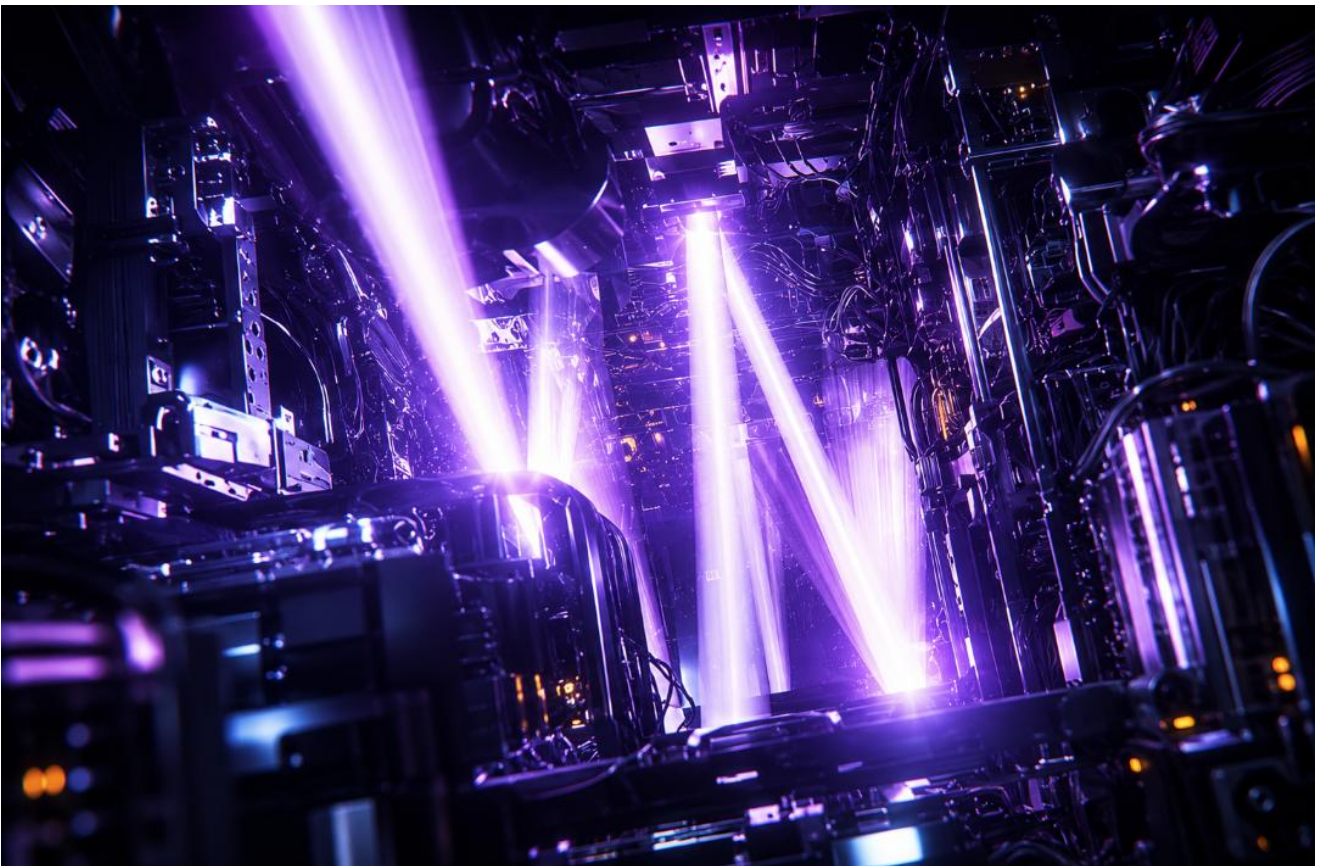




산업분석 | Industry In-depth | 2026.09.08

II

선단공정이 여는 소재의 시간



| 디램 웨이퍼 투입량 증가와 낸드 고단화가 기존 소재 실적을 견인

| 신소재 양산 진입이 2027년 기업별 주가 차별화의 핵심 변수

| Top Picks: 한솔케미칼, 삼양엔씨켐

Analyst 엄우용 | IT/전기전자 | 02-3779-3552, wy.eum@sangsanginib.com

CONTENTS

IT 선단공정이 여는 소재의 시간

1. 개요

1) Executive Summary	3
2) Focus Chart	4

2. 산업분석

1) 소재주, 이번 사이클은 다르다	7
1-1) 첫째, 소재 이익 증가 이후에도 생산 확대가 이어진다	10
1-2) 신소재의 양산 진입이 가까워지고 있다	13
2) 선단공정, 소재의 기준을 바꾼다	15
2-1) EUV 적용, 디램까지 확대	16
2-2) 선단화가 요구하는 신규소재	18

3. 투자전략

1) 물량이 만드는 방향, 신규가 만드는 격차	27
---------------------------	----

4. 기업분석

1) 한솔케미칼 (BUY/TP 350,000 원)	35
2) 삼양엔씨켐 (BUY/TP 25,000 원)	48
3) 솔브레인 (BUY/TP 490,000 원)	60
4) 이엔에프테크놀로지 (BUY/TP 70,000 원)	70
5) 에프에스티 (BUY/TP 40,000 원)	83
6) 원익머트리얼즈 (BUY/TP 59,000 원)	95

5. Appendix

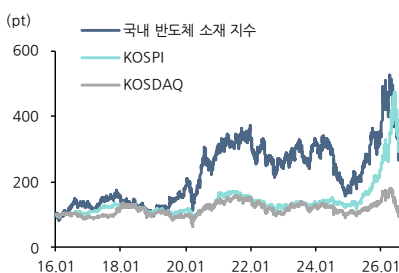
1) 반도체 용어 정리	108
2) 반도체 소재 밸류체인 맵	111

Overweight 신규

IT Recommendation (26.09.07)

한솔케미칼 (014680)	목표주가 350,000원
BUY	현재주가 202,000원
삼양엔씨켐(482630)	목표주가 25,000원
BUY	현재주가 12,650원
솔브레인(357780)	목표주가 490,000원
BUY	현재주가 340,500원
이엔에프테크놀로지(102710)	목표주가 70,000원
BUY	현재주가 42,200원
에프에스티(036810)	목표주가 40,000원
BUY	현재주가 25,500원
원익머트리얼즈(104830)	목표주가 59,000원
BUY	현재주가 32,100원

IT Relative Performance



QR코드로 간편하게

상장인증권
더 많은 리포트 찾아보기

선단공정이 여는 소재의 시간

길어진 사이클에 빛날 소재주의 실적

과거 반도체 소재주는 실적이 본격적으로 좋아질 무렵 메모리 업황의 정점 우려가 부각되며 주가가 먼저 조정을 받았다. 이번 사이클은 소재 실적이 올라오는 시점에도 다음 물량이 남아 있다는 점에서 다르다. AI 데이터센터용 중심으로 HBM·서버용 디램과 기업용 SSD 수요가 확대되면서, 디램은 웨이퍼 투입 증가, 낸드는 고단화가 이어질 전망이다. 디램 생산 웨이퍼는 2025년 1분기 179만장에서 2027년 4분기 245만장(+37.0%), 낸드 평균 적층단수는 159단에서 223단으로 상승할 전망이다. 여기에 EUV와 High-k를 중심으로 신규 소재의 고객사 평가와 양산 진입이 동시에 진행되고 있다. 기존 소재의 물량 성장 위에 신규 품목이 더해지며 이번 소재 사이클의 실적 성장기간은 과거보다 길어질 전망이다.

주가 차별화의 핵심은 신소재

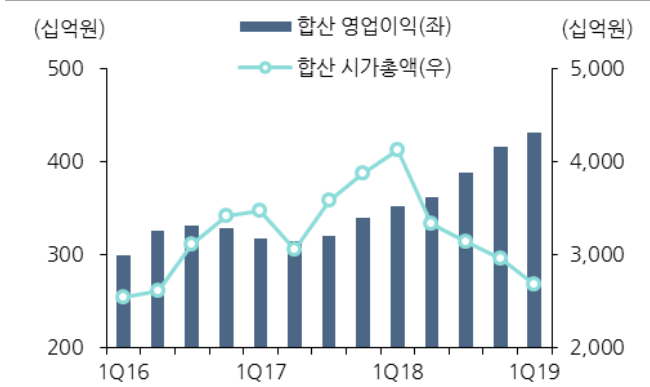
다만 업황 회복만으로 소재주 전반의 동반 상승을 기대하기는 어렵다. 과거 신소재 공급 사례에서도 공급 직후보다 실제 매출과 이익 기여가 확인되는 과정에서 주가 성과가 확대됐으며, 공급 이후 12개월간 소재 바스켓 대비 초과수익률 중앙값은 41.0%p를 기록했다. 결국 신규 소재의 가치는 개발 여부보다 고객사 인증을 거쳐 실제 양산 매출로 연결되는지, 이후 전사 이익에 얼마나 기여하는지에 따라 달라진다. 이번 사이클에서는 기존 사업의 이익 성장 가시성과 신규 소재의 양산, 실적 기여도를 함께 고려한 종목 선별이 중요할 전망이다.

Top Picks: 한솔케미칼, 삼양엔씨켐

최선희주는 한솔케미칼과 삼양엔씨켐이다. 한솔케미칼은 과산화수소와 TSA의 물량 증가로 기존 이익 성장이 이어지는 가운데 Hf계 High-k 프리커서가 추가 성장축으로 더해질 전망이다. 기존 사업만으로도 실적 성장 가시성이 높은 상황에서 신규 소재가 더해진다는 점이 강점이다. 삼양엔씨켐은 ArF/EUV용 폴리머와 PAG에서 이미 양산 품목을 확보해 신규 소재의 실적 가시성이 높고, 2027년 추가 상업화가 전망된다. 고부가 제품 비중 확대가 외형 성장뿐 아니라 큰 수익성 개선으로 이어질 수 있다는 점도 긍정적이다. 한솔케미칼은 '본업 성장의 안정성에 더해질 하프늄 프리커서', 삼양엔씨켐은 '실적이 가시화되기 시작한 신소재 성장'에 주목한다.

Focus Chart

그림1. 소재 실적에 좋아질 때 주가는 이미 다음 사이클을 반영



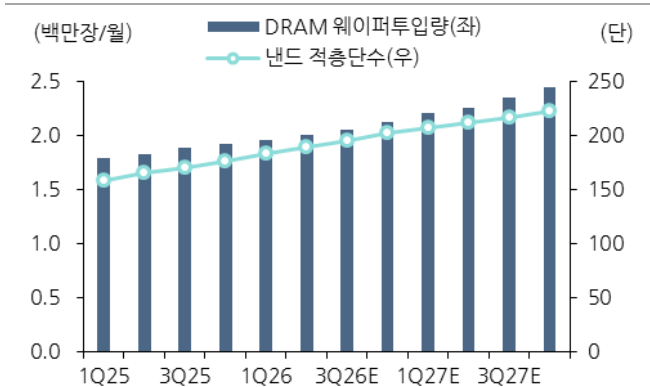
자료: QuantiWise, 상상인증권

주1: 소재 7사는 한솔케미칼, 솔브레인홀딩스, 동진썸미켐, 이엔에프테크놀로지, 원익머트리얼즈, 에프에스티, 에스앤에스텍

주2: 분기별 계절성 영향을 완화하기 위해 최근 4개 분기 합산 영업이익을 사용

- 2018년 1분기 이후 소재기업의 이익은 계속 늘었지만, 2019년 1분기까지 주가는 35.0% 하락
- 같은 기간 영업이익 대비 시가총액 배수는 11.7배에서 6.2배로 하락, 실적보다 업황 피크아웃 우려가 먼저 반영
- 이번에는 소재 이익이 증가하는 구간에도 추가 웨이퍼 투입과 공정 전환이 남아 있어 실적 성장기간이 예상보다 더 길어질 전망

그림2. 디램은 웨이퍼 증가, 낸드는 고단화가 소재 수요 성장을 견인



자료: TechInsights, 상상인증권

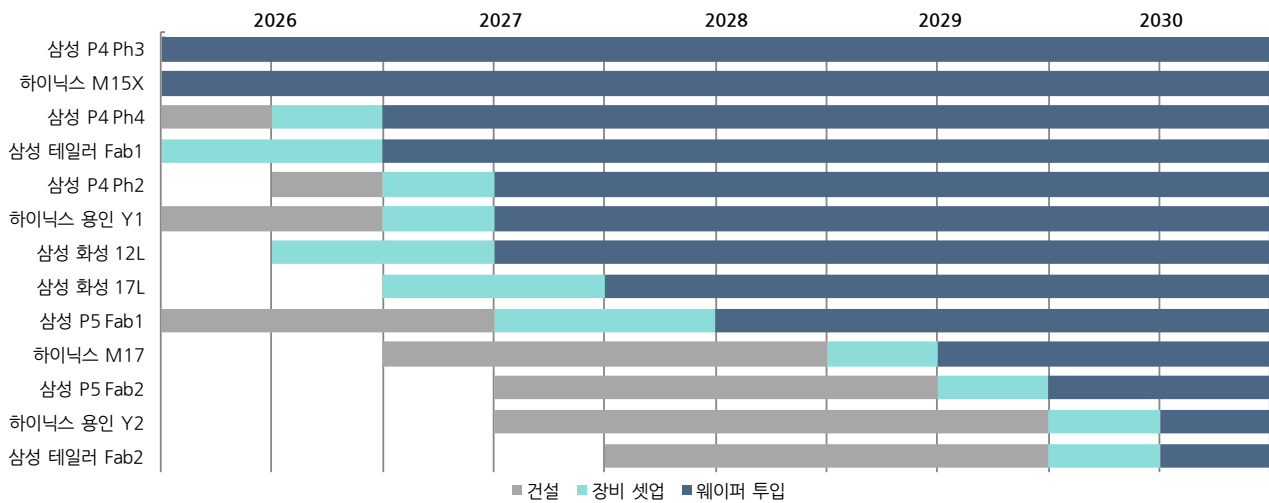
- 디램 생산 웨이퍼는 2025년 1분기 178.8만장에서 2027년 4분기 244.9만장으로 37.0% 증가할 전망
- 낸드는 같은 기간 웨이퍼 투입량 증가가 제한적인 가운데 평균 적층단수가 158.5단에서 223.2단으로 상승
- 디램은 웨이퍼 수 증가, 낸드는 반복 공정 증가가 소재 수요를 견인하며 서로 다른 방식으로 기존 소재의 실적 성장을 지지

그림 3. 커버리지 신규 소재 핵심 모멘텀

기업	신규 아이템	현재 단계	핵심 이벤트
한솔케미칼	Hf 게 프리커서	H 사항 Hf, 복미 메모리사 Hf/Zr 평가 진행	2027년 중반 Hf 양산 진입 가정
삼양엔씨켐	ArF/EUV PR 원료	EUV 양산 품목 확보, Spec-In 및 신규 품목 개발 진행	2027년 추가 상업화
솔브레인	초산계 식각액	GAA 공정 적용 중, 초기 매출 기여	GAA 적용 확대에 따라 점진적 성장
이엔에프테크놀로지	HSN	H 사항 최종 평가 단계	2027년 상반기 평가 종료 후 양산 기대
에프에스티	CNT EUV 펄리클	ASML 인증 진행, 양산 인프라 구축	ASML 인증 이후 고객사 양산 전환 기대
원익머트리얼즈	PF3	양산 플랜트 완공, 복미 샘플 공급 및 국내 고객사 평가 중	2027년 고객사 평가 이후 매출 기여 기대

자료: 각사, 상상인증권

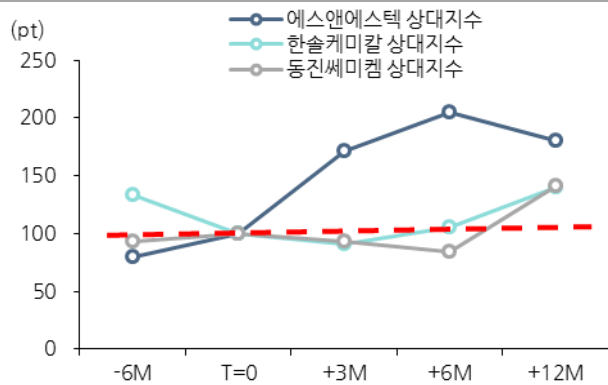
그림4. 2027년 이후에도 신규 생산능력 확대와 공정 전환 지속될 전망



자료: 삼성전자, 하이닉스, 언론종합, 상상인증권

- P4와 M15X 이후 용인 Y1, 기존 라인 전환, P5 등 추가 일정이 이어짐
- 소재 실적이 본격화되는 시점에도 다음 웨이퍼 투입이 계속 남아있는 이번 사이클

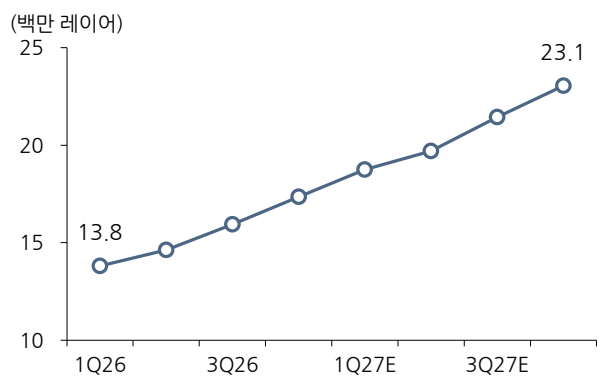
그림 5. 신소재 공급 이후 업종 내 주가 차별화 확대



자료: QuantiWise, 각 사, 상상인증권

- 과거 고사양 소재 공급 사례에서 공급 이후 6개월의 상대성과는 기업별로 엇갈려 양산 자체가 즉각적인 주가 상승을 보장하지는 않았음
- 반면 12개월 기준 에스앤에스텍, 한솔케미칼, 동진세미캠 모두 소재 바스켓을 상회, 초과수익률 중앙값은 41.0%p
- 신소재의 주가 효과는 공급 개시 자체보다 고객사 내 안착과 실적 기여가 확인되는 과정에서 확대된 것으로 판단

그림 6. 웨이퍼 증가에 적용 레이어 확대까지, EUV 수요는 더 빠르게 증가



자료: TechInsights, 각 사, 상상인증권 추정

- 이번 사이클의 신규 소재 기회는 EUV를 중심으로 확대
- 디램 웨이퍼 투입량과 웨이퍼당 평균 EUV 적용 레이어 증가 효과가 중첩되며 총 EUV 적용 레이어 수는 13.8백만에서 23.1백만으로 67.0% 증가
- 웨이퍼 증가율보다 EUV 적용 규모가 빠르게 확대되는 만큼 PR을 중심으로 관련 소재의 수요 강도도 높아질 전망

II 선단공정이 여는 소재의 시간

02

소재주, 이번 사이클은 다르다

소재주, 이번 사이클은 다르다

반도체 소재주는 왜 소외됐나?

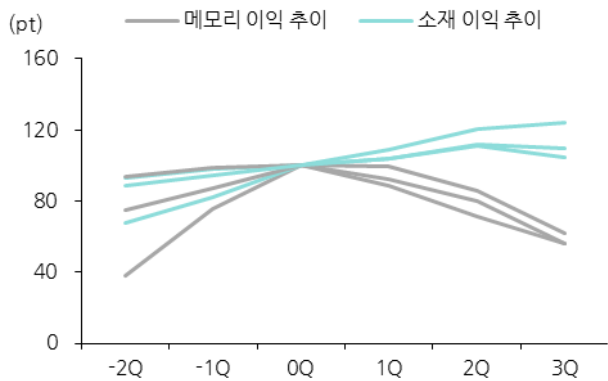
소재 이익의 고점은 메모리보다 2~3개 분기 후행

소재기업의 실적은 메모리 업황보다 늦게 좋아지는 구조이다. 메모리 수급이 타이트해지면 가격이 상승하고, 제조사는 향후 수요에 대응하기 위해 설비투자 시점을 앞당긴다. 이후 장비 발주와 반입, 설치를 거쳐 실제 웨이퍼 투입량이 늘어나면서 소재 사용량도 증가한다. 소재 실적이 반도체 사이클의 후반부에서 좋아지는 이유이다.

이러한 흐름은 과거 여러 사이클에서 반복됐다. 메모리 업황을 상대적으로 직접 반영하는 SK하이닉스를 기준으로 보면 2010년에는 메모리 이익이 3분기에 고점을 기록한 반면 소재 이익은 2011년 1분기까지 증가했다. 2015년에도 메모리 이익은 3분기에 정점을 기록했지만 소재 이익은 2016년 2분기까지 증가했다.

2018년 슈퍼사이클에서도 결과는 비슷했다. 메모리 이익은 2018년 3분기에 고점을 형성했지만 소재 이익은 2019년 1분기까지 증가했다. 세 차례 사이클에서 소재 이익의 고점은 메모리보다 2~3개 분기 늦게 나타났다. 소재기업의 실적이 메모리 업황보다 후행하는 구조가 반복된 것이다.

그림 1. 메모리 이익이 정점을 지난 뒤에도 소재 이익은 증가

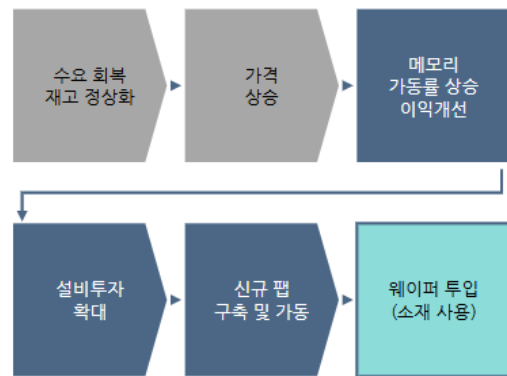


자료: QuantiWise, 상상인증권

주1: 각 선은 2009~2011년, 2012~2015년, 2016~2019년 사이클을 의미. 각 사이클의 메모리 TTM 영업이익 고점 분기를 100으로 지수화

주2: 소재는 장기간 비교가 가능한 5개 소재기업의 합산 영업이익 기준

그림 2. 메모리에서 소재까지, 실적 반영에는 시차가 존재



자료: 상상인증권

실적이 좋아질 때 시장은 이미 다음 사이클을 봤다

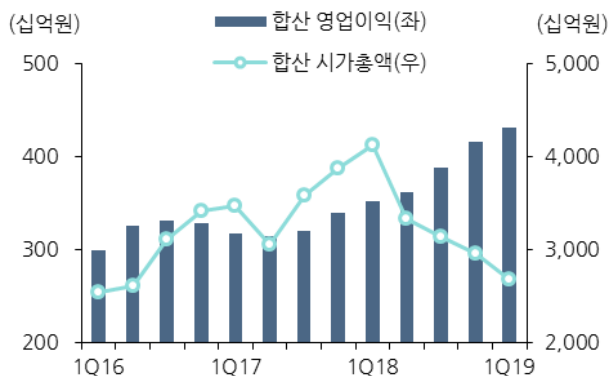
이익이 늘어도 주가는 다음 하락 사이클을 먼저 반영

소재주의 과거 약점은 이익이 부족했던 것이 아니라, 이익이 가장 좋아질 때 주가가 다음 하락 사이클을 먼저 반영했다는 점이다. 2016~2018년 슈퍼사이클이 대표적이다. 메모리와 장비 이익은 2018년 3분기에 고점을 기록했지만 소재 이익은 이후에도 증가했다. 소재기업의 실적 개선과 메모리 업황의 정점 우려가 겹친 것이다.

실제로 2018년 1분기부터 2019년 1분기까지 소재 7사의 당시 확인 가능한 최근 12개월 영업이익은 22.3% 증가했다. 그러나 같은 기간 합산 시가총액은 35.0% 감소했다. 이익이 계속 증가하는 동안에도 주가는 이미 다음 업황 둔화를 반영하기 시작한 것이다. 같은 기간 소재기업의 합산 PER도 빠르게 하락하며 실적과 밸류에이션의 방향이 엇갈렸다.

결국 소재주의 할인은 단순히 실적이 나빴기 때문에 나타난 현상으로 보기 어렵다. 실적이 본격적으로 좋아질 무렵 시장이 이미 다음 하락 사이클을 보기 시작했다는 점이 더 중요했다.

그림 3. 소재 이익은 증가했지만 주가는 먼저 하락

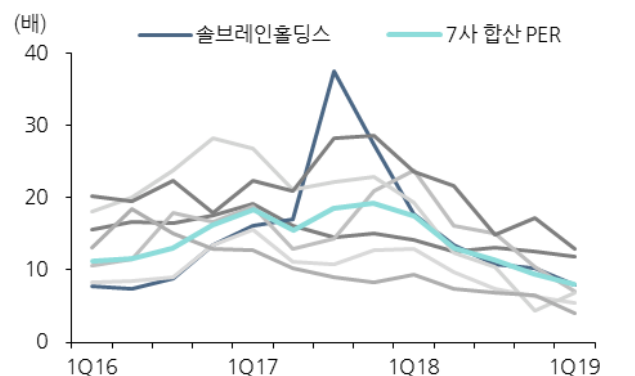


자료: QuantiWise, 상장인증권

주1: 소재 7사는 한솔케미칼, 솔브레인홀딩스, 동진썬미켐, 이엔에프테크놀로지, 원익머트리얼즈, 에프에스티, 에스앤에스텍

주2: 분기별 계절성 영향을 완화하기 위해 최근 4개 분기 합산(TTM) 영업이익 사용

그림 4. 소재기업의 밸류에이션은 실적보다 먼저 하락



자료: 상장인증권

주: 7사 합산 PER은 합산 시가총액을 합산 지배주주순이익으로 나누어 산출. 회색선은 나머지 소재 6개사의 개별 PER 추이

2019년에는 업황 밖의 성장축이 생겼다

공급망 재편이 만든 소재주의 새로운 성장축

2019년에는 소재기업의 주가를 메모리 업황만으로 설명하기 어려운 변화가 나타났다. 일본의 반도체 소재 수출 규제를 계기로 고객사의 공급망 다변화 필요성이 높아졌고, 기존 공급망 밖에 있던 국내 소재업체가 고객사 평가에 참여할 수 있는 기회도 확대됐다.

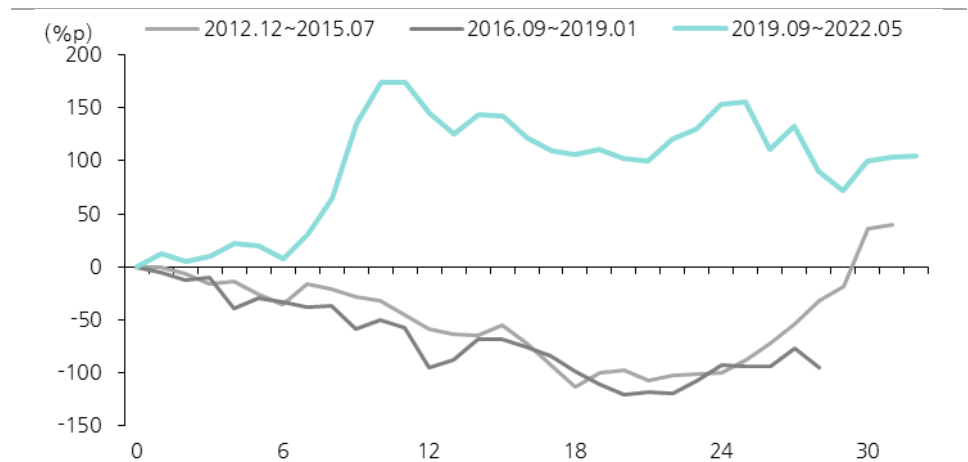
주가 역시 업체별로 차별화됐다. 2019년 7월 4일 이후 18개월 동안 메모리는 80.3%, 장비는 93.4% 상승했다. 같은 기간 한솔케미칼은 130.7%, 동진썬미켐은 187.9%, 에프에스티는 273.9% 상승했다. 해당 기간에는 메모리 업황 회복과 유동성 확대 등 여러 요인이 함께 작용한 만큼 주가 상승을 공급망 변화만으로 설명하기는 어렵다. 다만 같은 업황에서도 신규 공급망

진입 기대가 형성된 소재기업의 주가 탄력이 달라질 수 있음을 확인할 수 있었다.

이번에도 양산 진입 여부가 차별화를 결정

2019년 사례를 이번 사이클에 그대로 대입하기는 어렵다. 당시에는 일본 수출규제라는 특수한 외부 충격뿐 아니라 메모리 업황 회복과 시장 환경의 변화가 주가에 함께 반영됐다. 다만 공급망 재편을 계기로 고객사의 평가 대상이 넓어지면서 일부 소재업체에는 기존 제품의 물량 성장에 더해 신규 공급처와 품목이라는 추가 성장축이 생겼다. 이번 사이클에서도 고객사 평가와 양산 진입이 실제 매출로 이어지는 업체를 중심으로 업종 내 실적과 주가의 차별화가 나타날 가능성이 높다.

그림 5. 반도체 경기상승기별 소재주의 SK하이닉스 대비 상대수익률



자료: WSTS, QuantiWise, 상상인증권

주: 각 경기상승기 시작월을 기준으로 2009년부터 주가 비교가 가능한 소재 6사의 동일가중 누적수익률에서 SK하이닉스 누적수익률을 차감. 소재 6사는 한솔케미칼, 솔브레인홀딩스, 동진세미켐, 이엔에프테크놀로지, 에프에스티, 에스앤에스텍

이번 사이클이 다른 두 가지 이유

이번 사이클도 업황의 정점에 대한 우려가 커짐에 따라 주가가 실적보다 먼저 움직일 수 있다는 점은 과거와 다르지 않다. 다만 이번에는 소재 실적이 본격적으로 증가한 이후에도 성장을 이어갈 수 있는 여지가 과거보다 크다. 이번 사이클의 차이는 바로 이 지점에 있다.

웨이퍼 투입 증가와 신규 품목이 성장기간을 연장

차이는 소재 이익이 증가하는 구간에서 추가적인 실적 성장 요인이 얼마나 남아 있는지에 있다. 첫째, 2026~2027년에는 신규 생산능력 가동과 기존 라인의 공정 전환이 이어지면서 실제 웨이퍼 투입량 증가가 남아 있다. 둘째, 기존 소재의 출하 증가와 별개로 EUV와 고유전율 소재에서 신규 품목의 고객사 평가와 양산 진입이 진행되고 있다.

장비가 고객사의 설비투자를 먼저 반영했다면 소재는 해당 장비가 실제 생산에 투입된 이후 매출이 발생한다. 지금 소재에 주목하는 이유는 장비보다 구조적으로 우월해서가 아니라, 앞서 집행된 설비투자가 실제 웨이퍼 투입과 소재 사용량 증가로 전환되는 구간에 진입하고 있기 때문이다. 과거와 같은 피크아웃 할인 가능성을 인정하더라도 소재 실적의 성장기간이 이전 사이클보다 길어질 여지가 있다고 판단한다.

첫째, 소재 이익 증가 이후에도 생산 확대가 이어진다

이번에는 소재 이익 증가 이후에도 생산 확대가 남아 있다

이번 사이클의 차이는 소재 실적의 고점이 빨라지는 것이 아니라, 이익이 증가하는 동안에도 추가적인 웨이퍼 투입과 공정 전환이 남아 있다는 점이다. 과거에는 소재 이익이 본격적으로 증가할 무렵 메모리 업황의 정점 우려도 함께 커졌다. 이번에는 P4와 M15X를 시작으로 2027년 용인 Y1과 기존 라인의 미세공정 전환까지 생산 확대 일정이 이어질 전망이다.

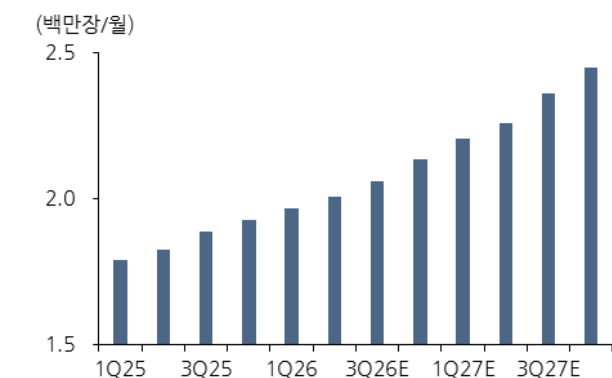
지금까지 메모리 업황 회복은 생산량보다 가격이 먼저 이끌었다. 그러나 2026년 이후에는 실제 웨이퍼 투입량 증가가 뒤따를 전망이다. 삼성전자 P4와 SK하이닉스 M15X를 시작으로 신규 생산능력 가동이 이어지고, 이후 용인 Y1과 기존 라인의 미세공정 전환도 순차적으로 진행될 예정이다.

AI 수요 확대가 실제 디램 웨이퍼 투입 증가로 전환

메모리 생산 확대의 배경에는 AI 서버를 중심으로 한 수요 증가가 있다. AI 투자는 학습에서 추론으로 적용 범위가 넓어지면서 HBM뿐 아니라 서버용 디램까지 수요가 확산되고 있다. CSP(Cloud Service Provider)의 데이터센터 투자가 이어지는 가운데 AI 서버의 GPU 탑재량 증가와 일반 서버의 고용량 메모리 채용 확대가 동시에 진행되고 있다. 특히 HBM은 동일 bit 출하 기준 범용 디램보다 더 많은 웨이퍼 생산능력을 요구해 기존 디램 생산능력 배분을 압박하는 만큼, 메모리 업체는 늘어난 수요에 대응하기 위한 신규 생산능력 확보가 필요한 상황이다.

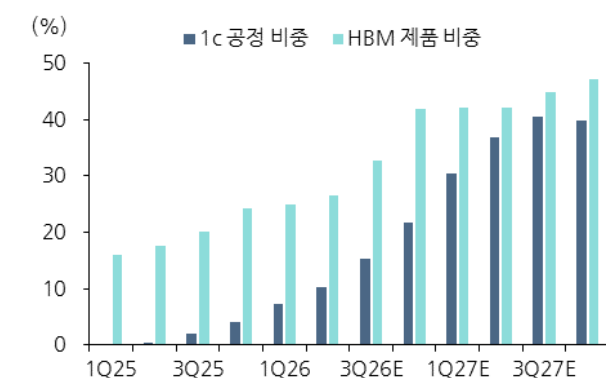
디램에서는 웨이퍼 수 자체가 늘어난다. 디램 생산 웨이퍼는 2025년 1분기 약 178.8만장에서 2027년 4분기 약 244.9만장으로 37.0% 증가할 전망이다. 소재기업 입장에서는 고객사가 실제로 투입하는 웨이퍼가 늘어나는 만큼 기본적인 출하 증가를 기대할 수 있다. 여기에 HBM과 1c 전환이 더해진다. 같은 기간 HBM 웨이퍼 비중은 15.9%에서 47.1%로 높아지고 1c 웨이퍼 비중도 초기 단계에서 약 40%까지 확대될 전망이다.

그림 6. 디램 생산 웨이퍼는 2027년까지 증가



자료: TechInsights, 상상인증권

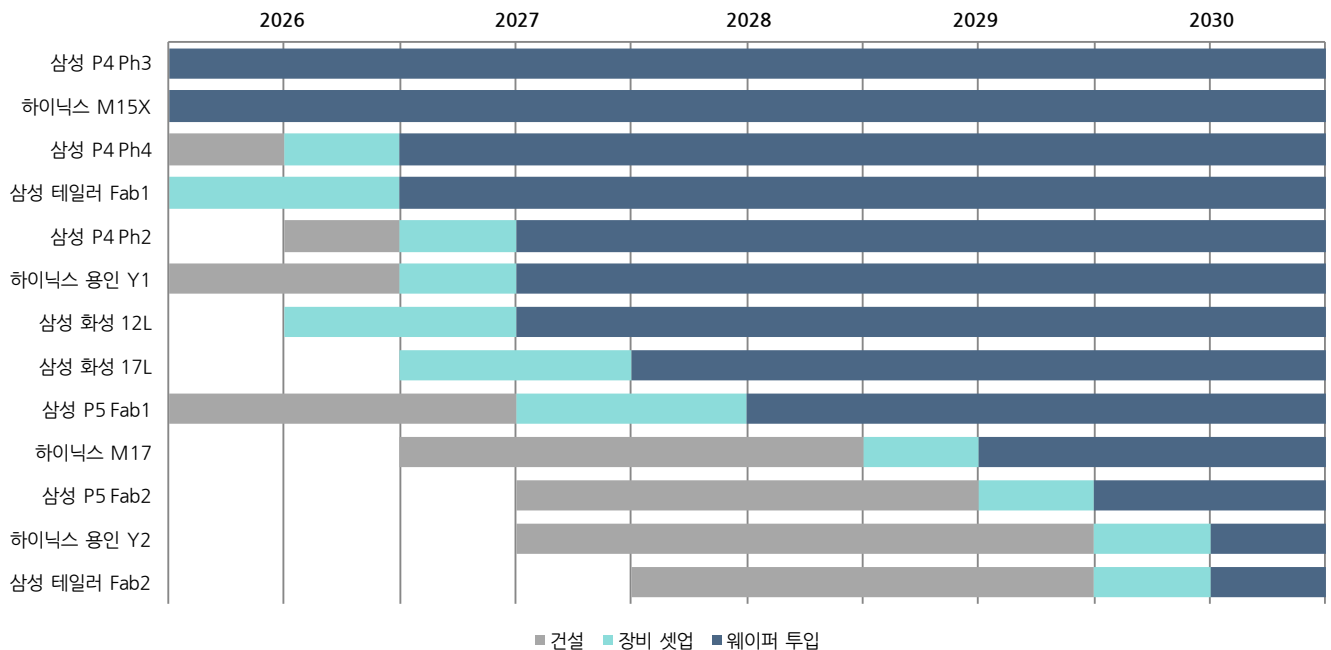
그림 7. HBM과 1c가 디램 공정의 중심으로 이동



자료: TechInsights, 상상인증권

주: HBM은 제품 기준, 1c는 공정 세대 기준으로 두 비중은 상호 배타적이지 않음

그림 8. 주요 반도체 신규 팹 및 전환 투자 일정



자료: 삼성전자, SK하이닉스, 언론 보도, 상상인증권

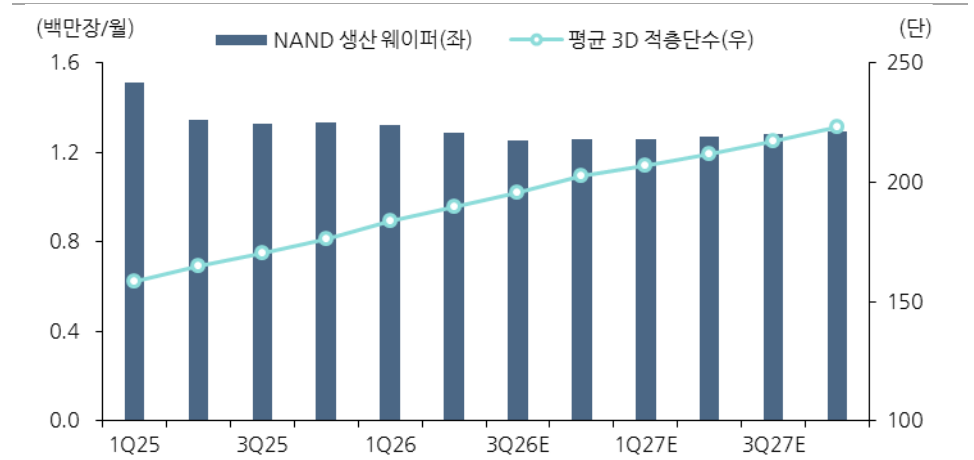
낸드는 웨이퍼 수보다 고단화가 소재 수요를 결정

낸드에서도 AI 데이터센터가 수요 증가의 주요 축으로 자리잡고 있다. 대규모 AI 서비스 확산으로 고용량 기업용 SSD 수요가 늘어나고 있지만, 낸드는 디램처럼 웨이퍼 생산능력을 크게 확대하기보다 공정 전환을 통해 웨이퍼당 bit 생산량을 높이는 전략이 우선되고 있다. 주요 업체가 고단 낸드 전환을 지속하는 이유다.

낸드는 디램과 달리 웨이퍼 투입량의 큰 폭 증가보다 고단화에 따른 웨이퍼당 공정 증가가 소재 수요에 중요하다. AI 데이터센터를 중심으로 eSSD 수요가 확대되고 있지만, 낸드 업체들은 대규모 웨이퍼 생산능력 증설보다는 기존 생산능력 내에서 고단 공정 전환을 병행하고 있다. 이에 웨이퍼 투입량의 증가는 제한적인 반면 평균 적층단수는 2025년 1분기 158.5단에서 2027년 4분기 223.2단으로 높아질 전망이다.

적층단수가 높아질수록 증착과 식각, 세정 등 반복 공정의 횟수와 난도도 높아진다. 따라서 낸드 소재 수요는 단순한 웨이퍼 투입량보다 웨이퍼당 공정 집약도를 함께 볼 필요가 있다. 고단화 과정에서 반복 투입되는 식각액과 증착·세정 소재는 웨이퍼 증가율을 상회하는 수요 성장이 가능할 전망이다.

그림 9. 낸드 웨이퍼 감소를 고단화가 보완



자료: Techn Insights, 상상인증권

둘째, 신소재의 양산 진입이 가까워지고 있다

신소재의 가치는 개발보다 양산 진입에서 결정

물량 증가가 소재업종 전반의 실적을 만든다면 기업별 차이는 신소재의 양산 진입에서 나타날 전망이다. 기존 소재는 고객사의 웨이퍼 투입량과 웨이퍼당 사용량이 늘어날수록 매출이 증가한다. 반면 신소재는 고객사 채택을 통해 기존에 없던 새로운 매출을 추가할 수 있다.

다만 개발했다는 사실만으로 신소재의 가치를 판단하기는 어렵다. 반도체 소재는 개발 이후 고객사 평가와 공정 인증, 초도 공급을 거쳐야 실제 양산 매출이 발생한다. 누가 먼저 개발했는지보다 누가 실제 양산라인에 들어가는지가 더 중요하다.

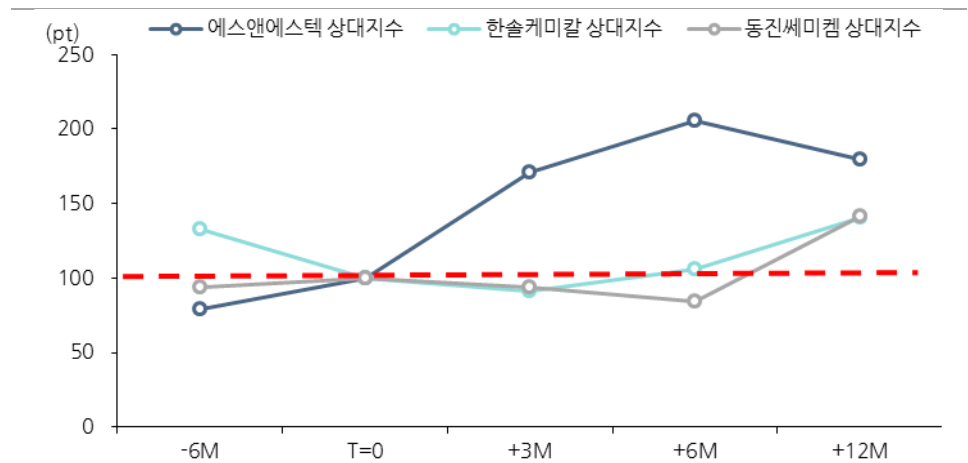
양산에 진입한 이후에는 공급사가 쉽게 바뀌지 않는다는 점도 중요하다. 소재를 바꾸면 수율과 공정 안정성이 달라질 수 있어 새로운 공급사를 적용할 때 다시 평가와 인증을 거쳐야 하기 때문이다. 초기 진입장벽은 높지만 일단 양산에 들어가면 후속 라인과 품목으로 공급이 확대될 가능성도 높아진다.

