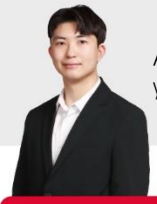
솔브레인 (357780)

EARNINGS REVIEW | Company Analysis | 반도체/소부장 | 2025.5.26

1Q25 Review: 삼성전자 자연 감산 지속



Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	250,000 원
현재주가	159,300 원
상승여력	50.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

1Q25 Review

1Q25 연결 실적은 매출액 2,095억원(-3%QoQ, -1%YoY), 영업이익 360억원(-1%QoQ, -22%YoY, OPM 17.2%)으로 당사 추정치 매출액 2,222억원, 영업이익 475억원을 모두 하회하였다. 추정치 대비 실적 하회의 주요 요인은 삼성전자의 Xian 1공장 NAND 전환 투자가 진행되며 자연 감산으로 인한 Wafer 투입량이 감소했으며, 삼성전자의 1Q25 HBM 생산량 급감으로 인해 CMP 슬러리 매출액이 4Q24 172억원 → 1Q25 139억원으로 -19%QoQ 급감했기 때문이다.

삼성전자 자연 감산 지속

2025년 연결 실적은 매출액 8,565억원(-1%YoY), 영업이익 1,537억원(-8%YoY, OPM 17.9%)으로 전망한다. 삼성전자는 Xian1 공장 전환 투자 이후 Xian2 공장 전환 투자를 진행할 예정이다. 자연 감산이 지속됨에 따라 NAND산업의 Wafer 투입량 회복이 어려울 것이며 동사의 반도체 소재 가동률도 가파른 상승세를 기록하기는 힘들 것으로 예상한다. 또한 2차전지 사업부 실적은 전방 수요 부진으로 인해 2024년 880억원 → 2025년 억원으로 648억원으로 -26%YoY 감소할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 240,000원 하향

투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 240,000원으로 기존 대비 -25% 하향 조정한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 17,016원에 과거 P/E 밴드 중단 14x를 적용하여 산출했다. NAND산업의 실수요가 회복되지 않는다면 동사의 실적을 결정짓는 요소(Wafer 투입량)와 Valuation을 결정짓는 요소(NAND 가격)이 동반 상승하기에는 어려울 것으로 예상한다. 다만, 현 주가는 12M Fwd P/E 7.7x로 추가적인 주가 하락은 제한적일 것이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	844	863	856	1,143	1,234
영업이익	133	168	154	239	261
순이익	131	120	132	200	217
EPS (원)	16,836	15,296	17,016	25,782	28,084
증감률 (%)	-19.8	-9.1	11.2	51.5	8.9
PER (x)	18.1	10.8	9.4	6.2	5.7
PBR (x)	2.7	1.3	1.1	1.0	0.8
영업이익률 (%)	15.8	19.5	17.9	20.9	21.1
EBITDA 마진 (%)	23.0	26.3	25.2	26.1	25.8
ROE (%)	15.6	12.5	12.4	16.5	15.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 솔브레인, LS증권 리서치센터

Stock Data

KOSDAQ (05/23)	715.98 pt
시가총액	12,391 억원
발행주식수	7,779 천주
52 주 최고가/최저가	343,500 / 159,300 원
90 일 일평균거래대금	43.72 억원
외국인 지분율	31.3%
배당수익률(25.12E)	1.2%
BPS(25.12E)	143,570 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -9.5%
	6 개월 -23.4%
	12 개월 -9.3%
주주구성	정지완 (외 9 인) 44.9%
	FIDELITY MANAGEMENT (외 31 인) 8.6%
	삼성전자 (외 1 인) 5.6%

