

2024.04.05



Company Analysis | 테크 미드/스몰캡

Analyst 차용호

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	410,000 원
현재주가	312,000 원
상승여력	31.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (4/4)	882.9 pt
시가총액	24,269 억원
발행주식수	7,779 천주
52 주 최고가/최저가	313,500 / 209,500 원
90 일 일평균거래대금	106.3 억원
외국인 지분율	32.3%
배당수익률(24.12E)	0.6%
BPS(24.12E)	132,748 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 11.9%
	6개월 27.2%
	12개월 0.7%
주주구성	정지완 (외 9인) 45.1%
	FIDELITY 8.2%
	Templeton Asset 5.6%

Stock Price



솔브레인 (357780)

1Q24 Preview: 같은 주가 다른 느낌

4Q23 Review: 일회성 비용 제외 시 추정치 소폭 상회

4Q23 연결 실적은 매출액 1,950억원(+4%QoQ, -25%YoY), 영업이익 228억원(+4%QoQ, -16%YoY, OPM 11.7%)으로 당사 추정치 기준 매출액은 +6% 상회했으나 영업이익은 -16%로 크게 하회했다. 영업이익이 예상치 대비 하회한 주요 원인은 4Q22에 장기 공급 계약한 2차전지 원재료의 현물 가격 하락에 따라 선급금 손상 차손 114억원이 매출원가에 반영되었기 때문이다. 해당 일회성 비용을 제외한 영업이익은 342억원으로 매출액과 동일하게 당사 추정치를 소폭 상회했다.

1Q24 Preview: 무난한 실적 예상

1Q24 연결 실적은 매출액 2,036억원(+4%QoQ, -16%YoY), 영업이익 341억원(+50%QoQ, -30%YoY, OPM 16.8%)으로 기존 추정치 대비 부합할 것으로 전망한다. 메모리 공급 업체들의 감산은 4Q23 마무리 이후 1Q24부터 가동률이 상승하고 있다. 삼성전자 기준 4Q23 대비 4Q24 가동률은 DRAM 70% → 100%, NAND 50% → 88%로 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 솔브레인은 국내 메모리 업체들의 Wafer Input과 실적의 상관관계가 높은 만큼 2024년 지속적인 실적 개선이 이루어질 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 410,000원 상향

투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 410,000원으로 기존 대비 +14% 상향 조정한다. 목표주가는 2024년과 2025년 예상 EPS 평균에 Target P/E로 과거 P/E 밴드 최상단인 17x를 적용했다. 현 주가는 12M Fwd P/E 기준 14x로 P/E 밴드 중단에 위치해있다. 4Q23 소재/부품 업체들은 가동률 상승 기대감 속 주가가 Outperform하는 모습을 보였지만 1Q24 일부 조정을 받았다. 최근 솔브레인의 주가가 다시 상승세를 이어가고 있으며 4Q23와는 상황이 다르다고 판단된다. 4Q23 주가 조정의 가장 큰 요인은 가동률 상승의 효과가 온기로 반영되지 못해 솔브레인의 2024년 예상 실적 개선폭이 기대감 대비 저조했기 때문으로 추정된다. 하지만 가동률 상승의 효과가 온기로 반영되는 2025년 실적은 2024년 크게 개선될 것이며 P/E 밴드의 상향 조정이 이루어질 것으로 예상된다. 메모리 가동률 상승 속 타 소재 업체들 대비 반도체 매출 비중이 높은 솔브레인의 수혜를 예상하며 커버리지 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	901	1,103	1,191
영업이익	207	133	165	221	231
순이익	168	131	164	208	209
EPS (원)	20,962	16,786	21,068	26,801	26,930
증감률 (%)	9.6	-19.9	25.5	27.2	0.5
PER (x)	10.4	18.1	14.8	11.6	11.6
PBR (x)	2.2	2.7	2.4	2.0	1.7
영업이익률 (%)	19.0	15.8	18.3	20.0	19.4
EBITDA 마진 (%)	23.8	23.0	26.0	26.6	25.8
ROE (%)	23.0	15.6	17.0	18.4	15.8

