



BUY(Maintain)

목표주가: 310,000원

주가(3/30): 243,800원

시가총액: 18,964억원



반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (3/30)	939.07pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	367,700 원	206,000원	
최고/최저가 대비 등락율	-33.7%	18.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	7.3%	0.6%
	6M	-10.8%	-4.7%
	1Y	-16.1%	-14.4%

Company Data

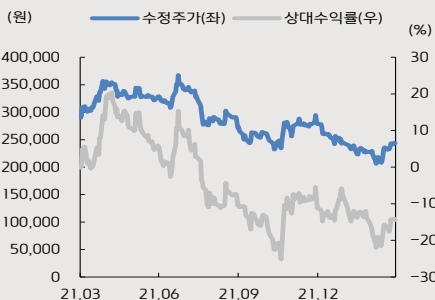
발행주식수	7,779천주
일평균 거래량(3M)	30천주
외국인 지분율	28.0%
배당수익률(22E)	0.9%
BPS(22E)	101,307원
주요 주주	정지완 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	470.1	1,023.9	1,078.5	1,228.4
영업이익	104.0	188.8	212.1	242.8
EBITDA	128.0	237.4	264.7	296.6
세전이익	86.1	203.2	219.1	254.0
순이익	64.9	152.2	166.5	193.1
지배주주지분순이익	63.3	148.5	162.4	188.4
EPS(원)	16,179	19,093	20,881	24,216
증감률(%YoY)	NA	18.0	9.4	16.0
PER(배)	16.8	14.6	11.7	10.1
PBR(배)	4.28	3.41	2.41	1.96
EV/EBITDA(배)	16.0	8.6	6.0	4.8
영업이익률(%)	22.1	18.4	19.7	19.8
ROE(%)	12.8	26.3	22.8	21.5
순부채비율(%)	-16.8	-20.1	-39.6	-49.5

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업 업데이트

솔브레인 (357780)

이차전지 및 전사 실적 턴어라운드 전망



그 동안 전사 수익성 둔화와 주가 하락의 원인으로 작용해왔던 이차전지 전해액 부분의 실적 턴어라운드 예상. 지난 17개월간 급등했던 전해질(LiPF6) 가격이 최근 한달 동안 -16% 급락. 전해액의 수익성 개선이 가시화되고 있음. 반도체와 디스플레이 소재 부분의 실적도 중장기적인 성장세에 진입. 이에 따라 솔브레인의 전사 영업이익은 1Q22 505억원으로 턴어라운드 한 뒤, 2022년 2,121억원과 2023년 2,428억원의 사상 최대치를 지속 경신할 전망. 업종 top pick으로 매수 추천을 지속함.

>>> LiPF6 가격 하락 전환, 이차전지 전해액 턴어라운드 전망

그 동안 '전사 수익성 둔화와 주가 하락'의 원인으로 작용해왔던 '이차전지 전해액 부문'의 실적 턴어라운드가 본격화될 것으로 전망한다. 솔브레인의 이차전지 전해액 부문은 주요 고객사로의 공급량 확대를 통해 지난 2H20부터 큰 폭의 매출 성장을 이뤄왔지만, 수익성은 원재료(전해질, LiPF6) 가격의 급등으로 인해 부진한 흐름을 겪어왔다. 실제 지난 2020년 8월 6.95만원/톤에 거래되던 전해질(LiPF6)의 가격은 2022년 2월 기준 59.0만원/톤으로 급등했다. 그러나 2022년 3월초부터 하락세에 접어들기 시작해 최근(3월 29일 기준) 49.5만원/톤(-16%MoM)까지 낮아졌다. 전해액 내 전해질(LiPF6)의 원가 비중이 60~70% 수준일 것으로 추정되기 때문에, 1Q22후반부터 이차전지 전해액의 수익성 개선이 본격화될 것으로 판단한다.

