



한국IR협의회

기업리서치센터 기업분석 | 2025.07.31



KOSDAQ
GLOBAL

코스닥 글로벌 상장법인

코스닥 글로벌 세그먼트

KOSDAQ | 반도체와반도체장비

솔브레인 (005930)

인수효과와 업황 개선 기대

체크포인트

- 불산계, 인산계 에천트는 NAND 가동을 증가와 고단화에 따른 매출 확대 기대. 초산계는 미래 성장 동력으로서 고객사 GAA 생산 확대에 따른 성장 전망. 솔브레인은 HBM 고단화로 CMP 중요성 증가하며 수요 증가 추세
- 일본 반도체 장비 기업 Sun Fluoro System 연결 편입 효과에 따른 실적 성장 기대. 해당 기업은 반도체 및 화학 산업용 고순도 케미컬 내식성 탱크, 컨테이너, 배관 등을 공급하며 연간 매출액은 약 1,500억 원 수준
- 향후 3년간 주당 배당금을 2,000원 이상 보장하는 한편, 동기간 약 300억원 이상의 자사주를 매입 및 소각을 추진할 계획. 이는 Valuation 하방을 지지하는 요인이 될 것으로 판단

주가 및 주요이벤트

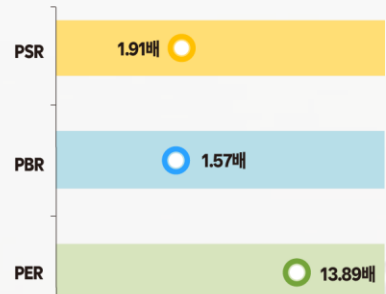


재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



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

솔브레인 (357780)

Analyst 박성순 sspark@kirs.or.kr

RA 김혜빈 hbkim@kirs.or.kr

KOSDAQ

반도체와반도체장비

반도체 소재 업체

솔브레인은 1986년 설립되어 2000년 코스닥 시장에 상장한 반도체 및 디스플레이 소재 업체. 2024년 기준 매출 비중은 반도체 소재 76%, 디스플레이 소재 11%, 2차전지 소재 10%, 기타 3%를 기록

점진적 소재 다변화 진행 중

동사는 국내 반도체 고객사에 불산계, 인산계, 초산계 식각액을 공급. 동사는 국내 반도체 고객사 내 불산계 식각액에서 높은 점유율을 확보하고 있으며, 불산계는 메모리와 비메모리 모두 적용되는 만큼 반도체 업황 개선과 함께 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망. 인산계는 NAND 업황 개선과 고단화에 따른 소재 수요 확대를 기대. 초산계는 동사의 미래 성장 동력으로 고객사 GAA(Gate-All-Around)생산 확대에 따른 수요 증가 전망. 또한 슬러리는 HBM 고단화로 CMP(Chemical Mechanical Polishing, 웨이퍼 표면을 평탄화하는 공정) 중요성 증가하며 수요 확대 추세

인수효과로 실적 증가 예상되는 2025년

2025년은 매출액 9,788억 원(+13.4% YoY), 영업이익 1,739억 원(+3.5% YoY)을 전망. 고객사의 NAND 감산 및 전환 투자 지속에 따라 DRAM 소재 증가분이 NAND 소재 감소분으로 상당 부분 상쇄되며 연간 반도체 소재 매출액은 전년 대비 3.5% 증가에 그칠 것으로 예상. 디스플레이 소재는 Thin Glass 사업을 3분기부터 축소 또는 철수할 예정. Sun Fluoro System 인수로 인한 기타 부문 연결 매출 증가는 2분기부터 반영될 예정. 판관비 증가, 인수 초기 비용 증가 등이 발생할 것으로 예상하여 전년 대비 1.7%p로 소폭 하락한 영업이익률 17.8%를 전망

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액(억원)	10,239	10,909	8,440	8,634	9,788
YoY(%)	1178	6.5	-226	2.3	134
영업이익(억원)	1,888	2,071	1,335	1,679	1,739
OP 마진(%)	18.4	19.0	15.8	19.5	17.8
지배주주순이익(억원)	1,485	1,628	1,304	1,184	1,600
EPS(원)	19,093	20,928	16,759	15,226	20,571
YoY(%)	18.0	9.6	-19.9	-9.1	35.1
PER(배)	14.6	10.4	18.1	10.9	11.9
PSR(배)	2.1	1.6	2.8	1.5	2.0
EV/EBITDA(배)	8.5	5.7	11.4	4.3	6.1
PBR(배)	3.4	2.2	2.7	1.3	1.7
ROE(%)	26.3	23.0	15.6	12.5	14.8
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.7	1.4	0.9

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/29)	245,500원
52주 최고가	263,500원
52주 최저가	156,000원
KOSDAQ (7/29)	804.45p
자본금	39억원
시가총액	19,096억원
액면가	500원
발행주식수	8백만주
일평균 거래량 (60일)	3만주
일평균 거래액 (60일)	58억원
외국인지분율	30.57%
주요주주	정지환 외 9인 44.92%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 9.25%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	38.1	41.3	-1.2
상대주가	34.2	28.1	-1.2

▶참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업 이익 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶글로벌 세그먼트는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정한 기업



기업 개요

1 솔브레인은 반도체 및 디스플레이 공정용 화학소재 제조 기업

**솔브레인은 1986년 설립되어
2000년 코스닥 상장한
반도체/디스플레이 공정용 화학
소재 제조 기업**

솔브레인은 반도체, 디스플레이 공정용 화학 소재 및 2차전지 소재를 생산하는 소재 전문 기업이다. 1986년 테크노무역상사로 설립되어 2000년 코스닥 시장에 상장하였으며, 2000년대 초반 LG산전 신소재 사업부 인수와 함께 CMP 슬러리, 전해액 등 반도체 핵심 공정소재의 생산 기반을 구축했다. 2011년에는 사명을 솔브레인(주)으로 변경하고, 미국 미시간과 중국 시안에 현지 법인을 설립하여 주요 고객사의 해외 공장에 대응할 수 있는 공급 체계를 마련했다. 이와 동시에 판교 중앙연구소, 울산공장, 파주공장 등 국내 주요 거점에 연구·생산 인프라를 확충하고, 나노비전(現 솔브레인옵토스), 솔브레인나노텍 등의 인수를 통해 CMP 슬러리, 광학필름, 배터리 리드탭 등으로 제품 포트폴리오를 확대했다. 2019년에는 일본 수출규제에 대응해 12N급 초고순도 불화수소를 국산화하며 소재 공급망 안정화에 기여했다.

2020년에는 투자 부문과 사업 부문을 분리해 솔브레인홀딩스(지주회사)와 솔브레인(주)(사업회사) 체제로 전환했다. 분할 이후에는 핵심 사업에 집중하며 미국 텍사스 현지 공장을 착공하고, 일본 화학소재 기업 Sun Fluoro Systems를 인수하는 등 글로벌 생산 능력을 확대하고 있다. 이를 통해 국내 주요 메모리 고객사의 해외 공장 운영에 맞춘 대응 전략으로, 현지에서 소재를 안정적으로 공급할 수 있는 체계를 구축하였다. 특히 HBM용 CMP(Chemical Mechanical Polishing, 웨이퍼 표면을 평탄화하는 공정) 슬러리와 전기차 배터리용 고성능 전해액 등 고부가가치 소재에서 기술 경쟁력을 확보하고 있으며, 이를 바탕으로 지속적인 실적 개선과 수익성 강화를 추진 중이다. R&D 부문에서는 판교, 용인, 공주 연구소를 중심으로 반도체 미세공정 및 차세대 이차전지 소재 개발에 집중하고 있다.

2025년에는 '기업가치 제고 계획'을 발표하고, 코스닥 글로벌 세그먼트 지수에 편입되며 중장기 성장을 위한 구조 개선과 시장 신뢰 확보에 나섰다. 향후 첨단 공정 대응을 위한 소재 국산화 확대, 전기차 및 AI 반도체 시장 확대에 따른 신규 수요 대응, ESG 기반의 지속가능경영 체계 고도화를 통해 성장을 지속할 계획이다.

솔브레인 연혁

창립기(1986~1989)	태동기 (1991~1995)	도약기(1996~1999)	성장기(2000~2009)	확대기(2010~현재)
1986.05 테크노무역상사 설립 1989.02 테크노무역(주)로 법인 전환	1991.01 아미나-카퓨텍과 합작 1992.04 공주공장 완공 1992.05 한국아미나-카소제(주) 설립 반도체 제조용 CVD 및 Dopant 생산 개시 1994.09 기업부설연구소 설립 1994.11 FECT(주) 설립	1996.06 한국아미나-카소제(주)를 K.Y.휴텍(주)로 상호 변경 1996.12 연매출 1백억 원 돌파 ISO9002 품질 SYSTEM 인증 취득 1998.04 Wafer 제조용 혼산(MAB) 및 LCD 제조용 Etchant 제조공장 준공 1998.10 ISO14001 환경경영 SYSTEM 인증 취득 1998.11 1,000만불 수출탑 수상 1999.10 테크노무역(주)를 테크노세미켄(주)로 사명 변경 중소기업특별위원회 벤처기업 대상 수상	2000.01 KOSDAQ 상장 2000.07 K.Y.휴텍(주) 흡수 합병 2000.08 LG산전(주) 산소재 사업부문 인수 2001.06 충청남도 기업인 대상 기술대상 수상 2002.06 CMP Slurry 공장 완공 2002.11 2차전자 전해액공장 완공 생반기술연구소(공주) 준공 2003.07 경영혁신활동(6시그마운동) 도입 및 추진 2005.04 용인 연구소 개설 2006.09 Thin Glass 공장 완공 충청남도 기업인대상 종합대상 수상 2006.12 국제공인시험기관 인증(KSA 71025) 취득 연매출 1천억 원 돌파 2007.06 엠씨솔루션(주) 설립 2007.08 나노비전(주) 인수(현 솔브레인옵토스) 나우아이비캐피탈(주) 설립 2008.08 용인 연구소 설립 2009.03 (주)파이컴 인수(현 솔브레인아이앤지) 2009.05 GWP(Great Work Place) 활동 추진	2010.01 마주법인 TSC미시간 설립(현 Soulbrain MI) 울산공장 인수 2010.10 TSS(주) 설립(현 솔브레인에스엘디) 2010.11 LTK(주) 인수(현 솔브레인엘티케이) 2011.05 파주공장 완공 2011.09 CI 및 비전 선포식 실시 솔브레인(주)로 사명 변경 2012.06 솔브레인나노텍(주) 인수 2012.09 판교 중앙연구소 완공 2013.02 솔브레인나노그라프드라지(유) 설립 2013.09 (재)솔브레인나노재단 설립 2014.04 고용창출 100대 우수기업 선정 2015.05 솔브레인나노텍 합병 2015.06 (주)프로셀 인수 2015.10 (주)제닉 인수 2016.01 솔브레인만나(주) 설립 2016.12 솔브레인메티리얼(주) 합병 2019.10 2019 첨단소재부품뿌리산업기술대전 '첨단산업훈장' 수상 2019.12 5억불 수출의 탑 수상 2020.07 법인 분할 2020.12 대한민국 기술대상 대통령상 수상 2021.11 제5회 지식재산 혁신기업 협의회 특허경영상 수상 2025.04 기업지치제고 계획 공시 Sun Fluoro System 인수 2025.06 글로벌세그먼트 자수 편입