주가 차별화는 공급 이후 실적 기여가 확인될 때 확대

당사가 확인한 과거 세 건의 신소재 공급 사례에서는 실제 양산 진입 직후보다 이후 실적 기여가 확인되는 과정에서 주가 차별화가 뚜렷하게 나타났다. 에스앤에스텍의 고사양 블랭크마스크, 한솔케미칼의 DIPAS 프리커서, 동진썬미켐의 ArFi 포토레지스트 공급 사례를 당시 소재기업 주가와 비교한 결과, 공급 이후 6개월간 초과수익률은 기업별로 엇갈렸다. 반면 12개월 기준으로는 세 기업 모두 소재업종을 상회했으며 초과수익률 중앙값은 41.0%p를 기록했다.

신소재의 주가 알파는 공급 사실 자체보다 실제 매출과 이익 기여가 확대되는 과정에서 나타난 것으로 판단한다. 공급 직후에는 이미 반영된 기대와 기존 사업의 실적 영향에 따라 주가 반응이 달랐지만, 신규 소재가 고객사 내에서 안정하고 실적 기여가 구체화될수록 업종 내 차별화가 확대됐다. 이번 사이클에서도 개발 여부보다 고객사 인증과 양산 진입 가능성을 우선적으로 보되, 이후 전사 이익을 얼마나 바꿀 수 있는지가 주가 재평가의 핵심이 될 전망이다.

그림 10. 신소재 공급 이후 소재업종 내 주가 차별화



자료: QuantiWise, 각 사, 상상인증권

주: T=0은 신규 소재의 상업생산 또는 고객사 공급 개시 시점. 각 기업 및 비교 소재 바스켓의 T=0 주가를 100으로 지수화한 뒤 기업 주가지수를 소재 바스켓 주가지수로 나누어 상대주가지수 산출. 100 초과는 소재업종 대비 아웃퍼폼을 의미.

EUV와 하프늄, 신규 소재의 양산 진입 기회

이번 사이클에서 가장 광범위한 소재 변화가 나타나는 영역은 EUV이다. EUV는 노광 공정에서 13.5nm 파장의 극자외선 광원을 사용하는 최첨단 기술로, 기존 ArF와 노광 방식 자체가 다르기 때문에 포토레지스트와 블랭크마스크, 펠리클까지 여러 소재에서 새로운 사양이 요구된다. 새로운 사양에 대한 평가가 다시 이뤄진다는 점에서 국내 소재업체에도 공급망 진입 기회가 존재한다.

여기에 증착 영역에서는 하프늄 프리커서가 또 하나의 성장 기회를 더한다. 디램 미세화로 고유전율 소재의 중요성이 높아지는 가운데 원천특허 만료를 계기로 공급처 다변화 가능성도 커졌다. 두 영역에서 기회가 생기는 과정은 다르지만 투자 판단의 기준은 같다. 고객사 인증을 통과해 실제 양산 매출로 연결되는지를 확인해야 한다.

선단공정, 소재의 기준을 바꾼다

EUV, 선단 로직에서 메모리로 적용 범위를 넓힌다

EUV 수요, 선단 로직에서 디램으로 확산

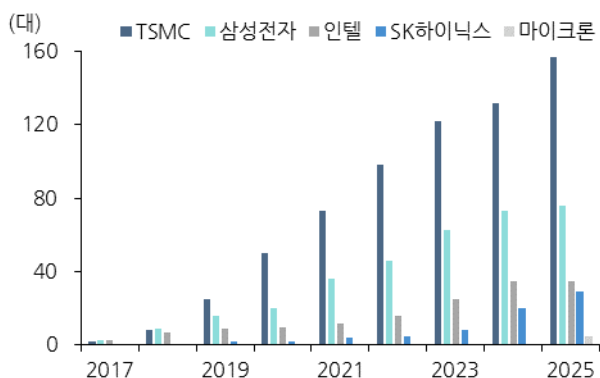
EUV는 선단 로직을 중심으로 도입된 이후 최근 디램 미세화와 함께 적용 범위가 빠르게 확대되고 있다. 글로벌 누적 EUV 도입 대수는 2019년 59대에서 2022년 172대, 2025년 309대까지 증가했다. 2025년 기준 TSMC가 157대로 전체의 50.8%를 차지하며 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 삼성전자 76대, Intel 35대, SK하이닉스 29대, Micron 5대 순으로 추정된다. 과거 TSMC를 중심으로 확대됐던 EUV 투자가 삼성전자와 SK하이닉스, Micron 등 메모리 업체로 넓어지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

ASML은 2026년 Low-NA EUV 연간 생산능력을 약 65대 수준으로 제시하고 있으며, 2027년에는 이를 약 30% 확대할 계획이다. 수요 증가의 배경으로 선단 로직과 디램을 동시에 지목하고 있다. EUV 수요 기반이 선단 파운드리에서 디램까지 확대되면서 관련 소재의 적용 시장도 함께 넓어지는 구간이다.

EUV의 다음 과제는 장비에서 소재로 이동

EUV 장비의 생산성도 높아지고 있다. NXE:3800E는 30mJ/cm² 기준 시간당 약 220장의 웨이퍼 처리능력을 확보했으며, 2026년 성능개선 패키지(PEP) 적용 시 약 230장까지 향상된다. 초기에는 EUV가 실제 양산에 적용될 수 있는지가 중요했다면, 이제는 더 많은 장비가 설치되고 웨이퍼 처리량이 증가하면서 미세한 패턴을 얼마나 안정적으로 반복 생산할 수 있는지가 중요해지고 있다. 이에 따라 EUV 공정 확대의 다음 과제는 장비 자체에서 포토레지스트와 블랭크마스크, 펠리클 등 양산 수율을 결정하는 소재로 넓어질 것으로 판단한다.

그림 11. EUV 장비 판매 대수 추이



자료: Takashi Yunogami, 상상인증권

그림 12. ASML Low-NA EUV 장비별 생산성 추이

시스템	적용시점	시간당 웨이퍼 처리량
NXE:3400C	2020	136
NXE:3600D	2021	160
NXE:3800E	2024	220
NXE:3800E PEP	2026	230
NXE:3800F	2027	260

자료: ASML, 상상인증권

디램, 웨이퍼 증가에 EUV 적용 레이어 확대가 더해진다

웨이퍼 증가보다 빠르게 늘어나는 EUV 적용량

EUV는 선단 로직을 중심으로 도입된 이후 디램으로 적용 범위를 넓히고 있다. 디램에서 EUV 소재 수요는 실제 웨이퍼 생산량과 웨이퍼당 EUV 적용 레이어 수의 영향을 함께 받는다. 동일한 웨이퍼 생산량에서도 미세공정 전환으로 EUV 적용 레이어가 늘어나면 포토 공정이 반복되는 횟수도 증가하기 때문이다. 이에 당사는 삼성전자와 SK하이닉스, 마이크론의 세대별 웨이퍼 생산량에 회사 발표와 업계 자료를 바탕으로 추정된 EUV 적용 레이어 수를 반영해 향후 적용 규모를 산출했다.

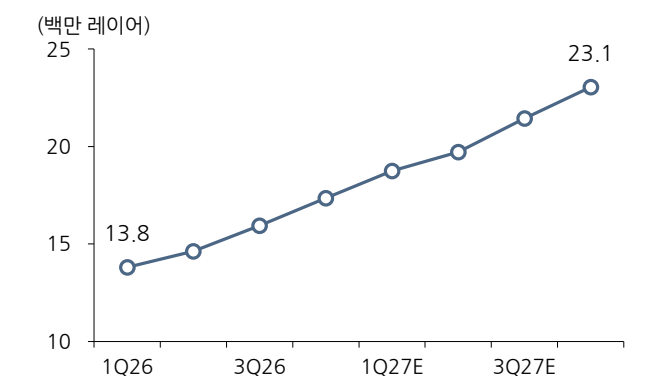
3사의 합산 디램 웨이퍼 생산량은 2026년 1분기 4.76백만장에서 2027년 4분기 5.85백만장으로 23.0% 증가할 것으로 추정한다. 같은 기간 공정 믹스 변화에 따라 웨이퍼당 평균 EUV 적용 레이어 수는 2.90개에서 3.94개로 35.8% 증가한다. 삼성전자와 SK하이닉스의 1c 비중 확대와 Micron의 EUV 적용 공정 확대가 평균 레이어 수 상승을 이끄는 구조다.

두 효과를 함께 반영한 EUV 적용량 지표, 즉 웨이퍼 생산량에 웨이퍼당 EUV 적용 레이어 수를 곱한 값은 2026년 1분기 13.81백만에서 2027년 4분기 23.06백만으로 67.0% 증가하는 것으로 추정된다. 단순 웨이퍼 생산량 증가보다 EUV 적용 규모가 빠르게 확대되는 이유는 생산량 증가와 함께 한 장의 웨이퍼에서 EUV가 사용되는 공정 수도 늘어나기 때문이다.

EUV 레이어 확대가 관련 소재 수요로 연결

이러한 변화는 포토레지스트 수요에 가장 직접적으로 반영된다. EUV가 적용되는 레이어마다 포토레지스트의 도포와 노광 공정이 반복되기 때문에 웨이퍼 생산량과 적용 레이어 수가 함께 늘어날수록 사용량도 증가한다. 블랭크마스크는 웨이퍼 생산량에 비해해 소모되는 소재는 아니지만, EUV 적용 레이어 확대는 하나의 칩 설계에 필요한 EUV 마스크 수를 늘리는 요인이다. 펄리클 역시 EUV 적용 확대와 장비 고출력화에 따라 투과율과 내열성에 대한 요구가 높아질 전망이다.

그림 13. 디램 총 EUV 적용 레이어 수 추이



자료: TechInsights, 각 사, 상상인증권 추정

그림 14. 웨이퍼 증가와 EUV 적용 레이어 확대가 동시에 기여

구분	1Q26	4Q27E	증가율
D램 3사 생산 웨이퍼(백만장/분기)	4.8	5.9	23.0%
웨이퍼당 평균 EUV 적용 레이어(개)	2.9	3.9	35.8%
총 EUV 적용 레이어 수(백만)	13.8	23.1	67.0%

자료: TechInsights, 각 사, 상상인증권 추정

주: 총 EUV 적용 레이어 수는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 공정별 디램 웨이퍼 생산량에 세대별 웨이퍼당 EUV 적용 레이어 수를 곱한 뒤 합산. EUV 적용 레이어 수는 회사 발표 및 업계 자료를 바탕으로 추정

더 작은 회로를 그리려면 더 짧은 빛이 필요하다

짧은 파장이 만드는 EUV의 미세화 경쟁력

EUV가 필요한 가장 기본적인 이유는 더 작은 회로를 그릴 수 있기 때문이다. 노광장비가 얼마나 작은 패턴을 구현할 수 있는지는 빛의 파장과 개구수에 좌우된다.

$$\text{해상도} = k_1 \times \lambda / \text{NA}$$

여기서 λ 는 빛의 파장, NA는 빛을 모으는 능력을 나타내는 개구수, k_1 은 공정 기술과 패터닝 방식에 따라 결정되는 계수이다.

기존 ArF 노광은 193nm의 빛을 사용한다. 액침 방식으로 개구수를 높이고 다중 패터닝을 활용하며 미세화를 이어왔지만 빛의 파장 자체에는 변화가 없다. 반면 EUV는 13.5nm의 빛을 사용한다. 파장만 비교하면 ArF의 약 14분의 1이다. 보다 짧은 파장을 통해 기존 DUV보다 미세한 패턴을 구현할 수 있다.

미세화의 해법이 바뀌면 소재의 기준도 달라진다

DUV에서도 다중 패터닝을 이용하면 해상도 한계를 낮출 수 있다. 그러나 패턴을 여러 번 나눠 형성할수록 노광뿐 아니라 증착과 식각, 세정 등 추가 공정이 필요하다. 공정 수가 늘어나면 생산기간과 비용이 증가하고 정렬 오차가 수율에 미치는 영향도 커진다.

EUV는 짧은 파장을 통해 미세화를 이어가는 동시에 DUV 다중 패터닝의 공정 부담을 낮춘다. 그러나 13.5nm의 빛은 기존 DUV 장비와 동일한 방식으로 다룰 수 없다. 파장이 달라지면서 광원과 광학계, 마스크 구조가 함께 바뀌고 이에 따라 노광공정에 사용되는 소재의 요구 성능도 달라진다.

그림 15. 광원별 특징

구분	KrF	ArF immersion	EUV	High-NA EUV
광원	KrF excimer laser	ArF excimer laser	EUV plasma source	EUV plasma source
파장	248nm	193nm	13.5nm	13.5nm
대표 NA	0.80~0.93	1.35	0.33	0.55
대표 해상도	~80nm	~38nm	~13nm	~8nm
노광 방식	DUV Dry	DUV Immersion	EUV	High-NA EUV
주요 역할	성숙 공정, 비핵심층	미세 공정, EUV 보완	선단 핵심층	차세대 초미세 핵심층

자료: ASML, 언론종합, 상상인증권

빛만 바뀐 것이 아니라 소재의 기준도 달라졌다

EUV의 구조 변화가 소재의 기준을 바꾼다

13.5nm의 EUV 빛은 공기와 유리에 쉽게 흡수되기 때문에 기존 DUV와 같은 렌즈와 투과형 마스크를 사용할 수 없다. 장비 내부를 진공으로 유지하고 초정밀 반사경으로 빛을 전달해야 하며, 마스크 역시 빛을 통과시키는 방식에서 반사하는 구조로 바뀐다. 광원과 광학계, 마스크까지 노광 체계 전체가 달라지는 것이다.

이러한 변화는 소재에도 새로운 성능을 요구한다. 포토레지스트는 제한된 노광량에서도 미세한 패턴을 균일하게 형성해야 하고, 블랭크마스크는 높은 반사율과 낮은 결함 수준을 동시에 확보해야 한다. 펠리클 역시 EUV 투과 손실을 최소화하면서 높은 열을 견뎌야 한다.

장비의 생산성 향상, 이제 소재 성능이 중요해진다

초기 EUV 산업의 핵심 과제는 충분한 광원 출력을 확보하고 시간당 웨이퍼 처리량을 높이는 것이었다. 그러나 장비의 출력과 생산성이 개선되면서 이제는 미세한 패턴을 실제 양산라인에서 얼마나 안정적으로 반복 구현할 수 있는지가 중요해지고 있다.

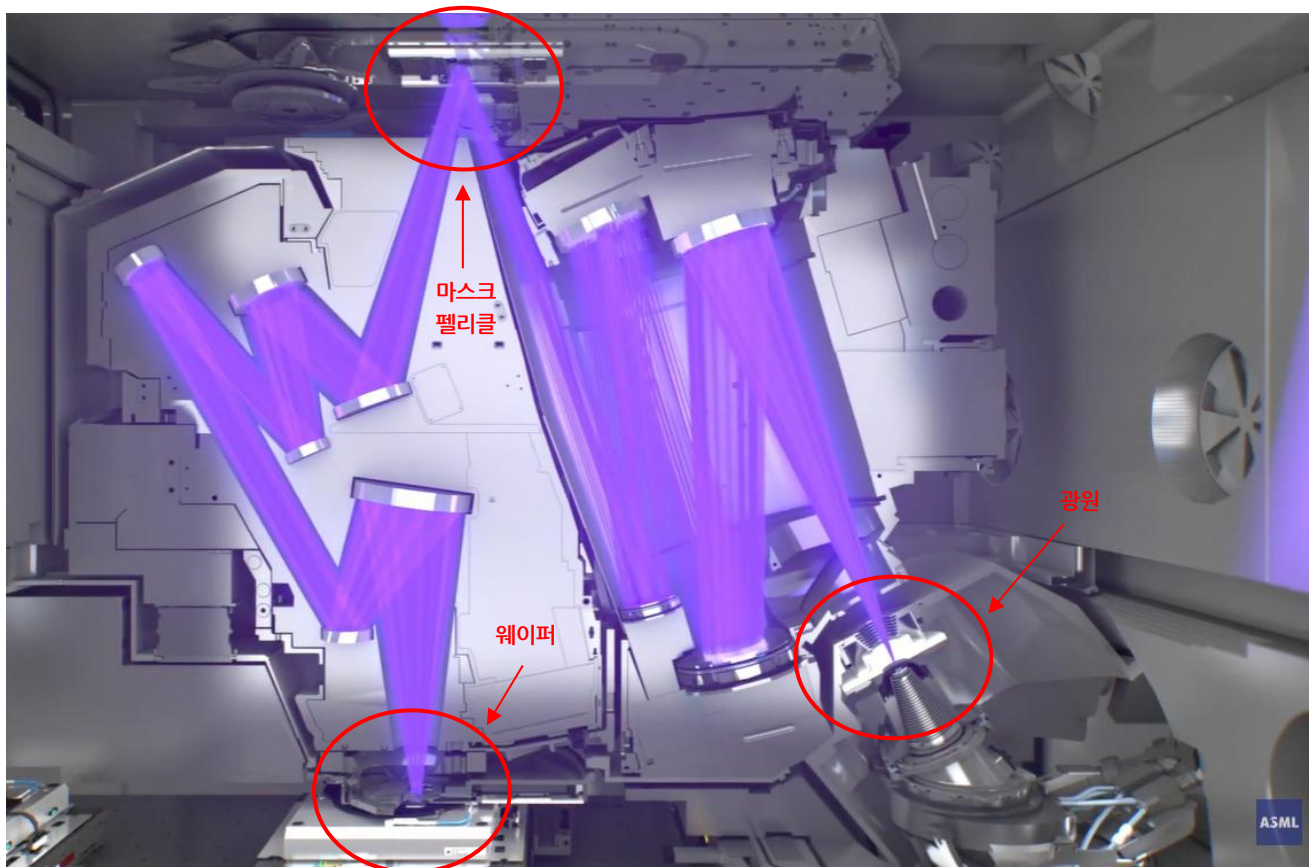
이는 EUV 경쟁의 중심이 장비 성능뿐 아니라 이를 뒷받침하는 소재와 공정 안정성으로 확대되고 있음을 의미한다. 장비가 미세화를 가능하게 했다면, 소재는 이를 반복 가능한 양산공정으로 만드는 역할을 한다. 국내 소재업체의 기회 역시 이 지점에서 발생한다.

그림 16. DUV에서 EUV로, 노광 구조와 소재 요구가 변화

구분	DUV(KrF, ArF)	EUV
광학계	투과형 렌즈 기반	다층 반사 미러 기반
광 경로 환경	대기/액침 환경 활용	고진공 필요
레티클 구조	투과형	반사형 다층 구조
광 손실 특성	렌즈를 통한 투과	미러 반사 과정마다 광량 손실 발생
패터닝 전략	미세화 시 멀티패터닝 의존 확대	단일 노광 적용 범위 확대
패턴 정렬 오차	멀티패터닝 증가 시 확대	공정 단순화로 완화 가능
소재 요구 변화	기존 DUV PR 중심	EUV PR, 마스크, 펠리클 중요도 상승

자료: ASML, 상상인증권

그림 17. EUV 장비 구조



자료: ASML, 상상인증권

포토리지스트, 완제품보다 원료 공급망을 봐야 한다

EUV PR의 핵심은
해상도·감도·결함의 균형

EUV 포토리지스트의 난도는 미세한 패턴을 한 번 구현하는 데 있지 않다. 적은 노광량에서도 동일한 패턴을 반복적으로 형성하면서 처리량과 수율을 동시에 확보해야 한다. 노광량을 늘리면 패턴 안정성은 높아지지만 처리량이 낮아지고, 감도를 높이면 생산성은 개선되지만 확률적 결함이 증가할 수 있다. 해상도와 감도, 결함을 동시에 관리해야 하는 상충관계가 EUV PR의 핵심 난도다.

완제품 PR 아래로 이어지는
폴리머 PAG 공급망

현재 EUV용 완제품 PR 시장에는 JSR, TOK, 신에츠 화학, 스미토모화학, 후지필름 등 일본 업체들이 주요 공급사로 자리잡고 있다. 국내에서는 동진세미켐이 삼성전자 EUV 양산라인에 PR을 공급하고 있다.

완제품 PR의 공급망 아래에는 폴리머와 PAG 등 핵심 원료 시장이 존재한다. 화학증폭형 PR은 기본 골격을 형성하는 폴리머와 빛에 반응해 산을 발생시키는 PAG, 첨가제와 용매 등을 혼합해 제조한다. PR 업체가 이들 원료의 조성과 배합을 설계해 고객사 공정에 맞는 완제품을 만들며, 핵심 원료는 자체 생산과 외부 전문업체 조달을 병행하는 구조다. 일본에서는 Toyo Gosei가 반도체 PR용 폴리머와 PAG를 생산하고 있으며, ADEKA도 첨단 PR용 PAG를 공급하고 있다. 국내에서는 삼양엔씨켐이 KrF, ArF, EUV용 폴리머와 PAG를 모두 생산한다.

그림 18. PR 밸류체인



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

삼양엔씨켐, EUV PR 공급망의
상류에 위치

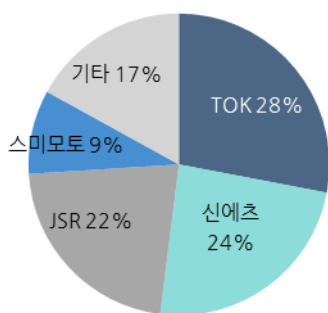
이 구조에서 삼양엔씨켐은 완제품 PR 업체와 직접 경쟁하는 회사가 아니다. PR 업체에 폴리머와 PAG를 공급하는 상류 소재업체다. 동사는 2011년 PR용 폴리머와 PAG 국산화에 성공한 이후 KrF에서 ArF, EUV로 제품군을 확대했다. 현재 EUV용 폴리머와 PAG를 양산하고 있으며 미국과 일본을 포함한 복수의 글로벌 고객사를 확보한 것으로 확인된다.

미세화될수록 커지는 고순도 폴리머 PAG의 중요성

완제품 PR의 성능 경쟁이 심화될수록 폴리머와 PAG에 요구되는 품질 수준도 높아진다. 미세 패턴에서는 금속 불순물과 잔류 할라이드, 분자량 분포 등 원료의 작은 편차도 결함과 수율에 영향을 줄 수 있기 때문이다. 이에 따라 KrF에서 ArF, EUV로 공정이 미세화될수록 PR 원료는 단순 범용 화학소재보다 고객사 평가와 품질 관리 역량이 중요한 고사양 소재로 성격이 변화하고 있다.

국내에서는 삼양엔씨켐이 KrF, ArF, EUV용 폴리머와 PAG를 생산하고 있다. 향후 EUV 적용 확대는 완제품 PR뿐 아니라 상류의 고순도 폴리머와 PAG 시장에도 수요와 기술 난도를 동시에 높이는 요인으로 판단한다.

그림 19. EUV PR 시장점유율



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 20. 포토레지스트의 주요 구성 성분 및 역할

구성 성분	질량 비중	원가 비중	주요 역할
용매	약 90%	약 10%	각 성분을 용해하고 PR의 점도/도포 두께 조절
폴리머	약 10%	60~70%	PR의 골격을 형성하고 현상 후 패턴을 유지
PAG	약 1%	10~20%	빛에 반응해 산을 발생시키고 폴리머의 화학반응을 유도
첨가제	약 1%	나머지	감도/안정성 등 PR 특성 조절

자료: 삼양엔씨켐, CICC Research, 상상인증권

블랭크마스크, 결함 관리에서 차세대 마스크 경쟁으로

EUV 블랭크마스크의 진입장벽은 결함 관리

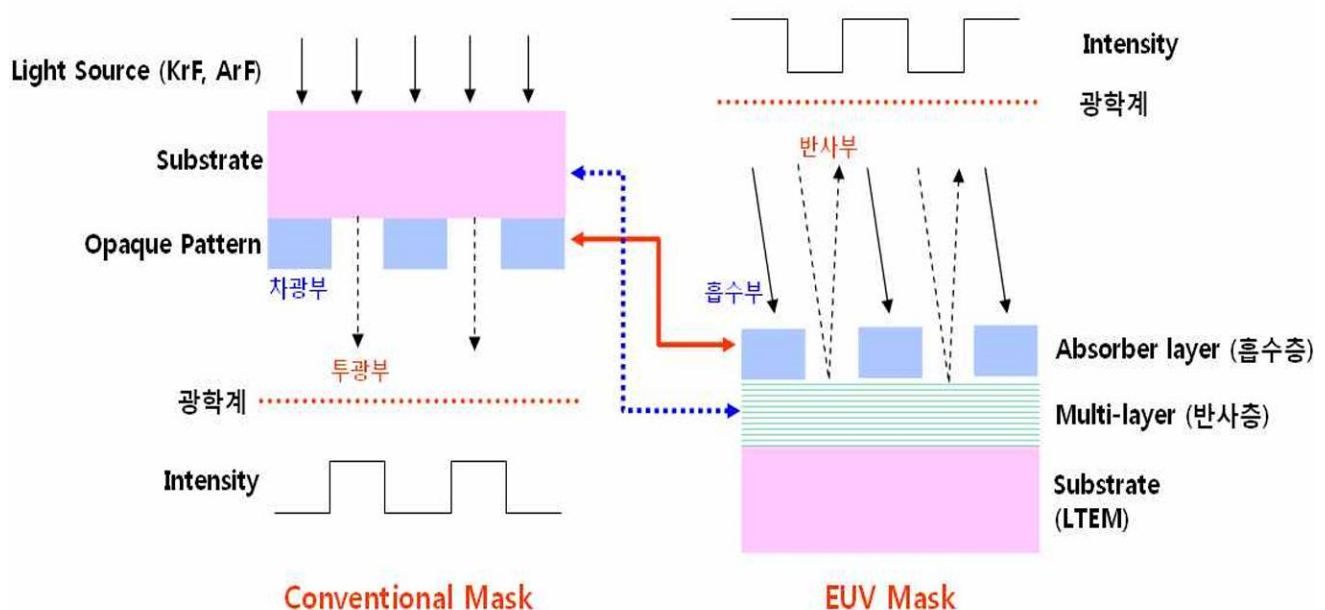
EUV 블랭크마스크의 가장 높은 진입장벽은 결함 관리다. 기존 ArF 마스크가 빛을 투과시키는 구조라면 EUV 마스크는 기판 위에 몰리브덴과 실리콘을 40~50층가량 교대로 쌓은 다층반사막을 통해 13.5nm의 빛을 반사한다. 다층막 내부의 작은 결함도 웨이퍼에 반복적으로 전사될 수 있어 반사율뿐 아니라 막 두께와 표면 평탄도, 결함 밀도를 동시에 관리해야 한다.

높은 기술 난도로 EUV 블랭크마스크 시장은 HOYA와 AGC를 중심으로 과점구조가 형성돼 있다. HOYA는 선단 EUV 노드에서 높은 점유율을 유지하며 차세대 제품의 고객사 인증에서도 선행하고 있고, AGC는 EUV를 양산하는 주요 반도체 제조사 4곳에 제품을 공급하고 있다. 고객사 역시 공급망 다변화를 추진하고 있지만 신규 업체가 기존 공급사를 대체하려면 결함 수준과 공정 안정성에 대한 장기간의 검증이 필요하다. 이에 신규 진입사의 경쟁력은 생산능력보다 실제 고객사 테스트를 통과하는지에 달려 있다.

에스앤에스텍, 고객사 인증이 양산 진입의 핵심

에스앤에스텍은 글로벌 메모리 고객사와 EUV 블랭크마스크 적격성 평가를 진행하고 있다. 회사 측은 현재 평가가 마무리 단계에 있으며 향후 6개월 내 완료를 목표로 제시하고 있다. 다만 실제 인증 시점은 고객사의 평가 결과에 따라 달라질 수 있다. 동사는 2026년 12월 용인 EUV 전용센터의 주요 장비 설치를 완료해 생산능력을 확대할 계획이며 차세대 위상시프트마스크도 고객사와 공동개발하고 있다. 향후 인증을 통과해 실제 양산 공급사로 진입할 경우 고객사의 멀티소싱 수요를 흡수하며 사업가치가 높아질 수 있다고 판단한다.

그림 21. DUV, EUV 마스크 구조 비교



자료: 에스앤에스텍, 상상인증권

그림 22. EUV 블랭크마스크와 기존 ArF 마스크와의 특징 비교

구분	기존 ArF 마스크	EUV 마스크
노광 방식	투과형	반사형
빛의 경로	광원이 마스크를 통과	광원이 마스크 표면에서 반사
핵심 구조	기판 + 차광 패턴	흡수층 + 다층 반사막 + 기판
패턴 형성 원리	차광부는 빛을 차단 투과부는 빛을 통과 상대적으로 단순한 투과형 구조	흡수층은 EUV를 흡수 노출된 다층막은 반사 흡수층, 다층 반사막이 필요한 복합 구조
구조적 특징		

자료: ASML, Hoya, 상상인증권

그림 23. 블랭크마스크 시장 주요 기업

업체	국가	현황	비고
HOYA	일본	양산	글로벌 EUV 블랭크마스크 시장 선도 업체
AGC	일본	양산	글로벌 2위 사업자 EUV 블랭크마스크 양산 공급
S&S Tech	한국	고객사 인증 진행	국내 유일 블랭크마스크 업체 EUV 제품 국산화 추진

자료: 각사, 언론종합, 상상인증권

펠리클, 투과율 1%의 가치가 커지는 이유

투과율과 내열성을 동시에 높여야 하는 EUV 펠리클

EUV 펠리클은 마스크 위에 설치해 먼지와 입자가 회로 패턴에 직접 부착되는 것을 막는 보호막이다. 문제는 13.5nm의 EUV 빛이 대부분의 물질에 쉽게 흡수된다는 점이다. 마스크를 보호하기 위해 펠리클을 설치하더라도 펠리클 자체에서 광손실이 발생하면 실제 노광에 사용할 수 있는 광량이 줄어든다. 따라서 EUV 펠리클은 높은 투과율을 확보하면서도 마스크를 안정적으로 보호해야 한다.

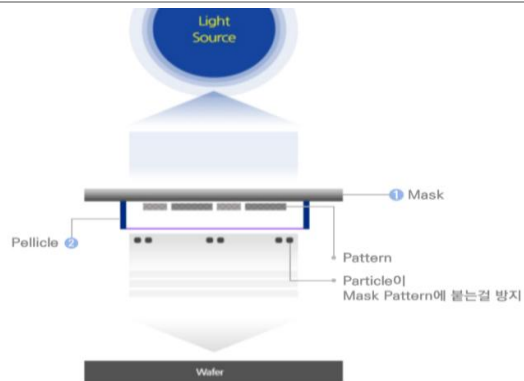
특히 EUV에서는 빛이 펠리클을 두 차례 통과하기 때문에 투과율의 중요성이 더 커진다. EUV는 반사형 마스크를 사용하므로 빛이 마스크에 도달하기 전에 펠리클을 한 번 통과하고, 마스크에서 반사된 뒤 다시 한 번 통과한다. 단일 통과 투과율이 92%라면 왕복 기준 유효 투과율은 약 84.6%지만, 94%에서는 약 88.4%로 높아진다. 단일 투과율의 2%p 차이가 실제 왕복 과정에서는 약 3.7%p의 광량 차이로 확대되는 셈이다.

기술적 난도는 투과율과 내열성을 동시에 높여야 한다는 데 있다. 펠리클을 얇게 만들수록 EUV 빛은 잘 통과하지만 열과 기계적 충격에 취약해지고, 반대로 막을 두껍게 만들면 내구성은 높아지지만 광손실이 커진다. EUV 장비 출력이 높아질수록 펠리클이 견뎌야 하는 열 부하도 증가한다. 현재 상용 시장은 실리콘계 펠리클이 주도하고 있지만, 고출력 환경에서 높은 투과율과 내열성을 함께 확보하기 위한 차세대 소재로 CNT가 주목받는 이유다.

에프에스티, CNT 펠리클의 양산 진입이 핵심

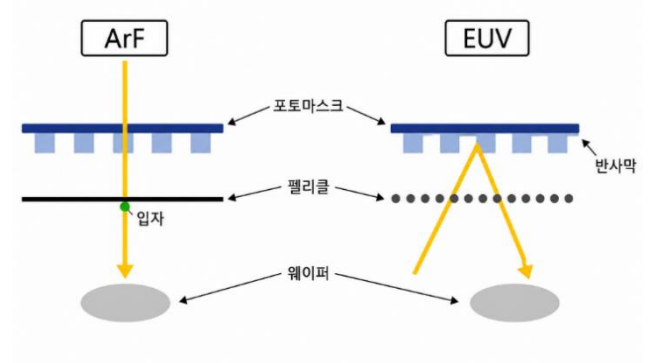
국내에서는 에프에스티가 CNT 기반 EUV 펠리클의 양산을 준비하고 있다. CNT는 얇은 막에서도 높은 기계적 강도와 열 안정성을 확보할 수 있어 고출력 EUV 환경에 적합한 후보로 평가된다. EUV 장비의 고출력화는 기존 실리콘계 펠리클의 한계를 높이고 CNT 전환의 필요성을 키우는 방향으로 작용한다. 에프에스티의 경우 ASML 인증과 고객사 양산 적용이 확인되는 시점부터 CNT 펠리클의 기술가치가 실제 매출 기회로 전환될 것으로 판단한다.

그림 24. 포토 공정 내 펠리클의 역할



자료: 에프에스티, 상상인증권

그림 25. EUV 펠리클은 빛이 2번 통과



자료: 연론종합, 상상인증권

그림 26. CNT 펠리클은 기존 소재 대비 투과율과 기계적 강도 우위

구분	기존 EUV 펠리클	CNT 펠리클
주요 소재	실리콘계 소재	탄소나노튜브(CNT)
EUV 투과율	~88%	92~97%
대응 광원 출력	~400W	400~600W
기계적 강도	~70Pa	>10kPa
장점	양산 레퍼런스 확보	높은 투과율, 기계적 내구성
한계	고출력에서 내구성 부담	양산 안정성, 공정 최적화 필요

자료: FST, Mitsui Chemicals, 상상인증권

그림 27. EUV 펠리클 주요 업체 및 개발 현황

업체	주요 영역	개발 현황
Mitsui Chemicals	실리콘계, CNT	글로벌 선도 업체 2021년 1세대 EUV 펠리클 상용화 차세대 CNT 제품 개발
FST	CNT	CNT 기반 EUV 펠리클 개발 92~97% 투과율 달성 양산 전 공정 자동화 구축
S&S Tech	Si 기반	92% 수준 투과율

자료: Mitsui Chemicals, FST, S&S Tech, 상상인증권

하프늄, 수요 확대와 공급망 변화가 겹친다

미세화될수록 높아지는 Hf계 프리커서의 품질 기준

디램 미세화가 진행될수록 커패시터 유전막에서는 높은 정전용량과 낮은 누설전류를 동시에 확보하는 것이 어려워진다. 이에 ZrO_2 와 HfO_2 등 High-k 소재가 이미 사용되고 있으며, 공정이 미세해질수록 Hf계 소재의 중요도와 프리커서 품질 요구도 높아지고 있다. 커패시터 구조가 높고 좁아지는 만큼 원자층증착 과정에서 균일한 박막을 형성하기 위한 반응성과 열 안정성, 불순물 관리가 중요하다.

2027년, High-k 프리커서 공급망 재편 가능성

이번 사이클에서 주목할 변화는 기술 도입 자체보다 공급망이다. 2026년 말 Hf계 High-k 프리커서 원천특허 만료를 앞두고 SK하이닉스는 신규 공급 후보로 한솔케미칼과 이지티엠을 선정했다. 기존에는 SK트리켄과 유피케미칼이 약 8대 2의 비중으로 공급해왔으나 특허 만료 이후 공급처 다변화를 추진하고 있는 것으로 파악된다. 신규 후보 업체는 연말까지 고객사 평가를 진행할 예정이다.

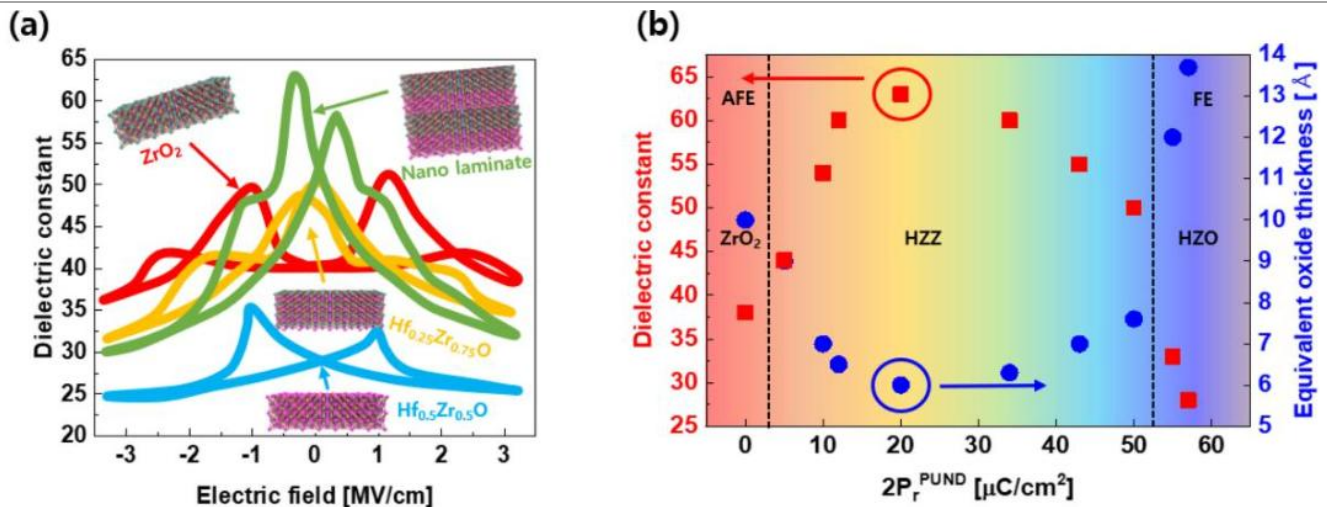
특허 만료가 곧바로 기존 공급사의 교체를 의미하지는 않는다. 프리커서는 박막 특성과 수율에 직접 영향을 미치는 소재인 만큼 신규 업체도 장기간의 평가와 공정 인증을 거쳐야 한다. 그러나 과거 특허로 제한됐던 신규 업체가 실제 고객사 평가 단계에 진입했다는 점에서 변화는 이미 시작됐다. 평가가 순조롭게 진행될 경우 2027년부터 신규 공급사의 양산 진입 가능성이 열릴 전망이다.

그림 28. 디램 미세화, High-k 소재는 유전율과 안정성의 동시 개선이 핵심

구분	유전율	장점	핵심 목적
ZrO_2	높음 정방정상에서 특히 유리	높은 유전율	정전용량 확보
HfO_2	ZrO_2 대비 상대적으로 낮음	열적 안정성 누설전류 억제에 유리	전기적, 공정 안정성 보완
HZO (Hf-Zr-O)	조성에 따라 고유전율 구현 가능	ZrO_2 의 높은 k와 HfO_2 의 안정성 조합	초박막에서 유전율, 누설, 안정성 균형 개선

자료: Journal of Materials Research, Current Applied Physics, Journal of Alloys and Compounds, 상상인증권

그림 29. Hf-Zr 복합 구조 적용에 따른 High-k 특성 개선



자료: Kashir et al., Nanoscale (2021), Jung et al., Nano Convergence (2022), 상상인증권

주: (a) X축은 인가 전기장, Y축은 상대유전율(ϵ_r). (b) X축 $2P_r^{PUND}$ 는 잔류분극, 좌측 Y축은 상대유전율, 우측 Y축은 등가산화막두께(EOT). HZO(x)는 $Hf_{1-x}Zr_xO_2$ 로 x는 Zr 조성비이며, HZO(0.5)= $Hf_{0.5}Zr_{0.5}O_2$, HZO(0.75)= $Hf_{0.25}Zr_{0.75}O_2$, HZO(1.0)= ZrO_2 . HZZ는 HZO/ZrO₂ nanolaminate 구조. FE/AFE는 각각 강유전체/반강유전체, MPB는 FE와 AFE 결정상의 경계 영역을 의미함. ϵ_r 은 높을수록, EOT는 낮을수록 디램 커패시터의 정전용량 확보에 유리.

Ⅱ 선단공정이 여는 소재의 시간

03

투자전략

투자전략

기존 소재의 물량 증가가 업종 실적의 기반

물량이 만드는 방향, 신규가 만드는 격차

2026~2027년 반도체 소재업종의 실적 방향은 우상향으로 판단한다. 디램은 신규 생산능력 가동에 따라 웨이퍼 투입량이 증가하고, 낸드는 고단화에 따른 반복 공정 증가로 웨이퍼당 소재 사용량이 확대될 전망이다. 디램 생산 웨이퍼는 2025년 1분기 178.8만장에서 2027년 4분기 244.9만장으로 37.0% 증가하고, 같은 기간 낸드 평균 적층단수는 158.5단에서 223.2단까지 높아질 전망이다. 물량과 공정 집약도가 동시에 높아지는 만큼 기존 소재의 실적 성장 가시성은 높다.

기업별 차별화는 신규 소재의 양산 진입에서

다만 업황 회복만으로 모든 소재주의 주가가 같은 방향으로 움직이지는 않을 전망이다. 기존 사업의 실적 개선은 업종 공통 요인이고, 기업별 초과수익률은 신규 소재의 양산 진입 여부에서 갈릴 가능성이 높다. 이미 양산 매출이 발생하는 소재와 고객사 평가·인증 단계에 있는 소재를 구분할 필요가 있다. 과거 사례에서도 신규 소재 공급 직후보다 고객사 내 안착과 실적 기여가 확인되는 과정에서 주가 차별화가 확대됐다. 따라서 이번 사이클에서는 ① 기존 사업의 이익 성장, ② 신규 소재의 양산 가시성, ③ 신규 소재가 전사 이익에 미치는 영향을 종목 선택의 핵심 기준으로 제시한다.

최선호주는 한솔케미칼과 삼양엔씨켐

최선호주는 한솔케미칼과 삼양엔씨켐을 제시한다. 두 기업 모두 기존 사업의 실적 성장을 확보한 가운데 신규 소재가 추가될 수 있다는 공통점이 있다. 다만 신규 소재의 단계는 다르다. 한솔케미칼은 '추가될 성장', 삼양엔씨켐은 '이미 시작된 성장'에 가깝다.

한솔케미칼, 기존 물량 성장에 Hf 프리커서가 추가

한솔케미칼은 기존 사업만으로도 이익 성장의 가시성이 높다. 과산화수소와 TSA를 중심으로 주요 고객사의 신규 생산능력 가동과 공정 전환에 따른 판매량 증가가 이어질 전망이다. 여기에 Hf계 High-k 프리커서의 신규 공급 가능성이 추가된다. SK하이닉스향 Hf 프리커서는 2027년 중반 양산 진입을 가정해 당사 실적 추정에 반영했다. 현재 고객사 평가가 진행 중인 만큼 양산 진입 여부가 추정치 달성의 핵심 변수다. 북미 메모리사에서 진행 중인 Hf/Zr 프리커서 평가는 현재 추정치에 반영하지 않았으며, 향후 양산 진입 시 추가적인 실적 상향 요인이 될 수 있다.

ArF, EUV 비중 상승으로 이익 성장 가속

삼양엔씨켐은 신규 소재의 실적 기여가 이미 시작됐다는 점에서 차별화된다. 기존 KrF 중심 제품군에서 ArF와 EUV용 폴리머·PAG로 제품 믹스가 확대됐고 EUV에서도 양산 품목을 확보했다. 향후 디램의 EUV 적용 레이어 증가와 고객사 내 공급 품목 확대가 맞물리면서 외형 성장과 제품 믹스 개선이 동시에 진행될 전망이다. 신규 소재의 양산 여부가 아니라 이미 양산 품목을 확보한 만큼 신규 소재의 실적 가시성이 상대적으로 높다고 판단한다.

