



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원

주가(5/23): 235,000원

시가총액: 18,280억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/23)	859.16pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	274,000원	177,900원	
최고/최저가 대비 등락율	-14.8%	31.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	6.1%	8.2%
	6M	10.8%	-7.4%
	1Y	-13.5%	-10.3%

Company Data

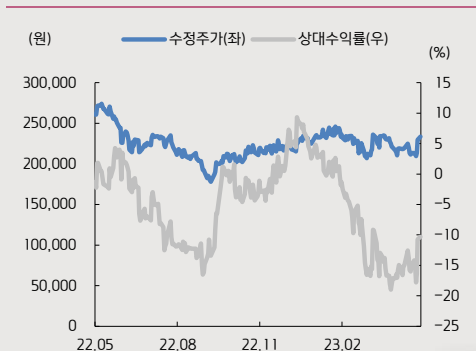
발행주식수	7,779천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	29.9%
배당수익률(23E)	0.9%
BPS(23E)	118,743원
주요 주주	정지완 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,023.9	1,090.9	975.9	1,082.9
영업이익	188.8	207.1	192.1	219.5
EBITDA	237.4	259.7	247.7	283.9
세전이익	203.2	215.4	217.7	237.3
순이익	152.2	167.7	167.8	182.8
지배주주지분순이익	148.5	162.8	162.9	177.5
EPS(원)	19,093	20,928	20,942	22,820
증감률(%YoY)	18.0	9.6	0.1	9.0
PER(배)	14.6	10.4	11.2	10.2
PBR(배)	3.41	2.18	1.97	1.68
EV/EBITDA(배)	8.6	5.8	5.4	4.1
영업이익률(%)	18.4	19.0	19.7	20.3
ROE(%)	26.3	23.0	19.1	17.7
순부채비율(%)	-20.1	-25.0	-35.3	-45.4

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업 업데이트

솔브레인 (357780)

2분기 저점, 실적 턴어라운드 전망



2Q23 451억원, 3Q23 502억원의 영업이익 예상. 고객사 감산에 따른 단기 실적 부진이 예상되지만, 현 시점부터는 2Q23를 저점으로 하는 턴어라운드의 방향성에 더욱 집중해야 한다고 판단. 단기 실적에 대한 시장의 눈높이가 충분히 낮아졌기 때문에, NAND의 업황 개선과 반도체 유통재고의 정상화가 예상되는 3Q23를 지나면서 주가의 본격 반등이 나타날 것으로 판단함. 반도체 업종 top pick으로 매수 추천함.

>>> 2Q23 영업이익 451억원, 분기 실적 저점 통과 예상

솔브레인의 2Q23 실적이 매출액 2,331억원(-4%QoQ, -15%YoY)과 영업이익 451억원(-8%QoQ, -18%YoY)으로, 전 분기 대비 감소할 것으로 예상된다. 고객사의 감산 영향이 반영되는 반도체 부문의 실적 감소가 디스플레이와 이차전지 부문의 실적 회복을 상쇄시킬 것으로 판단하기 때문이다. 반도체 부문은 메모리 반도체의 감산 영향으로 인해서 에천트와 프리커서, CMP slurry 등 전반적인 실적 감소가 예상되며, 디스플레이는 OLED 패널의 가동률 회복 효과로 전 분기 대비 소폭의 실적 개선을 이룰 것으로 보인다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,719억원(-7%QoQ, -5%YoY), 디스플레이 186억원(+5%QoQ, -42%YoY), 이차전지 및 기타 426억원(+7%QoQ, -29%YoY)를 각각 기록할 전망이다.

>>> 3Q23 영업이익 502억원, 실적 회복세 진입 전망

3Q23는 매출액 2,446억원(+5%QoQ, -11%YoY)과 영업이익 502억원(+11%QoQ, flat YoY)을 기록하며, 실적 회복세에 진입할 전망이다. 고객사의 1anm DRAM 및 176L NAND의 양산 비중 확대, 신규 CMP slurry의 판매 확대에 따른 반도체 소재 부문의 실적 개선이 본격화될 전망이다. 디스플레이 부문 역시 중소형 OLED의 가동률 상승과 대형 패널의 성수기 진입으로 인해, 전 분기 대비 실적 개선세가 이어질 것으로 기대되고 있다. 이를 반영한 솔브레인의 영업이익은 2H23 979억원(+4%HoH)으로 회복된 뒤, 2024년에는 2,195억원(+14%YoY)의 사상 최대치를 기록할 전망이다.