주: IFRS 연결 기준

자료:솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)		4Q23			1Q24E			2024E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	반도체	133	143	7%	150	149	0%	668	667	0%
	디스플레이	18	17	-3%	17	16	-11%	74	66	-11%
	2차전지 및 기타	33	35	7%	33	39	18%	146	168	15%
	합계	183	195	6%	200	204	2%	888	901	1%
매출 비중	반도체	72%	73%	1%	75%	73%	-1%	75%	74%	-1%
	디스플레이	10%	9%	-1%	9%	8%	-1%	8%	7%	-1%
	2차전지 및 기타	18%	18%	0%	16%	19%	3%	16%	19%	2%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
QoQ / YoY	반도체	-3%	4%	7%	13%	5%	-8%	7%	7%	0%
	디스플레이	-8%	-11%	-3%	-3%	-11%	-8%	-2%	-13%	-10%
	2차전지 및 기타	7%	15%	8%	0%	10%	10%	7%	22%	14%
	합계	-2%	4%	6%	9%	4%	-5%	7%	7%	0%
영업이익		27	23	-16%	34	34	2%	170	165	-3%
QoQ / YoY		-4%	-20%	-16%	23%	50%	27%	23%	23%	23%
영업이익률		15%	12%	-3%	17%	17%	0%	19%	18%	-1%

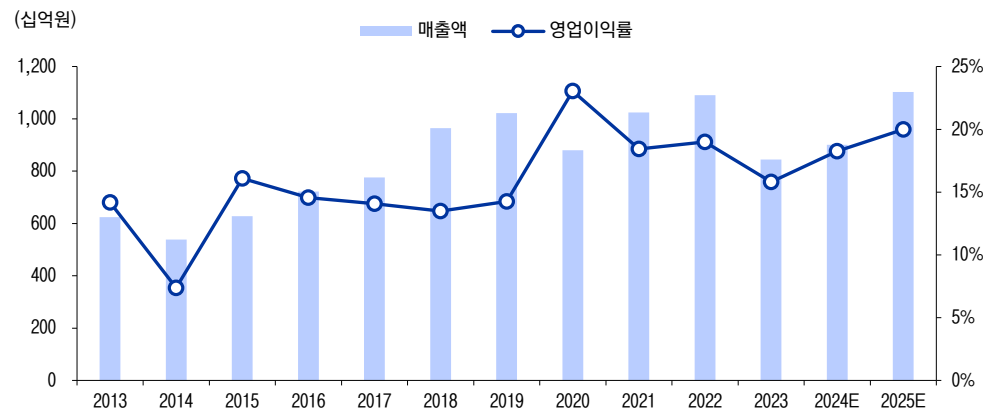
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 솔브레인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	반도체	185.6	164.9	137.2	142.6	149.4	153.1	176.8	187.8	630.3	667.1	805.5
	디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.4	15.5	16.0	16.5	18.1	75.8	66.1	79.0
	2차전지 및 기타	39.7	32.7	30.6	35.1	38.6	39.0	43.5	46.7	138.0	167.9	218.1
	TTL	243.0	218.7	187.4	195.0	203.6	208.1	236.8	252.6	844.0	901.1	1,102.6
매출 비중	반도체	76%	75%	73%	73%	73%	74%	75%	74%	75%	74%	73%
	디스플레이	7%	10%	10%	9%	8%	8%	7%	7%	9%	7%	7%
	2차전지 및 기타	16%	15%	16%	18%	19%	19%	18%	18%	16%	19%	20%
	TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
증가율 (QoQ/YoY)	반도체	-4%	-11%	-17%	4%	5%	2%	15%	6%	-23%	7%	22%
	디스플레이	-38%	19%	-7%	-11%	-11%	3%	3%	10%	-41%	-13%	20%
	2차전지 및 기타	1%	-18%	-6%	15%	10%	1%	12%	7%	-39%	22%	30%
	TTL	-7%	-10%	-14%	4%	4%	2%	14%	7%	-23%	7%	22%
영업이익		49.1	33.0	28.5	22.8	34.1	37.5	45.0	47.9	133.5	164.5	220.5
	QoQ/YoY	12%	-33%	-14%	-20%	50%	10%	20%	7%	-36%	23%	34%
영업이익률		20.2%	15.1%	15.2%	11.7%	16.8%	16.8%	18.0%	19.0%	15.8%	18.3%	20.0%

