

BUY(Maintain)

목표주가: 370,000원(상향)

주가(5/25): 260,600원

시가총액: 20,271억원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/25)		872.69pt	
52 주 주가동향		최고가	최저가
		367,700 원	206,000원
최고/최저가 대비 등락율		-29.1%	26.5%
수익률		절대	상대
	1M	9.9%	13.3%
	6M	-7.8%	7.4%
	1Y	-19.8%	-11.6%

Company Data

발행주식수	7,779 천주
일평균 거래량(3M)	26천주
외국인 지분율	27.5%
배당수익률(22E)	0.9%
BPS(22E)	104,606원
주요 주주	정지완 외 8인 46.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	470.1	1,023.9	1,144.4	1,303.5
영업이익	104.0	188.8	239.0	273.5
EBITDA	128.0	237.4	289.7	332.1
세전이익	86.1	203.2	253.7	285.1
순이익	64.9	152.2	194.4	218.4
지배주주지분순이익	63.3	148.5	189.6	213.1
EPS(원)	16,179	19,093	24,381	27,392
증감률(%YoY)	NA	18.0	27.7	12.3
PER(배)	16.8	14.6	10.9	9.7
PBR(배)	4.28	3.41	2.53	2.03
EV/EBITDA(배)	16.0	8.6	5.7	4.4
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.9	21.0
ROE(%)	12.8	26.3	26.2	23.3
순부채비율(%)	-16.8	-20.1	-32.1	-45.4

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업 업데이트

솔브레인 (357780)

사상 최대 실적 흐름 지속



2Q22 영업이익 592억원으로 사상 최대치 기록할 전망. 디스플레이 부문의 실적 부진을 반도체와 이차전지 부분이 상쇄시킬 것으로 판단. 3Q22 역시 영업이익 621억원의 사상 최대 실적 예상. 반도체 에천트와 이차전지 부문의 실적 호조가 이어지고, 부진했던 디스플레이 부문의 실적도 턴어라운드 할 것으로 판단. '22~'24년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가도 37만원으로 상향. 업종 top pick으로 매수 추천함.

>>> 2Q22 영업이익 592억원, 사상 최대치 전망

솔브레인의 2Q22 실적이 매출액 2,777억원(+14%YoY)과 영업이익 592억원(+37%YoY)의 사상 최대치를 기록할 것으로 전망된다. 매출액은 디스플레이 케미칼과 Thin Glass 부문의 실적 둔화 영향으로 인해 전 분기 대비 소폭 감소할 것으로 예상되지만, 영업이익은 반도체 에천트의 출하량 증가와 이차전지 전해액의 수익성 개선 영향으로 전 분기 대비 성장세를 지속할 전망이다. 반도체 에천트의 경우 삼성전자 평택 3기 공장의 초기 가동 효과로 인해 +4%QoQ의 매출액 성장을 이루고, 이차전지 전해액은 최근 들어 지속되고 있는 원재료(LiPF6) 가격 하락 영향으로 인해 전 분기 대비 큰 폭의 수익성 개선을 이룰 것으로 보인다.

>>> 3Q22 영업이익 621억원 전망, 사상 최대 실적 흐름 지속

3Q22 역시 매출액 2,850억원(+3%YoY)과 영업이익 621억원(+23%YoY)을 기록하며, 사상 최대 실적 흐름을 이어갈 전망이다. 반도체 에천트와 디스플레이 케미칼, Thin Glass, 이차전지 전해액 등 전 사업부문의 실적 호조가 예상된다. 반도체 에천트는 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 공장 가동 효과, 디스플레이 케미칼은 대형 OLED 패널 가동을 상승, Thin Glass는 고객사의 중저가 스마트폰 신규 판매 확대, 이차전지 전해액은 가동을 상승 및 원재료 비용 감소 등의 긍정적인 효과가 각각 예상되고 있다.

>>> 목표주가 370,000원으로 상향, 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 10.9배와 P/B 2.5배의 저평가된 영역에 머물러 있다. 이차전지 전해액의 수익성 개선이 가시화되고 있는 만큼, 반도체와 디스플레이 소재의 실적 성장세가 재 부각되며 주가 valuation의 정상화를 이끌 것으로 판단한다. 솔브레인의 2022~2024년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가를 기존 31만원에서 37만원으로 상향 조정한다. 경기 불확실성 확대에 따른 현재의 주가 조정 시기를 매수 기회라고 판단하며, 반도체 소재 업종 top pick으로 매수 추천을 지속한다.

