



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원(상향)

주가(4/14): 230,000원

시가총액: 17,891억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/14)	903.84pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	274,000원	177,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-16.1%	29.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	8.0%	-9.4%
	6M	9.8%	-17.6%
	1Y	-1.4%	0.8%

Company Data

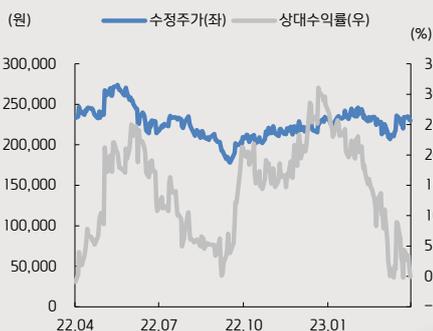
발행주식수	7,779천주
일평균 거래량(3M)	22천주
외국인 지분율	30.5%
배당수익률(23E)	0.9%
BPS(23E)	118,653원
주요 주주	정지완 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,023.9	1,090.9	1,042.0	1,165.3
영업이익	188.8	207.1	199.9	235.7
EBITDA	237.4	259.7	255.5	300.1
세전이익	203.2	215.4	214.1	247.4
순이익	152.2	167.7	167.1	193.1
지배주주지분순이익	148.5	162.8	162.2	187.5
EPS(원)	19,093	20,928	20,852	24,100
증감률(%YoY)	18.0	9.6	-0.4	15.6
PER(배)	14.6	10.4	11.0	9.5
PBR(배)	3.41	2.18	1.94	1.64
EV/EBITDA(배)	8.6	5.8	5.2	3.9
영업이익률(%)	18.4	19.0	19.2	20.2
ROE(%)	26.3	23.0	19.1	18.6
순부채비율(%)	-20.1	-25.0	-34.3	-44.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Preview

솔브레인 (357780)

2024년 사상 최대 실적 전망



1Q23 영업이익 496억원으로, 기대치 부합 예상. 고객사 감산 영향에 따른 단기 실적 부진이 예상되지만, 현 시점부터는 2분기를 저점으로 하는 턴어라운드 방향성에 더욱 집중해야 할 것으로 판단. 반도체 부문을 중심으로 한 지속적인 실적 성장세와 삼성전자의 국내/해외 공장 증설에 대한 중장기적 수혜 등을 감안했을 때, 현재의 주가가 지나친 저평가 영역에 머물러 있다고 판단. 목표주가를 30만원으로 상향하고, 반도체 업종 Top Pick으로 매수 추천함.

>>> 1Q23 영업이익 496억원, 기대치 부합 예상

솔브레인의 1Q23 실적은 매출액 2,562억원(-2%QoQ, -9%YoY)과 영업이익 496억원(+13%QoQ, -14%YoY)으로, 기존 추정치에 부합할 것으로 예상된다. 반도체 부문의 경우 고객사의 감산 영향이 반영되며 전 분기 대비 하락할 것으로 예상은 되지만, 전년 동기 대비의 성장세는 유지될 것으로 보인다. 디스플레이 부문의 실적은 스마트폰 수요 부진과 대형 패널의 가동률 감소 영향으로 인해 전 분기 대비 감소할 것으로 예상되지만, 이차전지 부문의 실적은 전 분기 대비 개선세를 보일 전망이다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,827억원(-5%QoQ, +7%YoY), 디스플레이 259억원(-10%QoQ, -36% YoY), 이차전지 및 기타 476억원(+22%QoQ, -32%YoY)를 각각 기록할 전망이다.

>>> 2024년 사상 최대 실적 전망

2Q23를 저점으로 하는 실적의 턴어라운드 방향성에 집중해야 할 시기라고 판단한다. 단기적인 실적은 고객사의 감산 영향으로 인해 감소세를 보이고 있지만, 이미 삼성전자의 감산 보도를 통해 시장에 알려진 내용인 만큼 이에 따른 솔브레인의 주가 조정은 제한될 것이다. 따라서 현 시점부터는 '반도체 신규 소재 공급'과 'NAND의 수요 급증', '삼성전자의 평택 3공장 가동' 등이 솔브레인의 실적 턴어라운드 및 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이라는 판단이다. 솔브레인의 영업이익은 2H23 1,028억원(+6%HoH)으로 회복된 뒤, 2024년에는 2,357억원(+18%YoY)의 사상 최대치를 기록할 전망이다.