Stock Price

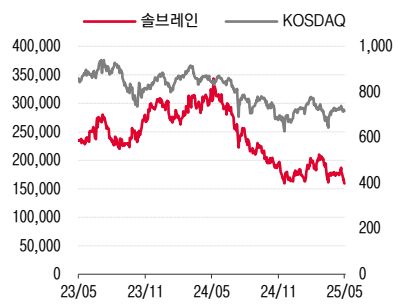


표1 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)		1Q25			2Q25E			2025E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	반도체	166.6	167.0	0%	168.2	166.9	-1%	679.3	678.3	0%
	디스플레이	29.1	21.3	-27%	29.7	21.9	-26%	121.0	90.3	-25%
	2차전지 및 기타	26.6	21.2	-20%	27.6	20.7	-25%	114.1	87.9	-23%
	합계	**222.2**	**209.5**	**-6%**	**225.5**	**209.5**	**-7%**	**914.3**	**856.5**	**-6%**
매출 비중	반도체	75%	80%	5%	75%	80%	5%	74%	79%	5%
	디스플레이	13%	10%	-3%	13%	10%	-3%	13%	11%	-3%
	2차전지 및 기타	12%	10%	-2%	12%	10%	-2%	12%	10%	-2%
	합계	**100%**	**100%**	**0%**	**100%**	**100%**	**0%**	**100%**	**100%**	**0%**
QoQ / YoY	반도체	-1%	-1%	-1%	1%	0%	-1%	5%	-1%	-6%
	디스플레이	2%	-4%	-5%	2%	3%	1%	17%	-7%	-24%
	2차전지 및 기타	3%	-17%	-20%	4%	-2%	-6%	3%	-20%	-24%
	합계	**0%**	**-3%**	**-3%**	**1%**	**0%**	**-1%**	**5%**	-1%	-6%
영업이익		47.5	36.0	-24%	47.0	40.1	-15%	186.3	153.7	-17%
QoQ / YoY		-4%	13%	-1%	-14%	-1%	11%	12%	7%	-8%
영업이익률		**21.4%**	**17.2%**	**-4.2%**	**20.9%**	**19.2%**	**-1.7%**	**20.4%**	**17.9%**	**-2.4%**

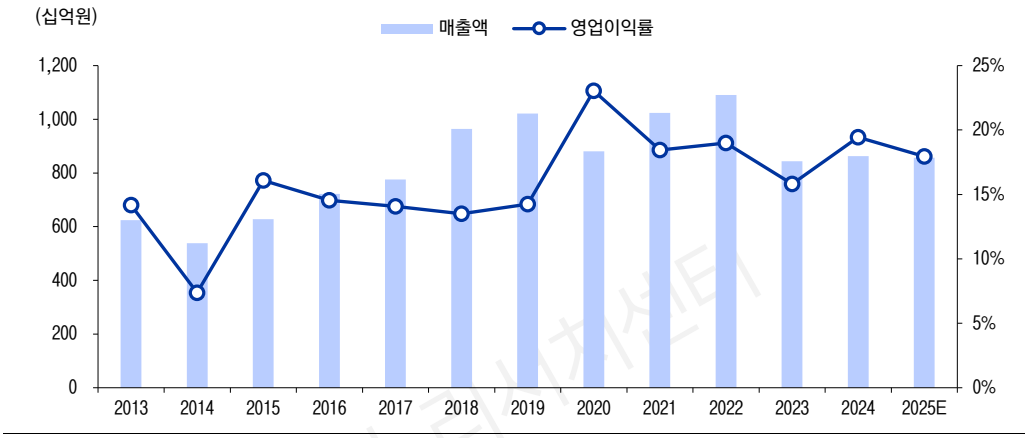
자료: LS증권 리서치센터

표2 솔브레인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	반도체	160.2	159.5	167.7	168.8	167.0	166.9	170.6	173.8	630.3	656.2	678.3
	디스플레이	19.6	26.8	28.4	22.1	21.3	21.9	23.2	24.0	75.8	96.9	90.3
	2차전지 및 기타	30.9	30.0	23.9	25.6	21.2	20.7	22.5	23.5	138.0	110.3	87.9
	TTL	**210.7**	**216.3**	**219.9**	**216.5**	**209.5**	**209.5**	**216.3**	**221.3**	**844.0**	**863.4**	**856.5**
매출 비중	반도체	76%	74%	76%	78%	80%	80%	79%	79%	75%	76%	79%
	디스플레이	9%	12%	13%	10%	10%	10%	11%	11%	9%	11%	11%
	2차전지 및 기타	15%	14%	11%	12%	10%	10%	10%	11%	16%	13%	10%
	TTL	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
증가율 (QoQ/YoY)	반도체	12%	0%	5%	1%	-1%	0%	2%	2%	-23%	2%	-1%
	디스플레이	13%	36%	6%	-22%	-4%	3%	6%	3%	-41%	28%	-7%
	2차전지 및 기타	-12%	-3%	-21%	7%	-17%	-2%	9%	5%	-39%	-20%	-20%
	TTL	**8%**	**3%**	**2%**	**-2%**	**-3%**	**0%**	**3%**	**2%**	**-23%**	**2%**	**-1%**
영업이익		**46.0**	**45.8**	**39.7**	**36.4**	**36.0**	**40.1**	**38.3**	**39.2**	**133.5**	**168.0**	**153.7**
	QoQ/YoY	102%	-1%	-13%	-8%	-1%	11%	-5%	2%	-36%	26%	-8%
영업이익률		**21.9%**	**21.2%**	**18.1%**	**16.8%**	**17.2%**	**19.2%**	**17.7%**	**17.7%**	**15.8%**	**19.5%**	**17.9%**

