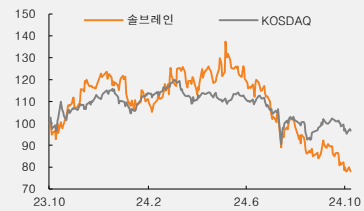


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 263,000원
현재주가(24/10/30)	195,000원
상승여력	34.9%

영업이익(24F, 십억원)	177
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	22.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.9
P/E(24F, x)	9.5
MKT P/E(24F, x)	10.5
KOSDAQ	738.19
시가총액(십억원)	1,517
발행주식수(백만주)	8
유동주식비율(%)	54.6
외국인 보유비중(%)	33.2
베타(12M) 일간수익률	1.06
52주 최저가(원)	195,000
52주 최고가(원)	343,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.2	-35.4	-19.3
상대주가	-9.1	-24.0	-17.2



[반도체]

김영건
younggun.kim.a@miraeeasset.com

김제호
jaeho.kim.b@miraeeasset.com

357780 · 반도체

솔브레인

무난하고 안정적인 실적

투자 의견 '매수' 유지

당사는 동사에 대해 매수 의견을 유지하나, 목표주가를 26.3만원(기존 40만원)으로 34% 하향한다. 25년 영업이익 추정치는 4.7% 상향했으나 고객사 실적 부진 및 단기적 주가 과매도 구간 진입에 따라 목표 밸류에이션은 P/E 15.0배 → 12.0배로 하향했다. 현재 주가 기준 25F P/E는 10.0배로 글로벌 주요 반도체 소재 Peer 평균 17.0배 대비 현저히 낮게 형성되어 있다.

3Q24 실적 프리뷰: 전사 전반적 QoQ 완만한 개선

3Q24 실적은 매출액 2,224억원(YoY +18.7%, QoQ +2.8%), 영업이익 479억원(YoY +67.8%, QoQ +4.7%)로 추정한다. 전방산업 전반에 걸친 완만한 외형성장이 예상된다. 반도체 소재의 경우 고객사 가동률 회복에 따라 불산계와 인산계 에천트 판매량 증가세가 지속되고 있다. 초산계 에천트의 경우 전방인 삼성파운드리 선단 공정 성장세 미진으로 뚜렷한 물량 증가는 제한적인 것으로 추정된다. CMP 슬러리와 프리커서의 경우에도 소폭 성장할 것으로 전망된다.

디스플레이 소재는 지난분기부터 중화권 모바일업체의 Rigid OLED 재고 비축의 영향으로 TG 매출액이 QoQ +36.3% 급증한 바 있다. 이번 분기에도 매출액 규모는 유지될 것으로 전망된다.

4Q24 및 25년 실적 전망

4Q24 실적은 매출액 2,101억원(YoY +7.7%, QoQ -5.5%), 영업이익 369억원(YoY +61.7%, QoQ -23.0%)로 추정한다. 매출액 전반이 소폭 성장할 것으로 전망되나, 인건비가 상승하는 계절적 특성에 따라 이익률은 감소할 것으로 예상된다. 25년 실적은 매출액 9,885억원(YoY +15.0%), 영업이익 2,165억원(YoY +22.5%)로 추정한다. 반도체 소재 위주의 회복이 예상되는 가운데 일부 이차전지 리드탭 도금용 매출액 증가도 기대된다. 다만, 디스플레이의 경우 중화권 모바일 제조사의 재고 비축이 지속될 지 여부는 불투명하다.

중장기적으로는 동사가 유일하게 개발 및 판매중인 초산계 에천트의 성장이 기대된다. 파운드리 선단공정 수율 및 고객확보가 선행되어야 하겠지만, 이후 3D DRAM 등 차세대 공정에서의 필요성이 커지는 것은 피해갈 수 없는 흐름이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,091	844	859	989	1,140
영업이익 (십억원)	207	133	177	216	254
영업이익률 (%)	19.0	15.8	20.6	21.8	22.3
순이익 (십억원)	163	130	159	173	203
EPS (원)	20,928	16,759	20,491	22,226	26,122
ROE (%)	23.0	15.6	16.5	15.4	15.7
P/E (배)	10.4	18.1	9.5	8.8	7.5
P/B (배)	2.2	2.6	1.4	1.3	1.1
배당수익률 (%)	0.9	0.7	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

