

Tech팀

류형근

Analyst

hyungkeun.ryu@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	370,000원	24.6%
현재주가	297,000원	
시가총액	2.3조원	
Shares (float)	7,778,566주 (54.4%)	
52주 최저/최고	209,500원/314,500원	
60일-평균거래대금	108.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
솔브레인 (%)	6.8	29.7	26.9
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	8.6	23.2	30.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	370,000	350,000	5.7%
2024E EPS	18,584	17,450	6.5%
2025E EPS	22,018	23,802	-7.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	396,667
Recommendation	4.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

솔브레인 (357780)

NAND 가동률에도 한 줄기 빛이?

- 주력 고객사의 NAND 재고 감소 속, NAND 가동률은 완만한 회복세에 접어들 것으로 전망. 솔브레인의 이익 회복에도 탄력성이 높아질 수 있는 환경이 조성.
- 중장기적으로는 Etchant 외 반도체 제품으로의 다변화 효과와 적자 사업 철수(디스플레이 Thin Glass 사업)를 통한 사업구조 개편 효과에 주목.
- 목표주가를 350,000원에서 370,000원으로 상향하고, 매수 의견 유지.

WHAT'S THE STORY?

투자 전략: 주력 고객사의 NAND 판매량은 높은 기저 속에서도 1분기에 선방한 것으로 추정되며 (전분기 대비 2-3% 감소), 2023년 하반기 보수적인 웨이퍼 투입량을 감안 시, 주력 고객사의 NAND 재고 또한 예상 대비 빠르게 감소했을 것이라 생각한다.

하반기 NAND 수요에 대한 불확실성이 존재하는 만큼 아직 NAND 가동률을 크게 올리기엔 부담이 있으나, 줄어든 재고와 AI 시대에서 나타나고 있는 고용량 SSD에 대한 신규 수요 등을 감안 시, NAND 가동률이 완만한 회복세에 접어들 시점은 도래했다고 생각한다. 현재 시안 공장을 중심으로 가동률 회복이 나타나고 있는 것으로 추정되며, 솔브레인의 이익 회복에도 탄력성이 높아질 수 있는 환경이 조성되고 있다는 판단이다.

중장기적으로 나타날 반도체 소재 제품 라인업 다변화 효과와 적자 사업 철수를 통한 사업구조 개편 효과 등을 감안 시, 보다 긍정적인 접근이 유효한 시점이라 생각한다. Target EPS 변경(2024-2025년 평균 EPS 적용)분을 반영하여 목표주가를 370,000원으로 상향한다.

중장기적으로 우리가 기대할 수 있는 변화는?

Logic Etchant: GAAFET과 3D DRAM향으로 공급이 가능한 라인업이다. 아직 삼성파운드리 내 3nm (GAAFET 신규 적용) 비중은 크지 않은 것으로 추정되나, 경쟁력 회복의 열쇠이고, 3nm 신규 적용 제품군이 기존 ASIC에서 AP로 다각화될 것으로 예상되는 만큼 3nm Capa 확대의 방향성에 변한 것은 없다고 생각한다. 지속되는 Capa 확대 속, 제품 다변화 효과가 서서히 나타날 것으로 전망한다.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	844	921	1,026	1,100
영업이익 (십억원)	133	180	209	233
순이익 (십억원)	131	145	172	190
EPS (adj) (원)	16,759	18,584	22,018	24,315
EPS (adj) growth (%)	-19.9	10.9	18.5	10.4
EBITDA margin (%)	23.0	27.2	27.8	28.4
ROE (%)	15.6	15.1	15.6	15.0
P/E (adj) (배)	18.1	16.0	13.5	12.2
P/B (배)	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (배)	11.4	8.4	7.1	6.0
Dividend yield (%)	0.7	0.7	0.7	0.7