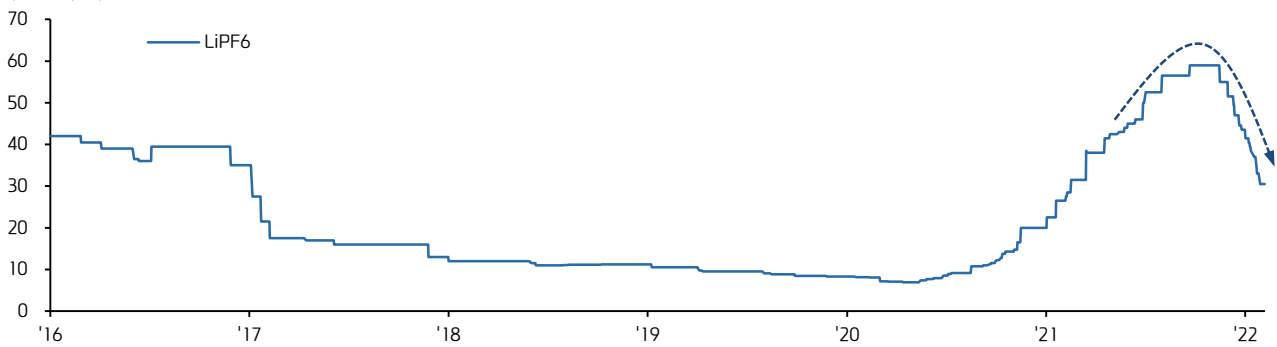
솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	239.2	243.5	275.9	265.3	281.6	277.7	285.0	300.1	880.1	1,023.9	1,144.4
%YoY	18%	18%	20%	11%	18%	14%	3%	13%	-14%	16%	12%
반도체	149.3	153.7	169.5	175.5	170.8	176.7	179.6	185.8	634.6	648.0	712.9
Etchant	127.0	129.4	144.7	149.1	144.5	150.2	153.5	159.5	533.9	550.2	607.8
Precursors	10.1	10.7	11.1	11.9	11.5	11.6	11.3	11.2	46.7	43.7	45.6
CMP Slurry	12.2	13.7	13.8	14.4	14.7	14.9	14.8	15.0	54.0	54.1	59.5
디스플레이	37.6	38.7	40.5	42.0	40.4	35.6	41.0	47.4	135.4	158.8	164.4
Chemical	19.2	19.7	22.4	22.5	25.0	23.1	25.4	29.2	83.2	83.8	102.7
Thin Glass	18.4	18.9	18.1	19.6	15.4	12.6	15.6	18.2	52.2	75.0	61.7
이차전지/기타	52.3	51.1	65.9	47.8	70.4	65.3	64.4	67.0	110.1	217.1	267.1
매출원가	173.0	185.0	207.6	203.0	202.8	195.6	199.4	215.4	610.9	768.5	813.3
매출원가율	72%	76%	75%	77%	72%	70%	70%	72%	69%	75%	71%
매출총이익	66.2	58.5	68.3	62.4	78.8	82.1	85.6	84.7	269.2	255.4	331.1
판매비와관리비	15.7	15.4	17.7	17.7	21.1	22.9	23.5	24.7	66.4	66.5	92.1
영업이익	50.5	43.1	50.6	44.6	57.6	59.2	62.1	60.0	202.8	188.8	239.0
%YoY	6%	-15%	-7%	-10%	14%	37%	23%	34%	16%	-7%	27%
영업이익률	21%	18%	18%	17%	20%	21%	22%	20%	23%	18%	21%
법인세차감전손익	56.3	43.0	56.5	47.4	62.1	64.9	63.9	62.8	186.3	203.2	253.7
법인세비용	14.2	12.0	14.2	10.6	13.4	15.6	15.3	15.1	43.2	51.0	59.4
당기순이익	42.1	31.0	42.3	36.8	48.7	49.3	48.6	47.7	143.1	152.2	194.4
당기순이익률	18%	13%	15%	14%	17%	18%	17%	16%	16%	15%	17%
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 3월부터 하락세 지속 중

(만 위안/톤)



