

2023. 5. 16



Company Analysis | 반도체/디스플레이

Analyst 남대중 / 차용호

02 3779 8832 _ djnam@ebestsec.co.kr

02 3779 8446 _

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향) 270,000 원

현재주가 212,500 원

상승여력 27.1 %

컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
| | ● | |

Stock Data

| | |
|----------------------------|------------------|
| KOSDAQ(5/16) | 816.75 pt |
| 시가총액 | 16,529 억원 |
| 발행주식수 | 7,779 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | 274,000/177,900원 |
| 90 일 일평균거래대금 | 53.22 억원 |
| 외국인 지분율 | 29.9% |
| 배당수익률(16.12E) | 0.9% |
| BPS(16.12E) | 100,114 원 |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | 1개월 2.0% |
| | 6개월 -14.6% |
| | 12개월 -22.7% |
| 주주구성 | 정지완 (외 9인) 46.0% |
| FIDELITY MANAGEMENT(외 31인) | 8.2% |
| Templeton (외 13인) | 6.8% |

Stock Price



솔브레인 (357780)

당분간 전방업체 감소 영향 불가피

1Q23 실적은 기대치 부합

1Q23 실적은 매출액 2,430억원(-7%QoQ), 영업이익 491억원(+11%QoQ, opm 20%)으로 컨센서스 매출액 2,651억원을 하회했으나 영업이익은 부합했다. 매출액이 시장 기대치를 하회한 이유는 반도체/디스플레이 부문의 주요 고객사가 감소 및 라인 구조조정을 단행했기 때문이다. 특히 디스플레이 부문에서는 LG디스플레이가 7~8세대 일부 라인을 Shut down했고, 당분간 감산을 지속할 것으로 파악된다. 매출액 감소에도 불구하고 영업이익률은 20%로 전분기 대비 개선되었는데, 유통 및 서비스 관련 매출이 감소하고 화학제품 매출이 +25%pQoQ 증가하면서 이익률이 개선된 것으로 추정한다.

당분간 전방업체 감소 영향 불가피

2Q23 실적은 매출액 2,362억원(-3%QoQ), 영업이익 429억원(+13%QoQ, opm 18%)으로 분기 성장성이 제한될 것으로 예상된다. 주요 원인은 2Q23부터 삼성전자가 감소에 돌입함에 따라 반도체 소재에 대한 수요가 감소할 것이며, 디스플레이 소재는 LG디스플레이의 라인 구조조정이 당분간 지속될 것이기 때문이다. 2H23 수요가 개선될 것이나 그 속도는 완만할 것이므로 분기 매출 성장 속도는 기대치 대비 둔화될 전망이다. 2023년 연간 실적은 매출액 9,753억원(-11%YoY), 영업이익 1,835억원(-11%YoY, opm 19%)으로 전년 대비 감소할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000원 하향

비수기 및 고객사의 구조 조정 영향에도 불구하고 1Q23 opm 20%를 달성함에 따라 원가경쟁력을 증명했고, 2H23 고객사의 반도체 신규 라인 양산이 예정되어 있어 디스플레이 부문 수요 감소를 상쇄할 수 있으며, 현 주가는 12M Fwd 기준 P/E 10.5x로 과거 평균 13.0x를 하회하고 있으므로 투자의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 실적 전망 조정을 반영하여 270,000원으로 기존 대비 13% 하향한다. 1Q23말 현금성자산은 1,895 억원이며, 지속적으로 현금이 쌓이는 구조이므로 향후 ROE 개선 여부가 주주 가치 제고의 중요한 모멘텀이 될 것이다.

Financial Data

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,024 | 1,091 | 975 | 1,114 | 1,169 |
| 영업이익 | 189 | 207 | 183 | 209 | 214 |
| 순이익 | 152 | 168 | 154 | 168 | 174 |
| EPS (원) | 19,124 | 20,962 | 19,835 | 21,623 | 22,382 |
| 증감률 (%) | n/a | 9.6 | -5.4 | 9.0 | 3.5 |
| PER (x) | 14.6 | 10.4 | 10.7 | 9.8 | 9.5 |
| PBR (x) | 3.4 | 2.2 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| 영업이익률 (%) | 18.4 | 19.0 | 18.8 | 18.7 | 18.3 |
| EBITDA 마진 (%) | 23.2 | 23.8 | 25.2 | 24.7 | 24.3 |
| ROE (%) | 26.3 | 23.0 | 18.2 | 17.0 | 15.2 |