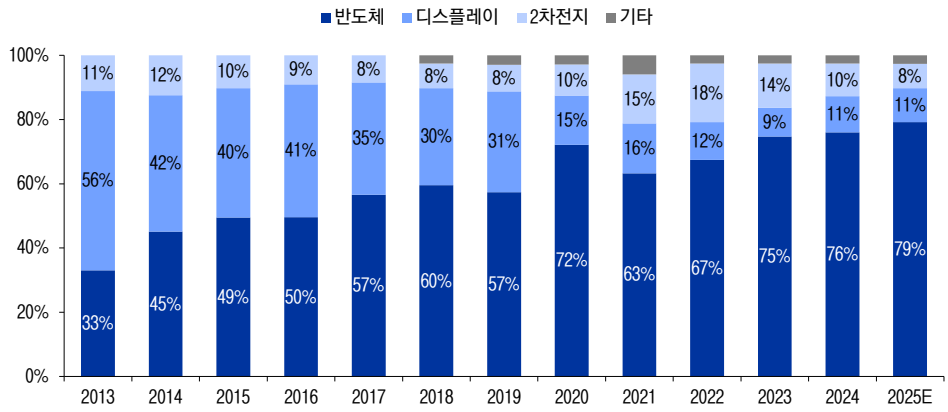
자료: LS증권 리서치센터

그림1 솔브레인 연간 실적 추이 및 전망



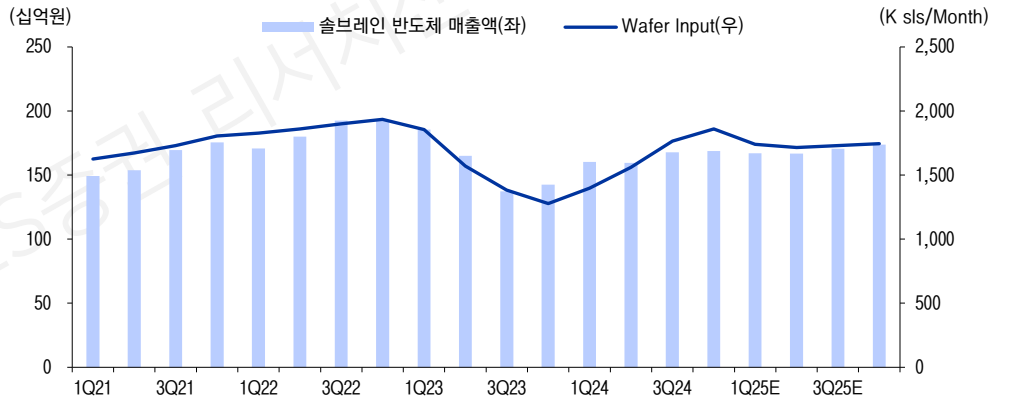
자료: LS증권 리서치센터

그림2 솔브레인 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림3 국내 메모리 업체 Wafer Input 합계 대비 솔브레인 반도체 매출액 추이

