

솔브레인 (357780)

단기 실적보다 2H25 회복에 초점

2025년 2월 21일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	260,000 원 (하향)
✓ 상승여력	31.2%	✓ 현재주가 (2월 20일)	198,100 원

[반도체/소재]

김형태 수석연구원
 ✉ calebkim@shinhan.com

여현석 연구원
 ✉ krug@shinhan.com

Revision

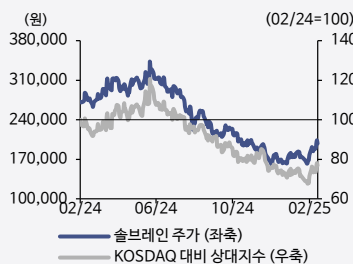
실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	1,540.9십억원
발행주식수(유동비율)	7.8백만주(54.6%)
52주 최고/최저가	43,500 원/159,600 원
일평균 거래액 (60일)	4,859백만원
외국인 지분율	33.4%

주요주주 (%)	
정자완 외 8인	44.9
FIDELITY 외 30인	9.3

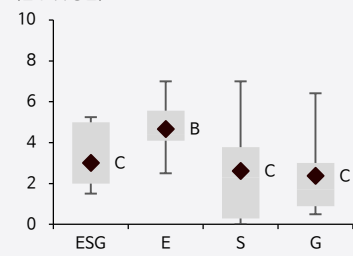
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.6	4.5	(28.4)	21.5
상대	1.9	(7.1)	(19.2)	8.6

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



신한생각 | 고객사 가동률 조정 반영, 실적 추정치 하향

4Q24 예상보다 부진했던 메모리 업황에 따라 고객사 가동률 하락. 부정적 영향 반영히 불가피한 구간. 2025년 상반기 전방산업 재고 조정 지속될 것으로 예상. 하반기 가동률 반등 가정 시 실적 우상향 추세가 확인될 것으로 기대하나 전환투자 영향으로 연간 실적은 2024년과 유사한 수준 전망

4Q24 Preview: 전분기 대비 외형 성장 제한적이나 수익성 일부 개선

[4분기] 매출액 2,208억원(+0.4%, 이하 전분기대비), 영업이익 426억원(+7%) 추정. 부문별로 반도체(식각액/전구체/슬러리) 1,701억원(+0.3%), 디스플레이 274억원(-4%), 2차전지 및 기타 234억원(-2%) 예상. 반도체 업계 보수적 Capa 운용, 가동률 하락 → 실적 개선폭 제한. 전방산업 재고 조정 → 디스플레이 실적 감소. 수익성 하락 요인이었던 2차전지 원재료 (LiPF6) 구매분(4Q23) 재고 소진. 일회성 원가 총당금 일부 환입 예상

2025년에도 고객사들의 보수적 Capa 운용 방침이 상반기 지속될 것으로 예상돼 단기 실적 회복 가시성은 제한적이나 하반기부터 점진적인 가동률 회복을 예상. 고객사 파운드리 재정비, 6월 이후 사업 정상화 가능성 → 초산계 식각액 납품 기대감 유효. 최근 Top-tier 북미 장비사 물리브덴 기반 증착(ALD) 장비 공개, 상용화 시 차세대 소재로 성장 동력 확보 전망

Valuation & Risk: 단기 실적 기대감 낮지만 부담 없는 밸류에이션

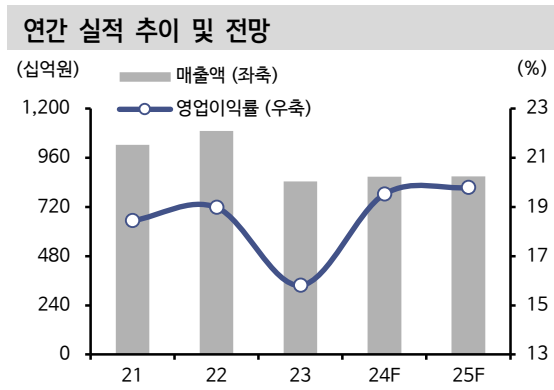
상반기 지속될 재고 조정 및 가동률 회복 지연 반영해 실적 추정치 조정 → 목표주가 260,000원으로 하향. 2025년 예상 주당순이익(EPS) 19,119원, 목표 주가수익비율(P/E) 13.7배(2021~2023년 PER 평균) 적용. 단기 실적 부진 감안하더라도 현재 주가는 12개월 선행 P/E 10.7배 수준으로 하단 부근에 위치. 향후 업황 회복 속도에 따라 밸류에이션 매력 부각될 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,090.9	207.1	162.8	10.4	23.0	2.2	5.7	0.9
2023	844.0	133.5	130.4	18.1	15.6	2.7	11.4	0.7
2024F	867.7	174.2	157.7	8.2	16.4	1.2	4.2	1.2
2025F	869.2	170.3	148.5	10.4	13.5	1.3	4.8	1.1
2026F	906.1	192.2	164.7	9.4	13.3	1.2	4.2	1.1