주: IFRS 연결 기준

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적 변경 내역

| (십억원) | | 1Q23 | | | 2Q23E | | | 2023E | | |
|------------------|-----------|------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|
| | | 수정전 | 수정후 | 차이 | 수정전 | 수정후 | 차이 | 수정전 | 수정후 | 차이 |
| 매출액 | 반도체 | 175 | 186 | 6% | 172 | 178 | 4% | 728 | 713 | -2% |
| | 디스플레이 | 28 | 18 | -35% | 27 | 17 | -37% | 111 | 72 | -35% |
| | 2차전지 및 기타 | 267 | 40 | -85% | 65 | 41 | -37% | 267 | 190 | -29% |
| | TTL | 267 | 243 | -9% | 264 | 236 | -11% | 1,105 | 975 | -12% |
| 매출비중 | 반도체 | 66% | 76% | 11% | 65% | 75% | 10% | 66% | 73% | 7% |
| | 디스플레이 | 10% | 7% | -3% | 10% | 7% | -3% | 10% | 7% | -3% |
| | 2차전지 및 기타 | 22% | 16% | -6% | 23% | 17% | -5% | 22% | 19% | -3% |
| | TTL | 100% | 100% | 0% | 100% | 100% | 0% | 100% | 100% | 0% |
| 증가율 (QoQ/YoY) | 반도체 | -6% | -5% | 1% | -2% | -4% | -2% | 0% | -11% | -10% |
| | 디스플레이 | -3% | -32% | -29% | -2% | -4% | -2% | -13% | -43% | -30% |
| | 2차전지 및 기타 | 0% | 3% | 3% | 1% | 4% | 3% | 11% | -16% | -27% |
| | TTL | -4% | -7% | -2% | -1% | -3% | -2% | 0% | -11% | -10% |
| 영업이익 | | 50 | 49 | -1% | 49 | 43 | -12% | 212 | 183 | -14% |
| | QoQ/YoY | -7% | 11% | 19% | -2% | -13% | -11% | -2% | -11% | -9% |
| 영업이익률 | | 19% | 20% | 2% | 18% | 18% | 0% | 19% | 19% | 0% |

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 분기 실적 전망

| (십억원) | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E |
|------------------|-----------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 반도체 | 171 | 180 | 192 | 196 | 186 | 178 | 172 | 178 | 739 | 713 |
| | 디스플레이 | 40 | 32 | 26 | 26 | 18 | 17 | 18 | 19 | 125 | 72 |
| | 2차전지 및 기타 | 70 | 60 | 57 | 38 | 40 | 41 | 51 | 58 | 226 | 190 |
| | TTL | 282 | 273 | 276 | 260 | 243 | 236 | 241 | 255 | 1,091 | 975 |
| 매출비중 | 반도체 | 61% | 66% | 70% | 75% | 76% | 75% | 71% | 70% | 68% | 73% |
| | 디스플레이 | 14% | 12% | 10% | 10% | 7% | 7% | 8% | 7% | 11% | 7% |
| | 2차전지 및 기타 | 25% | 22% | 21% | 15% | 16% | 17% | 21% | 23% | 21% | 19% |
| | TTL | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 증가율 (QoQ/YoY) | 반도체 | -3% | 5% | 7% | 2% | -5% | -4% | -3% | 4% | 7% | -11% |
| | 디스플레이 | -4% | -20% | -18% | -2% | -32% | -4% | 7% | 4% | -21% | -43% |
| | 2차전지 및 기타 | 47% | -14% | -5% | -33% | 3% | 4% | 23% | 15% | 4% | -16% |
| | TTL | 6% | -3% | 1% | -6% | -7% | -3% | 2% | 6% | 7% | -11% |
| 영업이익 | | 58 | 55 | 50 | 44 | 49 | 43 | 43 | 48 | 207 | 183 |
| | QoQ/YoY | 29% | -4% | -9% | -12% | 11% | -13% | 1% | 11% | 10% | -11% |
| 영업이익률 | | 20% | 20% | 18% | 17% | 20% | 18% | 18% | 19% | 19% | 19% |

