



BUY(Maintain)

목표주가: 370,000원

주가(6/8): 260,900원

시가총액: 20,294억원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (6/8)		874.95원
52 주 주가동향	최고가	최저가
	367,700원	206,000원
최고/최저가 대비 등락율	-29.0%	26.7%
수익률	절대	상대
1M	10.1%	11.3%
6M	-7.6%	6.2%
1Y	-21.8%	-11.9%

Company Data

발행주식수	7,779천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	27.3%
배당수익률(22E)	0.9%
BPS(22E)	104,606원
주요 주주	정지완 외 8인
	46.0%

투자지표

(실익원, 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)

이차전지 전해액 수익성 개선 본격화



지난 2월말 이후 이차전지 전해질(LiPF6) 가격 급락세 지속 중(고점 대비 -45% 급락). 전해액 내 전해질의 원가비중 60~70%로 추정되기 때문에, 지난 1Q22말을 시작으로 이차전지 전해액의 수익성 개선이 본격화될 것으로 판단. 이차전지 외 반도체 애플리케이션 및 대형 OLED 신규 소재 부문의 실적 호조 더해지며, 2Q~3Q22 사상 최대 분기 실적 기록할 전망. '22년 P/E 10.9배 불과. 업종 top pick으로 매수 추천함.

>>> 이차전지 전해액 수익성 개선 본격화 예상

그동안 '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 6.95만위안/톤에 거래되었던 전해질(LiPF6)의 가격은 2022년 2월 기준 59.0만위안/톤으로 급등했었다. 그러나 2022년 3월초부터 하락세에 접어들기 시작해 최근(6월 8일 기준) 26.5만위안/톤(고점 대비 -45% 급락)까지 낮아졌다. 전해액 내 전해질(LiPF6)의 원가 비중이 60~70% 수준일 것으로 추정되기 때문에, 지난 1Q22 말을 시작으로 이차전지 전해액의 수익성 개선이 본격화될 것으로 판단한다.

>>> 2Q~3Q22 분기 사상 최대 실적 흐름 지속

솔브레인의 실적은 2Q22 매출액 2,777억원(+14%YoY)과 영업이익 592억원(+37%YoY), 3Q22 매출액 2,850억원(+3%YoY)과 영업이익 621억원(+23%YoY)의 사상 최대치를 지속 경신해 나아갈 것으로 전망된다. 반도체 애플리케이션과 이차전지 전해액 부문의 실적이 크게 성장할 것으로 예상되고, 3Q22에는 부진했던 디스플레이 부문의 실적도 개선될 것으로 기대된다. 또한 대형 OLED 패널향 신규 소재와 반도체 신규 소재의 공급량도 확대되기 시작하며, 사업 전 부문에서의 실적 호조를 기록할 것으로 보인다. 2022년은 매출액 1조 1,444억원(+12%YoY), 영업이익 2,390억원(+27%YoY)의 사상 최대 실적이 예상되고 있다.

>>> 목표주가 370,000원, 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 10.9배와 P/B 2.5배의 지극히 저평가된 영역에 머물러 있다. 이차전지 전해액의 수익성 개선이 가시화되고 있는 만큼, 반도체와 디스플레이 소재의 실적 성장성이 재 부각되며 주가 valuation의 정상화를 이끌 것으로 판단한다. 목표주가 370,000원을 유지하고, 반도체 업종 top pick으로 매수 추천을 지속한다.

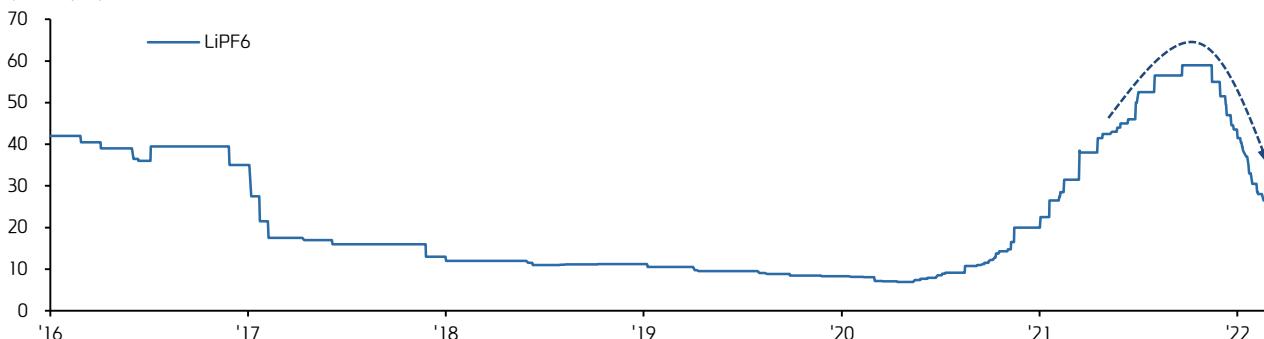
솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	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)



