 생산량 증대 목적 달성을 위해 기능성 에칭액의 사용 수명이 크게 증가하고 있다.

Etchant : 디스플레이의 동작을 제어하는 TFT(박막 트랜지스터) 공정에서 박막 제거용으로 사용



디스플레이 재료사업 Thin Glass (OLED)

OLED 패널 제조공정 중 핵심 장비인 유리기판을 얇게 만드는 Thin Glass 제조를 용 단위로 길아주는 Soling 공장에서 제작되는 7세대 단판적인 유리 패널을 남양외의 고해상도/고속도로 제조하고 있습니다. Soling 공장은 비열 소용량/인쇄/도금에 저용량/저온/고속도로 제조하고 있습니다. 다양한 masking 기술을 통해 전선, 전극 사이 간격을 300nm 이하로 축소합니다.

Thin glass : OLED 패널 제조공정 중 패널 앞뒤의 유리 기판을 얇게 만든 것



디스플레이 재료사업 Organic Material

OLED용 재료의 7세대 LCD-패널의 핵심 부품인 Color Filter 재료를 담당. 제너럴과 Soling 공장에서 제작되는 7세대 단판적인 유리 패널을 남양외의 고해상도/고속도로 제조하고 있습니다. Soling 공장은 비열 소용량/인쇄/도금에 저용량/저온/고속도로 제조하고 있습니다. 다양한 masking 기술을 통해 전선, 전극 사이 간격을 300nm 이하로 축소합니다.

유기재료 : OLED용 재료와 TFT-LCD 패널의 핵심 부품인 Color-Filter 재료

2차전지 소재



이차전지 재료사업 Electrolyte

리튬이온 이차전지의 핵심 소재 중 하나인 전해액은 양극과 음극 사이에서 리튬이온이 움직일 수 있게 하는 매개체입니다. 리튬이온 전해액은 리튬염과 유기용매, 첨가제 등으로 구성됩니다. 첨가제는 전해액의 용액에 첨가하여 전해액의 성능을 개선하고 낮은 수분과 불순물 함량을 유지하는 방안 프로세스를 개발하여 고품질의 전해액을 생산하고 있습니다. 또한 가스 발생 억제, 과충전 방지 등 이차전지의 수명과 성능을 향상시킬 수 있는 다양한 기능성 전해액을 개발 및 공급하고 있습니다.

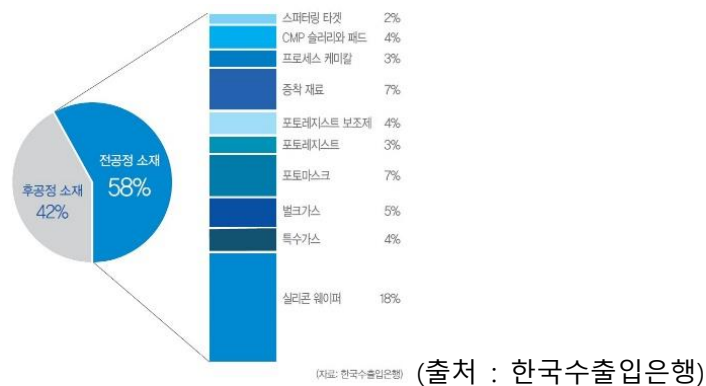
전해액 : 2차전지 핵심 소재 중 하나로 양극과 음극 사이에서 리튬이온이 움직일 수 있게 하는 매개체

II. 산업분석

1) 산업개요

a. 반도체 소재 산업

반도체 산업에 속해 있는 반도체 소재산업은 반도체 제조 공정 과정에서 필요한 원자재를 생산 및 공급하는 산업을 말한다. 반도체 제조 공정은 크게 8대 공정으로 분류하고 전공정, 후공정으로 나눌 수 있다. 첫 번째 공정인 웨이퍼 공정부터 여섯 번째 공정인 금속 배선 공정까지를 전공정, 일곱 번째 공정인 테스트 공정과 여덟 번째 공정인 패키징 공정을 후공정이라 한다. 반도체 소재 산업은 반도체 8대 제조 공정과 연동되어 있기에 전공정 소재산업과 후공정 소재산업으로 분류된다.



2020년 글로벌 반도체 소재 시장에서 전공정 소재산업, 후공정 소재산업은 각각 58%, 42% 비중을 차지하고 있다. 글로벌 반도체 전공정 소재산업에서 실리콘 웨이퍼의 비중이 18%로 가장 높았고 그 뒤로 포토마스크 (7%), 증착 재료(7%)가 뒤를 잇는다.

글로벌 반도체 소재산업에서 일본 기업들이 높은 점유율로 오랜 기간 시장을 장악해왔는데, 이러한 이유는 독창적인 기술과 아이디어에 따라 산업 주도권이 바뀌는 정보기술 산업과 다르게 소재 산업은 상당한 시간 및 기술 축적이 필요한 아날로그 성격이 강하다. 따라서 한 분야에 천착하며 결함이 없는 제품을 생산하는 전통이 결합한 일본 업체들이 소재분야에서 세계적인 경쟁력과 높은 점유율을 갖추고 있다.

반대로 국내 반도체 소재산업은 수입에 대부분을 의존하고 있으며, 주요 수입국은 일본으로 45% 점유율을 차지한다. 이와 같이 소재산업의 일본 의존도가 높은 상황에서 일본의 수출 규제까지 발생하였고 이에 맞서 국내 토종 기업들이 국산화에 적극 나섰는데, 대표적인 기업이 솔브레인이다.

솔브레인이 생산하는 반도체 소재는 주로 전공정 소재산업 품목으로 대표적으로 에천트(식각액, 세정액), 전구체(precursor), CMP slurry가 있다.

1. 에천트(식각액, 세정액)

에천트는 각각 식각 공정과 세정 공정에서 사용되는 식각액과 세정액을 통칭한다. 식각 공정은 웨이퍼 표면을 보호하는 산화막(절연막)을 깎아 회로를 구현하기 위한 패턴을 형성하는 공정이고, 세정 공정은 웨이퍼 표면에 존재하는 잔류물을 제거하는 공정이다. 이때, 두 공정에서 산화막을 깎거나 잔류물을 제거하는데 필요한 용매가 에천트이다.



2. 전구체(precursor)

전구체는 반도체 8대 제조 공정 중 웨이퍼의 표면에 얇은 막을 증착하는 공정인 박막 증착 공정에서 박막으로 증착되기 직전의 가스를 말한다. 솔브레인은 주로 기체 반응 및 이온을 이용하여 웨이퍼에 증착하는 방법인 CVD(Chemical Vapor Deposition)의 전구체와 원자를 층층이 쌓아 나노미터 두께의 박막을 증착할 수 있는 방법인 ALD(Atomic Layer Deposition)에서 필요한 전구체를 생산한다.

3. CMP Slurry

CMP Slurry는 박막 증착 공정 이후 울퉁불퉁한 웨이퍼 표면을 화학적 또는 기계적 방법으로 연마하여 평탄화 하는 공정인 CMP 공정에서 필요한 연마제이다.

