



BUY (유지)

목표주가(12M) 274,000원(하향)

현재주가(11.22) 193,500원

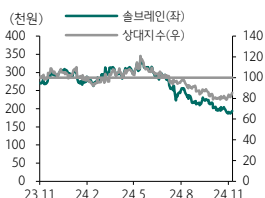
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	677.01
52주 최고/최저(원)	343,500/186,600
시가총액(십억원)	1,505.2
시가총액비중(%)	0.45
발행주식수(천주)	7,778.6
60일 평균 거래량(천주)	19.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.0
외국인지분율(%)	33.60
주요주주 지분율(%)	
정지완 외 8 인	44.92
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 30 인	9.25

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	868.2	927.9
영업이익(십억원)	174.2	193.2
순이익(십억원)	153.7	162.7
EPS(원)	19,685	20,868
BPS(원)	133,122	152,031

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,090.9	844.0	869.5	965.7
영업이익	207.1	133.5	176.1	182.5
세전이익	215.4	161.3	200.8	206.5
순이익	162.8	130.4	157.0	160.8
EPS	20,928	16,759	20,189	20,669
증감율	9.61	(19.92)	20.47	2.38
PER	10.41	18.14	9.45	9.23
PBR	2.16	2.63	1.42	1.24
EV/EBITDA	5.71	11.42	5.15	4.52
ROE	23.03	15.61	16.26	14.45
BPS	100,845	115,654	134,799	153,477
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 25일 | 기업분석\_Earnings Review

## 솔브레인 (357780)

### 메모리 업황 회복이 필요

#### 3Q24 Review: 2차전지 소재 수익성 악화로 이익률 하락

솔브레인은 24년 3분기 매출액 2,199억원(YoY +17%, QoQ +2%), 영업이익 397억원(YoY +39%, QoQ -13%, OPM 18.1%)을 기록했다. 전분기대비 매출은 소폭 증가한 반면 영업이익률은 감소했는데 2차전지 부문 수익성 악화 및 일회성 비용 반영이 주된 요인이다. 사업 부문 별로 반도체 소재 부문 매출은 1,677억원을 기록했는데 Etchant, 프리커서 및 CMP 슬러리 매출이 모두 전분기대비 소폭 증가했다. 메모리 가동률 회복이 지연되고 있으나 선단 공정 확대에 따른 소재 사용량이 증가하고 있는 것으로 추정된다. 디스플레이 매출은 전분기 대비 6% 증가한 284억을 기록했으며 연초부터 고정비 감소효과로 인한 양호한 수익성이 지속되고 있다. 2차전지 소재 매출은 부진한 전방 수요로 인해 전분기 대비 31% 감소한 175억원을 기록했으며 과거 높은 가격에 매입한 원재료비가 반영되며 전사 수익성에 부정적인 영향을 미쳤다.

#### 4Q24 Preview: 메모리 가동률 회복은 제한적

솔브레인의 24년 4분기 매출액은 2,226억원(YoY +14%, QoQ +1%), 영업이익은 423억원(YoY +86%, QoQ +7%, OPM 19%)을 기록할 전망이다. 메모리 고객사 가동률이 2~3분기와 유사한 수준이 유지되고 있는 것으로 파악되나 전환투자 진행에 따른 선단공정 비중 확대로 소재 사용량 증가 추세가 지속되며 반도체 소재 매출은 전분기대비 3% 증가한 1,725억원을 기록할 것으로 추정된다. 디스플레이 소재 매출은 2~3분기 중화권 중저가 모바일 수요 호조로 양호한 실적이 지속되었으나 4분기에는 재고조정 영향으로 전분기대비 5% 감소한 270억원을 기록할 것으로 예상된다. 다만, Thin glass 사업을 축소하는 과정으로 고정비 감소에 따른 양호한 이익률은 지속될 전망이다. 2차전지 소재는 전방 수요 부진 지속으로 4분기에도 182억원의 매출을 기록하는데 그칠 것으로 예상된다. 4분기 영업이익률은 전분기대비 개선될 것으로 추정했는데 환율 상승, 총당금 일부 환입 효과가 있을 것으로 예상되고 일회성 비용이 2~3분기에 걸쳐 선반영되었기 때문이다.

