

솔브레인 (357780)

류형근

hyungkeun.ryu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

360,000

신규

현재주가

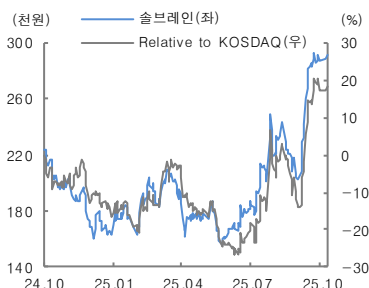
283,500

(25.10.14)

반도체업종

KOSDAQ	860.49
시가총액	2,267십억원
시가총액비중	0.60%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	293,000원 / 156,000원
120일 평균거래대금	79억원
외국인지분율	26.87%
주요주주	정자원 외 9 인 44.93%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 27 인 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.5	49.7	65.2	35.0
상대수익률	18.6	39.3	33.6	20.9



여전히 매력적인 주가

- 반도체 가동률의 상승기가 도래. 소재 수요의 개선을 이끌 수 있는 변화.
- 제품 다변화 및 미국 신공장 준공을 통해 미래 성장 동력을 확보해갈 것.
- 목표주가 360,000원으로 매수의견 제시하며, Coverage를 개시.

목표주가 360,000원으로 Coverage를 개시

메모리반도체 가동률의 상승기가 도래. DRAM은 고부가 제품 공급 부족으로 가동률의 상승 기회가 구체화. NAND는 eSSD 중심의 가동률 상승을 전망. 그 과정에서 선단공정 비중은 지속 상승. 이는 솔브레인의 영업 환경에 유리한 변화.

Bottom up 관점에서 다변화 효과가 동반되고 있는 만큼 여전히 매력적인 주식이라는 판단. 목표주가 360,000원 (2023-2025년 평균 12m Fwd P/E에서 2SD 할증)으로 매수의견 제시하며, Coverage를 개시.

1. 제품 다변화 효과

1) 식각액 (Etchant): 고객사의 가동률 회복에 제품 다변화 효과가 더해질 것

– 인산계: 범용 제품에서는 공격적인 마케팅을 통한 점유율 상승 노력이 전개. HSN도 수요의 저점 탈출 국면이 다가오고 있다는 판단. 삼성전자의 V9 (286단) Ramp up 시점이 예상 대비 지연되고 있으나, 1Q26 개발 완료 및 전환투자 재개 전망. 그렇다면, 수요의 저점 탈출 국면에 근접해지고 있다고 볼 수 있을 것.

– 초산계: 삼성파운드리 2nm 공정이 돌아가기 시작. 단기적으로는 엑시노스의 복귀 (엑시노스 2600 공급), 중장기적으로는 테슬라를 비롯한 외부 고객 물량 수주의 확대가 초산계 제품 수요 성장의 기회요인으로 작용할 것이라는 판단.

2) Precursor 및 Slurry: 경쟁사의 공장 화재로 하반기 물량 성장 가시성 증가. Hf (하프늄), Ru (루테튬), 몰리브덴과 같은 차세대 소재에 대한 준비도 병행. Etchant 중심의 사업 구조에서 탈피해가며, 다각화된 성장 수단 확보 가능할 것.

2. 미래를 위한 준비

국내 뿐 아니라 해외로의 사업 확장 기회도 모색 중. 새롭게 인수한 썬플로로시스 템과 테일러 공장 준공 결정 (2026년 초 착공)을 통해 고객 다변화를 노릴 것. 북미 내 위치한 주요 고객향으로 Sample을 제출한 상태. 다변화의 기회는 제품 뿐 아니라 고객 단에서도 나타날 가능성이 존재한다는 판단.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844	863	968	1,137	1,101
영업이익	133	168	151	220	177
세전순이익	161	167	154	228	184
총당기순이익	131	120	121	176	141
지배지분순이익	130	118	118	176	141
EPS	16,759	15,226	15,158	22,572	18,136
PER	18.1	10.9	19.0	12.8	15.9
BPS	114,593	129,633	145,346	170,134	193,067
PBR	2.7	1.3	2.0	1.7	1.5
ROE	15.6	12.5	11.0	14.3	10.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

목표주가 360,000 원으로 매수의견 제시

전방 수요 (반도체)의 회복기가 도래한 가운데, 제품 다변화 효과 (썬플로로시스템 인수를 통한 외형 성장, 반도체/디스플레이 소재 제품 다변화)가 더해지며, 소재 업종 내에서도 성장성이 두드러질 것이라 생각한다.

