

2024.05.20



Company Analysis | 테크 미드/스몰캡

Analyst 차용호

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	410,000 원
현재주가	304,000 원
상승여력	34.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ (5/17)	855.06 pt
시가총액	23,647 억원
발행주식수	7,779 천주
52 주 최고가/최저가	315,000 / 209,500 원
90 일 일평균거래대금	107.65 억원
외국인 지분율	32.0%
배당수익률(24.12E)	0.7%
BPS(24.12E)	133,953 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -2.3%
	6개월 5.6%
	12개월 1.3%
주주구성	정지완 (외 9인) 45.1%
	FIDELITY MANAGEMET 8.2%
	삼성전자 (외 1인) 5.6%

Stock Price



솔브레인 (357780)

1Q24 Review: NAND도 회복이 빨라지는 중

1Q24 Review

1Q24 연결 실적은 매출액 2,107억원(+8%QoQ, -13%YoY), 영업이익 460억원(+102%QoQ, -6%YoY, OPM 21.9%)으로 컨세서스 매출액 1,997억원, 영업이익 335억원을 모두 상회했으며 당사 추정치 대비 매출액은 부합했으나 영업이익은 상회하였다. 수익성이 크게 증가(OPM기준 4Q23 11.7% → 1Q24 21.9%)한 주요 요인은 Etchant 제품군의 판가 상승 및 원재료 가격 하락이 동시에 이루어졌기 때문으로 추정된다. 또한 메모리 공급 업체들의 가동률 상승으로 인해 CMP Slurry, Display Chemical 등 사업부 전반적으로 실적이 개선되었다.

NAND도 회복이 빨라지는 중

2024년 연결 실적은 매출액 9,485억원(+12%YoY), 영업이익 1,940억원(+45%YoY, OPM 20.5%)으로 추정한다. AI의 수요가 NAND로 확산되며 국내 NAND 공급업체들의 4Q24 NAND Wafer Input은 790K/m → 795K/m로 소폭 상향조정되었다. 메모리 공급업체들의 가동률 회복이 예상대로 빠르게 이루어짐에 따라 솔브레인의 실적 개선폭도 확대될 것이다. CMP Slurry는 경쟁사 진입에도 불구하고 고객사들의 HBM Capa 확대에 따라 1Q24 +20%QoQ 증가한 것으로 추정되며 꾸준히 성장세를 기록할 것으로 전망한다. 1Q24 원재료 가격 하락으로 인해 수익성이 크게 개선되었으나 향후 고객사와의 판가 조정으로 인해 2Q24 수익성은 소폭 감소할 것으로 예상된다. 하지만 가동률 상승에 따라 수익성은 2Q24부터 지속해서 개선될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 410,000원 유지

투자의견 Buy를, 목표주가는 410,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd P/E 기준 12.5x로 P/E 밴드 중단을 하회하고 있다. 메모리 공급업체들의 가동률 상향 조정에 따라 솔브레인의 수익성 개선은 시장 기대치 대비 빠르게 이루어질 것으로 예상된다. 테크 업종 내 P/E 밴드 중단을 하회하는 소수 종목 중 하나로 Valuation Merit가 큰 것으로 판단하며 업종 내 최선호주를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	948	1,119	1,209
영업이익	207	133	194	257	252
순이익	168	131	173	223	211
EPS (원)	20,962	16,786	22,275	28,714	27,148
증감률 (%)	9.6	-19.9	32.7	28.9	-5.5
PER (x)	10.4	18.1	13.6	10.6	11.2
PBR (x)	2.2	2.7	2.3	1.9	1.6
영업이익률 (%)	19.0	15.8	20.5	23.0	20.8
EBITDA 마진 (%)	23.8	23.0	27.8	29.5	27.1
ROE (%)	23.0	15.6	17.9	19.5	15.7

