키움증권
2024. 11. 15

솔브레인 (357780)

따뜻한 봄이 오면…

BUY(Maintain)

목표주가: 310,000원(하향)

주가(11/14): 187,100원

시가총액: 14,554억원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

주요 고객사인 삼성전자의 2025년 반도체 CapEx 하향 조정 예상. DRAM의 경우 LPDDR4 → HBM3e로의 설비 전환, NAND는 8세대 V-NAND 생산 비중 확대를 통해 2025년 수요에 대응할 것으로 판단하기 때문. 이러한 공정 전환 과정은 반도체 소재의 일시적 수요 감소로 이어지기 때문에, 솔브레인의 분기 실적 회복이 당초 예상보다 늦어질 것으로 판단. 목표주가를 31만원으로 하향 조정하지만, T12M P/E 10배와 P/B 1.5배의 밸류에이션은 주가의 추가 하락을 제한할 것으로 판단함.

Stock Data

KOSDAQ (11/14)		681.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	343,500원	187,100원
최고/최저가 대비 등락율	-45.5%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-13.4%	-3.2%
6M	-36.8%	-21.7%
1Y	-29.0%	-18.2%

Company Data

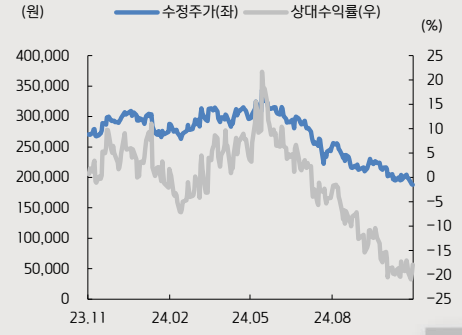
발행주식수		7,779천주
일평균 거래량(3M)		19천주
외국인 지분율		33.7%
배당수익률(24E)		0.6%
BPS(24E)		130,599원
주요 주주	정지완 외 8인	44.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,090.9	844.0	876.1	943.5
영업이익	207.1	133.5	178.6	194.2
EBITDA	259.7	194.0	242.2	259.5
세전이익	215.4	161.3	182.7	213.5
순이익	167.7	131.0	140.3	163.3
지배주주지분순이익	162.8	130.4	139.6	162.6
EPS(원)	20,928	16,759	17,952	20,903
증감률(%YoY)	9.6	-19.9	7.1	16.4
PER(배)	10.4	18.1	17.4	15.0
PBR(배)	2.18	2.65	2.39	2.09
EV/EBITDA(배)	5.8	11.5	9.0	8.0
영업이익률(%)	19.0	15.8	20.4	20.6
ROE(%)	23.0	15.6	14.6	14.9
순부채비율(%)	-25.0	-17.8	-25.7	-32.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



>>> 삼성전자 반도체 CapEx 하향 조정

주요 고객사인 삼성전자의 2025년 반도체 CapEx가 하향 조정될 것으로 예상된다. HBM3e의 양산 검증 지연과 consumer 수요 부진이 삼성전자의 HBM 증설 속도를 늦출 것으로 보이고, 증설의 방식도 신규 장비 도입이 아닌 기존 LPDDR4 장비의 활용으로 변경될 것으로 예상한다. LPDDR4에서 HBM3e로의 장비 전환 과정은 반도체 소재의 일시적 수요 감소로 이어지기 때문에, 솔브레인의 단기 실적 모멘텀에 부담으로 작용할 것이다. NAND의 경우 보수적이었던 우리의 예상보다도 더욱 가파른 업황의 down turn이 나타나고 있어, 삼성전자의 NAND CapEx 하향 조정이 불가피해 보인다. 또한 올 연말·연초 동안에는 V8으로의 공정 전환이 진행되며, 솔브레인의 분기 실적 회복에 부정적인 영향을 끼칠 것임을 염두에 둬야 할 것이다.

