

솔브레인 (357780/KQ)

아쉬운 업황에도 반도체 5% 성장

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 290,000 원(하향)

현재주가: 191,300 원

상승여력: 51.6%



Analyst
이동주

natelee@sks.co.kr
3773-9026

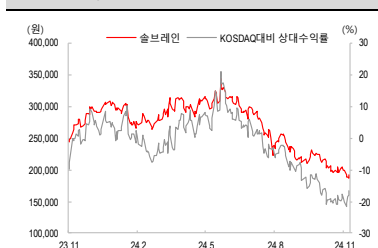
Company Data

발행주식수	778 만주
시가총액	1,488 십억원
주요주주	
정지완(외8)	44.92%
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC(외30)	9.25%

Stock Data

주가(24/11/15)	191,300 원
KOSDAQ	685.42 pt
52주 최고가	343,500 원

주가 및 상대수익률



3Q24 Review / 4Q24 Preview

3분기 매출액은 2,199 억원으로 시장 컨센서스에 부합했던 반면, 영업이익은 397 억원으로 시장 컨센서스 471 억원을 하회하였다. 영업이익 하회의 이유는 2 차전지 전해액 원재료 부담 일시적 증가와 전사 성과급 반영 영향으로 파악된다. 반도체 소재 매출은 전분기 대비 5% 증가했는데 에천트, 슬러리 등 고른 성장을 보인 것으로 추정된다. 4분기 매출액은 전분기와 유사, 영업이익은 소폭 감소를 전망한다.

2H25 반전 기회 모색

전방 수요 부진 영향으로 아직까지 유의미한 Wafer input 변화는 감지되지 않지만 테크 마이그레이션에 따른 수혜로 동사의 반도체 실적은 상대적으로 견조하다. 반도체 소재 매출은 지난 3Q23 1,372 억원을 저점으로 3Q24 1,677 억원으로 점진적인 회복세를 그리고 있다. DRAM 선단 공정 전환에 따른 HF(불산계)와 NAND 고단화에 따른 HSN(고선택비 인산계)은 업황 부진 대비 견조한 편으로 파악된다. 물론 NAND 향 비중이 높은 동사 매출 구조상 단기 NAND 업황 부진 영향을 크게 벗어나긴 힘들지만 2025년 300 단대, 2026년 400 단대 전환에 따른 수혜는 관련 소재 업체 중에서 가장 명확하다.

바닥에 대한 공감대 형성이 가능한 Valuation

2025년 영업이익 추정치 4% 하향, 업종 peer 멀티플 하락으로 target P/E 14x로 하향하여 목표주가는 29만원으로 조정하였다. 2025년 P/E는 9.2x로 분할 상장 이후 12M FWD P/E Band 하단을 이탈하였다. 내년 업황의 다운사이드보다 업사이드를 열어두는 만큼 관련 시장 악재는 주가에 충분히 녹아든 것으로 생각한다. 주요 고객사의 주가 센티와도 연동되면서 하락폭이 컸던 만큼, 고객사의 최근 반등을 고려하면 바닥 관점에서의 접근은 충분히 유효한 시점이다.

영업실적 및 투자지표

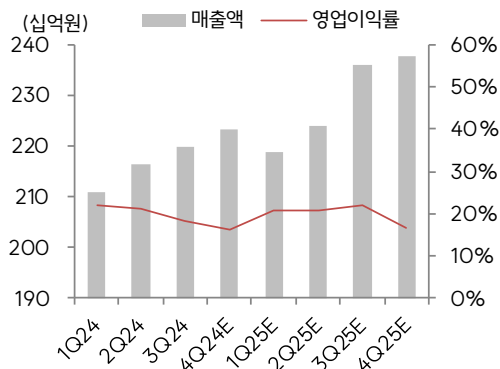
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,024	1,091	844	870	916	1,035
영업이익	십억원	189	207	133	167	183	217
순이익(지배주주)	십억원	149	163	130	156	162	192
EPS	원	19,093	20,928	16,759	20,042	20,827	24,678
PER	배	14.6	10.4	18.1	9.5	9.2	7.8
PBR	배	3.4	2.2	2.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	8.5	5.7	11.4	5.5	5.0	4.2
ROE	%	26.3	23.0	15.6	16.2	14.6	15.1