IT 소재/부품/장비 업체들의 실적은 전방인 반도체 생산업체들과 연동되기에 소부장 업체들의 실적은 고객사 CapEx, Capa와 관계가 깊다. 이때, 반도체 소재 업체들의 실적 변수는 크게 3개로 나눈다.

① 고객사 Capa ② Step수 증가 ③ Tech Migration(신제품)

이 중 가장 중요한 변수는 고객사 웨이퍼 Capa다. 수요 둔화 구간에서는 고객사 CapEx가 하향 조정되고 고객사 Capa 증가세가 둔화된다. 따라서 소재업체들 입장에서는 실적 성장 요소가 감소되는 구도다. 또한 고객사는 공급을 제약하기 위해 노후 팹의 섯 다운을 진행하고 일부 팹은 Tech Migration을 진행한다. Tech Migration의 경우에 공급 제약을 위해 기존 대비 더 길게 진행하기도 한다. 이 구간에서 신제품 도입은 지연된다. 다운사이클에서 또 다른 우려사항은 제품 공급 가격 하락이다. 반도체 판매 가격이 하락하며 고객사들의 영업이익률 감소가 진행되고 이 과정에서 제품 가격 인하가 진행될 가능성이 있다. 결론적으로 하락 사이클 소재 업체들의 실적은 공급 물량과 공급 가격 모두가 우려사항이 되지만 상대적으로 부품, 장비 업체들에 비해 실적의 안정성은 높다. 기존 공급 물량의 감소가 있다고 하더라도 감소의 정도가 가장 덜하다는 부분은 소재 업체들의 강점이기도 하다.

b. 디스플레이 소재 산업

디스플레이는 TV, 컴퓨터, 휴대폰 등에 있는 화면을 일컫는 명칭이고 그와 관련된 산업을 디스플레이 산업이라고 한다. 그리고 디스플레이 산업은 크게 LCD와 OLED로 나뉘고 그 속에서 대형과 중소형으로 나뉜다. 우선 LCD는 Liquid Crystal Display의 약자로 스스로 빛을 낼 수 없는 수동형 디스플레이이며 이후 언급할 OLED에 비해 낮은 진입장벽을 지니고 있다. OLED는 Organic Light Emitting Diode의 약자로 유기화합물로 만들어진 디스플레이로 LCD에 비해 전력 소모가 적고 색 표현에 있어서 장점을 가지며 구성이 매우 단순하여 훨씬 얇게 만들 수 있다.

이런 디스플레이 산업은 대규모 연구개발 비용 및 인프라 구축을 위한 자금력이 요구되는 장치산업으로 진입장벽이 높다. 또한 솔브레인이 해당되는 디스플레이 소재 산업의 경우에는 전방 산업인 디스플레이 제조사의 공장 가동률 및 증설, 감산 등 CAPEX PLAN에 영향을 받으며 디스플레이 패널 생산 면적이 증가할수록 소재 사용량이 증가한다. 따라서 디스플레이 산업이 커지며 소재 및 부품 시장 역시 성장할 것으로 예상된다.

c. 2차전지 소재(전해액) 산업



2차전지 소재산업은 양극재, 음극재, 전해액, 분리막 등 크게 4가지 핵심소재로 구성되어 있으며, 그중 당사가 생산하는 소재인 전해액은 리튬이온 2차전지의 충·방전 시 리튬이온의 이동 기능을 담당하는 핵심소재이다.

전해액 시장은 IT기기용 소형 2차전지와 전기차용 중대형 2차전지로 나눌 수 있다. 소형 2차전지의 전해액은 낮은 투자비용과 기술난이도로 중국 업체들이 주로 공급하고 시장이며, 기술개발보다는 출하량에 기준이 맞추어진 시장이다. 반면 중대형 2차전지 전해액은 높은 투자비용과 기술적인 특성을 갖는다. 전해액은 제조업체 및 2차전지 제조업체의 요구 특성에 맞게 배합하는 기술이 중요하며, 전해액 제조업체별 기술력 차이는 크지 않으나, 원재료 조달능력, 생산능력, 가격경쟁력, 전해액의 현지 조달 여력 등에서 차이가 존재한다. 또한 전해액은 유통기한이 존재하는 신선제품이면서 위험물, 유독물로 보관/운송 비용 및 수급 리스크 관리가 중요하다.

2) 산업전망

a. 반도체 소재 산업

a-1. 반도체 시장 전망

그림 2 메모리반도체 시장 전망(억불, %)

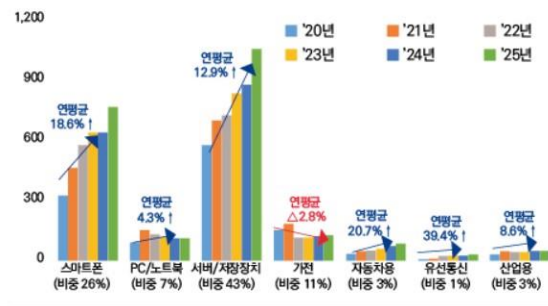
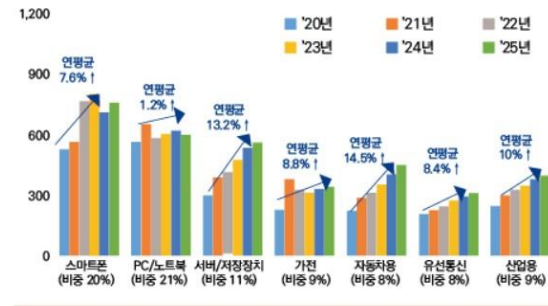
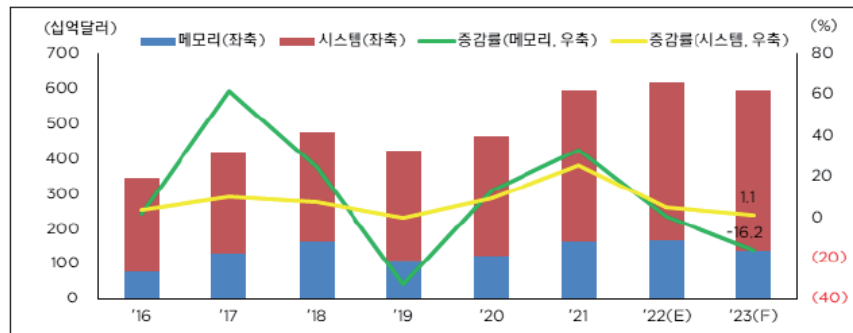


그림 3 시스템반도체 시장 전망(억불, %)



메모리 반도체 시장은 2021년도 1,692억\$에서 2025년도 2,306억\$로 연평균 12.5% 성장할 것으로 전망되며 메모리 반도체 수요처별 연평균 성장률은 유선통신(39.4%), 자동차(20.7%), 스마트폰 (18.6%) 분야에서 크게 성장할 것으로 전망된다. 시스템 반도체 시장은 2021년도 3,263억\$에서 2025년도 3,843억\$로 연평균 7.3% 성장할 것으로 전망되며 시스템 반도체 수요처별 연평균 성장률은 자동차(14.5%), 서버 및 저장장치(13.2%), 산업용(10%) 분야에서 크게 성장할 것으로 전망된다.