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

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



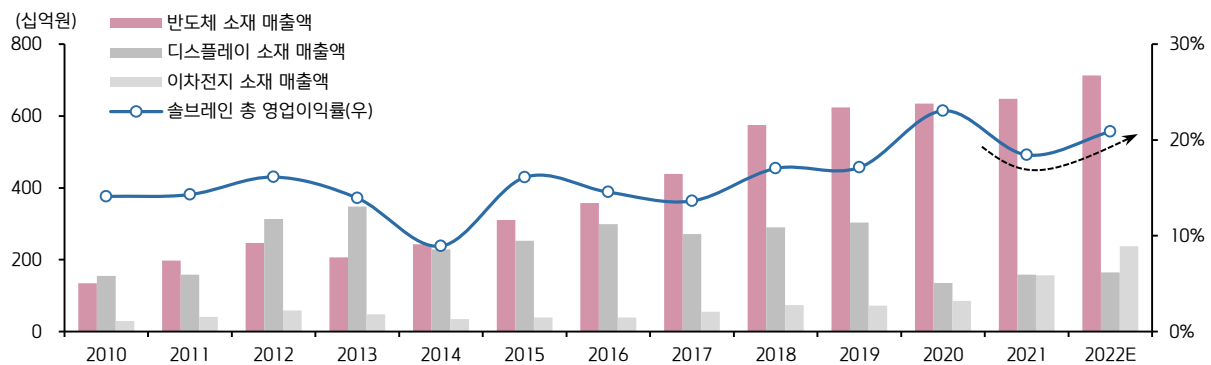
자료: 키움증권 리서치센터

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

솔브레인 6개월 목표주가: 370,000원 제시

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Sales [십억원]	1,024	1,144	1,304	1,500	1,655	1,782
Growth	117.8%	11.8%	13.9%	15.1%	10.3%	7.7%
EPS [원]	19,093	24,381	27,392	31,779	35,291	37,728
Growth	18.0%	27.7%	12.3%	16.0%	11.1%	6.9%
BPS [원]	81,666	104,606	130,258	159,898	192,950	228,339
Growth	28.3%	28.1%	24.5%	22.8%	20.7%	18.3%
ROCE(Return On Common Equity)	26.3%	26.2%	23.3%	21.9%	20.0%	17.9%
COE(Cost of Equity)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Residual Earnings(ROCE-COE)	18.3%	18.2%	15.3%	13.9%	12.0%	9.9%
PV of Residual Earnings		15,685	15,442	16,029	15,584	14,228
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	3.0%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.0%					
Continuing Value	293,643					
Beginning Common Shareholders' Equity	81,666					
PV of RE for the Forecasting Period	76,967					
PV of Continuing Value	199,935					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	372,619					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 1조원 이하 7% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	470.1	1,023.9	1,144.4	1,303.5	1,500.3
매출원가	334.8	768.5	813.3	923.7	1,060.2
매출총이익	135.3	255.4	331.1	379.8	440.1
판관비	31.4	66.5	92.1	106.3	120.8
영업이익	104.0	188.8	239.0	273.5	319.3
EBITDA	128.0	237.4	289.7	332.1	378.4
영업외손익	-17.9	14.4	14.7	11.6	11.4
이자수익	0.1	0.5	0.9	1.4	2.1
이자비용	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6
외환관련이익	7.2	19.2	18.2	10.7	13.6
외환관련손실	19.9	6.2	9.0	5.2	8.8
종속 및 관계기업손익	-2.9	0.0	3.2	3.2	3.2
기타	-1.5	1.6	1.9	2.1	1.9
법인세차감전이익	86.1	203.2	253.7	285.1	330.7
법인세비용	21.2	51.0	59.4	66.7	77.4
계속사업순이익	64.9	152.2	194.4	218.4	253.4
당기순이익	64.9	152.2	194.4	218.4	253.4
지배주주순이익	63.3	148.5	189.6	213.1	247.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	117.8	11.8	13.9	15.1
영업이익 증감율	NA	81.5	26.6	14.4	16.7
EBITDA 증감율	NA	85.5	22.0	14.6	13.9
지배주주순이익 증감율	NA	134.6	27.7	12.4	16.0
EPS 증감율	NA	18.0	27.7	12.3	16.0