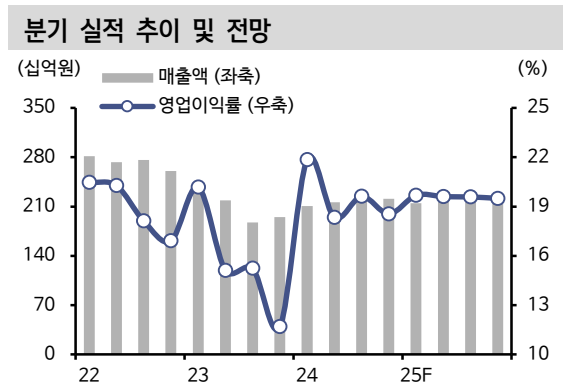
자료: 회사 자료, 신한투자증권

실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	243.0	218.7	187.4	195.0	210.7	216.3	219.9	220.8	844.0	867.7	869.2
YoY	(13.7)	(19.8)	(32.2)	(25.1)	(13.3)	(1.1)	17.4	13.3	(22.6)	2.8	0.2
QoQ	(6.7)	(10.0)	(14.3)	4.1	8.1	2.6	1.7	0.4			
반도체	185.6	164.9	137.2	142.6	160.2	159.5	167.7	170.1	630.3	657.5	666.4
디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.3	19.6	26.8	28.4	27.4	75.6	102.1	101.9
2차전지	39.7	32.7	30.6	35.1	30.8	30.0	23.9	23.4	138.0	108.1	100.8
매출비중											
반도체	76.4	75.4	73.2	73.2	76.0	73.7	76.3	77.0	74.7	75.8	76.7
디스플레이	7.3	9.6	10.4	8.9	9.3	12.4	12.9	12.4	9.0	11.8	11.7
2차전지	16.3	14.9	16.3	18.0	14.6	13.9	10.9	10.6	16.3	12.5	11.6
영업이익	49.1	33.1	28.6	22.8	46.1	45.8	39.7	42.6	133.5	174.2	170.3
YoY	(14.9)	(40.3)	(43.0)	(48.2)	(6.1)	38.5	39.1	86.9	(35.5)	30.5	(2.2)
QoQ	11.4	(32.6)	(13.6)	(20.1)	101.8	(0.6)	(13.2)	7.4	0.0	0.0	0.0
OPM	20.2	15.1	15.2	11.7	21.9	21.2	18.1	19.3	15.8	20.1	19.6

자료: FnGuide, 신한투자증권 추정



자료: FnGuide, 신한투자증권 추정



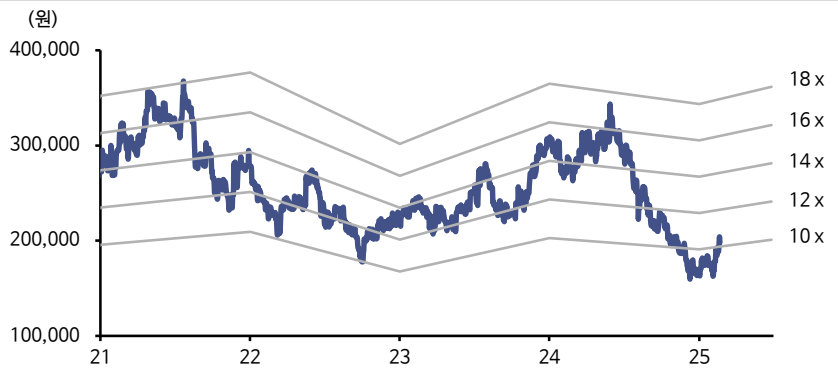
자료: FnGuide, 신한투자증권 추정

솔브레인 목표주가 산정 요약

(원, 배)	2025F	비고
목표주가	260,000	
EPS	19,119	
목표 PER	13.7	2021~2023년 PER 평균 적용
현재가	198,100	