자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

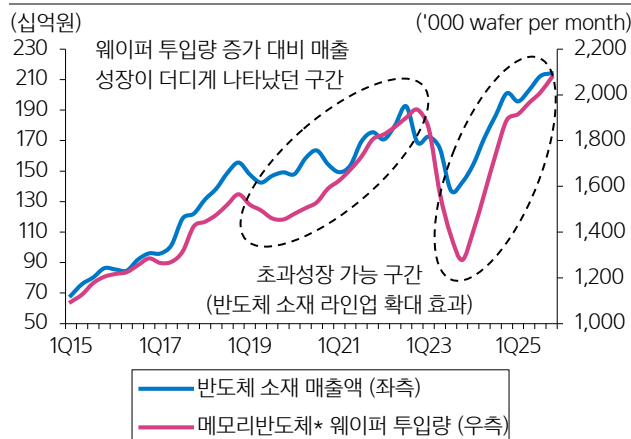
- **CMP Slurry:** 공정 미세화 속 CMP 공정 스텝 수는 늘어나고 있고, HBM에는 Hybrid Bonding의 적용 여부와 관계없이 후공정에서도 CMP 공정이 채용되고 있는 것으로 판단된다. 늘어나는 CMP 공정 비중 속, CMP Slurry 매출의 성장도 가속화될 것이라 생각한다.
- **CVD Precursor:** Low-K 중심에서 High-K로의 다변화가 기대할 수 있는 중장기 변화이다.

솔브레인: 목표주가 산정

구분	2024E	비고
EPS	20,301	2024-2025년 평균 EPS 적용
Target P/E	18	반도체 소재 업체들의 Valuation 상단 대비 20% 할인
목표주가	370,000	
현재 주가	297,000	
상승 여력 (%)	24.6	