주: IFRS 연결 기준

자료:솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)		1Q24			2Q24E			2024E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	반도체	149	160	7%	153	168	10%	667	723	8%
	디스플레이	16	20	27%	16	22	35%	66	90	36%
	2차전지 및 기타	39	31	-20%	39	32	-18%	168	135	-20%
	합계	204	211	3%	208	222	7%	901	948	5%
매출 비중	반도체	73%	76%	3%	74%	76%	2%	74%	76%	2%
	디스플레이	8%	9%	2%	8%	10%	2%	7%	9%	2%
	2차전지 및 기타	19%	15%	-4%	19%	14%	-4%	19%	14%	-4%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
QoQ / YoY	반도체	5%	12%	8%	2%	5%	3%	7%	12%	6%
	디스플레이	-11%	13%	24%	3%	10%	7%	-13%	19%	32%
	2차전지 및 기타	10%	-12%	-22%	1%	3%	2%	22%	-2%	-24%
	합계	4%	8%	4%	2%	5%	3%	7%	12%	6%
영업이익		34	46	35%	37	42	12%	165	194	18%
QoQ / YoY		-4%	50%	102%	52%	10%	-8%	-18%	23%	45%
영업이익률		16.8%	21.9%	5.1%	18.0%	19.0%	1.0%	18.3%	20.5%	2.2%

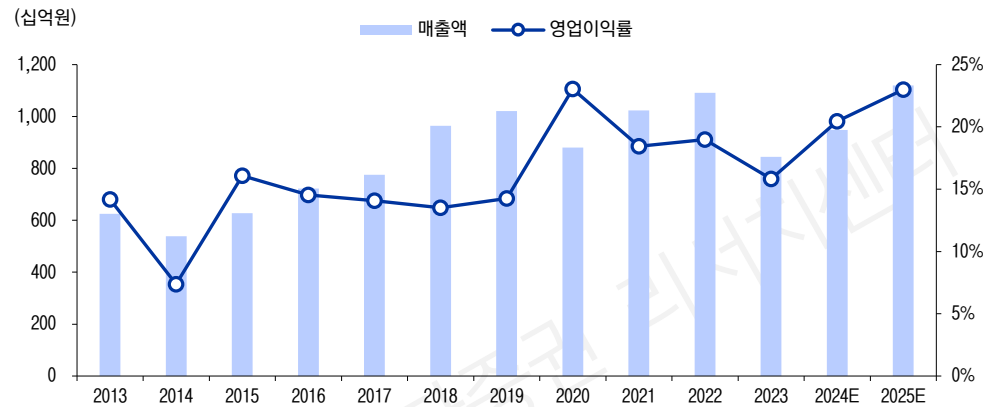
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 솔브레인 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	반도체	185.6	164.9	137.2	142.6	160.2	168.3	192.3	202.6	630.3	723.4	859.0
	디스플레이	17.8	21.1	19.5	17.4	19.6	21.6	23.4	25.4	75.8	90.0	99.2
	2차전지 및 기타	39.7	32.7	30.6	35.1	30.9	31.9	35.2	37.1	138.0	135.1	161.1
	TTL	243.0	218.7	187.4	195.0	210.7	221.8	250.9	265.1	844.0	948.5	1,119.3
매출 비중	반도체	76%	75%	73%	73%	76%	76%	77%	76%	75%	76%	77%
	디스플레이	7%	10%	10%	9%	9%	10%	9%	10%	9%	9%	9%
	2차전지 및 기타	16%	15%	16%	18%	15%	14%	14%	14%	16%	14%	14%
	TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
증가율 (QoQ/YoY)	반도체	-4%	-11%	-17%	4%	12%	5%	14%	5%	-23%	12%	18%
	디스플레이	-38%	19%	-7%	-11%	13%	10%	8%	8%	-41%	19%	10%
	2차전지 및 기타	1%	-18%	-6%	15%	-12%	3%	10%	6%	-39%	-2%	19%
	TTL	-7%	-10%	-14%	4%	8%	5%	13%	6%	-23%	12%	18%
영업이익		49.1	33.0	28.5	22.8	46.0	42.1	50.2	55.6	133.5	194.0	257.4
	QoQ/YoY	12%	-33%	-14%	-20%	102%	-8%	19%	11%	-36%	45%	33%
영업이익률		20.2%	15.1%	15.2%	11.7%	21.9%	19.0%	20.0%	21.0%	15.8%	20.5%	23.0%

