



## BUY (유지)

목표주가(12M) 340,000원(하향)  
현재주가(8.14) 249,500원

### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	776.83
52주 최고/최저(원)	343,500/220,000
시가총액(십억원)	1,940.8
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	7,778.6
60일 평균 거래량(천주)	32.1
60일 평균 거래대금(십억원)	9.4
외국인지분율(%)	33.14
주요주주 지분율(%)	
정자와 외 8인	45.02
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 30인	8.21

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	931.3	1,100.1
영업이익(십억원)	189.4	233.6
순이익(십억원)	171.2	204.4
EPS(원)	21,993	26,261
BPS(원)	135,049	158,734

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,090.9	844.0	871.9	1,006.2
영업이익	207.1	133.5	183.9	185.6
세전이익	215.4	161.3	224.6	219.2
순이익	162.8	130.4	170.1	169.8
EPS	20,928	16,759	21,872	21,832
증감율	9.61	(19.92)	30.51	(0.18)
PER	10.41	18.14	11.41	11.43
PBR	2.16	2.63	1.83	1.60
EV/EBITDA	5.71	11.42	6.90	6.35
ROE	23.03	15.61	17.53	15.07
BPS	100,845	115,654	136,040	155,881
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 김민경 minjung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 8월 16일 | 기업분석\_Earnings Review

## 솔브레인 (357780)

### 양호한 이익률 지속

#### 2Q24 Review: 영업이익 호조 지속

솔브레인의 24년 2분기 매출액 2,163억원(YoY -1%, QoQ +3%), 영업이익 458억원(YoY +38.5%, QoQ -1%, OPM 21%)을 기록했다. 반도체, 디스플레이, 2차전지 소재 매출이 각각 1,595억원, 268억원, 205억원, 기타 매출이 95억원 발생했다. 반도체 소재 매출이 전분기와 유사한 수준으로 지속되었는데 고객사 가동률은 전분기 대비 상승했으나 생산 라인 초기 가동 시 발생하는 일회성 매출이 빠진 영향이다. 전분기에 이어 영업이익률이 20%를 상회했는데 반도체 및 디스플레이 부문의 양호한 가동률이 이어지고 있고 디스플레이 부문의 고정비 감소 효과가 지속되고 있기 때문이다. 일부 반도체 소재 기업들이 양호한 영업이익률을 실현하고 있는데 원재료비 하락으로 인한 마진 개선 효과가 이어지고 있는 것으로 추정된다.

#### 3Q24 Preview: 완만한 회복 전망

솔브레인의 24년 3분기 매출액 2,188억원(YoY +17%, QoQ +1%), 영업이익 449억원(YoY +57%, QoQ -2%, OPM 21%)을 기록할 전망이다. 반도체, 디스플레이, 2차전지 소재 매출이 각각 1,663억원, 263억원, 217억원, 기타 매출이 47억원을 기록할 것으로 예상된다. 반도체 고객사의 DRAM 선단공정 전환투자가 진행됨에 따라 실적 개선세는 이어질 것으로 예상되나 NAND 가동률이 당초 예상대비 완만한 회복세를 보일 전망이다. 이에 솔브레인 내 30% 이상의 매출비중을 차지하는 인산계 예천트의 매출액 개선도 다소 지연될 것으로 추정된다. 다만 제한적인 외형 회복에도 불구하고 양호한 이익률 연말까지 지속될 것으로 판단한다.

#### 주요 투자포인트는 유효

솔브레인에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 340,000원으로 하향한다. 목표주가 하향한 이유는 24년과 25년 영업이익 추정치를 각각 4%, 16% 하향했기 때문이다. IT 수요 회복 지연으로 반도체 제조사들의 보수적인 공급 기조가 지속되고 있어 레거시 관련 반도체 소부장 기업들의 24년 연간 가이던스는 연초 예상대비 하향조정되고 있는 상황이다. 다만, 다만 AI 수요에 대응하기 위한 DRAM 선단공정 투자는 지속되고 있고 일반 서버 수요도 회복하고 있는 것으로 감지된다. 25년에는 교체 수요로 인해 모바일 및 PC 수요도 개선될 것으로 예상되며 전반적인 반도체 가동률 상승 및 소재 사용 증가로 이어질 것으로 기대된다. 목표주가를 하향했으나 3나노 GAA형 초산계 식각액 및 가동률 상승에 따른 소재 사용량 증가 기대감 등 주요 투자 포인트는 유효하며 현재 주가는 23년 3분기 수준으로 약재보다는 호재에 반응할 수 있는 주가 레벨이라고 판단한다.