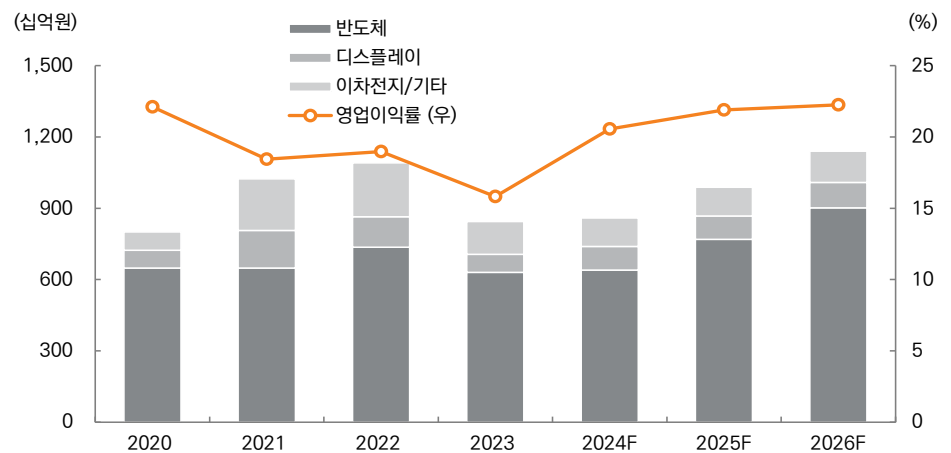
표 1. 솔브레인 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	210.7	216.3	222.4	210.1	211.4	244.7	271.2	261.2	844.0	859.4	988.5	1,140.0
반도체	160.2	159.5	164.2	156.2	159.3	190.6	215.1	204.7	630.3	640.0	769.7	902.0
본사	148.1	148.9	153.4	145.7	148.6	178.3	201.5	191.4	586.4	596.1	719.9	845.5
시안법인	12.1	10.6	10.8	10.5	10.7	12.3	13.6	13.2	43.9	43.9	49.8	56.5
디스플레이	19.6	26.8	27.6	24.8	23.6	24.8	25.3	24.8	75.8	98.8	98.4	106.8
이차전지/기타	30.8	30.0	30.6	29.1	28.5	29.4	30.8	31.8	138.0	120.6	120.5	131.1
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
반도체	76.0	73.7	73.8	74.3	75.4	77.9	79.3	78.4	74.7	74.5	77.9	79.1
본사	70.3	68.8	69.0	69.4	70.3	72.9	74.3	73.3	69.5	69.4	72.8	74.2
시안법인	5.7	4.9	4.9	5.0	5.1	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.0	5.0
디스플레이	9.3	12.4	12.4	11.8	11.2	10.1	9.3	9.5	9.0	11.5	9.9	9.4
이차전지/기타	14.6	13.9	13.8	13.8	13.5	12.0	11.4	12.2	16.3	14.0	12.2	11.5
YoY 성장률	-13.3	-1.1	18.7	7.7	0.3	13.2	22.0	24.3	-22.6	1.8	15.0	15.3
반도체	-13.7	-3.3	19.6	9.5	-0.6	19.5	31.1	31.1	-14.3	1.5	20.3	17.2
본사	-10.0	-2.8	14.9	7.8	0.3	19.8	31.4	31.4	-12.4	1.6	20.8	17.4
시안법인	-42.6	-9.5	186.4	42.4	-11.7	16.1	26.3	26.3	-33.5	0.1	13.4	13.5
디스플레이	10.5	27.1	41.1	43.0	20.1	-7.5	-8.4	-0.3	-40.8	30.5	-0.5	8.6
이차전지/기타	-22.1	-8.2	0.0	-17.0	-7.6	-2.2	0.7	9.2	-39.2	-12.6	-0.1	8.8
QoQ 성장률	8.1	2.6	2.8	-5.5	0.6	15.8	10.8	-3.7				
반도체	12.4	-0.5	2.9	-4.9	2.0	19.7	12.9	-4.9				
본사	9.6	0.5	3.0	-5.0	2.0	20.0	13.0	-5.0				
시안법인	64.4	-12.5	2.0	-3.0	2.0	15.0	11.0	-3.0				
디스플레이	13.1	36.3	3.0	-10.0	-5.0	5.0	2.0	-2.0				
이차전지/기타	-12.0	-2.7	2.0	-5.0	-2.0	3.0	5.0	3.0				
영업이익	46.0	45.8	47.9	36.9	48.2	57.0	63.9	47.3	133.5	176.7	216.5	253.8
YoY	-6.1	38.5	67.8	61.7	4.7	24.5	33.4	28.2	-35.5	32.3	22.5	17.2
QoQ	101.8	-0.6	4.7	-23.0	30.6	18.2	12.2	-26.0				
영업이익률	21.9	21.2	21.6	17.6	22.8	23.3	23.6	18.1	15.8	20.6	21.9	22.3