자료: Quantiwise, 삼성증권

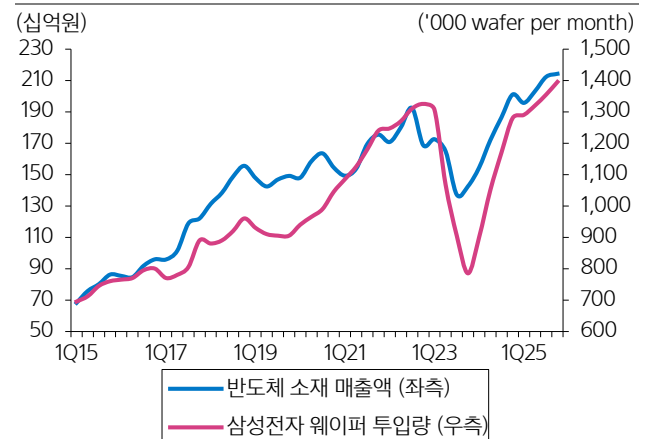
국내 메모리반도체* 웨이퍼 투입량과 반도체 소재 매출액



참고: *삼성전자와 SK하이닉스의 합산

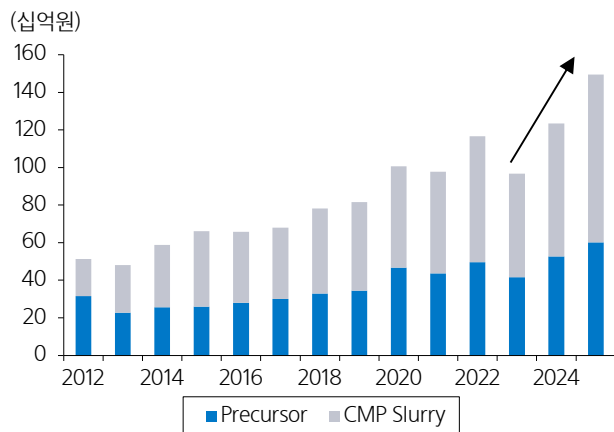
자료: Trendforce, 솔브레인, 삼성증권 추정

삼성전자 메모리반도체 웨이퍼 투입량과 반도체 소재 매출액



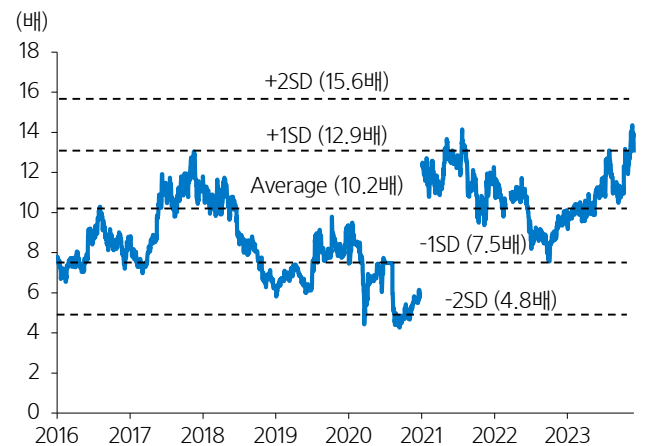
자료: Trendforce, 솔브레인, 삼성증권 추정

솔브레인: Etchant 외 반도체 소재 매출액 추이 및 전망



자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

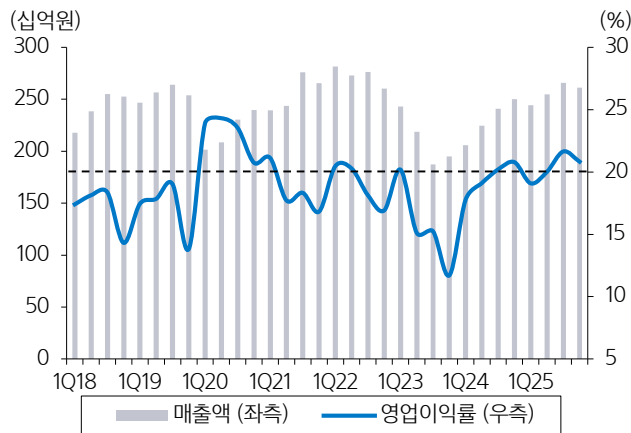
솔브레인: 12m Fwd P/E 추이 및 전망



참고: *평균과 표준편차는 2020-2024년 일별 데이터 기준으로 산출 **2020년 8월 이전 데이터는 분할 전 데이터를 기준으로 산출

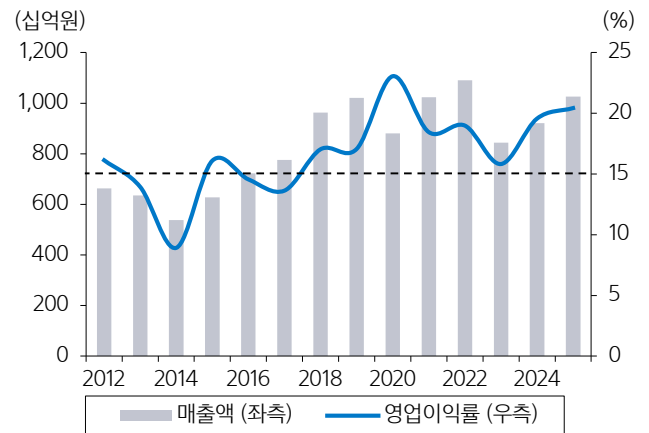
자료: Quantiwise, 삼성증권

솔브레인: 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



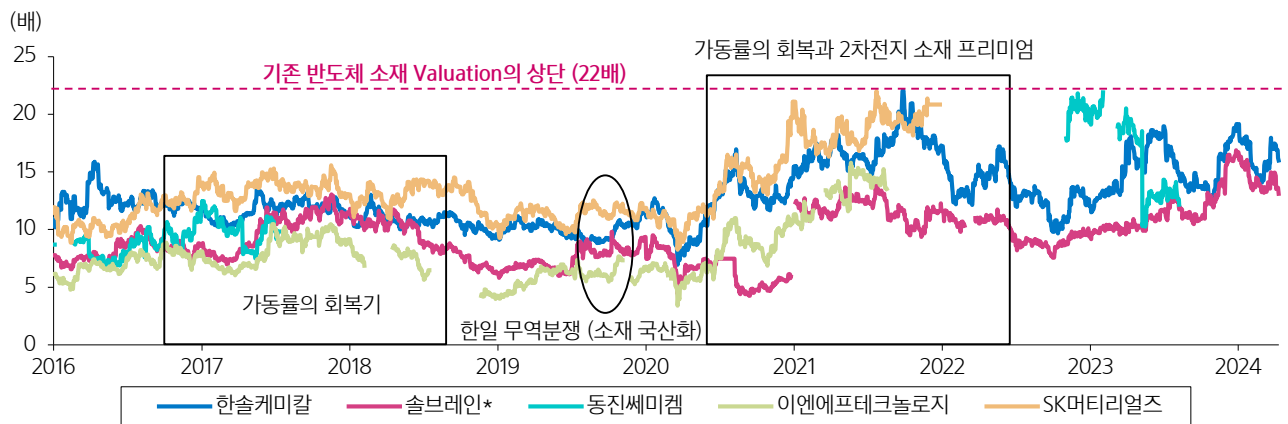
자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