도표 1. 솔브레인의 분기별 실적 추정 (수정 후)

	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 2. 솔브레인의 분기별 실적 추정 (수정 전)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	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>230.5</b>	<b>248.1</b>	<b>261.0</b>	<b>843.9</b>	<b>950.3</b>	<b>1,135.2</b>
YoY	-13.7%	-19.9%	-32.2%	-25.1%	-13.3%	5.5%	32.4%	33.8%	-22.6%	12.6%	12.0%
QoQ	-6.7%	-10.0%	-14.3%	4.1%	8.1%	9.4%	7.6%	5.2%			
반도체	185.6	164.8	137.2	142.6	160.2	178.8	196.5	215.6	630.2	751.2	928.3
디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.4	19.6	19.8	18.4	18.4	75.8	76.2	81.7
2차전지	36.9	30.3	27.4	22.6	30.8	27.8	29.2	22.9	117.1	110.8	113.0
기타	2.8	2.4	3.2	12.5	0.0	4.1	4.0	3.9	20.8	12.1	12.2
<b>매출비중</b>											
반도체	76%	75%	73%	73%	76%	78%	79%	83%	75%	79%	82%
디스플레이	7%	10%	10%	9%	9%	9%	7%	7%	9%	8%	7%
2차전지	15%	14%	15%	12%	15%	12%	12%	9%	14%	12%	10%
기타	1%	1%	2%	6%	0%	2%	2%	2%	2%	1%	1%
<b>영업이익</b>	<b>49.1</b>	<b>33.1</b>	<b>28.6</b>	<b>22.8</b>	<b>46.0</b>	<b>42.5</b>	<b>50.1</b>	<b>53.4</b>	<b>133.5</b>	<b>192.0</b>	<b>220.0</b>
YoY	-14.9%	-40.3%	-43.0%	-48.2%	-6.1%	28.5%	75.4%	133.8%	-35.5%	43.8%	14.6%
QoQ	11.4%	-32.6%	-13.6%	-20.1%	101.8%	-7.8%	18.0%	6.5%			
<b>영업이익률</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>

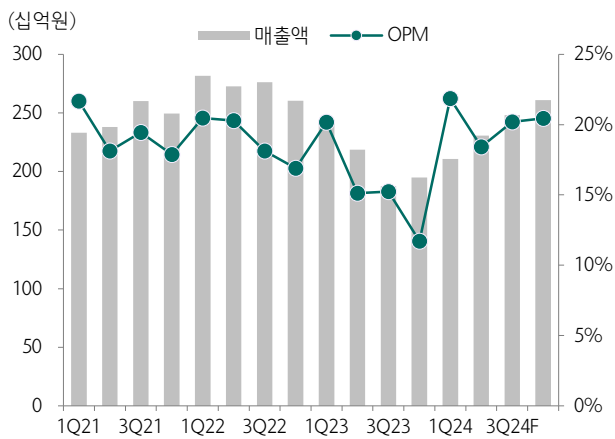
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 3. 솔브레인 Valuation

	비고	
EPS (원)	21,948	12개월 선행 EPS
Target PER (x)	15.56	20~23년 PER 평균
목표주가 (원)	340,000	
현재주가 (원)	249,500	2024.08.14 기준
상승여력	36%	

