

솔브레인(357780)

매수	목표주가	320,000원
----	------	----------

박성홍
seonghong.park@koreainvestment.com

길어진 실적 부진과 빨라질 업황 회복 사이에서

#2분기 실적 컨센서스 하회 #빨라질 업황 회복에 초점을

2분기 매출액과 영업이익은 컨센서스를 5%, 22% 하회

- 2분기 매출액 2,187억원(-19.8% YoY, -10% QoQ), 영업이익 331억원(OPM 15.1%) 기록
- 매출 breakdown: 반도체 소재 1,649억원(-8.4% YoY, -11.1% QoQ), 디스플레이 소재 211억원(-35% YoY, +18.6% QoQ), 2차전지 전해액 및 기타 327억원(-45.8% YoY, -17.5% QoQ)
- 주요 고객사들의 가동률 조정 영향으로 전반적인 반도체 소재 수요 감소. 식각액 출하량은 1분기대비 8.3% 감소한 것으로 추정. Tech migration으로 인한 소재 사용량 증가로, 고객사의 wafer input 감소율보다는 양호했을 것
- 3분기 실적 전망: 매출액 2,109억원(-23.7% YoY, -3.6% QoQ), 영업이익 303억원(OPM 14.4%). 주요 고객사의 NAND 추가 감산으로 연간 실적의 저점이 당초 예상했던 2분기에서 3분기로 이연. 반도체 소재 매출액은 1,499억원(-22.1% YoY, -9.1% QoQ)으로 추정

실적 부진의 골은 깊어졌지만 업황 회복의 시계는 빨라졌다

- 2023년 매출액은 9,025억원(-17.3% YoY), 영업이익 1,493억원(OPM 16.5%) 추정. 2024년 매출액은 1조 586억원(+17.3% YoY), 영업이익 1,952억원(OPM 18.4%) 추정
- 삼성전자, SK하이닉스의 176단 이상 NAND 양산 비중이 늘어남에 따라 인산계 식각액 사용량 증가 중. 고객사의 가동률 회복 시 식각액 수요도 다시 빠르게 늘어날 것. **삼성전자의 3nm 비중이 유의미하게 상승하면 초산계 에천트 실적 기여도 빨라질 것. 파운드리 모멘텀 유효**
- 고객사의 추가 감산 영향을 반영해 2023년, 2024년 EPS 추정치를 16.4%, 10.9% 하향. 12MF EPS에 빨라지는 업황 회복 속도를 반영해 PER 멀티플을 2021년 upcycle 시기의 18.3배로 상향 적용하며 투자의견 매수, 목표주가 320,000원 유지

실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

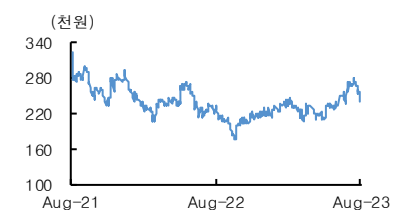
	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	272.8	276.2	260.3	243.0	218.7	(10.0)	(19.8)	230.2
영업이익	55.3	50.1	44.0	49.1	33.1	(32.6)	(40.1)	42.4
영업이익률(%)	20.3	18.1	16.9	20.2	15.1			18.4
세전이익	63.2	66.8	23.3	59.2	34.3	(42.1)	(45.7)	44.9
순이익	48.9	47.3	19.5	45.3	26.0	(42.6)	(46.8)	NM

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,024	1,091	902	1,059	1,274
영업이익 (십억원)	189	207	149	195	240
순이익 (십억원)	149	163	117	152	187
증가율(%)	134.7	9.6	(28.2)	30.2	22.9
EBITDA (십억원)	237	260	205	255	306
PER(x)	14.6	10.4	15.9	12.2	9.9
EV/EBITDA(x)	8.5	5.7	7.9	6.0	4.7
PBR(x)	3.4	2.2	2.1	1.8	1.6
DY(%)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8

Stock Data

KOSPI(8/16)	2,526
주가(8/16)	240,000
시가총액(십억원)	1,867
52주 최고/최저(원)	280,500/177,900
유동주식비율/외국인지분율(%)	53.6/29.0
주요주주(%)	정지완 외 8인 46.0
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 8.2
	외 30인