미래를 위한 준비도 병행하고 있다. 글로벌 반도체 제조사향 공급 레퍼런스를 보유한 썬플로로시스템 인수는 제품 포트폴리오 확대 뿐 아니라 영업망을 강화할 수 있는 기회이며, 테일러 신공장 준공 결정 (2026년 초 착공 예정)으로 지정학적 이점 (현지 생산)도 가져갈 수 있을 것이라 생각한다. 북미 내 위치한 주요 반도체 고객사향으로 Sample을 제출해 놓은 상황이며, 삼성전자와 SK하이닉스향 공급 레퍼런스를 기 확보하고 있는 만큼 고객사 확대의 기회요인 또한 충분할 것이라는 판단이다.

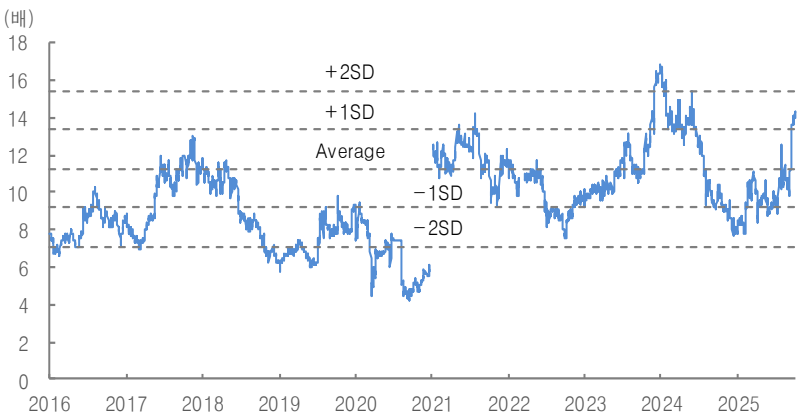
다변화의 기회가 제품 뿐 아니라 고객에서도 나타날 가능성이 존재하는 만큼 과거 대비 높은 Valuation을 받아갈 수 있는 환경이라 생각한다. 목표주가 360,000원 (Target P/E 16 배, 2023~2025년 평균 12m Fwd P/E에서 2SD 가산)으로 매수 의견을 제시하며, Coverage를 개시한다.

표 1. 솔브레인: 목표주가 산출

(원 배)	2026E	비고
EPS	22,572	2026년 EPS 적용
Target P/E	16.0	2023~2025년 12m Fwd P/E에서 2SD를 더한 수치
목표주가	360,000	
현재 주가	283,500	2025년 10월 14일 종가 기준
Upside (%)	27.0%	

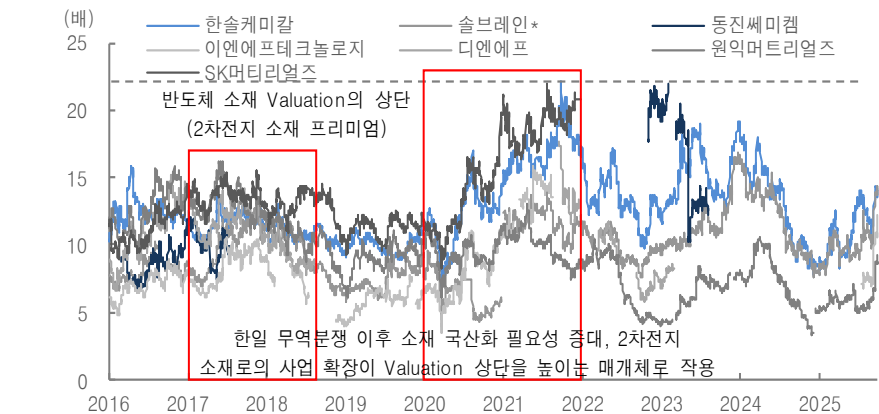
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 솔브레인: 12m Fwd P/E 추이