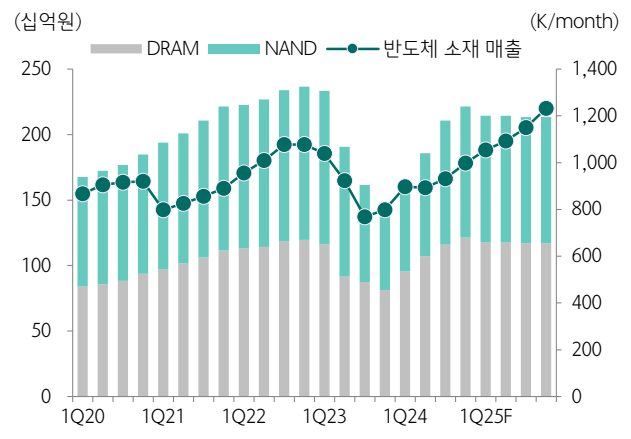
자료: 하나증권

도표 4. 솔브레인 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



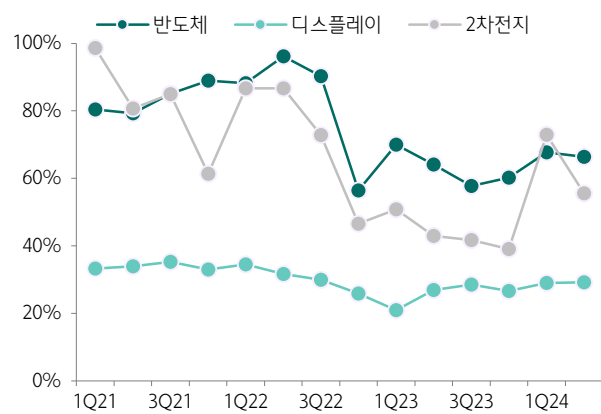
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 5. 삼성전자 Capa vs 솔브레인 반도체 매출액



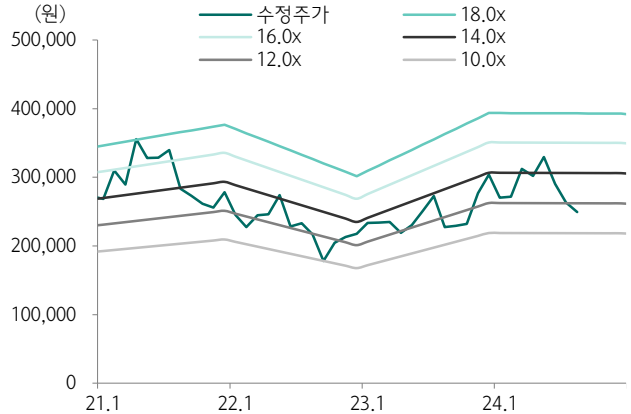
자료: Trendforce, 솔브레인, 하나증권

도표 6. 솔브레인 부문별 가동률 추이



자료: DART, 솔브레인, 하나증권

도표 7. 솔브레인 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 솔브레인, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,090.9	844.0	871.9	1,006.2	1,119.5
매출원가	793.1	650.9	616.1	743.0	849.1
매출총이익	297.8	193.1	255.8	263.2	270.4
판매비	90.8	59.6	72.0	77.6	87.8
영업이익	207.1	133.5	183.9	185.6	182.7
금융손익	4.6	10.5	5.0	0.0	0.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	23.5	33.6	25.0
기타영업외손익	3.8	17.3	12.3	0.0	0.0
세전이익	215.4	161.3	224.6	219.2	207.7
법인세	47.8	30.3	53.3	48.2	45.7
계속사업이익	167.7	131.0	171.3	171.0	162.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	167.7	131.0	171.3	171.0	162.0
비지배주주지분 손이익	4.9	0.6	1.2	1.2	1.1
지배주주순이익	162.8	130.4	170.1	169.8	160.9
지배주주지분포괄이익	161.1	130.7	174.7	170.7	161.7
NOPAT	161.1	108.4	140.2	144.8	142.5
EBITDA	259.7	194.0	246.2	252.0	253.0
성장성(%)					
매출액증가율	6.54	(22.63)	3.31	15.40	11.26
NOPAT증가율	13.93	(32.71)	29.34	3.28	(1.59)
EBITDA증가율	9.39	(25.30)	26.91	2.36	0.40
영업이익증가율	9.69	(35.54)	37.75	0.92	(1.56)
(지배주주)순이익증가율	9.63	(19.90)	30.44	(0.18)	(5.24)
EPS증가율	9.61	(19.92)	30.51	(0.18)	(5.27)
수익성(%)					
매출총이익률	27.30	22.88	29.34	26.16	24.15
EBITDA이익률	23.81	22.99	28.24	25.04	22.60
영업이익률	18.98	15.82	21.09	18.45	16.32
계속사업이익률	15.37	15.52	19.65	16.99	14.47