#### 업황 회복이 필요

솔브레인에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 274,000원으로 하향한다. 목표주가는 12MF EPS 20,636원에 지난 3년간 PER 평균값인 13.29배를 적용해 산출했으며 메모리 업황 불확실성 확대에 Target PER을 하향 조정했다. 하반기 지속적인 주가 하락으로 솔브레인의 12개월 선행 PER은 상장 이후 최저 수준인 9.25배까지 낮아졌다. 주가 회복을 위해서는 반도체 업황 회복이 선행되어야 한다고 판단하나 밸류에이션 매력도를 감안해 투자의견을 유지한다.

도표 1. 솔브레인의 분기별 실적 추정 (수정 후)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>매출</b>	<b>243.0</b>	<b>218.6</b>	<b>187.4</b>	<b>195.0</b>	<b>210.7</b>	<b>216.3</b>	<b>219.9</b>	<b>222.6</b>	<b>843.9</b>	<b>869.5</b>	<b>965.7</b>
YoY	-13.7%	-19.9%	-32.2%	-25.1%	-13.3%	-1.1%	17.4%	14.2%	-22.6%	3.0%	12.0%
QoQ	-6.7%	-10.0%	-14.3%	4.1%	8.1%	2.6%	1.7%	1.2%			
반도체	185.6	164.8	137.2	142.6	160.2	159.5	167.7	172.5	630.2	659.9	761.3
디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.4	19.6	26.8	28.4	27.0	75.8	101.8	101.5
2차전지	36.9	30.3	27.4	22.6	30.8	20.5	17.5	18.2	117.1	87.1	76.1
기타	2.8	2.4	3.2	12.5	0.0	9.5	6.3	4.9	20.8	20.7	26.8
<b>매출비중</b>											
반도체	76%	75%	73%	73%	76%	74%	76%	78%	75%	76%	79%
디스플레이	7%	10%	10%	9%	9%	12%	13%	12%	9%	12%	11%
2차전지	15%	14%	15%	12%	15%	9%	8%	8%	14%	10%	8%
기타	1%	1%	2%	6%	0%	4%	3%	2%	2%	2%	3%
<b>영업이익</b>	<b>49.1</b>	<b>33.1</b>	<b>28.6</b>	<b>22.8</b>	<b>46.0</b>	<b>45.8</b>	<b>39.7</b>	<b>44.6</b>	<b>133.5</b>	<b>176.1</b>	<b>182.5</b>
YoY	-14.9%	-40.3%	-43.0%	-48.2%	-6.1%	38.5%	39.1%	95.3%	-35.5%	31.9%	3.6%
QoQ	11.4%	-32.6%	-13.6%	-20.1%	101.8%	-0.6%	-13.2%	12.2%		0.0%	0.0%
<b>영업이익률</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>

자료: 솔브레인, 하나증권

도표 2. 솔브레인의 분기별 실적 추정 (수정 전)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>매출</b>	<b>243.0</b>	<b>218.6</b>	<b>187.4</b>	<b>195.0</b>	<b>210.7</b>	<b>216.3</b>	<b>218.8</b>	<b>226.2</b>	<b>843.9</b>	<b>871.9</b>	<b>1,006.2</b>
YoY	-13.7%	-19.9%	-32.2%	-25.1%	-13.3%	-1.1%	16.8%	16.0%	-22.6%	3.3%	12.0%
QoQ	-6.7%	-10.0%	-14.3%	4.1%	8.1%	2.6%	1.2%	3.4%			
반도체	185.6	164.8	137.2	142.6	160.2	159.5	166.3	178.2	630.2	664.2	808.5
디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.4	19.6	26.8	26.3	26.3	75.8	99.0	98.7
2차전지	36.9	30.3	27.4	22.6	30.8	20.5	21.5	16.9	117.1	89.8	73.0
기타	2.8	2.4	3.2	12.5	0.0	9.5	4.7	4.7	20.8	18.9	25.9
<b>매출비중</b>											
반도체	76%	75%	73%	73%	76%	74%	76%	79%	75%	76%	80%
디스플레이	7%	10%	10%	9%	9%	12%	12%	12%	9%	11%	10%
2차전지	15%	14%	15%	12%	15%	9%	10%	7%	14%	10%	7%
기타	1%	1%	2%	6%	0%	4%	2%	2%	2%	2%	3%
<b>영업이익</b>	<b>49.1</b>	<b>33.1</b>	<b>28.6</b>	<b>22.8</b>	<b>46.0</b>	<b>45.8</b>	<b>44.9</b>	<b>47.1</b>	<b>133.5</b>	<b>183.9</b>	<b>185.6</b>
YoY	-14.9%	-40.3%	-43.0%	-48.2%	-6.1%	38.5%	57.3%	106.5%	-35.5%	37.7%	0.9%
QoQ	11.4%	-32.6%	-13.6%	-20.1%	101.8%	-0.6%	-1.8%	4.9%		0.0%	0.0%
<b>영업이익률</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>

