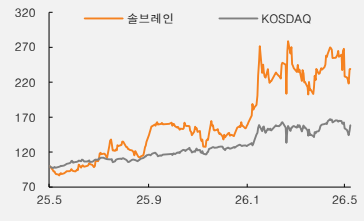


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 600,000원
현재주가(26/5/22)	429,500원
상승여력	39.7%

영업이익(26F, 십억원)	193
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	198
EPS 성장률(26F, %)	66.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	238.0
P/E(26F, x)	25.3
MKT P/E(26F, x)	8.6
KOSDAQ	1,161.13
시가총액(십억원)	3,341
발행주식수(백만주)	8
유동주식비율(%)	53.7
외국인 보유비중(%)	23.6
베타(12M) 일간수익률	1.98
52주 최저가(원)	156,000
52주 최고가(원)	501,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.4	86.7	165.8
상대주가	-5.8	38.9	64.3



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraeeasset.com

357780 · 반도체

솔브레인

새로운 꿈을 꾸기 시작했다

메모리 비중과 신사업을 고려한 밸류에이션 적용

동사에 대한 목표주가를 60만원(기존 21.6만원)으로 상향했다. 26F EPS 19,858원에 목표 배수 P/E 30배를 적용했다. 글로벌 반도체 소재 업종은 평균 26F P/E 20.7배를 적용받고 있다. 26년 OP 성장률(44%)이 업계 평균을 초과할 뿐만 아니라, 유리기판 소재 등 신사업을 고려해 업계 평균 배수보다는 할증 적용했다.

ENTG나 TOK등 Top-tier 소재사는 30배 후반을 받는 반면, 메모리향 위주인 국내사의 경우 10배 내외에 형성되어 있다. 그러나 메모리 주도의 업황인 작금의 상황에서 실적 성장이 동반되는 소재사의 경우 밸류에이션의 재평가가 이뤄질 수도 있다는 판단이다. (장기(1년) 미공표 이후의 목표가 재산정으로 추정치 변경 내역은 생략)

반도체 호황에 따른 실적 성장 지속

동사의 1Q26 매출액은 2,638억원(YoY +25.9%, QoQ +8.1%), 영업이익 447억원(YoY +24.0%, QoQ +3.9%)을 기록했다. 반도체향 고객 가동률 상승으로 반도체 소재 매출액(2,219억원)이 4개 분기 연속 QoQ 성장률을 보였다. 소재별 매출액은 에천트 1,600억원, CMP슬러리 160억원, 프리커서 165억원으로 추정된다.

반도체 전방산업 호조가 지속되는 가운데 6월 삼성전자 테일러링 초도 출하가 예상되며 매출액의 연중 QoQ 성장이 지속될 것으로 예상된다. 2Q26 실적은 매출액 2,726억원(QoQ +3.3%), 영업이익 473억원(QoQ +5.8%)으로, 26F 실적은 매출액 1.1조원(YoY +20.4%), 영업이익 1,930억원(YoY +44.4%)으로 전망한다.

가까운 꿈 초산계, 다가오는 꿈 유리기판

삼성파운드리 3nm 이하 GAA 트랜지스터는 Si/SiGe 적층구조 형성 이후 SiGe 희생막을 습식 식각으로 제거하는 방식을 사용한다. 이 과정에서 초산계 에천트가 사용되는데, 동사는 이미 삼성파운드리향 독점 공급을 진행(분기 20억 수준)하고 있다. 테슬라향 2nm 공정 양산돌입과 동시에 공급이 본격화될 것으로 기대된다.

또한 동사는 차세대 패키징 방식으로 주목받고 있는 유리기판 TGV 형성용 불산, 구리 도금액 및 첨가제, CMP 슬러리를 개발하고 있다. 동사는 과거 TG(Thin Glass) 사업을 해온 만큼 유리 표면에 대한 공정 데이터가 축적되어 있다. 3Q26부터 파일럿 라인 셋팅 이후 4Q26부터 샘플 납품 단계에 진입할 것으로 전망된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	863	923	1,112	1,354	1,639
영업이익 (십억원)	168	134	193	246	308
영업이익률 (%)	19.5	14.5	17.4	18.2	18.8
순이익 (십억원)	118	79	132	160	200
EPS (원)	15,226	10,164	16,951	20,615	25,744
ROE (%)	12.5	7.7	11.9	13.0	14.3
P/E (배)	10.9	25.8	25.3	20.8	16.7
P/B (배)	1.3	1.9	2.8	2.5	2.2
배당수익률 (%)	1.4	0.9	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