솔브레인 실적 추정표

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	211	216	220	223	219	224	236	238	1091	844	870	916
QoQ	8%	3%	2%	1%	-2%	2%	5%	1%				
YoY	-13%	-1%	17%	14%	4%	4%	7%	7%	7%	-23%	3%	5%
반도체	160	159	168	176	171	171	188	193	736	630	663	723
디스플레이	20	27	28	21	17	23	24	18	128	76	96	81
2차전지 및 기타	31	30	24	26	31	30	24	27	227	138	111	112
영업이익	46	46	40	36	46	46	52	39	207	133	167	183
QoQ	102%	-1%	-13%	-10%	28%	1%	13%	-25%				
YoY	-6%	38%	39%	56%	-1%	1%	31%	10%	10%	-36%	25%	9%
영업이익률	22%	21%	18%	16%	21%	21%	22%	17%	19%	16%	19%	20%

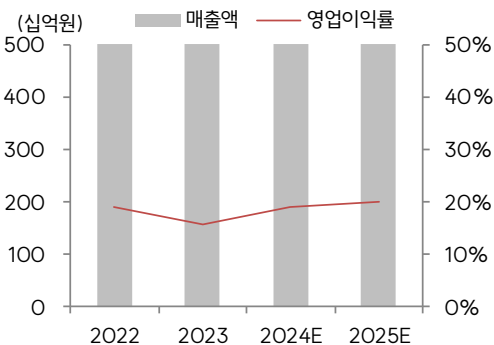
자료: 솔브레인, SK 증권

솔브레인 분기 실적 추이



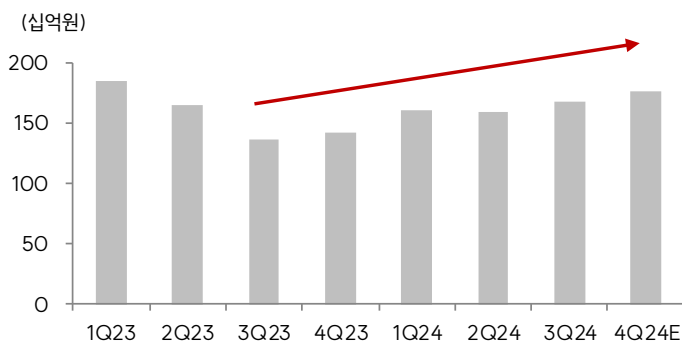
자료: SK 증권

솔브레인 연간 실적 추이



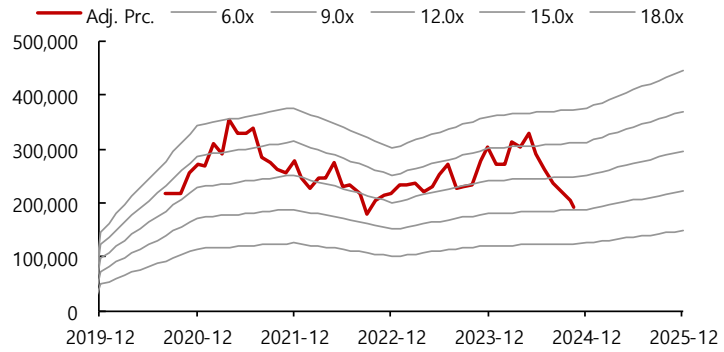
자료: SK 증권

반도체 소재 매출 추이



자료: 솔브레인, SK 증권

솔브레인 12M FWD P/E Bnad



자료: SK 증권

솔브레인 목표주가 산정표

구분	비고
2025년 예상 EPS (원)	20,827
Target PER (X)	14.0
적정주가 (원)	291,578
목표주가 (원)	290,000
현재주가 (원)	191,300
Upside Pontential	52%

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	459	345	453	548	661
현금및현금성자산	168	161	259	324	391
매출채권 및 기타채권	75	64	82	105	136
재고자산	113	73	84	89	100
비유동자산	476	650	715	772	845
장기금융자산	1	9	0	0	0
유형자산	409	462	517	564	618
무형자산	7	6	6	5	5
자산총계	935	995	1,168	1,320	1,506
유동부채	128	71	97	102	111
단기금융부채	1	1	1	1	1
매입채무 및 기타채무	67	44	68	73	82
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	6	4	4	4
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	5	4	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	136	77	101	106	115
지배주주지분	779	891	1,039	1,186	1,362
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
기타자본구성요소	-6	-8	-8	-8	-8
자기주식	-6	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	344	459	600	746	923
비지배주주지분	20	27	28	28	29
자본총계	799	919	1,067	1,214	1,391
부채와자본총계	935	995	1,168	1,320	1,506