자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 솔브레인 연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익추정 변경

항목	변경후			변경전			변경률		
	3Q23	2024	2025	3Q23	2024	2025	3Q23	2024	2025
매출액	222.4	859.4	988.5	240.2	908.3	1,075.3	-7.4	-5.4	-8.1
영업이익	39.6	168.3	200.4	45.6	157.2	206.8	-13.2	7.0	-3.1
영업이익률	17.8	19.6	20.3	19.0	17.3	19.2	-1.2	2.3	1.0

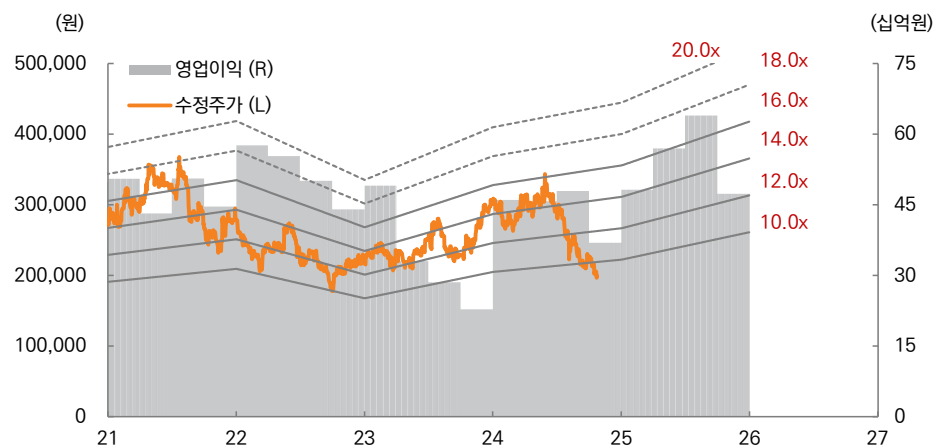
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 목표주가 산정

항목	값	비고
12개월 선행 EPS	21,936 원	
목표 P/E	12.0 배	기존 목표치 15.0배에서 하향 조정
목표주가	263,232 원	→ 263,000 원
현재주가	195,000 원	
상승여력	34.9 %	

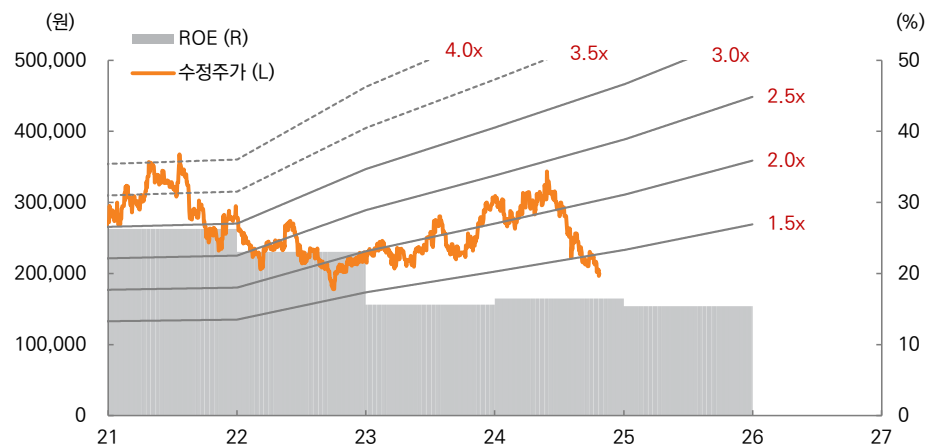
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 솔브레인 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 솔브레인 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 반도체 소재 업종 실적 비교

(US\$bn, %)