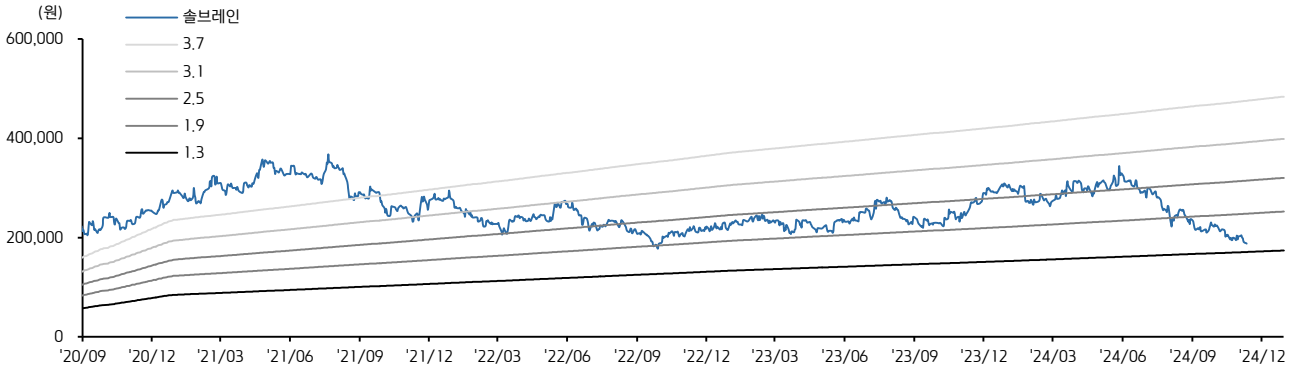
>>> 2025년은 반도체 소재 실적 회복의 해

솔브레인의 분기 실적은 연말· 연초를 지나가면서 서서히 회복되기 시작할 것으로 전망한다. 예상보다 늦춰지고는 있지만, 삼성전자의 HBM3e 8hi과 12hi 제품이 NVIDIA의 H200와 B200A에 공급되며, 솔브레인의 반도체 소재 출하량 증가로 이어질 것으로 판단하기 때문이다. 또한 연말·연초를 지나면서 삼성전자의 8세대 V-NAND 및 파운드리의 가동률이 상승세를 보이기 시작하면서, 솔브레인의 실적 회복에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대되고 있다. 2025년 하반기에는 삼성전자의 1cnm DRAM과 9세대 V-NAND, 2nm GAA 공정이 ramp-up 되며, 솔브레인의 신제품 공급량이 크게 늘어나기 시작할 것이다. 중장기적인 실적 회복에 투자 포인트를 맞추는 것이 바람직하다.

>>> 목표주가 31만원으로 하향. 투자의견 'BUY'는 유지

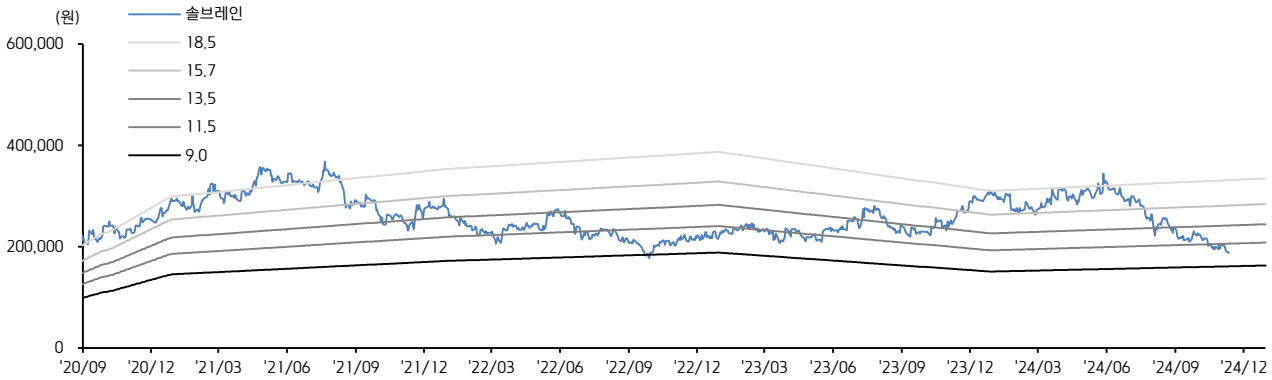
2024~2026년 실적 전망치 변경을 반영하여, 솔브레인의 목표주가를 기존 38만원에서 31만원으로 하향 조정한다. 다만 주가의 경우 12개월 trailing P/E 10배와 P/B 1.5배 수준까지 급락해 추가적인 하락 위험이 제한적이고, 올 연말·연초를 지나면서 실적 회복과 함께 반등에 나설 것으로 판단된다. 주가 반등의 trigger point는 앞서 언급했던 '삼성전자의 HBM3e와 HBM4, 1cnm DRAM, 8세대 V-NAND, 2nm GAA 등 선단 제품들의 생산 비중 확대'가 될 것이다. 중장기적인 시각으로, 매수 접근하는 전략을 추천한다.