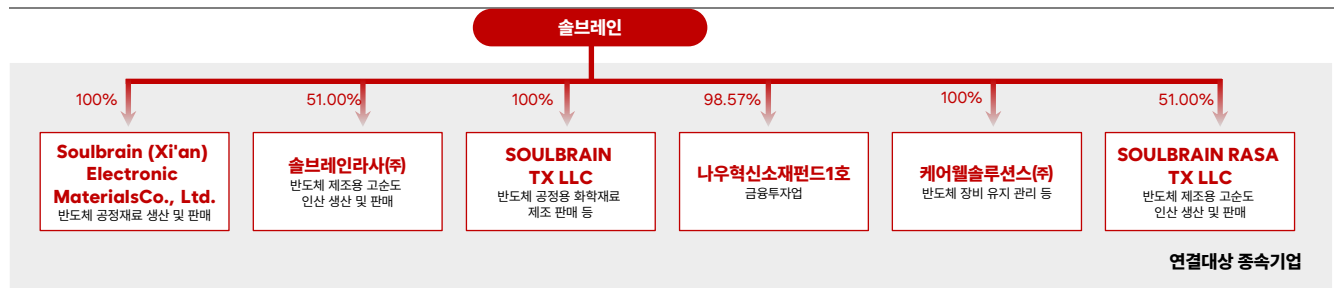
자료: 솔브레인, 한국IR협의회 기업리서치센터

 종속회사 현황

**2024년말 기준 솔브레인의
연결대상 종속기업은
비상장 6개사**

2024년 말 기준, 솔브레인의 연결대상 종속기업은 총 6개사이다. 이 중 4개사는 해외시장 진출을 목적으로 설립하였는데 각 사에 대해 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 1) 2012년 반도체 공정소재의 생산 및 판매를 위한 현지법인 솔브레인(시안)전자재료유한공사(지분율은 100.0%)를 설립하였으며, 2024년 말 기준 총자산 735억 원, 당기순이익 89억 원을 기록하였다. 2) 2016년에는 반도체용 고순도 인산 생산 및 판매를 위한 솔브레인라사(지분율은 51.0%)를 설립하였고, 2024년 말 기준 자산총계는 527억 원, 당기순손실은 10억 원이다. 이후 신규시장 진출을 위해 3) 2022년 1월 미국에 SOULBRAIN TX LLC(지분율 100.0%)를 설립하였으며, 2024년 말 기준 자본총계는 53억 원, 당기순손실은 10억 원이다. 4) 2024년에는 미국에 SOULBRAIN RASA TX LLC(지분율은 51.0%)를 추가로 설립하였으며, 2024년 말 기준 자본총계 92억 원, 당기순손실 2억 원을 기록하였다. 5) 케이웰솔루션(주)(지분율 100.0%)은 평택에 위치하여 반도체 장비 유지 관리 사업을 영위하고 있으며 2024년말 기준 자산총계는 23억 원, 당기순손익은 11백만 원이다. 기타 6) 나우혁신소재펀드 1호(지분율 98.57%)는 2023년 7월 70억 원 규모로 편성되어 혁신 소재 분야 투자업을 영위하고 있으며, 2024년말 기준 자본총계 68억 원, 당기순손실 1.8억 원이다.

솔브레인 지분도



주: 2024년말 기준, 자료: DART, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 사업 및 매출 구성

2024년 기준 매출 비중은

반도체 소재 76%,

디스플레이 소재 11%,

2차전지 소재 10%, 기타 3%

동사의 주요 제품은 반도체 공정용 화학 소재, 디스플레이 공정용 화학 소재, 2차전지 소재로 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이, LG디스플레이, 삼성SDI, SK온, LG에너지솔루션 등 국내 주요 반도체 업체, 디스플레이 패널 업체, 2차전지 셀 업체로 공급된다. 2024년 기준 매출 비중은 반도체 소재 76%, 디스플레이 소재 11%, 2차전지 소재 10%, 기타 3%를 보였다.

반도체 소재

주요 제품으로는 식각액(Echant), 프리커서(Precursor), 슬러리(Slurry)가 있다. 식각액 중 불산계 에천트는 SiO_2 (산화막) 식각 및 세정에 사용된다. 인산계 에천트는 Si_3N_4 (질화막) 식각에, 초산계 에천트는 금속막 식각에 사용된다. 동사 프리커서는 다품종 소량 생산 제품으로 CVD(Chemical Vapor Deposition, 화학기상증착) 및 ALD(Atomic Layer Deposition, 원자층 증착)공정에서 사용된다. 슬러리는 CMP 공정에 사용되는 연마제이다.

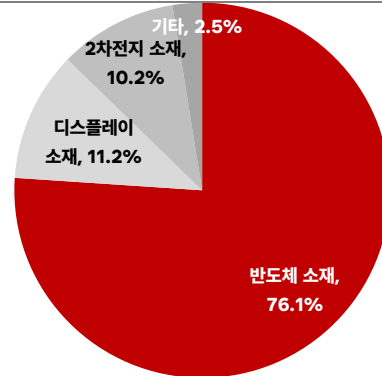
디스플레이 소재

주요 제품으로는 Echant, 유기재료, Thin Glass가 있다. 동사 Echant는 LCD에서는 식각 사용량이 많았으나 OLED에서는 세정용으로 주로 공급되고 있다. 유기재료는 컬러 필터 제조 공정에 사용되는 재료로 색상 구현을 위한 광 차폐용 Black Matrix를 주력으로 생산한다. Thin Glass는 모바일 글라스 슬리밍(Slimming) 공정 용역 사업이다.

2차전지 소재

전해액과 Lead Tab(리드탭, 리튬 이온 배터리에서 전극과 외부 회로를 연결하는 부품)을 주력으로 생산한다. 전해액은 동사가 고객사의 국내 Fab 물량을 담당하며 솔브레인홀딩스가 국내 고객사의 해외 Fab 물량을 담당한다.

솔브레인 매출 비중



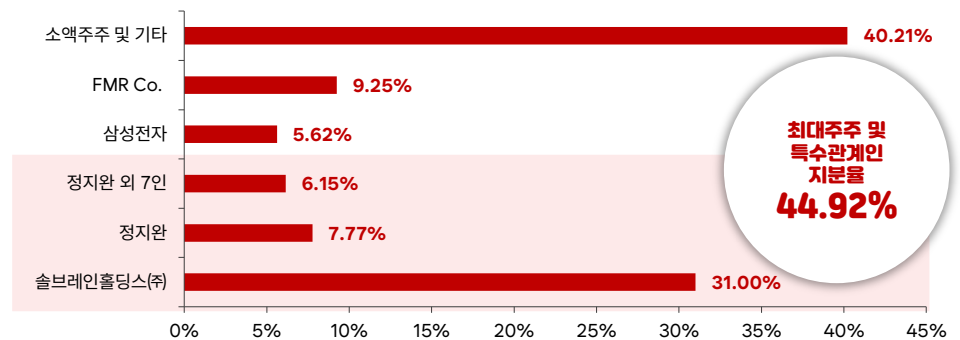
주: 2024년 기준, 자료: 솔브레인, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성

(주)솔브레인홀딩스는 솔브레인의
최대주주로 2024년말 기준
지분을 31.00% 보유

솔브레인의 최대주주는 솔브레인홀딩스(주)로, 2024년 말 기준 지분 31.00%를 보유하고 있다. 솔브레인홀딩스(주)는 2020년 7월, 사업 부문의 전문화와 경영 효율성 제고를 위해 투자사업 부문을 분할하여 설립된 지주회사로, 같은 해 8월 변경상장 및 재상장을 통해 지주회사 체제를 확립하였다. 현재는 솔브레인을 비롯한 전자소재 관련 자회사들을 지배·관리하며, 2024년 말 기준 총 21개의 연결 종속회사를 보유하고 있다. 2024년말 기준, 자산총액은 1조 9,966억 원, 당기순이익은 557억 원이다.

솔브레인 주주 현황



주: 2024년말 기준, 자료: 솔브레인, 한국IR협회의 기업리서치센터



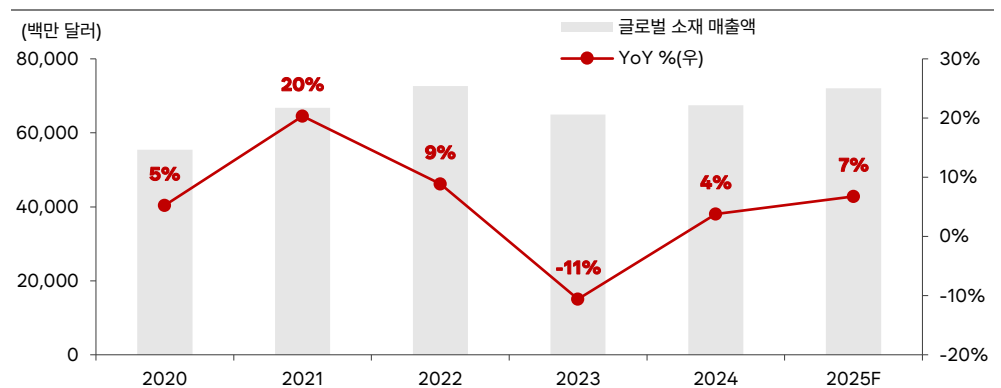
산업 현황

1 반도체 소재 시장은 선단 공정과 함께 성장

**2025년 글로벌 반도체 소재
시장은 전년 대비 6.8% 성장한
720억 달러 규모 전망**

글로벌 반도체 소재 시장은 2024년 전년 대비 3.8% 증가한 675억 달러를 기록하였다. 이는 반도체 시장 회복과 고성능 컴퓨팅 및 HBM향 소재 수요 증가에 기인한다. GAA 트랜지스터와 EUV 도입으로 포토레지스트, 프리커서, Low-K 소재, High-K 메탈 소재 등 고난도 소재의 비중이 빠르게 확대되고 있다. 세부적으로, 전공정 소재는 전년 대비 3.3% 증가한 429억 달러, 패키징 소재는 4.7% 증가한 246억 달러를 기록하였다. CMP, 포토레지스트, PR 보조재료 등은 선단 DRAM, 3D NAND와 최선단 Logic에 필요한 공정 단계 및 난이도 증가에 따라 두 자릿수 성장을 기록하였다. 2025년에도 이와 같은 기조가 이어져 글로벌 반도체 소재 시장은 720억 달러로 전년 대비 6.8% 성장할 것으로 예상된다.