자료 : Gartner(2022.9)

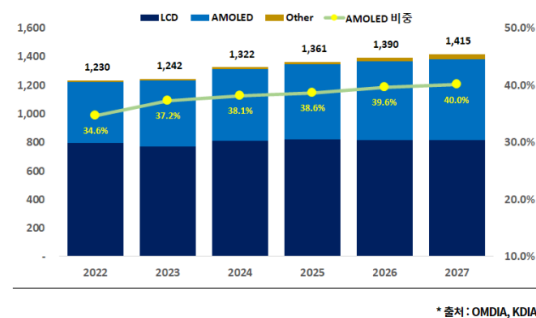
반면 2023년 세계 반도체 시장규모는 경기 침체 영향으로 2022년 대비 7.4% 감소한 5,964억달러를 기록할 것으로 예상되며, 미국의 긴축에 따른 스마트폰, 서버, PC 등 전방산업 수요 감소 등이 변수로 작용할 전망이다. 메모리 시장은 스마트폰 등 IT 기기 수요 감소, 주요 업체들의 감산 등의 영향으로 전년 대비 16.2% 감소할 것으로 예상되고, 시스템은 메모리 대비 경기 사이클의 영향이 다소 작은 편이며, 차량용 반도체 등의 수요로 전년 대비 1.1% 증가할 것으로 예상된다.

a-2. 국내 전방 반도체 생산업체와의 연동성

국내 반도체 소재 업체들은 주로 국내 전방 반도체 생산업체들에게 공급한다. 따라서 솔브레인 뿐만 아니라 국내 반도체 소재 업체들 대부분의 실적은 국내 대형 반도체 기업인 삼성, SK하이닉스의 CapEx, Capa와 연동성이 크다. 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 공장(P3, M15, M16) 가동 효과로 솔브레인의 반도체 에천트(식각공정)와 CMP slurry의 판매량이 크게 증가하고, 특히 반도체 에천트와 CMP slurry의 경우 고객사의 3nm 파운드리 양산(삼성 파운드리)과 소재 국산화의 영향으로 인해 신규 제품 공급에 성공할 것으로 기대된다. 또한, 삼성전자와 SK하이닉스 등의 대형 국내 반도체 생산업체들이 첨단 공정에 지속적으로 투자를 하고 있기에 첨단 소재 기업인 솔브레인이 큰 수혜를 입을 것으로 예상된다. 이는 반도체 공정이 미세화될수록 솔브레인이 강점을 가진 고기능성 식각액의 필요성이 커지기 때문이다.

시스템 반도체 분야에서는 삼성전자가 지난 2022년 6월부터 GAA 공정을 적용한 3nm 파운드리 양산을 시작하였다. 이때 3nm GAA 공정에는 솔브레인이 개발한 식각액이 사용된다. 삼성전자는 대만의 TSMC와 파운드리 시장에서 첨단 공정 경쟁을 펼치고 있는 만큼 향후 솔브레인과 협력 가능성이 긴밀해질 것으로 보인다. 메모리 반도체 분야에서는 삼성전자와 SK하이닉스는 3D 낸드 플래시에서 200단 이상 적층 경쟁을 펼치고 있다. 적층 수가 늘면 식각액의 투입량도 증가하고 3D 낸드 다단화에 따라 초미세공정이 중요해지면서 고품질 식각액의 중요성도 커지는 만큼 앞으로 솔브레인이 수혜를 입을 것으로 예상된다.

b. 디스플레이 소재 산업



세계의 디스플레이 시장은 점차 커져갈 것이다. 그 중에서 OLED 시장의 비중이 확대되어 갈 전망이다. LCD의 경우, 2022년의 795억\$에서 2027년 812억\$로 약 2% 수준의 성장세를 그릴 것으로 예측하고 있다. 그러나 OLED의 경우에는, 2022년 426억\$에서 2027년 566억\$ 수준으로 약 32.9%의 증가를 예상하고 있다. 또한 2022년 기준으로 LCD가 64.7%, OLED가 34.6% 수준의 비중을 차지하고 있지만 2027년에는 LCD 57.4%, OLED 40% 수준을 기록할 것으로 전망을 하고 있다. 그리고 한국의 디스플레이 수출 동향 역시 OLED의 비중이 커지고 있다. 따라서 보다 고부가가치 산업인 OLED에 집중하여 진행하고 있으며 2022년 한국의 디스플레이 수출 동향을 보면 LCD 27.6%, OLED 72.4%의 수출 비중을 기록했다. 금액적인 측면에서 LCD는 2017년 대비 67.6%의 감소를, OLED는 64%의 증가를 보였다.

LCD 시장에서는 중국 및 대만의 기업과의 경쟁이 심화되어 TV시장에서의 치킨 게임으로 최근 국내 기업들은 적자를 기록하였으며 IT 분야에서의 치킨 게임도 시작될 기미가 보인다. 이에 맞추어 LG디스플레이의 경우, 고부가 중심으로 IT용 LCD사업에 집중하고 있으며 국내 LCD TV의 생산을 점차 중단할 계획을 가지고 있다. 뿐만 아니라 삼성 디스플레이의 경우는 LCD 사업에서 완전히 철수했다. OLED 시장에 전념하고자 관련 설비 및 기술개발에 투자를 대규모로 진행할 계획을 가지고 있다. 이처럼 대한민국 디스플레이 산업에서 OLED의 성장은 산업 전반의 향방을 결정할 키로 작용할 것이다.

< 디스플레이 수출 동향 >

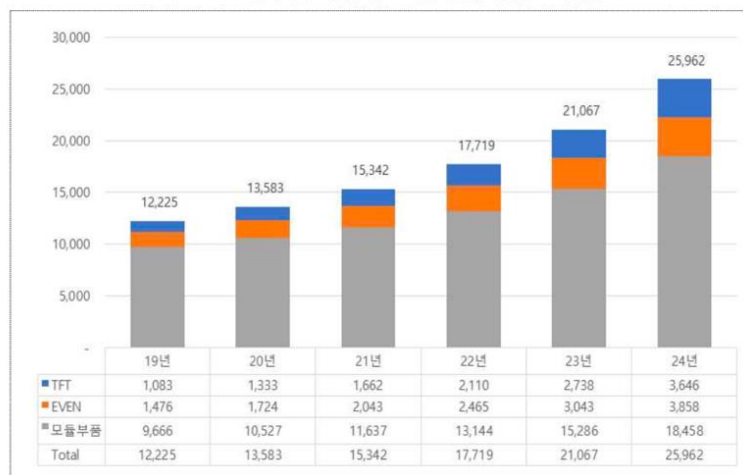
(단위: 백만\$)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
전체	27,379	24,679	20,493	17,983	21,385	21,149
LCD 비중	18,048 65.9%	14,378 58.3%	10,243 50.0%	7,076 39.4%	6,858 32.1%	5,844 27.6%
OLED 비중	9,330 34.1%	10,301 41.7%	10,250 50.0%	10,906 60.6%	14,527 67.9%	15,305 72.4%