자료: 신한투자증권 추정

솔브레인 12MF PER 차트



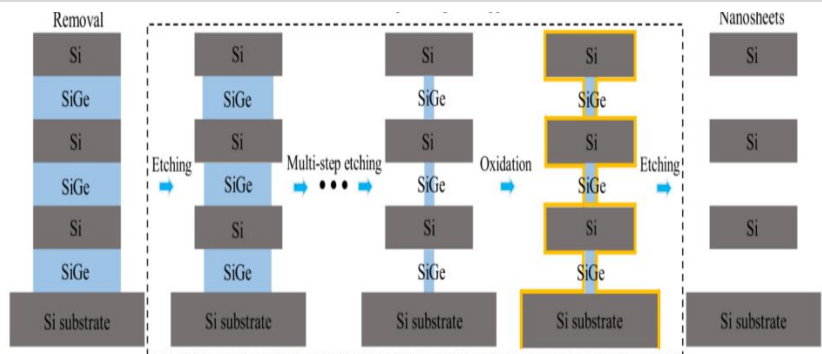
자료: Quantwise, 신한투자증권

솔브레인 반도체 식각액

	종류	용도
불산계	HF, BOE, HCl, HNO3	반도체 세정 및 산화막(SiO2) 식각
인산계	HSN, H3PO4, Poly/PAN/SPIN	3D NAND 질화막(Si3N4) 식각
초산계	HF 포함	GAA 실리콘게르마늄층(SiGe) 식각

자료: 솔브레인, 신한투자증권

GAA 초산계 식각액 핵심: SiGe 선택적 식각



자료: X Sun Journal(MDPI), 신한투자증권

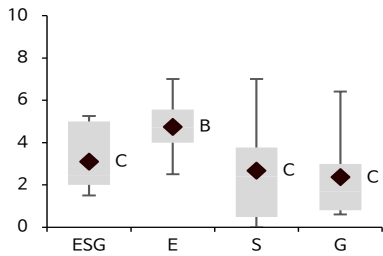
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: 사업장 Scope 1,2 온실가스 배출 관리, 온실가스 에너지 협의체 구성 및 운영
- ◆ 사회: 상생경영 전담 조직 운영 및 구성 통해 협력사와의 상호협력적 관계 구축
- ◆ 지배구조: ISO 37001(반부패경영시스템) 인증 취득 및 CP 체계 구축 통한 컴플라이언스 경영 추진

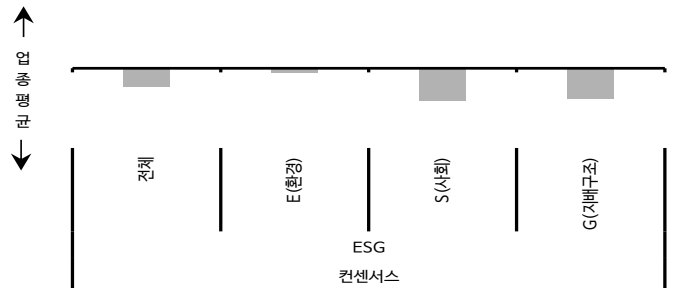
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

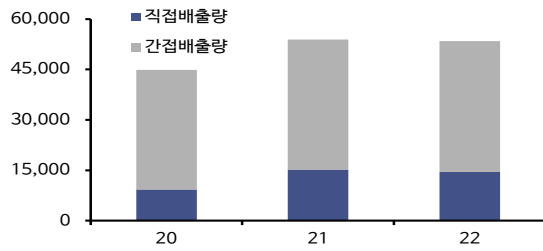


자료: 신한투자증권

Key Chart

온실가스 배출량

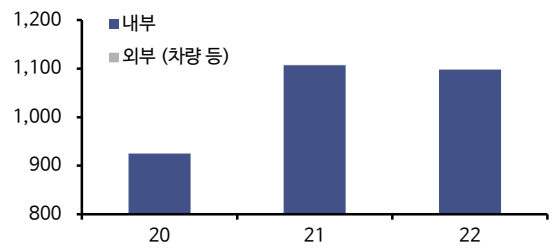
(tCO₂-eq/MWh)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