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 6개월 목표주가: 310,000원 제시

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sales [십억원]	844	876	944	1,050	1,110	1,260
Growth	-22.6%	3.8%	7.7%	11.3%	5.7%	13.5%
EPS [원]	16,759	17,952	20,903	23,223	25,289	29,609
Growth	-19.9%	7.1%	16.4%	11.1%	8.9%	17.1%
BPS [원]	114,593	130,599	149,257	170,035	192,780	219,746
Growth	14.5%	14.0%	14.3%	13.9%	13.4%	14.0%
ROCE(Return On Common Equity)	15.6%	14.6%	14.9%	14.5%	13.9%	14.4%
COE(Cost of Equity)	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Residual Earnings(ROCE-COE)		6.8%	7.1%	6.7%	6.1%	6.5%
PV of Residual Earnings		7,683	8,484	8,474	8,114	9,137
Equity Beta	0.7					
Risk Free Rate	2.9%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.9%					
Continuing Value	192,763					
Beginning Common Shareholders' Equity	114,593					
PV of RE for the Forecasting Period	41,891					
PV of Continuing Value	131,910					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	311,127					

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 7% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,090.9	844.0	876.1	943.5	1,050.1
매출원가	793.1	650.9	625.7	673.9	750.1
매출총이익	297.8	193.1	250.3	269.6	300.1
판관비	90.8	59.6	71.7	75.4	84.9
영업이익	207.1	133.5	178.6	194.2	215.1
EBITDA	259.7	194.0	242.2	259.5	289.8
영업외손익	8.4	27.8	4.1	19.3	23.0
이자수익	2.0	9.7	11.2	12.0	11.6
이자비용	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	28.1	17.4	17.9	16.3	18.2
외환관련손실	22.4	13.9	15.3	14.2	13.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	1.5	3.9	5.7
기타	1.0	14.7	-11.1	1.4	1.3
법인세차감전이익	215.4	161.3	182.7	213.5	238.2
법인세비용	47.8	30.3	42.4	50.2	56.7
계속사업순손익	167.7	131.0	140.3	163.3	181.5
당기순이익	167.7	131.0	140.3	163.3	181.5
지배주주순이익	162.8	130.4	139.6	162.6	180.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.5	-22.6	3.8	7.7	11.3
영업이익 증감율	9.7	-35.5	33.8	8.7	10.8
EBITDA 증감율	9.4	-25.3	24.8	7.1	11.7
지배주주순이익 증감율	9.6	-19.9	7.1	16.5	11.1
EPS 증감율	9.6	-19.9	7.1	16.4	11.1
매출총이익율(%)	27.3	22.9	28.6	28.6	28.6
영업이익률(%)	19.0	15.8	20.4	20.6	20.5
EBITDA Margin(%)	23.8	23.0	27.6	27.5	27.6
지배주주순이익률(%)	14.9	15.5	15.9	17.2	17.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	458.9	345.1	467.0	588.4	737.0
현금 및 현금성자산	167.7	160.8	237.0	336.8	457.0
단기금융자산	68.2	17.9	48.3	74.9	83.3
매출채권 및 기타채권	75.1	64.3	72.3	72.0	80.1
재고자산	113.4	73.0	79.3	72.3	80.4
기타유동자산	34.5	29.1	30.1	32.4	36.2
비유동자산	476.0	650.4	657.4	691.1	714.5
투자자산	0.5	140.4	137.3	164.5	181.7
유형자산	408.6	462.2	480.0	492.0	496.7
무형자산	6.7	6.2	5.8	5.5	5.2
기타비유동자산	60.2	41.6	34.3	29.1	30.9
자산총계	934.9	995.4	1,124.5	1,279.5	1,451.6
유동부채	127.6	71.1	74.8	83.5	92.5
매입채무 및 기타채무	92.3	59.6	61.9	66.6	74.2
단기금융부채	31.3	10.0	11.4	15.2	16.5