그림 30. 국내 반도체 소재 업체 Valuation Table

구분 (9/7 기준)		솔브레인	한솔케미칼	이엔에프 테크놀로지	에프에스티	원익머트리얼즈	삼양앤씨켄
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표 주가 (원)		490,000	350,000	70,000	40,000	59,000	25,000
현재 주가 (원)		340,500	202,000	42,200	25,500	32,100	12,650
상승여력 (%)		43.9	73.3	65.9	56.9	83.8	97.6
시가총액 (십억원)		2,649	2,180	603	552	405	277
매출액 (십억원)	2024	863	776	582	237	311	111
	2025	923	884	671	280	322	125
	2026E	1,224	999	724	336	386	160
	2027E	1,497	1,136	844	392	461	186
영업이익 (십억원)	2024	168	129	59	2	52	11
	2025	134	156	78	(1)	56	18
	2026E	201	183	96	28	71	25
	2027E	287	231	126	43	95	32
순이익 (십억원)	2024	118	123	31	1	32	9
	2025	79	147	52	(12)	49	15
	2026E	171	170	66	13	62	25
	2027E	210	213	91	24	78	29
P/E (X)	2024	16.9	17.7	17.8	238.4	6.8	N/A
	2025	26.0	15.1	11.6	N/A	8.0	16.8
	2026E	14.6	13.0	9.1	38.6	6.6	11.3
	2027E	11.9	10.2	6.6	19.5	5.2	9.5
P/B (X)	2024	1.3	1.1	0.6	1.4	0.5	N/A
	2025	1.9	2.4	1.5	2.8	0.7	1.1
	2026E	2.1	1.9	1.2	2.0	0.7	1.9
	2027E	1.8	1.6	1.0	1.8	0.6	1.6
EV/EBITDA (X)	2024	4.1	7.0	3.8	24.4	2.0	N/A
	2025	9.5	12.9	5.9	38.0	4.4	9.9
	2026E	8.0	9.3	4.3	14.2	3.7	9.1
	2027E	5.7	7.3	3.3	10.7	2.6	6.3
매출액성장률 (%)	2024	2.3	0.6	9.7	20.1	(20.7)	12.1
	2025	7.0	13.9	15.2	18.1	3.8	13.5
	2026E	32.5	13.0	7.9	20.0	19.7	27.8
	2027E	22.3	13.7	16.6	16.4	19.5	16.0
영업이익률 (%)	2024	19.5	16.6	10.2	1.0	16.7	9.7
	2025	14.5	17.7	11.6	(0.2)	17.5	14.1
	2026E	16.4	18.3	13.2	8.2	18.3	15.4
	2027E	19.2	20.3	14.9	10.9	20.6	17.1
순이익률 (%)	2024	13.7	15.8	5.3	0.6	10.2	8.1
	2025	8.6	16.7	7.7	(4.4)	15.1	11.9
	2026E	14.0	17.0	9.1	4.0	16.0	15.3
	2027E	14.0	18.8	10.8	6.2	16.9	15.7
ROE (%)	2024	12.5	13.5	8.2	0.6	6.8	11.3
	2025	7.7	14.3	12.3	(5.0)	9.7	14.7
	2026E	15.1	14.7	13.8	5.1	11.1	18.6
	2027E	16.1	16.2	16.5	9.0	12.6	18.4

자료: 상상인증권 추정

그림 31. 글로벌 반도체 소재 업체 Valuation Table (1)

구분 (9/7 기준)		인테그리스	린데	Qnity	아데카	미쓰비시 가스 케미칼	TOK	후지필름	미쓰이화학
상장증시		미국	미국	미국	일본	일본	일본	일본	일본
시가총액 (백만 USD)		21,199	220,150	25,203	2,930	5,381	7,003	25,836	5,502
매출액 (백만 USD)	2024	3,241	33,005	4,335	2,769	5,633	1,328	20,507	12,118
	2025	3,197	33,986	4,754	2,673	5,074	1,585	20,980	11,877
	2026E	3,571	36,250	5,638	2,767	4,899	1,788	22,301	11,086
	2027E	4,023	38,043	6,259	2,851	5,301	2,027	22,166	11,797
영업이익 (백만 USD)	2024	743	8,393	876	245	328	219	1,917	428
	2025	681	8,695	1,016	269	334	317	2,167	433
	2026E	880	10,752	1,456	276	301	382	2,327	376
	2027E	1,082	11,615	1,722	293	427	462	2,318	629
순이익 (백만 USD)	2024	293	6,565	693	159	269	150	1,686	346
	2025	236	6,898	692	164	299	223	1,713	212
	2026E	412	7,708	916	185	(268)	260	1,838	228
	2027E	534	8,354	1,118	191	332	314	1,778	309
P/E (X)	2024	66.1	31.5	35.2	20.5	20.2	44.4	18.7	12.3
	2025	73.7	29.6	34.0	19.9	16.9	30.0	16.6	16.5
	2026E	33.5	27.3	25.9	17.9	N/A	23.4	15.1	20.7
	2027E	25.9	24.9	22.2	15.0	14.1	19.5	14.2	15.9
P/B (X)	2024	5.4	6.1	N/A	1.7	1.2	4.9	1.3	1.0
	2025	5.0	5.9	3.5	1.6	1.1	4.3	1.2	1.0
	2026E	4.5	5.6	3.2	1.5	1.2	3.9	1.1	1.0
	2027E	4.0	5.3	2.9	1.4	1.1	3.4	1.0	0.9
EV/EBITDA (X)	2024	21.8	19.1	N/A	7.0	11.0	10.5	10.2	10.6
	2025	27.4	18.7	21.2	4.9	9.6	18.6	8.6	8.4
	2026E	24.2	17.3	17.4	5.8	10.1	16.1	8.7	6.8
	2027E	19.8	16.2	15.4	6.1	8.5	13.2	8.1	6.9
매출액성장률 (%)	2024	(8.0)	0.5	7.4	(7.2)	(2.3)	15.4	(3.0)	(12.8)
	2025	(1.4)	3.0	9.7	(3.5)	(9.9)	19.4	2.3	(2.0)
	2026E	11.7	6.7	18.6	3.5	(3.4)	12.8	6.3	(6.7)
	2027E	12.7	4.9	11.0	3.0	8.1	13.3	(0.6)	6.4
영업이익률 (%)	2024	22.9	25.4	20.2	8.9	5.8	16.5	9.3	3.5
	2025	21.3	25.6	21.4	10.1	6.6	20.0	10.3	3.6
	2026E	24.7	29.7	25.8	10.0	6.1	21.4	10.4	3.4
	2027E	26.9	30.5	27.5	10.3	8.1	22.8	10.5	5.3
순이익률 (%)	2024	9.0	19.9	16.0	5.7	4.8	11.3	8.2	2.9
	2025	7.4	20.3	14.6	6.1	5.9	14.1	8.2	1.8
	2026E	11.5	21.3	16.2	6.7	(5.5)	14.6	8.2	2.1
	2027E	13.3	22.0	17.9	6.7	6.3	15.5	8.0	2.6
ROE (%)	2024	8.2	16.9	N/A	8.4	6.1	11.8	8.2	6.1
	2025	6.2	18.1	7.8	8.6	6.9	15.6	8.0	3.8
	2026E	13.1	20.7	10.1	8.7	(6.1)	17.1	7.7	4.8
	2027E	15.6	21.5	12.5	9.3	8.0	18.4	7.3	6.3

자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 32. 글로벌 반도체 소재 업체 Valuation Table (2)

구분 (9/7 기준)		신에츠화학	호야	AGC	토요 고세이	스미토모화학	에어리퀴드	바스프	머크
상장증시		일본	일본	일본	일본	일본	프랑스	독일	독일
시가총액 (백만 USD)		74,638	52,250	7,968	562	6,345	126,347	55,126	68,145
매출액 (백만 USD)	2024	16,725	5,282	13,660	221	16,947	29,271	66,469	22,886
	2025	16,814	5,685	13,771	254	17,110	30,453	67,437	23,854
	2026E	17,100	6,296	14,041	279	15,469	32,606	73,520	24,840
	2027E	17,443	6,519	14,468	N/A	15,550	34,081	74,666	26,211
영업이익 (백만 USD)	2024	4,855	1,470	815	24	(2,988)	5,350	2,116	3,917
	2025	4,872	1,616	839	27	1,132	5,967	2,343	3,834
	2026E	4,220	2,058	934	24	1,296	7,082	4,050	4,463
	2027E	4,644	2,124	1,089	N/A	1,273	7,766	4,217	4,925
순이익 (백만 USD)	2024	3,602	1,256	(621)	17	(2,160)	3,576	1,404	3,004
	2025	3,506	1,327	463	22	253	3,977	1,830	2,948
	2026E	3,152	1,681	512	18	405	4,603	4,116	3,002
	2027E	3,437	1,705	618	27	525	5,132	2,756	3,397
P/E (X)	2024	22.5	46.5	25.5	31.9	N/A	30.1	19.9	18.9
	2025	22.0	41.0	16.7	24.9	67.8	29.2	20.4	20.0
	2026E	22.5	33.2	14.8	N/A	16.4	26.5	18.4	16.8
	2027E	19.6	29.9	12.1	N/A	12.1	23.9	18.2	15.8
P/B (X)	2024	2.7	8.8	0.8	3.8	1.0	4.1	1.3	2.0
	2025	2.5	8.6	0.8	3.3	1.1	4.2	1.4	2.1
	2026E	2.5	8.4	0.8	3.1	1.1	3.8	1.4	2.0
	2027E	2.4	7.9	0.8	2.7	0.9	3.6	1.4	1.9
EV/EBITDA (X)	2024	12.0	24.2	5.5	13.3	N/A	15.4	9.9	12.8
	2025	6.6	18.9	7.0	8.5	6.2	14.3	10.3	11.2
	2026E	14.0	N/A	4.9	N/A	6.0	14.0	8.2	11.0
	2027E	10.7	19.6	4.2	13.5	5.4	12.8	8.1	10.1
매출액성장률 (%)	2024	(19.5)	(1.3)	(5.1)	(12.6)	(20.9)	(2.0)	(10.8)	0.8
	2025	0.5	7.6	0.8	14.7	1.0	4.0	1.5	4.2
	2026E	1.7	10.7	2.0	9.8	(9.6)	7.1	9.0	4.1
	2027E	2.0	3.5	3.0	N/A	0.5	4.5	1.6	5.5
영업이익률 (%)	2024	29.0	27.8	6.0	11.0	(17.6)	18.3	3.2	17.1
	2025	29.0	28.4	6.1	10.6	6.6	19.6	3.5	16.1
	2026E	24.7	32.7	6.7	8.7	8.4	21.7	5.5	18.0
	2027E	26.6	32.6	7.5	N/A	8.2	22.8	5.6	18.8
순이익률 (%)	2024	21.5	23.8	(4.5)	7.5	(12.7)	12.2	2.1	13.1
	2025	20.9	23.3	3.4	8.5	1.5	13.1	2.7	12.4
	2026E	18.4	26.7	3.6	6.4	2.6	14.1	5.6	12.1
	2027E	19.7	26.2	4.3	N/A	3.4	15.1	3.7	13.0
ROE (%)	2024	12.8	20.3	(6.5)	11.6	(29.2)	12.9	3.7	9.8
	2025	12.0	20.8	4.7	14.1	4.1	13.3	4.7	8.9
	2026E	10.8	24.9	5.5	N/A	6.7	15.2	7.9	10.8
	2027E	12.1	26.4	6.4	N/A	8.6	15.8	7.4	11.3

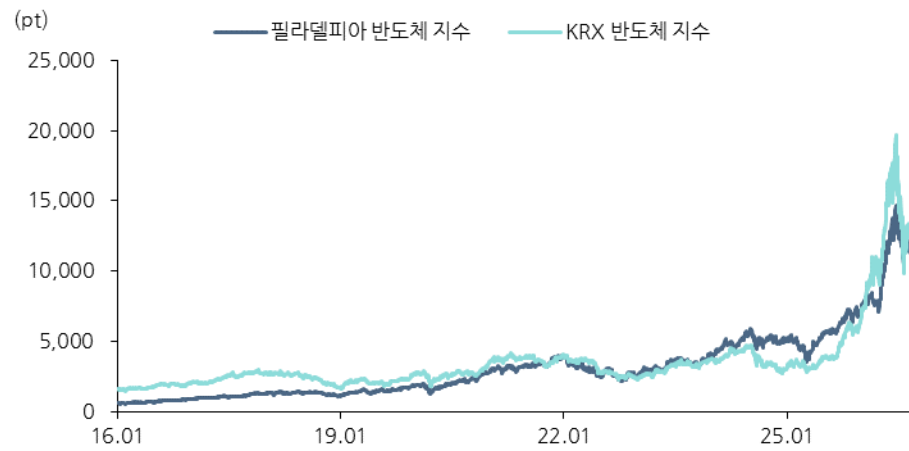
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 33. 글로벌 반도체 업체 Valuation Table

구분 (9/7 기준)		삼성전자	SK하이닉스	마이크론	TSMC	인텔	엔비디아
상장증시		한국	한국	미국	대만	미국	미국
시가총액 (백만 USD)		1,168,822	968,333	1,148,130	2,022,049	506,310	5,551,676
매출액 (백만 USD)	2024	220,655	48,545	25,111	90,106	53,101	60,922
	2025	234,788	68,371	37,378	122,556	52,853	130,497
	2026E	533,668	254,600	129,337	171,262	63,020	215,938
	2027E	718,077	396,111	249,258	230,540	72,736	407,956
영업이익 (백만 USD)	2024	24,001	17,211	1,304	41,157	(11,678)	32,972
	2025	30,686	33,223	9,770	62,293	(2,214)	81,453
	2026E	281,178	197,301	98,506	100,248	9,657	130,387
	2027E	421,337	311,825	206,628	134,815	13,543	267,723
순이익 (백만 USD)	2024	24,657	14,513	778	36,526	(18,756)	29,760
	2025	31,150	30,206	8,539	55,273	(267)	72,880
	2026E	223,713	186,999	83,129	87,584	(9,199)	120,067
	2027E	335,699	250,243	175,160	115,277	3,934	239,776
P/E (X)	2024	51.0	59.6	1,343.5	52.4	N/A	186.5
	2025	38.3	33.9	123.6	35.9	N/A	76.5
	2026E	5.2	4.6	13.1	22.3	N/A	47.9
	2027E	3.5	3.5	6.3	17.0	43.5	24.1
P/B (X)	2024	3.8	15.1	23.5	14.4	3.9	128.7
	2025	3.5	9.5	19.8	11.4	3.9	69.2
	2026E	2.3	3.1	8.0	8.1	4.2	35.8
	2027E	1.5	1.7	3.7	6.0	3.7	17.2
EV/EBITDA (X)	2024	3.4	4.1	12.0	13.8	N/A	48.1
	2025	10.8	10.3	10.4	16.0	29.6	37.9
	2026E	2.8	3.5	9.9	14.9	21.9	33.5
	2027E	1.6	1.7	4.6	10.9	17.6	19.0
매출액성장률 (%)	2024	11.3	93.5	61.6	29.9	(2.1)	125.9
	2025	6.4	40.8	48.9	36.0	(0.5)	114.2
	2026E	127.3	272.4	246.0	39.7	19.2	65.5
	2027E	34.6	55.6	92.7	34.6	15.4	88.9
영업이익률 (%)	2024	10.9	35.5	5.2	45.7	(22.0)	54.1
	2025	13.1	48.6	26.1	50.8	(4.2)	62.4
	2026E	52.7	77.5	76.2	58.5	15.3	60.4
	2027E	58.7	78.7	82.9	58.5	18.6	65.6
순이익률 (%)	2024	11.2	29.9	3.1	40.5	(35.3)	48.8
	2025	13.3	44.2	22.8	45.1	(0.5)	55.8
	2026E	41.9	73.4	64.3	51.1	(14.6)	55.6
	2027E	46.7	63.2	70.3	50.0	5.4	58.8
ROE (%)	2024	7.9	31.1	1.7	30.3	(18.3)	91.5
	2025	9.5	44.2	17.2	35.4	(0.3)	119.2
	2026E	53.0	101.3	73.6	41.3	5.2	91.9
	2027E	49.3	63.0	71.1	40.2	8.7	95.3

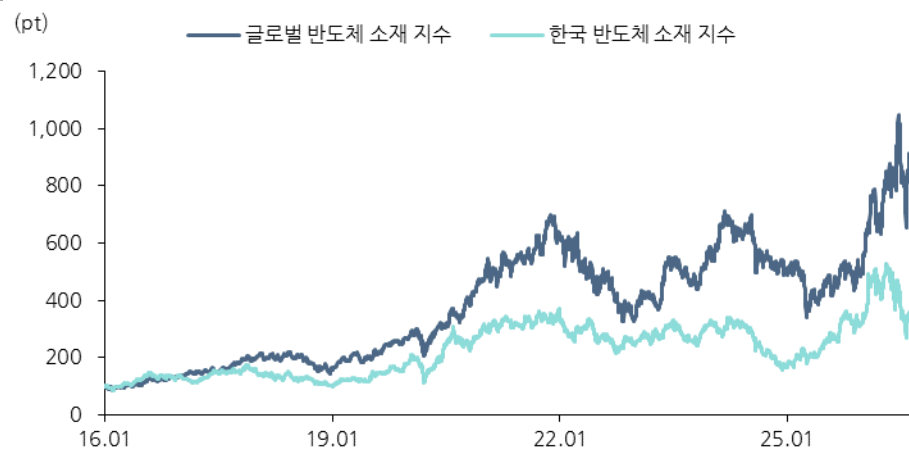
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 34. 미국과 한국 반도체 지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

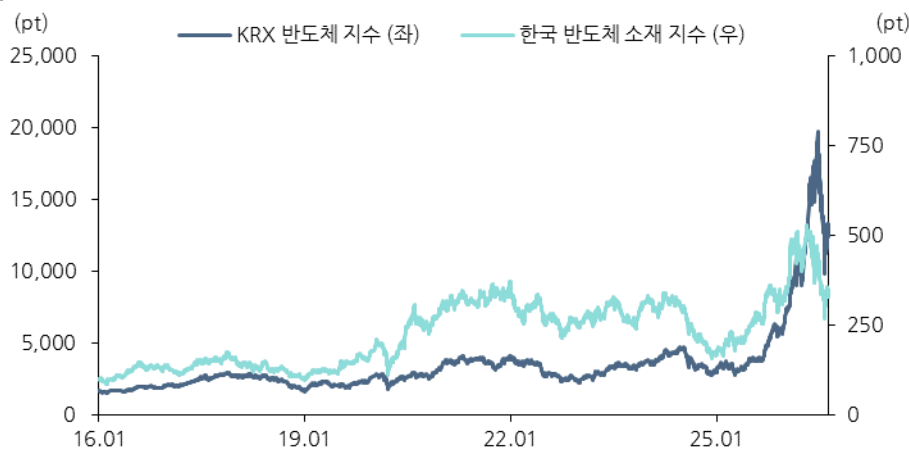
그림 35. 글로벌 및 한국 반도체 소재 지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

주: 글로벌 소재지수는 Entegris, TOK, Fujimi, Kanto Denka, Stella Chemifa, 국내 소재지수는 한솔케미칼, 동진세미켐, 솔브레인, 이엔에프테크놀로지, 원익머트리얼즈, 에스앤에스텍을 시가총액 가중하여 산출. 2016.1.4=100.

그림 36. 한국 반도체 지수와 반도체 소재 지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

IT 선단공정이 여는 소재의 시간

04

기업분석

| 한솔케미칼 BUY, 목표주가 350,000원

| 삼양엔씨캠 BUY, 목표주가 25,000원

| 솔브레인 BUY, 목표주가 490,000원

| 이엔에프테크놀로지 BUY, 목표주가 70,000원

| 에프에스티 BUY, 목표주가 40,000원

| 원익머트리얼즈 BUY, 목표주가 59,000원

한솔케미칼 014680

Analyst 엄우용 | IT/전기전자

02-3779-3552, wy.eum@sangsanginib.com

하프늄, 끊임없이 이어지는 모멘텀

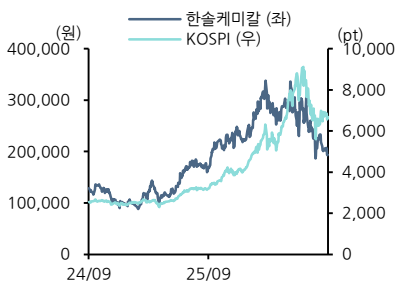
BUY 신규

목표주가 신규	350,000원
증가(26.09.07)	202,000원
상승여력	73.3%

Stock Data

KOSPI(09/07)	6,995.4pt
시가총액	21,804억원
액면가	5,000원
52 주 최고가	338,000원
52 주 최저가	169,100원
외국인지분율	43.0%
90 일 일평균거래대금	133억원
주요주주지분율	
조동혁 (외 8 인)	12.8%
유동주식비율	79.9%

Stock Price



투자이견 BUY, 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시

한솔케미칼에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 350,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 WACC 9.47%를 적용한 DCF로 산출했다. 안정적인 기존 사업을 기반으로 신규 성장동력이 끊임없이 더해지는 구간이다. 과산화수소는 높은 진입장벽과 과점 구조를 기반으로 실적의 하방을 지지하고, 프리커서는 선단공정 확대와 품목 다변화를 통해 전사 성장을 이끌 전망이다. 2027년부터 High-k 소재가 더해지며 중장기 실적 성장의 가시성도 높다. 반도체 소재 업종에서 최선희주로 제시한다.

판매량 증가가 이끌 실적 베이스

2026년 매출액 9,990억원(+13.0% YoY), 영업이익 1,826억원(+16.9% YoY)을 전망한다. 실적의 베이스는 판매량 증가다. 프리커서와 과산화수소 모두 전방 가동률 상승과 신규 팹 가동에 따라 물량 증가가 예상된다. 2027년에는 용인 Y1과 기존 라인의 공정 전환에 따른 물량 증가가 이어지고, 이후 P5 가동 효과가 더해지며 기존 소재의 판매량 성장도 지속될 전망이다. 과산화수소는 국내 과점 구조를 기반으로 안정적인 실적을 유지해온 사업인 만큼, 신규 팹 가동에 따른 판매량 증가가 중장기 실적 성장을 이끌 전망이다.

하프늄 프리커서로 쌓는 성장

11월 Hf계 High-k 프리커서 원천특허 만료를 기점으로 새로운 시장이 열린다. 동사는 SK하이닉스 신규 공급 후보로 선정돼 평가를 진행 중이며 북미 메모리사에서도 Hf와 Zr 프리커서 평가를 진행하고 있다. HfO₂는 높은 유전율을 통해 동일한 물리적 두께에서도 더 낮은 EOT와 높은 정전용량을 구현할 수 있어 선단 디램 커패시터의 성능 개선에 유리하다. 수요 증가와 공급망 재편이 동시에 진행되는 가운데, 신규 공급처 진입을 통한 점유율 확대가 동사의 실적 성장으로 이어질 전망이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	776	129	123	10,823	9.0	7.0	1.1	13.5	2.2
2025	884	156	147	12,993	17.5	12.9	2.4	14.3	1.1
2026E	999	183	170	15,577	13.0	9.3	1.9	14.7	1.5
2027E	1,136	231	213	19,766	10.2	7.3	1.6	16.2	1.6
2028E	1,244	283	258	23,970	8.4	5.7	1.4	17.0	1.7

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 350,000원으로 커버리지 개시

한솔케미칼에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 350,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 WACC 9.47%를 적용한 DCF로 산출했다. 2026년에는 TSMC 선단공정 가동률 상승에 따른 TSA 판매 증가가 프리커서 성장을 이끌고, 2027년부터 Hf 및 Zr계 High-k 프리커서가 신규 성장동력으로 더해질 전망이다. 과산화수소 역시 국내 과점 구조를 기반으로 안정적인 실적을 유지하는 가운데 P4, P5, Y1 등 고객사의 신규 라인 가동에 따른 판매량 증가가 예상된다. 기존 주력 소재의 Q 증가와 신규 프리커서 진입이 동시에 나타나며 실적 성장의 가시성이 높아질 것으로 판단한다. 이에 동사를 반도체 소재 업종 Top Pick으로 선정한다.

그림 1. Valuation: DCF Model

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
* FCFF 추정										
FCFF	6.5	135.3	143.2	189.3	255.0	279.2	283.1	324.8	364.3	394.8
세후영업이익 (NOPLAT)	150.1	192.4	236.2	258.7	297.5	303.4	333.8	383.9	422.2	443.3
유무형자산상각비	61.8	64.6	68.5	71.1	75.3	76.9	73.1	82.4	89.3	101.7
설비투자 (CAPEX)	177.2	105.9	148.4	125.4	101.8	96.2	91.4	104.0	113.9	131.0
운전자본 증감/기타	28.2	15.8	13.1	15.0	16.1	5.0	32.4	37.5	33.3	19.2
Adjusted FCFF(12M FWD)	92.8	140.6	174.1	233.3	271.2	281.8	311.0	351.3	384.8	408.1
* 현금흐름의 현재가치										
가중평균자본비용 (WACC, %)	9.47									
영구성장률 (%)	2.24									
Terminal Value										5,767.0
현재가치 계수	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.48	0.44	0.40
현재가치 (PV)	84.8	117.3	132.7	162.4	172.5	163.7	165.1	170.3	170.4	165.1
* Valuation										
잉여현금흐름 현재가치	1,504.2									
Terminal Value 현재가치	2,332.8									
현재가치의 합계	3,837.0									
순차입금 (-)	91.8									
목표시가총액 (십억원)	3,745.2									
비지배주주지분 (-)	97.6									
비연결 관계기업투자 (+)	0.0									
보통주 시가총액	3,647.6									
주식수 (천주)	10,727									
적정주가 (원)	340,042									
목표주가 (원)	350,000									
현재주가 (원)	202,000									
상승여력 (%)	73.3									

자료: 상상인증권

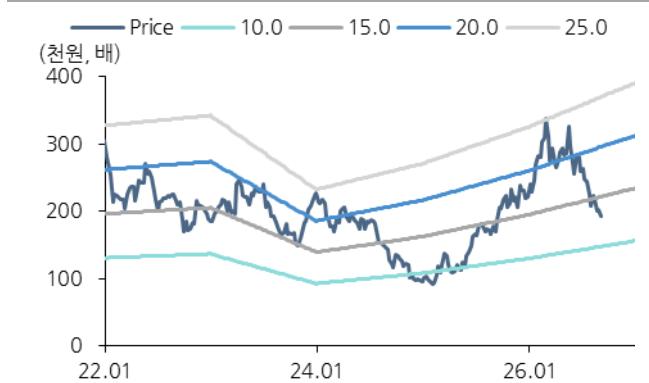
그림 2. WACC 추정

항목	(십억원, %)	기타
자기자본비용 (COE)	9.78	CAPM 을 통해 산출
타인자본비용 (COD)	2.41	한솔케미칼 신용등급 및 세금효과 고려
자기자본	2,084.3	한솔케미칼 시가총액
타인자본	91.8	2026 년 순차입금
총자본	2,176.1	
가중평균자본비용 (WACC)	9.47	
자기자본비용 (COE)	9.78	
시장 위험프리미엄	7.57	WMI 500 총수익률 (10.87) - 1 년 만기 동안채 총수익률 (3.30)
무위험수익률	3.20	1 년 만기 동안채 수익률 90 일 평균
베타	0.87	한솔케미칼 52 주 베타 기준 추정
영구성장률	2.24	30 년 만기 국고채 수익률 90 일 평균 50% 할인

자료: 상상인증권

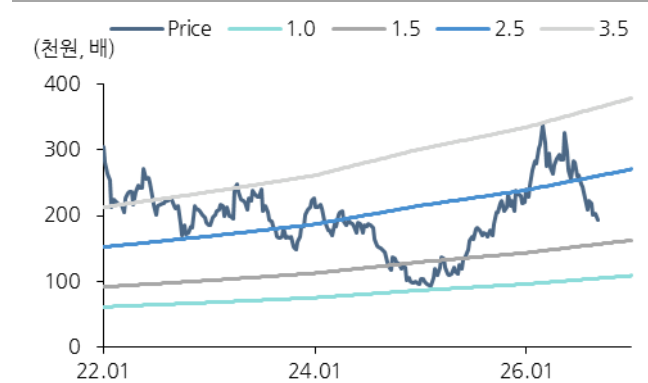
주: 시장 위험프리미엄은 2001~2025년 데이터 기준으로 산정

그림 3. P/E Band



자료: 상상인증권

그림 4. P/B Band



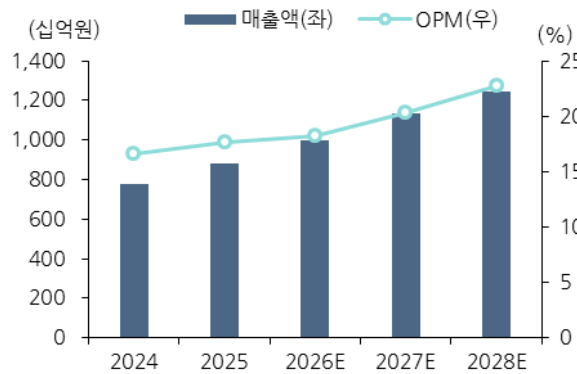
자료: 상상인증권

그림 5. 한솔케미칼 분기 및 연간 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	209.6	221.9	230.0	222.4	231.9	247.5	258.5	261.2	883.9	999.0	1,135.9
정밀화학	52.2	55.3	55.4	54.8	55.7	65.0	70.7	75.4	217.7	266.8	292.8
제지/환경	27.8	29.5	25.7	27.1	27.1	36.6	31.5	33.2	110.1	128.5	125.0
전자 및 이차전지 소재	76.5	81.4	85.7	81.2	81.5	76.9	85.6	80.8	324.7	324.8	410.5
테이팩스	30.8	35.3	37.2	37.8	38.1	40.0	40.5	41.0	141.1	159.5	182.9
기타	22.4	20.5	26.0	21.5	29.5	29.0	30.2	30.8	90.3	119.4	124.7
매출원가	146.7	153.5	159.8	173.7	165.3	173.2	178.0	200.8	633.6	717.3	796.0
판매비	21.1	19.6	21.5	31.9	22.1	24.6	24.1	28.2	94.1	99.1	109.1
영업이익	41.7	48.8	48.8	16.8	44.4	49.7	56.3	32.2	156.2	182.6	230.7
OPM (%)	19.9	22.0	21.2	7.6	19.2	20.1	21.8	12.3	17.7	18.3	20.3
당기순이익	35.5	48.6	46.5	17.5	42.5	46.9	52.7	32.9	148.1	175.1	219.7
당기순이익률 (%)	17.0	21.9	20.2	7.9	18.3	19.0	20.4	12.6	16.8	17.5	19.3
지배주주순이익	36.4	49.1	45.3	16.5	41.3	45.5	51.1	31.9	147.3	169.8	213.1
지배주주순이익률 (%)	17.4	22.1	19.7	7.4	17.8	18.4	19.8	12.2	16.7	17.0	18.8

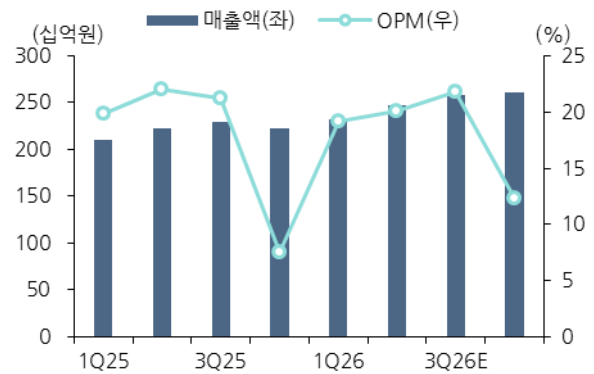
자료: 상상인증권 추정

그림 6. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 7. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 한솔케미칼, 상상인증권

투자포인트

TSA 성장 둔화에도 하프늄이 다음 성장축으로 추가

TSMC 점유율 조정에도 중장기 경쟁력은 유효

TSA에서 하프늄으로, 끊임없이 이어지는 프리커서 모멘텀

2026년 TSA 매출은 TSMC 내 점유율 조정으로 당초 추정 대비 성장 속도가 완만해졌으나, 방향성 자체는 여전히 우상향이다. 2027년 중반부터는 하프늄 프리커서 매출이 더해지며 성장 축이 한 번 더 확장될 것으로 판단된다.

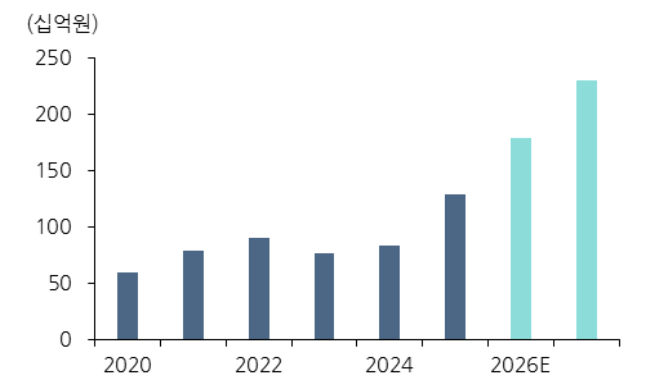
TSA는 선단공정의 Gap-fill 공정에서 Si계 박막을 형성하는 데 사용되는 고순도 실리콘 프리커서다. 미세화로 패턴 간격이 좁아질수록 균일한 박막 형성과 Gap-fill 난도가 높아지면서 고사양 프리커서의 중요성도 커진다.

2025년 프리커서 매출의 약 40%를 차지하는 동사의 주력 제품이며, 고객사는 TSMC, Intel, 삼성전자로 이 중 TSMC 비중이 2025년 기준 60% 수준이다. 최대 고객사 의존도가 높은 만큼, 최근 TSMC 내 TSA MS가 하락했다는 점이 시장의 이슈로 부각됐다. 다만 이번 점유율 하락이 TSA 사업의 경쟁력 약화를 의미한다고 보기는 어렵다.

첫째, 고객사 내 점유율은 원래 공정 및 공급사 믹스에 따라 변동해왔다. 다만 지난해부터는 MS가 오르기만 하면서 동사의 프리커서 매출 증가율이 시장 전체의 프리커서 수요 증가율을 웃돌았고, 이번에 MS가 소폭 낮아지며 그 초과분이 정상 수준으로 되돌아가는 국면으로 볼 수 있다.

둘째, 이번 조정에도 불구하고 매출액 자체가 역성장하는 것은 아니다. 2026년 연간 프리커서 매출은 1,660억원으로 추정하며, 2025년 1,300 억원 대비로는 약 28% 증가한 수준이다. 앞서 예상했던 30%대 후반 성장보다는 둔화됐지만 여전히 높은 성장세는 유지된다.

그림 8. 프리커서 실적 전망 추이



자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 9. 한솔케미칼의 프리커서 제품 구성

	TSA	DIPAS	BDEAS	High-K
적용 영역	비메모리 (Gap-fill 공정)	DRAM, 비메모리 (DPT/QPT 공정)		DRAM, 비메모리 (Capacitor, HKMG)
주요 고객사	TSMC, Intel, 삼성전자	삼성전자	SK하이닉스, CXMT, TSMC, Micron	삼성전자

자료: 한솔케미칼, 상상인증권

특허 만료가 여는 Hf 프리커서 신규 진입 기회

현재 프리커서 시장의 핵심 이슈는 11월 예정된 Hf계 High-k 프리커서 원천특허 만료이다. 그동안 SK하이닉스는 SK트리켄과 유피케미칼을 중심으로 Hf계 프리커서를 조달해왔으나, 특허 만료를 앞두고 공급처 다변화에 나서고 있다. 신규 공급 후보로 동사가 선정됐으며 연말까지 평가를 거쳐 큰 이변이 없다면 2027년 중반에 양산 진입, 2028년에 실적 온기 반영이 가능할 전망이다.

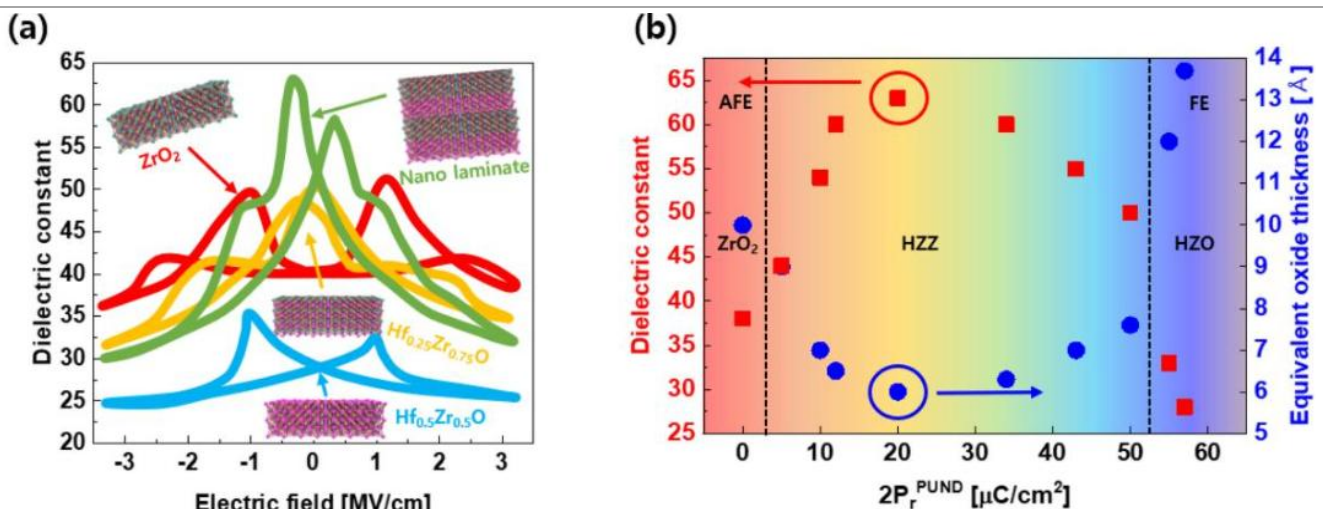
원료 조달 안정성도 뒷받침된다. 자회사 HS머트리얼즈가 하프늄을 포함한 High-k 소재의 전단 합성을 담당하고 동사가 이를 받아 후단 정제를 진행하는 수직계열화 구조로, 공급량이 제한적이고 가격 변동이 큰 하프늄 원료 특성을 고려해도 조달 리스크는 낮다.

수요 확대와 높은 수익성이 더해지는 Hf 프리커서

시장 개방과 함께 Hf계 프리커서 수요도 증가할 전망이다. 디램 미세화로 커패시터의 EOT(등가산화막두께) 축소 요구가 높아지면서 기존 ZrO_2 기반 구조에 HfO_2 를 결합한 High-k 구조의 적용이 확대되고 있다. HfO_2 는 ZrO_2 와의 적층 및 도핑을 통해 높은 유전율과 낮은 누설전류를 동시에 구현할 수 있어 선단 디램에서 적용 비중이 높아질 전망이다. SK하이닉스 역시 과거 10nm 후반 디램에서는 Zr계 소재를 중심으로 사용했으나 공정 미세화 이후 Hf계를 함께 적용하고 있다. 현재 동사는 SK하이닉스 Hf 프리커서 평가와 더불어 마이크론에서도 Zr 및 Hf 프리커서 평가를 진행 중이다.

Hf 프리커서는 기존 제품 대비 높은 수익성이 기대된다. 제품별 수치는 공개되지 않았으나 High-k 프리커서 업체의 과거 수익성을 감안해 30% 내외의 영업이익이익률을 가정하며, 특허 만료 이후 평가 하락 가능성을 반영하더라도 동사의 전사 영업이익이익률을 상회하는 수익성은 유지될 것으로 추정한다.

그림 10. Hf-Zr 복합 구조 적용에 따른 High-k 특성 개선



자료: Kashir et al., Nanoscale (2021), Jung et al., Nano Convergence (2022), 상상인증권

주: (a) X축은 인가 전기장, Y축은 상대유전율(ϵ_r). (b) X축 $2P_r^{PUND}$ 는 잔류분극, 좌측 Y축은 상대유전율, 우측 Y축은 등가산화막두께(EOT). HZO(x)는 $Hf_{1-x}Zr_xO_2$ 로 x는 Zr 조성비이며, HZO(0.5)= $Hf_{0.5}Zr_{0.5}O_2$, HZO(0.75)= $Hf_{0.25}Zr_{0.75}O_2$, HZO(1.0)= ZrO_2 . HZZ는 HZO/ ZrO_2 nanolaminate 구조. FE/AFE는 각각 강유전체/반강유전체, MPB는 FE와 AFE 결정상의 경계 영역을 의미함. ϵ_r 은 높을수록, EOT는 낮을수록 디램 커패시터의 정전용량 확보에 유리.

과산화수소, 캐시카우를 넘어 성장동력으로

안정적인 캐시카우였던 과산화수소

과산화수소는 그간 동사의 안정적인 캐시카우로 인식돼왔다. 과산화수소가 포함된 정밀화학 매출은 2020년 1,772억원에서 2025년 2,177억원으로 늘었지만, 업황 변동에도 연간 2,000억원 안팎에서 크게 벗어나지 않는 흐름을 보여왔다. 반도체용 과산화수소는 높은 품질 요구와 고객사 인증 장벽으로 신규 사업자의 진입이 쉽지 않아, 국내 시장은 동사와 OCI 중심의 과점 구조가 유지되고 있다. 안정적이지만 그만큼 성장성에는 한계가 있다는 것이 통념이었다.

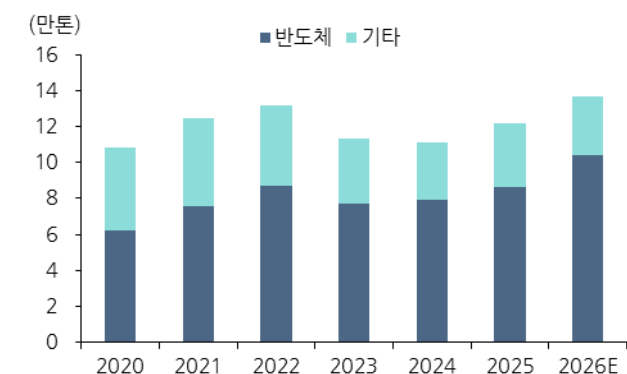
신규 라인과 증설이 과산화수소의 성장성을 바꾼다

그러나 이 구조가 바뀌는 구간에 진입한 것으로 판단된다. 첫째, 신규 라인 가동에 따른 판매량 증가가 더해진다. P4항 공급이 4분기부터 시작되고, P5와 Y1항 물량도 2027년부터 순차적으로 기여할 전망이다. 그동안 과산화수소 매출 성장이 기존 라인의 가동률 상승에 주로 의존했다면, 앞으로는 신규 라인 증설 효과가 없어진다는 점이 다르다. 이에 따라 반도체용 과산화수소 판매량은 2025년 8.6만톤에서 2026년 10만톤으로 증가할 것으로 추정한다.

둘째, 생산능력 자체도 확대된다. 현재 약 13만톤 수준인 총 생산능력은 2029년 16만톤까지 늘어날 예정이다. 과산화수소는 고객사의 실제 반도체 생산량에 연동되는 소재인 만큼, 신규 팹의 가동이 시작된 이후에야 실적 기여가 나타나는 사업 구조를 갖는다. 기존에는 고객사의 가동률 회복이 판매량 증가를 이끌었다면, 앞으로는 신규 라인 가동에 따른 절대 웨이퍼 투입량 증가가 추가되는 구조로 바뀐다. 특히 최근 주요 고객사의 증설 일정이 구체화되고, 일부는 기존 계획보다 앞당겨지고 있어 중장기 수요 가시성도 함께 높아지고 있다.

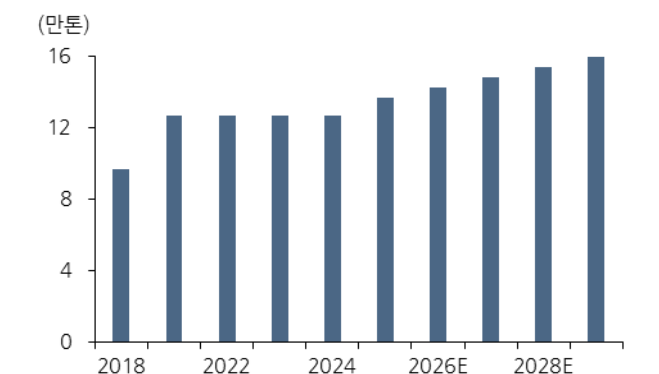
결론적으로 과산화수소 사업은 더 이상 안정성만으로 평가할 사업이 아니다. 신규 라인 증설이 순차적으로 반영되는 2026년부터 2029년까지, 캐시카우에서 성장동력으로 역할이 확장되는 구간으로 봐야 한다.