업체명	시가총액	결산월	매출액		영업이익		OPM	
			2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
한솔케미칼	1.0	12	0.6	0.6	0.1	0.1	16.7	20.5
솔브레인	1.1	12	0.6	0.7	0.1	0.1	19.6	20.3
Adeka	1.9	3	2.7	0.8	0.2	0.1	8.8	10.1
Entegris	16.4	12	3.3	3.8	0.6	0.9	19.5	24.8
Air Products	70.1	9	12.2	13.1	3.1	3.5	25.3	26.6
Resonac Holdings	4.5	12	9.2	9.8	0.4	0.5	4.4	5.4
Shin Etsu Chemical	73.5	3	16.6	18.0	5.0	5.3	30.2	29.2
Sumitomo Chemical	4.5	3	17.1	18.5	-2.0	0.6	-11.4	3.3
평균							14.1	17.5

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 반도체 소재 업종 밸류에이션 비교

(% , 배)

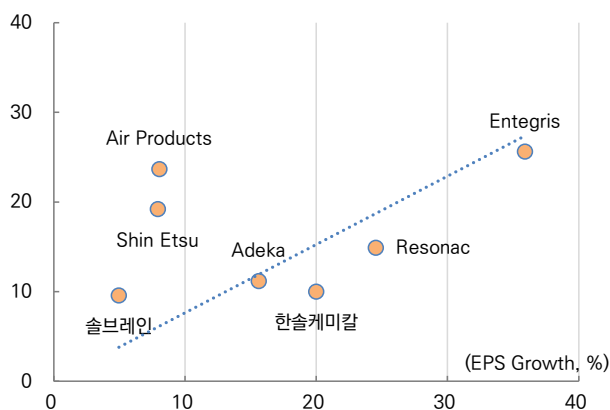
업체명	EPS Growth		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
한솔케미칼	10.3	20.0	12.6	13.3	12.0	10.0	1.4	1.3	9.1	7.2
솔브레인	17.0	5.0	15.8	14.4	10.0	9.6	1.5	1.3	5.5	4.5
Adeka	13.3	15.6	8.1	8.7	12.9	11.2	1.0	0.9	4.5	4.2
Entegris	20.6	35.9	12.1	15.6	34.8	25.6	4.5	4.0	20.9	17.1
Air Products	7.5	8.0	17.9	17.8	25.6	23.7	4.6	4.2	16.3	15.4
Resonac Holdings	TTB	24.5	6.6	8.7	18.6	14.9	1.2	1.2	8.6	7.6
Shin Etsu Chemical	-23.5	7.9	13.5	13.3	20.7	19.2	2.7	2.4	9.9	9.2
Sumitomo Chemical	TTR	TTB	-48.4	2.9	-2.7	21.8	0.7	0.7	-16.9	7.9
평균	7.5	16.7	4.8	11.8	16.5	17.0	2.2	2.0	7.2	9.1

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 반도체 소재 업종 EPS 성장률 vs. 25F P/E

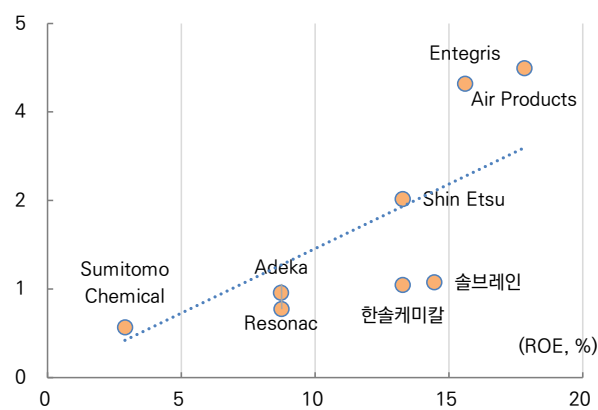
그림 5. 반도체 소재 업종 ROE vs. 25F P/B

(25F P/E, 배)



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

(25F P/B, 배)