글로벌 소재 시장 규모 추이 및 전망



자료: SEMI, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 디스플레이 소재 및 2차전지 소재 시장 전망

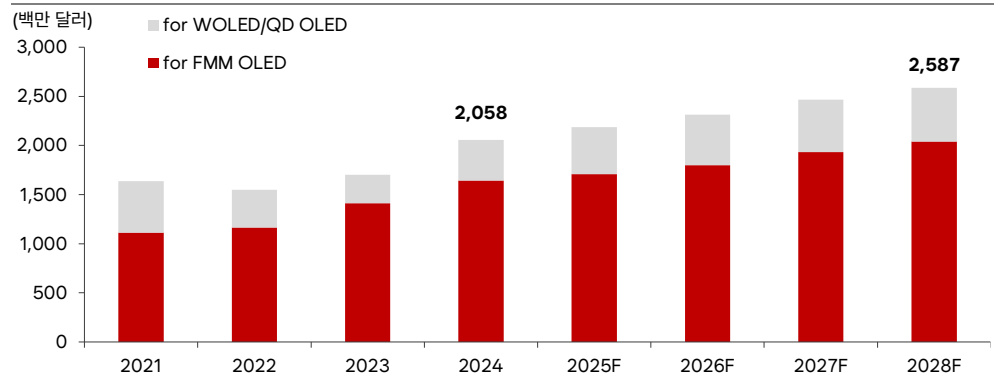
**글로벌 디스플레이 소재 시장은
2025년 약 500억 달러 규모를
기록할 전망**

글로벌 디스플레이 소재 시장은 2024년 약 420억 달러 규모를 기록했으며, OLED, QD-OLED, 마이크로LED의 채택 증가로 2025년에는 전년 대비 19% 증가한 약 500억 달러로 성장할 전망이다. LCD 중심의 저부가 시장은 정체 상태인 반면, OLED용 발광재료, 봉지재료, 산화물 반도체, 편광판, 광학필름 등 고부가 소재에 수요가 집중되고 있다. OLED 소재의 경우 2024년 206억 달러에서 2025년 219억 달러로 전년 대비 6.3% 증가할 것으로 예상된다. 스마트폰과 TV뿐 아니라 차량용 디스플레이, 폴더블, AR/VR 등 응용 분야 확대로 기술 요구 수준이 높아지고 있다.

**글로벌 2차전지 소재 시장 규모는
전기차, ESS 수요 증가에 따라
2025년 1,000억 달러 초과 예상**

2차전지 소재 시장은 전기차와 ESS 수요 증가로 성장 중이며, 2023년 약 670억 달러 규모에서 2025년에는 1,000억 달러를 초과할 것으로 예상된다. 양극재(NCM, NCA, LFP), 음극재(천연·인조흑연, 실리콘 복합), 전해질(염, 첨가제), 분리막(LiBS, 세라믹 코팅막) 등 주요 소재 분야에서 기술 차별화가 가속화되고 있다. 고에너지 밀도, 안정성, 긴 수명을 갖춘 소재에 대한 수요가 증가하며, 중국이 LFP 계열에서 점유율 우위를 점한 가운데, 한국, 일본, 유럽 기업들은 하이니켈 및 고부가 소재를 중심으로 프리미엄 시장 공략에 집중하고 있다.

글로벌 OLED 소재 시장 규모 추이 및 전망



자료: Omdia, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 소재 실적은 반도체 CAPEX에 후행

반도체 소재 기업 실적은
반도체 소자 업체 가동률과 연동

반도체 소재 업체의 실적은 반도체 업체의 설비투자(CAPEX)보다는 가동률의 영향을 더 크게 받는다. 장비 업체는 반도체 업체의 CAPEX 집행 시점과 직접적으로 연동되어 매출이 발생하지만, 소재는 기존 라인의 가동률이 유지되는 상황이라면 새롭게 투자된 라인이 실제 가동되는 시점부터 신규 매출이 발생하기 때문이다. 따라서 소재 업체의 실적은 CAPEX 집행 시점보다는 신규 라인의 가동 시점과 고객사의 감산 여부 등 가동률 변화에 더 민감하게 반응한다. 주가 측면에서도 이와 같은 흐름이 나타난다. 반도체 업황이 개선되면 수요 대응을 위해 신규 CAPA 투자가 선행되고, 이 과정에서 장비주와 반도체 소자 업체의 주가가 동반 상승하는 경우가 많다. 반면 소재주는 신규 라인이 실제로 가동되는 시점에 실적이 본격적으로 개선되기 때문에, 장비주 및 반도체 소자 업체 대비 주가 반응이 후행하는 경향이 있다.

2023년 감산과 수요 부진으로
소재주 실적이 악화, 2024년
DRAM 중심 회복에도 NAND
부진으로 업체별 실적 개선 강도에
차이가 발생

2023년에는 CAPEX 감소에 더해 과거에 잘 나타나지 않던 대규모 감산이 이루어지며 소재주들의 실적에 부정적인 영향을 줬다. 삼성전자는 NAND 생산을 약 30% 감축했고, SK하이닉스는 DRAM 가동률을 약 25% 낮췄다. 이는 소재 업체의 매출에 직접적인 타격을 주었다. 2024년 업황 반등으로 DRAM은 가동률 회복에 이어 선단 공정 투자가 있는 반면 NAND는 수요 부진으로 감산 진행 중으로 과거 회복기 대비 소재주의 실적 개선의 강도가 매우 약하다. 이와 같은 DRAM과 NAND의 상이한 수요 구조는 소재주의 실적 분화를 초래했다. HBM과 같은 고부가가치 제품은 포토레지스트, 고순도 가스 등 고급 소재 수요를 증가시켰으나, NAND의 경우 범용 소재의 수요는 여전히 부진하다. 소재주의 실적 개선 강도가 업체별로 다르게 나타나는 이유이다.

DRAM은 HBM 및 DDR5
중심으로 전환, DDR4 생산
중단과 재고 확보로 DDR5 보급이
가속화되는 추세

DRAM은 선단 공정 및 HBM 중심으로 CAPEX 집행이 이루어질 전망이다. 이에 따라 레거시 제품의 생산 비중은 지속적으로 감소하며, DRAM Bit 공급 증가 또한 여전히 제한적일 것으로 보인다. DDR4는 삼성전자, SK하이닉스, Micron이 생산을 중단한데 이어 중국의 CXMT도 DDR4 생산을 중단할 것으로 전망되고 있다. 이에 따라 DDR4의 선재적 재고 확보 움직임으로 DDR5 가격 프리미엄이 축소되고 있다. DDR4 가격 급등으로 DDR5 보급 속도가 오히려 확대될 것으로 예상된다.

NAND는 수요 약세로 감소인

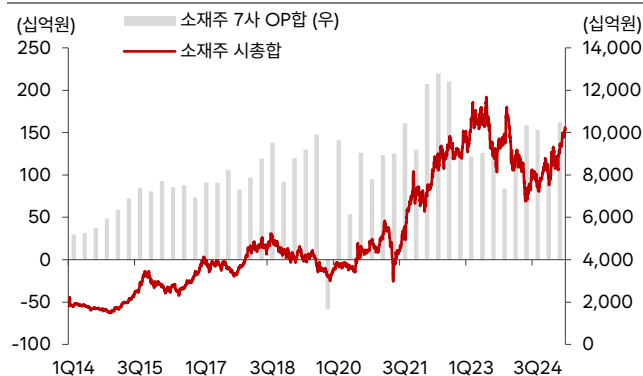
지속되었으나, 재고 조정과

AI 데이터센터 수요 증가로 하반기

가동률 일부 회복이 기대

NAND는 수요 약세로 공급업체들의 감소와 전환 투자를 통한 자연적 가동률 하락을 보이고 있다. Micron NAND 웨이퍼 용량은 2024년 회계연도 말 대비 10% 구조적으로 감소하였다. 2분기부터 재고 수준이 건전화되며 가격이 반등하고 미국 관세로 인한 일부 구매자의 조달이 가속화되고 있는 상황이다. 북미 지역의 AI 인프라 수요가 증가하고 중국 CSP들은 데이터센터의 저장 용량을 꾸준히 확장하고 있는 등 하반기에도 이런 수요 개선이 이어진다면 NAND 생산업체들의 가동률도 일부 회복될 것으로 전망된다.

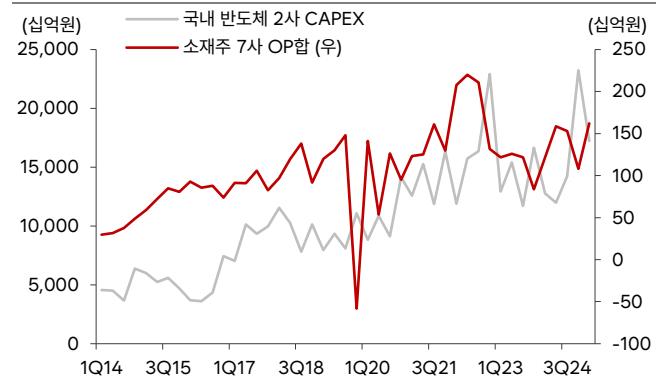
반도체 소재주 영업이익 및 시가총액 추이



주: 소재주 7사는 레이크머티리얼즈, 동진세미켐, 에스앤에스텍, 이엔에프테크놀로지, 한솔케미칼, 원익머티리얼즈, 솔브레인

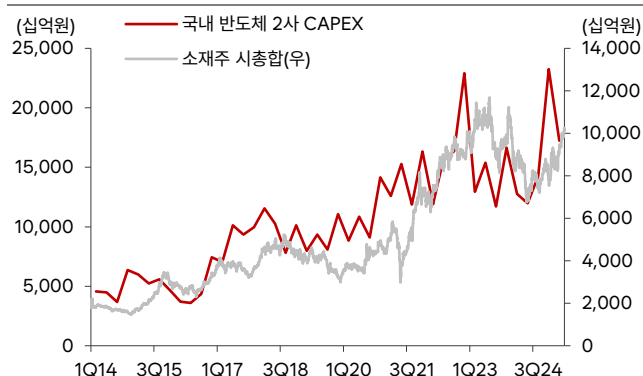
자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

반도체 CAPEX 및 소재주 영업이익 추이



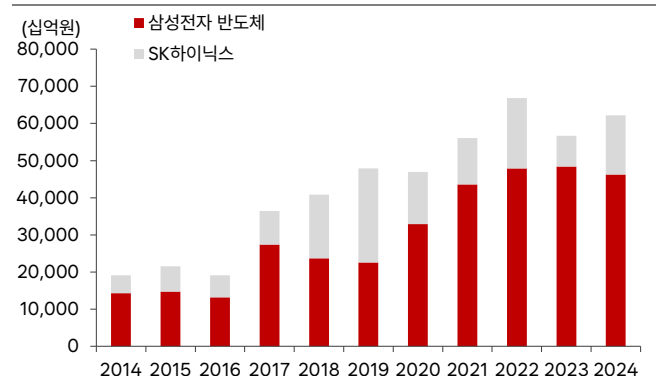
자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