그림 11. 과산화수소 판매량 추이 및 전망



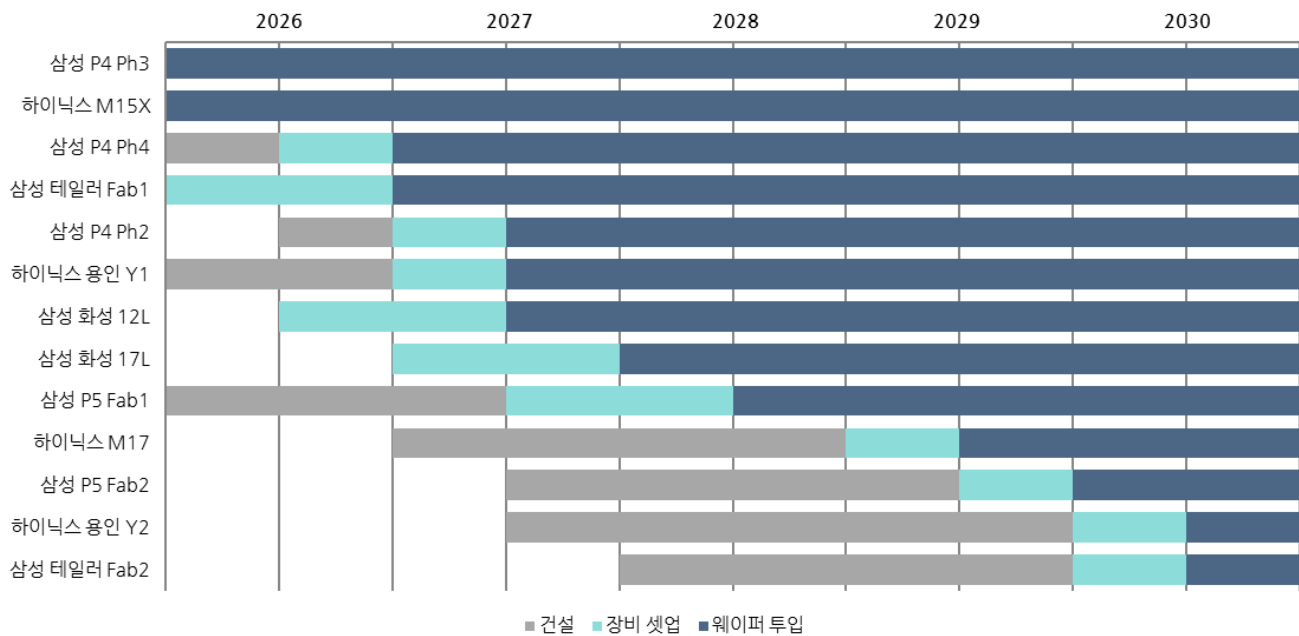
자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 12. 과산화수소 케파 추이 및 전망



자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 13. 주요 반도체 신규 팹 및 전환 투자 일정



자료: 삼성전자, SK하이닉스, 언론보도, 상상인증권

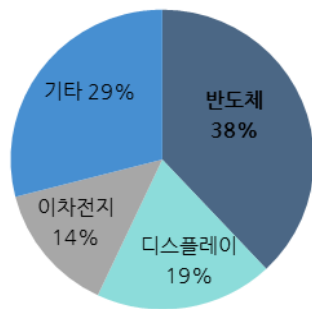
기업 개요

국내 최대 소재사, 반도체부터 이차전지까지

과산화수소에서 첨단소재로 확장한 종합 소재업체

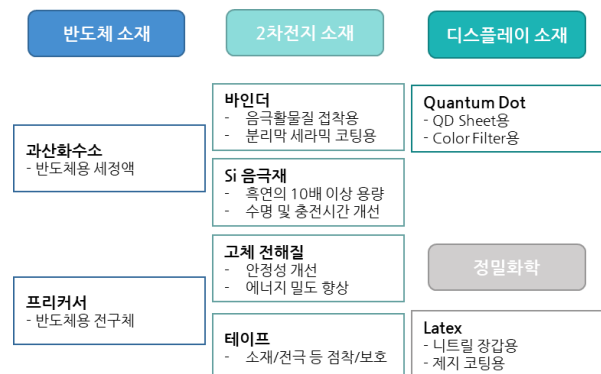
한솔케미칼은 반도체와 디스플레이, 이차전지, 정밀화학 전반에 걸쳐 사업을 영위하는 종합 소재 업체이다. 2025년 기준 매출 비중은 반도체 38%, 디스플레이 19%, 이차전지 14%, 기타 29%이다. 반도체 부문에서는 국내 반도체용 과산화수소 시장 점유율 약 60%를 확보하고 있으며, 증착 공정용 프리커서는 TSMC와 인텔, 삼성전자, SK하이닉스 등 글로벌 주요 팹에 공급한다. 디스플레이 부문에서는 퀀텀닷 소재를 삼성디스플레이에 독점 공급하고 있다. 이차전지 부문에서는 바인더와 고체 전해질, 실리콘 음극재를 생산하며, 자회사 테이팩스를 통해 이차전지용 테이프 사업도 영위한다. 과산화수소에서 시작해 고객사 인증과 공정 레퍼런스가 중요한 반도체와 디스플레이, 이차전지 소재로 사업영역을 확장해왔다.

그림 14. 한솔케미칼 전방산업별 매출액 비중



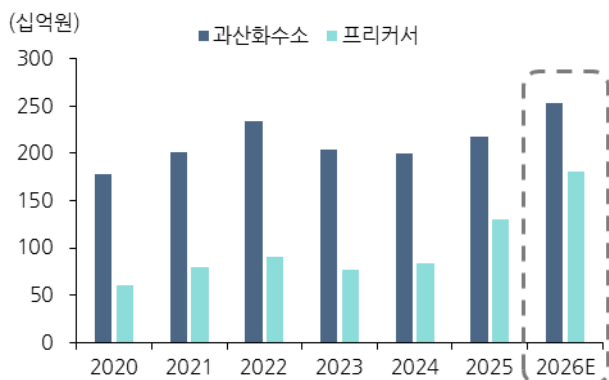
자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 15. 한솔케미칼 주요 제품



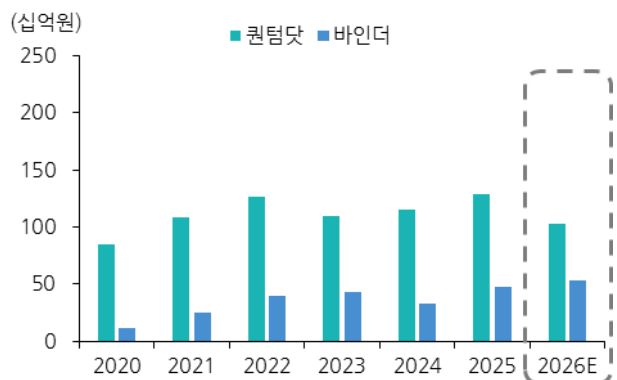
자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 16. 한솔케미칼 주요 제품별 매출액 추이(1)



자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 17. 한솔케미칼 주요 제품별 매출액 추이(2)



자료: 한솔케미칼, 상상인증권

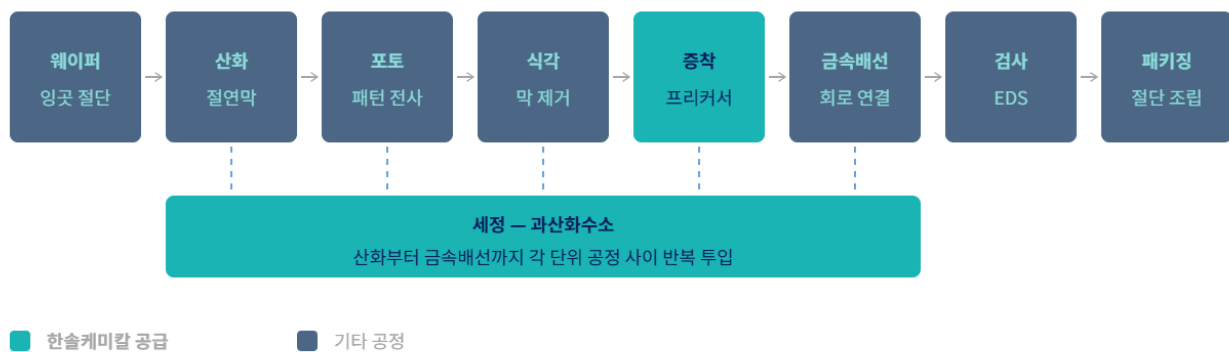
세정부부터 증착까지 이어지는 반도체 소재 포트폴리오

국내 과점시장 내 약 60% 점유율 확보

반도체용 과산화수소는 웨이퍼 표면에 남은 유기물과 금속 오염물 및 공정 잔여물을 제거하는 세정 소재다. 반도체 제조 과정에서는 증착과 식각 등 주요 공정 사이에 세정이 반복되기 때문에 여러 단계에서 과산화수소가 사용된다. 일반 산업용 제품보다 높은 순도가 요구되며 고객사와 생산라인별 품질 인증을 거쳐 공급된다.

동사는 국내에서 삼성전자와 SK하이닉스에 반도체용 과산화수소를 공급하며 중국에서는 삼성전자 시안 낸드 팹에 제품을 공급한다. 국내 반도체용 시장은 동사와 OCI의 과점시장이 형성돼 있으며 동사는 약 60%의 점유율을 확보하고 있다. 2025년 기준 과산화수소 CAPA는 13.7만톤으로 국내 팹의 증설에 따라 과산화수소 증설을 통해 안정적 공급을 지속하고 있다.

그림 18. 반도체 8대 공정 내 한솔케미칼 제품 적용 구간



자료: 상상인증권

프리커서는 원하는 박막을 만드는 출발 물질

전사 실적 성장을 이끄는 프리커서

2025년 기준 프리커서 매출액은 1,300억원으로 전년 대비 54.8% 증가하며 전사 실적 개선에 가장 큰 기여를 한 아이템이다. 프리커서는 반도체 웨이퍼 위에 절연막과 금속막 등 박막을 형성할 때 투입되는 증착 원료다. 기체 상태의 프리커서를 웨이퍼 표면에 공급한 뒤 화학반응을 유도해 원하는 물질을 얇고 균일하게 쌓는다. 적용 공정과 형성하려는 박막에 따라 서로 다른 물질이 사용되며 제품별로 별도의 고객사 평가와 인증이 필요하다.

메모리와 파운드리를 동시에 대응하는 제품 포트폴리오

동사의 프리커서 제품군은 TSA와 DIPAS 및 BDEAS와 High-k 소재 등으로 구성된다. Gap-fill과 캐패시터 및 HKMG와 DPT/QPT 등 다양한 증착 공정에 적용되며 고객사는 TSMC와 Intel 및 삼성전자와 SK하이닉스 및 CXMT와 Micron 등으로 다변화돼 있다.

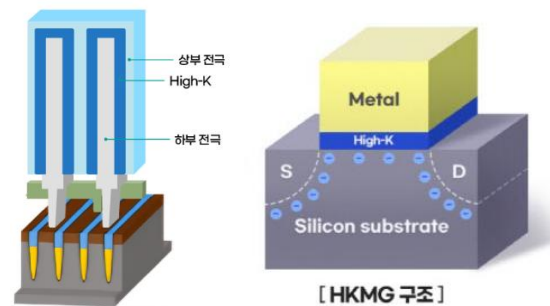
한솔케미칼 프리커서 사업의 특징은 메모리와 파운드리를 동시에 대응한다는 점이다. 매출 비중은 파운드리 50%, 디램 45%, 낸드 5%로 특정 전방에 치우치지 않는다. 파운드리향은 TSA를 중심으로 TSMC와 Intel에 공급하며, 메모리향은 삼성전자와 SK하이닉스 및 Micron 등으로 고객 기반을 넓혀왔다. 글로벌 선단 파운드리의 공정 전환과 메모리 고객사의 생산 확대를 함께 실적으로 연결할 수 있는 구조이다.

그림 19. 한솔케미칼의 프리커서 주요 제품

	TSA	DIPAS	BDEAS	High-K
적용 영역	비메모리 (Gap-fill 공정)	DRAM, 비메모리 (DPT/QPT 공정)		DRAM, 비메모리 (Capacitor, HKMG)
주요 고객사	TSMC, Intel, 삼성전자	삼성전자	SK하이닉스, CXMT, TSMC, Micron	삼성전자

자료: 한솔케미칼, 상상인증권

그림 20. High-k 기반 트랜지스터 구조 및 HKMG 개념도



자료: 삼성전자, 상상인증권

퀀텀닷에서 차세대 배터리 소재까지

동사는 삼성디스플레이에 퀀텀닷 소재를 독점 공급하고 있다. 다만 중국 업체들이 LCD 시장을 장악한 데 이어 OLED 시장까지 진출하면서 디스플레이 소재의 경쟁 환경은 악화되고 있다. TV 수요 둔화와 중국산 TV의 경쟁 심화까지 겹치며 기존 QD 소재의 성장도 제한적인 상황이다. 이에 동사는 삼성디스플레이와 자발광 QD를 공동 개발하며 적용처를 TV에서 모바일과 태블릿 등으로 확대할 계획이다.

이차전지 소재는 동사의 또 다른 사업 축이다. 현재 이차전지 바인더를 국내 배터리 업체와 중국 ESS 업체에 공급하고 있다. 2025년 바인더 매출액은 480억원으로 전년 대비 45.5% 증가했다. 중국 ESS 배터리 업체인 루이푸에 신규 공급을 시작한 것이 성장을 이끌었다. 2026년에도 루이푸와 삼성SDI향 판매는 증가하고 있으나 SK온향 수요는 부진한 상황이다.

고체전해질, 실리콘 음극재가 중장기 성장축

차세대 소재로는 전고체 배터리용 고체전해질과 실리콘 음극재를 개발하고 있다. 고체전해질은 파일럿 라인 구축을 완료하고 고객사 평가용 제품을 공급 중이며, 고객사의 개발 일정에 따라 2028년부터 양산 매출이 발생할 전망이다. 실리콘 음극재는 동일 무게 기준 기존 흑연 음극재보다 약 5배 높은 용량을 구현할 수 있는 소재다. 2026년 7월 양산을 시작했으며 매출은 3분기부터 반영될 전망이다. 초기 매출 규모는 크지 않지만 적용 차량 확대에 따라 2028년부터 실적 기여도가 높아질 것으로 예상된다.

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	348.0	447.9	575.3	739.4	901.7
현금 및 현금성자산	83.7	112.6	146.9	272.6	402.2
매출채권	97.5	104.3	139.0	153.8	165.5
재고자산	125.9	123.8	142.3	157.5	169.4
비유동자산	1,116.6	1,152.4	1,234.1	1,270.0	1,347.7
관계기업투자등	90.1	105.1	94.3	102.0	110.4
유형자산	862.2	881.2	940.6	963.1	1,026.7
무형자산	77.9	78.8	79.4	80.1	80.8
자산총계	1,464.7	1,600.3	1,809.4	2,009.4	2,249.4
유동부채	272.4	274.8	255.5	274.1	289.2
매입채무	88.8	110.0	157.9	174.8	188.1
단기금융부채	156.9	145.8	74.8	75.6	76.4
비유동부채	120.9	148.3	228.2	229.2	230.2
장기금융부채	111.5	142.5	223.0	224.2	225.4
부채총계	393.2	423.1	483.8	503.3	519.4
지배주주지분	974.3	1,080.5	1,228.1	1,408.5	1,632.5
자본금	56.7	56.7	56.9	56.9	56.9
자본잉여금	59.9	59.9	63.6	63.6	63.6
이익잉여금	908.7	1,030.1	1,171.6	1,352.0	1,576.0
비지배주주지분	97.1	96.8	97.6	97.6	97.6
자본총계	1,071.4	1,177.3	1,325.6	1,506.1	1,730.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	776.4	884.0	999.0	1,135.9	1,244.0
매출원가	571.6	633.6	717.3	796.0	844.7
매출총이익	204.8	250.4	281.7	339.9	399.3
판매비와 관리비	75.9	94.1	99.1	109.1	116.1
영업이익	128.8	156.2	182.6	230.7	283.3
EBITDA	179.9	210.3	244.4	295.3	351.8
금융손익	4.2	-1.6	4.1	2.5	2.9
관계기업등 투자손익	20.2	23.8	26.1	30.3	33.4
기타영업외손익	-5.5	1.2	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	147.8	179.5	213.0	263.5	319.6
계속사업법인세비용	22.9	31.4	37.9	43.8	53.1
당기순이익	124.9	148.1	175.1	219.7	266.5
지배주주순이익	122.7	147.3	169.8	213.1	258.5
매출총이익률 (%)	26.4	28.3	28.2	29.9	32.1
영업이익률 (%)	16.6	17.7	18.3	20.3	22.8
EBITDA 마진률 (%)	23.2	23.8	24.5	26.0	28.3
세전이익률 (%)	19.0	20.3	21.3	23.2	25.7
지배주주순이익률 (%)	15.8	16.7	17.0	18.8	20.8
ROA (%)	8.7	9.6	10.0	11.2	12.1
ROE (%)	13.5	14.3	14.7	16.2	17.0
ROIC (%)	10.1	11.0	11.9	14.3	16.8

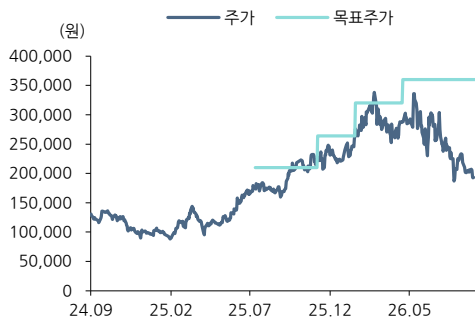
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	162.4	200.4	222.1	303.9	373.3
당기순이익(손실)	124.9	148.1	175.1	219.7	266.5
현금수익비용가감	60.4	95.1	101.1	100.0	120.0
유형자산감가상각비	49.4	52.0	59.7	62.5	66.4
무형자산상각비	1.7	2.0	2.1	2.1	2.1
기타현금수익비용	9.3	41.1	-17.4	-25.2	-15.2
운전자본 증감	-8.5	-13.6	-45.3	-15.8	-13.1
매출채권의 감소(증가)	1.5	-4.6	-6.7	-14.8	-11.7
재고자산의 감소(증가)	-2.6	-1.2	-19.2	-15.2	-12.0
매입채무의 증가(감소)	-3.0	-2.3	-7.1	16.8	13.3
기타영업현금흐름	-4.5	-5.4	-12.3	-2.6	-2.8
투자활동 현금흐름	-72.1	-130.8	-145.2	-75.0	-118.2
유형자산 취득(취득)	-108.1	-82.9	-115.0	-85.0	-130.0
무형자산 감소(증가)	-0.8	-0.3	-2.7	-2.8	-2.8
투자자산 감소(증가)	30.5	-65.5	-23.5	17.6	19.7
기타투자활동	6.4	18.0	-4.0	-4.9	-5.1
재무활동 현금흐름	-76.9	-39.9	-17.8	-60.7	-62.5
차입금의 증가(감소)	-26.1	16.8	9.3	2.0	2.0
자본의 증가(감소)	-54.0	-54.9	-55.4	-62.7	-64.5
배당금 지급	23.6	23.2	28.3	32.7	34.5
기타재무활동	3.2	-1.8	28.3	0.0	0.0
현금의 증감	16.6	28.9	34.4	125.7	129.6
기초현금	67.1	83.7	112.6	146.9	272.6
기말현금	83.7	112.6	146.9	272.6	402.2

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	9.0	17.5	12.4	9.8	8.1
P/B	1.1	2.4	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	7.0	12.9	8.9	6.9	5.4
P/S	1.4	2.9	2.2	1.9	1.8
배당수익률 (%)	2.2	1.1	1.6	1.7	1.8
성장성 (%)					
매출액 증가율	0.6	13.9	13.0	13.7	9.5
영업이익 증가율	3.8	21.3	16.9	26.4	22.8
세전이익 증가율	9.0	21.5	18.6	23.7	21.3
지배주주순이익 증가율	16.5	20.1	15.3	25.5	21.3
EPS 증가율	16.5	20.1	19.9	26.9	21.3
안정성 (%)					
부채비율	36.7	35.9	36.5	33.4	30.0
유동비율	127.8	163.0	225.1	269.8	311.8
순차입금/자기자본	14.6	11.0	6.9	-2.4	-9.8
영업이익/금융비용	24.2	21.5	26.8	36.7	44.7
총차입금 (십억원)	268.5	288.3	297.8	299.8	301.8
순차입금 (십억원)	157.0	129.6	91.8	-36.8	-169.7
주당지표 (원)					
EPS	10,823	12,993	15,576	19,765	23,969
BPS	85,955	95,321	108,007	123,875	143,572
SPS	68,491	77,984	87,862	99,899	109,412
DPS	2,100	2,600	3,000	3,200	3,500

한솔케미칼 목표주가 추이 및 투자이건 변동내역



일시	투자이건	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-11	Buy	264,000	1년	-11.8	-1.0
2026-01-22	Buy	320,000	1년	-10.9	5.6
2026-04-22	Buy	360,000	1년	-29.2	-6.7
2026-09-08	담당자변경				
2026-09-08	Buy	350,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:임우웅)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고	구분	투자이건 기준 및 기간	투자등급	투자이건 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

삼양엔씨켐 482630

Analyst 엄우용 | IT/전기전자

02-3779-3552, wy.eum@sangsanginib.com

가까워지는 고객, 높아질 마진

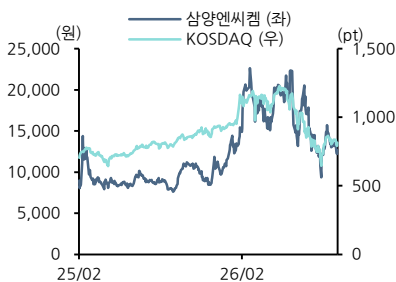
BUY 신규

목표주가 신규	25,000원
증가(26.09.07)	12,650원
상승여력	97.6%

Stock Data

KOSDAQ(09/07)	822.2pt
시가총액	2,769억원
액면가	500원
52 주 최고가	22,650원
52 주 최저가	8,095원
외국인지분율	3.2%
90 일 일평균거래대금	44억원
주요주주지분율	
삼양홀딩스 (외 12 인)	68.7%
유동주식비율	29.3%

Stock Price



투자이견 BUY, 목표주가 25,000원 제시하며 커버리지 개시

삼양엔씨켐에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

목표주가는 12MF EPS 1,260원에 글로벌 PR사의 12MF P/E 평균인 19.8배를 적용해 산출했다. 높은 상승여력의 근거는 다음 두 가지다. 첫째, ArF/EUV 비중 상승으로 이익 성장이 가속화될 전망이다. 둘째, 글로벌 PR 업체의 국내 투자 확대가 동사의 원료 채택 확대로 이어질 전망이다. 이에 반도체 소재 업종 최선호주로 선정한다.

소재사에서 본 적 없는 마진을

주목할 부분은 고부가 제품 중심의 믹스 개선이다. PR 소재는 적용 공정과 기술 난이도가 높아질수록 수익성이 크게 상승하는 구조로, 특히 EUV용 소재의 영업이익률은 일반 KrF 대비 5배 내외 수준으로 파악된다. 동사는 이미 ArF, EUV용 폴리머/PAG에서 상업화 품목을 확보했으며, 글로벌 주요 PR 업체들과 추가 제품 개발 및 샘플 공급을 진행하고 있다. 특히 2027년부터 현재 개발 중인 ArF/EUV 품목의 양산 전환이 본격화되며 고마진 제품 비중 상승이 이익 성장으로 연결될 것으로 판단한다. 이에 전사 영업이익률은 2025년 14.1%에서 2026년 15.4%, 2027년 17.1%까지 상승할 전망이다.

PR사의 국내 생산 확대, 높아지는 원료 현지화 가능성

글로벌 PR사의 국내 개발 및 생산이 확대되고 있다. 글로벌 점유율 1위인 TOK는 기존 인천 거점에 이어 평택에 신규 생산거점을 구축하고 있으며, Qnity와 동우화인켐도 국내 생산 및 연구개발 인프라를 확대하고 있다. PR 원료는 고객 요구에 맞춰 반복적인 샘플 공급과 조정이 필요한 만큼 일본 원료사 대비 빠른 개발 대응이 가능한 동사의 접근성이 부각될 전망이다. 글로벌 PR 업체의 국내 투자가 확대될수록 기존 고객 내 폴리머/PAG 채택과 공급 비중도 함께 높아질 것으로 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	111	11	9	462	0.0	1.7	0.0	11.3	0.0
2025	125	18	15	681	16.8	9.9	1.1	14.7	0.0
2026E	160	25	25	1,120	11.3	9.1	1.9	18.6	0.0
2027E	186	32	29	1,330	9.5	6.3	1.6	18.4	0.0
2028E	197	35	32	1,466	8.6	5.2	1.4	17.0	0.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 25,000원으로 커버리지 개시

삼양엔씨켄에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 25,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,260원에 글로벌 PR사의 12MF P/E 평균인 19.8배를 적용해 산출했다. 국내에 직접 비교 가능한 PR 원료 상장사가 제한적이고, 글로벌 PR 업체를 고객으로 폴리머 및 PAG를 공급하는 사업구조를 감안해 글로벌 PR사의 평균 멀티플을 적용했다. 높은 상승여력의 근거는 단순한 전방 업황 회복뿐만 아니라 제품과 고객 구조가 동시에 고도화되고 있다는 점에 있다.

고사양 KrF 및 ArF/EUV 소재의 상업화 확대가 제품 믹스 개선을 이끄는 가운데, 글로벌 PR 업체의 국내 생산/개발 거점 확대를 바탕으로 기존 고객 내 공급 품목 증가도 기대된다. 특히 이미 복수의 글로벌 PR 업체와의 ArF/EUV용 폴리머 및 PAG의 양산 및 개발이 진행되고 있어 향후 신규 품목의 매출 반영은 2027년부터 본격화될 것으로 전망하며 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 전망이다. 동사를 반도체 소재 업종 Top Pick으로 선정한다.

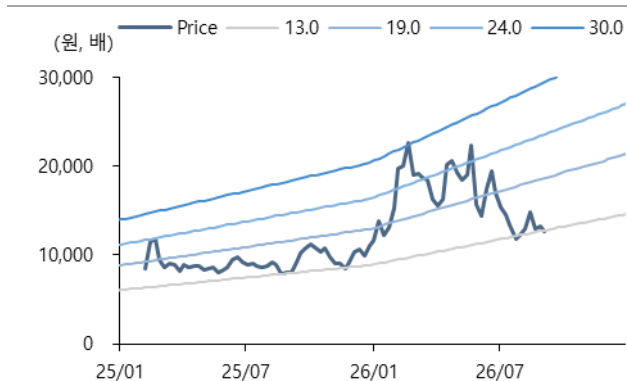
그림 1. Valuation: P/E Model

구분	내용	비고
EPS (원)	1,260	12 MF EPS
Target P/E	19.8	Global PR 사의 12MF P/E 평균
주당 기업가치 (원)	24,954	
목표주가 (원)	25,000	
현재주가 (원)	12,650	
상승여력 (%)	97.6	

자료: 상상인증권

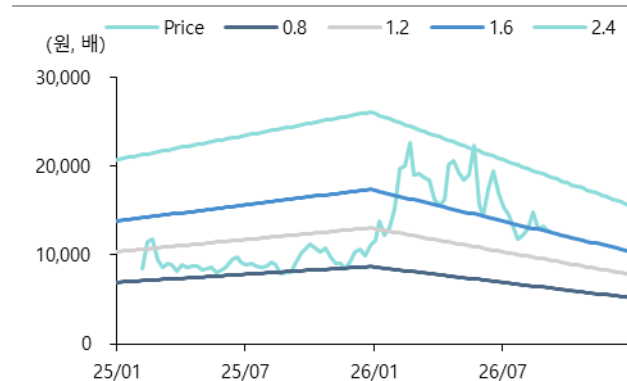
주: TOK, Qnity, 스미토모화학의 12MF P/E 활용

그림 2. P/E Band



자료: 상상인증권

그림 3. P/B Band



자료: 상상인증권

그림 4. Valuation: DCF Model

(십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
FCFF	12.5	9.7	21.0	20.4	29.7	44.0	32.8	44.0	55.1	70.8
세후영업이익 (NOPLAT)	24.0	28.6	29.4	35.3	47.9	50.5	57.4	68.1	78.7	83.0
유무형자산상각비	3.7	7.7	7.9	8.1	8.4	8.6	8.9	9.1	9.4	9.7
설비투자 (CAPEX)	4.7	19.0	10.0	10.5	11.4	11.0	20.0	15.0	15.0	15.0
운전자본 증감/기타	10.5	7.7	6.2	12.5	15.2	4.2	13.5	18.2	17.9	6.9
Adjusted FCFF(12M FWD)	10.6	17.3	20.6	26.6	39.2	36.5	40.3	51.5	65.6	75.5
* 현금흐름의 현재가치										
가중평균자본비용 (WACC, %)	10.93									
영구성장률 (%)	2.24									
Terminal Value										888.1
현재가치 계수	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60	0.54	0.48	0.44	0.39	0.35
현재가치 (PV)	9.6	14.0	15.1	17.6	23.4	19.6	19.5	22.4	25.8	26.8
* Valuation										
잉여현금흐름 현재가치	193.7									
Terminal Value 현재가치	314.7									
현재가치의 합계	508.4									
순차입금 (-)	-18.9									
목표시가총액 (십억원)	527.4									
비지배주주지분 (-)	0.0									
비연결 관계기업투자 (+)	0.0									
보통주 시가총액	527.4									
주식수 (천주)	21,888									
적정주가 (원)	24,093									
목표주가 (원)	25,000									
현재주가 (원)	12,650									
상승여력 (%)	97.6									

자료: 상상인증권

그림 5. WACC 추정

항목	(십억원, %)	기타
자기자본비용 (COE)	11.16	CAPM을 통해 산출
타인자본비용 (COD)	2.96	삼양엔씨캠 신용등급 및 세금효과 고려
자기자본	276.9	삼양엔씨캠 시가총액
타인자본	7.9	2026년 순차입금
총자본	284.8	
가중평균자본비용 (WACC)	10.93	
자기자본비용 (COE)	11.16	
시장 위험프리미엄	7.57	WMI 500 총수익률 (10.87) - 1년 만기 동안채 총수익률 (3.30)
무위험수익률	3.20	1년 만기 동안채 수익률 90일 평균
베타	1.05	삼양엔씨캠 52주 베타 기준 추정
영구성장률	2.24	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균 50% 할인

자료: 상상인증권

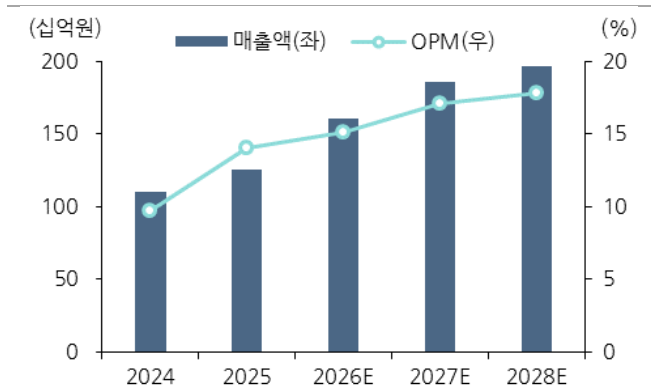
주: 시장 위험프리미엄은 2001~2025년 데이터 기준으로 산정

그림 6. 삼양엔씨켐 분기 및 연간 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	30.6	30.7	28.5	35.6	40.7	38.0	38.9	42.6	125.4	160.2	185.9
PR 소재	20.3	19.3	18.8	25.8	28.0	22.3	24.9	28.2	84.2	103.4	122.0
Wet Chemical	7.0	9.4	7.7	10.2	10.3	13.6	11.9	12.2	34.4	47.9	55.0
기타	3.3	1.9	1.9	-0.5	2.4	2.1	2.1	2.2	6.7	8.9	8.9
매출원가	22.6	23.1	21.3	26.7	29.9	28.1	28.9	31.9	93.8	118.8	135.2
판관비	3.5	3.2	3.2	4.1	4.3	4.3	4.0	4.1	14.0	16.8	18.9
영업이익	4.5	4.3	4.1	4.8	6.5	5.6	6.0	6.6	17.6	24.6	31.8
OPM (%)	14.6	14.0	14.2	13.5	16.0	14.7	15.4	15.4	14.1	15.4	17.1
당기순이익	3.8	3.5	3.6	4.0	5.7	7.1	5.5	6.2	14.9	24.5	29.1
당기순이익률 (%)	12.3	11.4	12.6	11.4	13.9	18.8	14.1	14.6	11.9	15.3	15.7
지배주주순이익	3.8	3.5	3.6	4.0	5.7	7.1	5.5	6.2	14.9	24.5	29.1
지배주주순이익률 (%)	12.3	11.4	12.6	11.4	13.9	18.8	14.1	14.6	11.9	15.3	15.7

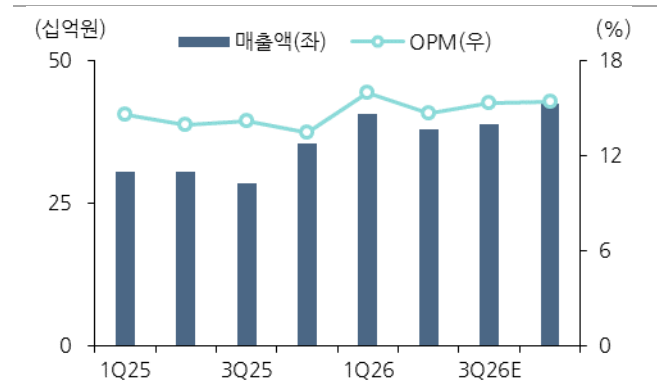
자료: 상상인증권 추정

그림 7. 삼양엔씨켐 연간 실적 추이 및 전망



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 8. 삼양엔씨켐 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

투자포인트

소재사에서 본 적 없는 마진을

고부가PR 비중 상승이 이익 성장을 결정

동사의 실적에서 중요한 변화는 PR 매출의 규모 확대뿐만 아니라 제품 구성의 변화다. PR 원료는 적용 제품에 따라 수익성 차이가 크며, **특히 EUV용 소재의 영업이익률은 일반 KrF 대비 5배 내외 수준으로 파악**된다. 동일한 PR 원료 사업에서도 고부가 제품으로 갈수록 수익성이 크게 높아지는 만큼, **향후 이익 성장은 출하량 증가와 함께 고부가 KrF, ArF, EUV 매출 비중이 얼마나 빠르게 확대되는지가 좌우할** 전망이다.

ArF-EUV 신규 양산이 2027년 믹스 개선을 견인

ArF는 EUV 도입 이후에도 선단공정에서 병행되는 주요 노광 기술이다. EUV가 미세 패터닝이 필요한 핵심층을 중심으로 적용되는 반면, 다수의 노광층에서는 ArF가 지속적으로 사용된다. 동사는 이미 ArF용 폴리머/PAG 상업화 품목을 확보한 가운데 글로벌 주요 PR 업체들과 추가 제품 개발 및 샘플 공급을 진행하고 있다. 신규 품목은 PR 업체와 최종 반도체 고객사의 평가 및 인증을 순차적으로 거쳐야 하는 만큼, **추가 양산에 따른 실적 기여는 2027년부터 점차 확대될 것으로 예상**한다.

EUV에서도 양산 품목 확보와 차세대 소재 개발이 동시에 진행되는 중이다. 동사는 기존 EUV용 폴리머/PAG 공급에서 나아가 폴리머와 PAG를 결합한 차세대 소재까지 개발 범위를 확대하고 있다. 일부 품목은 Spec-In 이후 실제 양산 적용까지 예상보다 시간이 소요되고 있으나, 현재 고객사별로 2027년 상반기부터 하반기까지 Spec-In 완료 및 상업화 일정이 예정돼 있다. 이에 2027년부터 신규 EUV 품목의 매출 기여가 점차 확대될 전망이다.

이에 따라 PR 소재 매출액은 2026년 1,034억원(+22.8% YoY), 2027년 1,220억원(+18.0% YoY)으로 증가할 것으로 예상된다. 영업이익 성장률은 매출 성장률을 상회하고, **영업이익률은 2025년 14.1%에서 2026년 15.4%, 2027년 17.1%로 상승할 것으로 전망**한다. 특히 2027년에는 현재 개발 중인 ArF/EUV 품목의 양산 전환이 더해지며 고마진 제품 비중 상승과 이익률 개선이 동시에 나타날 것으로 판단한다.

그림 9. 주요 고객사별 포토레지스트용 재료 공급 및 개발 현황

	KrF		ArF		EUV	
	폴리머	PAG	폴리머	PAG	폴리머	PAG
A 사	O	O	O	O	O	
B 사	O	O	개발중	개발중		
C 사	O		개발중	O	개발중	O
D 사	O	개발중	개발중	개발중	O	O
E 사	개발중					

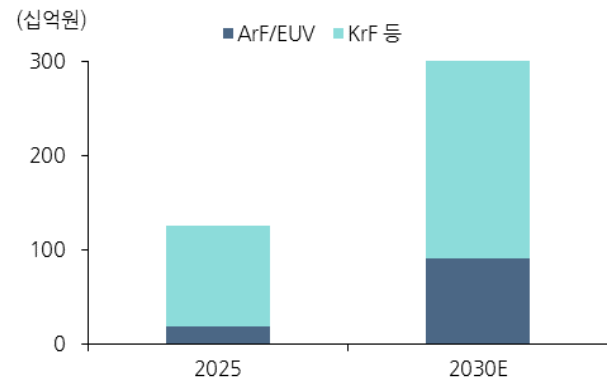
자료: 삼양엔씨켄, 상상인증권

그림 10. KrF/ArF/EUV PR의 특징

구분	KrF	ArF	EUV
광원 파장	248nm	193nm	13.5nm
주요 적용 공정	3D 낸드 범용 메모리	선단 디램 로직 다수 층	최선단 디램 로직 핵심 층
패터닝 특징	성숙한 공정, 반복 패터닝	액침/다중 패터닝 활용	단일 노광 미세 패턴 구현
기술적 난점	공정 안정성	투과성/식각 내성 간 상충	광자 부족 패턴 결함
차세대 기술 방향	적용 영역 유지	EUV 와 병행	High-NA EUV, MOR 등
핵심 소재 요구 특성	감도, 식각 내성	광투과성, 감도, 식각 내성	거칠기, 확률적 결함 제어

자료: 삼양엔씨켄, 상상인증권

그림 11. ArF/EUV 비중 확대가 성장의 중심



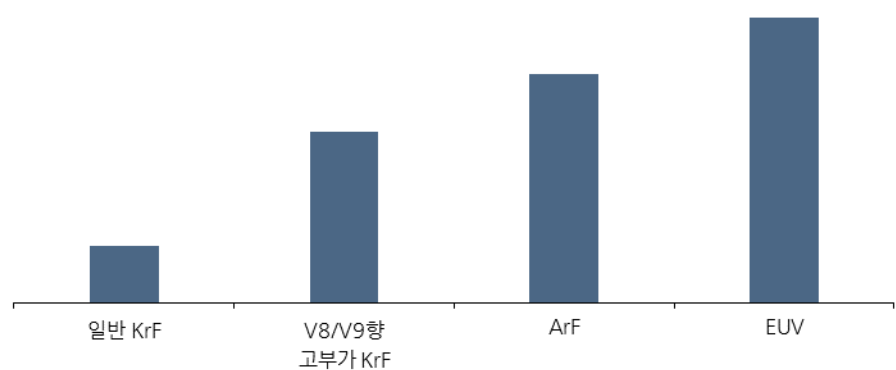
자료: 삼양엔씨켄, 상상인증권

그림 12. EUV PR 소재 단계별 개발 현황

고객사	적용 제품	진행 현황	비고
A 사	디램용/파운드리용	개발 중 3건	2027.2H 상업화 예정
	디램용/파운드리용	상업화 1건	2025.1Q
B 사	디램용	상업화 2건	2023~
C 사	디램용	Spec-In 완료 2건	2027.1H
	디램용	개발 중 2건	2027.2H 상업화 예정
	디램용	상업화 1건	2024~

자료: 삼양엔씨켄, 상상인증권

그림 13. 삼양엔씨켄의 제품별 상대 수익성



자료: 상상인증권

PR사의 국내 생산 확대, 높아지는 원료 현지화 가능성

국내 생산/연구개발 확대가 원료 공급 기회를 넓힌다

동사의 글로벌 PR 업체향 매출은 이미 빠르게 증가하고 있다. 글로벌 업체향 매출은 2020년 99억원에서 2025년 530억원으로 5배 이상 증가했으며, 전사 매출 비중도 17.0%에서 42.3%까지 상승했다. 글로벌 고객사의 국내 생산 확대와 함께 동사의 원료 공급도 실제 매출로 연결돼 왔다는 점에서, 향후 현지 생산 확대에 따른 추가적인 수혜 가능성에 주목한다.

글로벌 PR 업체의 국내 투자도 이어지고 있다. 글로벌 점유율 1위 기업인 TOK는 기존 인천 거점에 더해 평택 신규 생산거점을 구축하고 있으며 8월 실적발표에서 가동 시점을 기존 계획 대비 6개월 앞당겨 2027년 상반기로 조정했다. Qnity는 천안을 중심으로 EUV PR을 포함한 반도체 소재 연구 및 생산시설을 확충하고 있으며 동우화인켄 역시 2024년 익산 ArF 이머전 PR 신규공장을 가동한 데 이어 선단소재 클린룸과 공정 검증라인 구축을 추진 중이다. 글로벌 PR 업체들이 국내 생산능력과 함께 선단 PR 연구개발 및 공정 검증 기능까지 확충하면서 국내에서 원료 개발과 평가가 이뤄지는 점점도 확대되고 있다.

그림 14. 주요 PR 업체의 국내 생산 및 투자 확대

업체	주요 PR 제품	국내 거점	최근 투자 및 일정
TOK	KrF/ArF/EUV	인천, 평택	2025년 8월 평택 신공장 착공 2027년 상반기 가동 예정
Qnity (DuPont)	KrF/ArF/EUV	천안, 화성	2029년까지 국내 총 2,000억원 투자 계획 천안에 1,430억원 투자해 EUV PR 및 반도체 소재 연구, 생산시설 확충
동우화인켄 (스미토모)	KrF/ArF	익산, 평택, 판교	2024년 익산 ArF 이머전 PR 신규공장 가동 2025년 추가 투자 결정, 익산 연구소 내 선단소재 클린룸, 공정 검증라인을 구축예정 2026년부터 순차 가동
동진썸미켄	KrF/ArF/EUV	화성	2021년 약 200억원 투자해 PR 신공장 가동, 생산능력 4배 확대 2022년 삼성전자 EUV PR 첫 양산 적용

자료: 언론종합, 각사, 삼양엔씨켄, 상상인증권

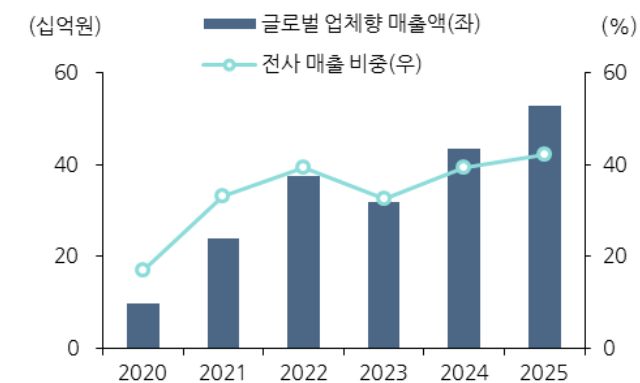
선단 PR 원료는 개발 대응 속도가 경쟁력

PR 원료는 이러한 변화의 수혜가 직접적으로 나타날 수 있는 영역이다. 폴리머/PAG는 고객사가 원하는 PR 특성을 구현하기 위해 분자량, 조성, 순도 등을 조정한 샘플을 반복적으로 공급하고, PR 업체와 최종 반도체 고객사의 평가 결과를 반영해 다시 수정하는 과정을 거친다. 한 번의 납품보다 개발 과정에서 얼마나 빠르게 샘플을 주고받고 대응할 수 있는지가 중요하다. 일본 원료사를 이용할 경우 소재 운송과 샘플 재공급에 시간이 추가되는 반면, 국내 원료 업체는 개발, 샘플 공급, 재평가 과정을 상대적으로 빠르게 반복할 수 있다.