>>> 반도체 소재 업종 Top Pick으로, 매수 추천 지속

솔브레인의 주가는 반도체 업황 부진과 투자センチ먼트 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. 또한 단기 실적에 대한 시장의 눈높이가 충분히 낮아졌기 때문에, NAND의 업황 개선과 반도체 유통재고의 정상화가 예상되는 3Q23를 지나면서 주가의 본격 반등이 나타날 것으로도 판단 중이다. 투자조건 'BUY'를 유지하고, 반도체 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	281.6	272.8	276.2	260.3	243.0	233.1	244.6	255.2	1,090.9	975.9	1,082.9
%YoY	18%	12%	0%	-2%	-14%	-15%	-11%	-2%	7%	-11%	11%
반도체	170.8	180.1	192.1	192.8	185.6	171.9	178.4	188.1	735.8	724.0	792.4
디스플레이	40.4	32.4	26.6	28.6	17.8	18.6	21.1	21.3	128.1	78.8	108.7
이차전지/기타	70.4	60.3	57.4	38.9	39.6	42.6	45.1	45.8	227.0	173.1	181.8
매출원가	202.8	197.4	201.0	191.8	177.0	168.8	173.1	185.5	793.1	704.5	779.7
매출원가율	72%	72%	73%	74%	73%	72%	71%	73%	73%	72%	72%
매출총이익	78.8	75.4	75.2	68.5	66.0	64.3	71.5	69.7	297.8	271.4	303.2
판매비와관리비	21.1	20.1	25.1	24.5	17.0	19.1	21.2	22.0	90.8	79.3	83.7
영업이익	57.6	55.3	50.1	44.0	49.1	45.1	50.2	47.7	207.1	192.1	219.5
%YoY	14%	28%	-1%	-1%	-15%	-18%	0%	8%	10%	-7%	14%
영업이익률	20%	20%	18%	17%	20%	19%	21%	19%	19%	20%	20%
법인세차감전손익	62.1	63.2	66.8	23.3	59.2	52.8	55.5	50.2	215.4	217.7	237.3
법인세비용	13.4	13.4	17.9	3.1	13.6	12.1	12.7	11.5	47.8	50.0	54.5
당기순이익	48.7	49.8	48.9	20.2	45.6	40.7	42.8	38.7	167.7	167.8	182.8
당기순이익률	17%	18%	18%	8%	19%	17%	17%	15%	15%	69%	17%
KRW/USD	1,205	1,260	1,340	1,365	1,280	1,290	1,275	1,270	1,293	1,279	1,255

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 키움증권 추정치 vs. 시장 컨센서스 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액											
키움증권	281.6	272.8	276.2	260.3	243.0	233.1	244.6	255.2	1,090.9	975.9	1,082.9
컨센서스	281.6	272.8	276.2	260.3	243.0	256.5	266.6	268.2	1,090.9	1,034.3	1,164.5
차이						-9%	-8%	-5%		-6%	-7%
영업이익											
키움증권	57.6	55.3	50.1	44.0	49.1	45.1	50.2	47.7	207.1	192.1	219.5
컨센서스	57.6	55.3	50.1	44.0	49.1	47.9	50.7	48.0	207.1	195.6	216.0
차이						-6%	-1%	-1%		-2%	2%
당기순이익											
키움증권	48.7	49.8	48.9	20.2	45.6	40.7	42.8	38.7	167.7	167.8	182.8
컨센서스	48.7	49.8	48.9	20.2	45.6	41.0	41.6	40.1	167.7	168.2	180.1
차이						-1%	3%	-4%		0%	2%