반도체 CAPEX 및 소재주 시가총액 추이



자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 반도체 CAPEX 추이



자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

1 에천트는 국내 고객사 내 높은 점유율 확보

- 습식 식각: 초기 세정 공정, 대량 물질 제거, 선택적 제거 유리
- 건식 식각: 선단 공정에 필수적

동사의 식각액 수요 확대가 기대된다. 식각 공정은 포토 공정 이후 감광막이 없는 하부막 부분을 제거해 필요한 패턴만 남기는 단계이다. 식각 공정은 습식 식각(Wet Etch)과 건식 식각(Dry Etch)이 있다. 습식 식각은 화학 용액(Etchant)을 사용해 웨이퍼 표면의 특정 물질을 선택적으로 제거한다. 주요 Etchant로는 불산계, 인산계, 황산계, 암모니아계 등이 있다. 습식 식각은 공정이 간단하고 빠르며 비용이 저렴하지만, 정밀도가 낮고 등방성(Isotropic) 식각으로 미세 패턴 구현에 한계가 있다는 단점이 있다. 습식 식각은 주로 초기 세정 공정, 대량 물질 제거, 특정 층(산화물, 질화물 등)의 선택적 제거에 사용된다. 건식 식각은 플라스마나 가스를 사용해 물질을 제거한다. 비등방성(Anisotropic) 식각으로 높은 정밀도와 미세 패턴 구현 가능하고, 선단 공정에 필수적으로 사용되고 있다. 최신 선단 공정에서는 약 70~80%의 식각 공정이 건식 식각으로 사용되고 있다. 막질을 선택할 때는 화학적으로 반응하는 용액을 사용하는 습식 식각이 유리하며, 건식 식각은 물리적 방식과 화학적 방식을 합성시키는 방식으로 선택적 식각 측면에서는 불리하다.

반도체 식각 종류

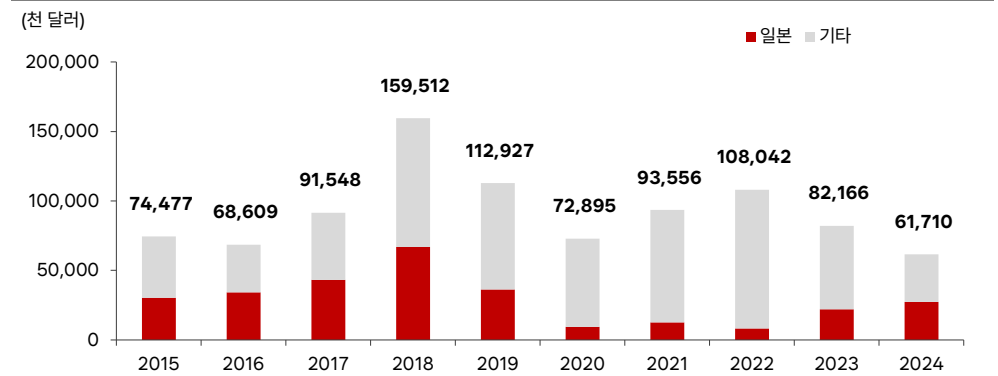
방향성	Wet Etch	Dry Etch
단면도		
특징	등방성(방향성 없음) → 모든 방향으로 균일하게 파임	비등방성(방향성 있음) → 한 방향으로 균일하게 파임
Etchant	Chemical	반응성 Gas(라디칼) + ION(이온)
제어성	제어 어려움	제어 가능
Size	20nm 이하 패턴 불가	미세 패턴 가공 가능
Etch Rate	빠름	느림
Selectivity	높은 선택비	낮은 선택비
Damage	HF damage 있음	Plasma damage 있음
생산성	높음	낮음
가격	저렴	비쌈
응용	표면 세정, Pattern 없는 전면 식각	미세 Pattern 가공, Contact, Spacer

자료: SK하이닉스, 한국IR협회의 기업리서치센터

**동사는 국산화된 불산계
식각액에서 높은 점유율 확보,
업황 개선 시 메모리 비메모리
전반에서 수요 증가 예상**

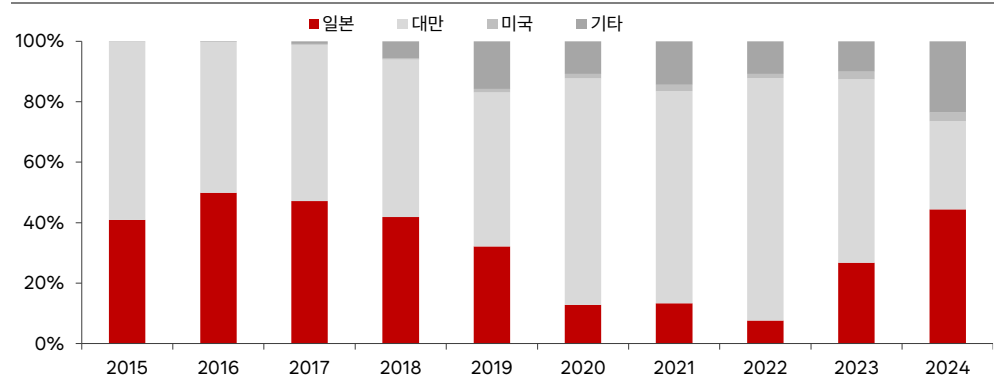
동사는 국내 반도체 고객사에 불산계, 인산계, 초산계 식각액을 공급한다. 불산계는 주로 SiO(산화막) 식각에 주로 사용되며 DRAM, NAND, 비메모리에 모두 사용된다. 불화수소(HF, Hydrofluoric Acid)는 2019년 한일 무역분쟁 시 일본의 수출 규제에 있던 소재이다. 당시 개별 허가제로 인한 공급 지연과 불확실성 증가로 한국 반도체 업체들은 수입국 다변화와 국산화를 통해 일본 의존도를 낮춰왔다. 2018년까지 40%를 상회하던 일본 HF 수입 비중은 일본 수출 규제 이후 급감해 2022년 8% 수준까지 하락했다. 이후 2024년에는 비중이 44%까지 다시 증가했으나, 일본 HF 수입금액은 과거 Peak였던 2018년 대비 41% 수준에 불과하다. 전반적으로 2024년 HF 수입액은 2018년의 39% 수준, 2020년의 85% 수준이다. 그만큼 국산 HF의 비중이 증가한 것으로 볼 수 있다. 동사는 국내 반도체 고객사내 불산계 식각액에서 높은 점유율을 확보하고 있으며 메모리와 비메모리 모두 적용되는 만큼 반도체 업황 개선과 함께 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망된다.

반도체 HF 수입액 추이



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체 HF 국가별 수입액 비중 추이



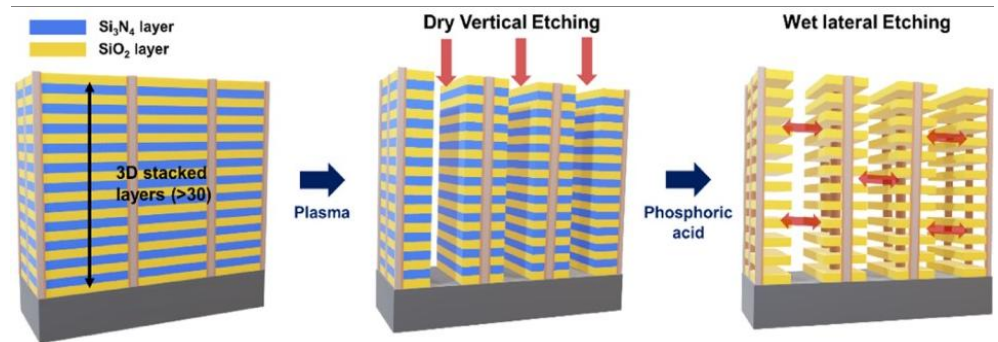
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

**인산계 식각액은 고선택비 식각이
우수하고, NAND 고단화 및 업황
회복에 따른 수요 확대가 기대**

인산계 식각액은 Si_3N_4 (질화막) 식각에 사용되며 3D NAND에 적용된다. 불산계와 마찬가지로 인산계 식각액은 고선택비 식각이 우수하다. 고선택비 식각은 특정 막질을 다른 막질에 비해 선택적으로 제거하는 식각 공정으로 다른 막질의 손상을 최소화한다. 3D NAND의 메모리 셀은 실리콘 산화물(SiO_2 , Oxide), 실리콘 질화물(Si_3N_4 , Nitride), 실리콘 산화물이 순차적으로 적층된 Oxide-Nitride-Oxide (ONO) 구조로, 고단의 스택을 형성한 후 건식 식각으로 채널 홀을 형성한다. 이후 인산계 에천트로 회생층(반도체 제조공정 중 일시적으로 형성되었다가 최종적으로 제거되는 층)을

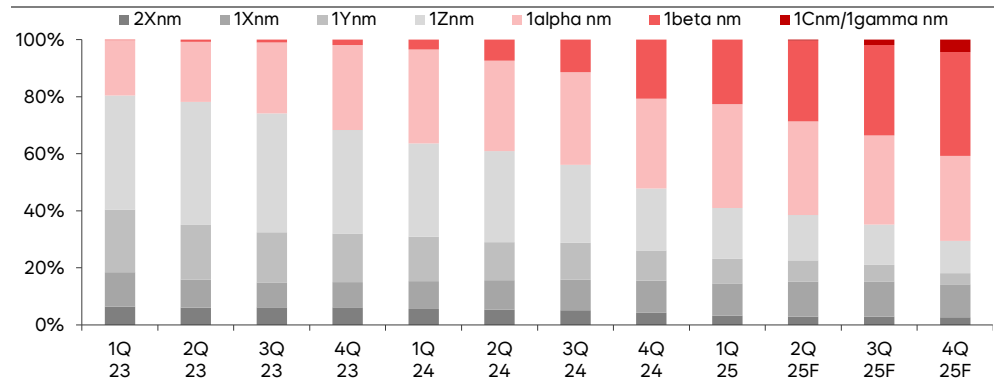
제거하여 워드라인 공간을 형성한다. 인산계 에천트는 Si_3N_4 를 SiO_2 대비 선택적으로 제거(선택비 50:1 이상)하기 때문에 3D NAND의 고층 스택 구조에서 필수적이다. 동사는 국내 NAND 공급 업체에 매우 높은 점유율로 공급 중인 것으로 파악된다. 현재 NAND 수요 둔화로 고객사들의 감산이 진행 중이고 이에 따라 인산계 에천트의 수요도 부진하다. 하지만 최근 하반기 NAND 가격 상승이 예상되어 가동률 회복이 기대되고 NAND 업체들도 V8(236단)과 V9(290단)으로의 전환 투자를 진행 중이다. 또한 V10 투자는 2026년 상반기로 예상된다. 이에 따라 4Q25에는 전체 NAND 시장에서 V8 이상이 차지하는 비율이 50%를 상회할 것으로 전망된다. 따라서 NAND 업황 개선과 고단화에 따른 소재 수요 확대를 기대할 수 있다.