국내 생산 확대가 삼양엔씨켐의 공급 기회를 넓힌다

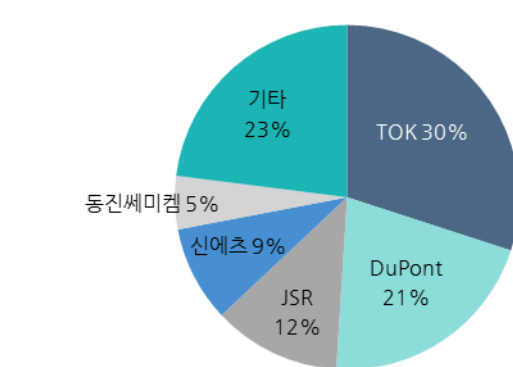
따라서 글로벌 PR 업체의 국내 생산 및 개발 확대는 삼양엔씨켐의 폴리머/PAG 채택 가능성을 높이는 요인으로 판단한다. 특히 선단 PR은 고객사별 요구 물성이 까다롭고 평가 과정이 반복되는 만큼, 국내에서 즉각적인 기술 대응이 가능한 원료 업체의 접근성이 더욱 중요해질 수 있다. 동사는 이미 KrF에서 ArF, EUV까지 글로벌 PR 업체와 개발 및 양산 경험을 확보하고 있어, 향후 국내 생산 물량 확대와 신규 레시피 개발 과정에서 기존 고객 내 공급 품목 및 공급 비중을 추가로 확대할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 15. 삼양엔씨켐의 글로벌 업체당 매출액 추이



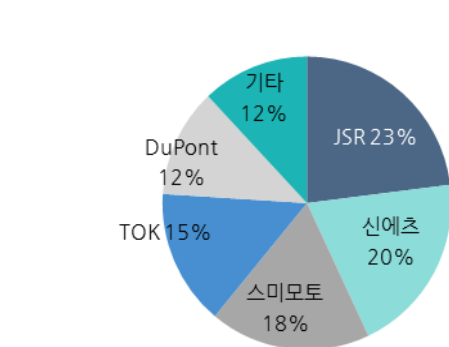
자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 16. KrF PR 시장점유율



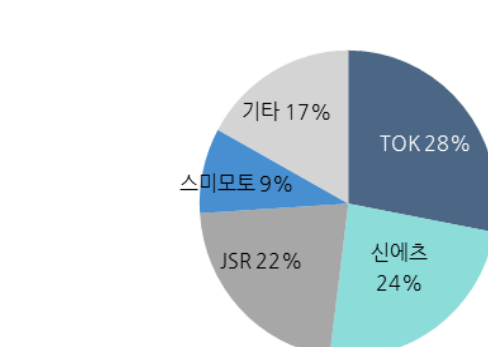
자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 17. ArF PR 시장점유율



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 18. EUV PR 시장점유율



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

기업 개요

PR 핵심 원료인 폴리머/PAG 전문 업체

KrF에서 EUV까지, PR 핵심 원재료 전문업체

삼양엔씨켄은 반도체 포토레지스트(PR)를 만드는 데 필요한 폴리머/PAG를 주력으로 생산하는 전자소재 업체다. PR은 웨이퍼 위에 회로 패턴을 형성하는 노광 공정의 핵심 소재로, 폴리머가 PR의 기본 골격을 형성하고 PAG는 빛에 반응해 화학반응을 일으키는 역할을 한다. 동사는 완성 PR을 직접 제조하기보다 이들 핵심 원재료를 글로벌 PR 제조사에 공급하고 있으며, KrF에서 ArF/EUV까지 주요 노광 공정에 대응하는 제품군을 갖추고 있다. 2025년 기준 매출액은 1,254억원으로 PR 소재가 약 67%, Wet Chemical이 약 27%, 기타가 약 5%를 차지한다.

미세화될수록 중요해지는 합성 및 정제 기술

PR 원재료는 일반 화학소재와 달리 합성한 물질의 특성을 일정하게 구현하고 반도체 공정에서 문제가 될 수 있는 불순물을 극도로 낮추는 과정이 중요하다. 고객사가 요구하는 감도/해상도/식각 내성 등을 구현하기 위해 폴리머의 분자량과 분자구조를 정밀하게 조절해야 하며, 합성 이후에도 금속 불순물과 파티클을 제거하는 고순도 정제 과정이 필요하다. 특히 반도체 선풍이 미세해질수록 미량의 불순물도 패턴 결함으로 이어질 수 있어 정제/분석 능력과 제품 간 품질 편차를 낮추는 기술이 경쟁력을 좌우한다. 동사는 고분자 합성부터 정제/분석까지 자체 기술을 확보했으며, 이를 바탕으로 KrF 중심이던 제품군을 ArF/EUV까지 확대해왔다.

현재 여유 CAPA 확보 2027년부터 보완투자

현재 생산능력은 폴리머 연 300톤, PAG 20톤, Wet Chemical 4,200톤 수준이다. 현 생산설비를 기준으로 대응 가능한 매출 규모는 약 2,000억원 수준으로 파악되며, 당장 대규모 신규 공장이 필요한 단계는 아니다. 다만 ArF/EUV를 비롯한 신규 제품의 양산 확대에 대응하기 위해 2027년 약 100~150억원 규모의 보완투자를 계획하고 있으며, 이를 통해 단계적으로 생산여력을 높일 예정이다. 중장기적으로는 추가 증설을 통해 2030년 약 3,000억원 수준의 매출을 대응할 수 있는 생산능력을 확보한다는 계획이다.

그림 19. 반도체 8대 공정 내 삼양엔씨켄 제품 적용 구간



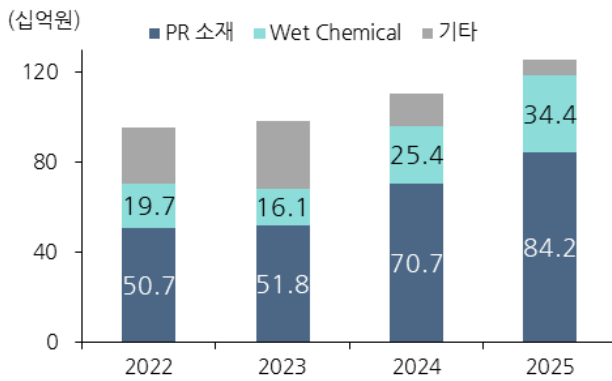
자료: 삼양엔씨켄, 상상인증권

그림 20. PR 밸류체인



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 21. 삼양엔씨켐의 부문별 매출액 추이



자료: 삼양엔씨켐, 상상인증권

그림 22. 포토레지스트의 주요 구성 성분 및 역할

구성 성분	질량 비중	원가 비중	주요 역할
용매	약 90%	약 10%	각 성분을 용해하고 PR의 점도/도포 두께 조절
폴리머	약 10%	60~70%	PR의 골격을 형성하고 현상 후 패턴을 유지
PAG	약 1%	10~20%	빛에 반응해 산을 발생시키고 폴리머의 화학반응을 유도
첨가제	약 1%	나머지	감도/안정성 등 PR 특성 조절

자료: 삼양엔씨켐, CICC Research, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	52.8	70.5	93.3	110.7	138.3
현금 및 현금성자산	5.0	16.6	26.1	33.6	60.9
매출채권	14.0	12.8	18.8	21.7	21.7
재고자산	33.5	39.0	45.7	52.6	52.8
비유동자산	75.4	74.3	77.0	91.1	96.2
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	59.1	56.4	54.9	66.4	68.8
무형자산	11.7	12.3	14.1	16.4	18.8
자산총계	128.3	144.8	170.2	201.8	234.5
유동부채	34.7	19.8	22.6	25.0	25.6
매입채무	10.1	13.8	13.8	15.9	15.9
단기금융부채	23.5	4.4	4.3	4.5	4.8
비유동부채	9.9	5.7	4.0	4.0	4.0
장기금융부채	9.8	5.6	3.6	3.6	3.6
부채총계	44.6	25.5	26.5	29.0	29.6
지배주주지분	83.6	119.2	143.7	172.8	204.9
자본금	4.8	5.5	10.9	10.9	10.9
자본잉여금	59.3	80.5	74.9	74.9	74.9
이익잉여금	35.3	50.1	74.6	103.7	135.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	83.6	119.2	143.7	172.8	204.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	110.5	125.4	160.2	185.9	196.7
매출원가	88.1	93.8	118.8	135.2	141.8
매출총이익	22.5	31.6	41.4	50.7	54.9
판매비와 관리비	11.7	14.0	16.8	18.9	19.8
영업이익	10.7	17.6	24.6	31.8	35.1
EBITDA	16.4	24.7	28.3	39.5	43.0
금융손익	-1.1	-0.5	0.6	0.2	0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	-0.4	0.0	0.4	0.4
세전계속사업이익	9.2	16.7	25.2	32.4	35.7
계속사업법인세비용	0.2	1.8	0.7	3.3	3.6
당기순이익	9.0	14.9	24.5	29.1	32.1
지배주주순이익	9.0	14.9	24.5	29.1	32.1
매출총이익률 (%)	20.3	25.2	25.9	27.3	27.9
영업이익률 (%)	9.7	14.1	15.4	17.1	17.8
EBITDA 마진률 (%)	14.8	19.7	17.7	21.3	21.8
세전이익률 (%)	8.3	13.3	15.7	17.4	18.1
지배주주순이익률 (%)	8.1	11.9	15.3	15.7	16.3
ROA (%)	6.9	10.9	15.6	15.6	14.7
ROE (%)	11.3	14.7	18.6	18.4	17.0
ROIC (%)	9.4	14.1	20.3	21.1	21.2

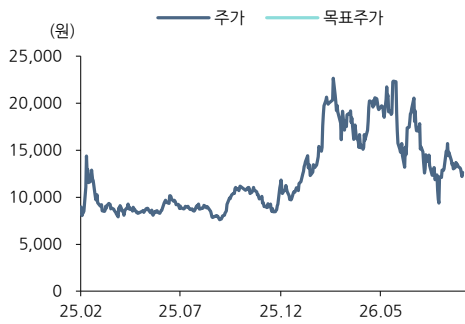
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	14.4	19.5	18.4	29.2	40.0
당기순이익(손실)	9.0	14.9	24.5	29.1	32.1
현금수익비용가감	9.4	11.6	-1.5	7.8	7.9
유형자산감가상각비	5.4	6.8	3.6	7.5	7.6
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
기타현금수익비용	3.8	4.5	-5.2	0.0	0.0
운전자본 증감	-2.0	-4.3	-2.9	-7.7	0.0
매출채권의 감소(증가)	-4.1	1.1	-0.8	-2.9	0.0
재고자산의 감소(증가)	1.9	-6.8	-3.1	-7.0	-0.1
매입채무의 증가(감소)	0.0	2.4	1.0	2.1	0.0
기타영업현금흐름	0.2	-1.1	0.0	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-5.4	-5.2	-6.8	-22.0	-13.0
유형자산 처분(취득)	-5.8	-3.8	-4.7	-19.0	-10.0
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.8	-2.0	-2.6	-2.6
투자자산 감소(증가)	0.5	-0.5	0.1	0.0	0.0
기타투자활동	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-15.2	-2.7	-2.2	0.2	0.3
차입금의 증가(감소)	-15.2	-23.5	-2.2	0.2	0.3
자본의 증가(감소)	0.0	20.8	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-6.1	11.6	9.5	7.4	27.3
기초현금	11.2	5.1	16.6	26.1	33.6
기말현금	5.1	16.7	26.1	33.6	60.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	0.0	16.8	11.3	9.5	8.6
P/B	0.0	1.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	1.7	9.9	9.1	6.3	5.2
P/S	n/a	2.0	1.7	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	12.1	13.5	27.8	16.0	5.8
영업이익 증가율	45.9	64.0	39.7	29.0	10.4
세전이익 증가율	82.9	81.0	51.3	28.4	10.3
지배주주순이익 증가율	91.6	66.2	64.5	18.7	10.3
EPS 증가율	91.6	47.3	64.5	18.7	10.3
안정성 (%)					
부채비율	53.4	21.4	18.5	16.8	14.4
유동비율	152.3	355.9	413.6	442.0	540.7
순차입금/자기자본	33.6	-6.2	-13.2	-15.2	-26.0
영업이익/금융비용	5.4	21.3	72.8	97.2	103.6
총차입금 (십억원)	33.3	10.0	7.9	8.1	8.4
순차입금 (십억원)	28.1	-7.4	-18.9	-26.2	-53.2
주당지표 (원)					
EPS	462	681	1,120	1,330	1,466
BPS	8,624	10,896	6,565	7,895	9,361
SPS	5,698	5,728	7,318	8,492	8,987
DPS	0	0	0	0	0

삼양엔씨켐 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-09-08	담당자변경				
2026-09-08	Buy	25,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성:엄우웅)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

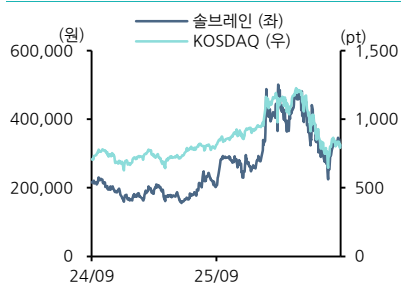
BUY 신규

목표주가 신규	490,000원
증가(26.09.07)	340,500원
상승여력	43.9%

Stock Data

KOSDAQ(09/07)	822.2pt
시가총액	26,486억원
액면가	500원
52 주 최고가	501,000원
52 주 최저가	207,500원
외국인지분율	30.5%
90 일 일평균거래대금	238억원
주요주주지분율	
정지완 (외 10 인)	44.7%
유동주식비율	53.2%

Stock Price



스페셜티 비중 지속 확대

투자의견 BUY, 목표주가 490,000원으로 커버리지 개시

솔브레인에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 490,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

목표주가는 12개월 선행 EPS 25,711원에 글로벌 반도체 소재업체 평균 12개월 선행 P/E를 30% 할인한 19.2배를 적용해 산출하였다. 2026년 매출액은 1조 2,239억원(+32.5% YoY), 영업이익은 2,009억원(+50.3% YoY)을 전망한다. 디램 웨이퍼 투입량 증가와 낸드 고단화가 기존 식각액의 물량 성장을 이끄는 가운데, HSN과 초산계 식각액 등 고부가 제품 비중 확대가 수익성 개선을 견인할 전망이다.

디램은 물량, 낸드는 고단화

디램에서는 고객사의 가동률 상승과 신규 생산능력 가동에 따른 웨이퍼 투입량 증가가 불산계 식각액의 출하 확대로 이어질 전망이다. 낸드는 웨이퍼 투입량 증가가 제한적인 상황에서 적층단수 증가에 따른 웨이퍼당 소재 사용량 확대가 이를 상쇄할 것으로 판단한다. 특히 당사는 S사향 HSN을 독점 공급하는 것으로 파악되며, 300단 이상으로 고단화가 진행될수록 HSN 사용량과 요구 사양이 동시에 높아지는 구조다. 디램의 물량 증가와 낸드의 고단화가 맞물리며 기존 식각액의 성장 가시성이 높아지고 있다.

GAA가 여는 두 번째 스페셜티

초산계 식각액은 HSN에 이은 신규 성장동력이다. GAA 전환 과정에서 실리콘게르마늄 희생층을 선택적으로 제거하는 신규 식각 공정이 추가되며 초산계 식각액 수요가 발생하고 있다. 당사는 S사와 관련 조성물에 대한 공동 특허를 보유하고 있으며 GAA 파운드리 공정에 제품을 적용 중에 있다. 아직 매출 기여는 초기 단계이나 S사의 GAA 적용 확대에 따라 출하 증가가 예상되며, 중장기적으로 3D 디램까지 실리콘게르마늄 선택 식각 공정이 확대될 경우 추가적인 성장 여력도 열려 있다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	863	168	118	15,226	10.9	4.1	1.3	12.5	1.4
2025	923	134	79	10,164	25.8	9.5	1.9	7.7	0.9
2026E	1,224	201	171	22,297	14.6	8.0	2.1	15.1	0.7
2027E	1,497	287	210	27,418	11.9	5.7	1.8	16.1	0.7
2028E	1,737	369	269	35,114	9.3	4.3	1.5	17.6	0.7

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 490,000원으로 커버리지 개시

솔브레인에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 490,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 25,711원에 글로벌 반도체 소재업체 평균 12개월 선행 P/E를 30% 할인한 19.2배를 적용해 산출하였다. 고부가 식각액 비중 확대와 글로벌 고객 기반을 감안해 국내 범용 화학소재사보다 글로벌 반도체 소재업체와의 비교가 적절하다고 판단했다.

2026년 매출액은 1조 2,239억원(+32.5% YoY), 영업이익은 2,009억원(+50.3% YoY)을 전망한다. 디램 웨이퍼 투입량 증가에 따른 불산계 식각액 출하 확대와 낸드 고단화에 따른 HSN 수요 증가가 반도체 부문의 성장을 이끌며, 고부가 스페셜티 제품의 믹스 개선으로 영업이익률도 2025년 14.5%에서 16.4%로 회복될 전망이다. 2027년에는 고객사 신규 디램 생산능력의 램프업과 낸드 고단화가 이어지는 가운데 초산계 식각액의 점진적인 기여가 더해지며 영업이익률은 2027년 19.1%까지 상승할 전망이다.

기존 식각액의 물량 성장이 이어지는 가운데 HSN과 초산계 등 스페셜티 제품의 기여도가 높아지며 2026~2027년 이익 성장세가 본격화될 전망이다. 이에 글로벌 반도체 소재 업체의 평균 멀티플에 30% 할인한 19.2배를 적용해 목표주가 490,000원을 제시한다.

그림 1. Valuation P/E Model

구분	내용	비고
EPS (원)	25,711	12 MF EPS
Target P/E	19.2	Global Peer 의 12MF 평균 P/E 30% 할인
주당 기업가치 (원)	493,648	
목표주가 (원)	490,000	
현재주가 (원)	340,500	
상승여력 (%)	43.9	

자료: 상상인증권 추정

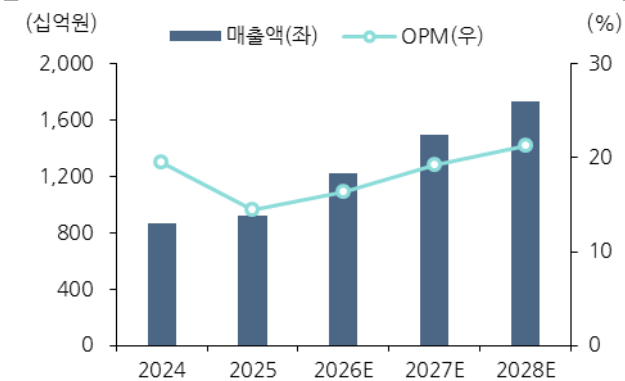
주: Global 반도체 소재 기업인 인테그리스, 미쓰비시 가스 케미칼을 Peer로 선정

그림 2. 솔브레인 분기 및 연간 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	209.5	228.8	241.1	244.0	263.8	312.0	317.0	331.1	923.4	1,223.9	1,496.9
반도체	167.0	190.0	202.4	207.6	221.9	270.9	274.6	287.6	767.0	1,055.0	1,308.3
디스플레이	21.3	16.9	13.6	12.8	13.5	13.0	13.4	13.8	64.7	53.9	54.0
이차전지	21.2	21.9	25.1	23.6	28.4	28.0	28.9	29.7	91.7	115.0	134.6
매출원가	151.5	181.9	182.3	175.0	191.4	228.5	233.9	245.5	690.7	899.3	1,063.4
판관비	21.9	26.7	24.4	26.0	27.7	37.5	30.0	28.5	99.0	123.6	146.4
영업이익	36.0	20.2	34.4	43.0	44.7	46.0	53.0	57.2	133.6	200.9	287.2
OPM (%)	17.2	8.8	14.3	17.6	16.9	14.8	16.7	17.3	14.5	16.4	19.2
당기순이익	33.0	12.6	27.8	10.6	37.9	56.8	41.1	41.6	84.0	177.4	217.5
당기순이익률 (%)	15.8	5.5	11.5	4.4	14.4	18.2	13.0	12.6	9.1	14.5	14.5
지배주주순이익	31.0	11.4	26.0	10.7	36.1	54.8	39.6	40.2	79.1	170.8	210.0
지배주주순이익률 (%)	14.8	5.0	10.8	4.4	13.7	17.6	12.5	12.1	8.6	14.0	14.0

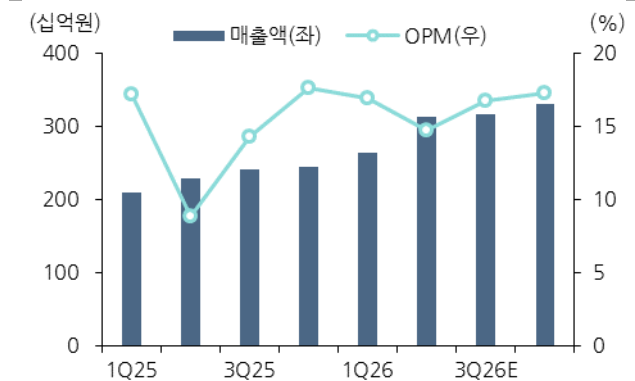
자료: 상상인증권 추정

그림 3. 솔브레인 연간 실적 추이 및 전망



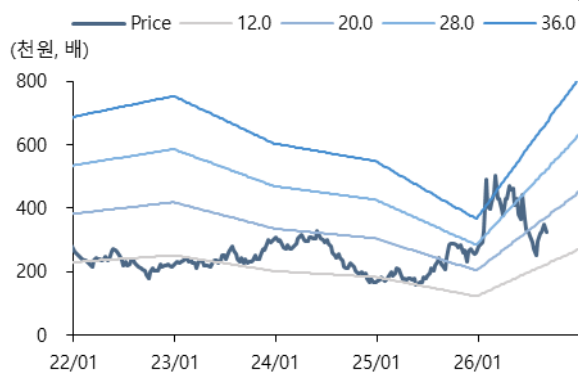
자료: 솔브레인, 상상인증권

그림 4. 솔브레인 분기별 실적 추이 및 전망



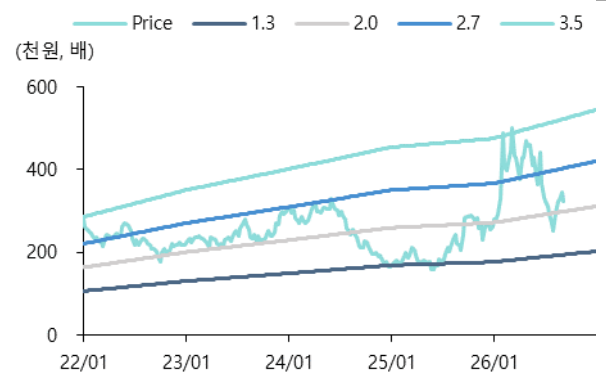
자료: 솔브레인, 상상인증권

그림 5. P/E Band



자료: 상상인증권

그림 6. P/B Band



자료: 상상인증권

투자포인트

디램은 웨이퍼 증가, 낸드는
고단화가 성장 동력

낸드 소재 수요는 웨이퍼 수보다
적층단수가 중요

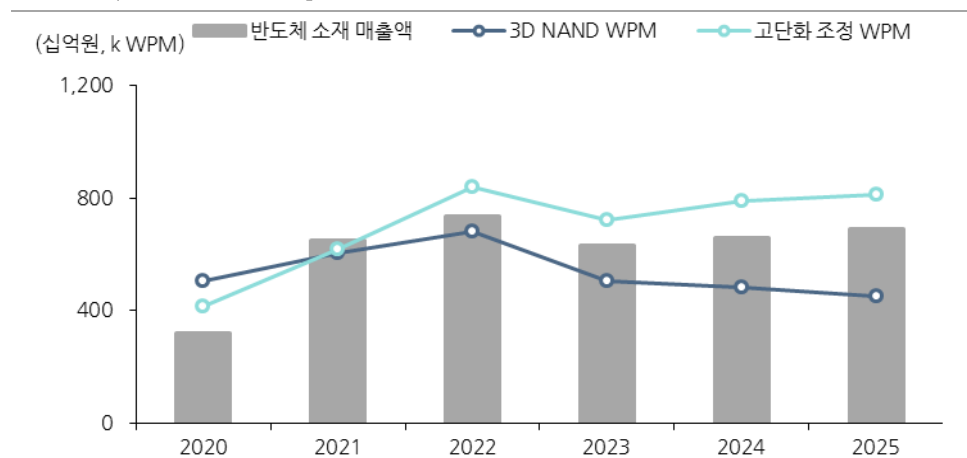
낸드는 단수가, 디램은 WPM 증가가 중요

디램의 웨이퍼 투입량 증가와 낸드의 고단화가 향후 식각액 실적 성장을 이끌 전망이다. 디램은 신규 생산능력 가동에 따른 웨이퍼 투입량 증가가 불산계 식각액의 출하 확대에 직결되는 반면, **낸드는 웨이퍼 투입량보다 적층단수 증가에 따른 웨이퍼당 소재 사용량 확대**가 중요하다. 특히 HSN은 범용 제품 대비 수익성이 높은 고선택비 인산계 식각액인 만큼, 고단 낸드 양산 확대는 매출 성장과 제품 구성 개선을 동시에 이끌 것으로 판단한다.

낸드 웨이퍼 투입량만 보면 소재 수요에 우호적인 환경은 아니다. 삼성전자와 SK하이닉스의 3D 낸드 웨이퍼 투입량은 2022년 약 68만장을 정점으로 2027년 약 42만장까지 감소할 전망이다. 그러나 낸드에서는 웨이퍼 투입량 감소만으로 소재 수요를 판단하기 어렵다. **낸드의 적층 단수가 지속적으로 많아지고 있기 때문이다.** 적층수가 높아질수록 제한된 구조 내에 더 많은 층을 구현하기 위해 산화막과 질화막이 얇아지고, 질화막만 선택적으로 제거하면서 산화막 손상을 최소화해야 하는 식각 공정의 난도 역시 높아지기 때문이다. 결국 낸드 소재 수요는 웨이퍼 투입량뿐 아니라 웨이퍼당 적층단수와 공정 난도 상승을 함께 볼 필요가 있다.

실제로 아래 차트에서도 **단순 낸드 웨이퍼 투입량보다 적층단수를 반영한 수요 지표가 동사 반도체 소재 실적과 유사한 흐름**을 보인다. 삼성전자와 SK하이닉스의 낸드 웨이퍼 투입량은 2022년 이후 감소하는 반면, 적층단수를 반영한 낸드 수요 지표는 같은 기간 840에서 1,021까지 증가한다. 이는 웨이퍼 투입량 감소에도 고단화에 따른 웨이퍼당 소재 사용량 증가가 전체 수요를 지지할 수 있음을 의미한다.

그림 7. 실적은 고단화 효과를 반영



자료: TechInsights, 솔브레인, 상상인증권 추정

주: WPM은 삼성전자와 SK하이닉스 수치의 합계. 조정 WPM = WPM × 적층단수/100

낸드 고단화가 HSN의 사용량과 사양을 동시에 높인다

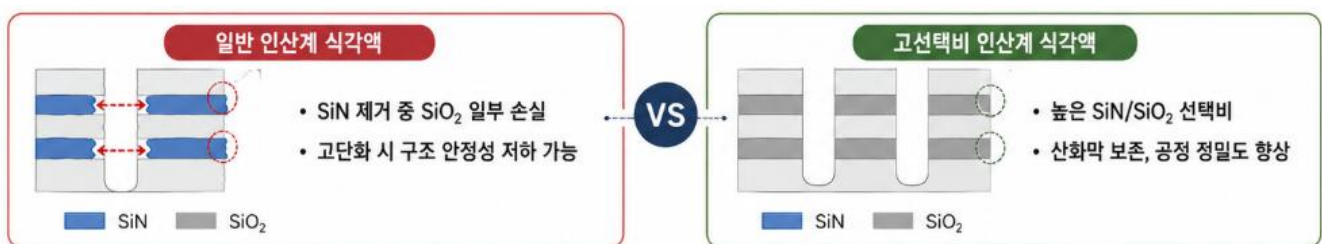
동사의 HSN은 이러한 고단화의 수혜가 직접적으로 나타나는 제품이다. HSN은 3D 낸드에서 질화막을 선택적으로 제거하는 고선택비 인산계 식각액으로, 동사는 삼성전자형 HSN을 독점 공급하는 것으로 파악된다. 고객사의 주력 낸드가 192단에서 238단, 이후 300단 이상으로 전환되면서 제거해야 하는 질화막 층수도 증가해 웨이퍼당 HSN 사용량은 늘어날 전망이다.

동시에 적층수가 높아질수록 하단까지 균일한 식각 특성을 유지해야 하고, 얇아진 질화막만 제거하기 위한 질화막과 산화막의 선택비도 더욱 중요해진다. 즉 낸드 고단화는 HSN의 사용량 증가와 제품 고사양화를 동시에 이끄는 구조이다. 특히 삼성전자 내 독점적인 공급 지위를 감안하면 고객사의 고단 낸드 전환에 따른 소재 수요 증가가 동사 실적으로 직접 연결될 가능성이 높으며, 높아진 배합 난도와 제품 사양은 평균판매가격에도 우호적으로 작용할 전망이다.

디램 신규 생산능력 가동이 불산계 성장 견인

반면 디램에서는 보다 직접적인 물량 증가가 기대된다. 과거 낸드 업황 호조기에는 식각액 내 인산계와 불산계 매출 비중이 7:3 수준이었으나, 최근 디램과 HBM향 불산계 물량이 증가하면서 5:5 수준까지 변화했다. 삼성전자 P4 Ph3와 SK하이닉스 M15X를 시작으로 P4 Ph4, 화성 12L, P4 Ph2, 용인 Y1까지 신규 생산능력 가동과 1c 공정 전환이 순차적으로 이어질 예정이다. 2026년부터 고객사의 디램 웨이퍼 투입량 증가가 본격화되는 만큼, 불산계 식각액 역시 출하량 증가를 중심으로 실적 성장을 이어갈 전망이다.

그림 8. 고단 낸드로 갈수록 선택비의 중요성 확대



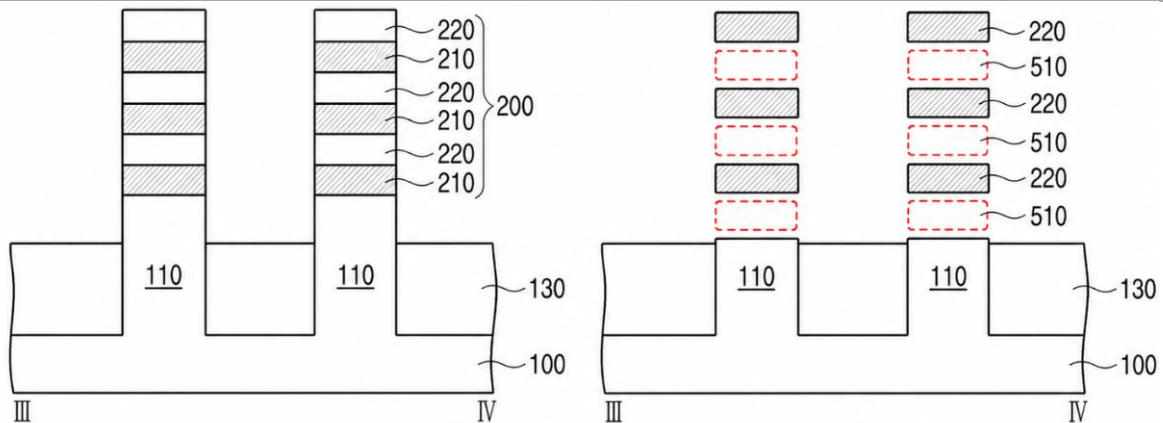
자료: Lee et al., "Green Manufacturing of Silyl-Phosphate for Use in 3D NAND Flash Memory Fabrication," ACS Sustainable Chemistry & Engineering (2021), 상상인증권

GAA 전환으로 새롭게 열리는 초산계 식각액

GAA 전환이 여는 초산계 식각액 시장

GAA 전환은 새로운 식각액 시장을 열고 있다. GAA는 실리콘(Si)과 실리콘게르마늄(SiGe)을 교대로 적층한 뒤 희생층인 실리콘게르마늄만 선택적으로 제거해 실리콘 나노시트 채널을 형성한다. 기존 핀펫에서는 필요하지 않았던 실리콘게르마늄 선택 식각 공정이 추가되면서 초산계 식각액이라는 신규 소재 수요가 발생하는 구조이다. 특히 나노시트가 얇아질수록 실리콘 손실을 최소화하면서 실리콘게르마늄만 제거해야 해 높은 선택비와 정밀한 공정 제어가 요구된다.

그림 9. 삼성전자와 솔브레인의 공동특허로 본 GAA SiGe 선택식각 공정



자료: Samsung Electronics, Soulbrain, US11091696B2, 상상인증권 재구성

주: 210은 SiGe 희생층, 220은 Si 채널층, 510은 SiGe 선택식각 후 형성된 빈 공간을 의미

동사의 초산계 식각액은 현재 삼성전자의 GAA 파운드리 공정에 적용 중인 것으로 파악된다. **초산계 조성물에 대한 공동 특허도 보유**하고 있다. 해당 특허는 과초산 기반 식각액을 이용해 실리콘게르마늄 희생층을 선택적으로 제거하고 실리콘 채널을 남겨 GAA 구조를 형성하는 공정에 대한 특허이다. 중요한 점은 초산계 식각액이 단순 신규 품목이 아니라, **고객사의 선단공정 전환 과정에서 함께 개발된 소재라는 점**이다.

반도체 소재는 공정 개발 단계부터 요구되는 물성과 사양을 충족해야 한다. 삼성전자와의 공동 특허는 동사가 GAA 양산 확대에 앞서 선택 식각 소재 개발에 참여해왔다는 점을 보여준다. 아직 매출 기여가 본격화된 단계는 아니지만, HSN과 함께 고부가 식각액으로 분류되는 만큼 향후 삼성전자의 GAA 적용 확대는 동사의 초산계 식각액의 출하 증가로 이어질 전망이다.

적용처가 파운드리에만 머물 가능성도 낮다. 핵심은 GAA 자체가 아니라 실리콘게르마늄 선택 식각 공정의 채택 여부이기 때문이다. 향후 3D 디램에서도 실리콘게르마늄을 활용한 구조가 상용화될 경우 유사한 수요가 발생할 수 있다. 현재 가시성이 높은 시장은 GAA 파운드리이나, 중장기적으로 메모리까지 적용처가 확대될 가능성은 추가 성장 요인으로 판단한다.

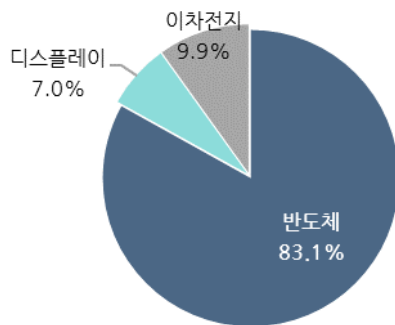
기업 개요

반도체 식각액의 강자

반도체가 전사 실적을 이끄는 식각액 전문 업체

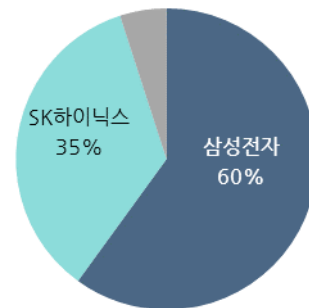
동사는 반도체 식각액을 주력으로 하는 전자소재 업체이다. 2025년 기준 매출 비중은 반도체 83%, 디스플레이 7%, 이차전지 10%로 반도체가 전사 실적을 주도하고 있다. 2025년 2분기 Sun Fluoro System 연결 편입 이후 공시상 반도체 매출에는 관련 장비 및 인프라 매출도 포함되고 있다.

그림 10. 2025년 기준 솔브레인의 매출 비중



자료: 상상인증권

그림 11. 솔브레인의 반도체 사업부의 고객사 비중



자료: 상상인증권

디램은 불산계, 낸드는 인산계 식각액이 핵심

동사의 주력 제품은 습식 식각액으로 HF(Hydrofluoric Acid), B.O.E.(Buffered Oxide Etchant), 인산계 식각액 등이 있다. 불산계는 반도체 공정 전반의 세정과 산화막 식각에 사용된다. HF계 식각액은 디램 공정에서 사용량이 많으며 이 중 고순도 HF는 공정 이후 잔여물을 제거하는 세정용 소재, B.O.E.는 불산에 첨가제를 배합해 SiO₂ 산화막을 선택적으로 제거하는 식각액이다.

반면 인산계 식각액은 3D 낸드 고단화와 연결되는 소재다. 3D 낸드는 산화막(Oxide)과 질화막(Nitride)을 반복적으로 쌓아 수직 구조를 형성하는데, 이 과정에서 인산계 식각액은 질화막을 선택적으로 제거하는 데 사용된다. 동사의 HSN(High Selective Material)은 이러한 선택비를 높인 고순도 인산계 식각액으로, 낸드 적층단수가 높아질수록 식각해야 할 구조가 복잡해지면서 소재 사용량과 요구 성능도 함께 높아진다.

질화막(SiN, Si₃N₄)은 강도와 밀도가 높고 증착 두께의 균일성이 우수해 반도체 공정에서 보호막 또는 Masking Layer로 활용된다. 특히 산화막과 질화막을 함께 사용하는 구조에서는 원하는 막만 제거하는 선택비가 중요하다. 따라서 3D 낸드가 고단화될수록 단순히 인산을 사용하는 것이 아니라 산화막은 최대한 보존하면서 질화막만 정밀하게 제거하는 식각 기술의 중요성이 커진다.

그림 12. 식각액 제품별 비교

구분	계열	주요 기능	주요 적용 공정	핵심 수요 드라이버
고순도 HF	불산계	세정, 잔여물 제거	디램 중심 반도체 전반	Wafer 투입량
B.O.E.	불산계	SiO ₂ 선택 식각	디램 등	Wafer 투입량, 공정 미세화
HSN	인산계	SiN 선택 식각	3D 낸드	낸드 고단화
초산계	초산계	SiGe 선택 식각	GAA Logic	GAA 전환

자료: 솔브레인, 상상인증권

디스플레이는 2025년 Thin Glass 사업 종료 이후 식각액과 유기소재 중심의 케미컬 사업만 영위 중에 있다. Thin Glass 제외 시 디스플레이 케미컬 매출은 분기 130억원 내외를 기반으로 유지되고 있으며, 삼성디스플레이와 LG디스플레이에는 OLED향, CSOT에는 LCD향 소재를 공급하고 있다. 단기적으로 큰 폭의 실적 변화보다는 안정적인 매출 유지가 예상된다.

이차전지는 전해액과 리드탭 도금으로 구성되며 매출 비중은 각각 약 60%, 40% 수준이다. 과거 전사 매출의 20%까지 비중이 확대됐으나 전기차 업황 둔화와 함께 최근에는 분기 150억원 내외로 축소됐다. 다만 2026년 1분기부터 기존 국내 고객사 외 해외 셀 업체향 데이터센터용 전해액 공급이 시작되면서 ESS 중심의 신규 수요에도 대응하고 있다.

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	521.5	579.6	736.6	887.1	1,043.8
현금 및 현금성자산	241.6	247.7	343.5	433.5	553.0
매출채권	64.5	97.4	131.1	156.9	171.9
재고자산	91.0	124.8	153.9	184.1	201.7
비유동자산	646.7	867.1	961.1	1,031.1	1,143.4
관계기업투자등	96.4	74.4	0.1	0.1	0.2
유형자산	507.7	574.9	710.4	780.5	892.6
무형자산	6.2	123.5	152.5	148.5	144.6
자산총계	1,168.2	1,446.8	1,697.7	1,918.2	2,187.1
유동부채	123.7	146.4	202.9	230.7	248.2
매입채무	87.9	100.0	125.1	149.7	164.1
단기금융부채	1.2	5.1	4.5	4.7	4.8
비유동부채	7.2	188.7	124.0	124.8	125.6
장기금융부채	1.2	163.4	99.3	99.3	99.3
부채총계	130.9	335.2	326.9	355.4	373.8
지배주주지분	1,008.4	1,055.8	1,208.5	1,400.5	1,651.1
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
이익잉여금	562.1	623.3	776.1	968.1	1,218.6
비지배주주지분	29.0	55.8	162.2	162.2	162.2
자본총계	1,037.3	1,111.6	1,370.8	1,562.7	1,813.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	863.4	923.4	1,223.9	1,496.9	1,736.8
매출원가	617.0	690.7	899.3	1,063.4	1,199.1
매출총이익	246.4	232.7	324.6	433.5	537.7
판매비와 관리비	78.4	99.0	123.6	146.4	168.5
영업이익	167.9	133.6	200.9	287.2	369.2
EBITDA	226.9	198.5	275.1	371.4	461.4
금융손익	32.2	1.2	1.5	6.6	7.1
관계기업등 투자손익	-46.3	-26.6	17.4	0.0	0.0
기타영업외손익	13.3	5.2	12.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	167.1	113.4	231.9	293.8	376.3
계속사업법인세비용	47.5	29.5	54.5	76.3	97.7
당기순이익	119.6	84.0	177.4	217.5	278.6
지배주주순이익	118.4	79.1	170.8	210.0	268.9
매출총이익률 (%)	28.5	25.2	26.5	29.0	31.0
영업이익률 (%)	19.5	14.5	16.4	19.2	21.3
EBITDA 마진률 (%)	26.3	21.5	22.5	24.8	26.6
세전이익률 (%)	19.4	12.3	19.0	19.6	21.7
지배주주순이익률 (%)	13.7	8.6	14.0	14.0	15.5
ROA (%)	10.9	6.0	10.9	11.6	13.1
ROE (%)	12.5	7.7	15.1	16.1	17.6
ROIC (%)	20.1	13.3	15.8	19.3	22.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	262.3	146.9	258.7	265.4	345.5
당기순이익(손실)	119.6	84.0	177.4	217.5	278.6
현금수익비용가감	117.1	110.9	84.6	77.4	83.3
유형자산감가상각비	58.4	61.4	69.7	79.9	88.0
무형자산상각비	0.6	3.5	4.5	4.3	4.2
기타현금수익비용	58.2	46.0	-34.3	-6.8	-8.8
운전자본 증감	41.0	-10.8	13.1	-29.6	-16.4
매출채권의 감소(증가)	3.7	-2.2	-24.3	-25.8	-15.0
재고자산의 감소(증가)	12.0	-10.4	-1.4	-30.2	-17.6
매입채무의 증가(감소)	8.6	3.3	42.3	24.6	14.3
기타영업현금흐름	16.6	-1.5	-3.5	1.9	1.9
투자활동 현금흐름	-175.7	-250.8	-93.7	-157.5	-207.8
유형자산 처분(취득)	-90.9	-119.4	-108.1	-150.0	-200.0
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.2	-0.1	-0.3	-0.3
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	-7.7	-3.3	-3.4
기타투자활동	-84.8	-131.3	22.2	-4.0	-4.1
재무활동 현금흐름	-17.2	109.3	-77.7	-17.9	-18.2
차입금의 증가(감소)	-1.7	86.6	-66.0	0.1	0.1
자본의 증가(감소)	-15.5	-32.8	-18.0	-18.0	-18.4
배당금 지급	15.5	17.8	18.0	18.0	18.4
기타재무활동	0.0	55.6	6.3	0.0	0.0
현금의 증감	80.8	6.0	95.9	90.0	119.5
기초현금	160.8	241.6	247.7	343.5	433.5
기말현금	241.6	247.7	343.5	433.5	553.0

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	10.9	25.8	14.6	11.9	9.3
P/B	1.3	1.9	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	4.1	9.5	8.0	5.7	4.3
P/S	1.5	2.2	2.1	1.7	1.5
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액 증가율	2.3	7.0	32.5	22.3	16.0
영업이익 증가율	25.8	-20.4	50.3	42.9	28.6
세전이익 증가율	3.6	-32.1	104.5	26.7	28.1
지배주주순이익 증가율	-9.1	-33.2	116.0	23.0	28.1
EPS 증가율	-9.1	-33.2	119.4	23.0	28.1
안정성 (%)					
부채비율	12.6	30.2	23.9	22.7	20.6
유동비율	421.5	395.8	363.0	384.6	420.5
순차입금/자기자본	-33.5	-12.8	-23.4	-26.5	-29.6
영업이익/금융비용	2,077.5	25.0	58.7	83.6	108.5
총차입금 (십억원)	2.4	168.5	103.8	103.9	104.1
순차입금 (십억원)	-347.7	-142.8	-320.2	-413.4	-536.1
주당지표 (원)					
EPS	15,226	10,164	22,297	27,418	35,114
BPS	129,633	135,728	155,368	180,049	212,259
SPS	110,992	118,709	157,340	192,442	223,278
DPS	2,300	2,350	2,350	2,400	2,400

솔브레인 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성:엄우용)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

이엔에프테크놀로지 102710

Analyst 엄우용 | IT/전기전자

02-3779-3552, wy.eum@sangsanginib.com

부린 만큼 거둘 시간

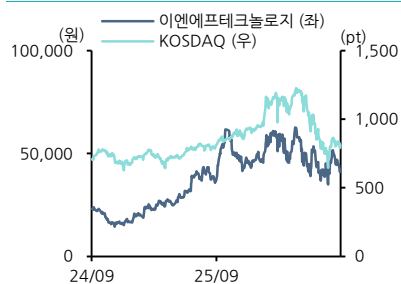
BUY 신규

목표주가 신규	70,000원
종가(26.09.07)	42,200원
상승여력	65.9%

Stock Data

KOSDAQ(09/07)	822.2pt
시가총액	6,029억원
액면가	500원
52 주 최고가	62,700원
52 주 최저가	34,900원
외국인지분율	22.4%
90 일 일평균거래대금	46억원
주요주주지분율	
한국알콜산업 (외 6 인)	35.5%
유동주식비율	64.5%

Stock Price



투자이견 BUY, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

이엔에프테크놀로지에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 70,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 5,793원에 국내 반도체 소재 업체의 12MF P/E 평균인 12.1배를 적용해 산출했다.