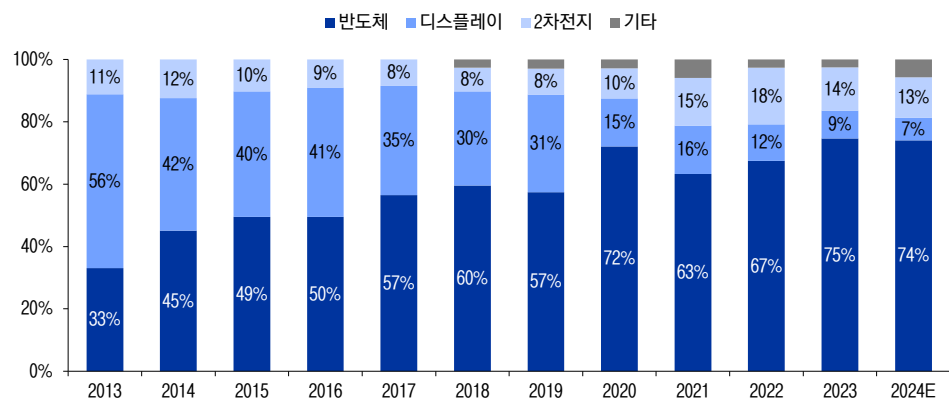
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 솔브레인 연간 실적 추이 및 전망



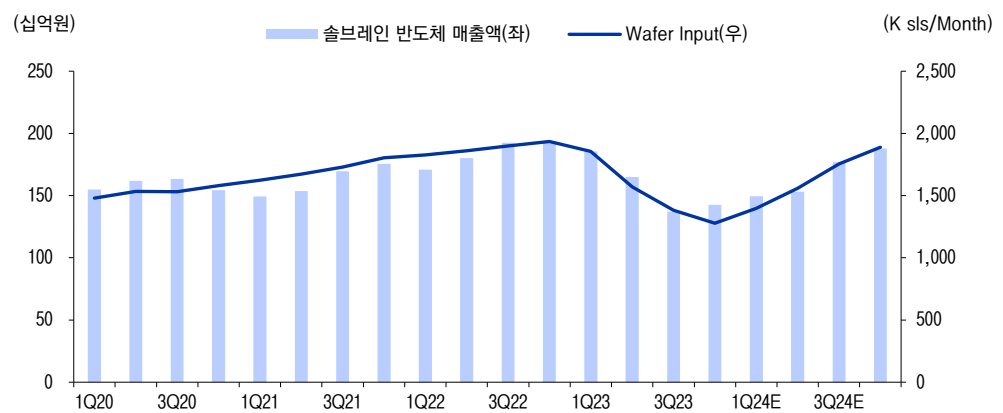
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 솔브레인 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내 메모리 업체 Wafer Input 합계 대비 솔브레인 반도체 매출액 추이



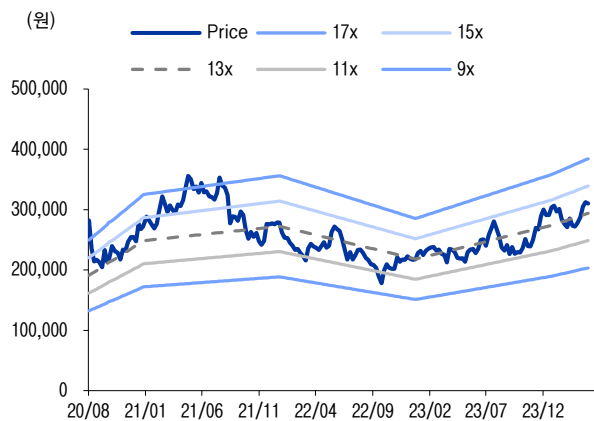
자료: Trendforce, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 솔브레인 목표주가 산출