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	20,928	16,759	21,872	21,832	20,682
BPS	100,845	115,654	136,040	155,881	174,572
CFPS	31,043	23,280	33,721	36,726	35,734
EBITDAPS	33,386	24,943	31,646	32,401	32,520
SPS	140,240	108,507	112,096	129,353	143,923
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	10.41	18.14	11.41	11.43	12.06
PBR	2.16	2.63	1.83	1.60	1.43
PCFR	7.02	13.06	7.40	6.79	6.98
EV/EBITDA	5.71	11.42	6.90	6.35	6.01
PSR	1.55	2.80	2.23	1.93	1.73
재무비율(%)					
ROE	23.03	15.61	17.53	15.07	12.60
ROA	18.45	13.51	15.60	13.38	11.24
ROIC	32.05	19.54	24.15	23.37	21.79
부채비율	16.97	8.34	9.91	9.68	9.37
순부채비율	(29.27)	(19.26)	(25.22)	(29.92)	(32.65)
이자보상배율(배)	703.02	1,613.52	0.00	0.00	0.00

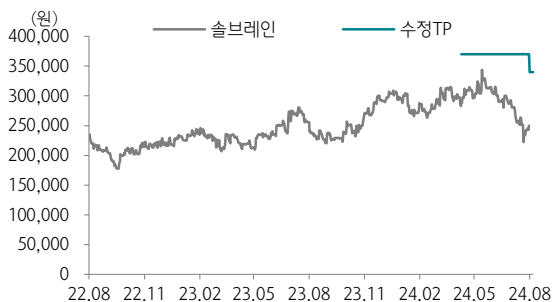
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	458.9	345.1	466.8	595.5	701.7
금융자산	235.9	178.7	274.1	371.5	453.2
현금성자산	167.7	160.8	253.3	347.3	426.3
매출채권	66.7	57.5	66.7	77.7	86.4
재고자산	113.4	73.0	84.7	98.6	109.7
기타유동자산	42.9	35.9	41.3	47.7	52.4
비유동자산	476.0	650.4	718.7	758.1	808.4
투자자산	0.5	140.4	162.6	187.6	207.6
금융자산	0.5	8.9	10.1	10.1	10.1
유형자산	408.6	462.2	505.1	519.2	549.5
무형자산	6.7	6.2	6.4	6.6	6.6
기타비유동자산	60.2	41.6	44.6	44.7	44.7
자산총계	934.9	995.4	1,185.5	1,353.5	1,510.0
유동부채	127.6	71.1	100.6	112.2	121.4
금융부채	1.5	1.0	1.1	1.3	1.5
매입채무	39.9	25.4	29.5	34.3	38.1
기타유동부채	86.2	44.7	70.0	76.6	81.8
비유동부채	8.1	5.5	6.4	7.3	8.0
금융부채	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9
기타비유동부채	7.6	4.7	5.5	6.4	7.1
부채총계	135.7	76.6	106.9	119.4	129.4
지배주주지분	778.7	891.4	1,049.9	1,204.3	1,349.7
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	28.3	28.3	28.3
이익잉여금	344.3	459.1	613.8	768.1	913.5
비지배주주지분	20.5	27.4	28.7	29.8	30.9
자본총계	799.2	918.8	1,078.6	1,234.1	1,380.6
순금융부채	(233.9)	(176.9)	(272.0)	(369.2)	(450.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	190.8	221.0	220.8	224.6	222.5
당기순이익	167.7	131.0	171.3	171.0	162.0
조정	75.8	39.6	74.1	66.5	70.3
감가상각비	52.6	60.5	62.3	66.4	70.3
외환거래손익	4.0	0.2	(3.7)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.6)	0.0	0.0
기타	19.2	(21.1)	16.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(52.7)	50.4	(24.6)	(12.9)	(9.8)
투자활동 현금흐름	(146.0)	(215.0)	(128.4)	(109.2)	(123.3)
투자자산감소(증가)	(0.1)	(113.0)	(21.6)	(25.0)	(20.0)
자본증가(감소)	(93.8)	(129.4)	(103.7)	(80.0)	(100.0)
기타	(52.1)	27.4	(3.1)	(4.2)	(3.3)
재무활동 현금흐름	(44.1)	(18.3)	(0.5)	(15.3)	(15.3)
금융부채증가(감소)	(22.3)	(0.2)	0.3	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.3)	(2.6)	14.7	0.0	0.1
배당지급	(16.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)
현금의 증감	(0.9)	(12.2)	176.0	94.1	79.0
Unlevered CFO	241.5	181.1	262.3	285.7	278.0
Free Cash Flow	96.8	91.7	117.1	144.6	122.5

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 솔브레인



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.15	BUY	340,000		
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 8월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김민경)는 2024년 8월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재주가 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	94.04%	5.50%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 08월 12일