솔브레인: 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

반도체 소재 업계의 12m Fwd P/E 추이



자료: Quantiverse, 삼성증권

솔브레인: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	243	219	187	195	206	224	241	250	244	255	266	261	1,091	844	921	1,026
반도체 소재	173	165	137	143	154	172	186	201	196	203	212	214	712	617	714	825
디스플레이 소재	18	21	20	17	17	17	16	15	13	15	15	13	128	76	64	56
2차전지 및 기타	53	33	31	35	35	35	38	34	36	37	39	34	251	151	142	145
영업이익	49	33	29	23	37	43	49	52	47	51	57	54	207	133	180	209
세전이익	59	42	35	24	38	44	49	54	50	54	60	57	215	161	185	221
순이익	46	33	28	24	30	35	38	43	39	42	46	45	168	131	145	172
이익률 (%)																
영업이익	20	15	15	12	18	19	20	21	19	20	22	21	19	16	20	20
세전이익	24	19	19	13	19	20	20	22	21	21	22	22	20	19	20	22
순이익	19	15	15	12	14	15	16	17	16	16	17	17	15	16	16	17

자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	921	1,026	1,100
매출원가	793	651	679	748	794
매출총이익	298	193	242	278	306
(매출총이익률, %)	27.3	22.9	26.2	27.1	27.8
판매 및 일반관리비	91	60	62	68	73
영업이익	207	133	180	209	233
(영업이익률, %)	19.0	15.8	19.5	20.4	21.2
영업외손익	8	28	5	12	13
금융수익	9	14	11	14	17
금융비용	4	4	6	5	6
지분법손익	0	0	-1	1	2
기타	4	17	1	2	1
세전이익	215	161	185	221	246
법인세	48	30	40	49	56
(법인세율, %)	22.2	18.8	21.6	22.2	22.7
계속사업이익	168	131	145	172	190
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	168	131	145	172	190
(순이익률, %)	15.4	15.5	15.8	16.8	17.3
지배주주순이익	163	130	145	171	189
비지배주주순이익	5	1	1	1	1
EBITDA	260	194	251	285	312
(EBITDA 이익률, %)	23.8	23.0	27.2	27.8	28.4
EPS (지배주주)	20,928	16,759	18,584	22,018	24,315
EPS (연결기준)	21,556	16,835	18,669	22,118	24,425
수정 EPS (원)*	20,928	16,759	18,584	22,018	24,315

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	191	221	200	227	259
당기순이익	168	131	145	172	190
현금유출입이없는 비용 및 수익	74	50	102	111	116
유형자산 감가상각비	52	60	70	75	80
무형자산 상각비	0	1	0	0	0
기타	21	-10	32	35	36
영업활동 자산부채 변동	-53	50	-17	-20	-9
투자활동에서의 현금흐름	-146	-215	-122	-102	-102
유형자산 증감	-94	-129	-120	-100	-100
장단기금융자산의 증감	-49	45	-2	-2	-2
기타	-3	-131	-0	-0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-44	-13	-15	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-22	-0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-16	-19	-15	-15	-15
기타	-5	6	0	0	0
현금증감	-1	-7	50	94	132
기초현금	169	168	161	211	304
기말현금	168	161	211	304	436
Gross cash flow	241	181	248	283	306
Free cash flow	97	92	80	127	159