* 출처 : KITA, KDIA

OLED의 TFT 공정용 소재 시장은 2024년까지 약 27%를, 증착/봉지 공정용 소재 시장은 약 21%의 연평균 성장률을 기록할 것으로 예측되고 있다. 최근 국내 디스플레이 업체들이 경쟁력 강화에 힘쓰고 있는 대형 OLED TV 시장의 경우를 살펴보면, 55~65인치 OLED TV의 경우에는 모바일용 OLED 패널보다 두께는 2~3배, 넓이는 100배 가량 크기 때문에 소재 역시 약 300배 수준의 분량을 필요로 한다. 이처럼 디스플레이의 크기가 커질 수록, 성능이 고도화될수록 소재의 수요 증가는 자연스레 뒤따라올 것이다.

< OLED 소재-부품 시장 규모 및 전망 (단위 : 백만\$) >



출처 : 스톤파트너스 보고서(2020)

c. 2차전지 소재 산업

2차전지 제조사 Capa 증설 계획 및 2025년 전해액 소요량



전해액 시장 전망



전해액 시장은 2018년부터 2025년까지 연평균 21.2% 성장할 것으로 예상된다. 전해액 시장은 주로 리튬염(전해질) 생산능력에 영향을 받으며, 2차전지 시장확대에 비례하여 규모가 증가할 것으로 전망된다.

소형 2차전지는 스마트폰 및 기타 IT기기 수요 변동 추이를 따라가는 경향이 있으며, 1년중 성수기는 3분기와 4분기이다.(주요IT기기의 신규 출시 시기) 중대형 2차전지는 각국 정부의 지원정책 및 규제에 따른 변동요인이 크게 영향을 미치며, 계절적인 성수기는 EV 구매 패턴과 비슷한 경향을 보인다.

Ⅲ. 기업 주요 사항

1)사업

A. 사업분야

대상 기간 : 2022년 1월 1일 ~ 2022년 12월 31일

(단위 : 백만원/%)

사업부문	매출유형	품 목	구체적 용도	주요상표등	매출액 (비율)
반도체 소재	제품 / 상품매출	HF, B.O.E, CMP Slurry, Precursor 등	반도체 제조 공정상 사용되는 공정용 화학 소재 / 장치 등	CMP slurry 외	735,806 (67%)
디스플레이 소재	제품 / 상품매출	Etchant, Thin Glass, 유기재료 등	디스플레이 제조 공정용 화학 소재 및 Thin Glass 등의 모바일 관련 제품	Etchant 외	128,056 (12%)
2차전지 소재 등	제품 / 상품매출	2차전지 전해액, ND자석 등	2차전지 제조 공정용 화학 소재 및 기타 매출	Electrolytes 외	227,005 (21%)
합계			-		1,090,867 (100%)

솔브레인은 반도체 소재, 디스플레이 소재, 2 차 전지 소재의 3 가지 사업을 영위하고 있다. 반도체 소재 사업은 HF, B.O.E, CMP Slurry, Precursor 와 같이 반도체 제조 공정상에 사용되는 공정용 화학 재료들을 취급한다. 디스플레이 사업은 Etchant, Thin Glass, 유기 재료 등 디스플레이 제조 공정용 화학소재 혹은 Thin Glass 등의 모바일 관련 제품 등을 취급하며 2 차전지 소재 산업으로 2 차 전지 제조 공정에 필요한 화학 소재인 2 차 전지 전해액과 ND 자석 등을 취급한다.

B. 제품분야

솔브레인은 반도체 소재 사업 제품인 HF 와 B.O.E 의 원재료 내재화를 바탕으로 시장에서의 경쟁력을 강화하고 있다.

동사는 디스플레이 소재 사업에서 OLED 패널 제조공정 중 패널 앞뒤의 유리기판을 얇게 만드는 Thin Glass, 패널을 셀 단위로 잘라내는 Scribing 공정에서 독자적인 기술과 안정적인 공급능력을 갖춰 고객에게 원스톱으로 제공한다. 또한 동사는 유기재료를 이용해 LCD 용 혹은 OLED 용 재료를 제작하며 일본의 미쓰비시 케미컬과의 제휴를 통해 자체 기술을 확보하고, Mill-Base 현지화를 통해 제품 경쟁력을 확보하고 있다.

또한 동사는 2 차전지 소재 사업에서 차세대 대용량 전지 재료의 개발을 통해 우수한 경쟁력을 갖추고 있으며, 2 차전지의 핵심 소재인 전해액과 리드 탭을 생산하여 국내외에 공급해 중대형(차세대) 전지 소재의 개발에도 주력하고 있다.

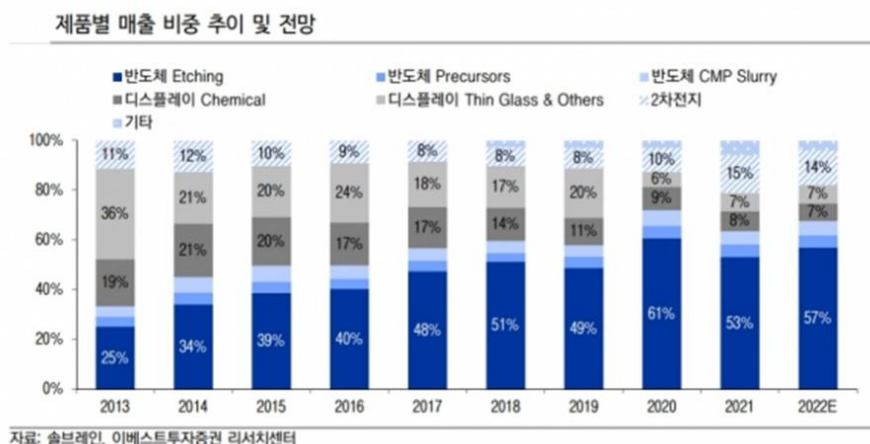
C. 기타정보

솔브레인은 해외 진출 시장에도 주력하고 있다. 동사는 2012 년 중국에 반도체 공정소재의 생산 및 판매를 하는 현지 법인인 솔브레인(시안)전자재료 유한공사를 설립하였고, 2016 년 1 월에는 반도체용 고순도 인산의 생산 및 판매를 위한 솔브레인라사 주식회사를 설립하였다. 또한 동사는 2022 년 1 월 미국에 SOULBRAIN TX LLC 를 설립함으로써 해외 시장의 입지를 넓히고 있는 추세다. 동사가 영위하는 사업의 고객사는 DRAM 과 NAND 의 세계 초일류 기술과 생산성을 확보했다

동사는 현재 비메모리반도체의 국내외 생산 Line 의 증설 및 투자를 진행하는 등 비메모리 반도체 분야에 대해서도 공격적인 전략 시행을 통해 사업 다각화에 힘쓰고 있다.