>>> 반도체 에천트 실적 강세 + 대형 OLED용 신규 소재 공급

반도체와 디스플레이 소재 부분의 실적도 성장세에 진입할 전망이다. 반도체 소재는 고객사의 신규 공장 가동과 함께 에천트(Etchant)의 출하량 증가세가 지속되고, 디스플레이 부문은 대형 OLED 패널용 신규 소재를 공급하며 실적 성장세에 재진입 할 것이다. 솔브레인의 반도체 에천트는 '3D NAND의 고단화'와 '고객사의 신규 공장 가동(삼성전자 P3·P4·테일러, SK하이닉스 M15·M16·용인)'에 따른 중장기적인 수혜를 받을 것으로 예상되고, 디스플레이 소재는 국내 고객들의 대형 OLED패널 양산 확대에 따른 중장기적인 수혜를 받을 것으로 기대된다. 이에 따라 솔브레인의 전사 영업이익도 1Q22 505억원(+13% QoQ)으로 턴어라운드 한 뒤, 2022년 2,121억원(+12%YoY)과 2023년 2,428억원(+15%YoY)의 사상 최대치를 지속 경신해 나아갈 전망이다.

>>> 목표주가 310,000원, 반도체 업종 top pick 유지

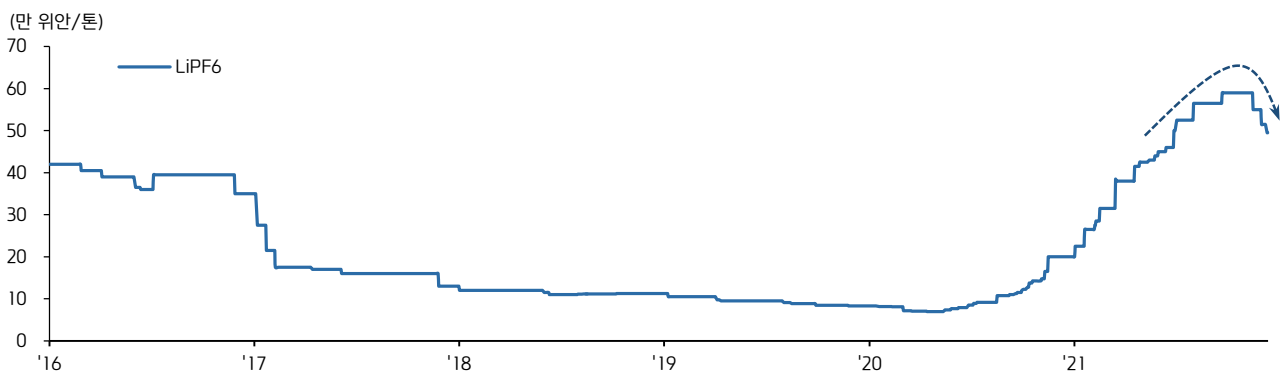
솔브레인의 주가는 '이차전지 전해액의 수익성 악화'와 '글로벌 경기 불확실성 확대' 등으로 인해 급락한 뒤, 최근 반등세를 보이고 있다. 그럼에도 주가는 아직 2022년 P/E 11.7배와 P/B 2.4배의 저평가된 영역에 머물러 있다. 이차전지 전해액의 수익성 개선이 가시화되고 있는 만큼, 반도체와 디스플레이 소재의 실적 성장세가 재 부각되며 주가 valuation의 정상화를 이끌 것으로 판단한다. 목표주가 31만원을 유지하고, 반도체 소재 업종 top pick으로 매수 추천을 지속한다.