>>> 목표주가 30만원으로 상향 조정, 업종 Top Pick 매수 추천

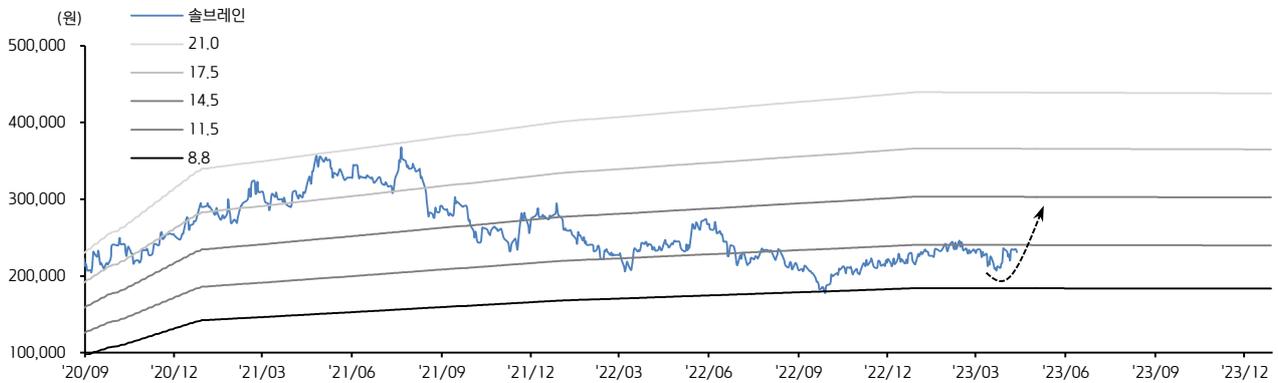
솔브레인의 주가는 반도체 업황 부진과 투자センチ멘트 악화로 인해 지속된 기간 조정을 보인 후, 회복세를 보이고 있다. 당사는 반도체 부문을 중심으로 한 지속적인 실적 성장세와 삼성전자의 국내/해외 공장 증설에 대한 중장기적 수혜 등을 감안했을 때, 현재의 주가가 지나친 저평가 영역에 머물러 있다고 판단하고 있다. NAND의 수요 급반등과 반도체 유통재고의 정상화가 예상되는 2분기를 지나면서, 솔브레인에 대한 투자자들의センチ멘트가 크게 개선될 것이라고 판단한다. 'NAND 산업의 수요 전망치 상향'에 따른 솔브레인의 '24~'26년 EPS 변경'과 'Beta 값 변경' 등을 반영하여, 목표주가를 30만원으로 상향 조정한다. 반도체 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	281.6	272.8	276.2	260.3	256.2	251.3	262.1	272.5	1,090.9	1,042.0	1,165.3
%YoY	18%	12%	0%	-2%	-9%	-8%	-5%	5%	7%	-4%	12%
반도체	170.8	180.1	192.1	192.8	182.7	170.2	178.2	189.4	735.8	720.5	801.5
디스플레이	40.4	32.4	26.6	28.6	25.9	29.8	32.2	33.7	128.1	121.6	153.9
이차전지/기타	70.4	60.3	57.4	38.9	47.6	51.3	51.7	49.5	227.0	200.0	209.9
매출원가	202.8	197.4	201.0	191.8	184.7	182.8	183.6	196.7	793.1	747.8	830.1
매출원가율	72%	72%	73%	74%	72%	73%	70%	72%	73%	72%	71%
매출총이익	78.8	75.4	75.2	68.5	71.5	68.5	78.4	75.8	297.8	294.2	335.2
판매비와관리비	21.1	20.1	25.1	24.5	21.9	21.0	25.8	25.6	90.8	94.3	99.5
영업이익	57.6	55.3	50.1	44.0	49.6	47.5	52.6	50.2	207.1	199.9	235.7
%YoY	14%	28%	-1%	-1%	-14%	-14%	5%	14%	10%	-3%	18%
영업이익률	20%	20%	18%	17%	19%	19%	20%	18%	19%	19%	19%
법인세차감전손익	62.1	63.2	66.8	23.3	53.9	52.8	54.7	52.7	215.4	214.1	247.4
법인세비용	13.4	13.4	17.9	3.1	11.6	11.2	14.7	9.5	47.8	47.0	54.4
당기순이익	48.7	49.8	48.9	20.2	42.3	41.6	40.0	43.1	167.7	167.1	193.1
당기순이익률	17%	18%	18%	8%	17%	17%	15%	16%	15%	64%	17%
KRW/USD	1,205	1,260	1,340	1,365	1,275	1,285	1,260	1,255	1,293	1,269	1,255