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 솔브레인, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	459	345	437	562	712
현금 및 현금등가물	168	161	211	304	436
매출채권	67	58	80	88	93
재고자산	113	73	89	104	113
기타	111	54	59	65	70
비유동자산	476	650	712	752	784
투자자산	1	140	152	169	180
유형자산	409	462	512	537	557
무형자산	7	6	6	5	5
기타	60	42	42	42	42
자산총계	935	995	1,149	1,314	1,497
유동부채	128	71	94	103	110
매입채무	40	25	45	47	51
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	88	46	50	56	60
비유동부채	8	6	6	7	7
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	8	6	6	7	7
부채총계	136	77	100	109	117
자배주주지분	779	891	1,020	1,176	1,350
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	344	459	588	744	918
기타	18	16	16	16	16
비지배주주지분	20	27	28	29	30
자본총계	799	919	1,049	1,205	1,380
순부채	-229	-177	-228	-324	-458

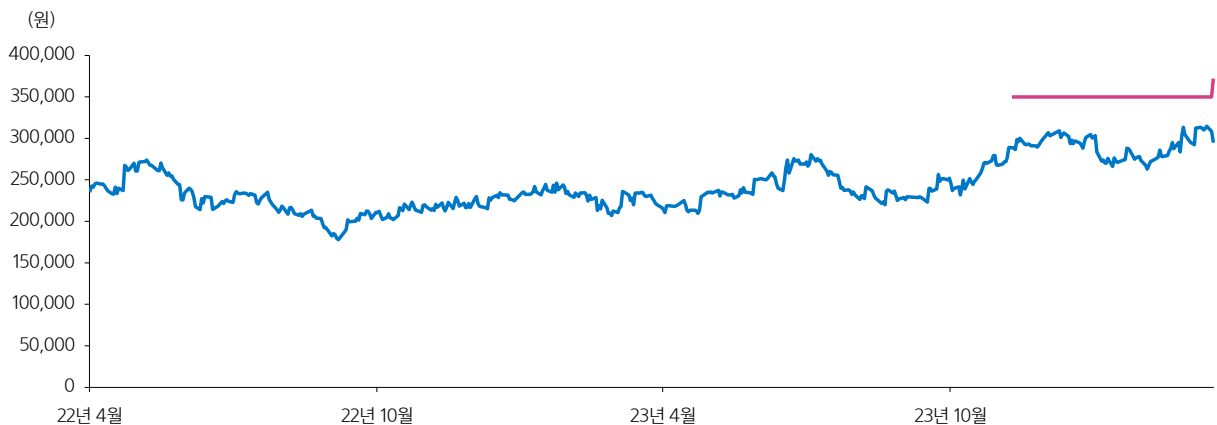
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	6.5	-22.6	9.1	11.4	7.3
영업이익	9.6	-35.5	34.9	16.3	11.1
순이익	10.2	-21.9	10.9	18.5	10.4
수정 EPS**	9.6	-19.9	10.9	18.5	10.4
주당지표					
EPS (지배주주)	20,928	16,759	18,584	22,018	24,315
EPS (연결기준)	21,556	16,835	18,669	22,118	24,425
수정 EPS**	20,928	16,759	18,584	22,018	24,315
BPS	100,439	115,118	131,787	151,906	174,332
DPS (보통주)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuations (배)					
P/E***	10.4	18.1	16.0	13.5	12.2
P/B***	2.2	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	5.7	11.4	8.4	7.1	6.0
비율					
ROE (%)	23.0	15.6	15.1	15.6	15.0
ROA (%)	19.0	13.6	13.5	14.0	13.5
ROIC (%)	31.4	19.2	23.0	24.4	25.5
배당성향 (%)	9.5	11.9	10.7	9.0	8.2
배당수익률 (보통주, %)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
순부채비율 (%)	-28.7	-19.3	-21.8	-26.9	-33.2
이자보상배율 (배)	703.0	1,613.5	2,254.4	2,479.3	2,614.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 4월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 4월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/12/4	2024/4/11
투자의견	BUY	BUY
TP (₩)	350000	370000
과리율 (평균)	-16.93	
과리율 (최대or최소)	-10.14	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.03.31 기준

매수(77.6%) 중립(22.4%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA