

솔브레인 (357780/KQ)

감산 아래 모멘텀 찾기

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 240,000 원(하향)

현재주가: 167,000 원

상승여력: 43.7%



Analyst
이동주

natelee@sks.co.kr
3773-9026

Company Data

발행주식수	778 만주
시가총액	1,299 십억원
주요주주	
정지완(외8)	44.92%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC(외30)	9.25%

Stock Data

주가(25/04/08)	167,000 원
KOSDAQ	658.45 pt
52주 최고가	343,500 원

주가 및 상대수익률



1Q25 preview

1분기 매출액 2,002 억원(QoQ -7.5%, YoY -5.0%), 영업이익 360 억원(QoQ -1.1%, YoY -21.7%)를 추정한다. 지난해 연말 재고 조정 이후 연초 가동률 회복은 소폭 회복한 것으로 보이나 여전히 추세 관점에서 가동률 반등으로 정의하긴 힘들다. 메모리의 감산 여파가 상반기까지 지속될 것으로 보임에 따라 단기 실적 트리거도 부재한 상황이다. 하반기까지도 전방 수요에 대한 불확실성이 상존함에 따라 연간 실적 관점에서도 보수적인 접근이 필요하다.

낸드 세대 전환 가속화와 로직 공정 미세화

동사의 제품 구조상 낸드에 대한 노출도가 높다. 낸드 업황 관점에서 서버를 제외한 commodity 수요는 부진하나 오히려 주요 생산 업체는 이를 계기로 세대 전환을 앞당기는 모양새다. 키옥시아는 IPO 이후 9 세대 투자 재개, 그리고 10 세대 투자를 고려 중에 있으며 삼성전자 역시 레거시 팹에서는 V8 으로 전환, P4 에서는 V9, V10 투자를 계획 중이다. 특히 V10 은 400 단대로 인산계 식각액의 선택적 식각이 더욱 중요해지며 소재 사용량도 비례해서 증가할 것으로 보인다. 인산계 식각액은 동사가 시장의 상당 부분을 점유하고 있는 소재 영역이다. 초산계 식각액은 고객사의 3 나노에 유일한 대응 업체이다. 고객의 영업 환경이 무엇보다 중요하나 미세화라는 방향성에 부합하는 제품으로 중장기 실적의 동인이 될 것으로 예상된다.

그래도 상저하고

상반기 메모리 감산 지속, 관세에 따른 수요 우려 등 불확실성이 걸린 상황은 아니나 시장 재고 수준이 감소함에 따라 하반기 가동률은 회복세를 그릴 것으로 보인다. 주가의 하방은 제한적이며 투자 센터의 방향성도 상반기 내 바뀔 수 있을 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

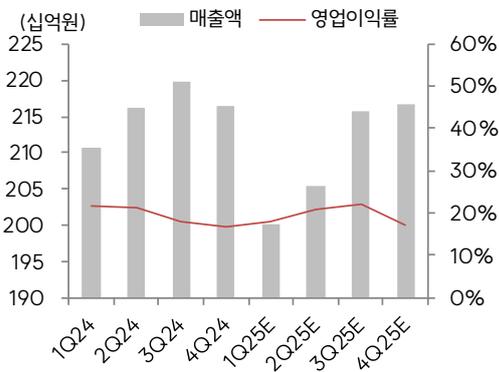
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,091	844	863	838	942	1,084
영업이익	십억원	207	133	168	164	189	222
순이익(지배주주)	십억원	163	130	118	131	150	177
EPS	원	20,928	16,759	15,226	16,863	19,340	22,758
PER	배	10.4	18.1	10.9	9.9	8.6	7.3
PBR	배	2.2	2.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.7	11.4	4.3	4.3	3.9	3.3
ROE	%	23.0	15.6	12.5	12.3	12.7	13.3