솔브레인 실적 전망

동사의 1Q26 매출액은 2,638억원(YoY +25.9%, QoQ +8.1%), 영업이익 447억원(YoY +24.0%, QoQ +3.9%)를 기록했다. 반도체향 고객 가동률 상승으로 반도체 소재 매출액(2,219억원)이 4개 분기 연속 QoQ 성장률을 보였다. 소재별로는 에천트 1,600억원, CMP 슬러리 160억원, 프리커서 165억원의 매출액을 기록한 것으로 추정된다.

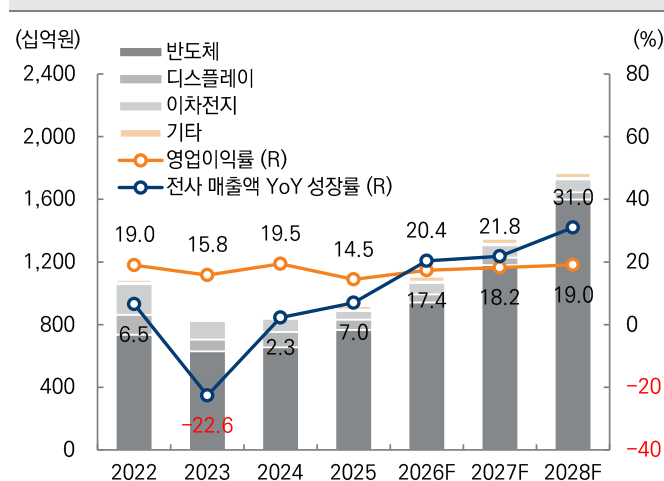
반도체 전방산업 호조가 지속되는 가운데 6월 삼성전자 테일러향 초도 출하가 예상되며 매출액의 연중 QoQ 성장이 지속될 것으로 전망한다. 2Q26 실적은 매출액 2,726억원(QoQ +3.3%), 영업이익 473억원(QoQ +5.8%, OPM 17.3%)으로, 26F 실적은 매출액 1.1조원(YoY +20.4%), 영업이익 1,930억원(YoY +44.4%, OPM 17.4%)으로 추정한다.

표 1. 솔브레인 실적 추정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	209	229	241	244	264	273	283	292	863	923	1,112	1,354
반도체	167.0	190.0	202.4	207.6	221.9	230.9	240.2	249.9	656.7	767.0	942.8	1,181.4
디스플레이	21.3	16.9	13.6	12.8	13.5	12.5	12.2	12.0	96.9	64.7	50.2	47.0
이차전지	15.5	15.0	15.8	14.1	18.1	19.0	19.9	20.3	88.0	60.5	77.3	84.2
기타	5.7	6.8	9.3	9.5	10.3	10.3	10.3	10.3	21.9	31.3	41.1	41.1
YoY 성장률	-0.6	5.8	9.6	12.7	25.9	19.1	17.2	19.9	2.3	7.0	20.4	21.8
반도체	4.2	19.2	20.7	22.6	32.9	21.5	18.7	20.4	4.2	16.8	22.9	25.3
디스플레이	8.5	-36.8	-51.9	-42.0	-36.5	-26.3	-10.4	-6.5	27.9	-33.2	-22.4	-6.5
이차전지	-40.4	-40.7	-9.9	-25.9	16.5	26.1	26.1	44.2	-27.9	-31.3	27.9	8.9
기타	18.2	46.0	46.3	56.6	80.7	51.1	11.1	8.2	36.5	42.9	31.6	0.0
QoQ 성장률	-3.2	9.2	5.4	1.2	8.1	3.3	3.7	3.5				
반도체	-1.4	13.8	6.5	2.6	6.9	4.0	4.0	4.0				
디스플레이	-3.5	-20.5	-19.4	-6.1	5.7	-7.9	-2.0	-2.0				
이차전지	-18.5	-3.0	5.0	-10.8	28.1	5.0	5.1	2.0				
기타	-6.3	19.6	36.0	2.7	8.2	0.0	0.0	0.0				
영업이익	36	20	34	43	45	47	49	52	168	134	193	246
YoY 성장률	-21.7	-55.9	-13.4	18.2	24.0	134.5	43.8	19.7	25.8	-20.4	44.4	27.5
QoQ 성장률	-1.0	-44.0	70.5	25.2	3.9	5.8	4.5	4.2				
영업이익률	17.2	8.8	14.3	17.6	16.9	17.3	17.5	17.6	19.5	14.5	17.4	18.2