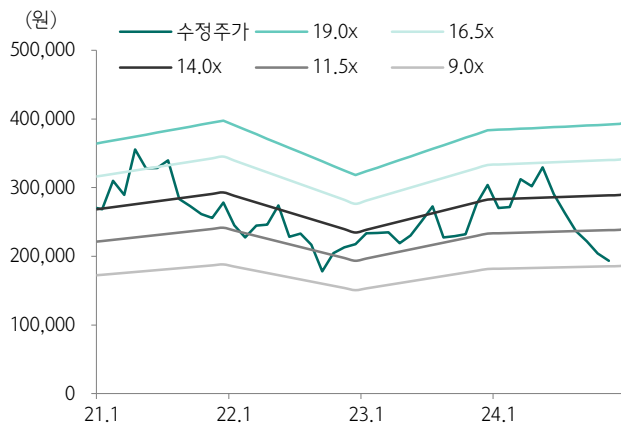
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 3. 솔브레인 Valuation

	비고	
EPS (원)	20,636	12개월 선행 EPS
Target PER (x)	13.22	21~24년 PER 평균
목표주가 (원)	274,000	
현재주가 (원)	193,500	2024.11.22 기준
상승여력	42%	

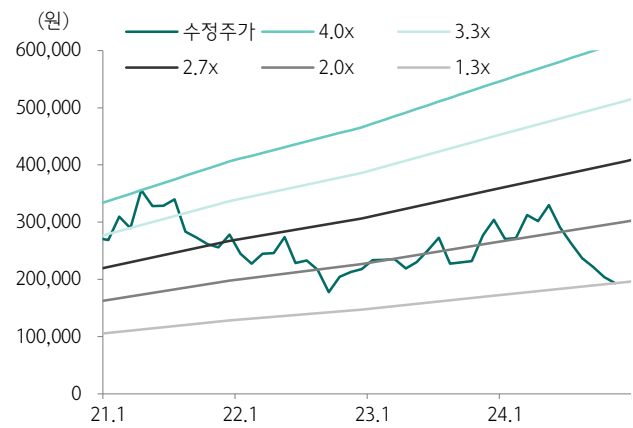
자료: 하나증권

도표 4. 솔브레인 12MF P/E Band



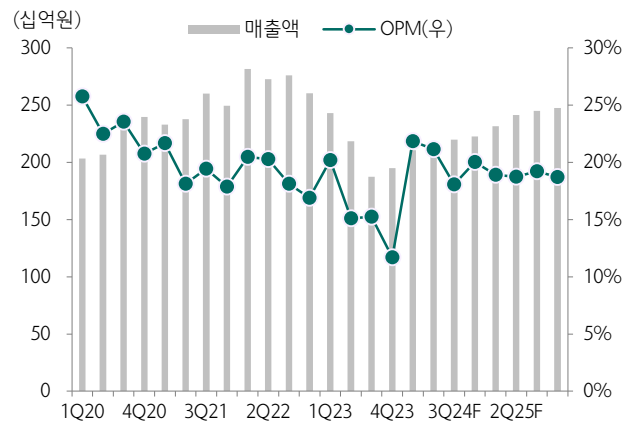
자료: WiseFn, 솔브레인, 하나증권

도표 5. 솔브레인 12MF P/E Band



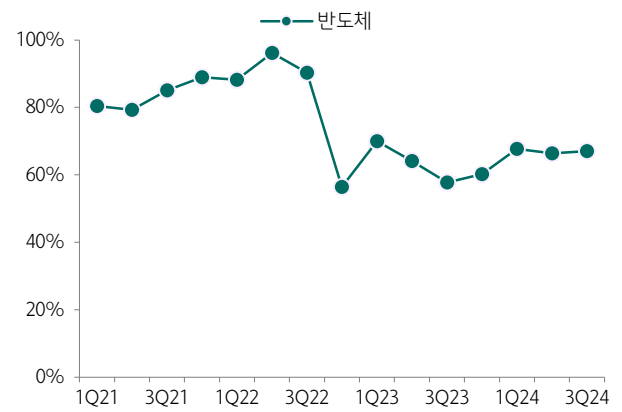
자료: WiseFn, 솔브레인, 하나증권

도표 6. 솔브레인 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 솔브레인, 하나증권

도표 7. 반도체 소재 부문 가동률 추이



자료: DART, 솔브레인, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,090.9	844.0	869.5	965.7	1,072.6
매출원가	793.1	650.9	618.1	706.5	770.1
매출총이익	297.8	193.1	251.4	259.2	302.5
판매비	90.8	59.6	75.3	76.7	85.8
영업이익	207.1	133.5	176.1	182.5	216.8
금융손익	4.6	10.5	10.6	0.0	0.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(3.7)	24.0	19.9
기타영업외손익	3.8	17.3	17.7	0.0	0.0
세전이익	215.4	161.3	200.8	206.5	236.7
법인세	47.8	30.3	43.3	45.4	52.1
계속사업이익	167.7	131.0	157.6	161.1	184.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	167.7	131.0	157.6	161.1	184.6
비배주주지분 순이익	4.9	0.6	0.5	0.3	0.3
지배주주순이익	162.8	130.4	157.0	160.8	184.3
