

솔브레인 (357780)

류형근

hyungkeun.ryu@daishin.com

RA서지원

jiwon0.seo@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

360,000

유지

현재주가

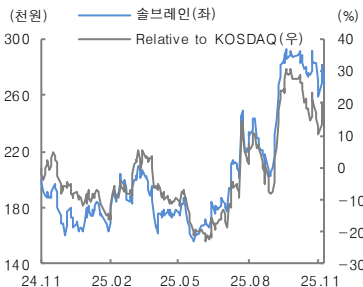
(25.11.14)

268,000

반도체업종

KOSDAQ	897.9
시가총액	2,085십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	293,000원 / 156,000원
120일 평균거래대금	96억원
외국인지분율	27.97%
주요주주	정지완 외 9 인 44.93%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 27 인 9.98%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.5	10.3	43.3	43.2
상대수익률	-10.7	0.1	18.0	8.7



이럴 때 사야 하는 주식

- 3Q25 실적은 일회성 비용으로 부진. 반도체 소재 사업은 순항 중.
- 영업 환경 개선 신호 다수 목격. 이익과 Multiple 동반 상승 가능 구간.
- 목표주가 360,000원과 매수의견 유지

선제적 매집 전략이 유효한 시점

일회성 비용 영향은 줄어들고 있고, 전방 산업 (반도체)의 수요 개선 효과는 4Q25부터 본격화. 반도체 공급 부족 속 올라가는 고객사의 가동률, 솔브레인 자체적인 혁신 노력 (제품/고객 다변화), 자회사인 썬프로로시스템의 수익성 정상화 기회 등을 감안 시, 이익과 Multiple이 동반 상승할 수 있는 구간. 12m Fwd P/E 기준 13배 수준에 불과한 현 주가는 과도한 저평가 구간. 선제적 매집 전략이 유효하다는 판단. 목표주가 360,000원과 매수의견 유지.

1) 이익 성장 본격화: 반도체 공급 부족 속, DRAM 3사는 2025년 10월부터 생산을 극대화. 생산 극대화 속에서도 현 계획 Capa로는 2026년 공급이 부족하다는 것이 금번 사이클의 특징. 고무적인 점이 있다면, 삼성파운드리와 NAND의 가동률 상승 기회도 뚜렷해지고 있다는 점. 다각화된 제품 라인업을 기반으로 초과성장을 이룰 수 있는 발판이 구체화되고 있다는 판단.

2) 썬프로로시스템, 2026년에는 달라집니다: 2025년에는 일회성 비용으로 썬플로로시스템의 이익 기여가 미미. 2026년에는 이익의 정상화 (매출액 1,500억원 내외, 영업이익률 20% 초반)가 예상. 2025년 대비 2026년 구간에 썬플로로시스템으로만 300억 초반 대의 영업이익 기여 효과가 나타나는 것.

3Q25 실적 Review: 일회성 비용만 아니었다면

매출액 2,411억원 (q-q +5%, y-y +10%), 영업이익 344억원 (OPM +14.3%)로 컨센서스 (매출액 2,446억원, 영업이익 432억원)를 하회.

1) 매출액: 반도체 소재의 경우, 주요 고객사들의 가동률 회복 효과로 예상 수준의 성장을 이어갔으나, 디스플레이 사업에선 TG (Thin Glass) 사업 철수 효과가 발생. 2차전지 소재 사업은 전방 산업 수요 감소 영향으로 부진.

2) 수익성: 일회성 비용 (신사옥 이전 비용, 유리기판 관련 R&D 투자) 영향으로 수익성의 회복이 다소 둔화되었던 것으로 판단.

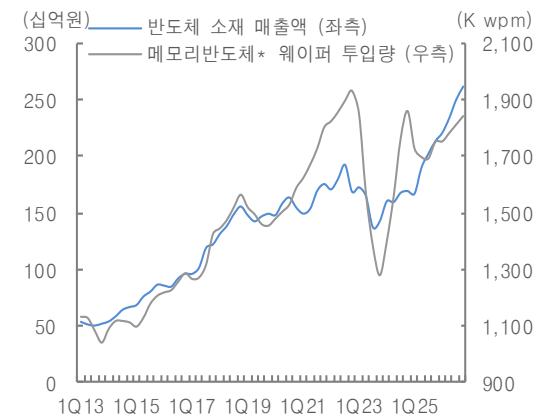
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844	863	931	1,120	1,175
영업이익	133	168	135	229	238
세전순이익	161	167	141	236	246
총당기순이익	131	120	109	181	187
지배지분순이익	130	118	104	181	187
EPS	16,759	15,226	13,387	23,212	23,996
PER	18.1	10.9	21.5	12.4	12.0
BPS	114,593	129,633	143,574	169,003	197,796
PBR	2.7	1.3	1.9	1.6	1.4
ROE	15.6	12.5	9.8	14.9	13.1