2) 자세한 매출 현황과 실적

A. 제품별 매출 비중 추이



동사의 제품별 매출 추이 및 전망을 보면, 반도체 Etching 제품이 전체 매출액에서 차지하는 비중이 높아지는 것을 확인할 수 있다. 또한 디스플레이 소재의 비중이 줄어들고 있으며 2 차전지 소재의 비중이 높아지고 있는 것 또한 확인할 수 있다. 디스플레이 소재의 비중은 50%대에서 점점 낮아져 지금은 약 12%를 차지한다. 2022 년 기준 반도체 Etching 제품의 매출액 비중은 57%이며 그 뒤를 이어 2 차전지 소재가 12%의 매출액 비중을 구성하고 있다. 디스플레이 Thin glass 제품과 Chemical 제품은 각각 7%를 차지하며 낮은 매출액 비중을 차지하고 있다.

B. 연간 실적 추이



먼저 연간 실적 추이를 살펴보면 코로나로 인해 실적이 부진했던 2020년을 제외하고는 매출액이 지속적으로 성장하는 모습을 확인할 수 있다. 매출액과 마찬가지로 영업이익률 또한 성장하는 것을 확인할 수 있으며 최근 3년의 영업이익률은 약 20%로 높은 편에 속한다. 2022년에는 매출액 약 1.1조원(+6.54% YoY)을 달성하며 최대 실적을 기록했고 영업이익은 2,070억원(+9.64% YoY)으로 2020년 부진했던 이익 성장률을 만회하였다.

(단위 : 백만원)

사업부문	매출 유형	품 목		제3기	제2기	제1기
반도체 소재	제품 / 상품	반도체 제조 공정상 사용되는 공정용 화학 소재 등	수 출	681,551	536,746	259,032
			내 수	54,255	111,265	59,012
			합 계	735,806	648,011	318,044
디스플레이 소재	제품 / 상품	디스플레이 제조 공정용 화학 소재 및 Thin Glass등의 모바 일 관련 제품	수 출	102,425	101,921	51,254
			내 수	25,630	56,883	24,111
			합 계	128,056	158,805	75,365
2차전지 소재 등	제품 / 상품	2차전지 제조 공정용 화학 소 재 및 기타 매출	수 출	156,324	130,895	43,474
			내 수	70,682	86,203	33,184
			합 계	227,005	217,097	76,658
합 계			수 출	940,300	769,562	353,760
			내 수	150,567	254,351	116,307
			합 계	1,090,867	1,023,913	470,067

동사의 주요 매출처는 삼성전자, SK 하이닉스, LG 디스플레이, 삼성 SDI 등 전방산업의 Key Player 들이다. 매출 현황을 살펴보면 수출이 내수보다 많은 것을 확인할 수 있는데 이는 매출처의 최종 제품이 수출될 때 동사의 제품도 수출로 여겨지는 local 수출을 포함하고 있기 때문이다.

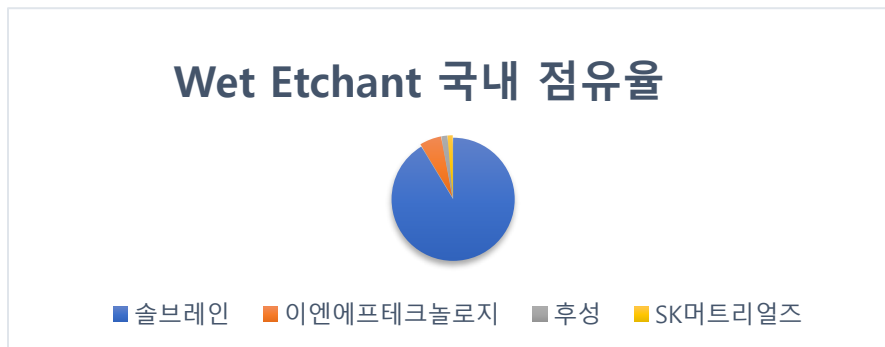
3) 경쟁력

가. 시장점유율

제품명	2022년 시장점유율	2021년 시장점유율	2020년 시장점유율
반도체 소재 등	85%	85%	85%
디스플레이 소재 등	40%	40%	40%
2차전지 소재 등	30%	30%	30%

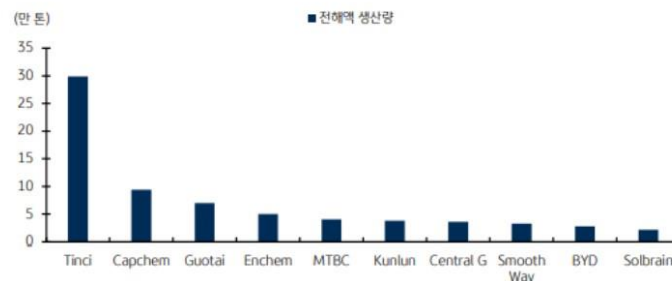
□ 상기 시장점유율은 각 사업부문의 대표제품을 기준으로 당사의 추정 시장점유율을 기재하였습니다.

반도체 소재는 일본의 기업들이 글로벌 점유율의 상당 부분을 차지하고 있다. 습식 식각액 역시 일본의 모리타 화학과 스텔라케미파 등 일본 기업들이 글로벌 시장의 약 70%의 점유율을 차지하고 있다. 그러나 국내시장은 다르다. 일본 정부가 2020년 전략물자 수출을 제한하면서 일본 기업의 식각액을 사용할 수 없게 된 것이다. 따라서 가장 먼저 불산계 식각액을 국산화한 솔브레인이 국내 반도체 기업에 식각액을 거의 독점으로 공급하기 시작했다.



NAND 식각에 사용되는 인산계 식각액(H₃PO₄)과 삼성전자의 GAA 기반의 3nm 공정에 사용되는 초산계 식각액은 점유율이 90% 이상으로 경쟁사가 거의 없고 HF 등의 불산계 식각액은 이엔에프테크놀로지 등의 경쟁사가 존재하지만 솔브레인의 점유율이 70% 정도로 매우 높다.

그림 8. 2022년 글로벌 전해액 기업 생산량



자료: 연협, 각 사, KB증권 추정

글로벌 전해액 시장은 중국기업들의 점유율이 74%로 압도적이고 일본은 17%, 한국은 9%를 차지하고 있다. 솔브레인은 중국, 일본의 글로벌 기업들뿐만 아니라 국내 시장 점유율의 50% 이상을 차지하고 있으며 글로벌 시장 점유율의 5%를 가지고 있는 엔켄과도 경쟁하고 있다. 솔브레인의 재무제표에 따르면 솔브레인의 전해액은 국내 시장에서 약 30%의 점유율을 차지하고 있다. 이외에도 OLED 소재시장은 미국의 Universal Display Corp.(UDC), 일본 이데미츠코산, 독일 Novald(삼성 SDI 자회사), 독일 머크의 4 개사가 62%의 시장점유율을 가지고 있으며 솔브레인이 공급하는 디스플레이 소재는 국내에서 40% 정도의 시장점유율을 가지고 있는 것으로 확인된다.