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	239.2	243.5	275.9	265.3	255.1	264.9	273.8	284.7	880.1	1,023.9	1,078.5
%YoY	18%	18%	20%	11%	7%	9%	-1%	7%	-14%	16%	5%
반도체	149.3	153.7	169.5	175.5	171.6	177.2	179.7	185.4	634.6	648.0	713.9
Etchant	127.0	129.4	144.7	149.1	145.2	150.9	154.2	160.3	533.9	550.2	610.6
Precursors	10.1	10.7	11.1	11.9	12.0	12.1	11.8	11.7	46.7	43.7	47.6
CMP Slurry	12.2	13.7	13.8	14.4	14.4	14.2	13.7	13.5	54.0	54.1	55.7
디스플레이	37.6	38.7	40.5	42.0	41.5	42.1	44.2	46.3	135.4	158.8	174.2
Chemical	19.2	19.7	22.4	22.5	22.2	23.5	26.4	29.0	83.2	83.8	101.1
Thin Glass	18.4	18.9	18.1	19.6	19.3	18.6	17.9	17.3	52.2	75.0	73.1
이차전지/기타	52.3	51.1	65.9	47.8	41.9	45.6	49.8	53.0	110.1	217.1	190.4
매출원가	173.0	185.0	207.6	203.0	187.5	193.3	200.2	213.3	610.9	768.5	794.3
매출원가율	72%	76%	75%	77%	74%	73%	73%	75%	69%	75%	74%
매출총이익	66.2	58.5	68.3	62.4	67.5	71.6	73.5	71.5	269.2	255.4	284.1
판매비와관리비	15.7	15.4	17.7	17.7	17.0	17.7	18.3	19.0	66.4	66.5	72.1
영업이익	50.5	43.1	50.6	44.6	50.5	53.9	55.2	52.4	202.8	188.8	212.1
%YoY	6%	-15%	-7%	-10%	0%	25%	9%	18%	16%	-7%	12%
영업이익률	21%	18%	18%	17%	20%	20%	20%	18%	23%	18%	20%
법인세차감전손익	56.3	43.0	56.5	47.4	47.2	59.6	57.0	55.2	186.3	203.2	219.1
법인세비용	14.2	12.0	14.2	10.6	11.3	14.3	13.7	13.3	43.2	51.0	52.6
당기순이익	42.1	31.0	42.3	36.8	35.9	45.3	43.3	42.0	143.1	152.2	166.5
당기순이익률	18%	13%	15%	14%	14%	17%	16%	15%	16%	15%	15%
KRW/USD	1,115	1,120	1,158	1,184	1,205	1,195	1,185	1,185	1,178	1,144	1,193

자료: 키움증권 리서치센터

전해질(LiPF6) 가격 추이: 2022년 3월 하락 전환



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio: 실적 턴어라운드, 그러나 주가는 저평가 영역



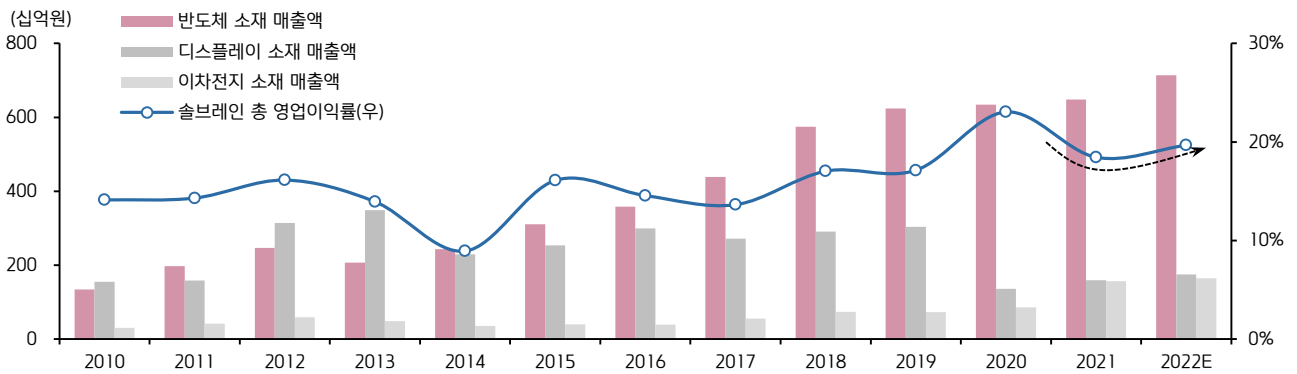
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망