솔브레인 실적 추정표

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	211	216	220	216	200	205	216	217	844	863	838	942
<i>QoQ</i>	8%	3%	2%	-2%	-8%	3%	5%	0%				
<i>YoY</i>	-13%	-1%	17%	11%	-5%	-5%	-2%	0%	-23%	2%	-3%	12%
반도체	160	159	168	169	152	152	168	173	630	657	645	762
디스플레이	20	27	28	22	17	23	24	19	76	97	82	66
2차전지 및 기타	31	30	24	25	31	30	24	25	138	110	111	114
영업이익	46	46	40	36	36	42	48	37	133	168	164	189
<i>QoQ</i>	102%	-1%	-13%	-8%	-1%	18%	12%	-21%				
<i>YoY</i>	-6%	38%	39%	60%	-22%	-7%	20%	3%	-36%	26%	-3%	15%
영업이익률	22%	21%	18%	17%	18%	21%	22%	17%	16%	19%	20%	20%

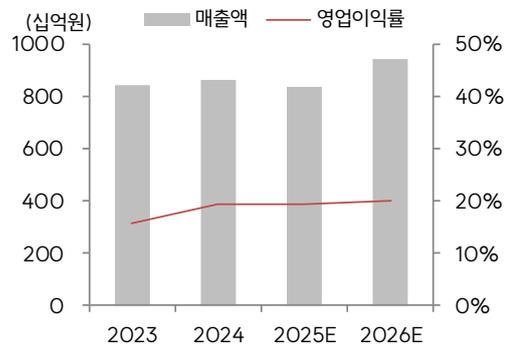
자료: 솔브레인, SK 증권

솔브레인 분기 실적 추이 및 전망



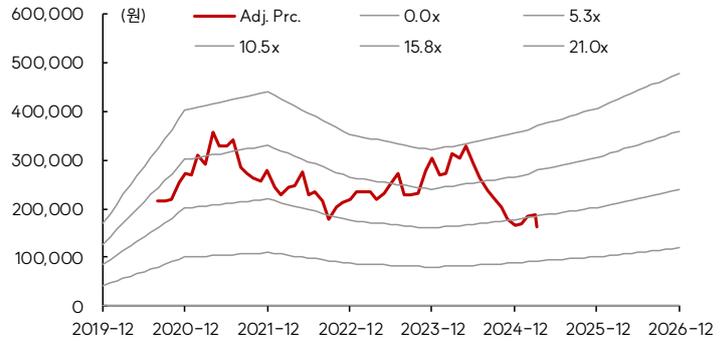
자료: 솔브레인, SK 증권

솔브레인 연간 실적 추이 및 전망



자료: 솔브레인, SK 증권

솔브레인 12M FW P/E Band



자료: SK 증권

솔브레인 목표주가 산정표

구분	비고
2025년 예상 EPS (원)	16,863
Target PER (X)	14.0
적정주가 (원)	236,082
목표주가 (원)	240,000
현재주가 (원)	167,000
Upside Potential	44%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	345	521	586	661	735
현금및현금성자산	161	242	298	325	342
매출채권 및 기타채권	64	65	82	106	124
재고자산	73	91	91	102	119
비유동자산	650	647	696	766	869
장기금융자산	9	12	12	12	12
유형자산	462	508	558	618	705
무형자산	6	6	6	5	5
자산총계	995	1,168	1,282	1,427	1,604
유동부채	71	124	124	135	152
단기금융부채	1	1	1	1	2
매입채무 및 기타채무	44	62	88	99	116
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	7	7	7	7
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	4	5	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	77	131	131	142	159
지배주주지분	891	1,008	1,122	1,254	1,414
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
기타자본구성요소	-8	-8	-8	-8	-8
자기주식	-8	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	459	562	675	808	967
비지배주주지분	27	29	30	30	31
자본총계	919	1,037	1,151	1,285	1,445
부채외자본총계	995	1,168	1,282	1,427	1,604

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	221	262	152	154	177
당기순이익(손실)	131	120	132	151	178
비현금성항목등	80	117	68	62	60
유형자산감가상각비	60	58	50	40	33
무형자산상각비	1	1	1	0	0
기타	20	58	17	22	27
운전자본감소(증가)	50	41	-18	-24	-18
매출채권및기타채권의감소(증가)	13	4	-18	-24	-18
재고자산의감소(증가)	41	12	-0	-11	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	9	0	11	17
기타	-91	-40	-60	-71	-84
법인세납부	-50	-25	-30	-35	-42
투자활동현금흐름	-215	-176	-88	-109	-141
금융자산의감소(증가)	0	0	-0	-13	-21
유형자산의감소(증가)	-129	-91	-100	-100	-120
무형자산의감소(증가)	-0	0	0	0	0
기타	-86	-85	13	4	-1
재무활동현금흐름	-13	-17	-18	-18	-18
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-2	-2	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-19	-15	-18	-18	-18
기타	7	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-7	81	57	26	17
기초현금	168	161	242	298	325
기말현금	161	242	298	325	342
FCF	92	171	52	54	57