4). 연혁 및 지배구조

A. 회사의 연혁

솔브레인은 2020년 7월 1일을 분할 기일로 하여 1986년 설립된 솔브레인 홀딩스(주)로부터 반도체, 디스플레이, 2차전지 전해액 및 전자 관련 화학 소재 제조사업 부문을 인적분할하여 설립된 분할신설 법인이다. 또한 2020년 8월 6일에 코스닥시장 상장을 승인받아 코스닥시장에서 매매가 개시되었다. 동사의 본점 소재지는 경기도 성남시 분당구 판교로 255번길 34에 위치하고 있다.

B. 경영진 및 감사의 변동

변동일자	주총종류	선임		임기만료 또는 해임
		신규	재선임	
2020년 05월 14일	-	대표이사, 사내이사 강병창 사내이사 박휴범 사외이사 서병문 감사 박덕현	-	-
2021년 03월 29일	정기주총	대표이사, 사내이사 노환철 사내이사 윤석환 사외이사 김홍갑	-	대표이사, 사내이사 강병창 사임 사내이사 박휴범 사임
2022년 03월 29일	정기주총	-	-	사외이사 김홍갑 사임
2023년 03월 29일	정기주총	사외이사 양길호	감사 박덕현	-

솔브레인은 2020년 5월 14일을 기준으로 사내이사를 겸임하는 강병창 대표이사가 선임되었으나, 2021년 3월 29일 정기 주주총회를 기점으로 사내이사 및 대표이사인 노환철 임원이 신규 선임되었다. 또한 다음해 3월 29일 김홍갑 사외이사가 사임하였고 2023년 3월 29일 정기 주주총회로 양길호 사외이사가 신규 선임되었으며, 박덕현 감사가 재선임되었다

C. 주요주주현황

[기준: 2023.04.04]		
주요주주	보유주식수(보통)	보유지분(%)
✚ 정지완 외 8인	3,575,818	45.97
✚ Templeton Asset Manag...	530,065	6.81
✚ FIDELITY MANAGEMEN...	463,805	5.96
자사주	33,633	0.43

현재 솔브레인의 최대주주는 솔브레인 홀딩스이며, 동사의 31%에 달하는 지분을 소유하고 있다. 이외에도 솔브레인의 창업주인 정지완 회장과 그 딸인 정문주 상무가 각각 7.77%, 2.38%의 지분을 확보하고 있다. 추가적으로 Templeton Asset Management Ltd와 Fidelity Management and Research가 각각 6.81%, 5.96%의 지분을 가지고 있으며 주요주주 지분율은 58.94%이다.

5)재무분석

A. 최근 실적

(단위 : 천원)

구분	제3기	제2기	제1기
	(2022.01.01~2022.12.31)	(2021.01.01~2021.12.31)	(2020.07.01~2020.12.31)
매출액	1,090,867,447	1,023,913,370	470,067,532
영업이익(영업손실)	207,050,667	188,840,618	103,956,836
연결당기순이익	167,672,934	152,220,792	64,882,604

솔브레인은 2022년 약1.1조원(+6.54% YoY)의 매출액과 2,070억원(+9.64% YoY)의 영업이익, 1676억원(+10.15% YoY)의 당기순이익을 기록했다. 디스플레이 전방 산업의 부재로 디스플레이 소재 부분에서의 매출액은 감소했지만 반도체 소재와 2차전지 소재 부분에서 매출이 성장하며 전체적인 매출의 성장을 이끌었다.

B. 재무상태

주요재무정보	연간			
	2020/12 (IFRS연결)	2021/12 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결)	2023/12(E) (IFRS연결)
자산총계	7,177	8,299	9,349	10,927
부채총계	2,093	1,778	1,357	1,427
자본총계	5,085	6,522	7,992	9,500
자본총계(지배)	4,952	6,352	7,787	9,384
자본총계(비지배)	132	169	205	

재무상태표에서 가장 인상 깊은 요소는 자산 총계의 지속적 상승세와 부채의 지속적 감소세이다. 특히 부채를 적극적으로 상환하고 있다는 점을 확인할 수 있다. 부채비율은 16.98%로 매우 낮으며 계속해서 낮아지고 있는 모습을 보여왔다. 또한 당좌비율과 유보율도 매우 높아 재무건전성이 높다고 판단할 수 있다.

C. 현금흐름

주요재무정보	연간			
	2020/12 (IFRS연결)	2021/12 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결)	2023/12(E) (IFRS연결)
영업활동동원금흐름	1,384	1,319	1,908	2,414
투자활동동원금흐름	-164	-531	-1,460	-1,104
재무활동동원금흐름	-164	-1,004	-441	-165
CAPEX	168	622	940	566
FCF	1,216	697	968	1,403
이자발생부채	970	243	20	
영업이익률	22.12	18.44	18.98	19.05
순이익률	13.80	14.87	15.37	15.63
ROE(%)		26.28	23.03	19.54
ROA(%)		19.67	19.00	17.00
부채비율	41.16	27.26	16.98	15.02
자본유보율	12,225.45	15,654.70	19,451.02	
EPS(원)	16,179	19,093	20,928	21,569
PER(배)	16.83	14.59	10.41	10.43

이전 그래프에서 확인했듯이, 자산의 총계는 지속적으로 늘고 있는 시점에서, 투자활동으로 인한 현금 지출이 지속적으로 발생하고 있다는 것은 유의미하다. 특히 솔브레인이 자발적 제품 생산보다는 재료 수급과 R&D 를 통한 기술/장비발전으로 성장 동력을 구축하는 회사라는 점에서 지속적 투자활동이 이루어지고 있다는 것은 추가적으로 아웃퍼폼할 수 있는 기업이라는 의미를 시사한다. 특히 닛코 전자공시에 올라온 솔브레인의 투자활동으로 인한 현금흐름에서 유형자산의 취득이 상당 부분을 차지하고 있는 것, 유형자산의 처분에 비해 취득 규모가 압도적으로 높은 것 등으로 보아 해당 장기의 이익개선을 위해 지속적인 투자를 하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

D. 동종업계와의 실적 비교

항목		솔브레인 357780 (IFRS연결)	이엔에프테크놀로지 102710 (IFRS연결)
주가데이터	전일증가(원)	225,000	21,450
	시가총액(억원)	17,501.8	3,064.7
재무상태표	자산총계(억원)	9,349.1	6,622.8
	부채총계(억원)	1,356.7	2,706.0
포괄손익계산서	매출액(억원)	10,908.7	6,802.1
	영업이익(억원)	2,070.5	646.5
	당기순이익(억원)	1,676.7	450.0
	당기순이익(지배)...	1,627.9	468.1
수익성지표	영업이익률(%)	18.98	9.50
	순이익률(%)	15.37	6.62
	ROE(%)	23.03	13.14
안정성지표	부채비율(%)	16.98	69.09
가치지표	PER	10.41	6.17
	PBR	2.17	0.76

솔브레인은 3 개의 사업부를 가지고 있기에 뚜렷한 경쟁사가 존재하지 않는다. 습식 식각액을 주요 사업부로 하고 있기에 Etchantt 관련해 같은 사업을 영위하고 있는 이엔에프테크놀로지와 실적을 비교했을 때, 솔브레인은 높은 영업이익률과 순이익률을 보인다. 또한 더 낮은 부채비율을 보임과 동시에 ROE 가 높아 경쟁사 대비 양호한 수익성을 보여준다. PER 의 경우 솔브레인이 더 높지만 이는 시장이 다른 사업부의 성장성을 반영했을 가능성과 식각액에서의 독점적인 지위를 고려한 것이라고 생각된다.