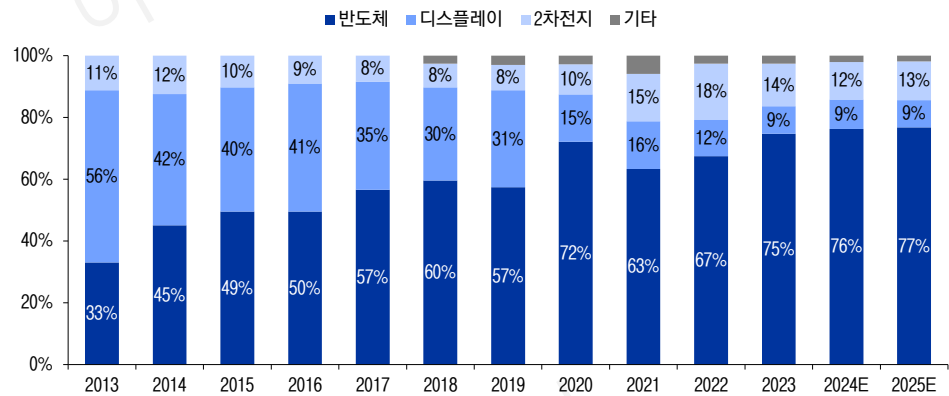
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 솔브레인 연간 실적 추이 및 전망



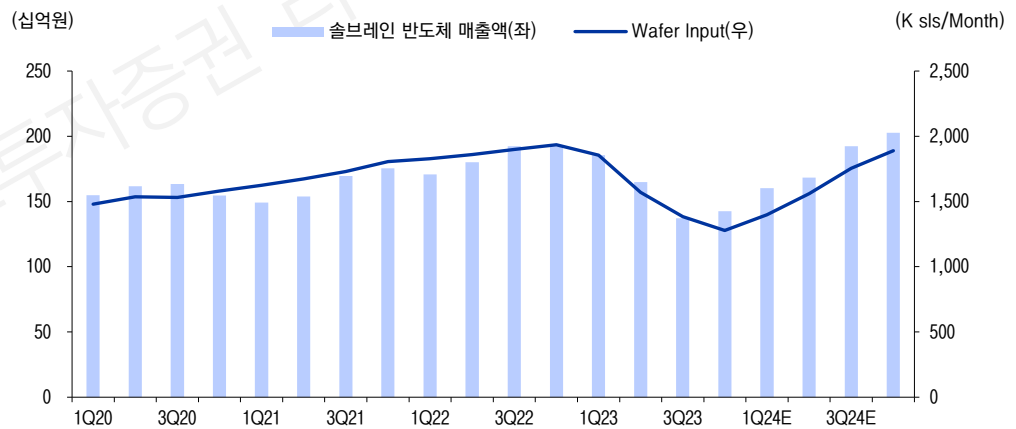
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 솔브레인 제품별 매출 비중 추이 및 전망



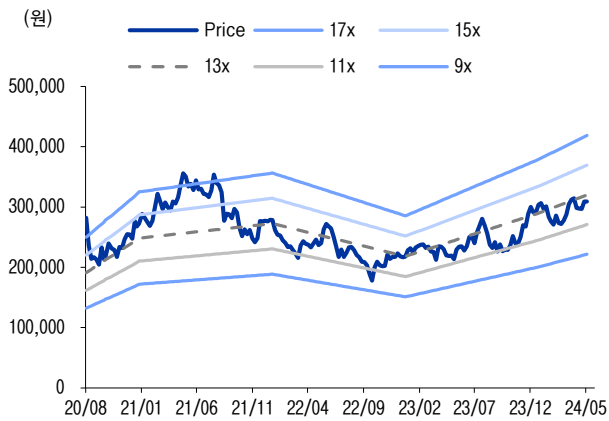
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 국내 메모리 업체 Wafer Input 합계 대비 솔브레인 반도체 매출액 추이



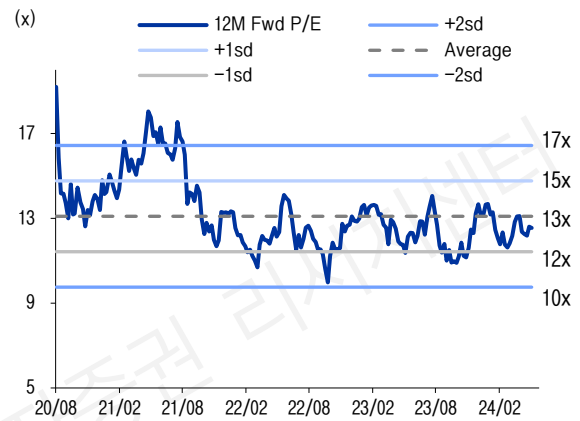
자료: Trendforce, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/E 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 12M Fwd P/E 표준편차