분류		비고
EPS	23,935원	2024년과 2025년 예상 EPS 평균값
Target P/E	17x	과거 3개년 P/E 밴드 최상단 적용
목표주가	410,000원	만원 미만 반올림
현재주가	312,000원	4월 4일 종가 기준
상승여력	31.4%	

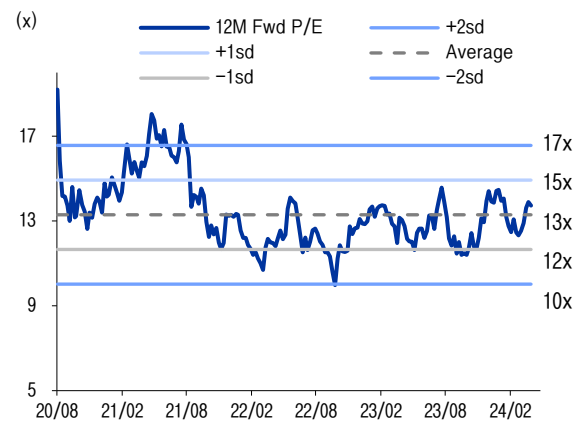
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 12M Fwd P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 12M Fwd P/E 표준편차



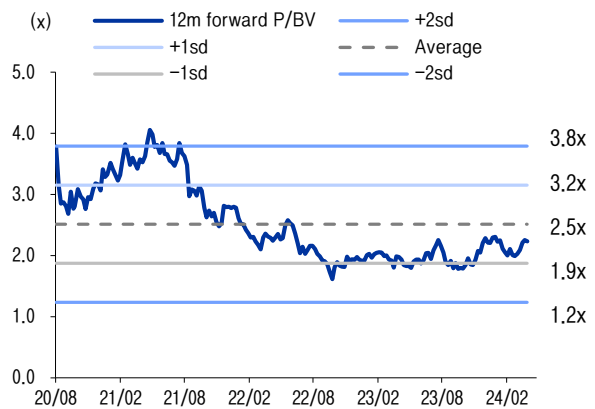
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 DRAM 가동률 추이 및 전망