IV. 투자포인트

1) 독보적인 기술력

최근 대만과 중국 간 갈등으로 인해 미국의 팹리스 기업이 기존의 TSMC뿐만 아니라 삼성전자와도 거래가 늘고 있는데, 이에 따라 삼성전자의 3나노미터 공정이 수혜를 볼 것으로 예상된다. 이러한 삼성전자의 3나노미터 GAA 공정에서는 게르마늄과 실리콘을 선택적으로 제거하기 위해 정밀한 습식 식각 공정이 필요하고 이에 따라 요구되는 식각액도 높은 기술력을 필요로 한다. 솔브레인의 식각액은 3나노 공정에 실제로 투입되고 있고, 이를 근거로 당사의 습식식각액 국내 점유율이 90%를 넘어가는 모습을 볼 수 있다.

2) 전방산업의 대규모 투자계획

반도체 소재산업은 전방산업인 반도체 소자산업의 직접적 연관성을 갖고 있다. 솔브레인의 또 다른 사업부문인 디스플레이 소재, 2차전지 소재산업도 전방산업인 디스플레이(LCD, OLED)와 2차전지의 영향을 크게 받는다. 때문에 전방산업의 투자소식은 소재산업의 전망에 있어 좋은 방향으로 작용하고, 당사의 주요 고객 기업들의 투자소식은 아래와 같다.

먼저 솔브레인이 반도체 소재를 납품하고 있는 삼성전자는 2042년까지 경기도 용인시에 300조원을 투자하여 반도체 클러스터를 조성하고, 반도체 제조공장 5개를 구축한다고 발표하였다. 또한 삼성 디스플레이도 IT용 OLED 사업에 26년까지 4조1000억을 투자한다 하였고, 당사의 2차전지 공룡기업인 LG에너지솔루션은 미국 애리조나 주 쿼크릭에 7조2000억원을 투자해 신규 배터리 공장을 건설한다고 밝혔는데, 신규공장의 생산능력은 43GWH로 북미 지역에서 배터리 독자 생산 공장 중 사상 최대 규모가 될 예정이다.

3) 무차입경영

솔브레인 연결 재무지표 추이

(단위: 억원)

구분	2020년 12월	2021년 12월	2022년 12월
현금성 자산	1841	1687	1677
단기차입금	899	230	0
장기차입금	45	0	0
부채비율[%]	41.2	27.3	17.0

동사의 무차입 경영은 올해도 지속될 것으로 보이고, 작년 말 기준 솔브레인은 1677억원의 현금 및 현금성 자산을 보유 중이다. 3년째 우량한 유동성을 유지하는 중이며 지난해에도 차입금 상환에 233억원을 사용했으나, 영업으로부터 창출된 현금이 늘면서 현금성 자산은 비슷한 수준을 보였다. 부채비율 또한 꾸준히 감소하는 모습을 볼 수 있고, 작년 말에는 17%라는 수치를 기록하며 견조한 재무건전성을 뒷받침하였다.

	1기	2기	3기
PER	33.4	14.5	10.3
ROE(%)	12	23	21

솔브레인은 PER 수치도 점점 감소하며 더욱 매력적인 주가를 형성할 수 있게 되었다. ROE는 전기 대비 2%정도 감소하였지만 이는 우려할 사항이 아니다.

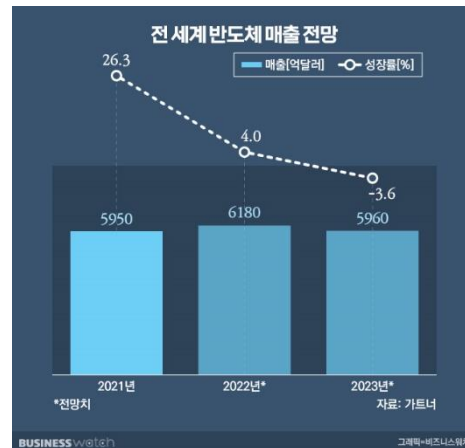
자기자본이익률(ROE) = 순이익률(=순이익/매출액) X 자산 회전율(=매출액/총자산) X 레버리지(=총자산/자기자본) X 100(%)

듀폰방정식을 이용하면 자기자본이익률을 위와 같이 세분화할 수 있다. 솔브레인의 ROE 감소는 무차입경영 등의 이유로 부채의 감소가 레버리지를 낮추었기 때문이다. 오히려 순이익률은 전기 13.9%에서 15.3%로 증가한 모습을 볼 수 있다. 반도체 같은 고부가가치산업은 순이익률이 높은 특징을 띄기 때문에 순이익률에 주목한다면 긍정적인 상황으로 판단할 수 있다.

V. 리스크

1) 반도체 사이클과 전방 산업 연동성

소재 기업인 솔브레인은 전방 생산업체들의 Capa 증가 요소인 CapEx 와 연동되어 있다. 전방 생산업체들의 CapEx 가 하향 조정되면 고객사 Capa 증가세는 둔화되고, 이로 인해 소재업체들의 실적 성장 요소가 감소된다. 솔브레인의 경우 반도체, 디스플레이 전방 생산 업체의 전망과 연동된다.



글로벌 반도체 산업은 4 년만에 역성장하여 2023 년 글로벌 반도체 매출이 2022 년에 비해 약 4% 감소할 것으로 전망된다. 또한, 반도체 사이클이 하강 사이클에 접어들면서 전방산업의 수요 부진과 과잉 재고가 쌓이면서 반도체 칩 가격이 하락해 생산량이 감소하는 추세이다.

디스플레이 부문에서도 글로벌 인플레이션과 경기 침체로 인해 2023 년 하반기가 되어서야 회복될 것으로 전망된다. 특히 TV 수요가 급감하면서 대형 OLED 디스플레이 시장은 크게 위축됐다. 또한, 재고 영향으로 생산 업체의 가동률도 최저점인 상황에서 2023 년 대형 OLED 에 대한 대규모 투자는 쉽지 않을 것으로 전망된다. 이와 같이 2023 년 반도체 및 디스플레이 전방 산업의 생산량 감축으로 솔브레인의 실적 감소와 성장성 둔화를 가져올 수 있다.