지배주주지분포괄이익	161.1	130.7	164.5	160.9	184.4
NOPAT	161.1	108.4	138.2	142.3	169.1
EBITDA	259.7	194.0	238.5	249.0	287.1
성장성(%)					
매출액증가율	6.54	(22.63)	3.02	11.06	11.07
NOPAT증가율	13.93	(32.71)	27.49	2.97	18.83
EBITDA증가율	9.39	(25.30)	22.94	4.40	15.30
영업이익증가율	9.69	(35.54)	31.91	3.63	18.79
(지배주주)순이익증가율	9.63	(19.90)	20.40	2.42	14.61
EPS증가율	9.61	(19.92)	20.47	2.38	14.61
수익성(%)					
매출총이익률	27.30	22.88	28.91	26.84	28.20
EBITDA이익률	23.81	22.99	27.43	25.78	26.77
영업이익률	18.98	15.82	20.25	18.90	20.21
계속사업이익률	15.37	15.52	18.13	16.68	17.21

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	20,928	16,759	20,189	20,669	23,688
BPS	100,845	115,654	134,799	153,477	175,174
CFPS	31,043	23,280	28,059	35,095	39,463
EBITDAPS	33,386	24,943	30,658	32,011	36,910
SPS	140,240	108,507	111,778	124,146	137,897
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	10.41	18.14	9.45	9.23	8.05
PBR	2.16	2.63	1.42	1.24	1.09
PCFR	7.02	13.06	6.80	5.44	4.83
EV/EBITDA	5.71	11.42	5.15	4.52	3.55
PSR	1.55	2.80	1.71	1.54	1.38
재무비율(%)					
ROE	23.03	15.61	16.26	14.45	14.51
ROA	18.45	13.51	14.49	12.88	13.02
ROIC	32.05	19.54	23.71	22.88	25.82
부채비율	16.97	8.34	9.67	9.21	8.75
순부채비율	(29.27)	(19.26)	(25.69)	(30.98)	(34.88)
이자보상배율(배)	703.02	1,613.52	0.00	0.00	0.00