매출총이익율(%)	28.8	24.9	28.9	29.1	29.3
영업이익률(%)	22.1	18.4	20.9	21.0	21.3
EBITDA Margin(%)	27.2	23.2	25.3	25.5	25.2
지배주주순이익률(%)	13.5	14.5	16.6	16.3	16.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	368.2	438.6	578.1	804.8	1,071.7
현금 및 현금성자산	184.1	168.7	234.8	288.6	338.3
단기금융자산	22.6	16.1	69.9	225.1	398.4
매출채권 및 기타채권	85.7	130.3	143.4	153.8	177.0
재고자산	65.4	103.8	108.0	112.4	129.3
기타유동자산	10.4	19.7	22.0	24.9	28.7
비유동자산	349.6	391.4	432.6	434.9	433.2
투자자산	3.2	0.5	0.5	0.5	0.5
유형자산	317.4	359.9	398.1	397.1	391.7
무형자산	0.0	6.1	7.3	8.2	8.9
기타비유동자산	29.0	24.9	26.7	29.1	32.1
자산총계	717.7	829.9	1,010.6	1,239.7	1,504.9
유동부채	205.8	173.1	170.1	193.6	221.3
매입채무 및 기타채무	85.4	121.4	135.7	154.5	177.8
단기금융부채	118.2	49.3	31.7	36.0	39.8
기타유동부채	2.2	2.4	2.7	3.1	3.7
비유동부채	3.5	4.6	5.1	5.8	6.7
장기금융부채	3.3	4.4	4.9	5.6	6.5
기타비유동부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	209.3	177.8	175.3	199.5	228.0
지배지분	495.2	635.2	813.7	1,013.2	1,243.8
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	368.4	561.3	785.2
비지배지분	13.2	16.9	21.7	27.0	33.1
자본총계	508.5	652.2	835.4	1,040.2	1,276.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	138.4	131.9	437.2	480.6	494.7
당기순이익	0.0	0.0	194.4	218.4	253.4
비현금항목의 가감	39.6	47.6	106.3	125.7	137.3
유형자산감가상각비	24.1	48.5	50.3	58.0	58.3
무형자산감가상각비	0.0	0.1	0.3	0.6	0.8
지분법평가손익	-2.9	-6.4	0.0	0.0	0.0
기타	18.4	5.4	55.7	67.1	78.2
영업활동자산부채증감	15.1	-71.1	-7.7	-0.8	-23.3
매출채권및기타채권의감소	-0.4	-29.2	-13.1	-10.3	-23.2
재고자산의감소	-10.8	-33.2	-4.1	-4.4	-17.0
매입채무및기타채무의증가	12.4	7.1	14.3	18.9	23.3
기타	13.9	-15.8	-4.8	-5.0	-6.4
기타현금흐름	83.7	155.4	144.2	137.3	127.3
투자활동 현금흐름	-16.4	-53.1	-140.7	-210.6	-224.6
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	-1.5	-1.5	-1.5
투자자산의감소(증가)	-4.7	-0.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-22.6	6.4	-53.8	-155.2	-173.3
기타	27.7	3.1	3.1	3.1	3.1
재무활동 현금흐름	-16.4	-100.4	-21.5	-17.2	-20.4
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	-17.9	-20.2
기타	-0.8	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-9.5	6.2	-208.8	-199.0	-200.0
현금 및 현금성자산의 순증가	96.1	-15.4	66.2	53.8	49.6
기초현금 및 현금성자산	88.1	184.1	168.7	234.8	288.6
기말현금 및 현금성자산	184.1	168.7	234.8	288.6	338.3