주: 2010~2019년은 분할 전, 2020년부터는 분할 후 실적

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	470.1	1,023.9	1,078.5	1,228.4	1,413.9
매출원가	334.8	768.5	794.3	902.3	1,035.7
매출총이익	135.3	255.4	284.1	326.1	378.2
판관비	31.4	66.5	72.1	83.3	94.5
영업이익	104.0	188.8	212.1	242.8	283.7
EBITDA	128.0	237.4	264.7	296.6	335.4
영업외손익	-17.9	14.4	7.0	11.2	11.0
이자수익	0.1	0.5	1.0	1.5	2.1
이자비용	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9
외환관련이익	7.2	19.2	18.2	10.7	13.6
외환관련손실	19.9	6.2	8.9	5.1	8.7
종속 및 관계기업손익	-2.9	0.0	2.7	2.9	2.8
기타	-1.5	1.6	-5.3	2.0	2.1
법인세차감전이익	86.1	203.2	219.1	254.0	294.7
법인세비용	21.2	51.0	52.6	61.0	70.7
계속사업손손익	64.9	152.2	166.5	193.1	223.9
당기순이익	64.9	152.2	166.5	193.1	223.9
지배주주순이익	63.3	148.5	162.4	188.4	218.5
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	117.8	5.3	13.9	15.1
영업이익 증감율	NA	81.5	12.3	14.5	16.8
EBITDA 증감율	NA	85.5	11.5	12.1	13.1
지배주주순이익 증감율	NA	134.6	9.4	16.0	16.0
EPS 증감율	NA	18.0	9.4	16.0	16.0
매출총이익율(%)	28.8	24.9	26.3	26.5	26.7
영업이익률(%)	22.1	18.4	19.7	19.8	20.1
EBITDA Margin(%)	27.2	23.2	24.5	24.1	23.7
지배주주순이익률(%)	13.5	14.5	15.1	15.3	15.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	368.2	438.6	563.6	768.5	1,009.9
현금 및 현금성자산	184.1	168.7	353.7	529.4	734.8
단기금융자산	22.6	16.1	17.0	19.4	22.3
매출채권 및 기타채권	85.7	130.3	83.1	94.7	108.9
재고자산	65.4	103.8	89.1	101.5	116.8
기타유동자산	10.4	19.7	20.7	23.5	27.1
비유동자산	349.6	391.4	426.8	429.7	430.5
투자자산	3.2	0.5	-0.1	-0.4	-0.7
유형자산	317.4	359.9	398.1	400.6	402.0
무형자산	0.0	6.1	3.8	4.5	4.3
기타비유동자산	29.0	24.9	25.0	25.0	24.9
자산총계	717.7	829.9	990.4	1,198.2	1,440.4
유동부채	205.8	173.1	176.5	201.0	229.7
매입채무 및 기타채무	85.4	121.4	127.8	145.6	167.6
단기금융부채	118.2	49.3	46.1	52.4	58.7
기타유동부채	2.2	2.4	2.6	3.0	3.4
비유동부채	3.5	4.6	4.9	5.5	6.3
장기금융부채	3.3	4.4	4.7	5.3	6.1
기타비유동부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	209.3	177.8	181.4	206.5	236.0
지배지분	495.2	635.2	788.0	966.0	1,173.3
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	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타포괄손익누계액	19.1	25.8	32.4	39.1	45.7
이익잉여금	63.3	196.6	342.8	514.0	714.7
비지배지분	13.2	16.9	21.0	25.7	31.1
자본총계	508.5	652.2	809.0	991.6	1,204.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	138.4	131.9	485.6	442.2	469.9
당기순이익	0.0	0.0	166.5	193.1	223.9
비현금항목의 가감	39.6	47.6	101.8	115.5	123.7
유형자산감가상각비	24.1	48.5	50.3	54.5	51.5
무형자산감가상각비	0.0	0.1	2.3	-0.7	0.2
지분법평가손익	-2.9	-6.4	-0.5	-0.3	-0.3
기타	18.4	5.4	49.7	62.0	72.3
영업활동자산부채증감	15.1	-71.1	66.3	-9.5	-11.5
매출채권및기타채권의감소	-0.4	-29.2	47.2	-11.6	-14.3
재고자산의감소	-10.8	-33.2	14.7	-12.4	-15.3
매입채무및기타채무의증가	12.4	7.1	6.5	17.8	22.0
기타	13.9	-15.8	-2.1	-3.3	-3.9
기타현금흐름	83.7	155.4	151.0	143.1	133.8
투자활동 현금흐름	-16.4	-53.1	-86.3	-56.3	-52.8
유형자산의 취득	-16.8	-62.2	-88.5	-57.0	-52.9
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.7	-0.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-22.6	6.4	-0.9	-2.4	-2.9
기타	27.7	3.1	3.1	3.1	3.0
재무활동 현금흐름	-16.4	-100.4	-21.5	-15.7	-17.3
차입금의 증가(감소)	-12.3	-83.5	-4.6	2.4	1.5
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-15.1	-15.1	-16.3	-17.1
기타	-0.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7
기타현금흐름	-9.5	6.2	-192.8	-194.5	-194.4
현금 및 현금성자산의 순증가	96.1	-15.4	185.0	175.7	205.4
기초현금 및 현금성자산	88.1	184.1	168.7	353.7	529.4
기말현금 및 현금성자산	184.1	168.7	353.7	529.4	734.8