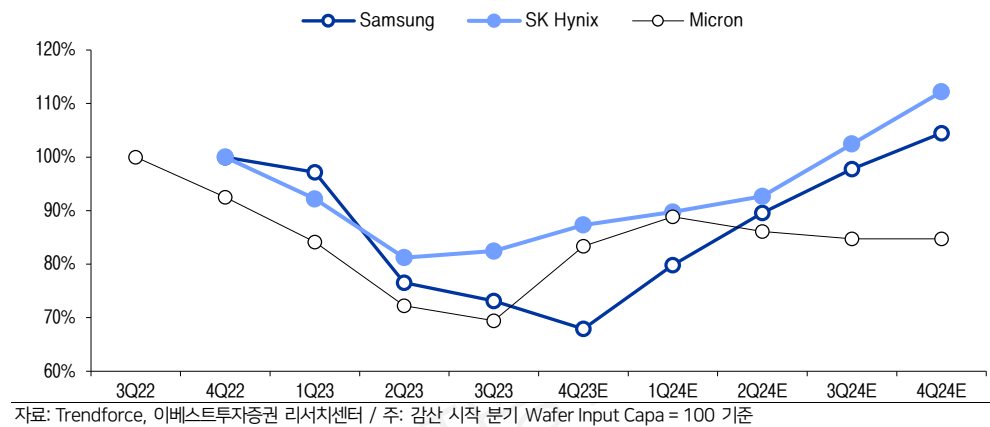


그림10 NAND 가동률 추이 및 전망

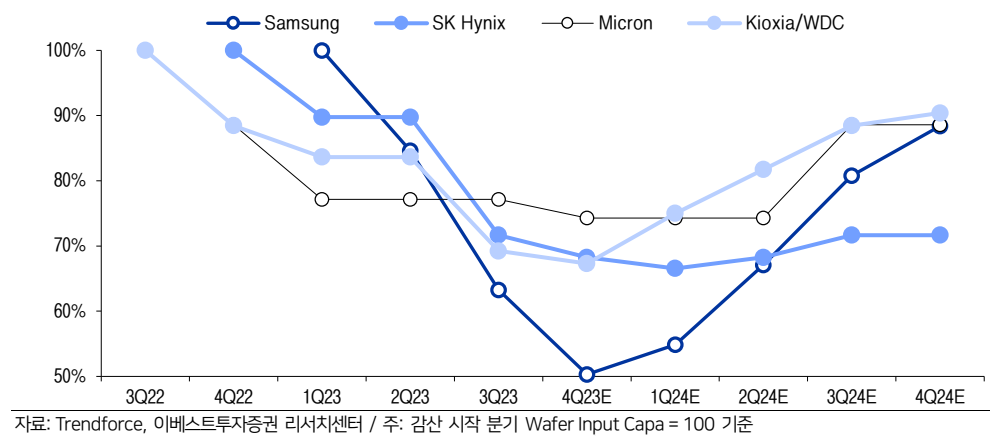


표4 반도체 소재 업체 Peer Valuation

(단위: 십억원)		매출액	영업 이익	영업 이익률(%)	PER (x)	PBR (x)	EV/ EBITDA(x)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)
솔브레인	2023	844	133	15.8	18.1	2.7	11.3	16,786	114,593	15.6
	2024E	901	165	18.3	14.7	2.3	9.2	21,068	132,748	17.0
	2025E	1,103	221	20.0	11.6	2.0	6.8	26,801	157,510	18.4
한솔케미칼	2023	772	124	16.1	24.4	2.9	14.4	9,294	77,725	13.1
	2024E	851	158	18.6	18.9	2.4	11.6	11,072	86,732	14.0
	2025E	992	199	20.0	15.3	2.1	9.5	13,674	98,866	15.4
원익머트리얼즈	2023	392	25	6.3	27.4	0.9	7.2	1,098	35,554	3.1
	2024E	399	55	13.8	11.2	1.0	0.0	3,331	39,102	8.9
	2025E	426	64	15.0	9.1	0.9	0.0	4,124	42,909	10.1

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	459	345	463	631	798
현금 및 현금성자산	168	161	242	410	575
매출채권 및 기타채권	75	64	76	75	75
재고자산	113	73	96	95	95
기타유동자산	103	47	49	51	53
비유동자산	476	650	678	704	731
관계기업투자등	1	140	146	152	158
유형자산	409	462	483	501	520
무형자산	7	6	6	6	6
자산총계	935	995	1,142	1,335	1,529
유동부채	128	71	76	77	77
매입채무 및 기타채무	92	60	64	64	64
단기금융부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	34	11	11	11	12
비유동부채	8	6	6	6	6
장기금융부채	1	1	1	1	1
기타비유동부채	8	5	5	5	5
부채총계	136	77	82	82	83
지배주주지분	779	891	1,033	1,225	1,419
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	344	459	607	800	993
비지배주주지분(연결)	20	27	27	27	27
자본총계	799	919	1,060	1,253	1,446

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	191	180	196	282	285
당기순이익(손실)	0	131	164	208	209
비현금수익비용가감	74	49	63	73	77
유형자산감가상각비	52	60	69	72	76
무형자산상각비	0	1	0	0	0
기타현금수익비용	10	-25	-6	1	1
영업활동 자산부채변동	-53	0	-31	1	-1
매출채권 감소(증가)	4	13	-12	1	0
재고자산 감소(증가)	-12	41	-23	1	0
매입채무 증가(감소)	4	-15	5	0	0
기타자산, 부채변동	-49	-39	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-146	-165	-99	-99	-105
유형자산처분(취득)	-94	-103	-90	-90	-95
무형자산 감소(증가)	-1	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-77	-7	-7	-8
기타투자활동	-51	19	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-44	-22	-16	-16	-16
차입금의 증가(감소)	-25	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-18	-21	-16	-16	-16
배당금의 지급	15	16	-16	-16	-16
기타재무활동	-1	0	0	0	0
현금의 증가	-1	-7	82	168	164
기초현금	169	168	161	242	410
기말현금	168	161	242	410	575