자료 : 솔브레인, SK증권 추정

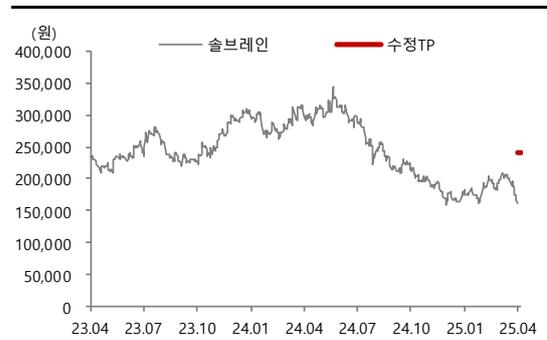
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	844	863	838	942	1,084
매출원가	651	617	608	679	776
매출총이익	193	246	230	263	308
매출총이익률(%)	22.9	28.5	27.4	28.0	28.4
판매비와 관리비	60	78	66	75	86
영업이익	133	168	164	189	222
영업이익률(%)	15.8	19.5	19.5	20.0	20.5
비영업손익	28	-1	-2	-2	-3
순금융손익	10	10	12	14	15
외환관련손익	4	22	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-46	0	0	0
세전계속사업이익	161	167	162	187	220
세전계속사업이익률(%)	19.1	19.4	19.3	19.8	20.3
계속사업법인세	30	48	30	35	42
계속사업이익	131	120	132	151	178
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	131	120	132	151	178
순이익률(%)	15.5	13.9	15.7	16.0	16.4
지배주주	130	118	131	150	177
지배주주귀속 순이익률(%)	15.4	13.7	15.6	16.0	16.3
비지배주주	1	1	1	1	1
총포괄이익	131	134	132	151	178
지배주주	131	132	119	136	160
비지배주주	1	2	13	15	18
EBITDA	194	227	214	229	255

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-22.6	2.3	-2.9	12.4	15.0
영업이익	-35.5	25.8	-2.6	15.3	17.9
세전계속사업이익	-25.1	3.6	-3.3	15.5	17.7
EBITDA	-25.3	17.0	-5.8	7.2	11.3
EPS	-19.9	-9.1	10.7	14.7	17.7
수익성 (%)					
ROA	13.6	11.1	10.8	11.2	11.7
ROE	15.6	12.5	12.3	12.7	13.3
EBITDA마진	23.0	26.3	25.5	24.3	23.5
안정성 (%)					
유동비율	485.2	421.5	473.1	490.2	483.6
부채비율	8.3	12.6	11.4	11.1	11.0
순차입금/자기자본	-19.3	-33.5	-35.1	-34.5	-33.3
EBITDA/이자비용(배)	2,345.2	2,807.0	648.2	659.2	682.1
배당성향	11.9	15.0	13.6	11.8	10.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,759	15,226	16,863	19,340	22,758
BPS	115,654	130,694	145,267	162,318	182,786
CFPS	24,541	22,807	23,326	24,564	26,980
주당 현금배당금	2,000	2,300	2,300	2,300	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	18.1	10.9	9.9	8.6	7.3
PBR	2.6	1.3	1.1	1.0	0.9
PCR	12.4	7.3	7.2	6.8	6.2
EV/EBITDA	11.4	4.3	4.3	3.9	3.3
배당수익률	0.7	1.4	1.4	1.4	1.4

일시	투자의견	목표주가	과리율		
			목표가격 대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.10	매수	240,000원	6개월		
2024.11.18	매수	290,000원	6개월	-36.78%	-27.59%
2024.08.27	매수	350,000원	6개월	-39.76%	-32.29%
2023.12.01	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 10일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------