3D NAND 질화막 식각



자료: ResearchGate, 한국IR협회의 기업리서치센터

NAND Node별 비중



주: 32/48L, 64/72L, 1XXL 등은 NAND의 적층 단수를 의미. 숫자가 증가할수록 고단화

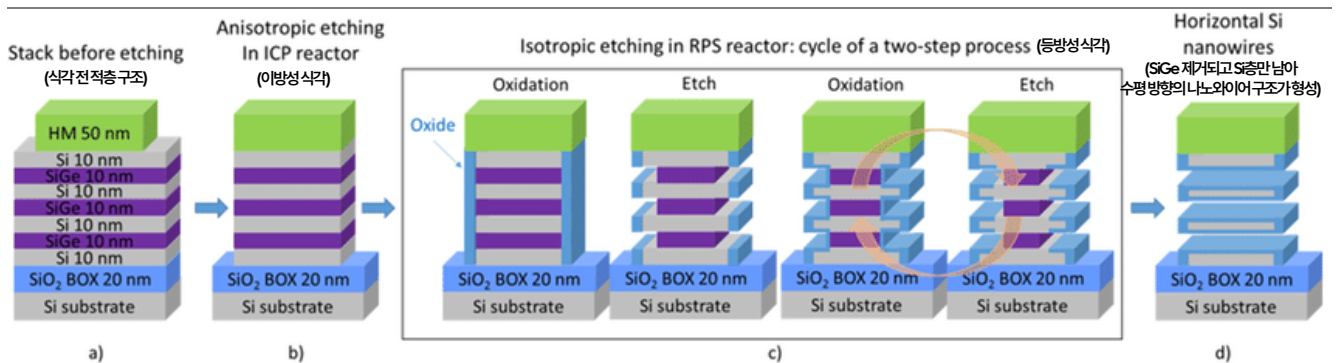
자료: 산업자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사는 SiGe 식각에 사용되는
초산계 에천트를 독점 공급
중이며, GAA·3D DRAM 확산에
따라 미래 성장 동력으로 주목

초산계 에천트는 향후 동사의 미래 성장 동력이 될 것으로 기대된다. 초산계 에천트는 초산 (CH_3COOH , Acetic Acid)을 주성분 또는 완충제로 포함하는 혼합용액으로 SiGe막의 선택적 식각에 사용된다. SiGe는 실리콘(Si)에 저마늄(Ge)을 도핑한 합금으로 Logic 반도체의 FinFET 및 GAA에서 소스/드레인(Source/Drain), 희생층 등에 사용된다. SiGe는 소스/드레인에서 전력 효율을 개선시키고, 특히 GAA 구조에서 SiGe 희생층은 Si 채널 형성을 위해 선택적 식각에 필수적이다. 현재 동사의 주요 고객사는 3nm GAA 공정에서 SiGe 소스/드레인 및 희생층의 사용을 확대하고 있으며, 이에 따라 초산계 에천트 수요가 증가하고 있다. 향후 3D DRAM 공정에서도 초산계 에천트의 활용이 확대될 전망이다. 특히 주요 고객사의 Tesla향 Foundry 공급 계약은 동사 초산계 에천트 수요의 촉매제가 될 것으로 보인다.

Tesla의 차세대 자율주행용 AI 칩 AI6를 주요 고객사의 미국 텍사스주 테일러 공장에서 2nm 공정으로 생산할 예정이다. 2025년 7월부터 2033년 12월까지 8년간 165억 달러 규모 반도체 공급 계약은 주요 고객사 테일러 Fab이 가동되는 2028년부터 매출 발생이 기대된다. 이번 계약을 계기로 주요 고객사의 선단 공정 고객 기반 확대가 점진적으로 이루어질 것으로 전망되며, 2nm 공정에 GAA 구조가 적용되는 만큼 초산계 에천트의 사용도 필연적이다. 현재 동사는 고객사에 초산계 에천트를 독점 공급하고 있으며, 테일러 지역에 현지 생산 설비 구축을 위한 토지를 확보하고 있는 만큼, 향후 시장 확대에 따른 공급 증가가 기대된다.

GAA SiGe 식각



자료: ResearchGate, 한국IR협회의 기업리서치센터

HBM 고단화로 CMP 중요성 커지며 슬러리 수요 확대

CMP 공정은 화학적/기계적 요소를 이용하여 반도체 웨이퍼 표면을 평탄화하는 공정

HBM 고단화에 따라 동사 슬러리 수요 확대가 기대된다. CMP(Chemical Mechanical Polishing) 공정은 화학적 요소와 기계적 요소를 이용하여 반도체 웨이퍼 표면을 평탄화하는 공정이다. CMP는 크게 막질 증착 이후 단차를 제거하여 평탄화시키는 평탄화(Planarization) CMP, 패턴과 패턴을 전기적으로 고립시키는 아이솔레이션(Isolation) CMP, 표면에 존재하는 디펙트(Defect)를 제거하기 위한 Touch CMP, 웨이퍼 가장자리 영역의 불량 막질을 제거하여 균일도를 개선하는 Bevel CMP가 있다.

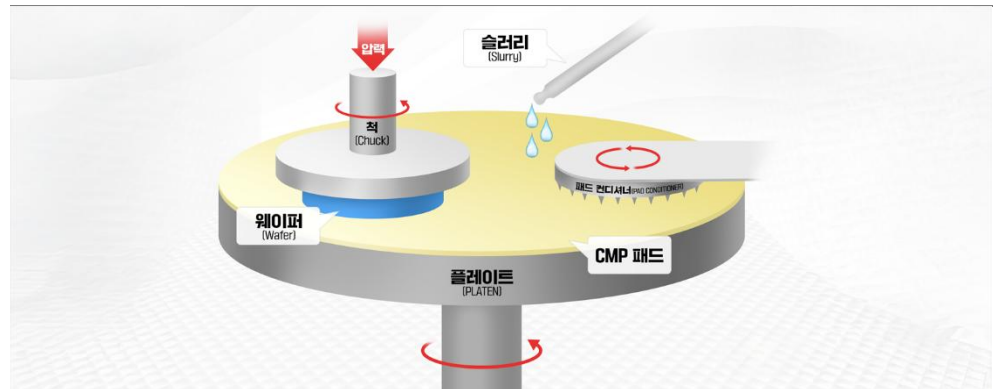
슬러리는 CMP 공정에서 웨이퍼 표면의 특정 물질을 선택적으로 제거하고 평탄도를 높이는 역할

이때 연마액으로 슬러리(Slurry)를 사용한다. 슬러리는 연마 입자(Abrasives), 화학 첨가제(Chemicals), 용매(보통 물)로 구성된다. 슬러리는 웨이퍼 표면의 특정 물질을 선택적으로 제거하고 평탄도를 높이는 역할을 한다. 슬러리는 연마되는 박막의 종류에 따라 Oxide용, Metal용, Polysilicon용이 있다. 동사는 Oxide CMP에 사용되는 Ceria Slurry를 주로 생산한다.

CMP 공정은 HBM 고단화에 따른 다이 적층 증가로 중요성 증가. 동사 주요 고객사의 HBM 사업 개선에 따라 슬러리 공급 확대 기대

CMP는 HBM의 고단화로 인해 중요성이 더욱 커지고 있다. 각 Die는 적층을 위해 표면이 완전히 평탄해야하며, TSV 형성 이후 금속 충전으로 발생한 과잉 금속의 평탄화 또한 필요하다. HBM의 층수가 지속적으로 증가함에 따라 수직 정렬 정밀도와 열 전도 경로의 일관성 중요하기 때문에 CMP의 중요성이 커지고 있다. Oxide CMP는 HBM Die와 Die 사이의 절연층과 TSV 상단의 Passivation layer(SiO₂) 평탄화에 사용된다. Cabot(미국), 케이씨텍 등 경쟁사의 비해 동사의 고객사내 점유율은 크지 않으나 시장 확대와 주요 고객사의 HBM 사업 개선에 따라 동사의 슬러리 공급도 점진적으로 확대될 것으로 기대된다.

CMP 공정



자료: SK하이닉스, 한국IR협회의 기업리서치센터

Sun Fluoro System 실적 2Q25부터 반영

Sun Fluoro System 인수로 연결 실적 개선 기대

Sun Fluoro System 인수로 연결 실적 개선이 예상된다. 2025년 4월 종속회사 에스에프에스글로벌이 약 2,550억원에 일본 반도체 장비 기업인 Sun Fluoro System를 인수하였다. Sun Fluoro System는 1992년 오사카에서 설립된 업체로 반도체 및 화학 산업용 고순도 케미컬 내식성 탱크, 컨테이너, 배관 등을 공급한다. 회사의 핵심 경쟁력은 m-PTFE APV 라이닝 기술이다. 수정-PTFE 분말을 유리섬유(glass cloth)에 라미네이팅한 뒤 특수 탄성 접착제로 강철 용기에 접합하는 방식으로, 표면 조도, 화학적 비투과성, 내구성이 일반 PTFE, PFA 대비 탁월하다. 이를 바탕으로 고순도 화학물질 저장, 이송용 탱크의 수명을 크게 연장한다. 다만, 한국, 중국, 일본에 제조 공장이 있으며 주요 글로벌 반도체 업체와 정밀화학, 배기가스 처리 설비 업체를 고객사로 확보하고 있다. 연간 매출액은 약 1,500억원 수준이다. Sun Fluoro System 실적은 2Q25부터 동사 연결 실적으로 반영될 예정이다. 향후 반도체 공정에서의 고순도 케미컬 관리 수요가 증가하고, 반도체 장비 Scope1 감축 규제로 불소수지 라이닝 교체 시장 확대에 의한 성장이 기대된다.

Sun Fluoro System 주요 제품



자료: Sun Fluoro System, 한국IR협회의 기업리서치센터

기업가치 제고 계획

동사는 적극적 주주환원 정책을 통해 불확실한 실적 대비 기업가치 하방을 방어할 예정

동사는 지난 4월 30일 기업가치 제고 계획(밸류업)을 공시하였다. 동사는 향후 3년간 주당 배당금을 2,000원 이상 보장하는 한편 3년간 약 300억원 이상의 자사주를 매입 및 소각을 추진할 계획이다. 이 밖에도 투자자 미팅 강화, 배당 기산일 이전 배당 공시, 주주총회 전자투표제 도입 등 주주친화 정책 또한 포함하고 있다.