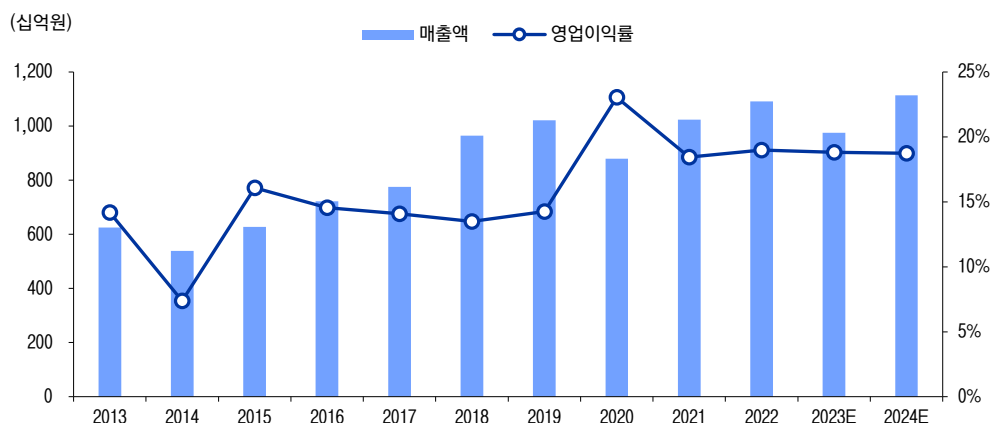
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 제품별 실적 추이

| | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | QoQ |
|-------|----------|------|------|------|------|------|------|
| 매출액 | 화학제품제조 | 175 | 173 | 193 | 194 | 229 | 18% |
| | 유통 및 서비스 | 64 | 71 | 83 | 88 | 14 | -84% |
| | 합계 | 239 | 243 | 276 | 282 | 243 | -14% |
| 매출비중 | 화학제품제조 | 73% | 71% | 70% | 69% | 94% | 25% |
| | 유통 및 서비스 | 27% | 29% | 30% | 31% | 6% | -25% |
| | 합계 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 0% |
| 영업이익 | 화학제품제조 | 47 | 38 | 43 | 50 | 48 | -4% |
| | 유통 및 서비스 | 3 | 5 | 7 | 7 | 1 | -92% |
| | 합계 | 51 | 43 | 51 | 50 | 49 | -3% |
| 영업이익률 | 화학제품제조 | 27% | 22% | 22% | 26% | 21% | -5% |
| | 유통 및 서비스 | 5% | 7% | 9% | 8% | 4% | -4% |
| | 합계 | 21% | 18% | 18% | 18% | 20% | 2% |

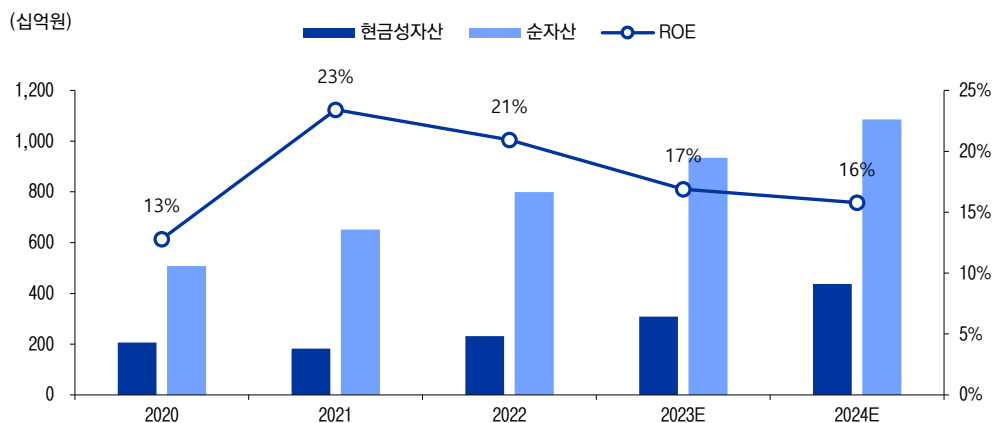
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 연간 실적 추이 및 전망



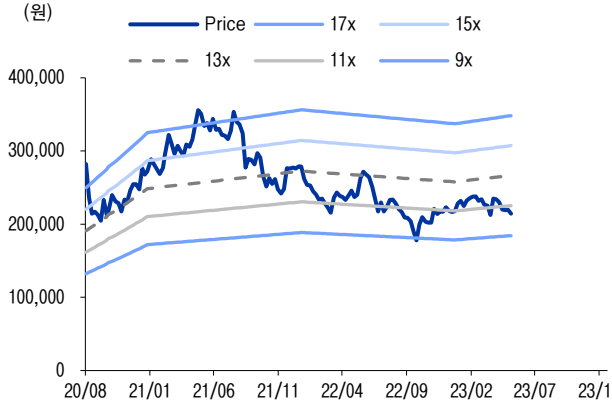
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 ROE 추이 및 전망



