



## BUY (유지)

목표주가(12M) 370,000원  
현재주가(5.17) 304,000원

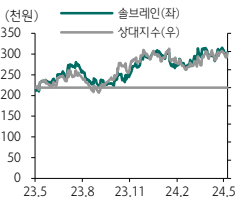
### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	855.06
52주 최고/최저(원)	315,000/209,500
시가총액(십억원)	2,364.7
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	7,778.6
60일 평균 거래량(천주)	36.6
60일 평균 거래대금(십억원)	10.8
외국인지분율(%)	32.01
주요주주 지분율(%)	
정지완 외 8인	45.13
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 30인	8.21

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	911.7	1,089.7
영업이익(십억원)	167.4	216.5
순이익(십억원)	150.0	196.8
EPS(원)	19,273	25,262
BPS(원)	132,365	155,715

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,090.9	844.0	950.3	1,135.2
영업이익	207.1	133.5	192.0	220.0
세전이익	215.4	161.3	226.7	233.4
순이익	162.8	130.4	173.1	182.1
EPS	20,928	16,759	22,256	23,410
증감율	9.61	(19.92)	32.80	5.19
PER	10.41	18.14	13.66	12.99
PBR	2.16	2.63	2.24	1.93
EV/EBITDA	5.71	11.42	8.50	7.29
ROE	23.03	15.61	17.84	16.08
BPS	100,845	115,654	135,919	157,338
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com  
Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 5월 20일 | 기업분석\_Earnings Review

# 솔브레인 (357780)

## 업황 회복과 원가 효과

### 1Q24 Review: 영업이익 서프라이즈 시현

솔브레인의 24년 1분기 매출액 2,107억원(YoY -13%, QoQ +8%), 영업이익 460억원(YoY -6%, QoQ +102%)을 기록했다. 반도체, 디스플레이, 2차전지 소재 매출이 각각 1,602억, 196억, 308억을 기록해 전 사업부문 매출이 전분기대비 증가했다. 반도체 소재의 경우 메모리 반도체 가동률 회복과 생산 라인 초기 가동 시 발생하는 일회성 매출이 반영되며 Etchant 매출이 전분기대비 20% 이상 증가한 것으로 추정된다. 영업이익은 컨센서스를 대폭 상회했는데 상회 요인은 1) 전 사업부문 가동률 상승에 따른 고정비 부담 완화, 2) 원재료비 하락에 따른 수익성 증가, 3) 디스플레이 부문의 인원 감축 및 평가 상승에 따른 마진 개선이다.

### 2Q24 Preview: 가동률 상승에 따른 실적개선 지속 전망

솔브레인의 24년 2분기 매출액 2,305억원(YoY +5%, QoQ +9%), 영업이익 425억원(YoY +29%, QoQ -8%)을 기록할 전망이다. 반도체, 디스플레이, 2차전지 소재 매출이 각각 1,788억, 198억, 278억을 기록할 것으로 전망한다. 반도체 부문이 전사 외형 회복을 견인할 것으로 추정했는데 1) DRAM과 NAND 가동률이 지속 상승하고 있고 2) DRAM 선단공정 비중이 확대되며 step 수 증가로 소재 사용량이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 원재료비 하락이 평가에 반영될 가능성이 상존해 매출액이 전분기 증가함에도 불구하고 영업이익은 감소할 것으로 추정했다. 다만, 디스플레이 사업부문의 인력 감축에 따른 마진 개선효과는 지속될 것으로 예상된다.

### 뚜렷한 우상향 방향성

솔브레인에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 370,000원을 유지한다. 전방 메모리 업황의 개선으로 반도체 소재 부문의 가동률 회복 기조가 이어짐에 따라 25년까지 실적 상승세가 지속될 것으로 예상된다. 또한 수익성이 저조했던 디스플레이 부문의 인건비 축소 및 가동률 상승으로 전사 영업이익에 긍정적인 효과가 있을 것으로 기대된다. 3나노 GAA 공정에 사용되는 초산계 식각액 또한 24년 말~25년 초 공급이 시작될 것으로 파악된다. 평가 결정 구조에 따라 1분기와 같은 영업이익 서프라이즈가 연중으로 지속되기는 어려울 것으로 판단하지만 고객사 내 탄탄한 입지를 기반으로 메모리 업황 회복에 따른 실적 개선이 이어질 것으로 예상된다.