기타유동부채	4.0	1.5	1.5	1.7	1.8
비유동부채	8.1	5.5	5.7	6.1	6.8
장기금융부채	5.1	5.3	5.5	5.9	6.6
기타비유동부채	3.0	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	135.7	76.6	80.5	89.6	99.3
지배지분	778.7	891.4	1,015.9	1,161.0	1,322.6
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
기타자본	-5.7	-8.3	-8.3	-8.3	-8.3
기타포괄손익누계액	24.0	24.4	24.7	25.1	25.4
이익잉여금	344.3	459.1	583.3	728.1	889.4
비지배지분	20.5	27.4	28.1	28.8	29.6
자본총계	799.2	918.8	1,044.0	1,189.8	1,352.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	190.8	221.0	326.5	370.0	371.7
당기순이익	167.7	131.0	140.3	163.3	181.5
비현금항목의 가감	73.8	50.1	69.3	76.0	88.0
유형자산감가상각비	52.3	60.0	63.2	65.0	74.4
무형자산감가상각비	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
지분법평가손익	0.0	0.0	-1.5	-3.9	-5.7
기타	21.1	-10.4	7.2	14.6	19.1
영업활동자산부채증감	-52.7	50.4	-13.1	7.6	-13.8
매출채권및기타채권의감소	4.0	12.7	-8.1	0.4	-8.1
재고자산의감소	-11.9	40.7	-6.2	7.0	-8.2
매입채무및기타채무의증가	3.9	-14.6	2.3	4.8	7.5
기타	-48.7	11.6	-1.1	-4.6	-5.0
기타현금흐름	2.0	-10.5	130.0	123.1	116.0
투자활동 현금흐름	-146.0	-215.0	-103.2	-123.4	-95.4
유형자산의 취득	-94.0	-129.4	-81.0	-77.0	-79.0
유형자산의 처분	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-139.9	4.7	-23.3	-11.5
단기금융자산의감소(증가)	-52.0	50.3	-30.4	-26.6	-8.5
기타	0.7	3.5	3.5	3.5	3.6
재무활동 현금흐름	-44.1	-13.5	-6.4	-4.4	-9.8
차입금의 증가(감소)	-23.3	0.0	1.0	3.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.4	-2.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-16.5	-18.9	-15.5	-15.5	-17.8
기타	-1.9	8.0	8.1	8.1	8.0
기타현금흐름	-1.7	0.5	-140.7	-142.3	-146.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-0.9	-6.9	76.1	99.8	120.3
기초현금 및 현금성자산	168.7	167.7	160.8	236.9	336.7
기말현금 및 현금성자산	167.7	160.8	236.9	336.7	457.0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	20,928	16,759	17,952	20,903	23,223
BPS	100,114	114,593	130,599	149,257	170,035
CFPS	31,043	23,280	26,939	30,772	34,641
DPS	2,000	2,000	2,000	2,300	2,500
주가배수(배)					
PER	10.4	18.1	17.4	15.0	13.5
PER(최고)	13.4	18.4	17.9		
PER(최저)	8.4	12.1	14.6		
PBR	2.18	2.65	2.39	2.09	1.84
PBR(최고)	2.80	2.69	2.47		
PBR(최저)	1.76	1.77	2.01		
PSR	1.55	2.80	2.77	2.58	2.31
PCFR	7.0	13.1	11.6	10.2	9.0
EV/EBITDA	5.8	11.5	9.0	8.0	6.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	9.2	11.8	11.0	10.9	10.7
배당수익률(%,보통주,현금)	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8
ROA	19.0	13.6	13.2	13.6	13.3
ROE	23.0	15.6	14.6	14.9	14.5
ROIC	28.5	19.3	22.9	24.3	26.4
매출채권회전율	10.6	12.1	12.8	13.1	13.8
재고자산회전율	10.0	9.1	11.5	12.5	13.8
부채비율	17.0	8.3	7.7	7.5	7.3
순차입금비율	-25.0	-17.8	-25.7	-32.8	-38.2
이자보상배율	703.0	1,613.5	1,956.9	1,702.9	1,727.8
총차입금	36.4	15.3	16.9	21.1	23.1
순차입금	-199.5	-163.4	-268.4	-390.5	-517.2
NOPLAT	259.7	194.0	242.2	259.5	289.8
FCF	59.3	94.5	106.6	144.4	145.7