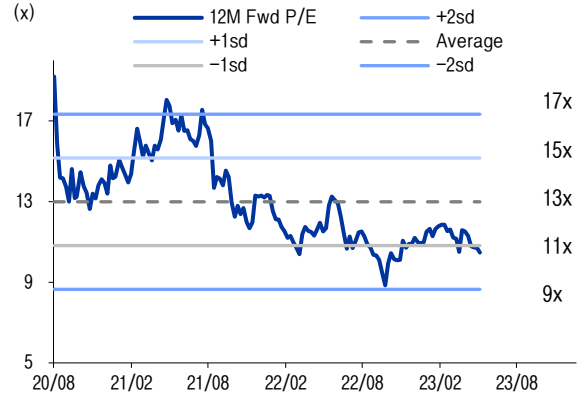
자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 12M Fwd P/E



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 12M Fwd P/E 표준편차



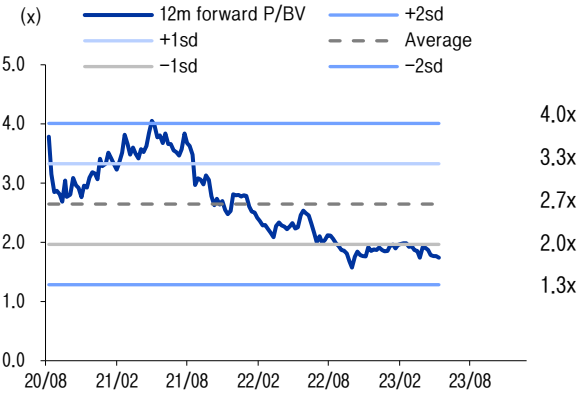
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 12M Fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 12M Fwd P/B 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

재무상태표

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 439 | 459 | 536 | 662 | 796 |
| 현금 및 현금성자산 | 169 | 168 | 243 | 368 | 500 |
| 매출채권 및 기타채권 | 130 | 75 | 78 | 80 | 78 |
| 재고자산 | 104 | 113 | 108 | 103 | 102 |
| 기타유동자산 | 36 | 103 | 107 | 111 | 116 |
| 비유동자산 | 391 | 476 | 510 | 539 | 566 |
| 관계기업투자등 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 유형자산 | 360 | 409 | 437 | 461 | 481 |
| 무형자산 | 6 | 7 | 10 | 13 | 16 |
| 자산총계 | 830 | 935 | 1,045 | 1,202 | 1,362 |
| 유동부채 | 173 | 128 | 103 | 107 | 109 |
| 매입채무 및 기타채무 | 121 | 92 | 67 | 69 | 70 |
| 단기금융부채 | 24 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동부채 | 28 | 34 | 35 | 37 | 38 |
| 비유동부채 | 5 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 장기금융부채 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타비유동부채 | 4 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 부채총계 | 178 | 136 | 112 | 116 | 118 |
| 지배주주지분 | 635 | 779 | 913 | 1,066 | 1,224 |
| 자본금 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 |
| 이익잉여금 | 197 | 344 | 483 | 635 | 793 |
| 비지배주주지분(연결) | 17 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 자본총계 | 652 | 799 | 934 | 1,086 | 1,244 |

현금흐름표

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| 영업활동 현금흐름 | 132 | 191 | 189 | 239 | 246 |
| 당기순이익(손실) | 0 | 0 | 154 | 168 | 174 |
| 비현금수익비용가감 | 48 | 74 | 58 | 66 | 70 |
| 유형자산감가상각비 | 49 | 52 | 62 | 66 | 69 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금수익비용 | -24 | 10 | -4 | 0 | 0 |
| 영업활동 자산부채변동 | -71 | -53 | -23 | 5 | 3 |
| 매출채권 감소(증가) | -29 | 4 | -3 | -2 | 2 |
| 재고자산 감소(증가) | -33 | -12 | 6 | 5 | 1 |
| 매입채무 증가(감소) | 7 | 4 | -26 | 3 | 0 |
| 기타자산, 부채변동 | -16 | -49 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동 현금 | -53 | -146 | -98 | -99 | -99 |
| 유형자산처분(취득) | -62 | -94 | -90 | -90 | -90 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | -1 | -3 | -3 | -3 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | -3 | -3 | -3 |
| 기타투자활동 | 9 | -51 | -2 | -3 | -3 |
| 재무활동 현금 | -100 | -44 | -16 | -16 | -16 |
| 차입금의 증가(감소) | -85 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -15 | -18 | -16 | -16 | -16 |
| 배당금의 지급 | -15 | 15 | -16 | -16 | -16 |
| 기타재무활동 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | -15 | -1 | 75 | 125 | 132 |
| 기초현금 | -184 | 169 | 168 | 243 | 368 |
| 기말현금 | 169 | 168 | 243 | 368 | 500 |