주당 2,000원 배당시 연간 배당 총액은 155억원 수준이며 당사는 2024년 결산 배당금을 주당 2,300원으로 배당총액은 178억원을 기록하였다. 자사주의 경우 기준에 보유하고 있던 35,424주를 포함하면 약 372억원 수준이며 이는 현재 시가총액 기준 2.3% 수준이다.

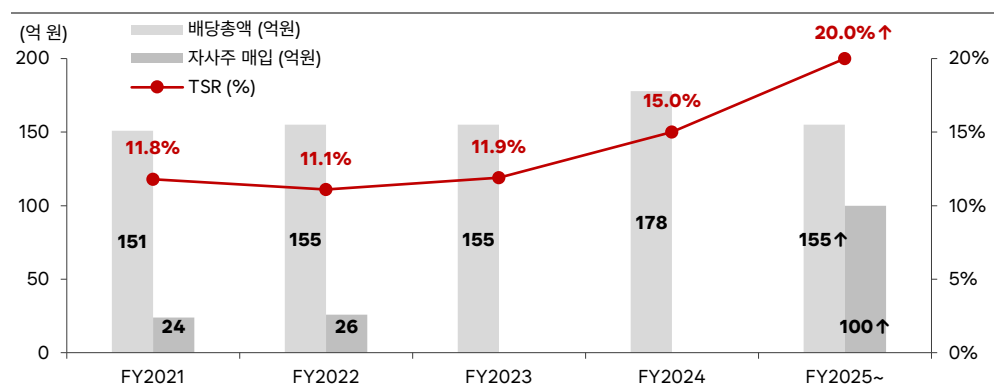
반도체 사이클에 따른 실적 변동성이 생기는 만큼 불확실한 매출 성장 계획보다 구체적인 주주환원 계획이 실천 가능성이 높다고 판단된다. 특히 연구개발과 투자를 지속하는 반도체 기업 입장에서 동사와 같은 주주환원 규모는 적극적인 수준으로 보인다. 특히 NAND 업황 악화로 크게 하락한 동사의 Valuation은 이와 같은 주주환원 계획으로 인해 하방 경직성을 보일 것으로 판단하며 자사주 소각 시 주가에 긍정적 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

솔브레인 기업가치 제고 계획 개요

구분	기업가치 제고 계획 세부 내용	추진 기간
1. 주주환원 확대		
최소 배당금 정책	- 주당 최소 배당금 2,000원 이상 보장 - 2024년 결산 기준 주당 2,300원 배당(총액 178억 원)	2025년 ~ 2027년
자사주 매입·소각	- 3년간 총 300억 원 규모 자사주 매입 및 소각 추진 - 2025년 4월 자기주식 취득신탁계약 150억 원 체결	2025년 ~ 2027년
2. 주주친화 정책		
IR/ESG 강화	- 투자자 미팅 활성화 - 배당기산일 이전 배당 공시 - 홈페이지 정보 제공 강화 - ESG 보고서 정기 발간 - 주주총회 전자투표제 도입	지속

자료: 솔브레인, 한국IR협회의 기업리서치센터

솔브레인 주주환원 실적 현황 및 전망



자료: 솔브레인, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 TG 성장이 견인한 2024년 실적 증가

2024년 매출액

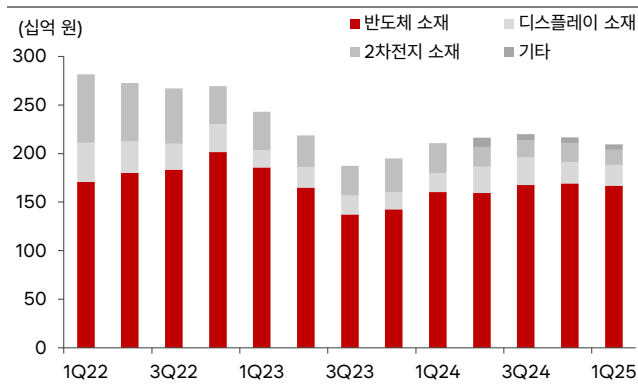
8,634억 원(+2.3% YoY),

영업이익

1,679억 원(+25.8% YoY) 기록

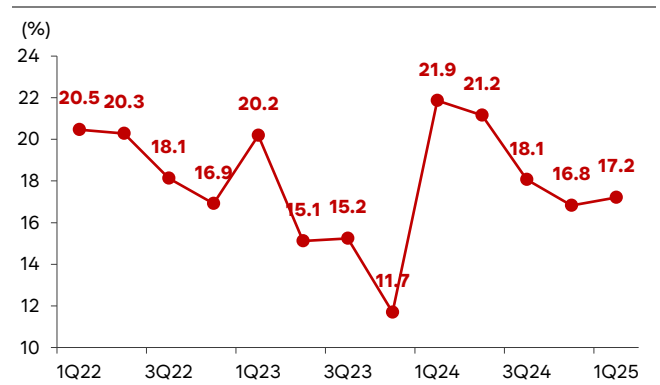
2024년 동사는 매출액 8,634억 원(+2.3% YoY), 영업이익 1,679억 원(+25.8% YoY)을 기록하였다. 부문별 매출액은 반도체 소재 6,567억원(+4.2% YoY), 디스플레이 소재 969억원(+27.9% YoY), 2차전지 소재 880억원(-36.2% YoY)을 기록하였다. DRAM 가동률 회복이 분기별로 이어지며 불산계 에천트와 프리커서 실적이 개선되는 가운데 강한 HBM 수요로 인해 슬러리 공급도 확대되었다. 다만 하반기 고객사의 NAND 감소로 인해 인산계 에천트 수요가 감소한 것이 반도체 소재 부문의 실적 성장을 제한하였다. 디스플레이의 경우 2023년 크게 감소한 에천트 수요가 낮은 수준으로 유지되는 가운데 Hybrid OLED형 Thin Glass 수요가 크게 증가하며 실적 성장을 견인하였다. 특히 ThinGlass(TG) 사업 구조조정으로 고정비가 낮아진 가운데 물량이 증가하며 과거 대비 양호한 이익률을 기록하였다. 2차전지 소재는 전방 수요 부진이 지속, ASP 하락, 고정비 부담 등으로 2년 연속 큰 폭의 매출액 감소를 보였다. 수익성 측면에서는 TG 수익성 개선, 반도체 소재 매출 비중 확대로 전년 대비 3.7%p 개선된 영업이익률 19.5%를 기록하였다.

솔브레인 부문별 실적 추이



자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

솔브레인 분기별 영업이익률 추이



자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 NAND 소재 수요 아쉬우나 인수효과로 연결실적 성장 예상

2025년 매출액

9,788억 원(+13.4% YoY),

영업이익

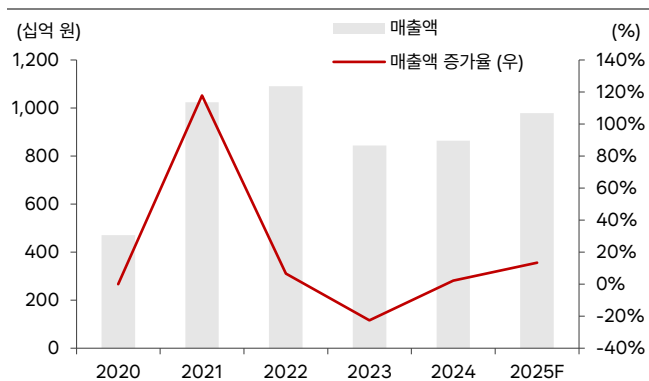
1,739억 원(+3.5% YoY) 전망

1Q25 동사는 매출액 2,095억 원(-0.6% YoY, -3.2% QoQ), 영업이익 57억 원(-21.7% YoY, -1.0% QoQ)을 기록하였다. DRAM향 소재 수요 증가에도 주요 고객사의 NAND 감소와 고단화 전환 투자로 인해 NAND향 소재의 수요가 감소하였고, HBM도 부진 지속으로 슬러리 수요도 동반 감소하며 반도체 소재 매출액은 전년 동기 대비 1.4% 감소하였다. 수익성 측면에서는 판관비 증가에도 2024년 하반기 일회성 비용 증가분의 제거로 전분기 대비 소폭 개선된 영업이익률 17.2%를 기록하였다.

2025년은 매출액 9,788억 원(+13.4% YoY), 영업이익 1,739억 원(+3.5% YoY)을 전망한다. DRAM은 AI 중심의 수요 강세가 이어지고 있어 소재 수요도 견조하게 증가할 것으로 예상된다. 반면 NAND의 경우 고정거래가격이 2Q25 3~8% 상승한데 이어 3Q25에도 5~10% 상승할 것으로 전망된다. 하지만, 이는 수요의 구조적 증가보다는 2025년

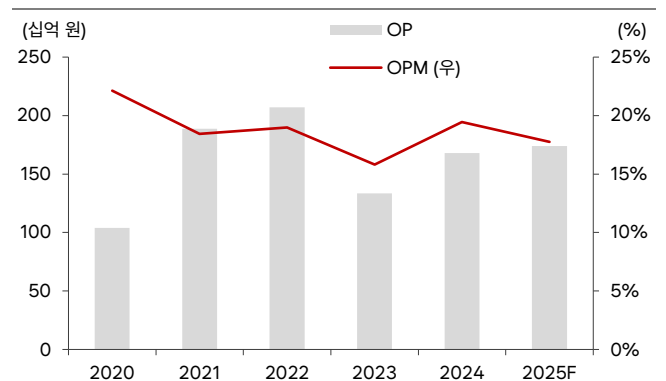
상반기 생산량 감축 및 재고 감소에 따라 수급 균형이 상당히 개선됨에 기인한다. 즉 소재 수요에는 부정적이란 의미이다. 고객사의 NAND 감소 및 전환 투자 지속에 따라 DRAM 소재 증가분이 NAND 소재 감소분으로 상당부분 상쇄되며 연간 반도체 소재 매출액은 전년 대비 3.5% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 디스플레이 소재의 경우 전년 대비 7.3% 감소할 것으로 전망한다. 2024년 디스플레이 부문의 실적 성장을 견인한 Thin Glass 사업을 3분기부터 축소 또는 철수할 예정이기 때문이다. 동사는 이를 통해 반도체 사업에 좀 더 집중할 계획이다. Sun Fluoro System 인수로 인한 연결 매출액 증가는 2분기부터 반영되며, 연간 매출 증가분의 대부분이 인수효과에서 발생될 것으로 보인다. 수익성 측면에서는 판관비 증가, 인수 초기 비용 증가 등이 발생할 것으로 예상하여 전년 대비 1.7%p 감소한 영업이익률 17.8%를 전망한다.