도표 1. 솔브레인의 분기별 실적 추정 (수정 후)

	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>15.8%</b>	<b>20.2%</b>	<b>19.4%</b>

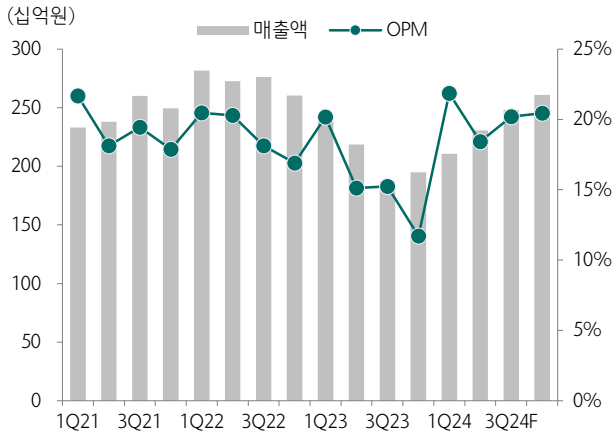
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 2. 솔브레인의 분기별 실적 추정 (수정 전)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	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>202.4</b>	<b>223.0</b>	<b>244.7</b>	<b>257.0</b>	<b>843.9</b>	<b>927.2</b>	<b>1,107.1</b>
YoY	-13.7%	-19.9%	-32.2%	-25.1%	-16.7%	2.0%	30.6%	31.8%	-22.6%	9.9%	12.0%
QoQ	-6.7%	-10.0%	-14.3%	4.1%	3.8%	10.1%	9.8%	5.0%			
반도체	185.6	164.8	137.2	142.6	156.2	177.6	198.6	210.9	630.2	743.3	916.3
디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.4	16.5	16.7	17.0	17.4	75.8	67.5	72.4
2차전지	36.9	30.3	27.4	22.6	23.7	23.9	24.3	23.8	117.1	95.6	97.5
기타	2.8	2.4	3.2	12.5	6.1	4.9	4.9	4.9	20.8	20.8	21.0
<b>매출비중</b>											
반도체	76%	75%	73%	73%	77%	80%	81%	82%	75%	80%	83%
디스플레이	7%	10%	10%	9%	8%	7%	7%	7%	9%	7%	7%
2차전지	15%	14%	15%	12%	12%	11%	10%	9%	14%	10%	9%
기타	1%	1%	2%	6%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>영업이익</b>	<b>49.1</b>	<b>33.1</b>	<b>28.6</b>	<b>22.8</b>	<b>34.9</b>	<b>39.8</b>	<b>47.8</b>	<b>50.7</b>	<b>133.5</b>	<b>173.2</b>	<b>221.8</b>
YoY	-14.9%	-40.3%	-43.0%	-48.2%	-28.8%	20.4%	67.5%	122.1%	-35.5%	29.8%	28.0%
QoQ	11.4%	-32.6%	-13.6%	-20.1%	53.0%	14.0%	20.2%	6.0%			
<b>영업이익률</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.7%</b>	<b>20.0%</b>

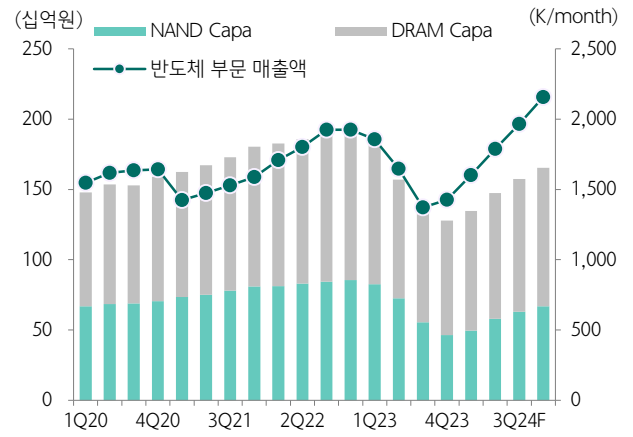
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 ?. 솔브레인 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