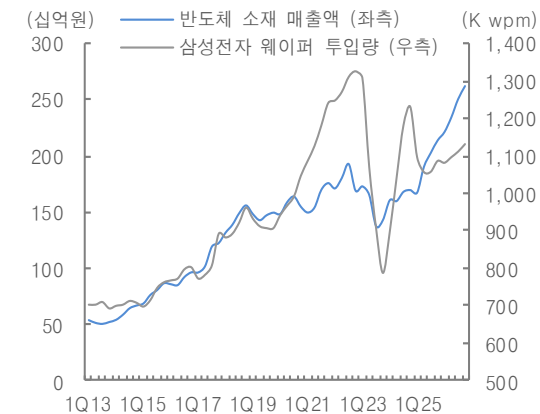
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 1. 한국 메모리반도체 웨이퍼 투입량과 소재 매출



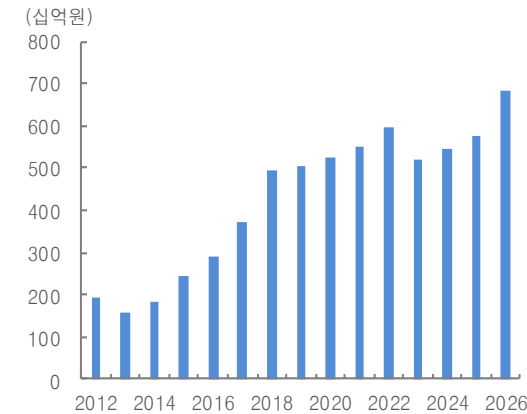
참고: * 삼성전자와 SK하이닉스의 합산
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성전자 메모리반도체 웨이퍼 투입량과 소재 매출



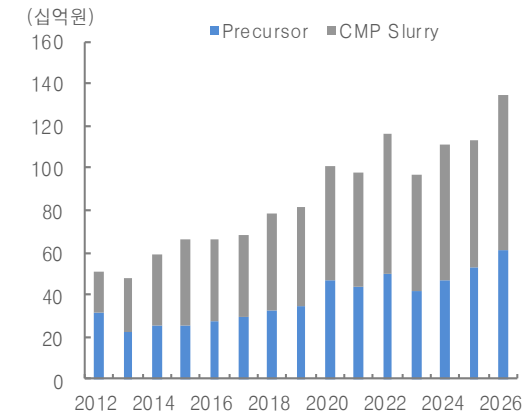
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 솔브레인: Etchant 매출액 추이 및 전망



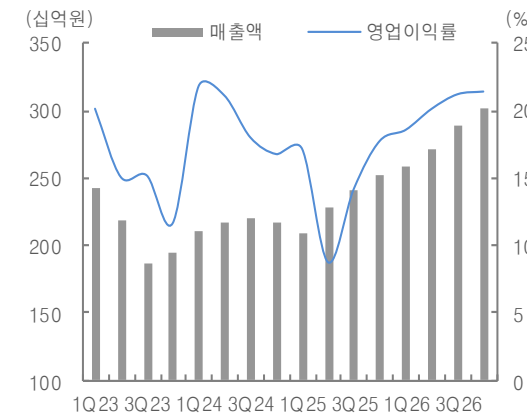
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 솔브레인: Etchant 외 반도체 소재 매출액



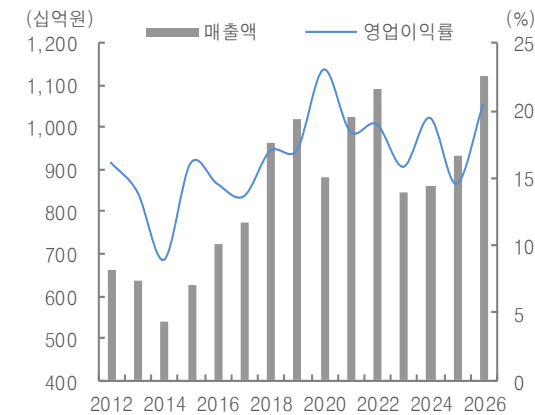
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 솔브레인: 분기별 매출액과 영업이익률 전망