주가추이



■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
 ■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
 ■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
 ■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,024	1,091	902	1,059	1,274
매출원가	769	793	680	775	927
매출총이익	255	298	223	284	346
판매관리비	67	91	74	88	106
영업이익	189	207	149	195	240
영업이익률(%)	18.4	19.0	16.5	18.4	18.9
EBITDA	237	260	205	255	306
EBITDA Margin(%)	23.2	23.8	22.8	24.1	24.0
영업외수익	14	8	5	6	7
금융수익	10	9	8	9	10
금융비용	3	4	3	3	3
기타영업외손익	7	4	0	0	0
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	203	215	154	201	247
법인세비용	51	48	34	44	54
연결당기순이익	152	168	120	157	193
지배주주지분순이익	149	163	117	152	187
지배주주순이익률(%)	14.5	14.9	12.9	14.4	14.7
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	117.8	6.5	(17.3)	17.3	20.3
영업이익 증가율	81.7	9.6	(27.9)	30.8	23.0
지배주주순이익 증가율	134.7	9.6	(28.2)	30.2	22.9
EPS 증가율	134.8	9.6	(28.0)	30.3	22.9
EBITDA 증가율	85.4	9.4	(20.9)	24.4	19.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	132	191	191	204	250
당기순이익	152	168	120	157	193
유형자산감가상각비	49	52	56	60	65
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(71)	(53)	11	(17)	(13)
기타	2	24	4	4	5
투자활동현금흐름	(53)	(146)	(123)	(110)	(145)
유형자산투자	(62)	(94)	(96)	(95)	(110)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	8	(64)	(48)	3	(10)
무형자산순증	(0)	(1)	1	(1)	(2)
기타	1	13	20	(17)	(23)
재무활동현금흐름	(100)	(44)	(19)	(20)	(21)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(85)	(25)	0	0	0
배당금지급	(15)	(16)	(16)	(15)	(15)
기타	0	(3)	(3)	(5)	(6)
기타현금흐름	6	(2)	0	0	0
현금의증가	(15)	(1)	49	75	85
FCF	75	95	97	93	119

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

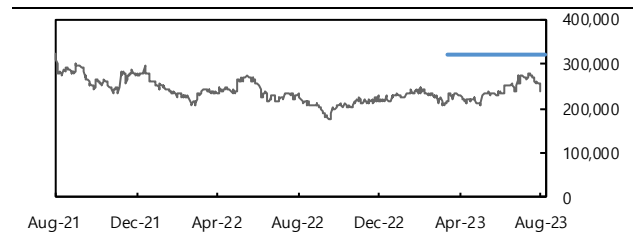
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	830	935	1,009	1,162	1,371
유동자산	439	459	458	572	713
현금성자산	169	168	217	291	376
매출채권및기타채권	130	75	62	73	88
재고자산	104	113	95	108	130
비유동자산	391	476	551	591	658
투자자산	0	1	47	42	51
유형자산	360	409	449	484	529
무형자산	6	7	6	6	8
부채총계	178	136	107	121	153
유동부채	173	128	100	113	144
매입채무및기타채무	121	92	81	95	115
단기차입금및단기사채	23	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	8	7	8	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	1	1	1	1
자본총계	652	799	902	1,042	1,217
지배주주지분	635	779	878	1,013	1,183
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
기타자본	(3)	(6)	(6)	(6)	(6)
이익잉여금	197	344	446	582	754
비지배주주지분	17	20	24	28	34
비지배주주지분	(161)	(234)	(271)	(355)	(453)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	19,124	20,967	15,089	19,656	24,148
BPS	82,085	100,845	113,662	131,022	152,854
DPS	1,950	2,000	2,000	2,000	2,000
수익성(%)					
ROA	19.7	19.0	12.4	14.4	15.2
ROE	26.3	23.0	14.1	16.1	17.0
배당수익률	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
배당성향	10.2	9.5	13.3	10.2	8.3
안정성					
부채비율(x)	27.3	17.0	11.8	11.6	12.6
차입금/자본총계비율(%)	3.7	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	264.5	703.0	3,102.4	4,057.0	4,988.7
순차입금/EBITDA(x)	-0.7	-0.9	-1.3	-1.4	-1.5
Valuation(x)					
PER	14.6	10.4	15.9	12.2	9.9
최고	19.5	13.4	19.0	14.6	11.9
최저	12.0	8.4	13.5	10.3	8.4
PBR	3.4	2.2	2.1	1.8	1.6
최고	4.5	2.8	2.5	2.2	1.9
최저	2.8	1.7	1.8	1.5	1.3
PSR	2.1	1.6	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.5	5.7	7.9	6.0	4.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
솔브레인 (357780)	2023.03.30	매수	320,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2023년 8월 17일 현재 솔브레인 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2023. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.6%	12.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중 보다 낮게 가져갈 것을 권함