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio: NAND 업황 개선에 따른 주가 상승 예상



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio: NAND 업황 개선에 따른 주가 상승 예상



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 6개월 목표주가 300,000원 제시

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Sales [십억원]	1,091	1,042	1,165	1,325	1,400	1,500
Growth	6.5%	-4.5%	11.8%	13.7%	5.7%	7.1%
EPS [원]	20,928	20,852	24,100	29,244	30,560	33,168
Growth	9.6%	-0.4%	15.6%	21.3%	4.5%	8.5%
BPS [원]	100,114	118,653	140,142	166,476	194,026	224,084
Growth	22.6%	18.5%	18.1%	18.8%	16.5%	15.5%
ROCE(Return On Common Equity)	23.0%	19.1%	18.6%	19.1%	17.0%	15.9%
COE(Cost of Equity)	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
Residual Earnings(ROCE-COE)	14.6%	10.7%	10.2%	10.7%	8.6%	7.5%
PV of Residual Earnings		10,759	11,258	12,847	11,165	10,426
Equity Beta	0.7					
Risk Free Rate	3.3%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.4%					
Continuing Value	198,835					
Beginning Common Shareholders' Equity	100,114					
PV of RE for the Forecasting Period	56,456					
PV of Continuing Value	132,840					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	301,322					