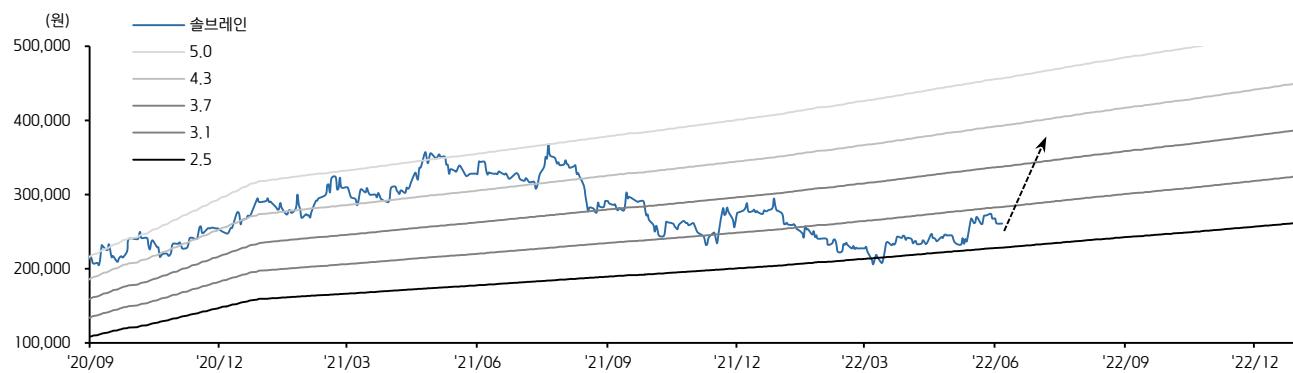
자료: Wind, 키움증권 리서치센터

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



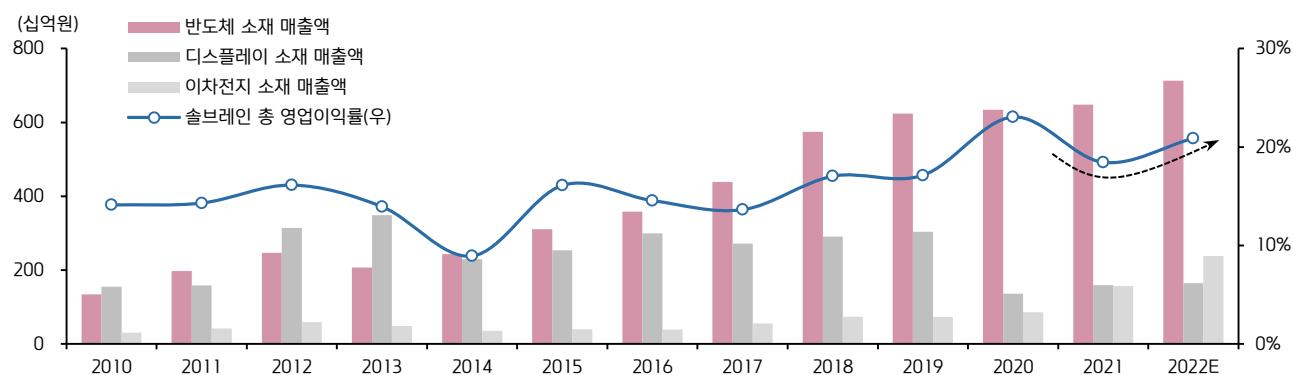
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망



포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	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
증속 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
계속사업순손익	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

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	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

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	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
자본지분	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
비자본지분	13.2	16.9	21.7	27.0	33.1
자본총계	508.5	652.2	835.4	1,040.2	1,276.9

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	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

Compliance Notice

- 당사는 6월 8일 현재 '솔브레인' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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

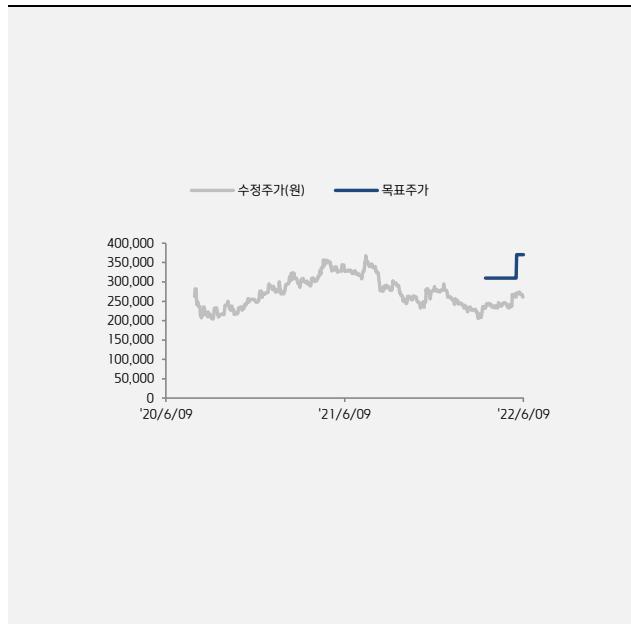
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	괴리율(%)	
					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		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

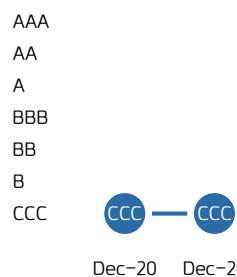
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

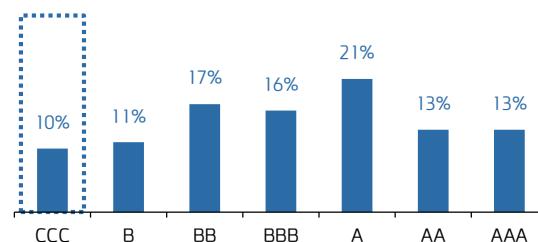
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) 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				
탄소 배출	2.3	5	53.0%	▼1.1
유독 물질 배출과 폐기물	3.3	6.5	14.0%	▼1.1
물 부족	0.9	3.7	14.0%	▼1.8
친환경 기술 관련 기회	1.9	5.3	14.0%	▼1.3
사회				
화학적 안전성		3.7	14.0%	
지배구조				
기업 지배구조		3.2	14.0%	
기업 활동	4.3	5	33.0%	▼1.0
		5.9		▼1.3
		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 SANZO 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