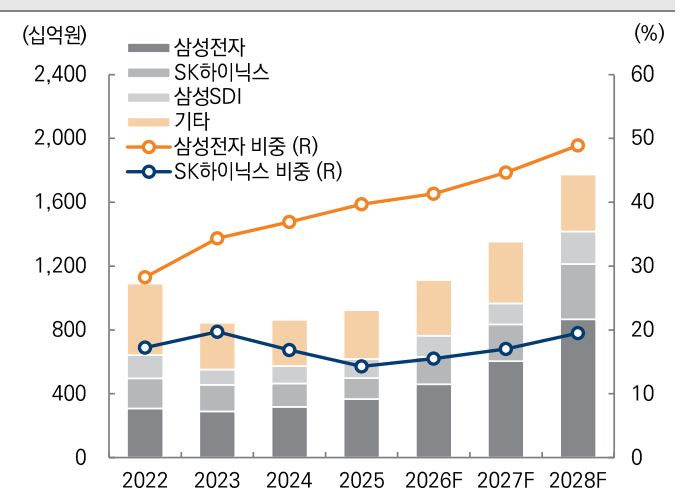
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 솔브레인 부문별 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 솔브레인 고객별 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

가까운 꿈 초산계, 다가오는 꿈 유리기판

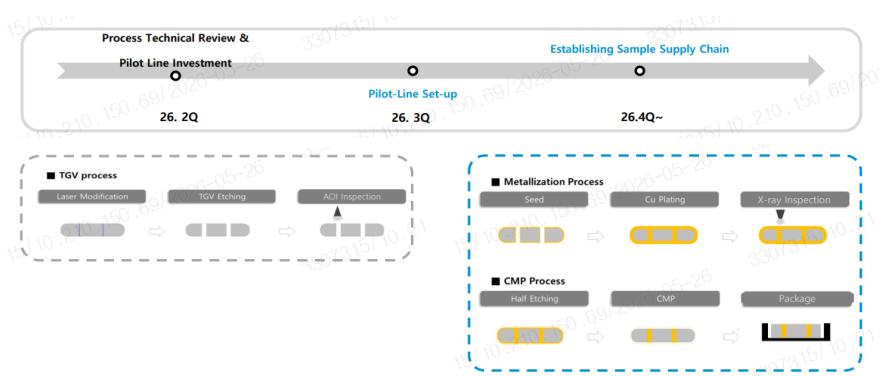
초산계 에천트: 삼성파운드리 3nm 이하 GAA 트랜지스터는 Si/SiGe 적층구조 형성 이후 SiGe 희생막을 습식 식각으로 제거하는 방식을 사용한다. 이 과정에서 초산계 에천트가 사용된다. 동사는 이미 개발을 마치고 삼성파운드리향 독점 공급을 진행(분기 20억 수준)하고 있다. 테슬라향 2nm 공정 양산돌입과 동시에 공급이 본격화될 것으로 기대된다.

유리기판 소재: 차세대 패키징 방식으로 주목받고 있는 유리기판에서는 1) TGV 홀 식각, 2) TGV 홀에 대한 구리(Cu) 채움 공정, 3) 채움 이후 CMP를 통한 평탄화 공정으로 진행된다. TGV 홀은 레이저를 통한 반응 이후 불산환경에서의 식각을 진행한다. 반응성이 낮은 유리의 경우 강산인 불산을 통한 식각이 불가피 하다.

이후 구리 채움공정의 경우 Void와 Seam이 없이 Via 하부로부터의 초등각 채움(Super conformal)을 위해 Via 내부는 도금을 촉진하는 가속제(Accelator)와 Via 입구부는 도금을 억제하는 억제제(Inhibitor)등의 첨가제를 사용한다. 이러한 첨가제는 TSV에서도 적용되어 오고 있으나, TSV에 비해 수십배의 크기인 TGV는 더욱 높은 공정 난이도를 보인다.