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

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



자료: 키움증권 리서치센터

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



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,023.9	1,090.9	975.9	1,082.9	1,231.2
매출원가	768.5	793.1	704.5	779.7	874.2
매출총이익	255.4	297.8	271.4	303.2	357.0
판관비	66.5	90.8	79.3	83.7	95.1
영업이익	188.8	207.1	192.1	219.5	261.9
EBITDA	237.4	259.7	247.7	283.9	334.3
영업외손익	14.4	8.4	25.6	17.8	30.5
이자수익	0.5	2.0	3.2	4.7	6.5
이자비용	0.7	0.3	0.3	0.3	0.4
외환관련이익	19.2	28.1	10.7	13.3	15.2
외환관련손실	6.2	22.4	15.0	18.7	17.7
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.6	1.0	27.0	18.8	26.9
법인세차감전이익	203.2	215.4	217.7	237.3	292.4
법인세비용	51.0	47.8	50.0	54.5	67.1
계속사업손익	152.2	167.7	167.8	182.8	225.3
당기순이익	152.2	167.7	167.8	182.8	225.3
지배주주순이익	148.5	162.8	162.9	177.5	218.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	117.8	6.5	-10.5	11.0	13.7
영업이익 증감율	81.6	9.7	-7.2	14.3	19.3
EBITDA 증감율	85.4	9.4	-4.6	14.6	17.8
지배주주순이익 증감율	134.7	9.6	0.1	9.0	23.3
EPS 증감율	18.0	9.6	0.1	9.0	23.2
매출총이익율(%)	24.9	27.3	27.8	28.0	29.0
영업이익률(%)	18.4	19.0	19.7	20.3	21.3
EBITDA Margin(%)	23.2	23.8	25.4	26.2	27.2
지배주주순이익률(%)	14.5	14.9	16.7	16.4	17.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	131.9	190.8	462.4	466.5	508.9
당기순이익	152.2	167.7	167.8	182.8	225.3
비현금항목의 가감	47.6	73.8	121.1	133.9	149.9
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	65.5	69.5	77.5
영업활동자산부채증감	-71.1	-52.7	5.1	-15.6	-20.7
매출채권및기타채권의감소	-29.2	4.0	-12.6	-9.6	-13.3
재고자산의감소	-33.2	-11.9	25.0	-9.7	-13.4
매입채무및기타채무의증가	7.1	3.9	-9.7	9.0	12.5
기타	-15.8	-48.7	2.4	-5.3	-6.5
기타현금흐름	3.2	2.0	168.4	165.4	154.4
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	-236.8	-233.3	-229.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-15.4	-0.9	-17.4	4.9	77.6
기초현금 및 현금성자산	184.1	168.7	167.7	150.4	155.2
기말현금 및 현금성자산	168.7	167.7	150.4	155.2	232.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	438.6	458.9	576.8	773.3	1,010.6
현금 및 현금성자산	168.7	167.7	150.4	155.2	232.8
단기금융자산	16.1	68.2	219.5	388.5	516.7
매출채권 및 기타채권	130.3	75.1	87.8	97.4	110.7
재고자산	103.8	113.4	88.4	98.1	111.5
기타유동자산	19.7	34.5	30.7	34.1	38.9
비유동자산	391.4	476.0	495.9	475.9	462.5
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	58.7	60.1	62.1
자산총계	829.9	934.9	1,072.7	1,249.2	1,473.0
유동부채	173.1	127.6	116.2	129.7	150.0
매입채무 및 기타채무	121.4	92.3	82.5	91.6	104.1
단기금융부채	49.3	31.3	30.0	34.1	41.3
기타유동부채	2.4	4.0	3.7	4.0	4.6
비유동부채	4.6	8.1	7.5	8.0	8.7
장기금융부채	4.4	5.1	4.6	5.1	5.8
기타비유동부채	0.2	3.0	2.9	2.9	2.9
부채총계	177.8	135.7	123.7	137.7	158.7
지배지분	635.2	778.7	923.6	1,080.8	1,277.0
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	490.9	649.8	847.7
비지배지분	16.9	20.5	25.4	30.7	37.3
자본총계	652.2	799.2	949.0	1,111.5	1,314.2