불산 내재화, BEP를 넘어 두 자릿수 마진 구간으로

불산계 식각액은 2025년 약 1,200억원의 매출에도 불구하고 외부 HF 조달 구조로 인해 수익성이 BEP 수준에 머물렀다. 그러나 지난 5년간 준비해온 **HF 내재화가 2026년부터 실적으로 연결되며 수익성 구조의 변화가 예상된다**. 6월 H사항 HF 직접 공급이 시작됐고 초기 물량도 예상보다 빠르게 확대되고 있어, 올해부터 마진이 높은 HF 판매가 수익성 개선을 이끌 전망이다. 2027년부터는 자체 생산 HF가 BOE 원료로 본격 적용되며 일본산 반도체급 HF 의존도가 낮아지고 원가 절감 효과도 더해질 것으로 판단한다. 이에 따라 **2026년 HF 판매를 통한 Mix 개선, 2027년 BOE 원가 절감이 순차적으로 반영되며 불산계 사업은 BEP를 넘어 두 자릿수 마진의 핵심 이익원이 될 것으로 전망한다**.

HSN과 미국, 실적에 더해질 새로운 성장축

2027년부터는 불산 외 신규 성장축이 실적에 더해질 전망이다. H사항 **300단 이상 낸드용 고선택비 인산계 식각액은 고객사 평가의 막바지 단계에 진입해 있으며**, 양산 공급이 시작되면 고부가 제품 비중 확대와 전사 마진 개선으로 이어질 수 있다. **미국 법인은 Taylor향 초도 물량 공급이 개시된 가운데 가동률 상승에 따라 고정비 부담이 점차 완화될** 전망이다. HSN이 제품 Mix를, 미국이 지역 확장을 담당하면서 2027년 연결 이익의 두 번째 성장축이 형성될 것으로 판단한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	582	59	31	2,178	7.7	3.8	0.6	8.2	0.9
2025	671	78	52	3,635	12.9	5.9	1.5	12.3	0.4
2026E	724	96	66	4,622	9.1	4.3	1.2	13.8	0.5
2027E	844	126	91	6,369	6.6	3.3	1.0	16.5	0.5
2028E	965	150	109	7,645	5.5	2.6	0.9	16.8	0.5

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시

이엔에프테크놀로지에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 70,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 5,793원에 국내 반도체 소재 업체의 12MF P/E 평균인 12.1배를 적용해 산출했다. 현 시점 실적의 대부분이 기존 Wet Chemical에서 발생하고 신규 제품의 양산 기여는 아직 초기 단계인 만큼 국내 반도체 소재업체의 현재 이익 기준 멀티플을 적용했다.

동사의 2027년 실적은 단순한 물량 증가보다 이익 구조의 변화에 주목할 필요가 있다. 그동안 외형에 비해 이익 기여가 제한적이었던 사업들이 동시에 정상화되기 때문이다. 2025년 1,200억원의 매출에도 BEP 수준에 머물렀던 불산계 사업은 HF 내재화를 통해 두 자릿수 마진 구간으로 이동할 전망이며, 321단 이상 낸드형 HSN은 기존에 없던 고수익 신규 매출로 더해질 가능성이 높다.

여기에 테일러 팩 램프업으로 미국 법인의 고정비 부담까지 완화되면서 매출 증가 이상의 영업 레버리지가 나타날 것으로 판단한다. 과거 동사의 실적 성장이 기존 제품의 출하량 증가에 의존했다면, 향후에는 제품 믹스와 원가 구조, 해외 법인 손익이 동시에 개선되는 구간에 진입한다. 이에 따라 과거 대비 밸류에이션 리레이팅이 가능하다고 판단하며, 아직 신규 사업의 실적 기여가 본격화되기 전이라는 점을 감안해 과거 고점 수준의 프리미엄보다 동종업계 평균인 12.1배를 적용했다.

그림 1. Valuation P/E Model

구분	내용	비고
EPS (원)	5,793	12 MF EPS
Target P/E	12.1	국내 반도체 소재 업체의 12MF P/E
주당 기업가치 (원)	70,094	
목표주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	42,200	
상승여력 (%)	65.9	

자료: 상상인증권 추정

주1: Peer로는 한솔케미칼, 솔브레인을 선정

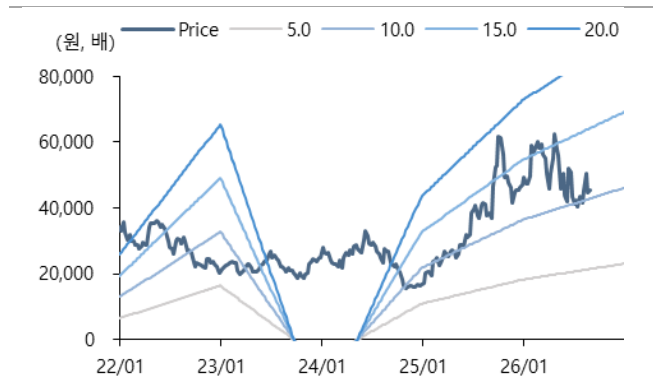
그림 2. Valuation P/B-ROE Model

(단위: 원, %, 배)		
Cost of Equity (A)	10.72	
risk-free rate	3.21	1 년 만기 통안채 수익률 90 일 평균
Market risk premium	7.57	WMI500 Total Return (10.87) - 1 년 만기 통안채 Total Return (3.30)
beta	0.99	이엔에프테크놀로지 52 주 Adjusted 베타
ROE (B)	15.81	12M Forward ROE
Terminal Growth Rate (C)	2.24	30 년 만기 국고채 수익률 90 일 평균 50% 할인
Target P/B (E)	1.60	$E = [(B-C)/(A-C)]$
BVPS (원)	44,983	12M Forward BVPS
적정주가 (원)	72,023	
Target Price (원)	70,000	
현 주가 (원)	42,200	
상승여력 (%)	65.9%	

자료: 상상인증권 추정

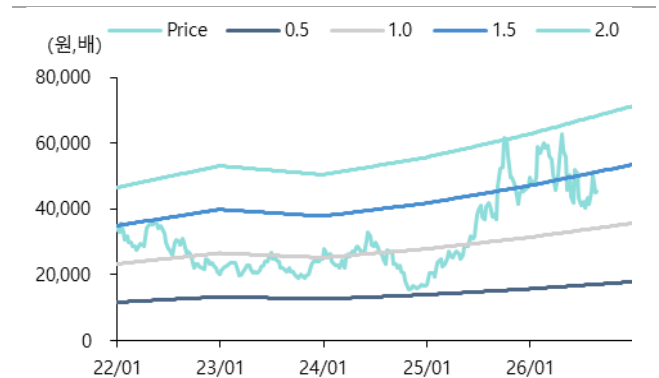
주: 시장 위험프리미엄은 2001~2025년 데이터 기준으로 산정

그림 3. P/E Band



자료: 상상인증권

그림 4. P/B Band



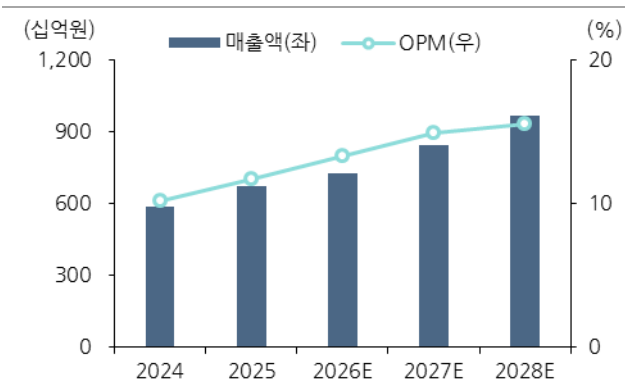
자료: 상상인증권

그림 5. 이엔에프테크놀로지 분기 및 연간 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	157.8	164.2	172.1	176.8	170.9	179.0	184.3	190.0	670.9	724.1	844.1
반도체	101.6	105.9	111.0	114.3	108.3	116.8	120.2	124.2	432.8	469.5	565.7
디스플레이	54.1	55.9	58.5	59.5	61.5	61.1	62.4	63.6	228.0	248.6	263.4
기타	2.1	2.4	2.6	3.1	1.1	1.1	1.2	1.2	10.2	4.6	5.5
매출원가	118.2	121.9	130.3	142.3	124.6	131.4	134.1	149.0	512.7	539.1	614.9
판관비	18.1	18.9	19.8	23.3	21.3	20.4	20.6	26.8	80.1	89.1	103.4
영업이익	21.5	23.5	22.0	11.1	24.9	27.3	29.6	14.1	78.1	95.9	125.8
OPM (%)	13.6	14.3	12.8	6.3	14.6	15.2	16.1	7.4	11.6	13.2	14.9
당기순이익	14.1	14.7	15.6	5.8	19.7	15.4	20.9	10.4	50.3	66.4	91.3
당기순이익률 (%)	9.0	9.0	9.1	3.3	11.6	8.6	11.3	5.5	7.5	9.2	10.8
지배주주순이익	14.5	15.1	15.9	6.5	19.5	15.3	20.8	10.4	51.9	66.0	91.0
지배주주순이익률 (%)	9.2	9.2	9.2	3.7	11.4	8.6	11.3	5.5	7.7	9.1	10.8

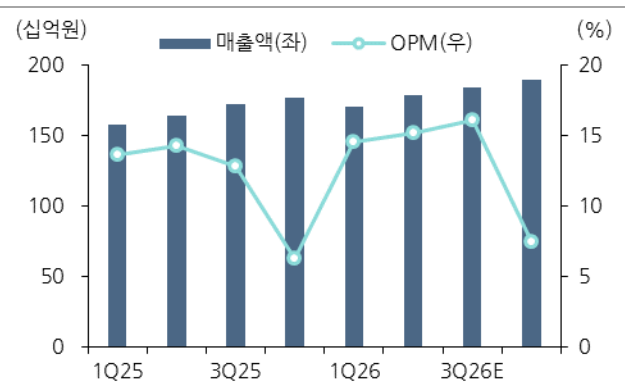
자료: 상상인증권 추정

그림 6. 이엔에프테크놀로지 연간 실적 추이 및 전망



자료: 이엔에프테크놀로지, 상상인증권

그림 7. 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 이엔에프테크놀로지, 상상인증권

투자포인트

외부 HF 조달이 제한했던 불산계 식각액의 수익성

HF 내재화로 시작되는 단계적 마진 개선

불산 내재화, BEP를 넘어 두 자릿수 마진 구간으로

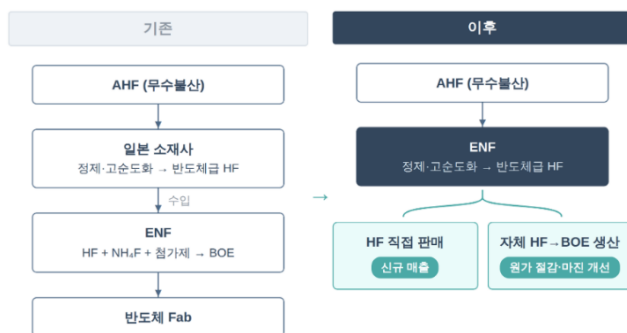
동사의 불산계 식각액 매출은 2025년 약 1,200억원에 달했으나 수익성은 BEP 수준에 머물러왔다. 기존 BOE는 일본 업체가 무수불산을 정제해 만든 반도체급 HF를 외부 조달해 제조하는 구조였고, 최근 일본산 HF 수입단가마저 상승세를 보이면서 외부 조달 환경은 오히려 악화되는 모습이다. 원가 구조상 수익성 개선이 쉽지 않다는 시각이 지배적이었다.

그러나 지난 5년간 준비해온 HF 내재화가 2026년부터 실적으로 연결되기 시작하며, 수익성은 단계적으로 개선될 것으로 판단된다. 그 근거로는 **첫째, 6월 H사향 HF 직접 공급이 개시됐고**, 공급 물량은 당초 예상보다 빠르게 확대되고 있다는 것이다. HF 자체의 마진율이 BOE보다 높은 만큼, 2026년 불산계 식각액의 합산 마진은 기존 BEP 수준에서 한 자릿수대로 개선될 것으로 추정된다.

둘째, 2027년부터는 자체 생산 HF의 BOE 원료 적용이 본격화된다. 외부 조달 HF를 쓰던 기존 BOE는 마진이 거의 발생하지 않았으나, 자체 HF 적용 비중이 확대되면 가공비 및 관세 부담이 낮아지는 동시에 HF 직접 판매 이익까지 더해지는 이중 효과가 나타난다. 따라서 자체 HF 적용이 정상화되면 BOE 마진은 10% 초중반 수준까지 개선될 여지가 있다. **셋째, 소수 업체만 보유한 정제 기술을 내재화했다는 점에서 원가 경쟁력의 지속가능성도 상대적으로 높다고 판단**된다. 완성 HF로 BOE를 생산하는 자회사 팜테크놀로지에도 향후 자체 HF가 투입되면 그룹 내 수직계열화 효과는 한층 강화될 전망이다.

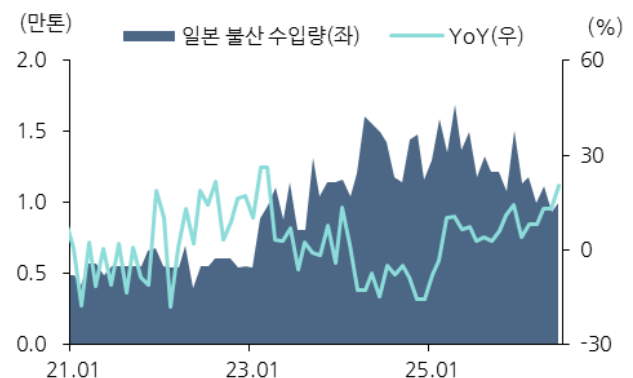
결론적으로 불산계 식각액의 수익성은 2026년 HF 판매를 통한 믹스 개선, 2027년 이후 BOE 원가 절감 효과가 더해지며 단계적으로 상승하는 구조로 판단된다. 원재료 가격 상승이라는 대외 변수는 오히려 내재화의 상대적 이점을 부각시키는 요인으로 작용할 수 있다. 내재화 초기 국면인 2026년보다는 BOE 원가 효과가 본격화되는 2027년 이후 실적 추정치의 추가 상향 가능성에 주목할 필요가 있다.

그림 8. 이엔에프테크놀로지의 공급망 변화



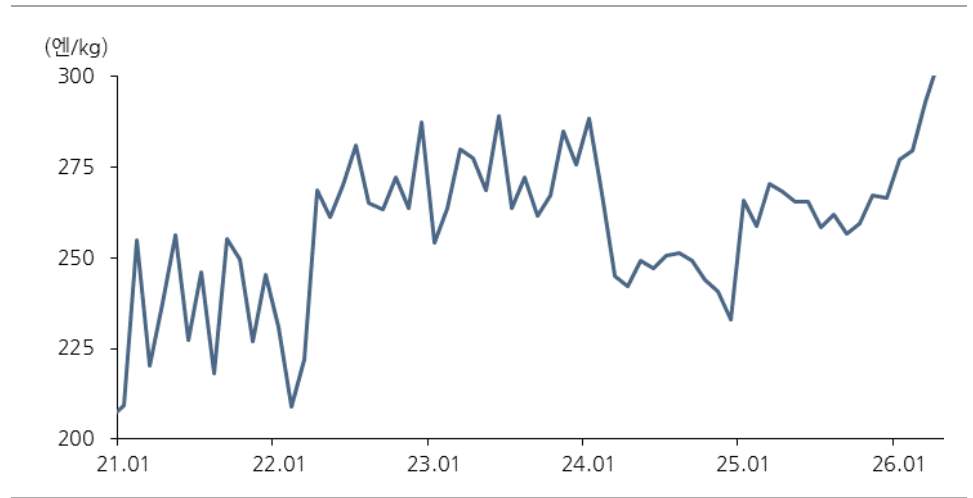
자료: 이엔에프테크놀로지, 상상인증권

그림 9. 일본산 불산 수입량 및 증감률



자료: KITA, 상상인증권

그림 10. 일본산 불산 수입 단가 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

HSN과 미국, 실적에 더해질 새로운 성장축

321단 전환이 여는 HSN 신규 진입 기회

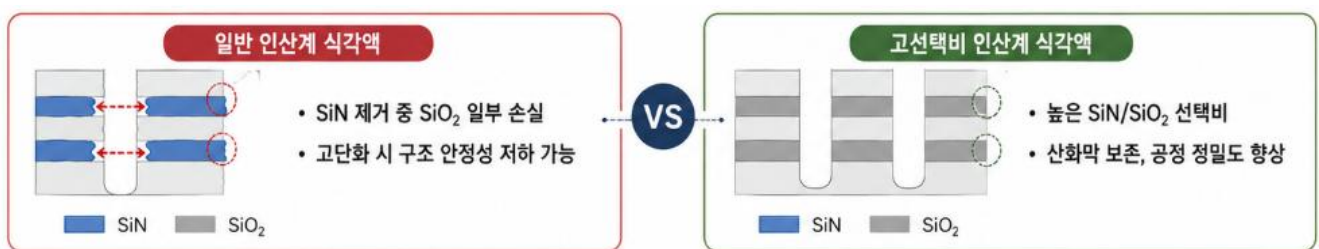
SK하이닉스향 300단 이상 인산계 식각액은 그동안 사실상 단일 벤더의 독점 공급 체제로 유지되어 왔다. 반도체 소재는 기존 양산라인에서 벤더 변경이 쉽지 않은 대신 신규 공정 세대로 전환되는 구간에서 신규 업체의 진입 가능성이 높아진다. 동사는 321단부터 적용되는 HSN을 통해 진입 가능성이 높아진 구간이다.

고객사 평가 막바지, 양산 진입 시 실적 기여도도 크다

첫째, H사향 테스트는 마지막 평가 단계에 진입했으며, 2027년 상반기 중 평가가 종료되면 양산 공급이 가능할 전망이다. 약 2년여에 걸친 고객사 평가와 반복적인 제품 튜닝을 거쳐 마지막 테스트 단계까지 진입했다는 점에서 의미가 크다. 고선택비 인산계 식각액은 기존 공급사가 장기간 시장을 선점해온 영역으로, 이번 진입은 동사가 그동안 확보하지 못했던 고선택비 식각 기술의 진입장벽을 넘어서는 과정으로 판단된다.

둘째, HSN은 현재 개발 중인 신규 아이템 가운데 대규모 벌크 공급이 가능한 제품이다. 기타 신규 품목의 예상 매출 규모가 대부분 연간 100억원 전후에 그치는 반면 HSN은 고객사 양산라인에 직접 투입되는 식각액으로, 적용 라인 확대에 따라 전사 실적에 미치는 영향도 상대적으로 클 전망이다. 수익성 역시 20% 이상이 가능한 고부가 제품으로, 향후 인산계 비중 확대는 기존 불산계 중심의 식각액 믹스 개선으로 이어질 전망이다.

그림 11. 고단 낸드로 갈수록 선택비의 중요성 확대



자료: Lee et al., "Green Manufacturing of Silyl-Phosphate for Use in 3D NAND Flash Memory Fabrication", ACS Sustainable Chemistry & Engineering (2021), 상상인증권

선행투자 마무리, 미국 법인 실적 회복 구간 진입

미국 법인은 테일러 팹 가동 지연에 따른 매출 부진과 고정비 부담으로 2025년 영업손실 142억원을 기록하며 연결 수익성을 훼손해왔다. 그러나 오랜 선행투자가 결실을 맺는 국면에 접어들고 있다. 텍사스 카일에 위치한 미국 공장은 2020년 500억원을 투자해 설립, 2022년 6월 가동을 시작하며 국내 반도체 소재기업 최초로 미국에 진출한 곳으로, 프로세스케미컬(기타 공정용 소재 중심)을 생산해왔다. 2024년에는 이 공장 설비에 2,300만 달러를 추가 투자했고, 증설이 2026년 마무리되며 삼성전자 테일러 파운드리향 초도 물량 공급이 4월부터 시작됐다.

선제적 현지 생산기반이 만드는
고객사 확장 기회

국내 경쟁사들의 미국 진출은 아직 초기 단계에 머물러 있어, 먼저 구축한 생산기반이 당분간 진입장벽으로 작용할 가능성이 있다. 또한, S사 외에도 I사, T사 등 현지 고객사 확보 가능성이 열려 있다는 점, 그리고 신규 고객사향 테스트 물량이 최근 확인되고 있다는 점은 기본 추정치 대비 업사이드 요인이다. 이에 따라 미국 법인 매출액은 2026년 약 200억원 수준을 전망하며, BEP 달성 시점은 2027년 하반기로 전망한다.

기업 개요

반도체 전공정을 아우르는 전자소재 업체

디스플레이에서 반도체로 무게중심 이동

동사는 반도체와 디스플레이 제조공정에 사용되는 전자소재를 생산하는 업체이다. 2025년 매출액은 6,710억원으로, 전방산업별 매출 비중은 반도체 60%, 디스플레이 40%이다. 과거 디스플레이 소재를 기반으로 성장했으나 최근에는 반도체 매출이 지속적으로 확대되면서 전자사업의 중심도 반도체로 이동하고 있다. 제품군은 크게 식각액, 신너, 현상액, 박리액, 세정액 등 공정용 화학소재와 감광액 등에 사용되는 고분자, 단량체 등의 정밀화학소재로 구분된다.

포토부터 식각·세정까지 아우르는 전공정 소재 포트폴리오

동사의 강점은 특정 공정에 국한되지 않고 반도체 주요 전공정에 걸쳐 제품을 공급한다는 점이다. 포토 공정에서는 신너와 감광액 원료를 공급하며, 노광 이후에는 현상액이 회로 패턴 형성에 사용된다. 이후 식각 공정에서는 산화막이나 질화막 등을 선택적으로 제거하는 식각액이 투입되고, 식각 이후 남은 감광액과 공정 잔여물을 제거하기 위해 박리액과 세정액이 사용된다. 자회사 유비머트리얼즈를 통해 평탄화 공정용 연마액까지 공급하면서 적용 공정 범위도 확대해왔다.

반도체 매출에서는 식각액의 비중이 가장 높다. 2025년 반도체 매출액 4,026억원 가운데 식각액은 약 1,200억원으로 약 30%를 차지한다. 신너와 박리액이 뒤를 잇고 있으며, 나머지는 현상액, 세정액 등 기타 공정용 화학소재와 감광액 원료로 구성된다. 이에 따라 동사의 반도체 사업은 식각액을 중심으로 하되, 포토부터 식각/세정까지 여러 공정에 반복적으로 사용되는 소재를 함께 공급하는 구조로 이해할 수 있다.

그림 12. 반도체 8대 공정 내 이엔에프테크놀로지 제품 적용 구간



자료: 이엔에프테크놀로지, 상상인증권

공정 변화에 맞춰 확대되는 차세대 소재 포트폴리오

제품 포트폴리오는 고객사의 공정 변화에 맞춰 지속적으로 확대되고 있다. 반도체 소재는 고객사 공정에 맞춘 개발과 양산 평가가 선행돼야 하는 만큼, 신규 공정 도입은 기존 소재의 사양 변화와 새로운 제품 수요로 이어진다. 당사는 포스트 CMP 세정액, 실리콘 식각액, VMS 도금액, HBM TSV 공정용 타이타늄 식각액 등 다양한 차세대 소재를 개발하고 있으며 일부 제품은 양산 적용 또는 고객사 평가 단계에 진입했다. 이처럼 고객사의 차세대 공정 개발에 지속적으로 참여하며 공급 품목을 늘려가는 방식이 당사의 중장기 성장 기반으로 작용할 전망이다.

특정 메모리보다 웨이퍼 투입량에 연동되는 사업구조

또한 당사의 소재 상당수는 특정 메모리 제품에만 한정되지 않는다. 일부 소재는 디램과 낸드에 모두 사용될 수 있으며, 파운드리 공정에도 적용된다. 이에 따라 소재별 매출을 디램/낸드/파운드리로 단순 구분하기보다는 고객사의 웨이퍼 투입량과 공장 가동률에 연동되는 사업구조로 보는 것이 적절하다. 반도체 소재 특성상 고객사의 공정별 요구 사양에 따라 조성과 제품이 세분화되며, 제품 개발 이후에도 양산라인 적용을 위한 별도의 평가와 인증이 필요하다.

국내외 고객 생산거점에 대응하는 공급체계

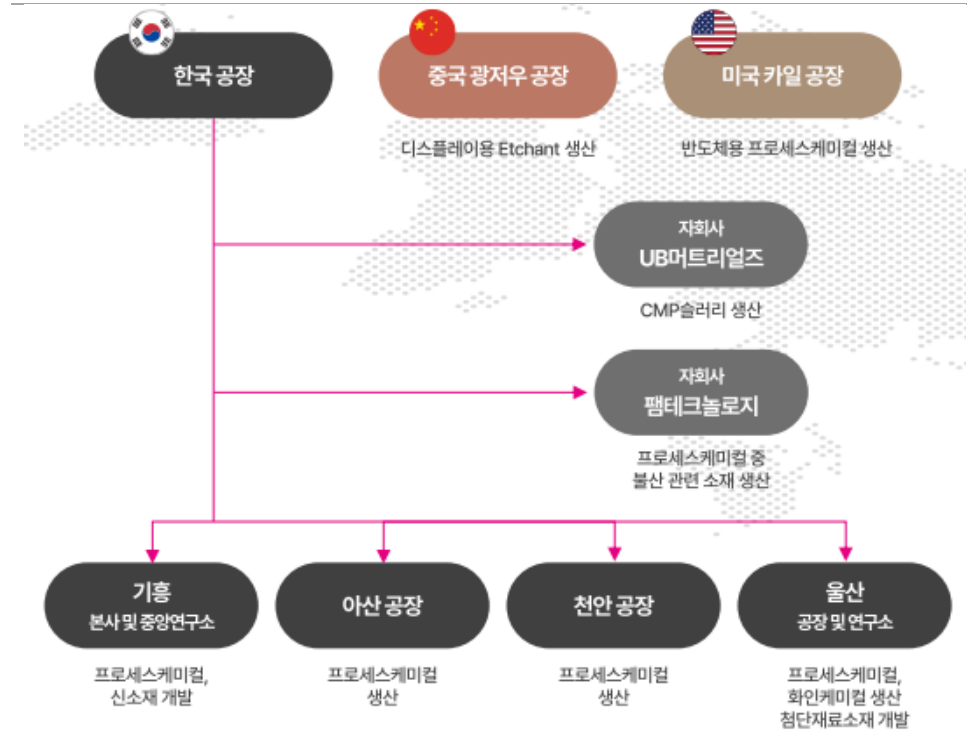
생산거점은 국내와 해외에 분산돼 있다. 국내에서는 아산, 천안, 울산을 중심으로 반도체와 디스플레이용 소재를 생산하며, 중국 사업장은 디스플레이 소재, 미국 사업장은 반도체 소재 생산에 특화돼 있다. 국내에서 축적한 공정용 화학소재와 정밀화학소재의 제품군을 기반으로 고객사의 해외 생산거점까지 대응할 수 있는 공급체계를 구축하고 있다.

그림 13. 산업별/기술별 제품 및 주요 고객사

적용 산업	제품 및 설명			주요 고객사
반도체 (64%)	프로세스케미칼 반도체 포토공정, 식각공정에 사용하는 소재 - 식각액 (Etchant) : 50% HF, BOE 등 - 신너 (Thinners) : 고순도 PGMEA, PGME 혼합물 등 - 박리액 (Stripper) : Cu PERR, WLP용, CIS용 등 - 현상액 (Develop) : TMAH 혼합물, NTD용 등 - 세정액 (Cleaner) : Cu PCMP 등	화인케미칼 반도체 포토공정에 사용하는 소재 - 포토리저스트용 재료 : Photoresist Monomer, Polymer Photo Acid Generator(PAG) - 반사방지막용 재료 : Anti-Reflective Coating Monomer, Polymer - 하드마스크용 재료 : Hardmask (SOC, SOH) Monomer, Polymer		SAMSUNG SK hynix DB HiTek intel. LG 디스플레이 «OUPONT»   SUMITOMO CHEMICAL
	프로세스케미칼 디스플레이 TFT 공정에 사용하는 소재 - 식각액 (Etchant) : Cu Etchant, Ag Etchant, BOE 등 - 신너 (Thinners) : PGMEA, PGME, nBA 혼합물 등 - 박리액 (Stripper) : 유기계, 준수계 등 - 현상액 (Develop) : TMAH, KOH 혼합물 등 - 세정액 (Cleaner) : OLED 초기/중간 세정제, Ethanol 등	화인케미칼 디스플레이 LCD, OLED에 사용하는 소재 - LCD 유기절연막용 재료 : Binder - OLED 봉지재용 재료 : Binder - OLED 발광층 재료 : R,G,B Host, Dopant 재료	컬러메이스트 디스플레이 패널의 색 표현 품질을 결정하는 소재 - LCD용 재료 : TFT-LCD용 R,G,B 컬러메이스트, BCS용 Black 재료 - OLED 재료 : wOLED 및 QD-OLED용 R,G,B 컬러메이스트	

자료: 이엔에프테크놀로지, 상상인증권

그림 14. 이엔에프테크놀로지의 구조



자료: 이엔에프테크놀로지, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	246.2	262.4	329.8	415.4	495.5
현금 및 현금성자산	38.5	78.7	116.7	173.8	231.8
매출채권	77.2	75.4	91.5	105.5	116.2
재고자산	69.7	67.3	85.3	98.4	108.3
비유동자산	477.4	486.9	494.8	507.7	542.2
관계기업투자등	26.6	26.2	17.3	18.0	18.7
유형자산	411.3	420.9	434.0	442.0	471.7
무형자산	9.9	11.2	14.9	18.0	20.8
자산총계	723.6	749.3	824.6	923.1	1,037.7
유동부채	281.2	222.8	230.4	240.4	248.3
매입채무	52.4	58.2	60.5	69.8	76.9
단기금융부채	185.1	143.9	150.2	150.2	150.2
비유동부채	41.0	76.4	73.7	74.0	74.4
장기금융부채	33.5	67.4	63.8	63.8	63.8
부채총계	322.2	299.2	304.1	314.4	322.7
지배주주지분	397.4	447.6	508.6	596.8	703.1
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	18.6	18.6	16.7	16.7	16.7
이익잉여금	360.4	409.1	472.0	560.2	666.6
비지배주주지분	4.0	2.5	11.9	11.9	11.9
자본총계	401.4	450.1	520.5	608.7	715.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	107.9	103.1	91.6	134.0	161.7
당기순이익(손실)	29.7	50.3	66.4	91.3	109.6
현금수익비용가감	84.5	84.3	75.4	60.1	65.3
유형자산감가상각비	45.5	51.6	60.9	62.0	67.0
무형자산상각비	0.7	0.9	1.0	1.3	1.6
기타현금수익비용	38.2	31.8	5.9	-9.8	-9.9
운전자본 증감	12.8	-3.1	-34.2	-17.4	-13.2
매출채권의 감소(증가)	6.4	1.5	-5.3	-14.0	-10.7
재고자산의 감소(증가)	4.2	-0.4	-11.6	-13.0	-10.0
매입채무의 증가(감소)	4.1	9.6	-11.3	9.3	7.1
기타영업활동현금흐름	-1.8	-13.7	-6.0	0.4	0.4
투자활동 현금흐름	-99.2	-55.4	-44.6	-74.0	-100.9
유형자산 처분(취득)	-81.8	-57.3	-45.5	-70.0	-96.7
무형자산 감소(증가)	-1.9	-1.9	-3.5	-4.4	-4.4
투자자산 감소(증가)	-13.0	-3.0	10.4	1.5	1.5
기타투자활동	-2.5	6.8	-5.9	-1.2	-1.2
재무활동 현금흐름	-18.3	-7.9	-12.0	-2.9	-2.9
차입금의 증가(감소)	-16.3	-5.7	-10.9	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.0	-2.1	-2.9	-2.9	-2.9
배당금 지급	2.0	2.1	2.9	2.9	2.9
기타재무활동	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0
현금의 증감	-7.9	40.2	38.1	57.1	57.9
기초현금	46.4	38.5	78.7	116.7	173.8
기말현금	38.5	78.7	116.7	173.8	231.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	582.4	670.9	724.1	844.1	964.7
매출원가	450.2	512.7	539.1	614.9	702.8
매출총이익	132.2	158.2	185.0	229.2	261.9
판매비와 관리비	72.9	80.1	89.1	103.4	112.2
영업이익	59.3	78.1	95.9	125.8	149.7
EBITDA	105.6	130.6	157.8	189.2	218.3
금융손익	-4.2	-8.7	0.2	-1.8	-0.2
관계기업등 투자손익	-2.9	-0.4	2.0	3.3	3.3
기타영업외손익	0.8	1.2	-0.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	53.1	70.2	97.5	127.3	152.8
계속사업법인세비용	20.7	19.9	31.1	36.0	43.2
당기순이익	29.7	50.3	66.4	91.3	109.6
지배주주순이익	31.1	51.9	66.0	91.0	109.2
매출총이익률 (%)	22.7	23.6	25.5	27.2	27.2
영업이익률 (%)	10.2	11.6	13.2	14.9	15.5
EBITDA 마진률 (%)	18.1	19.5	21.8	22.4	22.6
세전이익률 (%)	9.1	10.5	13.5	15.1	15.8
지배주주순이익률 (%)	5.3	7.7	9.1	10.8	11.3
ROA (%)	4.5	7.1	8.4	10.4	11.1
ROE (%)	8.2	12.3	13.8	16.5	16.8
ROIC (%)	6.8	10.5	11.9	15.3	17.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	7.7	12.9	9.1	6.6	5.5
P/B	0.6	1.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.8	5.9	4.3	3.3	2.6
P/S	0.4	1.0	0.8	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액 증가율	9.7	15.2	7.9	16.6	14.3
영업이익 증가율	148.5	31.6	22.8	31.2	19.0
세전이익 증가율	흑전	32.2	39.0	30.6	20.0
지배주주순이익 증가율	흑전	66.9	27.2	37.8	20.0
EPS 증가율	흑전	66.9	27.2	37.8	20.0
안정성 (%)					
부채비율	80.3	66.5	58.4	51.7	45.1
유동비율	87.5	117.8	143.2	172.8	199.6
순차입금/자기자본	41.0	22.1	13.7	2.1	-6.4
영업이익/금융비용	5.8	8.9	15.1	36.8	43.7
총차입금 (십억원)	218.6	211.3	214.0	214.0	214.0
순차입금 (십억원)	164.7	99.7	71.1	12.9	-46.1
주당지표 (원)					
EPS	2,178	3,635	4,622	6,369	7,645
BPS	27,813	31,327	35,598	41,768	49,213
SPS	40,764	46,956	50,680	59,077	67,520
DPS	150	200	200	200	200

이엔에프테크놀로지 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:임우웅)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

에프에스티 036810

Analyst 엄우용 | IT/전기전자

02-3779-3552, wy.eum@sangsanginib.com

고부가 펠리클로 가는 길

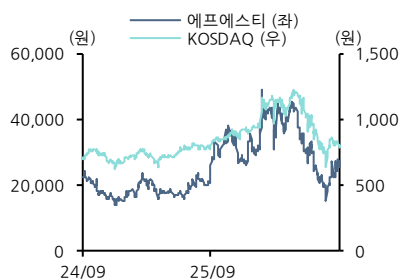
BUY 신규

목표주가 신규	40,000원
종가(26.09.07)	25,500원
상승여력	56.9%

Stock Data

KOSDAQ(09/07)	822.2pt
시가총액	5,521억원
액면가	500원
52 주 최고가	49,550원
52 주 최저가	15,390원
외국인지분율	7.6%
90 일 일평균거래대금	38억원
주요주주지분율	
장명식 (외 4 인)	24.9%
유동주식비율	73.5%

Stock Price



투자이견 BUY, 목표주가 40,000원 제시하며 커버리지 개시

에프에스티에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 40,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

목표주가는 3년 Forward EPS 1,469원에 Target P/E 26.9배를 적용해 산출했다. 현재 EUV 사업의 가시성이 과거 기대 국면보다 높아졌다고 판단한다. CNT EUV 펠리클 양산 인프라 구축이 진행되는 가운데 EUV 인프라 장비 공급도 확대 중이다. 여기에 기존 펠리클의 믹스 개선, 칠러 수익성 정상화, 화인세라텍 실적 개선이 동시에 진행되고 있어 기존 사업의 이익 체력도 개선될 전망이다.

CNT EUV 펠리클, 인증 이후 열리는 고부가 소재 기회

2026년 펠리클 매출액은 1,344억원(+21.4% YoY)을 전망한다. 레거시 펠리클 수요 회복과 ArF 비중 확대가 성장을 이끌 전망이다. ArF 펠리클은 장당 200만~300만원 수준으로 KrF 대비 단가가 크게 높아 외형 확대 및 믹스 개선 효과가 기대된다. 다음 단계는 CNT EUV 펠리클이다. 당사는 CNT EUV 펠리클 양산 시설을 이미 구축했고, 최근 카나투 장비를 추가 발주하며 생산능력 확대에 들어갔다. EUV 전환에 따른 중장기 프리미엄은 유효하다고 판단한다.

칠러, 고정비 이겨내고 이익 레버리지 구간으로

칠러는 2026년 손익 정상화를 거쳐 2027년 이익 레버리지 구간에 진입할 전망이다. 2025년까지 장비 수요 부진과 고정비 부담이 전사 이익을 눌렀지만, 올해는 P4 디램 증설, 화성 공정 전환, 테일러, TEL을 통한 인텔형 OEM 물량이 반영되며 손익분기점 통과가 예상된다. 2027년에는 P5 Ph1의 장비 셋업 수요와 SK하이닉스 용인 Y1 투자가 더해질 전망이다. 고정비를 넘긴 뒤 추가 매출의 이익 기여도가 빠르게 높아지는 사업인 만큼, 칠러는 전사 영업이익 개선의 핵심 변수로 전환될 전망이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	237	2	1	65	238.4	24.4	1.4	0.6	0.0
2025	280	-1	-12	-556	n/a	38.0	2.8	-5.0	0.0
2026E	336	28	13	662	38.5	14.2	2.0	5.1	0.0
2027E	392	43	24	1,217	20.9	10.8	1.8	8.4	0.0
2028E	431	59	33	1,652	15.4	8.6	1.6	10.4	0.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

에프에스티에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 40,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 향후 3년 가중평균 EPS 1,469원에 Target P/E 26.9배를 적용해 산출했다. 2025년까지 칠러 사업의 고정비 부담으로 전사 이익이 정상 수준을 하회했던 만큼, 단기 EPS보다 칠러 손익 정상화와 펠리클 제품 믹스 개선이 반영되는 향후 3년의 평균적인 이익 체력을 기준으로 밸류에이션하는 것이 적절하다고 판단한다.

Target P/E는 EUV 펠리클 양산 기대가 형성됐던 2021년 3~5월 평균 P/E 31.6배를 기준으로 15% 할인한 26.9배를 적용했다. 현재는 CNT 펠리클 양산 인프라 구축과 EUV 인프라 장비 공급이 진행되는 등 과거 대비 사업의 실행 가시성이 높아졌다. 다만 ASML 인증과 고객사 양산 적용이 남아 있다는 점을 감안해 과거 기대 구간의 멀티플을 15% 할인했다.

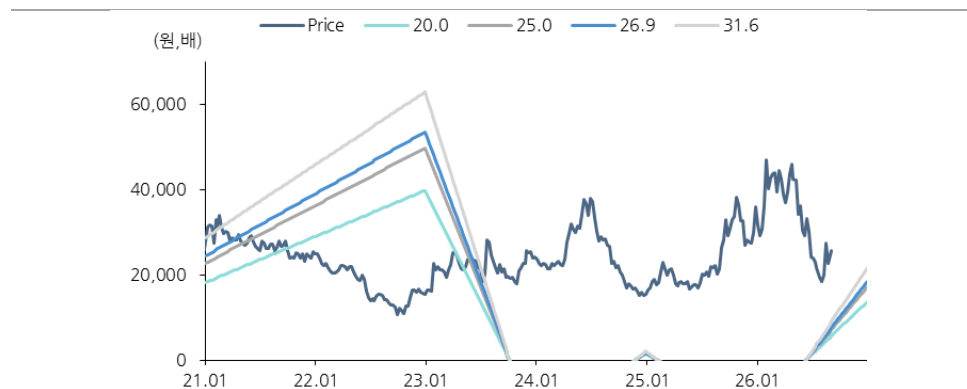
기존 사업에서도 ArF 펠리클 비중 상승과 칠러 수익성 정상화, 화인세라텍 실적 개선이 이어지고 있다. CNT 펠리클은 향후 인증과 고객사 양산 적용이 확인될 경우 실적 추정치 상향과 추가적인 밸류에이션 재평가 가능성이 열릴 것으로 판단한다.