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	844	859	989	1,140
매출원가	651	614	699	801
매출총이익	193	245	290	339
판매비와관리비	60	68	73	85
조정영업이익	133	177	216	254
영업이익	133	177	216	254
비영업손익	28	29	0	0
금융손익	10	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	161	206	216	254
계속사업법인세비용	30	46	43	50
계속사업이익	131	160	173	204
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	131	160	173	204
지배주주	130	159	173	203
비지배주주	1	1	0	0
총포괄이익	131	167	173	204
지배주주	131	167	173	203
비지배주주	1	1	0	1
EBITDA	194	238	279	318
FCF	92	127	135	174
EBITDA 마진율 (%)	23.0	27.7	28.2	27.9
영업이익률 (%)	15.8	20.6	21.8	22.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.4	18.5	17.5	17.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	345	473	600	764
현금 및 현금성자산	161	261	338	472
매출채권 및 기타채권	63	68	85	94
재고자산	73	75	93	104
기타유동자산	48	69	84	94
비유동자산	650	695	748	786
관계기업투자등	132	128	159	177
유형자산	462	509	530	549
무형자산	6	6	5	5
자산총계	995	1,167	1,348	1,550
유동부채	71	91	113	126
매입채무 및 기타채무	44	30	38	42
단기금융부채	1	1	1	2
기타유동부채	26	60	74	82
비유동부채	6	6	7	7
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	5	5	6	6
부채총계	77	97	120	133
지배주주지분	892	1,043	1,200	1,387
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412
이익잉여금	459	603	760	948
비지배주주지분	27	28	28	29
자본총계	919	1,071	1,228	1,416

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	221	231	218	257
당기순이익	131	160	173	204
비현금수익비용가감	50	61	104	112
유형자산감가상각비	60	61	62	64
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	-11	-1	41	48
영업활동으로인한자산및부채의변동	50	4	-18	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	13	-7	-17	-10
재고자산 감소(증가)	41	5	-18	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	5	7	4
법인세납부	-50	-30	-43	-50
투자활동으로 인한 현금흐름	-215	-123	-95	-90
유형자산처분(취득)	-129	-102	-83	-83
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	45	-34	-13	-7
기타투자활동	-131	13	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-13	-16	-15	-15
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-19	-15	-15	-15
기타재무활동	6	-1	0	0
현금의 증가	-7	101	76	134
기초현금	168	161	261	338
기말현금	161	261	338	472

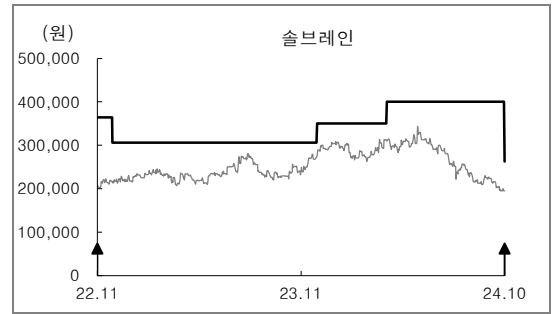
자료: 솔브레인, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	18.1	9.5	8.8	7.5
P/CF (x)	13.1	6.9	5.5	4.8
P/B (x)	2.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	11.4	5.2	4.1	3.2
EPS (원)	16,759	20,491	22,226	26,122
CFPS (원)	23,280	28,343	35,572	40,522
BPS (원)	115,654	135,101	155,336	179,467
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	11.8	9.7	8.9	7.6
배당수익률 (%)	0.7	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	-22.6	1.8	15.0	15.3
EBITDA증가율 (%)	-25.3	22.6	17.5	13.8
조정영업이익증가율 (%)	-35.5	32.3	22.5	17.2
EPS증가율 (%)	-19.9	22.3	8.5	17.5
매출채권 회전율 (회)	13.6	13.7	12.9	12.7
재고자산 회전율 (회)	9.1	11.6	11.7	11.6
매입채무 회전율 (회)	19.9	22.0	20.5	20.0
ROA (%)	13.6	14.8	13.8	14.0
ROE (%)	15.6	16.5	15.4	15.7
ROIC (%)	19.2	22.8	27.6	30.8
부채비율 (%)	8.3	9.0	9.8	9.4
유동비율 (%)	485.2	519.0	530.3	606.1
순차입금/자기자본 (%)	-19.3	-28.1	-31.5	-37.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1,613.5	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
솔브레인 (357780)				
2024.10.31	매수	263,000	-	-
2024.04.03	매수	400,000	-33.14	-14.13
2023.11.30	매수	350,000	-17.25	-10.43
2023.11.28	1년 경과 이후	306,000	-11.11	-11.11
2022.11.28	매수	306,000	-22.74	-8.33
2022.06.07	매수	364,000	-40.10	-25.69



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 솔브레인 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.