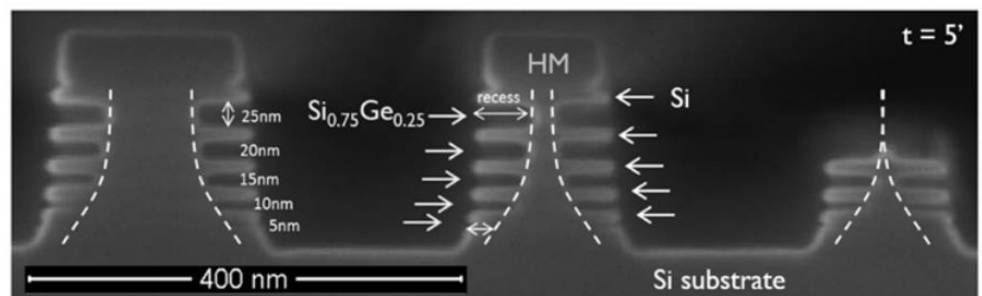
TGV Via의 크기가 큰 만큼 채움 이후 CMP 과정에서도 움푹 들어가는 현상(Dishing)을 방지하기 위해 전용 슬러리를 필요로 한다. 동사는 상기 공정에 필요한 불산과 첨가제, CMP 슬러리를 모두 개발하고 있는 것으로 보인다. 3Q26 부터 파일럿 라인 셋팅 이후 4Q26부터 샘플 납품 단계에 진입할 것으로 전망된다.

그림 3. 솔브레인 유리기판 소재 로드맵



자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. GAA 초산계 에천트 작동 기작



자료: 미래에셋증권 리서치센터

솔브레인 목표주가 산정

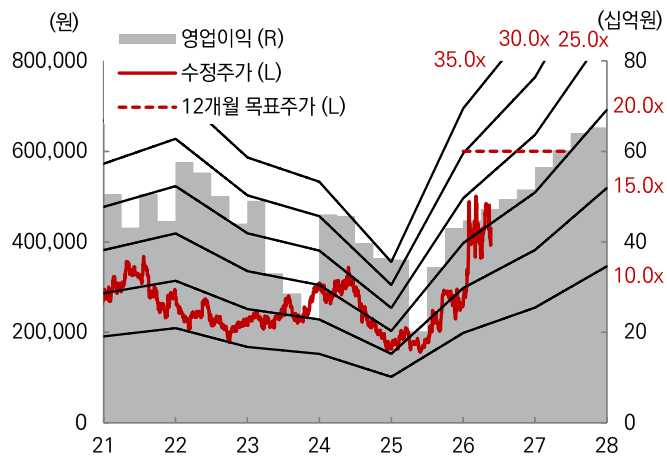
동사에 대한 목표주가를 60만원으로 상향했다. 26F EPS 19,858원에 목표 배수 P/E 30배를 적용했다. 26년 영업이익 성장률(44%)이 업계 평균을 초과할 뿐만 아니라, 유리기판 소재 등 밸류에이션을 자극할만한 신사업을 고려해 업계 평균 배수보다는 할증 적용했다. 목표가를 26F BPS로 환산한 P/B 배수는 3.6배로 동사의 역사적 배수 범위 내의 수준이다.

표 2. 솔브레인 목표주가 산정

항 목	값	비 고
26F EPS	19,858 원	
목표 P/E	30.0 배	
목표주가	600,000 원	
현재주가	429,500 원	
상승여력	39.7 %	