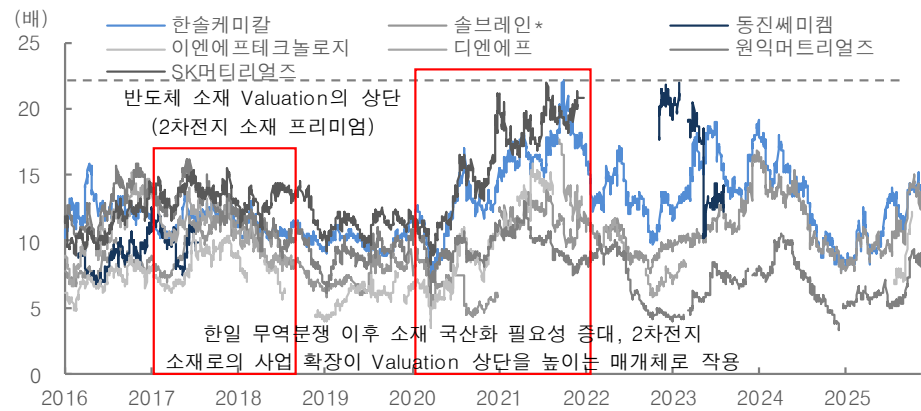
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 6. 솔브레인: 연간 매출액과 영업이익률 전망



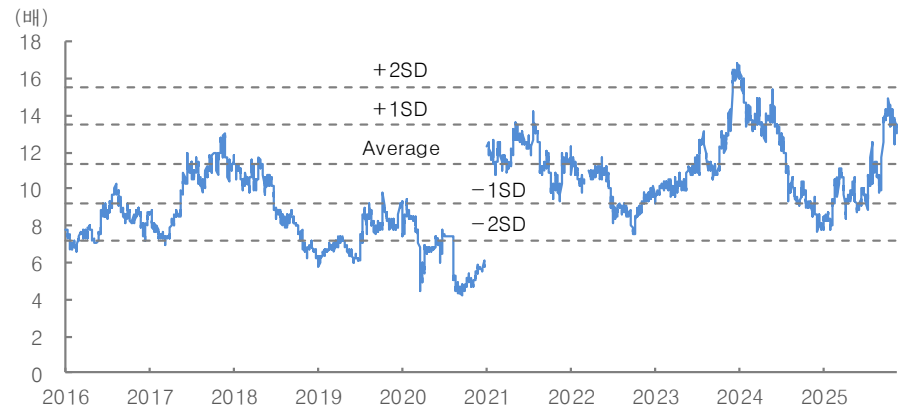
자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

그림 7. 반도체 소재: 12m Fwd P/E 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 솔브레인: 12m Fwd P/E 추이



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

표 1. 솔브레인: 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	209	229	241	252	258	272	289	301	863	931	1,120
반도체 소재	167	190	202	213	221	234	250	262	657	773	967
디스플레이 소재	21	17	14	14	14	14	15	15	97	66	58
2차전지 소재 및 기타	21	22	25	24	23	24	24	24	110	92	95
영업이익	36	20	34	45	48	55	61	65	168	135	229
세전이익	39	17	38	47	50	57	63	67	167	141	236
순이익	33	13	28	36	39	44	47	51	120	109	181
이익률 (%)											
영업이익	17	9	14	18	19	20	21	21	19	15	20
세전이익	19	7	16	19	19	21	22	22	19	15	21
순이익	16	6	12	14	15	16	16	17	14	12	16