그림 1. Valuation P/E Model

구분	내용	비고
EPS (원)	1,469	3년 forward EPS
Target P/E	26.9	EUV 양산 기대 구간 3개월 평균 P/E 31.6배를 15% 할인
주당 기업가치 (원)	39,529	
목표주가 (원)	40,000	
현재주가 (원)	25,500	
상승여력 (%)	56.9	

자료: 상상인증권 추정

그림 2. P/E Band



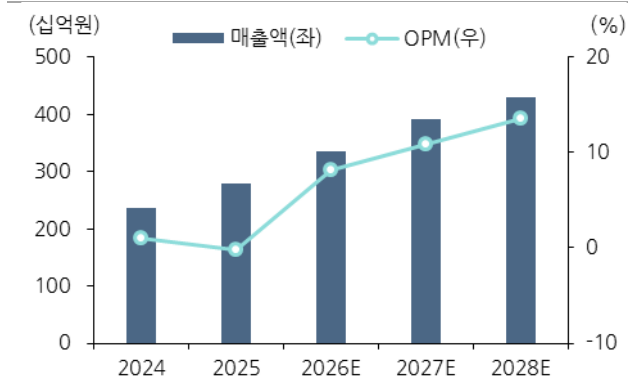
자료: 상상인증권

그림 3. 에프에스티 분기 및 연간 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	68.5	76.0	65.5	70.3	69.6	89.3	85.5	91.9	280.3	336.3	391.5
펠리클	26.5	27.1	28.4	28.7	30.4	34.4	34.6	35.0	110.7	134.4	162.7
칠러	29.0	35.5	20.3	26.7	20.6	32.3	31.0	36.8	111.4	120.7	133.6
자회사 및 기타	13.0	13.4	16.8	14.9	18.6	22.6	19.9	20.2	58.2	81.2	95.2
매출원가	45.0	53.6	46.1	51.2	46.6	57.2	54.2	58.3	195.9	216.3	243.3
판관비	20.7	20.7	21.3	22.2	21.6	22.5	23.5	24.8	84.9	92.4	105.5
영업이익	2.8	1.7	-1.9	-3.2	1.4	9.6	7.8	8.8	-0.5	27.7	42.7
OPM (%)	4.0	2.3	-2.9	-4.5	2.0	10.8	9.1	9.6	-0.2	8.2	10.9
당기순이익	-0.2	-3.6	-6.8	-3.7	-2.8	7.0	4.3	5.0	-14.3	13.4	25.5
당기순이익률 (%)	-0.3	-4.7	-10.3	-5.3	-4.1	7.8	5.0	5.4	-5.1	4.0	6.5
지배주주순이익	0.0	-3.3	-6.5	-2.5	-2.9	7.3	4.1	4.8	-12.3	13.3	24.5
지배주주순이익률 (%)	0.0	-4.4	-9.9	-3.6	-4.1	8.2	4.8	5.2	-4.4	4.0	6.2

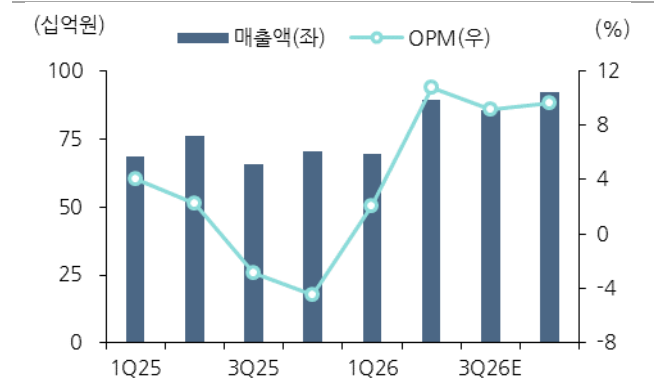
자료: 상상인증권 추정

그림 4. 에프에스티 연간 실적 추이 및 전망



자료: 에프에스티, 상상인증권

그림 5. 에프에스티 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 에프에스티, 상상인증권

투자포인트

기대감에서 실행 단계로 넘어가는 EUV 사업

EUV, 펠리클 쉘과 인프라 장비 공급이 동시에 진행 중

동사의 EUV 투자포인트는 단순한 펠리클 기대감이 아니다. CNT EUV 펠리클은 ASML 인증을 앞두고 있고, 이를 실제 공정에서 운용하기 위한 EUV 인프라 장비는 이미 발주를 받아 제작 중이다. 아직 CNT 펠리클 매출이 본격화된 구간은 아니지만, 펠리클 사용을 전제로 한 장비 공급이 먼저 확인되고 있다는 점이 중요하다. **동사의 EUV 사업은 펠리클 쉘의 마무리와 인프라 장비 공급이 동시에 진행되는 단계에 진입했다.**

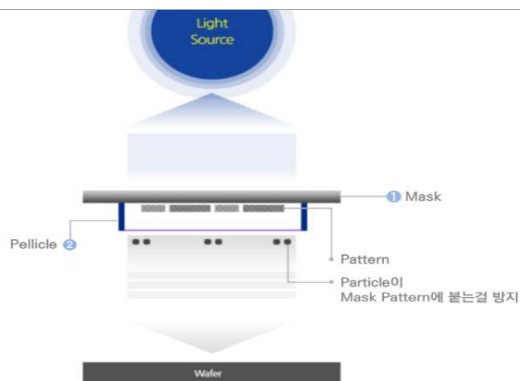
레거시 회복과 ArF 비중 상승으로 본업도 성장

기존 펠리클 사업도 여전히 견조하다. 2026년 펠리클 매출액은 1,344억원(+21.4% YoY)을 전망한다. **레거시 펠리클 수요 회복과 ArF 중심의 믹스 개선이 성장을 이끌 전망이다.** ArF 펠리클은 장당 200만~300만원 수준으로, 10만원대에 형성되는 KrF 대비 단가가 크게 높다. ArF 비중 확대가 이어지면서 외형 성장과 수익성 방어가 동시에 나타날 전망이다.

ASML 인증 이후 CNT 펠리클 양산 전환 기대

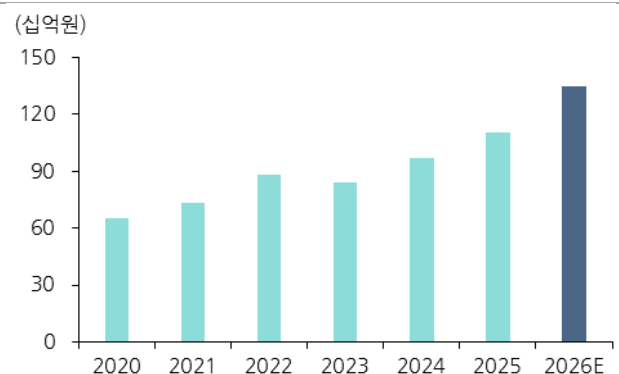
다음 단계는 CNT EUV 펠리클이다. 동사는 **CNT 기반 EUV 펠리클 양산 시설을 구축했으며, 현재 ASML 인증 확보를 우선 목표로** 하고 있다. 고객사와의 적용 논의는 진행 중이나, EUV 펠리클은 노광 장비에 직접 영향을 주는 소모품이다. 고객사 의지만으로 채택되는 제품이 아니라 ASML 인증이 선행되어야 한다. 11~12월 이전 ASML 인증 확보를 목표로 하고 있으며, 인증 이후 고객사 적용 논의와 양산 전환 속도가 빨라질 전망이다.

그림 6. 포토 공정 내 펠리클의 역할



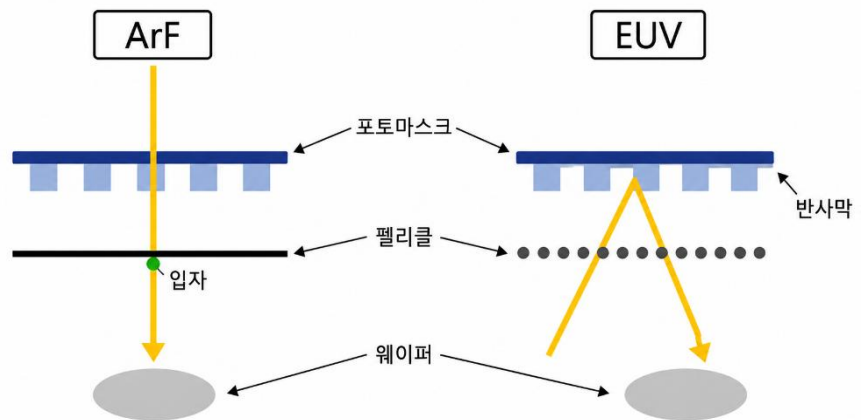
자료: 에프에스티, 상상인증권

그림 7. FST의 펠리클 매출 추이



자료: 에프에스티, 상상인증권

그림 8. EUV 펠리클은 빛이 2번 통과



자료: 언론종합, 상상인증권

CNT 펠리클, 높은 투과율이 핵심 경쟁력

EUV 펠리클에서 투과율은 핵심 스펙이다. EUV는 반사형 마스크를 사용하기 때문에 빛이 펠리클을 두 번 통과한다. 단일 통과 투과율이 88%일 경우 왕복 기준 투과율은 약 77%에 그치지만, 95%와 97%에서는 각각 약 90%, 94%까지 올라간다. 단일 통과 기준 몇 %p 차이가 실제 노광 효율에서는 더 크게 벌어진다. FST CNT 펠리클은 투과율 92~97%, 대응 출력 400~600W, 기계적 강도 10kPa 초과 수준을 제시하고 있다.

FST, 기술 스펙에서 양산 검증 단계로

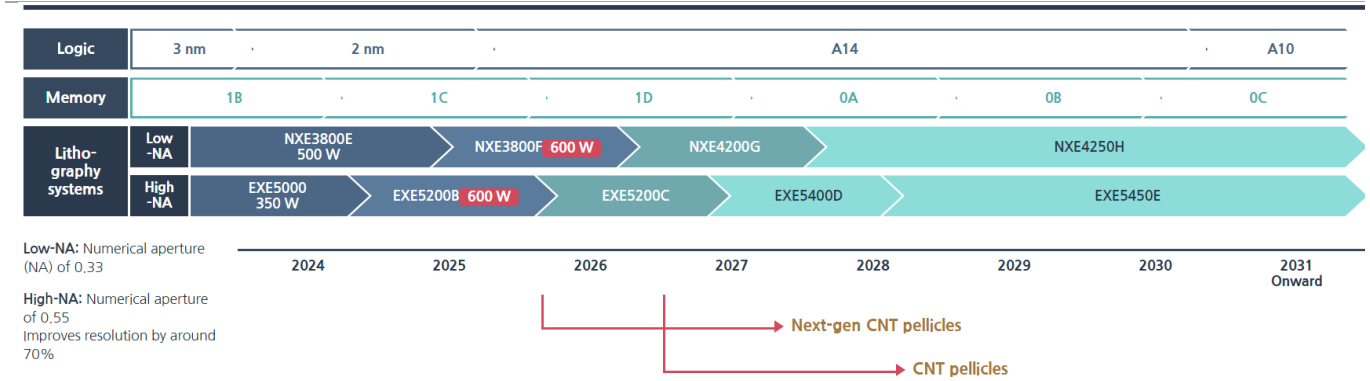
경쟁 구도에서도 FST의 진입 가능성에 주목할 필요가 있다. 미쓰이화학은 1세대 EUV 펠리클 상용화 경험과 1kW급 출력 대응 로드맵을 보유한 선두 업체로, CNT 펠리클 투과율은 2025년 92% 초과에서 2027년 94% 초과를 목표로 하고 있다. FST는 공개 스펙 기준 투과율 92~97%, 대응 출력 400~600W를 제시하고 있어 기술 스펙상 미쓰이화학과 경쟁 가능한 수준에 진입한 것으로 판단한다. 다만 미쓰이화학이 이미 양산 경험을 확보한 반면 FST의 수치는 개발 스펙 기준인 만큼, 단순 수치 비교보다는 향후 양산 과정에서의 성능 재현성과 생산 안정성이 중요하다.

그림 9. EUV 펠리클의 성능 비교 표

구분	기존 EUV 펠리클	FST CNT 펠리클	미쓰이화학 CNT 펠리클
단일 통과 투과율	약 88%	92~97%	92% 이상
왕복 기준 투과율	약 77%	약 85~94%	약 85% 이상
대응 출력	약 400W	400~600W	1kW 초과
기계적 강도	약 70Pa	10kPa 초과	미공개
적용 방향	기존 EUV 초기 적용	기존 EUV 고출력화 + High-NA 대응	기존 EUV 고출력화 + High-NA 대응

자료: FST, 미쓰이화학, 산업자료, 상상인증권

그림 10. ASML EUV 노광장비 로드맵과 CNT 펠리클 적용 시점



자료: 미쓰이화학, 상상인증권 재구성

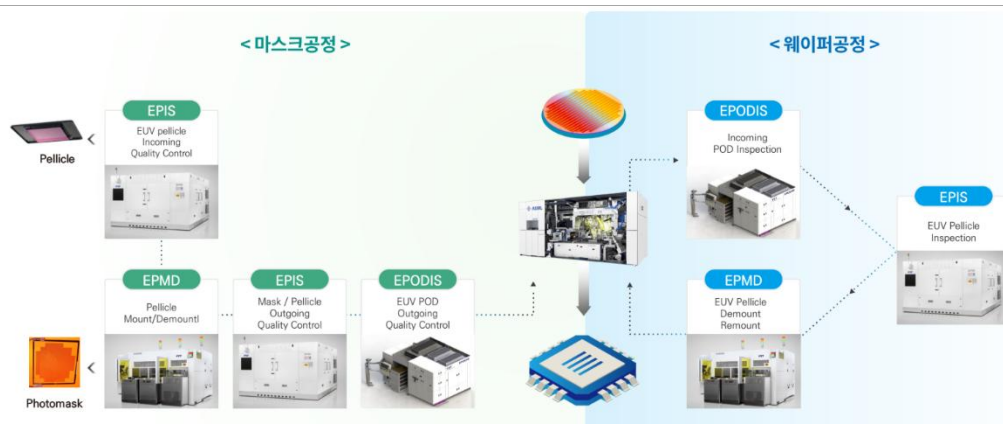
CNT 상업화 전에도 시작되는 EUV 매출

EUV 인프라 장비는 CNT 펠리클 매출보다 먼저 확인될 수 있는 EUV 관련 매출원이다. EUV 펠리클을 공정에서 운용하려면 마스크에 펠리클을 장착하고 제거하는 마운트/디마운트 장비, 펠리클과 마스크 상태를 확인하는 인스펙션 장비, 파티클 측정 장비가 필요하다. **테일러형 EUV 마운트/디마운트 장비와 인스펙션 장비는 이미 발주를 받아 제작 중**이며, 제작 완료 시점은 11~12월로 파악된다. 다만 이를 FST CNT 펠리클 채택의 직접 신호로 해석하기는 어렵다. 해당 장비는 EUV 펠리클 운용 전반에 필요한 장비이기 때문이다. 핵심은 동사가 CNT 펠리클 상업화 이전에도 EUV 인프라 장비를 통해 관련 매출을 먼저 인식할 수 있다는 점이다.

EUV 진입이 제품 단가와 믹스에 동시에 높인다

EUV 진입은 동사의 단가 구조도 바꾼다. 기존 ArF 펠리클은 장당 200만~300만원 수준이나, **1세대 EUV 펠리클 가격은 장당 3,000만~5,000만원 수준으로 언급**된다. 장비에서도 일반 칠러의 고가 제품이 1억원 미만인 반면, **EUV 인프라 장비는 10억원대 장비**로 기존 칠러 대비 약 10배 높다. CNT 펠리클은 ASML 인증 이후 단계적으로 매출 반영이 가능하고, 인프라 장비는 이미 공급 단계에 진입했다. 소재와 장비 모두 기존 제품 대비 단가가 높은 만큼, **EUV 노출도 확대는 매출 볼륨 증가와 고부가 제품 믹스 개선을 동시에 이끌 전망이다.**

그림 11. FST의 EUV 인프라 장비



자료: 에프에스티, 상상인증권

칠러, 고정비 이겨내고 이익 레버리지 구간으로

2026년 손익 정상화, 2027년 신규
팸이 성장 견인

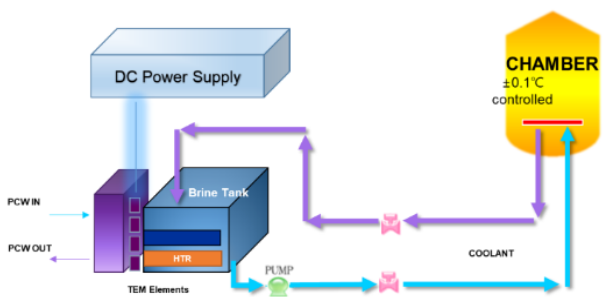
2026년 칠러 매출액은 1,229억원(+10.3% YoY)을 전망한다. 매출 증가율만 보면 크지 않지만, 투자포인트는 손익 정상화에 있다. 칠러 사업부는 2025년까지 장비 수요 부진과 고정비 부담으로 전사 이익을 높렸다. 그러나 2026년에는 주요 고객사의 디램 증설, 공정 전환, 해외향 물량이 반영되며 손익분기점 통과가 가능할 전망이다. 올해가 정상화 구간이라면, 2027년은 신규 팸 물량이 더해지며 이익 레버리지가 나타나는 구간이다.

상반기 장비 물량은 올해 납품이 필요한 P4 디램 증설과 화성 공정 전환 수요를 반영한 것으로 판단한다. 하반기에는 테일러향 물량과 TEL을 통한 인텔 18A 램프업향 OEM 물량이 더해질 전망이다. 2027년 성장 포인트는 P5와 SK하이닉스 용인 Y1이다. P5는 2028년 본격 가동을 앞두고 장비 반입과 셋업 수요가 선행할 수 있어 동사 칠러 매출의 주요 업사이드 요인으로 판단한다. 용인 Y1은 SK하이닉스향 고객 기반 확대 여부를 확인할 수 있는 라인이다.

추가 매출이 전사 이익으로 빠르게
연결되는 구간

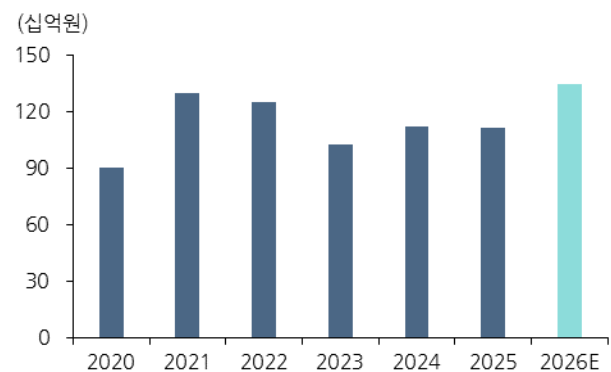
핵심은 매출이 아니라 이익 민감도이다. 칠러는 연구개발비와 해외 고객지원 비용이 선반영되면서 고정비 부담이 커진 사업이다. 낮은 매출 구간에서는 이 비용이 수익성을 훼손했지만, 손익분기점을 넘긴 뒤에는 추가 매출의 이익 기여도가 빠르게 높아진다. 2026년 정상화 이후 2027년 신규 팸 물량이 더해질 경우, 칠러는 전사 영업이익 개선을 이끄는 주요 변수로 전환될 전망이다.

그림 12. FST 칠러의 구조



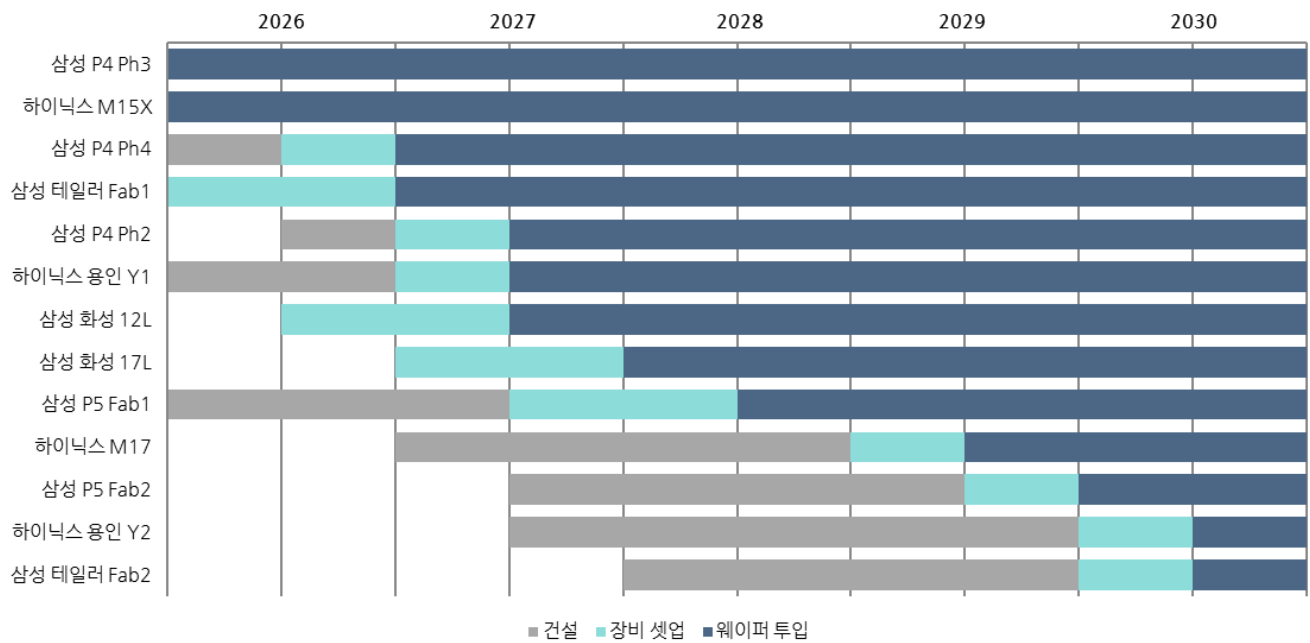
자료: 에프에스티, 상상인증권

그림 13. FST의 칠러 매출 추이



자료: 에프에스티, 상상인증권

그림 14. 주요 고객사 신규 팹 및 전환 투자 일정



자료: 삼성전자, SK하이닉스, 언론종합, 상상인증권

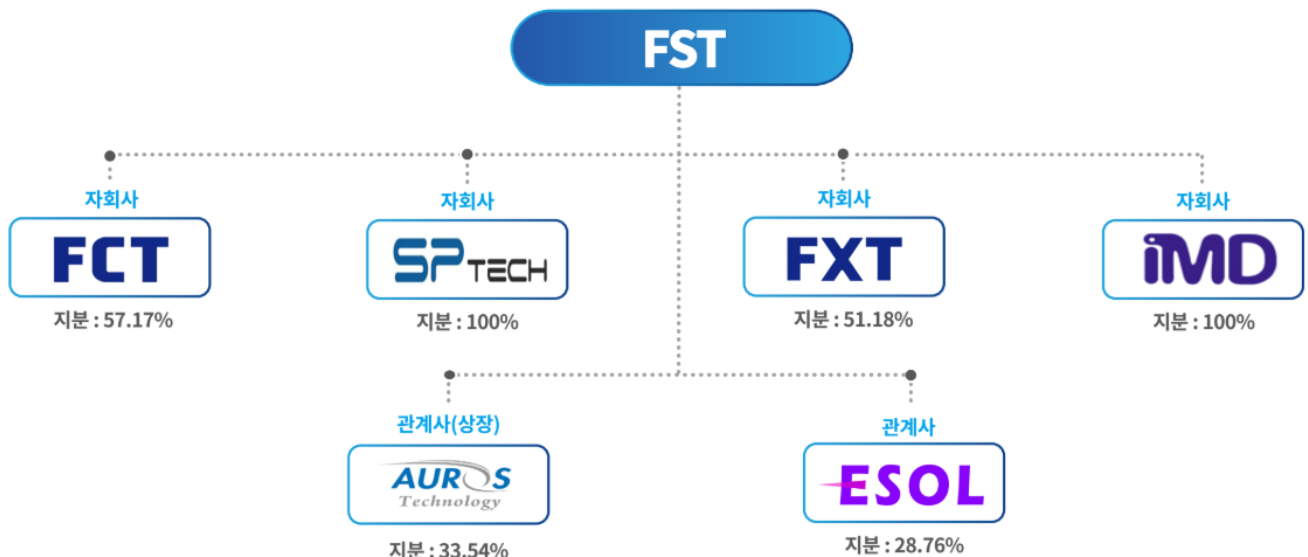
기업 개요

펠리클과 칠러를 양축으로 하는 반도체 소재/장비 업체

펠리클과 칠러를 기반으로 EUV 포트폴리오를 확대

동사는 반도체 포토 공정용 펠리클과 공정 온도 제어 장비인 칠러를 주력으로 하는 소재, 장비 기업이다. 본사는 펠리클 사업부와 칠러 사업부로 구분되며, 연결 자회사로는 펠리클 프레임을 담당하는 에스피텍, 프로브카드용 MLC를 생산하는 화인세라텍, SiC 반도체 부품을 생산하는 에프엑스티가 있다. 2026년 상반기 기준 재료 부문 매출은 1,048억원으로 전사 매출의 65.9%, 장비 부문 매출은 529억원으로 33.3%를 차지했다.

그림 15. 에프에스티의 주요 자회사 및 관계사 현황



자료: 에프에스티, 상상인증권

펠리클 사업부는 동사의 안정적인 이익 기반이다. 펠리클은 포토마스크를 파티클과 오염으로부터 보호하는 소모품으로, 반도체 미세화가 진행될수록 고사양 제품의 단가와 수익성이 높아진다. 동사는 KrF/ArF/ArF Immersion 등 레거시 펠리클을 중심으로 매출을 창출하고 있으며, 현재는 ArF 비중 확대를 통해 펠리클 ASP와 수익성을 동시에 개선하고 있다. 중장기 성장축은 CNT EUV 펠리클이다.

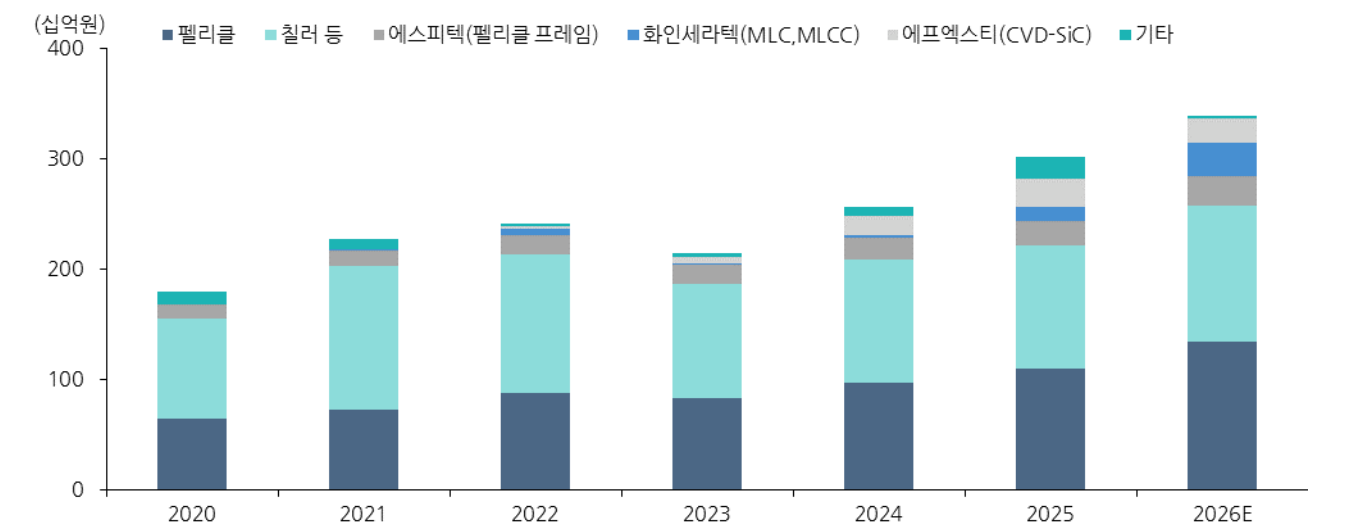
칠러 사업부는 펌 투자 사이클에 연동되는 장비 사업이다. 칠러는 반도체 공정 장비의 온도를 제어하는 장비로, 신규 펌 셋업과 전환투자 구간에서 수요가 발생한다. 2026년에는 삼성전자 P4 디램 증설, 화성 공정 전환, Taylor, TEL을 통한 Intel형 OEM 물량이 매출 회복을 이끌 전망이다. 과거 장비 부진과 고정비 부담으로 이익 기여가 제한적이었으나, 올해는 고객사 투자 물량이 반영되며 손익분기점 달성이 가능할 전망이다. 2027년부터는 P5와 용인 신규 물량이

더해지며 이익 레버리지가 본격화될 전망이다.

에스피텍은 펠리클 프레임을 생산하는 100% 자회사다. 펠리클 프레임은 펠리클 막을 지지하고 포토마스크에 장착될 수 있도록 하는 핵심 부품이다. 에스피텍은 반도체용, FPD용 펠리클 프레임을 제조, 판매하고 있으며, ECC Coating과 특수 정밀가공 기술을 기반으로 ArF용 ECC 프레임과 PID 고평탄 프레임 등을 개발해왔다. 사업 특성상 에스피텍 실적은 본사 펠리클 사업부의 출하 흐름을 따라가는 구조이다. 펠리클 출하가 늘면 프레임 수요도 함께 증가한다.

화인세라텍은 연결 손익 개선의 핵심 자회사로 전환했다. 화인세라텍은 프로브카드용 다층세라믹기판인 MLC를 개발, 생산하는 자회사로, 동사가 57.17%의 지분을 보유하고 있다. MLC는 프로브카드의 핵심 부품 중 하나로, 제조 난이도가 높고 공급 업체가 제한적인 고부가 부품이다. 화인세라텍은 작년까지 연간 50억~60억원 수준의 적자를 기록하며 연결 손익을 늘렸으나, 2026년 상반기에는 매출 150억원, 영업이익 38억원 수준을 달성하며 연결 기준 영업이익 개선에 기여하기 시작했다.

그림 16. 에프에스티의 사업부 및 자회사별 매출 추이



자료: 에프에스티, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	143.7	154.9	179.8	192.3	213.6
현금 및 현금성자산	28.3	31.6	18.4	15.7	25.6
매출채권	51.7	48.7	70.5	77.4	82.6
재고자산	56.1	66.8	79.9	87.7	93.6
비유동자산	362.5	385.1	416.1	433.7	450.2
관계기업투자등	55.3	44.8	41.5	43.2	44.9
유형자산	267.4	303.1	342.8	358.6	373.1
무형자산	11.4	11.1	10.4	9.7	9.0
자산총계	506.1	540.1	595.9	626.0	663.8
유동부채	159.2	174.5	195.5	201.1	205.5
매입채무	33.6	39.5	47.3	52.0	55.5
단기금융부채	118.4	128.9	135.6	136.0	136.4
비유동부채	102.8	123.3	121.0	121.2	121.4
장기금융부채	95.7	116.7	114.0	114.0	114.0
부채총계	262.0	297.8	316.6	322.3	326.9
지배주주지분	246.7	241.3	278.7	303.0	336.2
자본금	10.9	11.0	11.1	11.1	11.1
자본잉여금	94.2	98.1	119.0	119.0	119.0
이익잉여금	148.2	135.5	147.0	171.4	204.6
비지배주주지분	-2.5	1.0	0.6	0.6	0.6
자본총계	244.1	242.3	279.3	303.7	336.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	237.4	280.3	336.3	391.5	430.7
매출원가	156.9	195.9	216.3	243.3	256.1
매출총이익	80.5	84.4	120.0	148.3	174.6
판매비와 관리비	78.2	84.9	92.4	105.5	116.1
영업이익	2.3	-0.5	27.7	42.7	58.6
EBITDA	21.6	23.3	55.2	73.0	90.0
금융손익	-3.4	-8.3	-5.6	-4.9	-6.1
관계기업등 투자손익	-3.8	-14.4	-5.1	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.4	3.3	2.9	2.8
세전계속사업이익	-4.7	-22.9	20.3	40.8	55.4
계속사업법인세비용	-3.0	-8.6	6.9	15.3	20.7
당기순이익	-1.6	-14.3	13.4	25.5	34.6
지배주주순이익	1.5	-12.3	13.3	24.5	33.2
매출총이익률 (%)	33.9	30.1	35.7	37.9	40.5
영업이익률 (%)	1.0	-0.2	8.2	10.9	13.6
EBITDA 마진률 (%)	9.1	8.3	16.4	18.6	20.9
세전이익률 (%)	-2.0	-8.2	6.1	10.4	12.9
지배주주순이익률 (%)	0.6	-4.4	4.0	6.2	7.7
ROA (%)	0.3	-2.4	2.3	4.0	5.1
ROE (%)	0.6	-5.0	5.1	8.4	10.4
ROIC (%)	0.5	-0.1	4.2	5.6	7.3

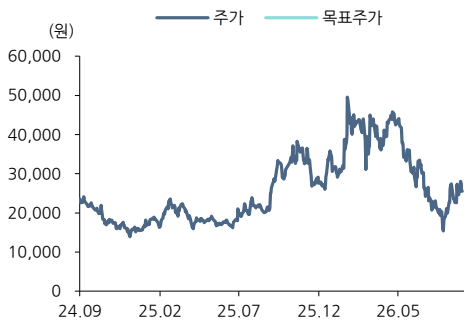
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-5.4	14.1	25.0	44.9	57.4
당기순이익(손실)	-1.6	-14.3	13.4	25.5	34.6
현금수익비용가감	31.0	42.9	38.4	29.4	30.2
유형자산감가상각비	18.3	22.7	26.4	29.2	30.5
무형자산상각비	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
기타현금수익비용	11.6	19.0	9.2	-1.7	-2.0
운전자본 증감	-34.9	-13.0	-26.9	-10.0	-7.4
매출채권의 감소(증가)	-18.4	2.7	-21.3	-6.9	-5.2
재고자산의 감소(증가)	-14.9	-13.6	-13.0	-7.8	-5.8
매입채무의 증가(감소)	8.0	1.7	12.4	4.6	3.5
기타영업현금흐름	-9.5	-3.8	-5.0	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-78.2	-48.2	-66.7	-47.9	-48.0
유형자산 처분(취득)	-68.5	-48.3	-65.4	-45.0	-45.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
투자자산 감소(증가)	0.2	-0.1	-0.7	-1.7	-1.8
기타투자활동	-9.6	0.6	-0.3	-0.9	-0.9
재무활동 현금흐름	83.5	37.6	28.4	0.3	0.4
차입금의 증가(감소)	88.1	38.2	15.9	0.4	0.4
자본의 증가(감소)	-1.0	0.0	17.3	-0.1	0.0
배당금 지급	1.0	0.0	0.0	0.1	0.0
기타재무활동	-3.6	-0.6	-4.9	0.0	0.0
현금의 증감	0.1	3.4	-13.2	-2.7	9.9
기초현금	28.2	28.3	31.6	18.4	15.7
기말현금	28.3	31.6	18.4	15.7	25.6

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
238.4	238.4	n/a	38.5	20.9	15.4
1.4	1.4	2.8	2.0	1.8	1.6
24.4	24.4	38.0	14.2	10.8	8.6
1.5	1.5	2.4	1.6	1.4	1.3
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
20.1	20.1	18.1	20.0	16.4	10.0
흑전	흑전	적전	흑전	54.4	37.0
적지	적지	적지	흑전	100.4	35.7
흑전	흑전	적전	흑전	83.9	35.7
흑전	흑전	적전	흑전	83.9	35.7
107.3	107.3	122.9	113.3	106.1	97.0
90.3	90.3	88.8	91.9	95.6	104.0
75.9	75.9	88.0	82.4	76.8	66.4
0.4	0.4	-0.1	3.2	5.4	6.5
214.1	214.1	245.7	249.6	250.0	250.4
185.3	185.3	213.2	230.2	233.3	223.8
65	65	-556	662	1,217	1,652
11,338	11,338	10,991	12,871	13,997	15,530
10,711	10,711	12,645	15,534	18,086	19,894
5	5	5	0	0	0

에프에스티 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-09-08 2026-09-08	담당자변경 Buy	40,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성:엄우용)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

원익머트리얼즈 104830

Analyst 엄우용 | IT/전기전자

02-3779-3552, wy.eum@sangsangjinib.com

저평가를 해소할 시점

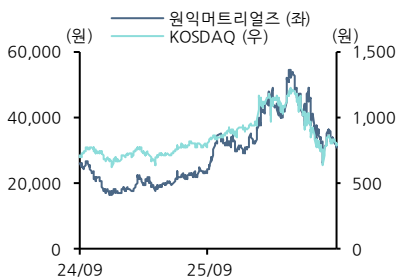
BUY 신규

목표주가 신규	59,000원
증가(26.09.07)	32,100원
상승여력	83.8%

Stock Data

KOSDAQ(09/07)	822.2pt
시가총액	4,035억원
액면가	500원
52 주 최고가	54,900원
52 주 최저가	24,400원
외국인지분율	17.1%
90 일 일평균거래대금	28억원
주요주주지분율	
원익홀딩스 (외 2 인)	45.7%
유동주식비율	54.3%

Stock Price



투자이견 BUY, 목표주가 59,000원 제시하며 커버리지 개시

원익머트리얼즈에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 59,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 5,749원에 Target P/E 10.2배를 적용해 산출하였다. Target P/E는 국내 주요 반도체 소재사의 평균 12MF P/E를 적용했으며, 이는 과거 메모리 업사이클 당시 동사의 평균 12MF P/E 10.1배와도 유사한 수준이다. 주요 고객사의 웨이퍼 투입량 증가가 본격화되는 가운데, 이번 사이클에서는 디램 미세화와 낸드 고단화에 따른 웨이퍼당 소재 사용량 증가까지 더해지고 있다. 여기에 PF3 신규 매출이 추가되며 2027년까지 이익 성장의 가시성이 높아지는 만큼 과거 업사이클 평균 수준의 밸류에이션 적용은 타당하다고 판단한다.

디램은 물량, 낸드는 공정 집약도가 실적을 이끈다

디램은 물량, 낸드는 공정 집약도가 성장의 핵심이다. 디램은 주요 고객사의 신규 생산능력 가동에 따라 웨이퍼 투입량이 증가하고, 낸드는 고단화가 지속되며 웨이퍼당 특수가스 사용량이 늘어날 전망이다. 여기에 8월부터 판가 인상 효과까지 더해지며 하반기부터 가격과 물량이 동시에 개선되는 구간에 진입할 것으로 판단한다.

PF3, 극저온 식각에서 시작되는 신규 수요

PF3는 극저온 식각 도입과 함께 새롭게 수요가 발생하는 아이템이다. 동사는 2025년 말 PF3 양산 플랜트를 완공했으며, 2026년 4월 북미 고객사향 샘플 공급을 시작한 데 이어 국내 고객사 평가도 진행하고 있다. 아직 고객사 평가와 적용 확대가 필요한 단계이나, 극저온 식각 시장이 확대되는 가운데 양산능력을 선제적으로 확보했다는 점에 주목한다. 기존 특수가스의 물량 성장에 PF3 매출이 더해지며 2027년부터 성장의 폭이 확대될 전망이다.



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	311	52	32	2,523	6.8	2.0	0.5	6.8	2.0
2025	322	56	49	3,863	8.0	4.4	0.7	9.7	1.6
2026E	386	71	62	4,885	6.6	3.7	0.7	11.1	1.6
2027E	461	95	78	6,181	5.2	2.6	0.6	12.6	1.8
2028E	507	113	92	7,306	4.4	2.0	0.5	13.3	2.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시

원익머트리얼즈에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 5,749원에 Target P/E 10.2배를 적용해 산출하였다. Target P/E는 국내 주요 반도체 소재사의 평균 12MF P/E를 적용했으며, 이는 과거 메모리 업사이클 당시 동사의 평균 12MF P/E 10.1배와도 유사한 수준이다. 이번 사이클에서는 단순한 업황 회복을 넘어 이익 성장의 구조가 개선되고 있다는 점에 주목한다. 주요 고객사의 신규 생산능력 가동으로 웨이퍼 투입량이 증가하는 가운데, 디램 미세화와 낸드 고단화에 따른 웨이퍼당 특수가스 사용량 증가가 더해질 전망이다.

2026년 매출액은 3,860억원(+19.7% YoY), 영업이익은 707억원(+25.1% YoY, OPM 18.3%)을 전망한다. 8월부터 적용될 평가 인상과 더불어 고객사의 웨이퍼 투입량이 증가하며 제품 출하도 확대될 전망이다. 주요 고객사의 신규 생산능력 가동에 따른 물량 증가가 이어지는 가운데, 400단 이상 낸드에서 극저온 식각 적용이 확대되며 PF3의 신규 매출 기여가 시작될 전망이다. 기존 특수가스의 물량 성장에 신규 아이템이 더해지며 이익 성장률은 매출 성장률을 상회할 것으로 예상된다.

현재 동사는 메모리 업황 회복에 따른 기존 사업의 실적 개선뿐 아니라 PF3라는 신규 성장동력까지 확보하고 있다. 과거 가격 변동에 크게 좌우됐던 실적 구조에서 벗어나 물량 증가와 제품 믹스 개선이 이익 성장을 견인하는 구간에 진입하는 만큼, 과거 메모리 업사이클 평균 수준인 12MF P/E 10.2배의 적용은 타당하다고 판단한다.