2) 국내 기업 의존 리스크

솔브레인은 삼성전자, 삼성디스플레이, SK 하이닉스, LG 디스플레이 등등의 기업에 공정용 화학 재료를 공급하고 있고 LG 화학, SK 이노베이션 등등의 기업에 2 차 전지 관련 제품을 공급하고 있다. 즉, 솔브레인은 국내 기업 한정으로만 제품을 납품하고 있어, 솔브레인의 실적 및 성장 요건은 자사의 퍼포먼스보다는 고객사의 퍼포먼스에 더 많은 비중을 두고 있다고 볼 수 있다.

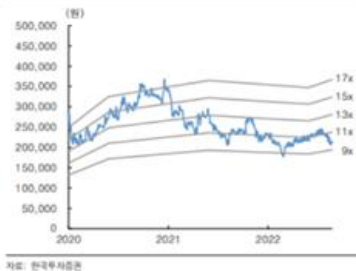
또한, 솔브레인의 매출 절반 이상을 차지하는 대표품목인 반도체 식각액의 경우 국내 반도체 식각액 시장에서의 점유율이 약 90%로 시장을 독점하고 있다 따라서 국내 반도체 식각액 시장에서 독점을 하고 있는 만큼 시장에서 추가적으로 비율을 높이는데 한계가 있기에 성장성에 한계가 있다.

예시로 3nm GAA 공정에서 솔브레인 식각액이 쓰일 것으로 예상되는 삼성전자 파운드리에 현재 파운드리 분야에서 1 인자인 TSMC 와 경쟁을 하고 있다. 하지만, 전체 반도체 시장이 줄어드는 상황에서 시스템 메모리 분야 강자와 경쟁하는 것은 쉽지 않다. 실제로 TSMC 가 21 년 말 500 곳이 넘는 고객을 확보하는 동안 추격자인 삼성전자는 100 여 곳을 확보하는 데 그쳤다.

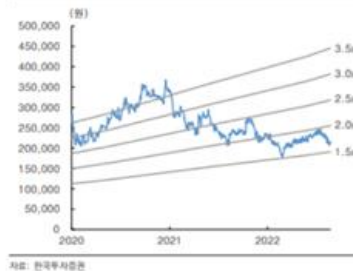
이처럼 국내 기업이 세계 시장에서 경쟁력을 제고하지 못하면 이는 곧 국내 기업에 의존도가 높은 솔브레인의 실적에 영향을 미치게 된다. 따라서 솔브레인이 자사 제품의 품질을 향상하여 국내 시장뿐만 아니라 해외 시장에서도 경쟁해야 성장성 리스크를 해소할 수 있다.

VI. 밸류에이션

[그림 71] 솔브레인 12MF PER 차트



[그림 72] 솔브레인 12MF PBR 차트



12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F
주당지표(원)				
EPS	16,179	19,093	24,422	27,549
BPS	63,664	81,666	104,648	130,457
CFPS	26,712	25,684	39,042	44,822
DPS	1,950	1,950	2,300	2,600
주가배수(배)				
PER	16.8	14.6	10.8	9.6
PER(최고)	20.3	19.5	11.5	
PER(최저)	12.4	12.0	8.4	
PBR	4.28	3.41	2.53	2.03
PBR(최고)	5.15	4.56	2.68	
PBR(최저)	3.16	2.80	1.96	

역대 per 을 고려할 때 솔브레인은 현재 상당히 저평가된 상태이다. 20-21 년 반도체 수요 급증으로 인한 사이클 호황기에서 솔브레인의 per 고점은 20 배까지 넘었다. 따라서 2023 년 하반기 이후 반도체 사이클이 회복될 것으로 예측된다는 점과 지속적으로 시장이 커질 것으로 예상되는 2 차 전지의 긍정적인 전망을 고려할 때, 솔브레인이 현재 per 을 유지하더라도 주가는 긍정적일 것이며, 20-21 년 반도체 호황기에 솔브레인 멀티플을 고려할 때 per 은 상승 가능성이 높다고 생각된다. 또한, pbr 역시 역대 pbr 을 고려할 때 현재 가장 낮은 밸류에이션을 유지하고 있으므로 솔브레인은 상당히 저평가되어 있다고 생각된다.

우리는 동사의 적정주가를 산출하기 위해 PEER P/E Valuation 을 사용하였다. 23 년 Fwd EPS 25,924, peer 그룹 per 가중평균치인 13.8, 목표주가 357,751 원을 제시한다.

매출액 선정 근거

2023 예상 매출액은 화학부문과 유통부문의 매출을 분리시키고 각 부문의 최근3년 매출 성장률의 평균을 활용하였다. 화학부문의 평균 성장률은 17.6%, 유통부문의 평균 성장률은 -16.34%가 계산되어 각 부문의 예상 매출액은 1조2723억원, 1378억원으로 산출되었고, 이에 따라 예측된 2023년의 매출액은 1조4101억원이다. 예상 순이익률은 변동성이 크게 없는 업계 특성상 20,21,22 년 평균 값을 사용하였다. 반도체 소재 제품의 주요 원자재인 인산의 가격이 22년 6월부터 감소하는 추세이지만 이러한 긍정적인 요인도 제거하여 순이익률은 최대한 보수적인 가이드언스를 잡기 위해 노력하였다. 따라서 예상 순이익률은 14.3%로 계산되었고, 발행주식은 7,778,566주이다. 이에 따른 솔브레인의 예상 EPS는 25,924원이다.

PEER 그룹은 국내의 반도체 소재 기업과 2차전지 전해액 기업으로 구성하였다.

주요 제품의 연관성에 중점을 두었다. 먼저 동진세미켄은 반도체 소재인 감광액과 Wet chemical의 매출비중이 53%인 기업이다. 두번째로 이엔에프테크놀로지는 반도체와 디스플레이 소재의 매출비중이 100%이다. 세번째로 식각액이 주요 매출원인 램테크놀로지를 선정하였다. 마지막으로 엔켄은 2차전지 전해액 제품의 매출비중이 97%인 대표적인 전해액 기업이다. 솔브레인의 전해액 매출비중이 증가하는 추세이고, 현재도 20%가 넘어가기 때문에 2차전지 전해액 기업을 포함하지 않을 수 없었다. 매출비중과 기업의 규모등을 고려하여 가중치를 두었고 PEER기업들의 per은 23년4월5일 기준으로 네이버증권의 자료를 활용하였다. 가중치는 반도체 소재가 주력인 세개의 기업에게 0.3씩 그리고 엔켄에게는 0.1을 두었다.

기업명	per	가중치	가중평균	목표PER
동진 세미켄	10	0.3	16.2	13.8
엔켄	67	0.1		
이엔에프 테크놀로지	7	0.3		
램 테크놀로지	14.8	0.3		

선정한 기업들의 가중평균치에 불확실한 경기흐름을 이유로 15%를 할인했다. 따라서 목표 PER인 13.8에 예상EPS인 25,924원을 곱해서 솔브레인의 목표주가를 357,751원으로 제시하며 56.91%의 상승 여력이 있다.