에너지 사용량

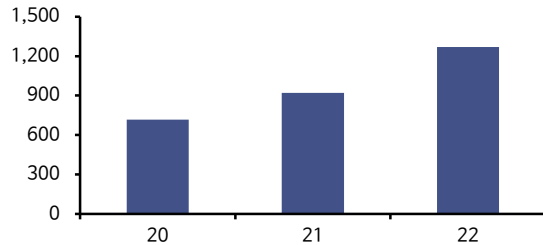
(TJ)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

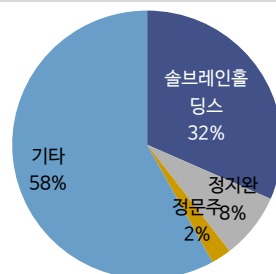
사회공헌 비용 지출

(백만원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

주주구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (삼역원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	9349	9954	1,1405	1,2734	1,4249
유동자산	4589	345.1	4185	5245	6037
현금및현금성자산	167.7	1608	161.5	2100	2480
매출채권	66.7	57.5	78.2	85.6	98.5
재고자산	1134	730	1053	1095	1210
비유동자산	4760	6504	7220	7489	8152
유형자산	4086	4622	4751	4871	5058
무형자산	6.7	6.2	5.8	5.5	5.2
투자자산	0.5	140.4	144.1	144.3	150.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	135.7	766	78.7	788	820
유동부채	127.6	71.1	73.1	73.2	76.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	39.9	25.4	26.1	26.1	27.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	5.5	5.6	5.5	5.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(금융부채 포함)	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	5.5	5.6	5.5	5.7
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
기타자본	(5.7)	(8.3)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
가포괄이익누계액	240	244	244	244	244
이익잉여금	344.3	459.1	601.4	733.6	881.2
자배주주지분	78.7	891.4	1,033.6	1,165.8	1,313.4
비자배주주지분	20.5	27.4	28.2	28.8	29.5
*총차입금	20	1.8	1.8	1.7	1.7
*순차입금(순현금)	(2339)	(1769)	(1964)	(2908)	(3502)

현금흐름표

12월 결산 (삼역원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1908	2210	1984	2323	2430
당기순이익	167.7	1310	1584	1481	1654
유형자산상각비	52.3	600	91.8	95.4	101.0
무형자산상각비	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
외환손실(이익)	40	0.2	29	32	36
자산처분손실(이익)	0.5	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
지분 총수입(손실)	0.0	0.0	(0.7)	(0.6)	(0.7)
온건재분변동	(52.7)	50.4	(54.3)	(15.1)	(26.5)
(연인세납부)	(47.2)	(50.3)	(42.9)	(39.6)	(44.0)
기타	65.8	29.4	42.9	39.6	44.0
투자활동으로인한현금흐름	(1460)	(2150)	(1819)	(1677)	(1881)
유형자산의증가(CAPEX)	(940)	(1294)	(1047)	(1073)	(1197)
유형자산의감소	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.8)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	(85.5)	(3.0)	0.4	(5.1)
기타	(51.4)	(0.6)	(74.2)	(60.8)	(63.3)
FCF	127.3	40.2	72.6	111.4	110.4
재무활동으로인한현금흐름	(441)	(135)	(180)	(187)	(186)
차입금의 증가(감소)	(23.3)	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)
자부채의처분(취득)	24	2.6	0.0	0.0	0.0
배당금	(16.5)	(189)	(15.5)	(15.5)	(16.3)
기타	(6.7)	2.8	(2.5)	(3.1)	(2.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	2.6	3.1	2.3
연결투자변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.7)	0.5	(0.4)	(0.4)	(0.5)
현금의증가(감소)	(0.9)	(6.9)	0.6	48.6	38.0
기초현금	168.7	167.7	160.8	161.5	210.0
기말현금	167.7	160.8	161.5	210.0	248.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