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	191	221	211	196	211
당기순이익(손실)	168	131	156	162	192
비현금성항목등	74	50	60	98	98
유형자산감가상각비	52	60	59	53	46
무형자산상각비	0	1	1	1	0
기타	21	-10	1	45	51
운전자본감소(증가)	-53	50	-11	-24	-32
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	13	-18	-23	-30
재고자산의감소(증가)	-12	41	-3	-5	-11
매입채무및기타채무의증가(감소)	4	-15	30	4	9
기타	-45	-61	-24	-82	-95
법인세납부	-47	-50	-29	-41	-47
투자활동현금흐름	-146	-215	-117	-115	-127
금융자산의감소(증가)	0	0	22	-1	-3
유형자산의감소(증가)	-94	-129	-108	-100	-100
무형자산의감소(증가)	-1	-0	-0	0	0
기타	-51	-86	-32	-14	-24
재무활동현금흐름	-44	-13	-16	-15	-15
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-25	-2	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-16	-19	-15	-15	-15
기타	-2	7	0	0	0
현금의 증가(감소)	-1	-7	98	64	68
기초현금	169	168	161	259	324
기말현금	168	161	259	324	391
FCF	97	92	103	96	111

자료 : 솔브레인, SK증권 추정

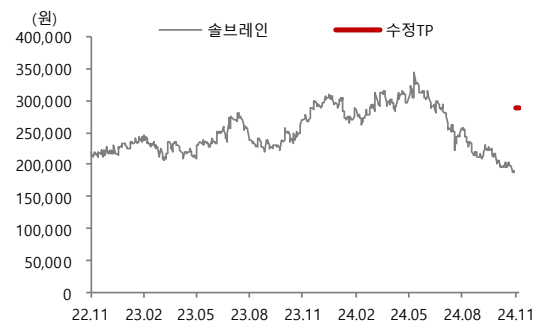
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	870	916	1,035
매출원가	793	651	630	661	736
매출총이익	298	193	240	255	299
매출총이익률(%)	27.3	22.9	27.6	27.9	28.9
판매비와 관리비	91	60	72	72	82
영업이익	207	133	167	183	217
영업이익률(%)	19.0	15.8	19.2	20.0	21.0
비영업손익	8	28	34	20	23
순금융손익	2	10	0	0	0
외환관련손익	6	4	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	215	161	201	203	240
세전계속사업이익률(%)	19.7	19.1	23.1	22.2	23.2
계속사업법인세	48	30	45	41	47
계속사업이익	168	131	156	162	192
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	131	156	162	192
순이익률(%)	15.4	15.5	18.0	17.7	18.6
지배주주	163	130	156	162	192
지배주주귀속 순이익률(%)	14.9	15.4	17.9	17.7	18.5
비지배주주	5	1	1	0	0
총포괄이익	166	131	164	162	192
지배주주	161	131	163	162	192
비지배주주	5	1	1	0	0
EBITDA	260	194	227	236	264

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	6.5	-22.6	3.1	5.3	13.0
영업이익	9.6	-35.5	25.3	9.5	18.6
세전계속사업이익	6.0	-25.1	24.8	0.9	18.1
EBITDA	9.4	-25.3	16.8	4.3	11.8
EPS	9.6	-19.9	19.6	3.9	18.5
수익성 (%)					
ROA	19.0	13.6	14.5	13.0	13.6
ROE	23.0	15.6	16.2	14.6	15.1
EBITDA마진	23.8	23.0	26.0	25.8	25.5
안정성 (%)					
유동비율	359.6	485.2	466.0	538.1	593.9
부채비율	17.0	8.3	9.5	8.7	8.3
순차입금/자기자본	-29.3	-19.3	-26.0	-28.3	-29.7
EBITDA/이자비용(배)	881.8	2,345.2	0.0	0.0	0.0
배당성향	9.5	11.9	9.9	9.6	8.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	20,928	16,759	20,042	20,827	24,678
BPS	100,845	115,654	134,652	153,488	176,175
CFPS	27,696	24,541	27,675	27,657	30,706
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	10.4	18.1	9.5	9.2	7.8
PBR	2.2	2.6	1.4	1.2	1.1
PCR	7.9	12.4	6.9	6.9	6.2
EV/EBITDA	5.7	11.4	5.5	5.0	4.2
배당수익률	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.11.18	매수	290,000원	6개월		
2024.08.27	매수	350,000원	6개월	-39.76%	-32.29%
2023.12.01	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 18일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------