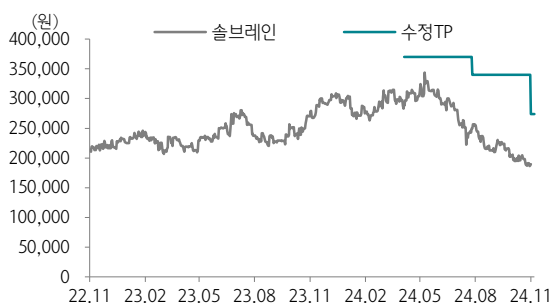
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	458.9	345.1	464.6	587.4	717.0
금융자산	235.9	178.7	276.5	378.2	484.6
현금성자산	167.7	160.8	256.0	355.4	459.4
매출채권	66.7	57.5	65.7	73.1	81.1
재고자산	113.4	73.0	83.4	92.7	103.0
기타유동자산	42.9	35.9	39.0	43.4	48.3
비유동자산	476.0	650.4	707.1	738.3	787.0
투자자산	0.5	140.4	150.2	167.1	185.6
금융자산	0.5	8.9	0.1	0.1	0.1
유형자산	408.6	462.2	509.3	523.4	553.6
무형자산	6.7	6.2	6.2	6.4	6.4
기타비유동자산	60.2	41.6	41.4	41.4	41.4
자산총계	934.9	995.4	1,171.7	1,325.7	1,504.0
유동부채	127.6	71.1	97.1	104.9	113.5
금융부채	1.5	1.0	1.1	1.2	1.4
매입채무	39.9	25.4	29.0	32.2	35.8
기타유동부채	86.2	44.7	67.0	71.5	76.3
비유동부채	8.1	5.5	6.2	6.8	7.5
금융부채	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9
기타비유동부채	7.6	4.7	5.3	5.9	6.6
부채총계	135.7	76.6	103.3	111.8	121.0
지배주주지분	778.7	891.4	1,040.3	1,185.6	1,354.3
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
자본조정	(5.7)	(8.3)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
기타포괄이익누계액	24.0	24.4	31.7	31.7	31.7
이익잉여금	344.3	459.1	600.7	746.0	914.8
비지배주주지분	20.5	27.4	28.0	28.3	28.7
자본총계	799.2	918.8	1,068.3	1,213.9	1,383.0
순금융부채	(233.9)	(176.9)	(274.5)	(376.1)	(482.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	190.8	221.0	211.6	218.9	245.4
당기순이익	167.7	131.0	157.6	161.1	184.6
조정	75.8	39.6	67.8	66.5	70.3
감가상각비	52.6	60.5	62.4	66.5	70.3
외환거래손익	4.0	0.2	(6.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0
기타	19.2	(21.1)	12.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(52.7)	50.4	(13.8)	(8.7)	(9.5)
투자활동 현금흐름	(146.0)	(215.0)	(111.5)	(100.0)	(121.6)
투자자산감소(증가)	(0.1)	(113.0)	(9.3)	(16.9)	(18.5)
자본증가(감소)	(93.8)	(129.4)	(103.0)	(80.0)	(100.0)
기타	(52.1)	27.4	0.8	(3.1)	(3.1)
재무활동 현금흐름	(44.1)	(18.3)	(16.3)	(15.4)	(15.3)
금융부채증가(감소)	(22.3)	(0.2)	0.2	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.3)	(2.6)	(1.0)	0.0	0.1
배당지급	(16.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)
현금의 증감	(0.9)	(12.2)	178.7	99.4	103.9
Unlevered CFO	241.5	181.1	218.3	273.0	307.0
Free Cash Flow	96.8	91.7	107.2	138.9	145.4

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 솔브레인



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.20	BUY	274,000		
24.8.15	BUY	340,000	-36.82%	-24.56%
24.4.24	BUY	370,000	-21.28%	-7.16%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 11월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 2024년 11월 22일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.75%	5.80%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 11월 19일