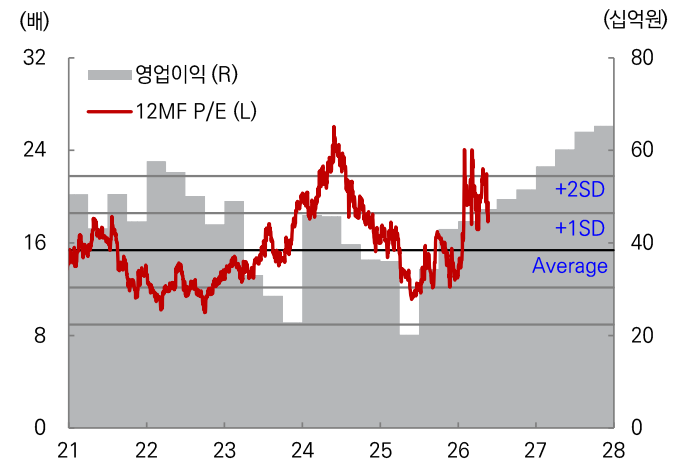
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 솔브레인 12개월 선행 P/E 밴드



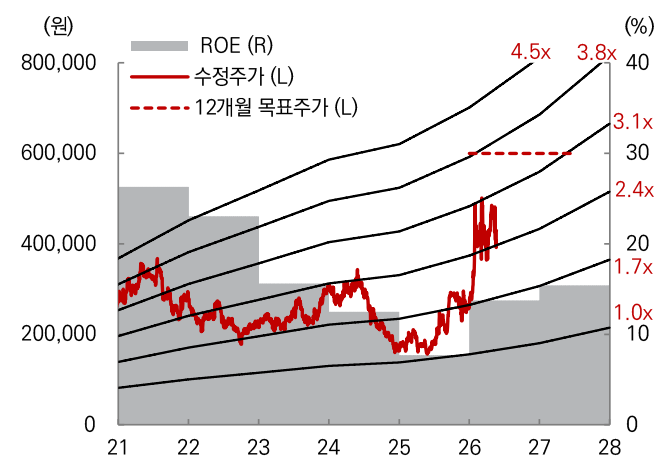
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 솔브레인 12개월 선행 P/E 추이



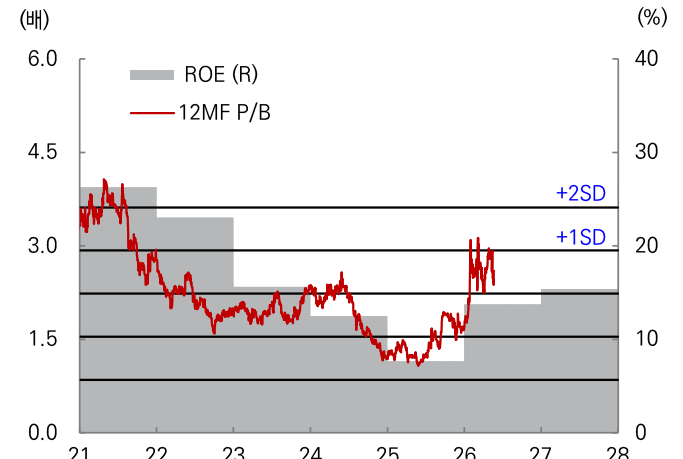
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 솔브레인 12개월 선행 P/B 밴드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 솔브레인 12개월 선행 P/B 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

반도체 소재 업종 Peer 비교

글로벌 반도체 소재 업종은 평균 26F P/E 20.7배를 적용받고 있다. ENTG나 TOK등 글로벌 Top-tier 소재사는 30배 후반을 받는 반면, 메모리향 소재에 집중된 국내사의 경우 10배 내외에 형성되어 있다. 그러나 오히려 메모리 주도의 업황인 작금의 상황에서 실적 성장이 동반되는 소재사의 경우 밸류에이션의 재평가가 이뤄질 수도 있다는 판단이다.

표 3. 글로벌 반도체 소재 업종 실적 비교

(십억달러, %)

업체명	시가총액	결산월	매출액			영업이익			OPM		
			2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F
Entegris	20.6	12	3,197	3,441	3,827	453	817	984	14.2	23.7	25.7
Resonac	20.9	12	9,004	8,696	8,397	313	808	1,051	3.5	9.3	12.5
TOK	8.9	12	1,584	1,732	1,952	319	362	427	20.2	20.9	21.9
Adeka	2.7	3	2,765	2,768	2,872	245	284	308	8.9	10.3	10.7
한솔케미칼	2.2	12	622	668	776	110	126	160	17.7	18.9	20.6
솔브레인	2.2	12	649	723	841	94	132	169	14.5	18.3	20.1
이엔에프테크놀로지	0.5	12	472	489	553	55	55	79	11.6	11.3	14.3
원익머트리얼즈	0.4	12	227	252	321	40	47	67	17.5	18.8	21.0
평균									13.6	14.6	16.3