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	19,093	20,928	20,942	22,820	28,125
BPS	81,666	100,114	118,743	138,952	164,166
CFPS	25,684	31,043	37,138	40,719	48,235
DPS	1,950	2,000	2,100	2,400	2,700
주당배수(배)					
PER	14.6	10.4	11.2	10.2	8.3
PER(최고)	19.5	13.4	11.8		
PER(최저)	12.0	8.4	9.7		
PBR	3.41	2.18	1.97	1.68	1.42
PBR(최고)	4.56	2.80	2.09		
PBR(최저)	2.80	1.76	1.71		
PSR	2.12	1.55	1.86	1.68	1.48
PCFR	10.8	7.0	6.3	5.7	4.8
EV/EBITDA	8.6	5.8	5.4	4.1	2.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	9.9	9.2	9.7	10.2	9.3
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2
ROA	19.7	19.0	16.7	15.7	16.6
ROE	26.3	23.0	19.1	17.7	18.6
ROIC	31.8	28.5	25.3	28.7	34.4
매출채권회전율	9.5	10.6	12.0	11.7	11.8
재고자산회전율	12.1	10.0	9.7	11.6	11.8
부채비율	27.3	17.0	13.0	12.4	12.1
순차입금비율	-20.1	-25.0	-35.3	-45.4	-53.4
이자보상배율	264.5	703.0	687.0	693.3	687.5
총차입금	53.7	36.4	34.6	39.1	47.1
순차입금	-131.1	-199.5	-335.3	-504.6	-702.4
NOPLAT	237.4	259.7	247.7	283.9	334.3
FCF	58.8	59.3	131.8	175.0	196.5

Compliance Notice

- 당사는 5월 23일 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

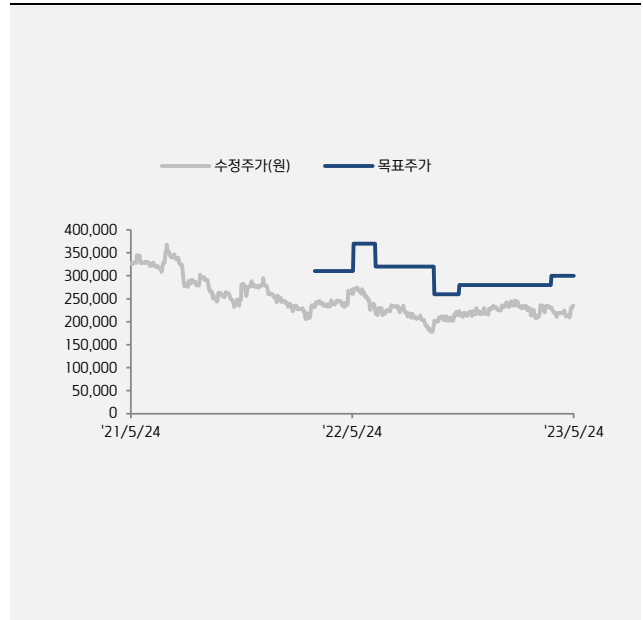
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	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	-19.21	-12.14
	2023-04-17	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-26.74	-21.67
2023-05-24	BUY(Maintain)	300,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



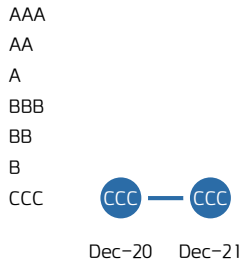
투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(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)

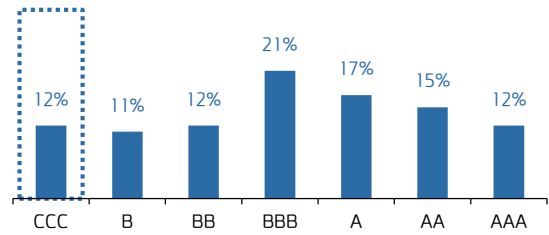
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주 1) 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