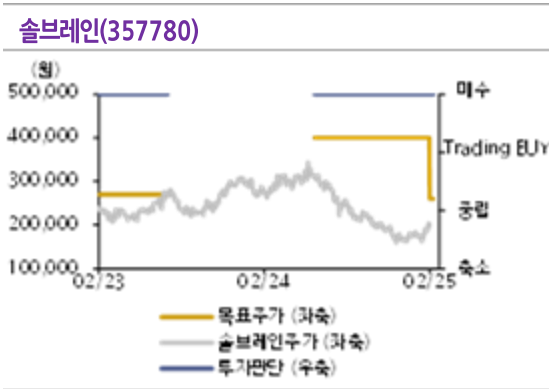
12월 결산 (삼역원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,090.9	840	867.7	882.2	906.1
증감률 (%)	65	(226)	28	0.2	43
매출총이익	793.1	650.9	616.6	621.6	645.5
매출총이익률 (%)	297.8	193.1	251.2	247.5	260.7
판매관리비	27.3	22.9	28.9	28.5	28.8
영업이익	90.8	59.6	77.0	77.2	68.5
증감률 (%)	207.1	133.5	174.2	170.3	192.2
영업이익률 (%)	9.6	(35.5)	30.5	(2.2)	12.8
영업외손익	190	15.8	20.1	19.6	21.2
영업외손익	84	27.8	27.1	18.4	17.2
금융손익	46	10.5	5.2	1.7	1.1
기타영업외손익	38	17.3	21.2	16.1	15.4
총수입 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.7	0.6	0.7
세전계속사업이익	215.4	161.3	201.3	188.7	209.3
법인세비용	47.8	30.3	42.9	39.6	44.0
계속사업이익	167.7	131.0	158.4	149.1	165.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	167.7	131.0	158.4	149.1	165.4
증감률 (%)	102	(21.9)	21.0	(5.9)	10.9
순이익률 (%)	15.4	15.5	18.3	17.2	18.2
(자배주주)당기순이익	162.8	130.4	157.7	148.5	164.7
(비자배주주)당기순이익	4.9	0.6	0.7	0.6	0.7
총포괄이익	165.9	131.3	158.4	149.1	165.4
(자배주주)총포괄이익	161.1	130.7	157.7	148.4	164.6
(비자배주주)총포괄이익	4.9	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	297	1940	2663	2660	2934
증감률 (%)	94	(25.3)	37.3	(0.1)	10.3
EBITDA 이익률 (%)	23.8	230	30.7	30.6	32.4

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	21,556	16,835	20,388	19,167	21,259
EPS (자배순이익, 원)	20,928	16,759	20,273	19,090	21,173
EPS (자본총계, 원)	102,749	118,122	136,499	153,576	172,645
EPS (자배지분, 원)	100,114	114,593	132,876	149,875	168,858
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,100	2,200
PER (당기순이익, 배)	10.1	18.1	8.1	10.3	9.3
PER (자배순이익, 배)	10.4	18.1	8.2	10.4	9.4
PER (자본총계, 배)	2.1	2.6	1.2	1.3	1.1
PER (자배지분, 배)	2.2	2.7	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	5.7	11.4	4.2	4.8	4.2
배당성향 (%)	9.5	11.9	9.8	11.0	10.3
배당수익률 (%)	0.9	0.7	1.2	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	23.8	230	30.7	30.6	32.4
영업이익률 (%)	19.0	15.8	20.1	19.6	21.2
순이익률 (%)	15.4	15.5	18.3	17.2	18.2
ROA (%)	19.0	13.6	14.8	12.4	12.3
ROE (자배순이익, %)	23.0	15.6	16.4	13.5	13.3
ROC (%)	31.4	20.9	23.0	21.0	22.6
안정성					
부채비율 (%)	17.0	8.3	7.4	6.6	6.1
순차입금비율 (%)	(29.3)	(19.3)	(18.5)	(24.3)	(26.1)
현금비율 (%)	131.5	226.2	220.8	286.8	324.9
이자보상배율 (배)	70.30	161.35	221.85	221.29	261.19
활동성					
순운전자본회전율 (회)	108	87	71	56	53
재고자산회수기간 (일)	36.3	40.3	37.5	45.1	46.4
매출채권회수기간 (일)	32.2	26.9	28.5	34.4	37.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 10월 25일	매수	270,000	(15.4)	20
2023년 07월 24일		커버리지제외	-	-
2024년 06월 11일	매수	400,000	(41.5)	(21.1)
2024년 12월 11일		6개월경과	(55.7)	(49.0)
2025년 02월 21일	매수	260,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김형태, 여현석)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 19일 기준)

매수 (매수)	91.41%	Trading BUY (중립)	6.64%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------