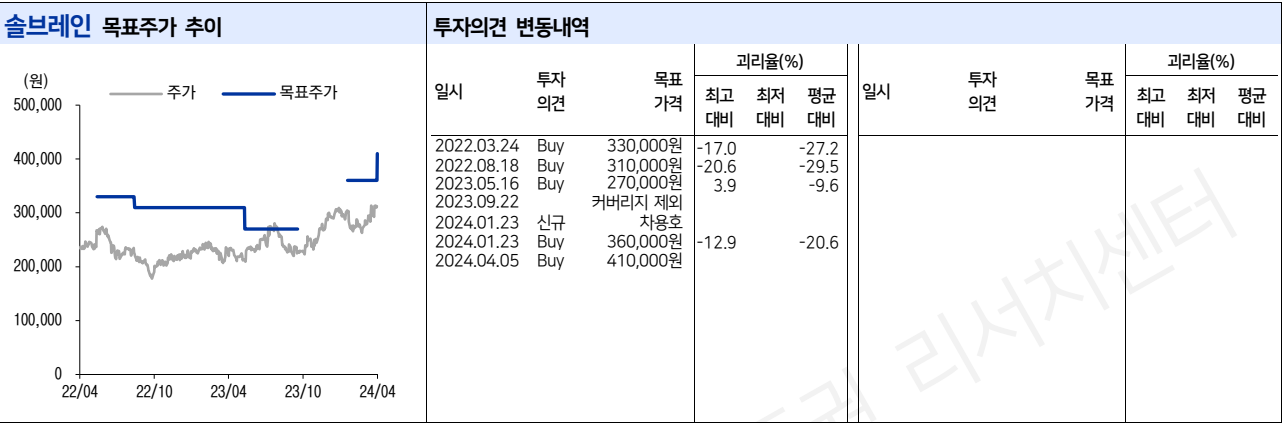
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	901	1,103	1,191
매출원가	793	651	664	805	877
매출총이익	298	193	237	298	314
판매비 및 관리비	91	60	73	77	83
영업이익	207	133	165	221	231
(EBITDA)	260	194	234	293	307
금융손익	7	13	10	10	0
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-1	-1
기타영업외손익	1	15	33	34	34
세전계속사업이익	215	161	207	263	265
계속사업법인세비용	48	30	43	55	56
계속사업이익	168	131	164	208	209
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	168	131	164	208	209
지배주주	163	130	164	208	209
총포괄이익	168	131	164	208	209
매출총이익률 (%)	27.3	22.9	26.3	27.0	26.4
영업이익률 (%)	19.0	15.8	18.3	20.0	19.4
EBITDA 마진률 (%)	23.8	23.0	26.0	26.6	25.8
당기순이익률 (%)	15.4	15.5	18.2	18.9	17.6
ROA (%)	18.4	13.5	15.3	16.8	14.6
ROE (%)	23.0	15.6	17.0	18.4	15.8
ROIC (%)	30.3	18.5	20.7	26.2	26.7

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	10.4	18.1	14.8	11.6	11.6
P/B	2.2	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	5.6	11.3	9.3	6.8	6.0
P/CF	23.0	13.1	10.7	8.6	8.5
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	6.5	-22.6	6.8	22.4	8.0
영업이익	9.6	-35.5	23.2	34.0	4.7
세전이익	6.0	-25.1	28.4	27.2	0.5
당기순이익	10.2	-21.9	24.9	27.2	0.5
EPS	9.6	-19.9	25.5	27.2	0.5
안정성 (%)					
부채비율	17.0	8.3	7.7	6.6	5.7
유동비율	359.6	485.2	609.1	821.5	1,035.0
순차입금/자기자본(x)	-28.7	-19.3	-24.5	-34.2	-41.0
영업이익/금융비용(x)	703.0	1,613.5	514.3	689.4	721.9
총차입금 (십억원)	2	2	2	2	2
순차입금 (십억원)	-229	-177	-259	-428	-593
주당지표(원)					
EPS	20,962	16,786	21,068	26,801	26,930
BPS	100,11	114,59	132,74	157,51	182,40
CFPS	9,487	23,144	29,158	36,126	36,749
DPS	1,950	2,000	2,000	2,000	2,000



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	92.4% 7.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2023. 4. 1 ~ 2024. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)