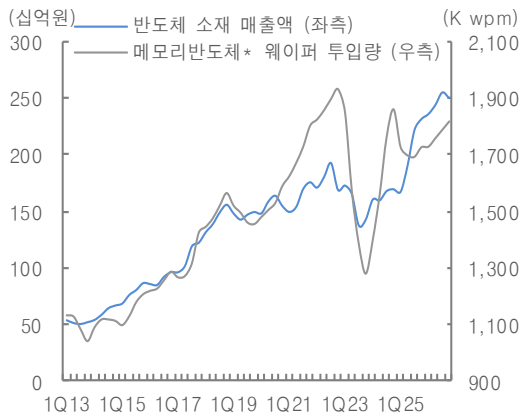
참고: 2023~2025년 일별 데이터를 기준으로 산출
자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

그림 2. 반도체 소재: 12m Fwd P/E 추이



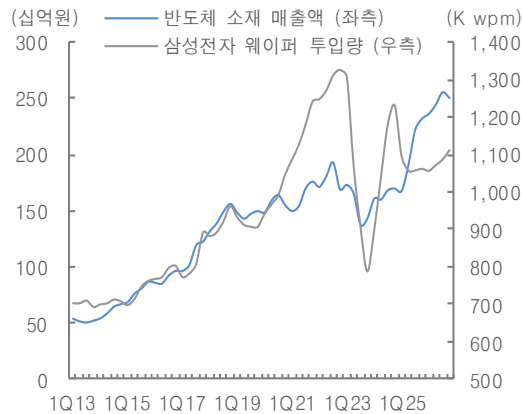
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 3. 한국 메모리반도체 웨이퍼 투입량과 소재 매출



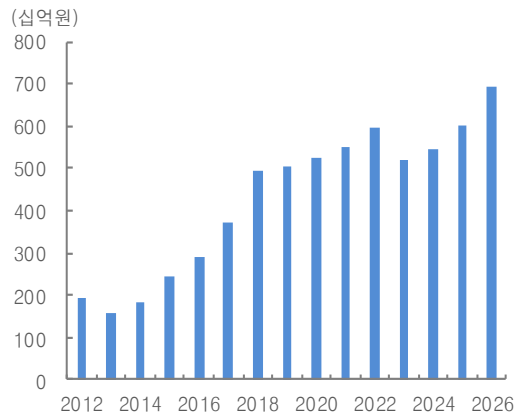
참고: * 삼성전자와 SK하이닉스의 합산
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성전자 메모리반도체 웨이퍼 투입량과 소재 매출



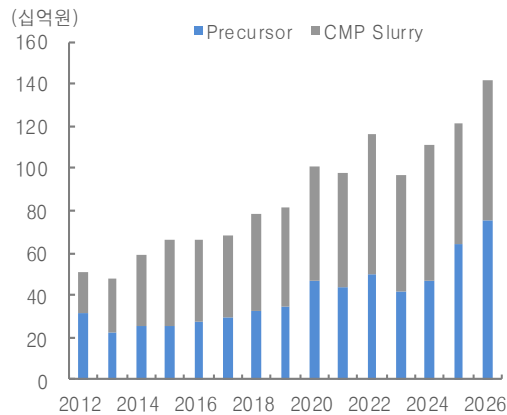
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 솔브레인: Etchant 매출액 추이 및 전망



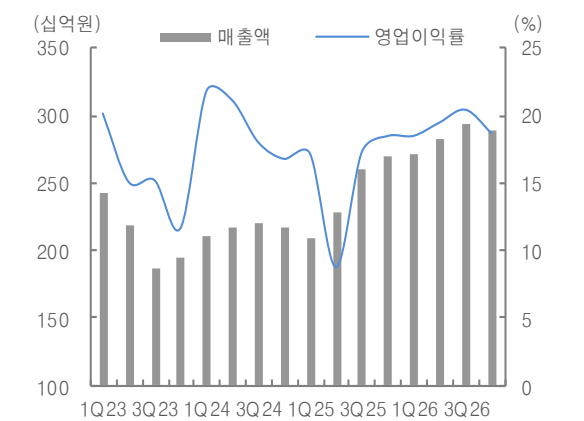
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 솔브레인: Etchant 외 반도체 소재 매출액