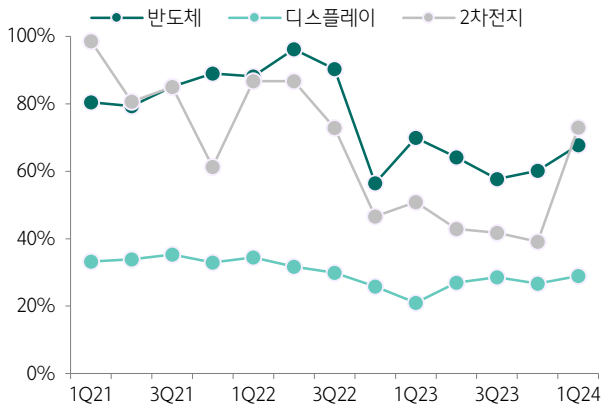
자료: 솔브레인, 하나증권

도표 ?. 삼성전자, SK하이닉스 Capa vs 솔브레인 반도체 매출액



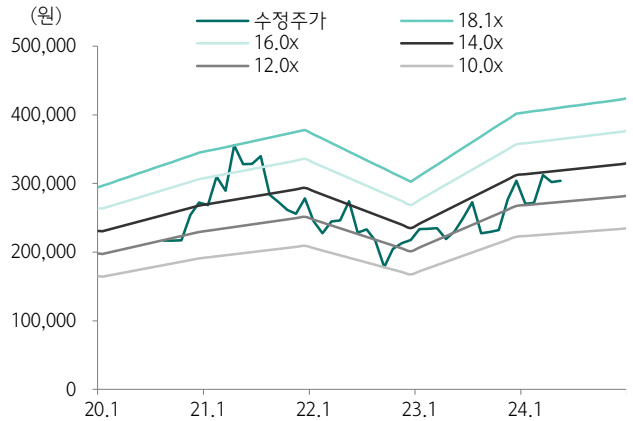
자료: Trendforce, 솔브레인, 하나증권

도표 ?. 솔브레인 부문별 가동률 추이



자료: DART, 솔브레인, 하나증권

도표 ?. 솔브레인 12MF P/E Band



자료: WiseFn, 솔브레인, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,090.9</b>	<b>844.0</b>	<b>950.3</b>	<b>1,135.2</b>	<b>1,244.8</b>
매출원가	793.1	650.9	683.0	829.8	917.4
매출총이익	297.8	193.1	267.3	305.4	327.4
판매비	90.8	59.6	75.3	85.4	95.9
<b>영업이익</b>	<b>207.1</b>	<b>133.5</b>	<b>192.0</b>	<b>220.0</b>	<b>231.4</b>
금융손익	4.6	10.5	48.1	66.6	96.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(13.4)	(53.1)	(76.7)
기타영업외손익	3.8	17.3	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>215.4</b>	<b>161.3</b>	<b>226.7</b>	<b>233.4</b>	<b>251.2</b>
법인세	47.8	30.3	53.6	51.4	55.3
계속사업이익	167.7	131.0	173.1	182.1	195.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>167.7</b>	<b>131.0</b>	<b>173.1</b>	<b>182.1</b>	<b>195.9</b>
비배주주지분 손익	4.9	0.6	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>지배주주순이익</b>	<b>162.8</b>	<b>130.4</b>	<b>173.1</b>	<b>182.1</b>	<b>195.9</b>
지배주주지분포괄이익	161.1	130.7	171.9	180.8	194.6
NOPAT	161.1	108.4	146.6	171.6	180.5
EBITDA	259.7	194.0	255.6	283.0	296.2
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.54	(22.63)	12.59	19.46	9.65
NOPAT증가율	13.93	(32.71)	35.24	17.05	5.19
EBITDA증가율	9.39	(25.30)	31.75	10.72	4.66
영업이익증가율	9.69	(35.54)	43.82	14.58	5.18
(지배주주)순이익증가율	9.63	(19.90)	32.75	5.20	7.58
EPS증가율	9.61	(19.92)	32.80	5.19	7.60
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.30	22.88	28.13	26.90	26.30
EBITDA이익률	23.81	22.99	26.90	24.93	23.79
영업이익률	18.98	15.82	20.20	19.38	18.59
계속사업이익률	15.37	15.52	18.22	16.04	15.74

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	20,928	16,759	22,256	23,410	25,190
BPS	100,845	115,654	135,919	157,338	180,537
CFPS	31,043	23,280	31,136	29,559	28,227
EBITDAPS	33,386	24,943	32,858	36,383	38,084
SPS	140,240	108,507	122,166	145,936	160,031
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	10.41	18.14	13.66	12.99	12.07
PBR	2.16	2.63	2.24	1.93	1.68
PCFR	7.02	13.06	9.76	10.28	10.77
EV/EBITDA	5.71	11.42	8.50	7.29	6.50
PSR	1.55	2.80	2.49	2.08	1.90
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	23.03	15.61	17.84	16.08	15.01
ROA	18.45	13.51	15.95	14.37	13.47
ROIC	32.05	19.54	25.08	27.65	28.30
부채비율	16.97	8.34	9.19	9.33	8.86
순부채비율	(29.27)	(19.26)	(20.34)	(26.48)	(32.69)
이자보상배율(배)	703.02	1,613.52	519.84	517.64	499.36