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 반도체 소재 업종 밸류에이션 비교

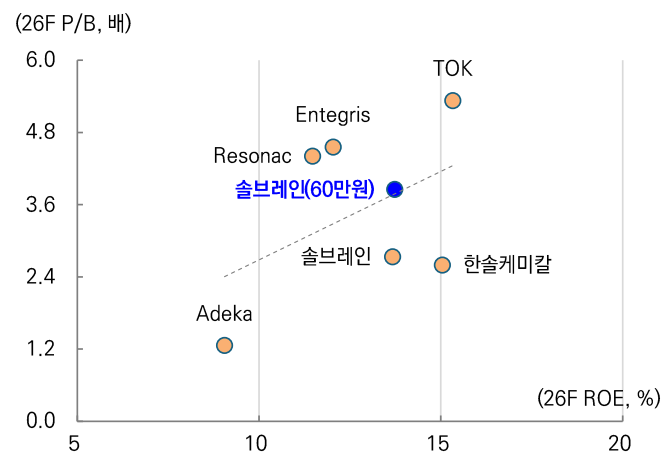
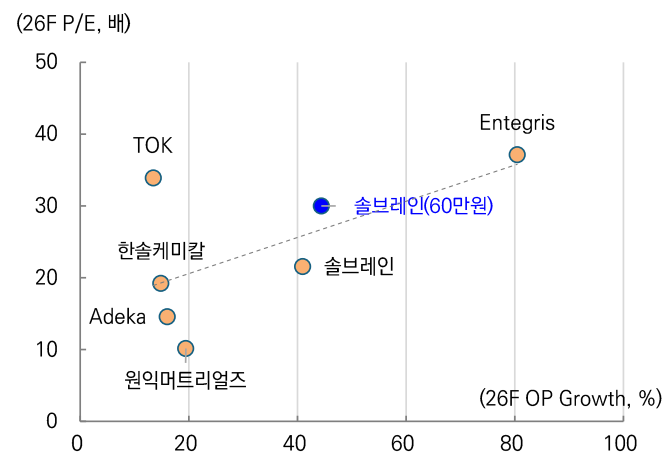
(% , 배)

업체명	OP Growth		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
Entegris	80.5	20.4	12.0	14.2	37.2	29.3	4.6	4.0	24.2	20.4
Resonac	158.2	30.1	11.5	14.7	37.5	27.6	4.4	3.9	18.1	15.2
TOK	13.4	18.0	15.3	17.0	33.9	28.6	5.3	4.7	20.3	17.1
Adeka	16.0	8.3	9.1	9.5	14.6	12.9	1.3	1.2	6.6	6.2
한솔케미칼	14.8	26.6	15.0	16.6	19.2	15.3	2.6	2.3	14.1	11.6
솔브레인	40.9	27.8	13.7	15.3	21.6	16.9	2.7	2.4	11.8	9.6
이엔에프테크놀로지	0.4	43.4	12.4	15.7	12.1	8.4	1.4	1.2	6.0	4.7
원익머트리얼즈	19.4	41.8	10.6	13.3	10.2	7.4	1.0	0.9	6.0	4.5
평균	38.2	24.1	11.1	12.9	20.7	16.3	2.6	2.3	11.9	9.9