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

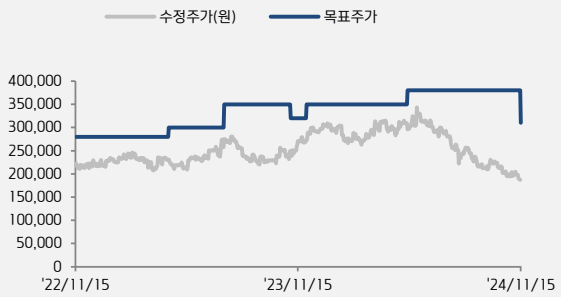
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
솔브레인 (357780)	2022-11-16	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-22.92	-20.36
	2022-11-22	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-19.46	-12.14
	2023-03-29	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-19.21	-12.14
	2023-04-17	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-26.74	-21.67
	2023-05-24	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-25.94	-20.83
	2023-05-31	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.36	-8.67
	2023-07-17	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-22.52	-19.86
	2023-08-09	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-25.07	-19.86
	2023-08-23	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-30.26	-19.86
	2023-11-03	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-18.58	-12.66
	2023-11-29	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-16.36	-10.00
	2024-05-13	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-33.05	-9.61
	2024-11-15	BUY(Maintain)	310,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

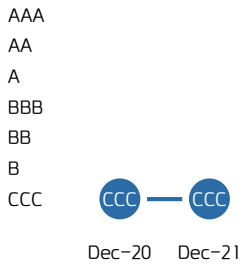
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

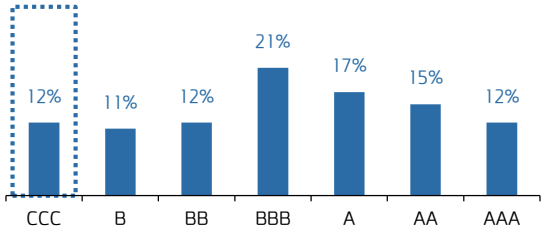
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1) MSCI ACWI Index 내 스페셜티 화학 기업 66개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	1.5	4.7		
환경	2.2	5	53.0%	▼0.1
탄소 배출	3.2	6.5	14.0%	▼0.1
유독 물질 배출과 폐기물	0.8	3.6	14.0%	▼0.1
물 부족	1.8	5.2	14.0%	▼0.1
친환경 기술 관련 기회	3.3	4.5	11.0%	
사회		3.6	14.0%	
화학적 안전성		3.3	14.0%	
지배구조	1.1	5.6	33.0%	▲1.1
기업 지배구조	1.0	6.4		▲1.0
기업 활동	5	6		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (스페셜티 화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
LINDE PUBLIC LIMITED COMPANY	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	N/A	● ●	● ●	A	
L'AIR LIQUIDE SOCIETE ANONYME POUR L'ETUDE ET L'EXPLOITATION DES PROCEDES GEORGES CLAUDE SA	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	N/A	● ● ● ●	●	A	◀▶
THE SHERWIN-WILLIAMS COMPANY	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	● ●	A	◀▶
AIR PRODUCTS AND CHEMICALS, INC.	●	● ●	● ●	● ●	N/A	● ● ●	● ● ● ●	BBB	◀▶
Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	●	● ● ● ●	BBB	◀▶
SoulBrain Co Ltd	●	● ●	●	●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위● 최고 4분위● ● ● ●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치