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 1,024 | 1,091 | 975 | 1,114 | 1,169 |
| 매출원가 | 769 | 793 | 716 | 815 | 861 |
| 매출총이익 | 255 | 298 | 259 | 298 | 308 |
| 판매비 및 관리비 | 67 | 91 | 75 | 90 | 94 |
| 영업이익 | 189 | 207 | 183 | 209 | 214 |
| (EBITDA) | 237 | 260 | 246 | 275 | 284 |
| 금융손익 | 13 | 7 | 2 | 2 | 2 |
| 이자비용 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 8 | 1 | 15 | 7 | 7 |
| 세전계속사업이익 | 203 | 215 | 201 | 218 | 224 |
| 계속사업법인세비용 | 51 | 48 | 46 | 50 | 50 |
| 계속사업이익 | 152 | 168 | 154 | 168 | 174 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 152 | 168 | 154 | 168 | 174 |
| 지배주주 | 149 | 163 | 154 | 168 | 174 |
| 총포괄이익 | 159 | 168 | 154 | 168 | 174 |
| 매출총이익률 (%) | 24.9 | 27.3 | 26.6 | 26.8 | 26.4 |
| 영업이익률 (%) | 18.4 | 19.0 | 18.8 | 18.7 | 18.3 |
| EBITDA 마진률 (%) | 23.2 | 23.8 | 25.2 | 24.7 | 24.3 |
| 당기순이익률 (%) | 14.9 | 15.4 | 15.8 | 15.1 | 14.9 |
| ROA (%) | 19.2 | 18.4 | 15.6 | 14.9 | 13.6 |
| ROE (%) | 26.3 | 23.0 | 18.2 | 17.0 | 15.2 |
| ROIC (%) | 31.8 | 30.3 | 23.6 | 25.2 | 25.1 |

주요 투자지표

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 투자지표 (x) | | | | | |
| P/E | 14.6 | 10.4 | 10.7 | 9.8 | 9.5 |
| P/B | 3.4 | 2.2 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 8.5 | 5.6 | 5.5 | 4.4 | 3.8 |
| P/CF | 45.5 | 23.0 | 7.8 | 7.1 | 6.8 |
| 배당수익률 (%) | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | n/a | 6.5 | -10.6 | 14.2 | 5.0 |
| 영업이익 | n/a | 9.6 | -11.4 | 13.8 | 2.7 |
| 세전이익 | n/a | 6.0 | -6.9 | 8.6 | 2.7 |
| 당기순이익 | n/a | 10.2 | -8.1 | 9.0 | 3.5 |
| EPS | n/a | 9.6 | -5.4 | 9.0 | 3.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 27.3 | 17.0 | 12.0 | 10.7 | 9.5 |
| 유동비율 | 253.3 | 359.6 | 517.9 | 616.9 | 728.8 |
| 순차입금/자기자본(x) | -24.3 | -28.7 | -32.9 | -40.0 | -45.7 |
| 영업이익/금융비용(x) | 264.5 | 703.0 | 161.2 | 183.4 | 188.5 |
| 총차입금 (십억원) | 24 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 순차입금 (십억원) | -158 | -229 | -307 | -435 | -569 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS | 19,124 | 20,962 | 19,835 | 21,623 | 22,382 |
| BPS | 81,666 | 100,114 | 117,411 | 137,003 | 157,352 |
| CFPS | 6,115 | 9,487 | 27,320 | 30,106 | 31,289 |
| DPS | 1,950 | 1,950 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |

| 솔브레인 목표주가 추이 | | 투자의견 변동내역 | | | | | | | | | | | |
|---|--|-----------|-------|---------|--------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|
| (원) — 주가 — 목표주가 400,000 350,000 300,000 250,000 200,000 150,000 100,000 50,000 0 21/05 21/11 22/05 22/11 23/05 | | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) | | | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) | | |
| | | | | | 최고 대비 | 최저 대비 | 평균 대비 | | | | 최고 대비 | 최저 대비 | 평균 대비 |
| | | 20220324 | 변경 | 남대중 | | | | | | | | | |
| | | 20220324 | Buy | 330,000 | -17.0 | | -27.2 | | | | | | |
| | | 20220818 | Buy | 310,000 | -20.6 | | -29.5 | | | | | | |
| | | 20230516 | Buy | 270,000 | | | | | | | | | |

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 남대중).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 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) | +15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대 | 91.3% 8.7% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 |
| | | 합계 | | 100.0% | 투자의견 비율은 2022.4.1 ~ 2023.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신) |