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 7% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,023.9	1,090.9	1,042.0	1,165.3	1,324.9
매출원가	768.5	793.1	747.8	830.1	930.6
매출총이익	255.4	297.8	294.2	335.2	394.3
판관비	66.5	90.8	94.3	99.5	113.2
영업이익	188.8	207.1	199.9	235.7	281.2
EBITDA	237.4	259.7	255.5	300.1	353.6
영업외손익	14.4	8.4	14.2	11.8	19.1
이자수익	0.5	2.0	3.1	4.7	6.5
이자비용	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4
외환관련이익	19.2	28.1	10.7	13.4	15.2
외환관련손실	6.2	22.4	16.4	20.2	19.4
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.6	1.0	17.1	14.2	17.2
법인세차감전이익	203.2	215.4	214.1	247.4	300.2
법인세비용	51.0	47.8	47.0	54.4	66.0
계속사업손익	152.2	167.7	167.1	193.1	234.3
당기순이익	152.2	167.7	167.1	193.1	234.3
지배주주순이익	148.5	162.8	162.2	187.5	227.5
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	117.8	6.5	-4.5	11.8	13.7
영업이익 증감률	81.6	9.7	-3.5	17.9	19.3
EBITDA 증감률	85.4	9.4	-1.6	17.5	17.8
지배주주순이익 증감률	134.7	9.6	-0.4	15.6	21.3
EPS 증감률	18.0	9.6	-0.4	15.6	21.3
매출총이익률(%)	24.9	27.3	28.2	28.8	29.8
영업이익률(%)	18.4	19.0	19.2	20.2	21.2
EBITDA Margin(%)	23.2	23.8	24.5	25.8	26.7
지배주주순이익률(%)	14.5	14.9	15.6	16.1	17.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	438.6	458.9	583.2	791.8	1,039.1
현금 및 현금성자산	168.7	167.7	142.8	156.2	241.5
단기금융자산	16.1	68.2	219.5	388.5	516.7
매출채권 및 기타채권	130.3	75.1	93.7	104.8	119.2
재고자산	103.8	113.4	94.4	105.5	120.0
기타유동자산	19.7	34.5	32.8	36.8	41.7
비유동자산	391.4	476.0	496.8	477.0	463.7
투자자산	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	359.9	408.6	430.5	409.5	394.4
무형자산	6.1	6.7	6.2	5.8	5.5
기타비유동자산	24.9	60.2	59.6	61.2	63.3
자산총계	829.9	934.9	1,080.0	1,268.8	1,502.8
유동부채	173.1	127.6	123.9	139.3	161.0
매입채무 및 기타채무	121.4	92.3	88.1	98.6	112.1
단기금융부채	49.3	31.3	31.9	36.4	44.0
기타유동부채	2.4	4.0	3.9	4.3	4.9
비유동부채	4.6	8.1	7.8	8.4	9.2
장기금융부채	4.4	5.1	4.9	5.5	6.2
기타비유동부채	0.2	3.0	2.9	2.9	3.0
부채총계	177.8	135.7	131.7	147.7	170.1
지배지분	635.2	778.7	923.0	1,090.1	1,294.9
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
기타자본	-3.3	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타포괄손익누계액	25.8	24.0	22.3	20.6	18.9
이익잉여금	196.6	344.3	490.2	659.1	865.7
비지배지분	16.9	20.5	25.4	31.0	37.8
자본총계	652.2	799.2	948.3	1,121.1	1,332.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	131.9	190.8	454.1	475.4	517.1
당기순이익	152.2	167.7	167.1	193.1	234.3
비현금항목의 가감	47.6	73.8	118.8	134.4	149.2
유형자산감가상각비	48.5	52.3	55.1	64.0	72.1
무형자산감가상각비	0.1	0.4	0.5	0.4	0.3
지분법평가손익	-6.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.4	21.1	63.2	70.0	76.8
영업활동자산부채증감	-71.1	-52.7	-3.1	-17.6	-22.1
매출채권및기타채권의감소	-29.2	4.0	-18.6	-11.1	-14.4
재고자산의감소	-33.2	-11.9	19.1	-11.2	-14.5
매입채무및기타채무의증가	7.1	3.9	-4.1	10.4	13.5
기타	-15.8	-48.7	0.5	-5.7	-6.7
기타현금흐름	3.2	2.0	171.3	165.5	155.7
투자활동 현금흐름	-53.1	-146.0	-227.6	-211.3	-184.5
유형자산의 취득	-62.2	-94.0	-77.0	-43.0	-57.0
유형자산의 처분	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	6.4	-52.0	-151.3	-169.0	-128.2
기타	3.1	0.7	0.7	0.7	0.7
재무활동 현금흐름	-100.4	-44.1	-15.4	-17.1	-17.5
차입금의 증가(감소)	-83.5	-23.3	2.0	1.0	3.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.1	-16.5	-15.5	-16.3	-18.6
기타	-1.8	-1.9	-1.9	-1.8	-1.9
기타현금흐름	6.2	-1.7	-236.1	-233.5	-229.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-15.4	-0.9	-24.9	13.4	85.3
기초현금 및 현금성자산	184.1	168.7	167.7	142.8	156.2
기말현금 및 현금성자산	168.7	167.7	142.8	156.2	241.6