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 소재 업종 OP 성장률 vs P/E 배수

그림 10. 글로벌 소재 업종 ROE vs P/B 배수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	923	1,112	1,354	1,639
매출원가	691	802	969	1,167
매출총이익	232	310	385	472
판매비와관리비	99	116	138	164
조정영업이익	134	193	246	308
영업이익	134	193	246	308
비영업손익	-21	6	0	0
금융손익	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-27	0	0	0
세전계속사업손익	113	199	246	308
계속사업법인세비용	29	61	78	98
계속사업이익	84	138	168	210
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	84	138	168	210
지배주주	79	132	160	200
비지배주주	5	7	8	10
총포괄이익	83	153	168	210
지배주주	79	140	154	192
비지배주주	5	13	14	18
EBITDA	199	262	325	397
FCF	27	37	62	86
EBITDA 마진율 (%)	21.6	23.6	24.0	24.2
영업이익률 (%)	14.5	17.4	18.2	18.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	11.9	11.8	12.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	580	623	714	836
현금 및 현금성자산	248	254	265	297
매출채권 및 기타채권	97	116	141	170
재고자산	125	150	182	219
기타유동자산	110	103	126	150
비유동자산	867	953	1,056	1,177
관계기업투자등	54	65	79	95
유형자산	575	664	755	861
무형자산	124	121	117	112
자산총계	1,447	1,575	1,770	2,013
유동부채	146	204	242	285
매입채무 및 기타채무	75	90	110	132
단기금융부채	5	35	36	37
기타유동부채	66	79	96	116
비유동부채	189	136	143	150
장기금융부채	163	106	106	106
기타비유동부채	26	30	37	44
부채총계	335	340	385	435
지배주주지분	1,056	1,166	1,308	1,491
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412
이익잉여금	623	719	862	1,044
비지배주주지분	56	69	77	87
자본총계	1,112	1,235	1,385	1,578

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	147	180	227	276
당기순이익	84	138	168	210
비현금수익비용가감	111	128	156	186
유형자산감가상각비	61	64	74	84
무형자산상각비	4	4	4	4
기타	46	60	78	98
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-11	-31	-20	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-15	-24	-27
재고자산 감소(증가)	-10	-24	-33	-37
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	8	13	14
법인세납부	-46	-56	-78	-98
투자활동으로 인한 현금흐름	-251	-116	-185	-212
유형자산처분(취득)	-119	-144	-165	-190
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	34	-15	-19	-22
기타투자활동	-166	43	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	109	-58	-17	-17
장단기금융부채의 증가(감소)	166	-28	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-18	-18	-18
기타재무활동	-39	-12	0	0
현금의 증가	6	7	11	31
기초현금	242	248	254	265
기말현금	248	254	265	297

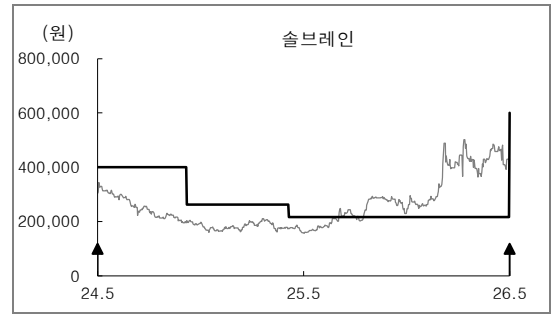
자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	25.8	25.3	20.8	16.7
P/CF (x)	10.5	12.5	10.3	8.4
P/B (x)	1.9	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)	9.8	12.3	9.9	8.0
EPS (원)	10,164	16,951	20,615	25,744
CFPS (원)	25,048	34,268	41,761	50,992
BPS (원)	138,715	152,868	171,168	194,598
DPS (원)	2,350	2,350	2,350	2,350
배당성향 (%)	21.4	26.0	10.7	8.6
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	7.0	20.4	21.8	21.1
EBITDA증가율 (%)	-12.5	31.8	24.1	22.1
조정영업이익증가율 (%)	-20.4	44.4	27.5	25.2
EPS증가율 (%)	-33.2	66.8	21.6	24.9
매출채권 회전율 (회)	12.3	11.0	11.1	11.1
재고자산 회전율 (회)	8.6	8.1	8.2	8.2
매입채무 회전율 (회)	16.6	15.1	15.1	15.0
ROA (%)	6.4	9.2	10.1	11.1
ROE (%)	7.7	11.9	13.0	14.3
ROIC (%)	14.2	15.8	17.3	19.2
부채비율 (%)	30.2	27.6	27.8	27.6
유동비율 (%)	395.8	305.2	295.2	293.7
순차입금/자기자본 (%)	-12.8	-15.4	-15.7	-16.8
조정영업이익/금융비용 (x)	25.0	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
솔브레인 (357780)				
2026.05.26	매수	600,000	-	-
2026.04.30	1년 경과 이후	216,000	104.41	122.92
2025.04.30	매수	216,000	32.15	131.94
2024.10.31	매수	263,000	-30.19	-20.15
2024.04.03	매수	400,000	-33.14	-14.13



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.