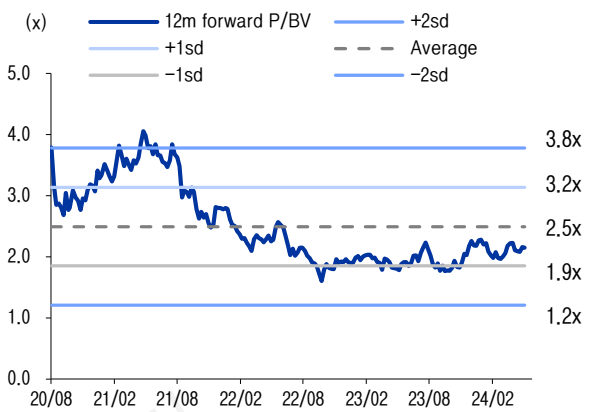
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 12M Fwd P/B 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	459	345	473	655	822
현금 및 현금성자산	168	161	252	435	599
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	733
관계기업투자등	1	140	146	152	158
유형자산	409	462	483	501	521
무형자산	7	6	6	6	6
자산총계	935	995	1,151	1,359	1,555
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	1,042	1,249	1,445
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
이익잉여금	344	459	617	824	1,019
비지배주주지분(연결)	20	27	27	27	27
자본총계	799	919	1,069	1,277	1,472

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	191	180	205	297	287
당기순이익(손실)	0	131	173	223	211
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	-106
유형자산처분(취득)	-94	-103	-90	-90	-97
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	91	183	165
기초현금	169	168	161	252	435
기말현금	168	161	252	435	599

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,091	844	948	1,119	1,209
매출원가	793	651	678	784	872
매출총이익	298	193	271	336	336
판매비 및 관리비	91	60	77	78	85
영업이익	207	133	194	257	252
(EBITDA)	260	194	263	330	328
금융손익	7	13	10	10	0
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-1	-1
기타영업외손익	1	15	16	16	15
세전계속사업이익	215	161	219	282	267
계속사업법인세비용	48	30	46	59	56
계속사업이익	168	131	173	223	211
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	168	131	173	223	211
지배주주	163	130	173	223	211
총포괄이익	168	131	173	223	211
매출총이익률 (%)	27.3	22.9	28.5	30.0	27.8
영업이익률 (%)	19.0	15.8	20.5	23.0	20.8
EBITDA 마진률 (%)	23.8	23.0	27.8	29.5	27.1
당기순이익률 (%)	15.4	15.5	18.2	19.9	17.4
ROA (%)	18.4	13.5	16.1	17.8	14.5
ROE (%)	23.0	15.6	17.9	19.5	15.7
ROIC (%)	30.3	18.5	24.4	30.6	29.1

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	10.4	18.1	13.6	10.6	11.2
P/B	2.2	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	5.6	11.3	8.0	5.8	5.3
P/CF	23.0	13.1	10.0	8.0	8.2
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	6.5	-22.6	12.4	18.0	8.0
영업이익	9.6	-35.5	45.3	32.7	-2.2
세전이익	6.0	-25.1	35.8	28.9	-5.5
당기순이익	10.2	-21.9	32.1	28.9	-5.5
EPS	9.6	-19.9	32.7	28.9	-5.5
안정성 (%)					
부채비율	17.0	8.3	7.6	6.4	5.6
유동비율	359.6	485.2	621.4	853.0	1,067.0
순차입금/자기자본(x)	-28.7	-19.3	-25.1	-35.4	-42.0
영업이익/금융비용(x)	703.0	1,613.5	606.3	804.8	786.9
총차입금 (십억원)	2	2	2	2	2
순차입금 (십억원)	-229	-177	-269	-452	-618
주당지표(원)					
EPS	20,962	16,786	22,275	28,714	27,148
BPS	100,11	114,59	133,95	160,62	185,73
CFPS	9,487	23,144	30,363	38,035	36,988
DPS	1,950	2,000	2,000	2,000	2,000

솔브레인

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

500,000

400,000

300,000

200,000

100,000

0

22/05

22/11

23/05

23/11

24/05

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2022.03.24	Buy	330,000원	-17.0		-27.2
2022.08.18	Buy	310,000원	-20.6		-29.5
2023.05.16	Buy	270,000원	3.9		-9.6
2023.09.22		커버리지 제외			
2024.01.23	신규	차용호			
2024.01.23	Buy	360,000원	-12.9		-20.6
2024.04.05	Buy	410,000원			

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 리서치본부의 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 $\pm 15\%$ 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)