자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844	863	931	1,120	1,175
매출원가	651	617	699	789	824
매출총이익	193	246	232	332	351
판매비와관리비	60	78	96	103	113
영업이익	133	168	135	229	238
영업이익률	15.8	19.5	14.5	20.4	20.3
EBITDA	194	227	135	254	289
영업외손익	28	-1	6	7	8
관계기업손익	0	-46	-1	2	2
금융수익	14	26	18	14	16
외환관련이익	13	12	10	10	10
금융비용	-4	-1	-15	-10	-12
외환관련손실	4	1	1	1	1
기타	17	20	3	0	1
법인세비용차감전순손익	161	167	141	236	246
법인세비용	-30	-48	-32	-55	-59
계속사업순손익	131	120	109	181	187
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	131	120	109	181	187
당기순이익률	15.5	13.9	11.7	16.1	15.9
비지배자분순이익	1	1	5	0	0
지배자분순이익	130	118	104	181	187
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	2	2	2
포괄순이익	131	134	125	198	206
비지배자분포괄이익	1	2	6	0	0
지배자분포괄이익	131	132	119	198	206

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,759	15,226	13,387	23,212	23,996
PER	18.1	10.9	21.5	12.4	12.0
BPS	114,593	129,633	143,574	169,003	197,796
PBR	2.7	1.3	1.9	1.6	1.4
EBITDAPS	24,943	29,172	17,307	32,716	37,108
EV/EBITDA	11.4	4.3	13.8	7.0	6.0
SPS	108,507	110,992	119,677	144,024	151,077
PSR	28	1.5	2.2	1.9	1.8
CFPS	27,182	30,435	21,818	37,364	41,872
DPS	2,000	2,300	2,300	2,300	2,300

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-22.6	2.3	7.8	20.3	4.9
영업이익 증가율	-35.5	25.8	-19.4	69.2	3.9
순이익 증가율	-21.9	-8.7	-8.8	65.5	3.4
수익성					
ROIC	18.9	20.0	14.0	18.4	16.5
ROA	13.8	15.5	10.3	14.8	13.4
ROE	15.6	12.5	9.8	14.9	13.1
안정성					
부채비율	8.3	12.6	26.1	22.4	19.7
순차입금비율	-19.3	-33.5	-22.8	-24.6	-26.0
이자보상배율	1,613.5	2,077.5	0.0	0.0	0.0

자료: 솔브레인, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	345	521	569	645	759
현금및현금성자산	161	242	246	306	374
매출채권 및 기타채권	64	65	94	96	117
재고자산	73	91	111	114	127
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	1,449	1,655	1,894
유동부채	71	124	140	142	152
매입채무 및 기타채무	60	88	96	99	108
차입금	0	0	7	7	7
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	36	36	36	37
비유동부채	6	7	160	160	160
차입금	0	0	16	16	16
전환증권	0	0	61	61	61
기타비유동부채	6	7	83	83	83
부채총계	77	131	300	302	312
자배지분	891	1,008	1,117	1,315	1,539
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	459	562	648	811	980
기타자본변동	16	30	52	87	142
비지배지분	27	29	32	38	44
자본총계	919	1,037	1,149	1,352	1,583
순차입금	-177	-348	-262	-332	-411

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	221	262	113	248	257
당기순이익	131	120	109	181	187
비현금항목의 가감	80	117	61	110	139
감가상각비	61	59	-1	25	51
외환손익	0	-15	-7	-7	-7
지분법평가손익	0	1	1	1	1
기타	20	72	67	90	94
자산부채의 증감	50	41	-25	12	-10
기타현금흐름	-41	-15	-32	-55	-59
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	3	-19	-19
단기차입금	0	0	7	0	0
사채	0	0	2	0	0
장기차입금	0	0	14	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-15	-18	-18	-18
기타	5	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	-7	81	4	60	68
기초 현금	168	161	242	246	306
기말 현금	161	242	246	306	374
NOPLAT	108	120	105	175	181
FCF	40	84	-135	40	50

[Compliance Notice]

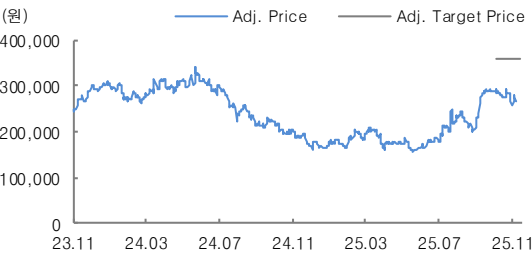
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.11.18	25.10.14
투자의견	Buy	Buy
목표주가	360,000	360,000
과리율(평균%)		(22.83)
과리율(최대/최소%)		(19.03)
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251115)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	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 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상