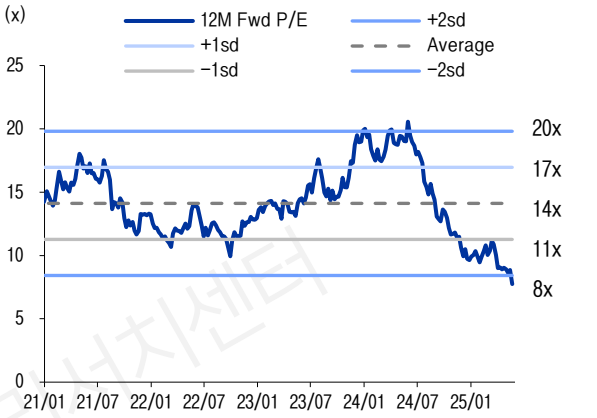


자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/E 밴드

자료: LS증권 리서치센터

그림5 12M Fwd P/E 표준편차

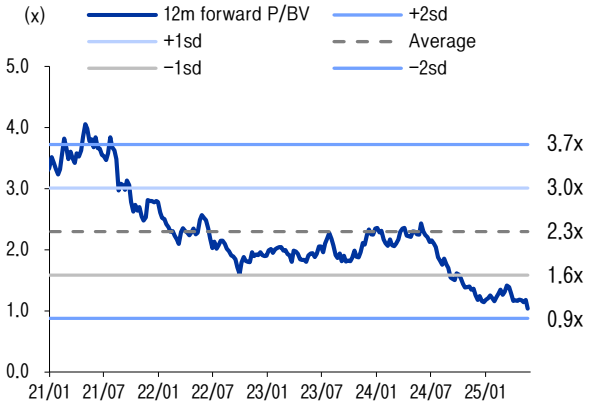


자료: LS증권 리서치센터

그림6 12M Fwd P/B 밴드

자료: LS증권 리서치센터

그림7 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	345	521	637	909	1,130
현금 및 현금성자산	161	242	317	581	792
매출채권 및 기타채권	64	65	91	92	95
재고자산	73	91	93	94	96
기타유동자산	47	124	136	142	147
비유동자산	650	647	630	616	605
관계기업투자등	140	96	100	104	109
유형자산	462	508	486	467	451
무형자산	6	6	6	5	5
자산총계	995	1,168	1,268	1,526	1,735
유동부채	71	124	115	189	196
매입채무 및 기타재무	60	88	67	139	145
단기금융부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	11	35	46	48	50
비유동부채	6	7	7	7	7
장기금융부채	1	1	1	1	1
기타비유동부채	5	6	6	6	6
부채총계	77	131	122	196	204
지배주주지분	891	1,008	1,117	1,301	1,503
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	459	562	679	863	1,065
비지배주주지분(연결)	27	29	29	29	29
자본총계	919	1,037	1,146	1,330	1,532

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	844	863	856	1,143	1,234
매출원가	651	617	615	809	874
매출총이익	193	246	241	334	360
판매비 및 관리비	60	78	87	94	99
영업이익	133	168	154	239	261
(EBITDA)	194	227	216	298	318
금융손익	13	32	14	15	15
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-1	-1
기타영업외손익	15	60	0	0	0
세전계속사업이익	161	167	167	253	275
계속사업법인세비용	30	48	35	53	58
계속사업이익	131	120	132	200	217
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	131	120	132	200	217
지배주주	130	118	132	200	217
총포괄이익	131	134	132	200	217
매출총이익률 (%)	22.9	28.5	28.2	29.2	29.2
영업이익률 (%)	15.8	19.5	17.9	20.9	21.1
EBITDA 마진률 (%)	23.0	26.3	25.2	26.1	25.8
당기순이익률 (%)	15.5	13.9	15.4	17.5	17.6
ROA (%)	13.5	10.9	10.8	14.3	13.3
ROE (%)	15.6	12.5	12.4	16.5	15.5
ROIC (%)	18.5	20.1	20.1	32.9	39.6

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	221	262	142	330	278
당기순이익(손실)	131	120	132	200	217
비현금수익비용가감	80	117	55	61	58
유형자산감가상각비	60	58	61	59	57
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타현금수익비용	15	25	-7	1	1
영업활동 자산부채변동	50	41	-45	70	3
매출채권 감소(증가)	13	4	-26	-2	-3
재고자산 감소(증가)	41	12	-2	-1	-2
매입채무 증가(감소)	-15	9	-21	72	6
기타자산, 부채변동	12	17	4	1	1
투자활동 현금흐름	-215	-176	-51	-51	-52
유형자산처분(취득)	-129	-91	-40	-40	-40
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-127	0	-9	-10	-10
기타투자활동	41	-85	-1	-2	-2
재무활동 현금흐름	-13	-17	-15	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-2	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-22	-15	-15	-15	-15
배당금의 지급	-19	-15	-15	-15	-15
기타재무활동	10	0	0	0	0
현금의 증가	-7	81	76	263	211
기초현금	-168	-161	242	317	581
기말현금	161	242	317	581	792

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	18.1	10.8	9.4	6.2	5.7
P/B	2.7	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	11.3	4.1	3.8	1.8	1.0
P/CF	11.2	5.4	6.6	4.8	4.5
배당수익률 (%)	0.7	1.4	1.2	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	-22.6	2.3	-0.8	33.4	8.0
영업이익	-35.5	25.8	-8.5	55.5	9.2
세전이익	-25.1	3.6	-0.2	51.5	8.9
당기순이익	-21.9	-8.7	10.2	51.5	8.9
EPS	-19.8	-9.1	11.2	51.5	8.9
안정성 (%)					
부채비율	8.3	12.6	10.6	14.7	13.3
유동비율	485.2	421.5	556.0	482.2	575.8
순차입금/자기자본(x)	-19.3	-33.5	-37.3	-52.3	-59.5
영업이익/금융비용(x)	1,613.5	2,077.5	543.1	582.2	627.5
총차입금 (십억원)	-177	-348	-428	-696	-912
순차입금 (십억원)					
주당지표(원)	16,836	15,296	17,016	25,782	28,084
EPS	114,593	129,633	143,570	167,243	193,208
BPS	27,182	30,435	23,987	33,452	35,458
CFPS	2,000	2,300	1,950	2,000	2,000
DPS	-177	-348	-428	-696	-912

자료: 솔브레인, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

솔브레인 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2023.05.16	Buy	270,000원	3.9		-9.6
2023.09.22		커버리지 제외			
2024.01.23	신규	차용호			
2024.01.23	Buy	360,000원	-12.9		-20.6
2024.04.05	Buy	410,000원	-16.2		-36.4
2024.11.19	Buy	320,000원	-34.4		-43.3
2025.05.26	Buy	240,000원			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.7%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	8.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.4.1 ~ 2025.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)