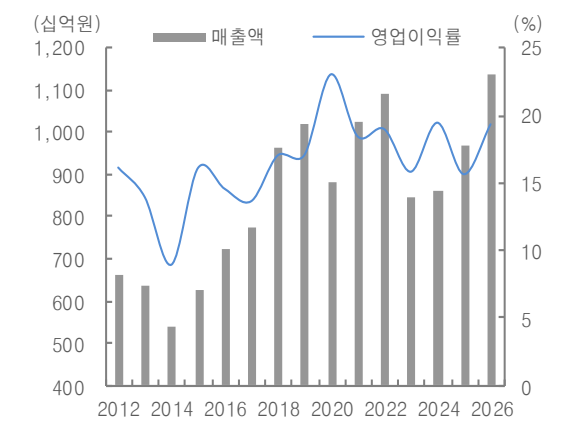
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 솔브레인: 분기별 매출액과 영업이익률 전망



자료: 솔브레인 대신증권 Research Center

그림 8. 솔브레인: 연간 매출액과 영업이익률 전망



자료: 솔브레인 대신증권 Research Center

표 2. 솔브레인: 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	209	229	260	270	272	282	294	289	863	968	1,137
반도체 소재	167	190	222	231	236	244	255	250	657	810	984
디스플레이 소재	21	17	14	14	14	14	15	15	97	66	59
2차전지 소재 및 기타	21	22	24	25	22	24	24	25	110	92	95
영업이익	36	20	45	50	50	55	60	54	168	151	220
세전이익	39	17	46	52	52	57	62	56	167	154	228
순이익	33	13	36	40	41	44	48	43	120	121	176
이익률 (%)											
영업이익	17	9	17	19	19	20	20	19	19	16	19
세전이익	19	7	18	19	19	20	21	19	19	16	20
순이익	16	6	14	15	15	16	16	15	14	13	15

자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

표 3. 솔브레인: 기업 개요

구분	내용
반도체 소재	1) Etchant: 식각 공정용 소재로 주요 고객사는 삼성전자와 SK하이닉스, 불산계, 인산계, 초산계 Etchant를 제품 라인업으로 보유. 2) Precursor: 박막 증착 공정에서 활용되는 소재로 유전율 (K=4) 값에 따라 Low-K와 High-K 소재로 구분. Low-K 소재 중심에서 High-K 소재로 제품 믹스 확대를 위해 노력 중. 3) CMP Slurry: CMP 공정은 반도체 표면을 화학적, 기계적 방식으로 연마하여 평평하게 만들어주는 공정. CMP Slurry를 공급 중.
디스플레이 소재	Thin Glass 사업의 경우, 2Q25 기점으로 철수. Chemical, 유기재료 (OLED 용 Blank Material, LCD 용 Column Spacer/Black Matrix/Color Paste 등)를 중심으로 제품 믹스를 개선해갈 계획.
2차전지 소재	전해액 사업을 영위 중. 전해액은 양극과 음극 사이의 이동을 유도하는 화학 혼합물. 솔브레인에서는 국내 물량 중심으로 대응. 고객사의 해외 공장향 물량의 경우, 솔브레인홀딩스에서 대응 중.