그림 1. Valuation P/E Model

구분	내용	비고
EPS (원)	5,749	12 MF EPS
Target P/E	10.2	국내 반도체 소재사의 12MF P/E 평균
주당 기업가치 (원)	58,640	
목표주가 (원)	59,000	
현재주가 (원)	32,100	
상승여력 (%)	83.8	

자료: 상상인증권 추정

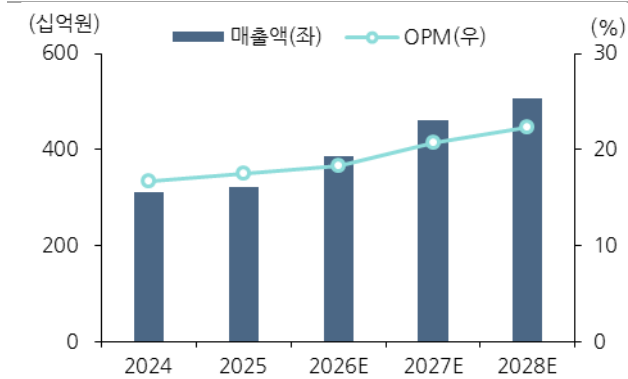
주: Peer로는 솔브레인, 한솔케미칼, 이엔에프테크놀로지를 선정

그림 2. 원익머트리얼즈 분기 및 연간 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	78.0	75.0	82.8	86.6	88.2	92.3	99.9	105.6	322.5	386.0	461.1
제품	49.2	48.8	52.0	54.2	53.5	55.7	61.2	64.9	204.2	235.3	281.6
상품	23.4	19.9	25.1	27.4	28.2	29.8	31.7	33.6	95.8	123.2	148.5
기타	5.4	6.3	5.7	5.1	6.5	6.8	7.0	7.2	22.5	27.5	31.1
매출원가	46.6	46.8	51.0	55.0	53.4	57.6	60.6	66.0	199.4	237.5	278.2
판관비	16.7	16.8	17.7	15.4	19.1	20.2	20.0	18.6	66.6	77.8	87.8
영업이익	14.8	11.3	14.2	16.3	15.7	14.6	19.3	21.1	56.5	70.7	95.2
OPM (%)	18.9	15.1	17.1	18.8	17.8	15.8	19.3	19.9	17.5	18.3	20.6
당기순이익	12.1	9.9	12.5	14.1	14.4	13.2	16.3	17.7	48.7	61.6	77.9
당기순이익률 (%)	15.6	13.3	15.1	16.3	16.4	14.3	16.3	16.7	15.1	16.0	16.9
지배주주순이익	12.1	9.9	12.5	14.1	14.4	13.2	16.3	17.7	48.7	61.6	77.9
지배주주순이익률 (%)	15.6	13.3	15.1	16.3	16.4	14.3	16.3	16.7	15.1	16.0	16.9

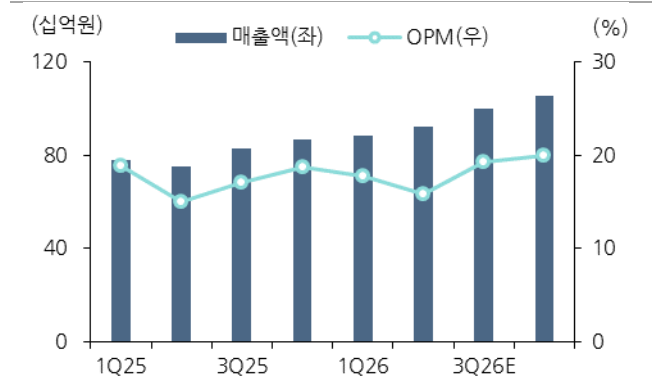
자료: 상상인증권 추정

그림 3. 원익머트리얼즈 연간 실적 추이 및 전망



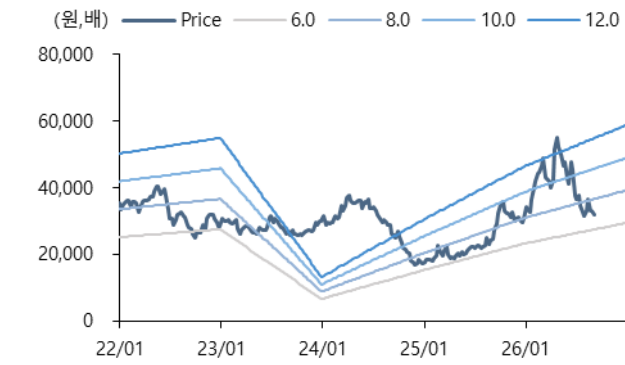
자료: 원익머트리얼즈, 상상인증권

그림 4. 원익머트리얼즈 분기별 실적 추이 및 전망



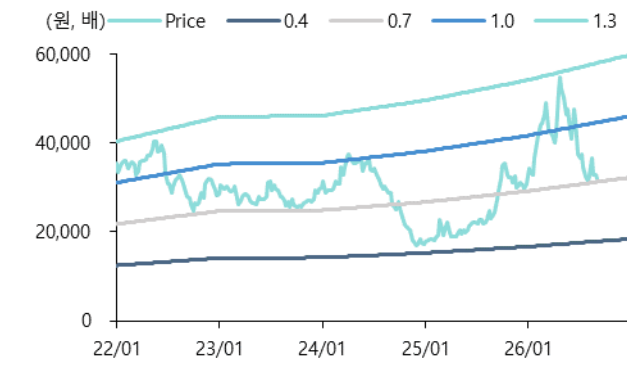
자료: 원익머트리얼즈, 상상인증권

그림 5. P/E Band



자료: 상상인증권

그림 6. P/B Band



자료: 상상인증권

투자포인트

100여 종 특수가스, 핵심은 고객사 웨이퍼 인풋

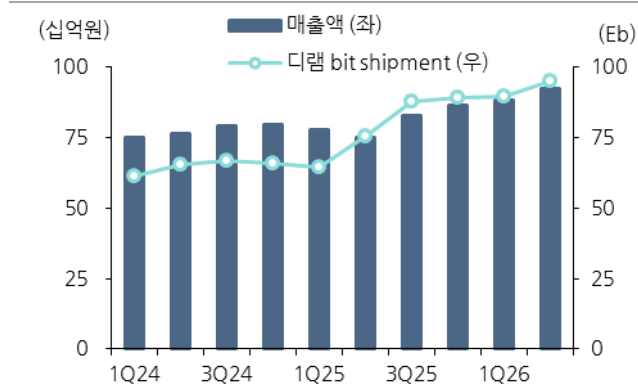
Q의 성장에 공정 집약도를 더하다

2026년 상반기 메모리 업황 개선이 가격 상승을 중심으로 나타났다면, 하반기부터는 실제 생산량 증가가 소재업체 실적에 본격적으로 반영될 전망이다. 동사는 식각, 증착, 세정 등 반도체 주요 공정에 약 100여 종의 특수가스를 공급하고 있어 **특정 품목보다는 고객사의 웨이퍼 인풋 변화에 실적이 연동되는 구조**이다. 향후 P4, 테일러 펌, P5 등 주요 고객사의 신규 생산능력 확대가 추가적인 물량 성장으로 연결될 전망이다.

디램 비중 확대와 신규 생산능력이 성장축

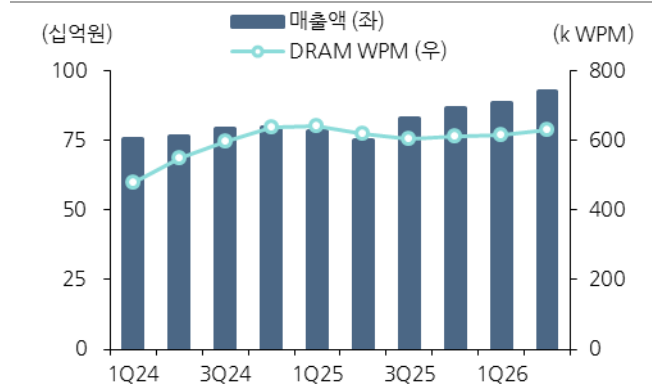
디램에서는 가파른 물량 성장이 나타나고 있다. 과거 동사의 반도체향 매출은 낸드 비중이 60%에 가까웠으나, 디램 가동률 상승과 함께 2025년부터 디램과 낸드 비중이 각각 47.5% 수준으로 유사해졌다. 디램 bit shipment는 2025년 2분기 75.6Eb에서 2026년 2분기 95.3Eb까지 증가했으며, 같은 기간 동사의 매출액도 750억원에서 923억원으로 확대됐다. 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론을 동사의 고객 비중으로 가중한 디램 WPM 역시 2026년 1분기 월 61.5만장에서 2분기 62.9만장으로 증가했으며, 당사 추정 기준 2026년 4분기 68.3만장, 2027년 4분기 77.8만장까지 확대될 전망이다. 디램향 매출 비중이 이미 높아진 가운데 주요 고객사의 신규 생산능력 가동이 이어지는 만큼 디램향 특수가스 출하 증가도 지속될 것으로 예상된다.

그림 7. 원익머트리얼즈의 매출액과 디램 bit shipment 추이



자료: TechInsights, 원익머트리얼즈, 상상인증권

그림 8. 원익머트리얼즈의 매출액과 디램 WPM 추이



자료: TechInsights, 원익머트리얼즈, 상상인증권

고단화가 웨이퍼당 특수가스 사용량을 높인다

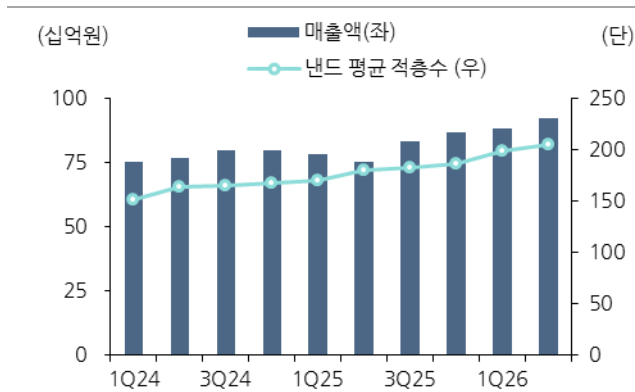
낸드는 웨이퍼 투입량보다 고단화에 따른 웨이퍼당 소재 사용량 증가에 주목할 필요가 있다. 전환투자 영향으로 웨이퍼 투입량 회복은 제한적인 반면, 고객가중 평균 적층수는 2024년 1분기 151단에서 2026년 2분기 205단까지 상승했다. 적층수가 높아질수록 식각, 증착, 세정 공정이 반복되며 동일한 웨이퍼 한 장에 투입되는 특수가스 사용량도 증가한다. 디램 역시 1c, 1d 등 선단공정 전환이 진행될수록 공정 난도가 높아지며 웨이퍼당 소재 사용량이 증가하는 구조이다.

실제 제품매출에서도 이러한 공정 집약도 효과를 확인할 수 있다. 웨이퍼 투입량만 반영한 경우와 디램 미세화, 낸드 고단화에 따른 웨이퍼당 소재 사용량까지 반영한 경우를 비교한 결과, 2025년 1분기부터 2026년 1분기까지 평균 추정오차는 5.0%에서 4.0%로 축소됐다. 2022~2023년 희귀가스 가격 급등 영향을 제외해도 오차는 3.3%에서 3.0%로 낮아졌다. 단순한 웨이퍼 투입량만 반영한 경우보다 공정 집약도를 함께 고려할 때 평균 추정오차가 소폭 낮아지는 모습이 나타났다. 이는 동사의 실적을 설명하는 과정에서 웨이퍼 투입량뿐 아니라 공정 미세화와 고단화에 따른 웨이퍼당 소재 사용량 변화도 함께 볼 필요가 있음을 시사한다.

공정 전환과 평가 인상이 하반기 성장을 견인

향후 고객가중 낸드 평균 적층수는 2026년 2분기 205단에서 2027년 4분기 257단까지 상승할 전망이다이며, 디램에서도 선단공정 전환이 이어질 것으로 예상한다. 여기에 2026년 8월부터 평가 인상 효과도 반영된다. 디램의 물량 증가에 미세화 효과가 더해지고, 낸드에서는 고단화에 따른 웨이퍼당 소재 사용량이 증가하는 가운데 평가 인상까지 더해지며 하반기 이후 실적 성장의 가시성은 높아질 전망이다.

그림 9. 원익머트리얼즈의 매출액과 낸드 평균 적층수 추이



자료: TechInsights, 원익머트리얼즈, 상상인증권

그림 10. 공정효과를 반영할수록 실제 제품매출에 근접

	WPM 만 반영	공정효과 반영	개선폭
1Q25	2.9%	1.7%	+1.2%p
2Q25	9.1%	6.5%	+2.6%p
3Q25	7.1%	6.5%	+0.5%p
4Q25	4.5%	3.2%	+1.2%p
1Q26	1.4%	1.9%	-0.5%p
평균	5.0%	4.0%	+1.0%p

자료: TechInsights, 원익머트리얼즈, 상상인증권

400단 이상 낸드에서 높아지는 PF3의 필요성

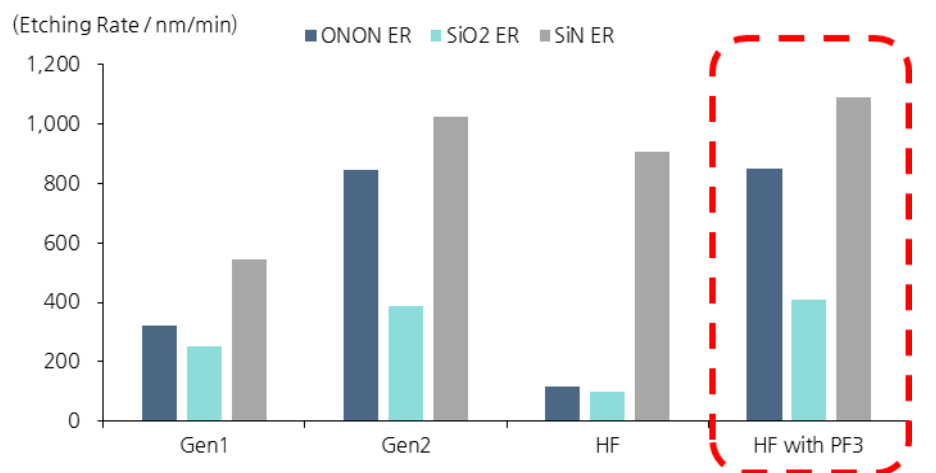
극저온 식각이 여는 PF3 시장

기존 특수가스가 고단화에 따라 웨이퍼당 사용량이 증가하는 구조라면, **PF3는 극저온 식각 도입과 함께 새롭게 수요가 발생하는 아이템**이다. 3D 낸드 적층수가 높아질수록 채널홀의 깊이와 중형비가 증가하면서 기존 CF계 식각의 한계도 커지고 있다. 특히 400단 이상으로 고단화가 진행될수록 높은 식각 속도와 깊이 방향의 균일한 식각을 확보하기 위해 극저온 식각의 중요성이 높아질 전망이다.

기존 CF계 식각은 F가 식각을 담당하고 C가 표면을 보호하지만, 식각 시간이 길어질수록 탄소계 부산물이 누적되며 깊은 채널홀까지 반응종을 전달하는 데 한계가 발생한다. 극저온 식각은 저온 환경에서 보호층을 형성해 탄소 의존도를 낮추고 HF계 물질을 활용해 식각 성능을 높이는 방식이다. 다만 HF 단독으로는 SiO₂ 식각 성능을 충분히 높이는 데 한계가 있으며, **PF3를 첨가하면 HF 흡착이 증가하면서 SiO₂와 ONON 구조의 식각률이 크게 개선된다**. PF3가 극저온 식각 확대와 함께 신규 수요가 발생할 수 있는 이유이다.

극저온 식각의 적용은 이미 시작됐다. 램리서치가 낸드용 극저온 식각 시장을 선도하고 있으며, 기존 설치 장비를 활용한 적용 확대가 가능한 가운데 TEL도 400단 이상 낸드를 대상으로 극저온 식각 기술의 양산 적용을 추진하고 있다. 따라서 PF3 수요를 특정 장비사의 도입 시점에 연동하기보다, 주요 낸드 고객사의 극저온 식각 적용 확대와 PF3 고객사 평가 통과 여부를 핵심 변수로 볼 필요가 있다.

그림 11. PF3 첨가 시 ONON 식각률 7배 상승



자료: Lill et al. (2024), 상상인증권

PF3 양산 준비 완료, 이제 고객사 평가가 관건

동사는 수요 확대에 앞서 PF3 양산 준비를 마쳤다. 2025년 말 양산 플랜트를 완공했으며, 2026년 4월 북미 고객사에 샘플 공급을 시작한 데 이어 국내 고객사향 평가도 진행하고 있다. 글로벌 PF3 시장에는 인테그리스 등 기존 공급사가 진입해 있어 독점적인 시장은 아니지만, 공급 가능한 업체가 제한적인 만큼 고객사 평가를 선점하고 양산 공급사로 진입하는지가 경쟁력을 결정할 전망이다.

아직 PF3가 선단 낸드 전반에 적용된 것은 아니기 때문에 단기간에 대규모 매출을 기대하기보다는 고객사 평가 이후 공급 물량이 점진적으로 확대되는 흐름을 예상한다. 기존 특수가스가 웨이퍼 투입량과 고단화에 따라 성장하는 가운데, PF3는 극저온 식각이라는 신규 공정에서 추가되는 성장 동력이다. 고객사 평가가 마무리되는 2027년부터 기존 사업의 물량 성장에 PF3 매출이 더해지며 실적 성장의 폭을 확대할 것으로 전망한다.

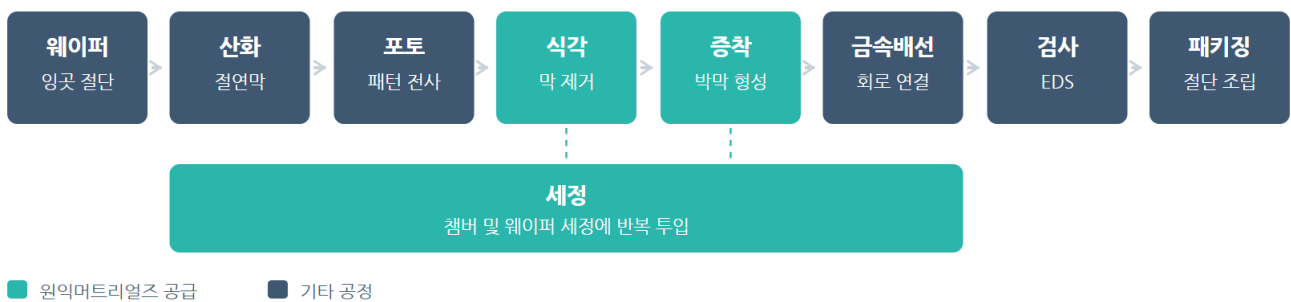
기업 개요

다품종 특수가스 공급, 핵심은 고객사 가동률

반도체 공정에 필수적인 특수가스 전문기업

원익머트리얼즈는 반도체 식각, 증착, 세정 공정에 사용되는 특수가스를 생산·공급하는 업체이다. 특정 품목 하나가 실적을 좌우하기보다는 다양한 공정에 걸쳐 다수의 가스를 공급한다는 점이 특징이다. 식각, 증착, 세정이 각각 매출의 약 30%를 차지하고 나머지 10%는 공정 전반에 사용되는 유틸리티 가스로 구성된다. 내부적으로 관리하는 주요 품목만 약 30개이며 실제 공급 품목은 약 100개에 달한다. 따라서 개별 제품의 수요보다는 고객사의 전반적인 가동률과 생산량 변화가 실적 방향을 결정하는 구조에 가깝다.

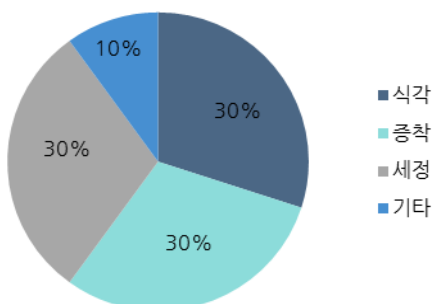
그림 12. 반도체 8대 공정 내 원익머트리얼즈 제품 적용 구간



구분	자체 제품	매입 상품
식각	C4F8, Xe, BCl3/N2	CH2F2, CF4, BCl3
증착	N2O, NH3, C3H6, COS	GeH4/H2 Mix, Si2H6
세정	F2 Mix, CO2 (고순도)	CO2 (저순도)

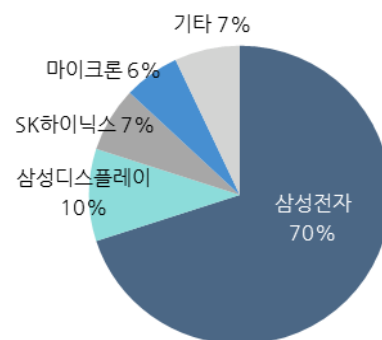
자료: 상상인증권

그림 13. 원익머트리얼즈의 공정별 비중



자료: 원익머트리얼즈, 상상인증권

그림 14. 원익머트리얼즈의 주요 고객사 비중



자료: 원익머트리얼즈, 상상인증권

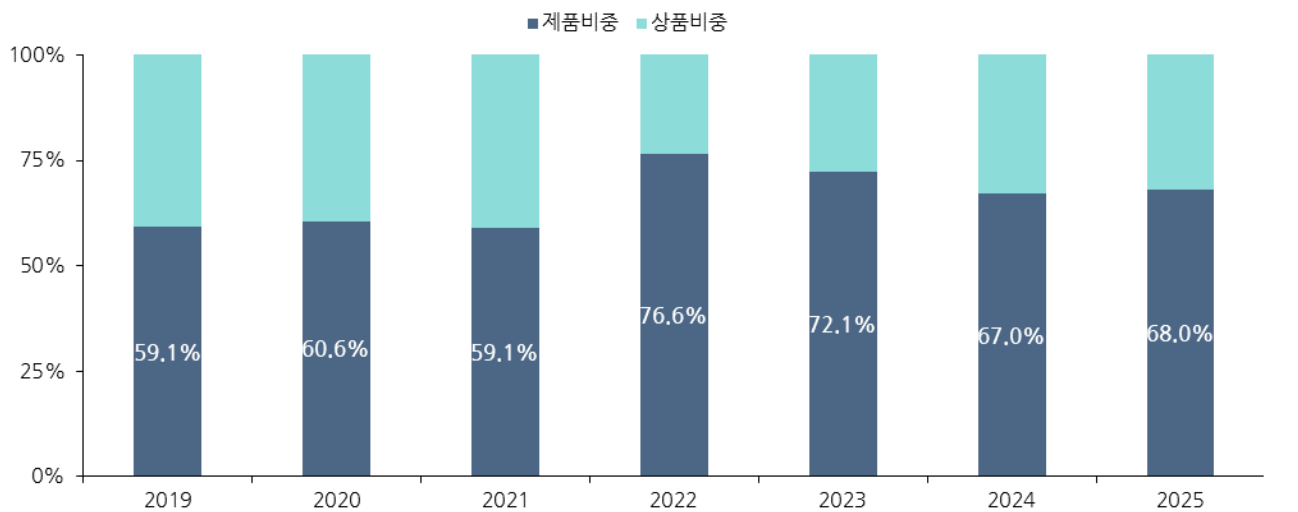
자체 생산 비중 확대가 수익성 개선으로 연결

지난 수년간에는 단순 유통보다 자체 생산의 중요성이 높아졌다. 현재 매출의 약 70%가 자체 생산 제품, 30%가 외부에서 조달하는 상품에서 발생한다. 5~6년 전만 해도 상품 비중이 60~70%에 달했으나 일본 수출규제를 계기로 반도체 소재 국산화가 확대되면서 자체 생산 품목이 빠르게 늘었다. 회사는 장기적으로 제품 비중을 약 80%까지 높일 수 있을 것으로 보고 있다. 제품 마진율이 대체로 20%대인 반면 상품은 0~10% 수준에 머무는 만큼, 이러한 변화는 단순한 매출 구성의 변화가 아니라 사업의 부가가치가 높아지는 과정으로 볼 수 있다.

삼성전자 중심의 고객 기반, 해외 팹까지 동반 진출

사업 구조는 고객사와 함께 움직이는 성격이 강하다. 삼성전자향 매출이 약 70%로 가장 크고 삼성디스플레이 10%, SK하이닉스 7%, Micron 6% 수준이며, 삼성전자 내에서도 품목별 30~50%의 점유율을 확보한 것으로 파악된다. 반도체 매출은 대부분 메모리에서 발생하며 2025년 이후 디램과 낸드 비중은 약 5대5 수준으로 균형화됐다. 해외 진출 역시 독립적인 시장 개척보다는 고객사의 생산거점을 따라가는 형태다. 중국 시안에서는 삼성전자 Fab 인근에서 직접 생산 및 공급하고 있으며, 미국에서도 삼성전자 테일러 팹 확대에 대응하기 위해 텍사스 부지를 확보해둔 상태다.

그림 15. 원익머트리얼즈의 제품 비중 추이



자료: 원익머트리얼즈, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	179.4	125.4	171.3	216.3	265.9
현금 및 현금성자산	37.0	54.2	84.0	115.0	162.7
매출채권	26.2	26.9	30.6	36.3	36.8
재고자산	39.8	34.1	43.7	51.7	52.4
비유동자산	403.9	512.4	544.1	578.1	614.8
관계기업투자등	34.7	39.9	44.3	45.7	47.5
유형자산	302.3	331.8	350.7	377.4	406.1
무형자산	6.3	8.2	8.4	8.6	8.8
자산총계	583.3	637.8	715.3	794.4	880.6
유동부채	87.8	58.1	78.9	86.5	87.6
매입채무	27.2	23.5	39.4	46.6	47.3
단기금융부채	49.5	28.0	29.9	29.9	29.9
비유동부채	14.3	54.2	55.7	55.7	55.7
장기금융부채	12.7	52.1	53.1	53.1	53.1
부채총계	102.1	112.3	134.6	142.2	143.3
지배주주지분	481.2	525.5	580.8	652.2	737.3
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	65.8	65.8	65.8	65.8	65.8
이익잉여금	402.5	446.9	502.2	573.6	658.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	481.2	525.5	580.8	652.2	737.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	310.7	322.5	386.0	461.1	507.4
매출원가	194.1	199.4	237.5	278.2	301.6
매출총이익	116.6	123.1	148.5	183.0	205.8
판매비와 관리비	64.7	66.6	77.8	87.8	92.5
영업이익	51.9	56.5	70.7	95.2	113.3
EBITDA	86.0	92.5	108.5	139.2	160.4
금융손익	4.4	0.6	2.2	-0.7	-0.7
관계기업등 투자손익	-10.9	0.9	5.1	6.1	6.1
기타영업외손익	-1.6	2.0	-0.7	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	43.8	60.0	77.3	99.9	118.1
계속사업법인세비용	12.0	11.3	15.7	22.0	26.0
당기순이익	31.8	48.7	61.6	77.9	92.1
지배주주순이익	31.8	48.7	61.6	77.9	92.1
매출총이익률 (%)	37.5	38.2	38.5	39.7	40.6
영업이익률 (%)	16.7	17.5	18.3	20.6	22.3
EBITDA 마진률 (%)	27.7	28.7	28.1	30.2	31.6
세전이익률 (%)	14.1	18.6	20.0	21.7	23.3
지배주주순이익률 (%)	10.2	15.1	16.0	16.9	18.2
ROA (%)	5.9	8.0	9.1	10.3	11.0
ROE (%)	6.8	9.7	11.1	12.6	13.3
ROIC (%)	9.6	10.1	10.9	13.5	15.1

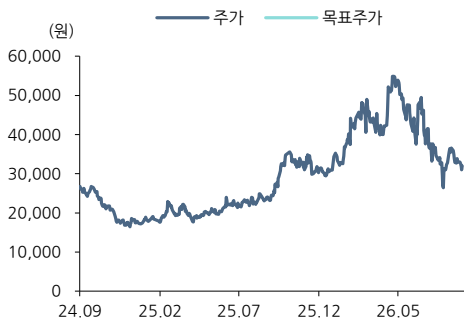
현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	98.9	77.7	100.5	109.6	132.6
당기순이익(손실)	31.8	48.7	61.6	77.9	92.1
현금수익비용가감	53.9	47.4	41.3	37.9	41.0
유형자산감가상각비	33.5	35.3	37.0	43.2	46.3
무형자산상각비	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
기타현금수익비용	19.9	11.4	-7.7	-18.3	-18.3
운전자본 증감	14.6	-0.8	2.9	-6.3	-0.5
매출채권의 감소(증가)	8.5	-0.8	-3.3	-5.6	-0.5
재고자산의 감소(증가)	1.5	5.9	-9.9	-8.0	-0.8
매입채무의 증가(감소)	6.5	-4.0	17.8	7.2	0.7
기타영업현금흐름	-2.0	-1.8	-1.7	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-142.4	-71.0	-61.9	-72.1	-77.9
유형자산 처분(취득)	-72.2	-79.3	-52.3	-70.0	-75.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	-2.4	-0.9	-1.0	-1.0
투자자산 감소(증가)	-72.5	63.0	0.6	4.6	4.0
기타투자활동	2.5	-52.2	-9.3	-5.7	-5.9
재무활동 현금흐름	25.4	10.6	-9.4	-6.5	-7.0
차입금의 증가(감소)	28.6	16.7	-2.3	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.9	-4.4	-6.3	-6.5	-7.0
배당금 지급	1.9	4.4	6.3	6.5	7.0
기타재무활동	-1.3	-1.7	-0.8	0.0	0.0
현금의 증감	-14.4	17.2	29.8	31.0	47.7
기초현금	51.4	37.0	54.2	84.0	115.0
기말현금	37.0	54.2	84.0	115.0	162.7

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	6.8	8.0	6.6	5.2	4.4
P/B	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.0	4.4	3.7	2.6	2.0
P/S	0.7	1.2	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	2.0	1.6	1.6	1.7	2.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	-20.7	3.8	19.7	19.5	10.0
영업이익 증가율	110.3	8.8	25.1	34.7	19.1
세전이익 증가율	137.5	37.0	28.8	29.3	18.2
지배주주순이익 증가율	129.7	53.1	26.5	26.5	18.2
EPS 증가율	129.7	53.1	26.5	26.5	18.2
안정성 (%)					
부채비율	21.2	21.4	23.2	21.8	19.4
유동비율	204.3	216.0	217.1	250.1	303.6
순차입금/자기자본	-9.5	3.8	-1.3	-5.9	-11.7
영업이익/금융비용	41.6	40.6	47.5	60.9	72.5
총차입금 (십억원)	62.2	80.1	83.0	83.0	83.0
순차입금 (십억원)	-45.8	19.8	-7.4	-38.5	-86.5
주당지표 (원)					
EPS	2,523	3,863	4,885	6,181	7,306
BPS	38,164	41,679	46,063	51,729	58,479
SPS	24,644	25,576	30,616	36,576	40,242
DPS	350	500	520	560	630

원익머트리얼즈 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



일시	투자이견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-09-08	담당자변경				
2026-09-08	Buy	59,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:임우용)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고	구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		

Ⅱ 선단공정이 여는 소재의 시간

05

Appendix

그림 1. 반도체 용어정리(1): 반도체 산업 기초 용어

용어	설명
선단공정	가장 앞선 세대의 반도체 제조기술. 회로를 더 작고 촘촘하게 만들기 위한 최신 공정
미세공정 전환	기존 생산라인에서 더 작은 회로를 만드는 새 공정 세대로 바꾸는 작업. 같은 공장에서도 생산성과 소재 사용량이 달라지는 변화
웨이퍼	반도체 회로를 만드는 등근 실리콘 원판. 이 한 장 위에 수많은 칩을 동시에 제조
웨이퍼 투입량	공장에 실제로 넣어 생산하는 웨이퍼 수. 소재업체 입장에서 '공장이 얼마나 많이 돌아가는지'를 보여주는 핵심 물량 지표
생산능력(CAPA)	공장이 일정 기간 동안 만들 수 있는 최대 생산량. 반도체에서는 월 웨이퍼 생산량으로 많이 표현
WPM	Wafers Per Month. 한 달에 처리할 수 있는 웨이퍼 장수
팹(Fab)	반도체를 실제로 만드는 공장. 'Fabrication Plant'의 줄임말
파운드리(Foundry)	다른 회사가 설계한 반도체를 대신 생산해주는 사업. 대표적인 업체가 TSMC
메모리 반도체	정보를 저장하는 반도체. 대표 제품이 디램과 낸드
비메모리, 로직	데이터를 저장하기보다 계산, 제어를 담당하는 반도체. CPU, GPU, AP 등이 대표적
디램(DRAM)	빠르게 데이터를 읽고 쓰는 메모리. PC, 서버, 스마트폰의 작업 공간 역할
낸드(NAND)	전원이 꺼져도 데이터가 남는 저장용 메모리. SSD와 스마트폰 저장장치 등에 사용
HBM	여러 장의 디램을 위로 쌓아 데이터 통로를 넓힌 고대역폭 메모리. AI GPU 옆에서 대량의 데이터를 빠르게 공급하는 역할
범용 디램	HBM처럼 특정 고성능 용도가 아닌 서버, PC, 모바일 등에 널리 쓰이는 일반 디램
서버용 디램	데이터센터와 서버에 들어가는 디램. 일반 PC 보다 한 시스템에 들어가는 메모리 용량이 큰 것이 특징
eSSD	Enterprise SSD. 서버, 데이터센터에 사용하는 기업용 SSD. 고용량, 고신뢰성이 요구되는 낸드 수요처
1c 디램	디램 미세공정 세대 가운데 10 나노급 6 세대에 해당하는 업계 명칭. 숫자 '1c nm'가 실제 선폭을 그대로 뜻하는 것은 아님
고단화	3D 낸드의 메모리 셀 층수를 더 높게 쌓는 기술. 아파트를 100 층에서 200 층 이상으로 올리는 것과 비슷한 개념
적층단수	3D 낸드가 위로 몇 층 쌓였는지를 나타내는 수치. 단수가 높을수록 반복되는 증착, 식각 공정도 증가
공정 강도	웨이퍼 한 장을 만드는 데 필요한 공정 횟수와 난도의 정도. 같은 한 장이라도 공정이 복잡할수록 소재 사용량이 많아질 수 있음
Bit 생산량	만들어지는 메모리의 총 저장용량. 웨이퍼 수가 같아도 미세화, 고단화를 하면 웨이퍼당 Bit 생산량 증가
공정 믹스	전체 생산량 가운데 각 공정 세대가 차지하는 비중. 1c 비중이 높아진다는 것은 최신 공정 생산 비중이 커진다는 의미
제품 믹스	전체 판매에서 고가, 고마진 제품과 일반 제품이 섞여 있는 비율. 고부가 제품 비중이 커지면 '믹스 개선'
램프업(Ramp-up)	새 공장이나 새 공정의 생산량을 조금씩 끌어올려 정상 수준까지 높이는 과정. '공장을 켜다'보다 '점점 세계 돌리는 과정'에 가까움
셋업(Setup)	생산장비를 공장에 들여와 설치하고 실제 생산이 가능하도록 준비하는 단계
전환투자	새 공장을 짓기보다 기존 라인의 장비와 공정을 바꿔 최신 제품을 생산하도록 하는 투자
End-fab 전환	기존 생산라인의 제품 생산을 종료하고 다른 공정 또는 제품용 라인으로 바꾸는 작업
Phase(Ph)	하나의 대형 팹을 여러 구역, 단계로 나눠 투자할 때 사용하는 구분. P4 Ph3는 P4 공장의 세 번째 투자 단계 정도의 의미
클린룸	먼지와 오염물질을 극도로 낮춘 반도체 생산 공간. 장비가 들어가 실제 공정을 수행하는 핵심 작업장

자료: 상상인증권

그림 2. 반도체 용어정리(2): 반도체 공정, 구조 용어

용어	설명
노광(Photo)	웨이퍼 위 감광액에 빛을 쏘아 회로 모양을 그리는 공정. 반도체의 '도면 인쇄' 과정
포토 공정	감광액을 바르고 → 빛을 쏘고 → 필요한 패턴만 남기는 일련의 공정
레이어(Layer)	반도체를 구성하는 회로 층 하나. EUV 레이어 수가 늘어난다는 것은 EUV로 회로를 그리는 공정 횟수가 늘어난다는 뜻
EUV	13.5nm의 매우 짧은 파장 빛을 사용하는 노광 기술. 더 작은 회로를 그리기 위한 최신 방식
DUV	EUV보다 파장이 긴 기존 자외선 노광 방식. KrF, ArF 등이 여기에 해당
KrF	248nm 빛을 사용하는 노광 방식. 비교적 오래된 공정에서 주로 사용
ArF	193nm 빛을 사용하는 노광 방식. KrF보다 더 미세한 회로를 만드는 데 사용
ArFi	ArF Immersion. 렌즈와 웨이퍼 사이에 물을 넣어 해상도를 높인 ArF 노광 방식
Low-NA EUV	현재 주력 EUV 방식. NA 0.33 수준의 광학계를 사용
High-NA EUV	NA를 약 0.55로 높여 더 미세한 회로를 구현하는 차세대 EUV
NA	Numerical Aperture. 얼마나 미세한 패턴까지 구분해 그릴 수 있는지를 결정하는 광학계 성능 지표. 높을수록 더 작은 회로 구현에 유리
노광량(Dose)	포토리스트가 받는 빛 에너지의 양. 너무 적거나 많으면 원하는 패턴을 제대로 만들기 어려움
Throughput	장비가 일정 시간 동안 처리할 수 있는 웨이퍼 수. 쉽게 말해 장비의 '시간당 생산속도'
식각(Etch)	필요 없는 부분을 깎아내 회로 구조를 만드는 공정. 반도체의 '조각 작업'
습식 식각	액체 화학물질을 이용해 원하는 막을 녹여 없애는 방식
건식 식각	플라즈마와 가스를 이용해 필요한 부분을 깎는 방식. 미세하고 깊은 구조를 만들 때 중요
극저온 식각	매우 낮은 온도에서 식각하는 기술. 깊고 좁은 낸드 채널을 보다 빠르고 균일하게 뚫기 위한 차세대 방식
선택비(Selectivity)	여러 물질 가운데 목표한 물질만 얼마나 잘 제거하는지를 나타내는 성능. 'A는 없애고 B는 최대한 그대로 두는 능력'
식각률(Etch Rate)	일정 시간 동안 얼마나 빠르게 소재가 깎이는지를 나타내는 수치
증착(Deposition)	웨이퍼 위에 새로운 물질의 얇은 막을 쌓는 공정. 식각이 '깎기'라면 증착은 '쌓기'
ALD	Atomic Layer Deposition. 물질을 원자층 단위로 한 겹씩 쌓는 정밀 증착 기술. 미세공정일수록 중요도가 상승
세정(Cleaning)	공정 뒤 웨이퍼에 남은 찌꺼기, 오염물질을 제거하는 과정
CMP	화학반응과 기계적 연마를 함께 이용해 웨이퍼 표면을 평평하게 만드는 공정. 울퉁불퉁한 층을 '사포질해 평탄화'하는 작업
산화막(Oxide)	주로 SiO ₂ 로 이루어진 절연막. 전기가 흐르지 않도록 막거나 공정 구조를 만드는 데 사용
질화막(Nitride)	주로 SiN 계열의 막. 단단하고 안정적이어서 보호막, 마스크층 등으로 사용
ONON 구조	Oxide-Nitride-Oxide-Nitride를 반복해서 쌓은 3D 낸드 구조. 이후 필요한 막을 선택적으로 제거해 메모리 구조 형성
채널홀(Channel Hole)	3D 낸드에서 여러 층을 수직으로 관통해 뚫는 아주 깊은 구멍. 낸드가 높아질수록 더 깊고 좁아짐
종횡비(Aspect Ratio)	구조의 폭에 비해 깊이가 얼마나 큰지를 나타내는 비율. 좁고 깊은 구멍일수록 종횡비가 높음
Gap-fill	좁고 깊은 틈을 증착물질로 빈 공간 없이 채우는 공정. '미세한 골짜기를 메우는 작업'
GAA	Gate-All-Around. 게이트가 채널을 사방에서 감싸는 차세대 트랜지스터. 미세화에서 전류 제어력을 높이는 구조
FinFET	채널을 지느러미처럼 세운 뒤 게이트가 세 면을 감싸는 트랜지스터. GAA 이전 세대의 대표 구조
나노시트(Nanosheet)	GAA에서 전류가 흐르는 매우 얇은 판 모양의 채널
SiGe	Silicon Germanium. 실리콘과 게르마늄을 섞은 물질. GAA 제조에서는 일부 층을 제거하기 위한 희생층으로 활용
희생층	공정 중에는 필요하지만 최종 구조를 만들 때 일부러 제거하는 임시 층
선택 식각	여러 층 가운데 한 종류만 골라 제거하는 식각. GAA에서는 Si를 남기고 SiGe만 제거하는 식각 등이 대표적
캐패시터	디램에서 전하를 저장해 0과 1을 기억하는 구조. 작은 '전기 저장통'
정전용량	캐패시터가 전하를 얼마나 많이 저장할 수 있는지를 나타내는 능력
EOT	Equivalent Oxide Thickness. 실제 막이 SiO ₂ 라면 어느 정도 두께와 같은 전기적 성능을 내는지 환산한 값. 낮을수록 얇은 막 효과를 내는 구조
HKMG	High-k Metal Gate. 고유전율 절연막과 금속 게이트를 함께 사용하는 트랜지스터 구조
DPT/QPT	Double/Quadruple Patterning. 한 번에 그리기 어려운 미세 패턴을 두 번 또는 네 번 나눠 만들어 선폴을 줄이는 방식

자료: 상상인증권

그림 3. 반도체 용어정리(3): 반도체 소재, 제품 용어

용어	설명
PR(포토리지스트)	빛을 받으면 성질이 바뀌는 감광액. 웨이퍼에 발라 빛으로 회로 밑그림을 만드는 소재
폴리머(Polymer)	PR의 몸통을 만드는 고분자 물질. PR의 막을 형성하고 기본적인 물성을 결정하는 ‘뼈대’
PAG	Photo Acid Generator. 빛을 받으면 산을 만들어내는 물질. PR 안에서 빛 신호를 화학반응으로 바꾸는 ‘스위치’ 역할
Wet Chemical	반도체 공정에서 액체 형태로 사용하는 화학소재의 총칭. 식각, 세정 등에 사용
프리커서(Precursor)	증착할 막의 원료가 되는 화학물질. 장비 안으로 넣으면 반응해 웨이퍼 위에 원하는 물질의 막을 형성
TSA	박막 증착에 사용하는 고순도 실리콘 프리커서. 한솔케미칼의 주요 프리커서 제품으로 ALD 공정 등에 사용
DIPAS	실리콘계 막을 증착하는 데 사용하는 실리콘 프리커서의 한 종류
BDEAS	실리콘계 박막 형성에 사용하는 실리콘 프리커서의 한 종류
High-k	유전율이 높은 절연물질. 작은 면적에서도 더 많은 전하를 저장하거나 누설전류를 줄이는 데 유리
Hf	하프늄. High-k 물질을 만드는 핵심 원소 가운데 하나
Zr	지르코늄. 하프늄과 함께 차세대 High-k 소재에 활용되는 원소
HfO ₂	산화하프늄. 디램 캐패시터와 트랜지스터 절연막 등에 쓰이는 대표 High-k 물질
ZrO ₂	산화지르코늄. 높은 유전율을 가진 소재로 HfO ₂ 와 함께 차세대 절연막 후보
HZO	Hf와 Zr을 섞어 만든 산화물. 두 소재의 조성을 조절해 유전특성을 높이는 복합 High-k 소재
FE	Ferroelectric. 외부 전기장이 사라진 뒤에도 전기적 분극을 일정 부분 유지하는 강유전체
AFE	Antiferroelectric. 내부 전기쌍극자가 반대 방향으로 정렬되는 반강유전체
MPB	서로 다른 결정 구조가 만나는 경계 영역. 특정 조성에서 전기적 특성이 크게 좋아질 수 있는 구간
과산화수소(H ₂ O ₂)	웨이퍼의 오염물과 잔여물을 제거하는 세정 공정 등에 사용하는 화학소재
HF(불산)	Hydrofluoric Acid. 산화막을 제거하거나 웨이퍼를 세정하는 데 사용하는 핵심 습식 소재
고순도 HF	반도체에 해가 되는 불순물을 극도로 낮춘 불산. 미세공정 세정, 식각에 사용
BOE	Buffered Oxide Etchant. 불산에 첨가제를 섞어 산화막을 보다 안정적이고 선택적으로 제거하는 식각액
인산계 식각액	인산을 기반으로 한 습식 식각액. 3D 낸드에서 질화막을 선택적으로 제거할 때 사용
HSN	낸드 고단화에 대응해 질화막 선택비를 높인 고순도 인산계 식각 소재. 산화막은 최대한 남기면서 질화막을 제거하는 역할
초산계 식각액	초산 계열 조성을 이용한 습식 식각액. GAA 공정에서 Si는 남기고 SiGe 회생층을 선택적으로 제거하는 데 활용
슬러리	CMP에서 웨이퍼 표면을 갈아내는 액체. 화학물질과 미세 연마입자가 섞여 있는 ‘반도체용 연마제’
특수가스	일반 산업용 가스보다 높은 순도와 정밀한 조성이 필요한 반도체 공정용 가스. 식각, 증착, 세정 등에 사용
PF3	Phosphorus Trifluoride. 극저온 낸드 식각에서 HF의 식각 성능을 높이는 데 활용될 수 있는 특수가스
CF 계 가스	탄소(C)와 불소(F)를 포함한 식각가스 계열. F가 막을 깎고 C계 물질이 측면을 보호하는 역할
펠리클(Pellicle)	포토마스크 위를 덮어 먼지가 회로 패턴에 붙지 않도록 막는 매우 얇은 보호막
CNT	Carbon Nanotube. 탄소로 만든 매우 가늘고 강한 관 모양 소재. 얇으면서도 열과 힘에 강해 차세대 EUV 펠리클 후보
CNT EUV 펠리클	CNT로 만든 EUV용 마스크 보호막. 높은 EUV 투과율과 내열성을 동시에 노리는 차세대 펠리클
블랭크마스크	회로 패턴을 그리기 전 상태의 ‘빈 마스크 원판’. 여기에 원하는 회로 패턴을 가공해 실제 포토마스크 제작
다층 반사막	EUV 빛을 반사시키기 위해 여러 재료를 수십 겹 반복해 쌓은 마스크 구조
흡수층(Absorber)	EUV 마스크에서 빛이 반사되면 안 되는 부분을 흡수하는 층. 반사되는 곳과 흡수되는 곳의 차이로 회로 패턴 형성
투과율	들어온 빛 가운데 소재를 통과해 나가는 빛의 비율. EUV 펠리클에서는 높을수록 노광 효율에 유리
내열성	높은 열을 받아도 변형되거나 손상되지 않고 버티는 능력. EUV 광원 출력이 높아질수록 중요
파티클(Particle)	반도체 공정에 섞이면 회로 불량을 만들 수 있는 아주 작은 먼지, 입자

자료: 상상인증권

그림 4. 반도체 전공정 소재 밸류체인 맵



자료: 상상인증권