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	16,179	19,093	20,881	24,216	28,090
BPS	63,664	81,666	101,307	124,182	150,832
CFPS	26,712	25,684	34,492	39,671	44,691
DPS	1,950	1,950	2,100	2,200	2,300
주당배수(배)					
PER	16.8	14.6	11.7	10.1	8.7
PER(최고)	20.3	19.5	13.4		
PER(최저)	12.4	12.0	9.8		
PBR	4.28	3.41	2.41	1.96	1.62
PBR(최고)	5.15	4.56	2.77		
PBR(최저)	3.16	2.80	2.03		
PSR	2.27	2.12	1.76	1.54	1.34
PCFR	10.2	10.8	7.1	6.1	5.5
EV/EBITDA	16.0	8.6	6.0	4.8	3.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	23.3	9.9	9.8	8.8	8.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
ROA	9.0	19.7	18.3	17.6	17.0
ROE	12.8	26.3	22.8	21.5	20.4
ROIC	18.6	31.8	33.1	38.7	44.1
매출채권회전율	11.0	9.5	10.1	13.8	13.9
재고자산회전율	14.4	12.1	11.2	12.9	12.9
부채비율	41.2	27.3	22.4	20.8	19.6
순차입금비율	-16.8	-20.1	-39.6	-49.5	-57.5
이자보상배율	117.5	264.5	314.4	316.7	329.5
총차입금	121.5	53.7	50.8	57.7	64.8
순차입금	-85.2	-131.1	-320.0	-491.1	-692.2
NOPLAT	128.0	237.4	264.7	296.6	335.4
FCF	96.3	58.8	191.6	171.9	202.9

Compliance Notice

- 당사는 3월 30일 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.

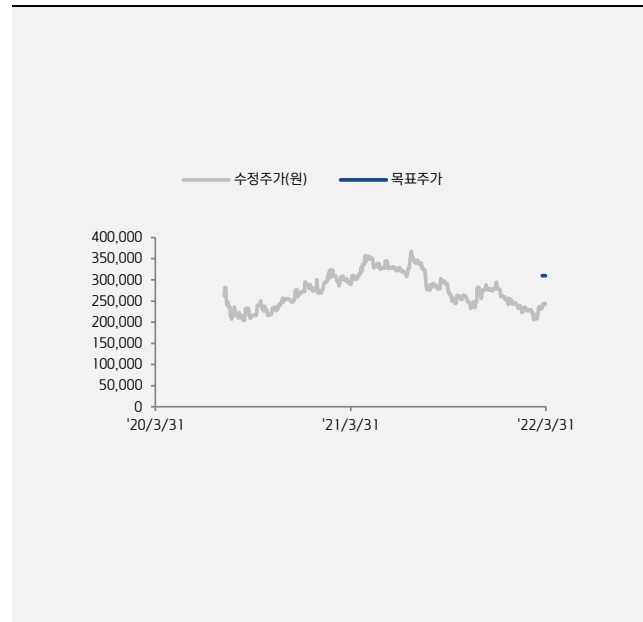
고지사항

- 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.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
솔브레인 (357780)	2022-03-24	BUY(Initiate)	310,000원	6개월	-21.84	-21.16
	2022-03-31	BUY(Maintain)	310,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%