솔브레인 매출액 및 매출액 증가율 추이



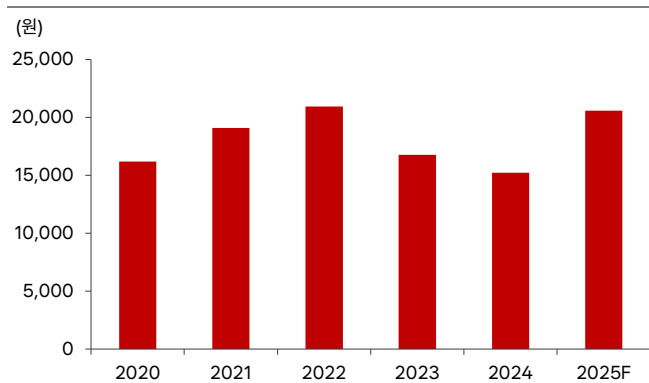
자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

솔브레인 영업이익 및 영업이익률 추이



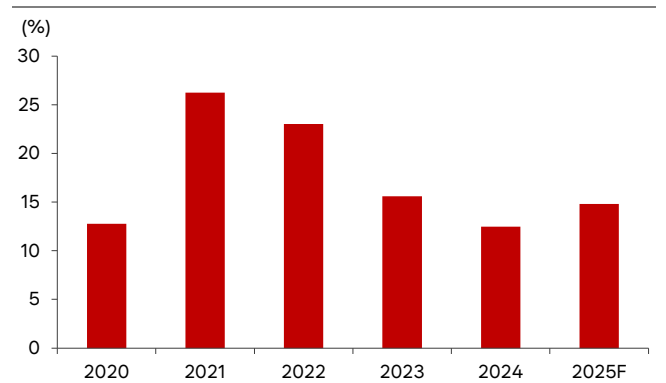
자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

솔브레인 EPS 추이



자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

솔브레인 ROE 추이



자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

원익머트리얼즈 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024	2025F
매출액	281.6	272.8	276.2	260.3	243.0	218.7	187.4	195.0	210.7	216.3	219.9	216.5	209.5	1,091	844.0	863.4	978.8
반도체 소재	170.8	180.1	183.5	201.4	185.6	164.9	137.2	142.6	160.2	159.5	167.7	169.3	167.0	735.8	630.3	656.7	679.7
디스플레이 소재	40.4	32.4	26.5	28.7	17.8	21.1	19.5	17.4	19.6	26.8	28.4	22.1	21.3	128.1	75.8	96.9	89.8
2차전지 소재	70.4	60.3	57.1	39.2	39.6	32.7	30.6	35.1	30.8	20.5	17.5	19.1	15.5	227.0	138.0	88.0	87.4
기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.5	6.3	6.1	5.7	-	-	21.9	121.9
영업이익	57.6	55.3	50.1	44.0	49.1	33.1	28.6	22.8	46.0	45.8	39.7	36.4	36.0	207.1	133.5	167.9	173.9
지배주주순이익	47.1	48.9	47.3	19.5	45.3	32.7	28.7	23.7	45.9	44.0	29.6	-1.0	31.0	162.8	130.4	118.4	160.0
Margin(%)																	
영업이익률	20.5	20.3	18.1	16.9	20.2	15.1	15.2	11.7	21.9	21.2	18.1	16.8	17.2	19.0	15.8	19.5	17.8
지배주주순이익률	16.7	17.9	17.1	7.5	18.6	14.9	15.3	12.2	21.8	20.3	13.5	-0.5	14.8	14.9	15.4	13.7	16.3
YoYGrowth(%)																	
매출액	17.7	12.0	0.1	-1.9	-13.7	-19.8	-32.2	-25.1	-13.3	-1.1	17.4	11.0	-0.6	6.5	-22.6	2.3	13.4
반도체 소재	14.4	17.1	8.2	14.8	8.7	-8.4	-25.2	-29.2	-13.7	-3.3	22.2	18.8	4.2	13.5	-14.3	4.2	3.5
디스플레이 소재	7.5	-16.2	-34.5	-31.6	-56.0	-34.9	-26.4	-39.6	10.5	27.1	45.1	27.4	8.5	-19.4	-40.8	27.9	-7.3
2차전지 소재	34.6	18.0	-13.2	-18.2	-43.7	-45.8	-46.4	-10.5	-22.1	-37.2	-42.7	-45.6	-49.7	4.6	-39.2	-36.2	-0.6
기타																	457.0
영업이익	14.1	28.2	-1.0	-1.3	-14.9	-40.2	-43.0	-48.2	-6.1	38.5	39.1	59.6	-21.7	9.6	-35.5	25.8	3.5
지배주주순이익	13.9	62.2	14.4	-45.4	-4.0	-33.2	-39.4	21.9	1.3	34.6	3.3	적전	-32.4	9.6	-19.9	-9.1	35.1
QoQGrowth(%)																	
매출액	6.1	-3.1	1.2	-5.8	-6.6	-10.0	-14.3	4.1	8.1	2.6	1.7	-1.6	-3.2				
반도체 소재	-2.7	5.4	1.9	9.8	-7.9	-11.1	-16.8	3.9	12.4	-0.5	5.1	1.0	-1.4				
디스플레이 소재	-3.9	-19.8	-18.1	8.3	-38.2	18.6	-7.3	-11.2	13.1	36.3	5.9	-22.0	-3.7				
2차전지 소재	47.1	-14.4	-5.2	-31.5	1.2	-17.5	-6.4	14.6	-12.0	-33.4	-14.6	8.7	-18.7				
기타																	
영업이익	29.2	-4.0	-9.5	-12.1	11.4	-32.6	-13.6	-20.1	101.8	-0.6	-13.2	-8.3	-1.0				
지배주주순이익	32.2	3.7	-3.3	-58.9	132.7	-27.8	-12.2	-17.3	93.3	-4.1	-32.7	적전	흑전				

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

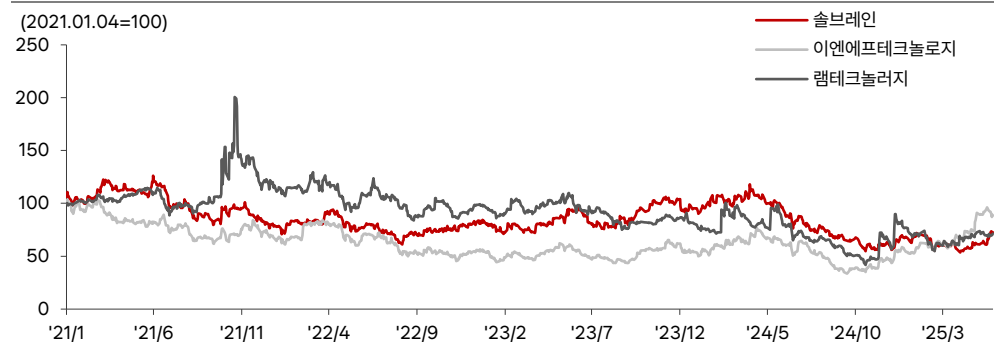
2025F PER 11.9x

자사주 매입 및 소각에 따라
주가 하락은 제한적일 것으로
예상하며, NAND 가동률 확대
여부가 주가 상승 가속화 요소가
될 것으로 판단

동사의 현재주는 2025F PER 11.9x로 Historical PER Band(8.0x~20.0x) 중하단에 위치해 있다. Peer 업체로는 국내 반도체 소재 업체를 선정하였다. 이엔에프테크놀로지, 램테크놀로지, 후성은 식각 소재, 레이크머트리얼즈, 한솔케미칼, 덕산테크피아는 프리커서를 공급한다. Peer 업체의 2025F 평균 PER은 10.1x 수준이다. 식각 소재 중 컨센서스가 존재하는 이엔에프테크놀로지가 9.0x, 프리커서 공급사인 한솔케미칼 PER은 15.3x 수준이다. 식각액에서는 고객사내 높은 점유율이 상대적으로 높은 Valuation을 받고 있는 이유라 판단되며, 높은 기술장벽, 고부가가치 특성, 반도체 미세화와 3D NAND 등의 수요 증가에 따른 성장성을 보이는 프리커서에서는 낮은 점유율을 보이고 있어 경쟁사 대비 상대적으로 낮은 Valuation을 보이고 있다 판단한다.

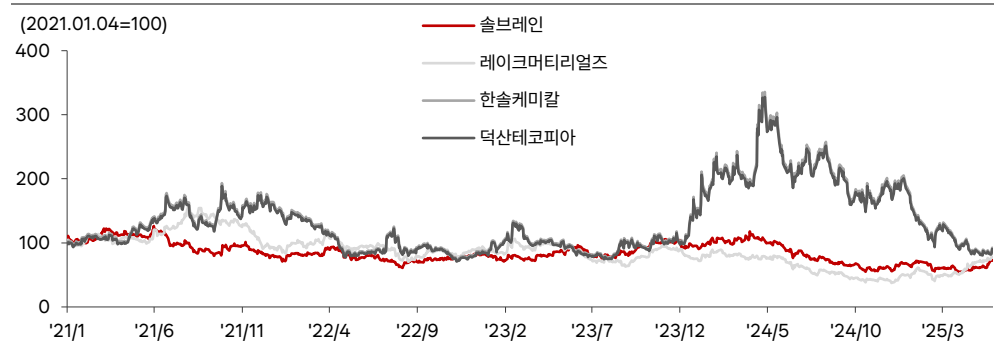
2024년 반도체 업황 개선으로 가동률 상승 기대감, HBM 수요 확대에 따른 솔러리 매출 확대 기대, 신규 소재인 초산계 에천트 공급 기대로 크게 상승하였던 주가는 범용 반도체 수요 부진, NAND 감산으로 인해 하락한 상태이다. 동사의 주가가 여전히 Historical Band 기준 낮은 수준에 머물러 있고, 3년간 약 300억원의 자사주 매입 및 소각을 계획하고 있는 만큼 주가 하락은 제한적으로 보인다. 향후 주가 방향성은 반도체 업황 개선에 따른 소재 수요 강도가 결정할 것으로 보이며, 특히 동사 실적 기여도가 큰 NAND의 가동률 확대 여부가 주가 상승 가속화 요소로 판단한다.