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	19,093	20,928	20,852	24,100	29,244
BPS	81,666	100,114	118,653	140,142	166,476
CFPS	25,684	31,043	36,752	42,100	49,307
DPS	1,950	2,000	2,100	2,400	2,700
주당배수(배)					
PER	14.6	10.4	11.0	9.5	7.9
PER(최고)	19.5	13.4	11.9		
PER(최저)	12.0	8.4	9.7		
PBR	3.41	2.18	1.94	1.64	1.38
PBR(최고)	4.56	2.80	2.09		
PBR(최저)	2.80	1.76	1.71		
PSR	2.12	1.55	1.72	1.54	1.35
PCFR	10.8	7.0	6.3	5.5	4.7
EV/EBITDA	8.6	5.8	5.2	3.9	2.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	9.9	9.2	9.7	9.6	8.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2
ROA	19.7	19.0	16.6	16.4	16.9
ROE	26.3	23.0	19.1	18.6	19.1
ROIC	31.8	28.5	26.4	30.7	36.7
매출채권회전율	9.5	10.6	12.3	11.7	11.8
재고자산회전율	12.1	10.0	10.0	11.7	11.8
부채비율	27.3	17.0	13.9	13.2	12.8
순차입금비율	-20.1	-25.0	-34.3	-44.8	-53.1
이자보상배율	264.5	703.0	671.9	695.4	692.2
총차입금	53.7	36.4	36.8	41.9	50.2
순차입금	-131.1	-199.5	-325.5	-502.8	-708.0
NOPLAT	237.4	259.7	255.5	300.1	353.6
FCF	58.8	59.3	131.5	187.7	212.7

Compliance Notice

- 당사는 4월 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

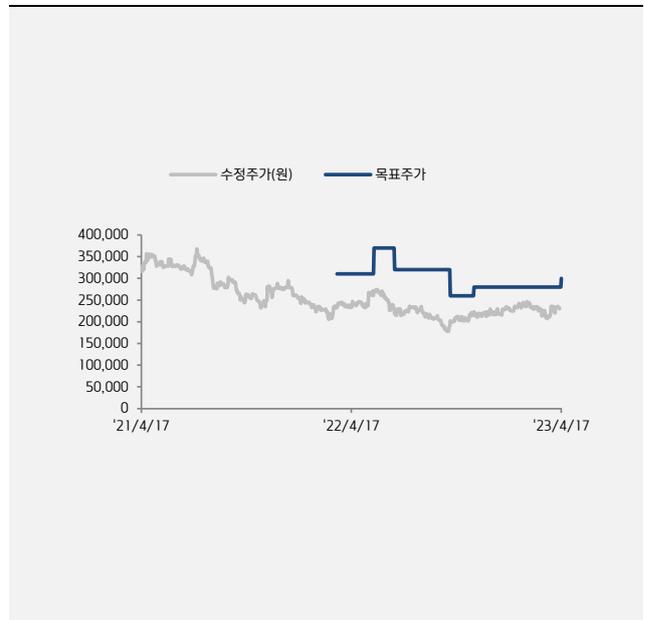
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
솔브레인 (357780)	2022-03-23	BUY(Initiate)	310,000원	6개월	-22.24	-21.16
	2022-03-31	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-21.66	-12.94
	2022-05-26	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-26.55	-25.95
	2022-06-03	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-27.29	-25.95
	2022-06-09	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-31.00	-25.95
	2022-07-01	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-30.57	-28.13
	2022-07-26	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-29.37	-26.31
	2022-08-08	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-29.27	-26.31
	2022-08-18	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-31.77	-26.31
	2022-09-26	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-32.94	-26.31
	2022-10-06	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-20.19	-15.00
	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	-19.23	-12.14
	2023-04-17	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



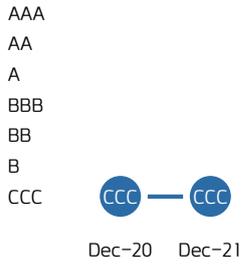
투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

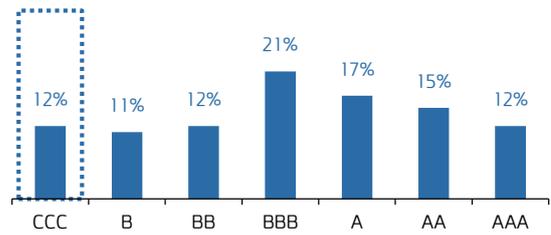
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

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