자료: 솔브레인 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844	863	968	1,137	1,101
매출원가	651	617	716	813	817
매출총이익	193	246	252	325	284
판매비와관리비	60	78	101	105	108
영업이익	133	168	151	220	177
영업외수익	158	195	156	193	160
EBITDA	194	227	151	245	227
영업외손익	28	-1	3	8	8
관계기업손익	0	-46	0	2	2
금융수익	14	26	13	14	14
외환포함이익	13	12	10	10	10
금융비용	-4	-1	-18	-10	-12
외환포함손실	4	1	1	1	1
기타	17	20	7	2	3
법인세비용차감전순이익	161	167	154	228	184
법인세비용	-30	-48	-33	-52	-43
계속사업순이익	131	120	121	176	141
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	131	120	121	176	141
당기순이익률	15.5	13.9	12.5	15.4	12.8
비재계분순이익	1	1	3	0	0
재계분순이익	130	118	118	176	141
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	2	2	2
포괄순이익	131	134	137	193	160
비재계분포괄이익	1	2	4	0	0
재계분포괄이익	131	132	133	193	160

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,759	15,226	15,158	22,572	18,136
PER	18.1	10.9	19.0	12.8	15.9
BPS	114,593	129,633	145,346	170,134	193,067
PBR	2.7	1.3	2.0	1.7	1.5
EBITDAPS	24,943	29,172	19,360	31,548	29,215
EV/EBITDA	11.4	4.3	13.4	8.0	8.5
SPS	108,507	110,992	124,497	146,234	141,557
PSR	2.8	1.5	2.3	2.0	2.1
CFPS	27,182	30,435	23,512	36,313	33,964
DPS	2,000	2,300	2,300	2,300	2,300

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감률	-22.6	2.3	12.2	17.5	-3.2
영업이익 증/감률	-35.5	25.8	-9.9	45.3	-19.7
순이익 증/감률	-21.9	-8.7	1.3	44.9	-19.7
수익성					
ROIC	18.9	20.0	16.0	17.9	12.4
ROA	13.8	15.5	11.6	14.2	10.1
ROE	15.6	12.5	11.0	14.3	10.0
안정성					
부채비율	8.3	12.6	24.9	21.6	19.3
순차입금비율	-19.3	-33.5	-24.3	-24.8	-24.5
이자보상비율	1,613.5	2,077.5	0.0	0.0	0.0

자료: 솔브레인 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	345	521	573	646	708
현금및현금성자산	161	242	264	310	340
매출채권 및 기타채권	64	65	88	94	105
재고자산	73	91	102	114	122
기타유동자산	47	124	119	129	141
비유동자산	650	647	879	1,009	1,135
유형자산	462	508	640	770	896
관계기업투자금	132	84	83	82	80
기타비유동자산	57	55	157	158	159
자산총계	995	1,168	1,452	1,656	1,843
유동부채	71	124	136	141	145
매입채무 및 기타채무	60	88	93	98	101
차입금	0	0	7	7	7
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	36	36	36	37
비유동부채	6	7	153	153	153
차입금	0	0	16	16	16
전환증권	0	0	59	59	59
기타비유동부채	6	7	78	78	78
부채총계	77	131	289	295	298
자본부분	891	1,008	1,131	1,323	1,502
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	459	562	662	820	944
기타자본변동	16	30	52	87	142
비재계분	27	29	32	38	43
자본총계	919	1,037	1,163	1,361	1,545
순차입금	-177	-348	-282	-338	-379

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	221	262	136	233	220
당기순이익	131	120	121	176	141
비현금항목의 가감	80	117	62	107	123
감가상각비	61	59	-1	25	51
외환손익	0	-15	-7	-7	-7
자본법정평가손익	0	1	1	1	1
기타	20	72	68	87	78
자산부채의 증감	50	41	-14	3	-1
기타현금흐름	-41	-15	-33	-52	-43
투자활동 현금흐름	-215	-176	-224	-162	-183
투자자산	-86	-88	1	1	1
유형자산	-129	-91	-130	-155	-175
기타	-1	4	-95	-8	-9
재무활동 현금흐름	-13	-17	4	-19	-19
단기차입금	0	0	7	0	0
사채	0	0	2	0	0
장기차입금	0	0	15	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-15	-18	-18	-18
기타	5	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	-7	81	23	45	30
기초 현금	168	161	242	264	309
기말 현금	161	242	264	309	340
NOPLAT	108	120	119	170	135
FCF	40	84	-121	34	5

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

솔브레인(357780) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.10.14
투자의견	Buy
목표주가	360,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251011)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상