에천트 Peer 상대 주가 추이



자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

프리커서 Peer 상대 주가 추이



자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

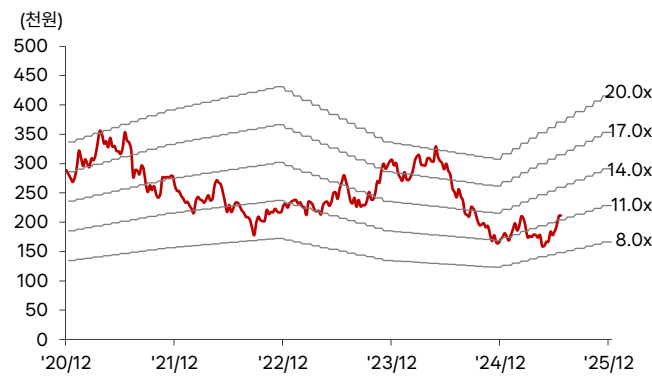
동종 업종 밸류에이션

기업명	종가 (원,달러)	시가총액 (십억원, 백만달러)	매출액(십억원, 백만달러)			PER(배)			PBR(배)		
			2023	2024	2025F	2023	2024	2025F	2023	2024	2025F
코스피	3,231	2,580,927	3,517,716	3,753,881	2,990,320	-	-	11.8	-	-	1.1
코스닥	804	418,733	330,041	334,267	112,626	-	-	27.7	-	-	2.7
솔브레인	245,500	1,910	844	863	979	18.1	10.9	11.9	2.7	1.3	1.7
식각 소재 기업											
이엔에프테크놀로지	43,300	619	531	582	652	N/A	7.7	9.0	1.0	0.6	1.3
램테크놀로지	4,320	62	43	45	-	N/A	N/A	-	1.6	0.9	-
후성	4,845	520	523.19	437.8	550.9	N/A	N/A	N/A	3.6	1.6	1.7
식각 소재 기업 평균						-	7.7	9.0	2.1	1.0	1.5
프리카서 소재 기업											
레이크머티리얼즈	12,420	816	117.79	138.73	-	47.3	34.5	-	10.4	5.5	-
한솔케미칼	184,400	2,090	771.65	776.36	853.88	24.4	9.0	15.3	2.9	1.1	1.9
덕산테크피아	16,550	339	94.08	99.69	-	N/A	N/A	-	1.9	3.1	-
프리카서 소재 기업 평균						35.8	21.7	15.3	5.1	3.2	1.9
원익머트리얼즈	23,050	291	391.67	310.72	320.6	27.4	6.8	6.0	0.9	0.5	0.6
동종업종평균						33.0	14.5	10.1	3.2	1.9	1.4

주: 1) 2025년 7월 29일 종가 기준. 동종그룹 25F는 시장 컨센서스 사용, 2) 램테크놀로지, 레이크머티리얼즈, 덕산테크피아는 25F 컨센서스 부재

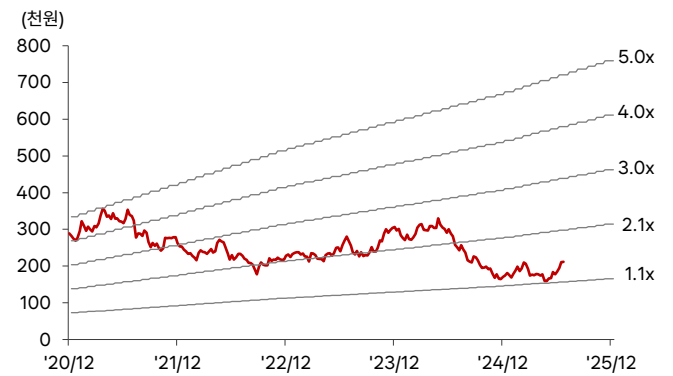
자료: Quantwise, 한국IR협회의기업리서치센터

솔브레인 PER Band



자료: WiseFN, 한국IR협회의기업리서치센터

솔브레인 PBR Band



자료: WiseFN, 한국IR협회의기업리서치센터



리스크 요인

1 높은 NAND향 매출 비중

높은 NAND 매출 비중은
단기 리스크이나,
하반기 수요 회복에 따른
가동률 상승 가능성으로
실적 하락 폭은
제한적일 것으로 전망

높은 NAND향 매출 비중은 단기 실적 리스크 요소이다. 동사의 에천트 매출액은 2024년 기준 전사 매출액의 약 64%를 차지하고 있는데 불산계는 DRAM과 NAND, 인산계는 NAND에 사용된다. 2024년 기준 불산계와 인산계 매출액은 각각 50% 비중을 보였을 것으로 추정되는데, 이는 NAND 가동률이 낮아졌음에도 불구하고 고객사내 인산계 에천트의 점유율이 매우 높기 때문이다. 따라서 통상적으로는 NAND향 소재의 매출 비중이 높은 것으로 추정할 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 NAND는 수요 부진으로 감산이 진행 중인 만큼 관련 소재와 부품의 수요가 감소한 상황이다. NAND 고정거래가격은 2Q25 3~8% 상승한데 이어 3Q25에도 5~10% 상승할 것으로 전망된다. 이는 수요의 구조적 증가보다는 2025년 상반기 생산량 감축 및 재고 감소에 따라 수급 균형이 상당히 개선됨에 기인한다. 즉 소재 수요에는 부정적이란 의미이다. 고객사의 NAND 감산 및 전환 투자 지속에 따라 DRAM 소재 증가분이 NAND 소재 감소분으로 상당부분 상쇄되고 있다. 다만 수요 측면에서 AI 투자 증가와 Nvidia Blackwell 공급으로 eSSD 수요가 증가하고 있고, Windows 10 지원 종료, 새로운 CPU 출시에 따른 교체 수요 증가가 cSSD 수요를 견인 중이다. 하반기에도 수요 증가세가 이어진다면 수요 대응을 위한 NAND 가동률도 일부 회복이 기대된다. 이와 함께 소재 수요도 반등할 것으로 예상되어 NAND에 따른 실적 하락 리스크는 제한적으로 판단한다.

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	10,239	10,909	8,440	8,634	9,788
증가율(%)	117.8	6.5	-22.6	2.3	13.4
매출원가	7,685	7,931	6,509	6,170	7,116
매출원가율(%)	75.1	72.7	77.1	71.5	72.7
매출총이익	2,554	2,978	1,931	2,464	2,672
매출이익률(%)	24.9	27.3	22.9	28.5	27.3
판매관리비	665	908	596	784	933
판매비율(%)	6.5	8.3	7.1	9.1	9.5
EBITDA	2,374	2,597	1,940	2,269	2,441
EBITDA 이익률(%)	23.2	23.8	23.0	26.3	24.9
증가율(%)	85.4	9.4	-25.3	17.0	7.6
영업이익	1,888	2,071	1,335	1,679	1,739
영업이익률(%)	18.4	19.0	15.8	19.5	17.8
증가율(%)	81.7	9.6	-35.5	25.8	3.5
영업외손익	144	84	278	454	321
금융수익	102	91	141	260	170
금융비용	28	44	36	9	6
기타영업외손익	71	38	173	203	157
총속/관계기업관련손익	-0	0	0	-463	-14
세전계속사업이익	2,032	2,154	1,613	1,671	2,046
증가율(%)	136.1	6.0	-25.1	3.6	22.4
법인세비용	510	478	303	475	430
계속사업이익	1,522	1,677	1,310	1,196	1,616
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,522	1,677	1,310	1,196	1,616
당기순이익률(%)	14.9	15.4	15.5	13.9	16.5
증가율(%)	134.6	10.2	-21.9	-8.7	35.1
자배주주지분 순이익	1,485	1,628	1,304	1,184	1,600

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,319	1,908	2,210	2,623	2,300
당기순이익	1,522	1,677	1,310	1,196	1,616
유형자산 상각비	485	523	600	584	701
무형자산 상각비	1	4	5	6	2
외환손익	11	96	23	6	0
운전자본의감소(증가)	-711	-527	504	410	0
기타	11	135	-232	421	-19
투자활동으로인한현금흐름	-531	-1,460	-2,150	-1,757	-1,144
투자자산의 감소(증가)	100	0	-855	0	-99
유형자산의 감소	2	2	5	46	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-622	-940	-1,294	-955	-900
기타	-11	-522	-6	-848	-145
재무활동으로인한현금흐름	-1,004	-441	-135	-172	-176
차입금의 증가(감소)	-835	-233	0	0	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-151	-165	-189	-155	-178
기타	-18	-43	54	-17	0
기타현금흐름	62	-17	5	113	4
현금의증가(감소)	-154	-9	-69	808	984
기초현금	1,841	1,687	1,677	1,608	2,416
기말현금	1,687	1,677	1,608	2,416	3,400

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023	2024	2025F
유동자산	4,386	4,589	3,451	5,215	6,464
현금성자산	1,687	1,677	1,608	2,416	3,400
단기투자자산	161	682	179	1,085	1,230
매출채권	1,259	667	575	589	660
재고자산	1,038	1,134	730	910	930
기타유동자산	240	429	358	215	244
비유동자산	3,914	4,760	6,504	6,467	6,778
유형자산	3,599	4,086	4,622	5,077	5,276
무형자산	61	67	62	62	60
투자자산	5	5	1,404	965	1,078
기타비유동자산	249	602	416	363	364
자산총계	8,299	9,349	9,954	11,682	13,241
유동부채	1,731	1,276	711	1,237	1,349
단기차입금	230	0	0	0	0
매입채무	748	399	254	349	342
기타유동부채	753	877	457	888	1,007
비유동부채	46	81	55	72	80
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	46	81	55	72	80
부채총계	1,778	1,357	766	1,309	1,428
자배주주지분	6,352	7,787	8,914	10,084	11,508
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	4,122	4,122	4,122	4,122	4,122
자본조정 등	-33	-57	-83	-83	-83
기타포괄이익누계액	258	240	244	384	384
이익잉여금	1,966	3,443	4,591	5,621	7,045
자본총계	6,522	7,992	9,188	10,373	11,813

주요투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025F
P/E(배)	14.6	10.4	18.1	10.9	11.9
P/B(배)	3.4	2.2	2.7	1.3	1.7
P/S(배)	2.1	1.6	2.8	1.5	2.0
EV/EBITDA(배)	8.5	5.7	11.4	4.3	6.1
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.7	1.4	0.9
EPS(원)	19,093	20,928	16,759	15,226	20,571
BPS(원)	81,666	100,114	114,593	129,633	147,939
SPS(원)	131,633	140,240	108,507	110,992	125,831
DPS(원)	1,950	2,000	2,000	2,300	2,300
수익성(%)					
ROE	26.3	23.0	15.6	12.5	14.8
ROA	19.7	19.0	13.6	11.1	13.0
ROIC	34.2	31.4	20.9	21.1	24.0
안정성(%)					
유동비율	253.3	359.6	485.2	421.5	479.3
부채비율	27.3	17.0	8.3	12.6	12.1
순차입금비율	-24.6	-29.3	-19.3	-33.5	-39.0
이자보상배율	264.5	703.0	1,613.5	2,077.5	1,815.0
활동성(%)					
총자산회전율	1.3	1.2	0.9	0.8	0.8
매출채권회전율	9.8	11.3	13.6	14.8	15.7
재고자산회전율	12.1	10.0	9.1	10.5	10.6

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

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

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
솔브레인	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2025.07.31	솔브레인-인수효과와 업황 개선 기대

Compliance notice

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

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