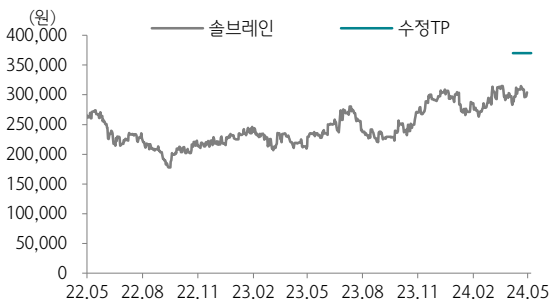
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>458.9</b>	<b>345.1</b>	<b>443.2</b>	<b>595.6</b>	<b>756.8</b>
금융자산	235.9	178.7	221.1	331.5	467.8
현금성자산	167.7	160.8	197.1	302.9	436.4
매출채권	66.7	57.5	77.0	92.0	100.9
재고자산	113.4	73.0	97.7	116.8	128.0
기타유동자산	42.9	35.9	47.4	55.3	60.1
<b>비유동자산</b>	<b>476.0</b>	<b>650.4</b>	<b>732.1</b>	<b>763.4</b>	<b>792.9</b>
투자자산	0.5	140.4	184.9	219.2	239.5
금융자산	0.5	8.9	8.9	8.9	9.0
유형자산	408.6	462.2	499.3	496.4	505.5
무형자산	6.7	6.2	6.3	6.2	6.3
기타비유동자산	60.2	41.6	41.6	41.6	41.6
<b>자산총계</b>	<b>934.9</b>	<b>995.4</b>	<b>1,175.3</b>	<b>1,359.0</b>	<b>1,549.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>127.6</b>	<b>71.1</b>	<b>91.8</b>	<b>107.7</b>	<b>117.1</b>
금융부채	1.5	1.0	1.3	1.6	1.7
매입채무	39.9	25.4	34.0	40.6	44.5
기타유동부채	86.2	44.7	56.5	65.5	70.9
<b>비유동부채</b>	<b>8.1</b>	<b>5.5</b>	<b>7.1</b>	<b>8.3</b>	<b>9.1</b>
금융부채	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	7.6	4.7	6.3	7.5	8.3
<b>부채총계</b>	<b>135.7</b>	<b>76.6</b>	<b>98.9</b>	<b>116.0</b>	<b>126.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>778.7</b>	<b>891.4</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,215.6</b>	<b>1,396.1</b>
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	24.4	24.4	24.4
이익잉여금	344.3	459.1	616.8	783.4	963.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>20.5</b>	<b>27.4</b>	<b>27.4</b>	<b>27.4</b>	<b>27.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>799.2</b>	<b>918.8</b>	<b>1,076.4</b>	<b>1,243.0</b>	<b>1,423.5</b>
순금융부채	(233.9)	(176.9)	(219.0)	(329.1)	(465.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>190.8</b>	<b>221.0</b>	<b>213.8</b>	<b>228.4</b>	<b>250.8</b>
당기순이익	167.7	131.0	173.1	182.1	195.9
조정	75.8	39.6	63.7	63.1	64.8
감가상각비	52.6	60.5	63.6	63.0	64.8
외환거래손익	4.0	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.2	(21.1)	0.1	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	(52.7)	50.4	(23.0)	(16.8)	(9.9)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(146.0)</b>	<b>(215.0)</b>	<b>(151.4)</b>	<b>(99.0)</b>	<b>(97.0)</b>
투자자산감소(증가)	(0.1)	(113.0)	(44.5)	(34.3)	(20.3)
자본증가(감소)	(93.8)	(129.4)	(100.2)	(59.6)	(73.4)
기타	(52.1)	27.4	(6.7)	(5.1)	(3.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(44.1)</b>	<b>(18.3)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(15.3)</b>
금융부채증가(감소)	(22.3)	(0.2)	0.3	0.3	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.3)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(16.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)	(15.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(0.9)</b>	<b>(12.2)</b>	<b>119.9</b>	<b>105.7</b>	<b>133.5</b>
Unlevered CFO	241.5	181.1	242.2	229.9	219.6
Free Cash Flow	96.8	91.7	113.6	168.8	177.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

솔브레인



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.24	BUY	370,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김민경, 김록호)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 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김민경, 김록호)는 2024년 5월 18일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 05월 15일