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	16,179	19,093	24,381	27,392	31,779
BPS	63,664	81,666	104,606	130,258	159,898
CFPS	26,712	25,684	38,650	44,232	50,220
DPS	1,950	1,950	2,300	2,600	3,000
주가배수(배)					
PER	16.8	14.6	10.9	9.7	8.3
PER(최고)	20.3	19.5	11.5		
PER(최저)	12.4	12.0	8.4		
PBR	4.28	3.41	2.53	2.03	1.66
PBR(최고)	5.15	4.56	2.68		
PBR(최저)	3.16	2.80	1.96		
PSR	2.27	2.12	1.80	1.58	1.37
PCFR	10.2	10.8	6.9	6.0	5.3
EV/EBITDA	16.0	8.6	5.7	4.4	3.3
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	23.3	9.9	9.2	9.2	9.2
배당수익률(%보통주, 현금)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1
ROA	9.0	19.7	21.1	19.4	18.5
ROE	12.8	26.3	26.2	23.3	21.9
ROIC	18.6	31.8	34.9	38.4	44.2
매출채권회전율	11.0	9.5	8.4	8.8	9.1
재고자산회전율	14.4	12.1	10.8	11.8	12.4
부채비율	41.2	27.3	21.0	19.2	17.9
순차입금비율	-16.8	-20.1	-32.1	-45.4	-54.1
이자보상배율	117.5	264.5	490.8	494.6	519.1
총차입금	121.5	53.7	36.7	41.6	46.3
순차입금	-85.2	-131.1	-268.1	-472.1	-690.3
NOPLAT	128.0	237.4	289.7	332.1	378.4
FCF	96.3	58.8	136.0	208.8	226.0

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 5월 25일 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.

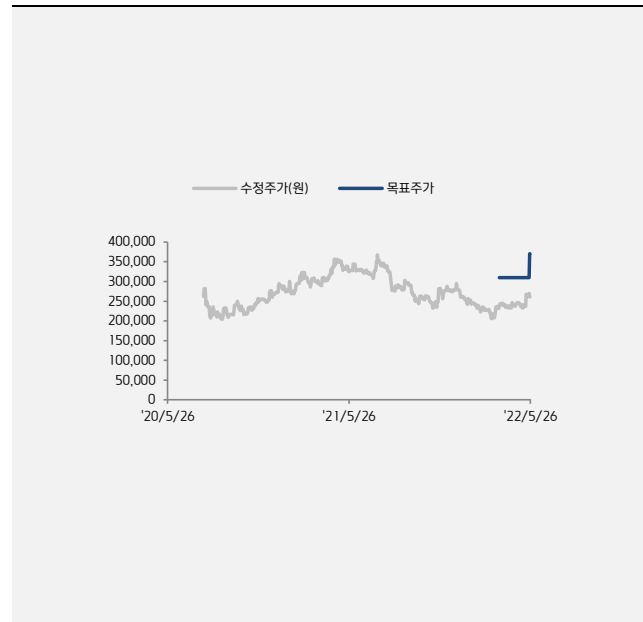
고지사항

- 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 사점	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	-21.61	-12.94
	2022-05-26	BUY(Maintain)	370,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

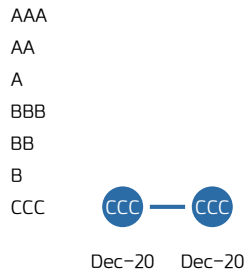
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)

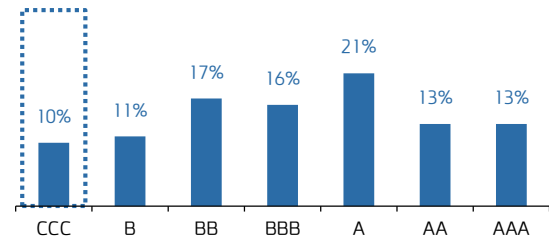
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

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 63개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	1.2	4.7		
환경	2.3	5	53.0%	▼1.1
탄소 배출	3.3	6.5	14.0%	▼1.1
유독 물질 배출과 폐기물	0.9	3.7	14.0%	▼1.8
물 부족	1.9	5.3	14.0%	▼1.3
친환경 기술 관련 기회	3.3	4.5	11.0%	
사회		3.7	14.0%	
화학적 안전성		3.2	14.0%	
지배구조		5	33.0%	▼1.0
기업 지배구조		5.9		▼1.3
기업 활동	4.3	5.3		

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
L'AIR LIQUIDE SOCIETE ANONYME POUR L'ETUDE ET L'EXPLOITATION DES PROCEDES GEORGES CLAUDE SA	● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	N/A	● ● ●	●	N/A	
THE SHERWIN-WILLIAMS COMPANY	● ● ● ●	● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	●	● ●	N/A	▲
UMICORE SA	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	N/A	◀▶
CHR. HANSEN HOLDING A/S	● ● ● ●	●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	N/A	◀▶
NIPPON SANSO HOLDINGS CORPORATION	●	●	● ● ●	●	N/A	●	● ● ● ●	N/A	▲
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